

视源股份 (002841.SZ)

Q1 毛利率企稳回升，加速推动 AI+教育落地

核心观点：

- **事件：**视源股份发布 24 年&25Q1 财报。24 年，公司营收 224.01 亿元，同增 11.05%；归母净利润 9.71 亿元，同降 29.13%；扣非归母净利润 8.37 亿元，同降 27.94%。2024 年毛利率同比减少 3.69pct（调整后口径），主要受原材料价格上涨、产品单价下降等影响。
- 单季度看，24Q4，公司实现营收 52.49 亿元，同增 9.60%；归母净利润 0.4 亿元，同降 86.90%；扣非归母净利润亏损 0.28 亿元。24Q4 收入增长稳健，利润端受股份支付、市场利率等因素影响。25Q1 实现营收 50.05 亿元，同增 11.35%；归母净利润 1.62 亿元，同降 9.23%；扣非归母净利润 1.04 亿元，同降 26.63%，Q1 公司毛利率环比回升，利润下滑主要由于研发投入增加、理财收益及政府补助减少。
- 分业务看：24 年，液晶显示主控板卡营收 66.29 亿元，同比增长 11.82%，主要由全球电视出货量增长及公司市场份额提升带动；生活电器业务继续高增长；教育业务营收 50.54 亿元，同降 8.75%，主要受客户采购预算收紧等因素影响；企业服务业务营收 15.82 亿元，同降 2.60%。海外业务保持高增长。
- 现金分红方案：公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利股利 6.80 元（含税），现金分红总额 4.72 亿元，占 24 年度归母净利润的 48.6%。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 25/26 营收 258.08/288.46 亿元，归母净利润分别为 12.78/16.31 亿元。公司作为板卡领域龙头，有望受益于全球电视机出货量提升及公司市场份额扩张，公司持续推出 AI+教育及与微软认证的会议场景新产品，未来龙头地位有望进一步巩固。考虑客户需求复苏及自身产品迭代带来增长，参考可比公司，给予公司 25 年 20X PE，对应合理价值 36.72 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**（1）财政预算趋紧；（2）原材料价格波动；（3）行业渗透率提升速度不及预期。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20173	22401	25808	28846	31552
增长率（%）	-3.9%	11.0%	15.2%	11.8%	9.4%
EBITDA（百万元）	1360	1110	1350	1665	1808
归母净利润（百万元）	1370	971	1278	1631	1807
增长率（%）	-33.9%	-29.1%	31.6%	27.7%	10.8%
EPS（元/股）	1.97	1.41	1.84	2.34	2.60
市盈率（P/E）	23.23	26.18	17.76	13.91	12.56
ROE（%）	11.0%	7.6%	9.6%	11.4%	11.8%
EV/EBITDA	22.38	21.84	15.17	11.60	9.98

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

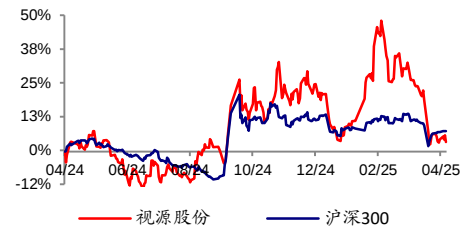
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	32.61 元
合理价值	36.72 元
前次评级	买入
报告日期	2025-04-25

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

罗悦纯



SAC 执证号：S0260524120001



luoyuechun@gf.com.cn

请注意，罗悦纯并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

视源股份 (002841.SZ) :海外 2024-04-25
及新产品逐步放量，Q1 收入
增长稳健

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、经营情况：板卡市占稳中有升，海外业务持续增长	4
二、财务情况：25Q1 收入增长稳健，利润端受加大研发等影响	7
三、盈利预测和投资建议	10
四、风险提示	11

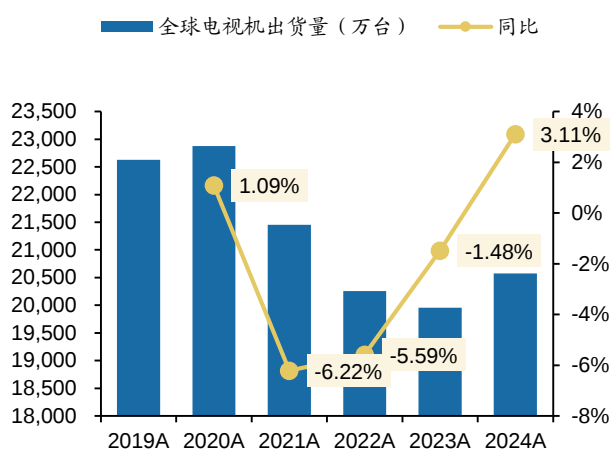
图表索引

图 1: 全球电视机出货量 (万台)	4
图 2: 公司液晶电视主控板卡销量 (万片)	4
图 3: 公司液晶显示主控板卡及家用电器控制器收入 (百万元)	4
图 4: 教育业务收入 (百万元)	5
图 5: 希沃占中国大陆 IFPD 教育市场总销量比例 (%)	5
图 6: 希沃教学大模型应用场景	5
图 7: 企业服务业务收入 (百万元)	6
图 8: MAXHUB 国内市占率 (%)	6
图 9: 视源股份海外业务收入及同比增速 (百万元, %)	6
图 10: 视源股份营业收入 (百万元)	7
图 11: 视源股份单季度营业收入 (百万元)	7
图 12: 视源股份分产品收入结构 (%)	8
图 13: 视源股份毛利率和净利率 (%)	8
图 14: 视源股份费用率 (%)	8
图 15: 视源股份归母净利润 (百万元)	9
图 16: 视源股份单季度归母净利润 (百万元)	9
表 1: 视源股份盈利预测	10
表 2: 可比公司估值表 (截至 2025.4.24 收盘)	11

一、经营情况：板卡市占稳中有升，海外业务持续增长

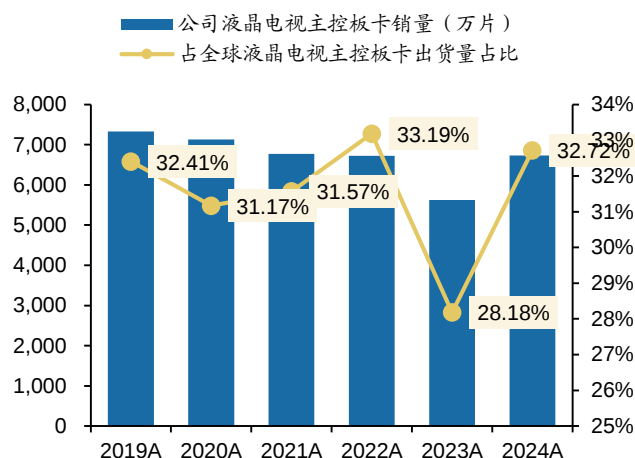
部件业务受益于全球电视机出货量增长带动及市场份额提升，生活电器保持高增长。24年，公司液晶显示主控板卡等相关业务实现营收66.29亿元，同比增长11.82%。根据公司财报，2024年，受益于海外需求复苏及国内“以旧换新”补贴等政策拉动，全球电视出货量同比增长3.14%至2.06亿台，公司保持市场领先地位，24年液晶电视主控板卡销量6732.48万片，市场份额同比增加4.53pct至32.72%。液晶显示主控板卡及家用电器控制器收入在2024年分别同比增长11.82%和65.64%。

图 1：全球电视机出货量（万台）



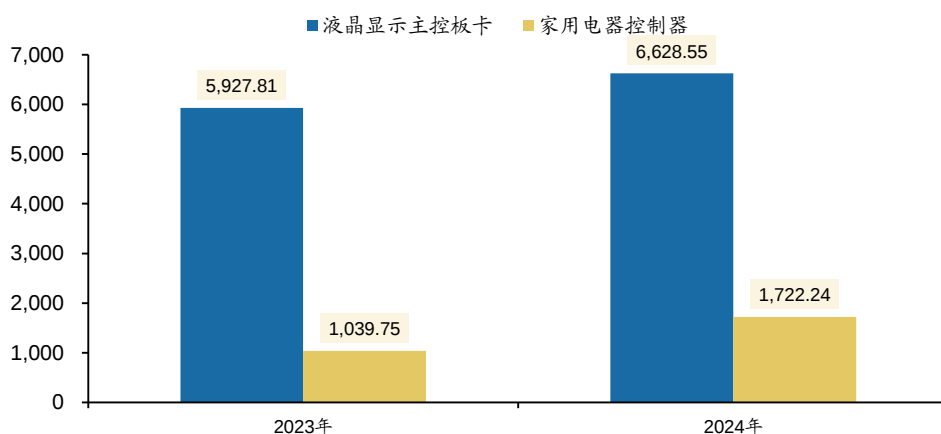
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：公司液晶电视主控板卡销量（万片）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

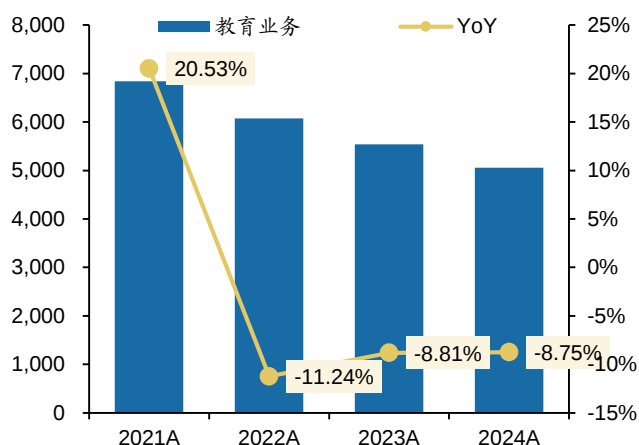
图 3：公司液晶显示主控板卡及家用电器控制器收入（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

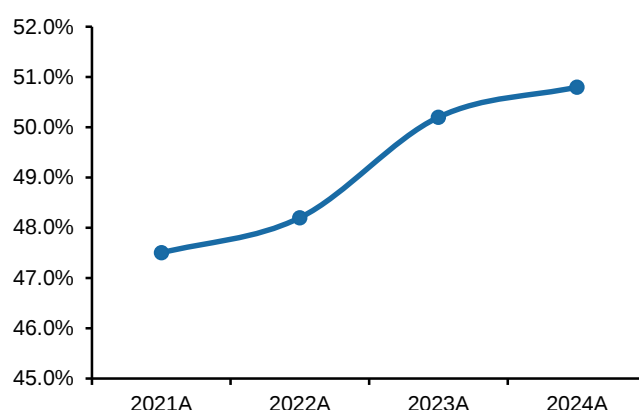
教育业务受财政预算影响，加速推动AI+教育落地。2024年，受客户采购预算收紧影响，教育业务实现营收50.54亿元，同比下降8.75%，截至公司发布年报，希沃产品已覆盖全国超280万间教室、20万所中小学校及2,500多所高等院校，服务1,000万教师用户与100万家庭用户。公司加速推进AI与教育融合落地，希沃教学大模型持续迭代，应用场景不断拓展，希沃课堂智能反馈系统、希沃AI备课等一系列AI教育产品迅速落地推广，希沃交互智能平板销量在中国大陆IFPD的市占率进一步提升至50.8%，同时教学终端、希沃录播、希沃魔方等软硬件产品收入保持快速增长。

图 4：教育业务收入（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 5：希沃占中国大陆IFPD教育市场总销量比例（%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

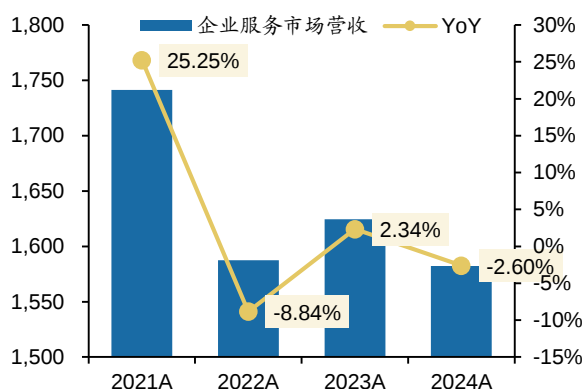
图 6：希沃教学大模型应用场景



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

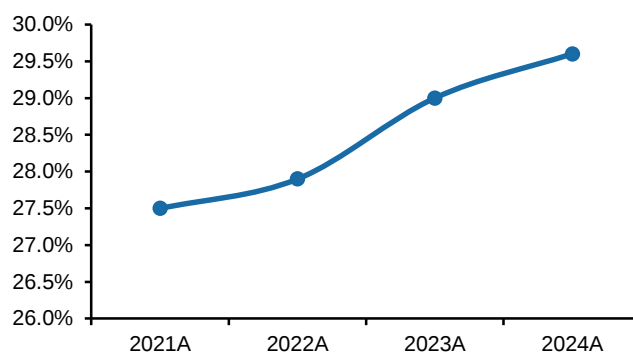
企业服务业务同比增长，MAXHUB市占率提升。2024年，企业服务业务实现营收15.82亿元，同比下降2.60%；MAXHUB在国内IFPD会议市场出货量市占率提升至29.6%。

图 7：企业服务业务收入（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

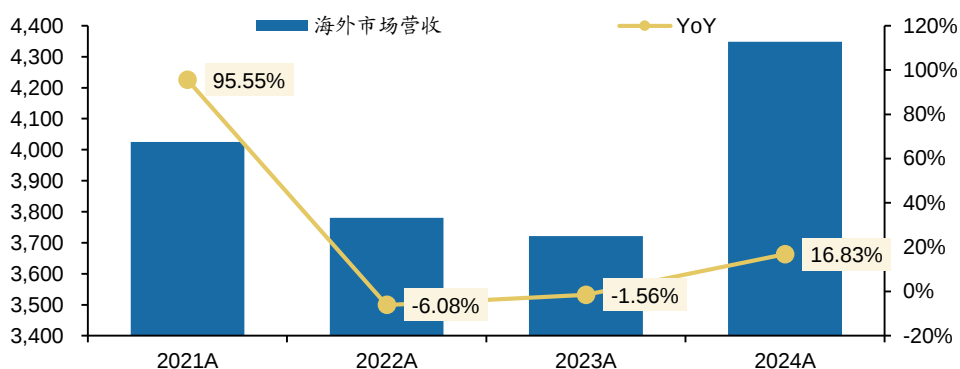
图 8：MAXHUB国内市占率（%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

海外业务增长，加速与微软生态合作。2024年，公司 ODM 业务产品紧抓欧洲部分国家及印度教育信息化设备需求增长机遇实现快速增长，海外业务实现营收43.48亿元，同比增长16.83%。公司加快推进与微软、英特尔等生态伙伴合作，2025年2月正式发布 X Board 会议平板、BM45 全向拾音麦克风、P30 摄像头等经微软 Teams Rooms 认证的一系列会议产品及解决方案，打开海外市场增长新空间。

图 9：视源股份海外业务收入及同比增速（百万元，%）



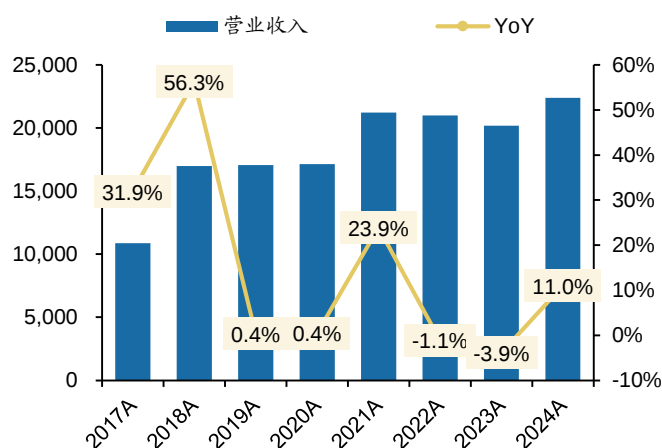
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

现金分红方案：公司发布《关于2024年利润分配预案的公告》，拟向全体股东每10股派发现金红利股利6.80元（含税），现金分红总额4.72亿元，占24年度归母净利润的48.6%。

二、财务情况：25Q1 收入增长稳健，利润端受加大研发等影响

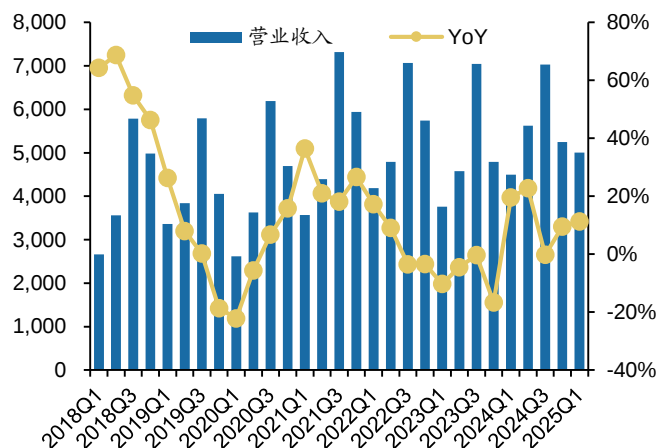
23年收入受宏观经济弱修复影响；利润受原材料价格上涨&部分产品降价影响。2024年，公司实现营收224.01亿元，同增11.05%；归母净利润9.71亿元，同降29.13%；扣非归母净利润8.37亿元，同降27.94%。24年收入增长主要由全球电视出货量提升及公司板卡市占率提升、海外业务增长等带动，25Q1收入持续增长；24年利润端，受TV板卡存储器件价格上涨、教育业务客户采购预算收紧引发价格竞争、企业服务主要产品单价下降等影响，24年综合毛利率同比下降3.69%（调整后口径）；公司费用率同比控制良好。

图 10：视源股份营业收入（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

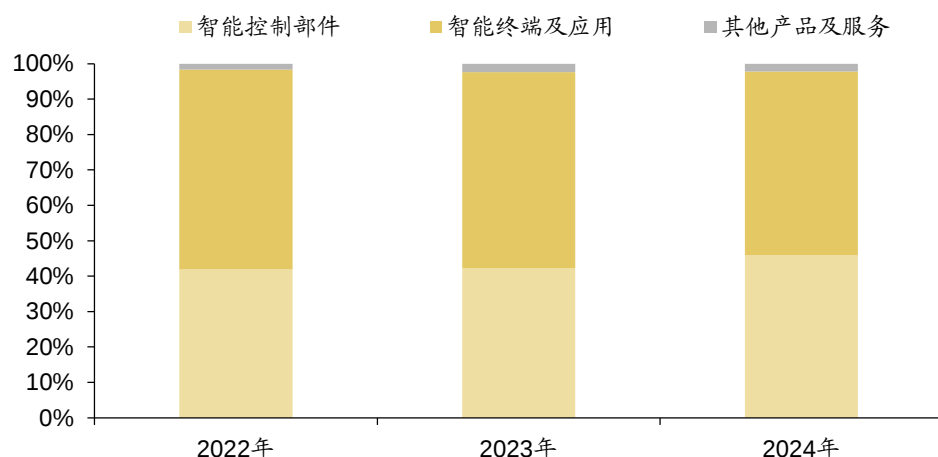
图 11：视源股份单季度营业收入（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

分产品看：24 年智能控制部件营收 102.74 亿元，同比增长 20.37%，毛利率 14.74%，同比减少 1.15pct，毛利率波动由原材料价格影响导致，其中液晶显示主控板卡营收 66.29 亿元，同比增长 11.82%，家用电器控制器营收 17.22 亿元，同比增长 65.64%；智能终端及应用收入 116.27 亿元，同比增长 4.23%，毛利率 25.66%，同比减少 4.98pct，2024 年上半年教育业务客户采购预算收紧引发价格竞争，以及企业服务受主要产品单价下降及收入结构变化影响导致毛利率下降，其中商用显示设备及系统收入 92.98 亿元，同比增长 1.04%；其他产品及服务收入 5.01 亿元，同比增长 3.66%。

图 12: 视源股份分产品收入结构 (%)

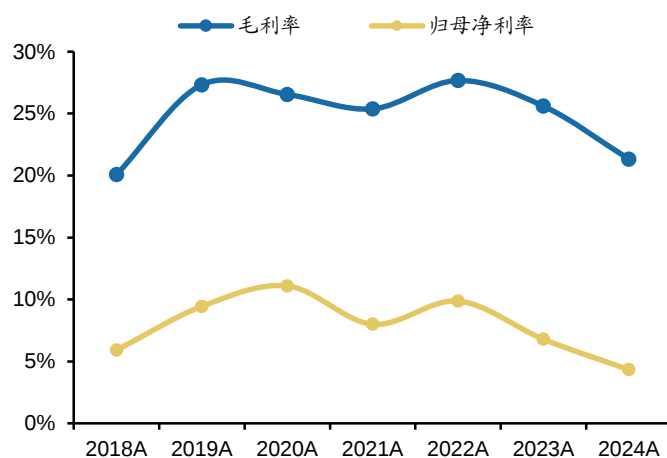


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：公司 2024 年主营业务数据统计口径发生调整，收入结构根据新口径计算

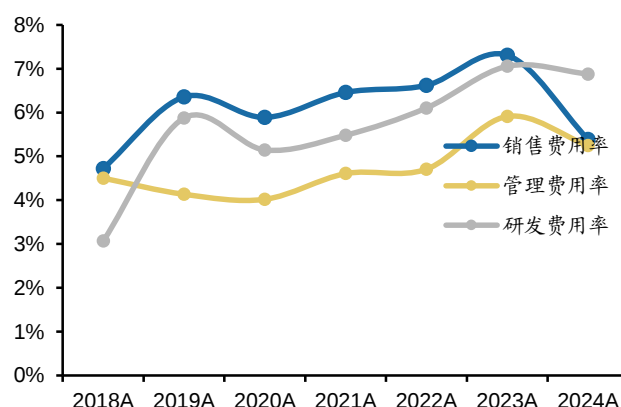
单季度看，24Q4收入增长稳健，实现营收52.49亿元，同增9.60%；利润端受股份支付、市场利率等因素影响，24Q4归母净利润0.4亿元，同降86.90%；扣非归母净利润亏损0.28亿元。25Q1收入增长稳健，25Q1实现营收50.05亿元，同增11.35%；利润端，受加大研发、理财及政府补助等因素影响，25Q1归母净利润1.62亿元，同降9.23%；扣非归母净利润1.04亿元，同降26.63%。公司毛利率环比回升，但利润下滑主要由于因研发投入增加、理财收益及政府补助减少。我们认为，随着高价值量的新产品推向市场，有望带动毛利率逐步企稳回升。

图 13: 视源股份毛利率和净利率 (%)



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 14: 视源股份费用率 (%)



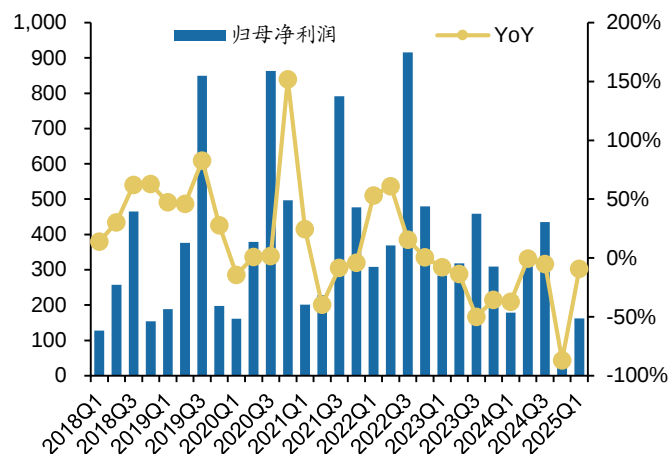
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 15: 视源股份归母净利润 (百万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 16: 视源股份单季度归母净利润 (百万元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

公司2024年采取新的业务体系划分口径，主业包括智能控制部件（液晶显示主控板卡为主，还有家用电器控制器等）、智能终端及应用（主要包括商用显示设备及系统，即希沃和MAXHUB平板产品等，以及计算机及周边设备、音视频设备及系统等）、其他产品及服务。

（1）智能控制部件：液晶显示主控板卡预计保持稳健增长，家用电器得益于海外积极开拓及国内份额提升，预计保持高速增长，因此预计25-27年智能控制部件业务的收入分别为117.27/133.04/148.42亿元，同比增长14.14%/13.45%/11.56%。（2）智能终端及应用：包括国内希沃、MAXHUB两大品牌，以及国外ODM+自有品牌的交互智能平板产品等，公司2025年推出多款经微软 Teams Rooms 认证的一系列会议产品及解决方案，以及丰富的AI+教育产品，新产品有望逐步放量。预计25-27年智能终端及应用的收入分别为135.55/149.95/161.47亿元，同比增长16.59%/10.62%/7.69%。（3）其他产品及服务：预计25-27年其他业务的收入分别为5.26/5.47/5.63亿元，同比增长5.00%/4.00%/3.00%，保持稳健增长。

综合以上，我们预计视源股份25-27年整体营业收入分别为258.08/288.46/315.52亿元，同比增长15.2%/11.8%/9.4%，综合毛利率分别为21.6%/21.5%/21.5%。我们预测公司25-27年归母净利润分别为12.78/16.31/18.07亿元。

表 1：视源股份盈利预测

单位：百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
智能控制部件	8535.04	10273.62	11726.77	13304.38	14841.86
YoY	-3.04%	20.37%	14.14%	13.45%	11.56%
智能终端及应用	11154.59	11626.89	13555.46	14994.83	16147.23
YoY	-5.83%	4.23%	16.59%	10.62%	7.69%
其他产品及服务	483.01	500.67	525.71	546.74	563.14
YoY	40.70%	3.66%	5.00%	4.00%	3.00%
营业收入	20,172.64	22,401.18	25,807.93	28,845.94	31,552.22
YoY	-3.9%	11.0%	15.2%	11.8%	9.4%
毛利率	25.0%	21.3%	21.6%	21.5%	21.5%
归属于母公司所有者的净利润	1,370.00	970.96	1,277.85	1,631.28	1,807.19
YoY	22.0%	-29.13%	31.61%	27.66%	10.78%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

估值来看，公司作为板卡领域龙头，有望受益于全球电视机出货量提升及公司市场份额扩张，公司持续推出AI+教育及与微软认证的会议场景新产品，未来龙头地位有望进一步巩固。考虑客户需求复苏及自身产品迭代带来增长，参考可比公司，给予公司25年20X PE，对应合理价值36.72元/股，维持“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表 (截至2025.4.24收盘)

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	货币单位	净利润 (亿元)				PE 估值水平			
				2024A/E	2025E	2026E	2027E	2024A/E	2025E	2026E	2027E
科大讯飞	002230.SZ	1044.7	人民币	5.60	9.46	13.46	19.98	186.49	110.39	77.62	52.28
鸿合科技	002955.SZ	51.5	人民币	3.03	3.42	4.04	0.00	17.02	15.06	12.75	0.00
海康威视	002415.SZ	2615.8	人民币	119.77	144.12	166.14	182.76	21.84	18.15	15.74	14.31
亿联网络	300628.SZ	417.7	人民币	26.48	30.18	35.09	39.57	15.77	13.84	11.90	10.56

资料来源: wind, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

(一) 财政预算趋紧的风险

教育业务较为依赖教育经费, 财政预算收紧、校内设备采购需求不景气、下游竞标厂商参与度低等, 将导致教育业务不及预期。

(二) 原材料价格波动风险

公司主要的原材料包括PCB、芯片、液晶面板等, 近几年原材料成本的波动直接影响了公司的毛利率水平。虽然公司不断加强供应链管理, 推动降本控费, 但未来原材料成本涨价幅度具有一定不确定性, 上游成本的大幅波动将会影响公司的盈利水平。

(三) 行业渗透率提升速度不及预期风险

会议市场客户认知加速建立。但考虑宏观经济回暖具有一定不确定性, 企业采购预算或有可能削减, MAXHUB等商显产品的渗透率提升仍有不确定性。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,290	9,287	9,039	10,538	12,102
货币资金	4,718	4,904	4,458	5,621	6,894
应收及预付	430	507	239	228	206
存货	2,238	2,315	2,773	3,100	3,395
其他流动资产	5,905	1,562	1,568	1,589	1,607
非流动资产	8,515	13,383	13,763	13,980	14,137
长期股权投资	196	319	319	319	319
固定资产	2,073	3,634	3,725	3,753	3,721
在建工程	1,674	807	1,057	1,207	1,357
无形资产	482	686	722	758	794
其他长期资产	4,090	7,936	7,939	7,942	7,945
资产总计	21,806	22,670	22,802	24,518	26,239
流动负债	8,431	8,686	8,113	8,865	9,542
短期借款	2,545	2,708	1,500	1,500	1,500
应付及预收	3,224	3,047	3,716	4,154	4,549
其他流动负债	2,661	2,931	2,897	3,211	3,492
非流动负债	508	860	860	860	860
长期借款	203	564	564	564	564
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	305	296	296	296	296
负债合计	8,939	9,545	8,973	9,724	10,401
股本	701	696	696	696	696
资本公积	3,997	3,755	3,755	3,755	3,755
留存收益	7,981	8,365	9,043	9,974	10,981
归属母公司股东权益	12,473	12,696	13,374	14,305	15,312
少数股东权益	393	429	455	489	526
负债和股东权益	21,806	22,670	22,802	24,518	26,239

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20173	22401	25808	28846	31552
营业成本	15126	17624	20244	22632	24783
营业税金及附加	95	90	129	136	126
销售费用	1343	1206	1368	1500	1641
管理费用	1192	1175	1290	1269	1325
研发费用	1422	1540	1703	1933	2169
财务费用	-211	-94	62	26	8
资产减值损失	-109	-122	-8	-8	-8
公允价值变动收益	36	9	0	0	0
投资净收益	179	164	129	144	158
营业利润	1521	1054	1392	1776	1967
营业外收支	-33	-7	-5	-5	-5
利润总额	1489	1047	1387	1771	1962
所得税	89	11	83	106	118
净利润	1400	1036	1304	1665	1844
少数股东损益	30	65	26	33	37
归属母公司净利润	1370	971	1278	1631	1807
EBITDA	1360	1110	1350	1665	1808
EPS (元)	1.97	1.41	1.84	2.34	2.60

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,116	1,255	2,033	2,339	2,485
净利润	1,400	1,036	1,304	1,665	1,844
折旧摊销	265	343	277	289	300
营运资金变动	-439	-17	438	416	386
其它	-110	-108	15	-31	-44
投资活动现金流	-709	-429	-540	-374	-311
资本支出	-1,728	-1,008	-669	-519	-468
投资变动	537	409	0	0	0
其他	481	170	129	144	158
筹资活动现金流	-464	-625	-1,939	-802	-902
银行借款	681	523	-1,208	0	0
股权融资	31	119	0	0	0
其他	-1,176	-1,266	-732	-802	-902
现金净增加额	-33	208	-446	1,163	1,273
期初现金余额	4,715	4,681	4,904	4,458	5,621
期末现金余额	4,681	4,890	4,458	5,621	6,894

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-3.9%	11.0%	15.2%	11.8%	9.4%
营业利润	-34.6%	-30.7%	32.1%	27.6%	10.8%
归母净利润	-33.9%	-29.1%	31.6%	27.7%	10.8%
获利能力					
毛利率	25.0%	21.3%	21.6%	21.5%	21.5%
净利率	6.9%	4.6%	5.1%	5.8%	5.8%
ROE	11.0%	7.6%	9.6%	11.4%	11.8%
ROIC	6.5%	4.6%	6.3%	7.6%	7.8%
偿债能力					
资产负债率	41.0%	42.1%	39.4%	39.7%	39.6%
净负债比率	69.5%	72.7%	64.9%	65.7%	65.7%
流动比率	1.58	1.07	1.11	1.19	1.27
速动比率	1.27	0.73	0.70	0.77	0.85
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.99	1.13	1.18	1.20
应收账款周转率	68.19	53.32	121.67	146.00	182.50
存货周转率	9.01	9.68	9.31	9.30	9.29
每股指标 (元)					
每股收益	1.97	1.41	1.84	2.34	2.60
每股经营现金流	1.59	1.80	2.92	3.36	3.57
每股净资产	17.79	18.24	19.21	20.55	22.00
估值比率					
P/E	23.23	26.18	17.76	13.91	12.56
P/B	2.57	2.02	1.70	1.59	1.48
EV/EBITDA	22.38	21.84	15.17	11.60	9.98

广发传媒行业研究小组

旷 实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。

徐 呈 隽：资深分析师，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

周 喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

章 驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。

罗 悦 纯：高级分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。

黄 静 仪：高级研究员，华东师范大学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。