

# 兴业证券 (601377.SH)

市场回暖带动业绩高增，资管优势提升增长持续性

## 核心观点：

- **高基数下 25Q1 盈利有所回升。**公司 2024 年营业收入 123.54 亿元，同比+16.25%；实现归母净利润 21.64 亿元，同比+10.16%。25Q1 实现营业收入 27.92 亿元，同比+17.5%；归母净利润 5.16 亿元，同比+57.3%。25Q1 调整后杠杆率下降至 3.57 倍，较年初基本稳定。
- **受市场影响轻资产业务略有下滑：**（1）2024 年经纪业务净收入 21.3 亿元，占比 21.8%。其中，2024 年代销金融产品收入 3.13 亿元，同比-24.21%，占经纪业务比重达到 15%；25Q1 经纪业务收入上涨 42%。（2）2024 年资管业务净收入同比+7.6%，基金净收入同比-20.72%，互补性布局下，兴证资管夯实固收类产品基础，管理规模持续上升，同比+20%，达到 1010 亿元；子公司兴证全球净利润 14.13 亿元，同比+3%。25Q1 资管业务收入同比+1.97%。（3）2024 年投行业务净收入下滑 33%达到 7.01 亿元，25Q1 投行业务净收入小幅回升 7.76%。
- **泛自营业务大幅回暖：**（1）2024 年公司实现自营投资收益 31.86 亿元，同比上升 316%。金融投资资产合计 1469 亿元，同比+17.2%；其中基金类投资占比升至 14.05%，其他债权投资资产占比升至 39.8%。2025Q1 投资收益（含公允）同比大幅上涨 82%至 6.12 亿元。（2）2024 年实现利息净收入（调整后）14.19 亿元，同比-22%。其中融资融券利息收入 16.38 亿元，同比下降 10%，主因买入返售金融资产和融资融券利息收入下滑。25Q1 利息净收入 3.25 亿元，同比+16.75%。
- **盈利预测与投资建议。**资本市场内在稳定性及可投性逐步提升，在产品化、机构化的发展趋势下，预计公司保持资管优势，协同赋能下进一步增强机构客户服务能力与财富管理能力，预计 2025-2026 年 EPS 为 0.31、0.36 元/股，盈利能力修复，鉴于近五年 PB 中枢 0.9-1.8 倍，给予 2025 年 1.2 倍 PB 估值，合理价值 10.30 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**经济下行超预期，权益及债券市场波动导致业绩不达预期、基民投资意愿不强等。

## 盈利预测：

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10627	12354	14906	16845	18638
增长率(%)	-0.3%	16.2%	20.7%	13.0%	10.6%
归母净利润(百万元)	1964	2164	2656	3151	3519
增长率(%)	-25.5%	10.2%	22.7%	18.6%	11.7%
EPS(元/股)	0.23	0.24	0.31	0.36	0.41
市盈率(P/E)	18.56	23.39	19.06	16.06	14.38
市净率(P/B)	1.08	0.88	0.68	0.68	0.68

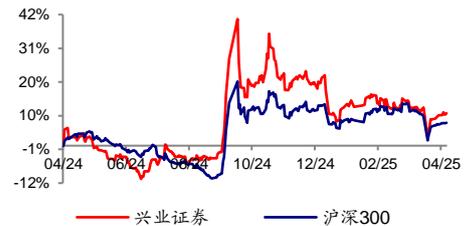
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

## 公司评级

买入

当前价格	5.86 元
合理价值	10.30 元
前次评级	买入
报告日期	2025-04-27

## 相对市场表现



## 分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

## 分析师：

严漪澜



SAC 执证号：S0260524070005



0755-82544248



yanyilan@gf.com.cn

请注意，严漪澜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：

兴业证券 (601377.SH) :泛 自营业务推动业绩回升	2024-11-06
兴业证券 (601377.SH) :轻 资产业务拖累业绩，静待市 场回暖	2024-09-01
兴业证券 (601377.SH) :泛 自营有所回撤，静待市场回 暖弹性	2024-04-28

## 目录索引

一、业绩显著回升.....	4
(一) 2024 年营收同比+16%，归母净利润同比+10% .....	4
(二) 2024 年杠杆率回升至 3.57 倍，ROE3.81%.....	4
(三) 重资产业务反弹显著.....	6
二、泛财富管理优势持续，泛自营波动较大.....	6
(一) 资管业务方面：资管业务规模持续增长，基金业务略有下滑 .....	6
(二) 财富管理转型，机构化与产品化趋势显现.....	8
(三) 投行业务方面：深化区域行业战略.....	9
(四) 2024 年自营投资收益同比大幅上升，25Q1 低基数下显著回暖 .....	10
(五) 资本中介业务方面：两融规模费率下滑.....	12
三、盈利预测和投资建议.....	13
四、风险提示 .....	14

## 图表索引

图 1: 公司营业收入 (亿元) 及同比.....	4
图 2: 公司净利润 (亿元) 及同比.....	4
图 3: 兴业证券杠杆率.....	5
图 4: 兴业证券剔除客户资金杠杆率.....	5
图 5: 兴业证券所有者权益及增速.....	5
图 6: 兴业证券加权 ROE.....	5
图 7: 兴业证券历年营业收入结构 (%).....	6
图 8: 兴业证券资管业务收入 (亿元) 及占营收比重.....	7
图 9: 兴业证券资管业务规模.....	7
图 10: 兴业证券资管净收入和测算费率.....	7
图 11: 子公司兴全基金和参股南方基金的业绩表现 (亿元).....	8
图 12: 兴业证券与行业佣金率对比.....	9
图 13: 兴业证券代销金融产品业务收入及同比.....	9
图 14: 兴业证券投行业务净收入及同比.....	10
图 15: 兴业证券自营投资收益及同比 (亿元, %).....	11
图 16: 融资融券利息收入及同比.....	13
图 17: 买入返售利息收入及同比.....	13
图 18: 兴业证券股价 (元) 及 PB (LF).....	13
表 1: 兴业证券 A 股 IPO 与再融资规模.....	10
表 2: 兴业证券金融投资资产结构 (亿元).....	11

## 一、业绩显著回升

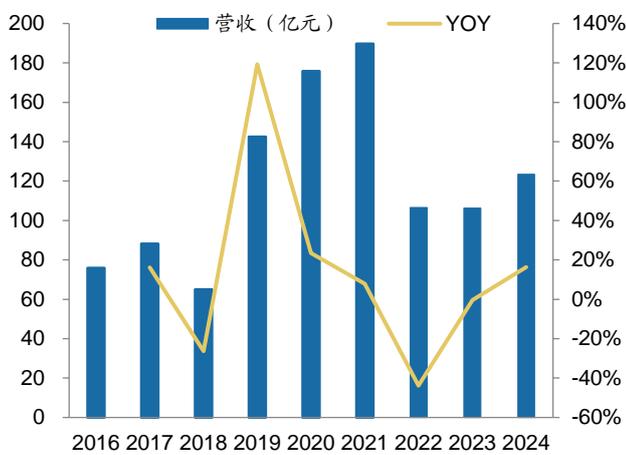
### (一) 2024 年营收同比+16%，归母净利润同比+10%

2025年4月25日晚，兴业证券发布2024年年度报告及2025年一季度报告。

其中：2024年全年营业收入123.54亿元，同比+16.25%；归属于母净利润21.64亿元，同比+10.16%。

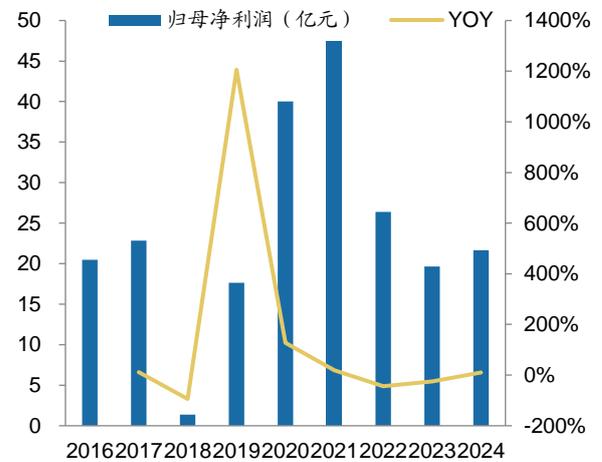
2025年第一季度实现营业收入27.92亿元，同比+17.48%；归母净利润5.16亿元，同比+57.32%。

图1：公司营业收入（亿元）及同比



数据来源：兴业证券年报，广发证券发展研究中心

图2：公司净利润（亿元）及同比

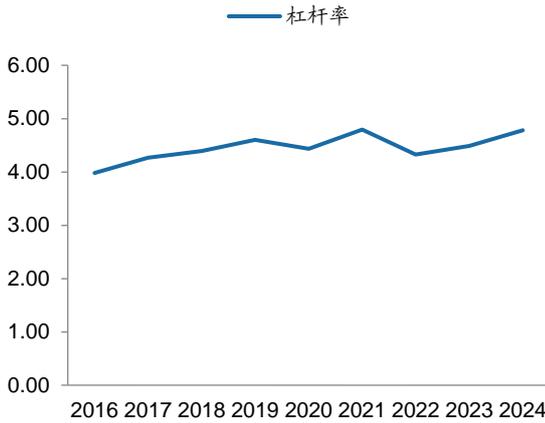


数据来源：兴业证券年报，广发证券发展研究中心

### (二) 2024 年杠杆率回升至 3.57 倍，ROE3.81%

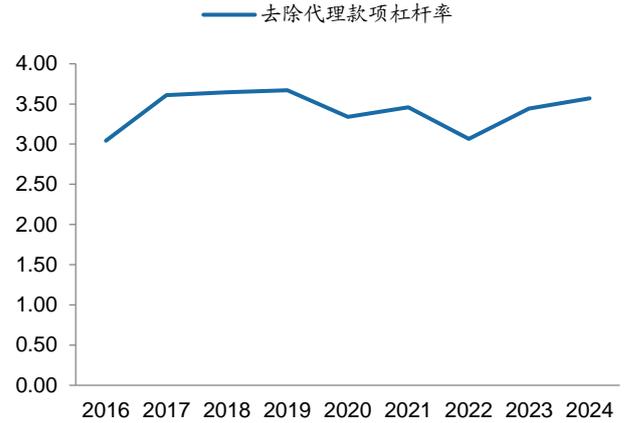
2024年年末，兴业证券净资产629.19亿元，同比+3.19%；总资产3,010.16亿元，同比+10.02%。兴业证券整体杠杆率自2022年末的4.33倍上升至2024年末的4.78倍，2025年第一季度杠杆倍数为4.62。剔除客户保证金的杠杆倍数由2022年末的3.07回升至2024年末的3.57倍。2024年加权平均ROE3.81%，同比上升0.11个百分点。

图3: 兴业证券杠杆率



数据来源: 兴业证券年报, 广发证券发展研究中心

图4: 兴业证券剔除客户资金杠杆率



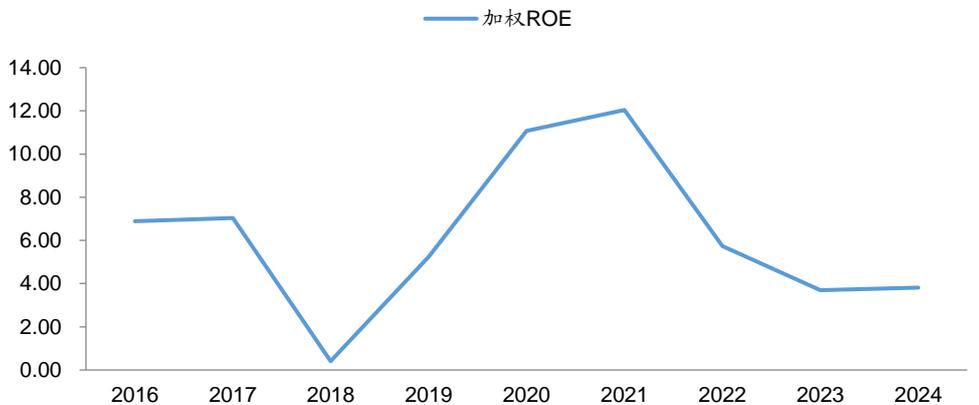
数据来源: 兴业证券年报, 广发证券发展研究中心

图5: 兴业证券所有者权益及增速



数据来源: 兴业证券年报, 广发证券发展研究中心

图6: 兴业证券加权ROE



数据来源: 兴业证券年报, 广发证券发展研究中心

### （三）重资产业务反弹显著

2024年，兴业证券营业收入结构如下：

泛资管业务净收入总计20.79亿元，占比21.3%（其中资管业务1.58亿元，基金业务19.20亿元）。

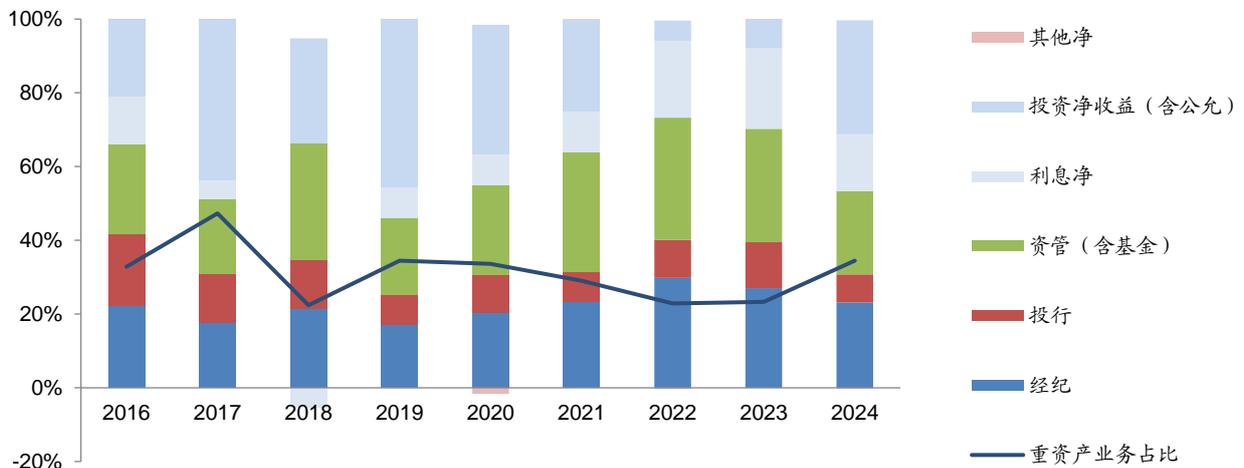
投资净收益（含公允）总计28.44亿元，占比29.1%；

经纪业务（证券+期货+代销）21.3亿元，占比21.8%。其中，2024年代销金融产品收入3.13亿元，同比-24.21%，占经纪业务比重达到15%。

投行业务收入7.01亿元，占7.2%。

利息净收入14.19亿元，占14.5%。

图7：兴业证券历年营业收入结构（%）



数据来源：兴业证券年报、广发证券发展研究中心

注：其他净=其他业务收入-其他业务支出，重资产业务为投资净收益（含公允）+利息净收入；

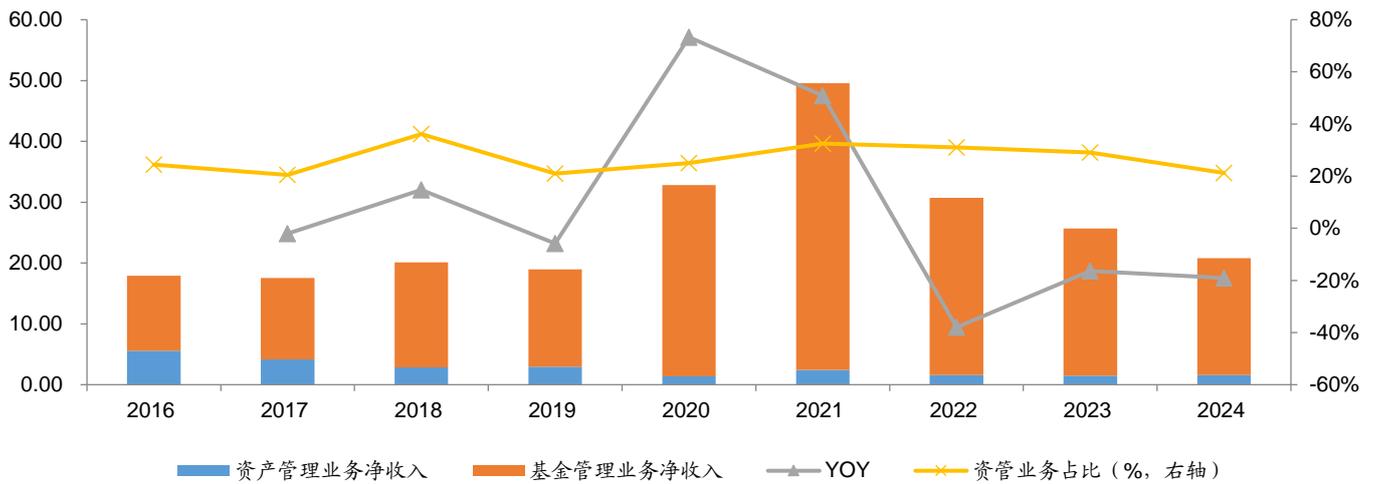
## 二、泛财富管理优势持续，泛自营波动较大

### （一）资管业务方面：资管业务规模持续增长，基金业务略有下滑

公司资产管理业务方面收入包含资管+旗下基金子公司。2024年资管业务净收入1.59亿元，同比增长7.6%；基金业务净收入19.2亿元，同比下降20.72%。

2025年第一季度资产管理业务手续费净收入0.37亿元，同比增长1.97%。

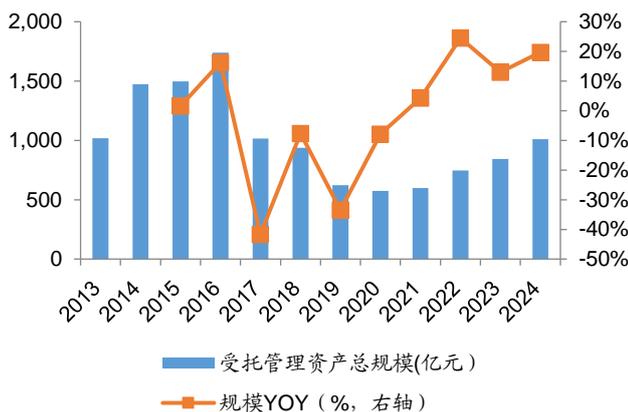
图8: 兴业证券资管业务收入(亿元)及占营收比重



数据来源: 兴业证券年报, 广发证券发展研究中心

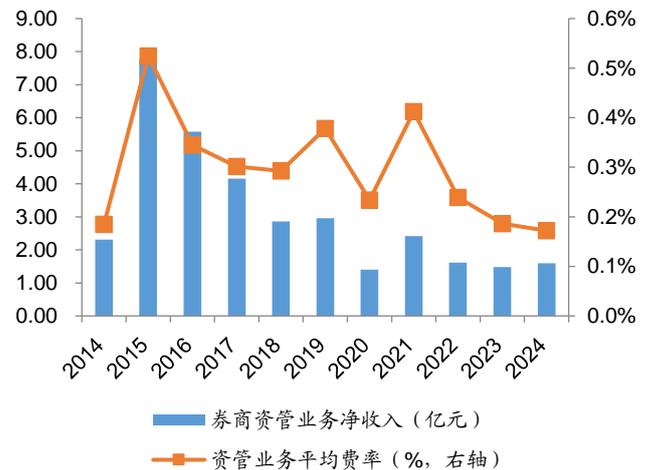
全资子公司兴证资管获批公募基金管理业务资格, 加速公募业务布局; 积极响应集团双轮联动发展战略, 强化“固收+”策略, 夯实固收产品基本盘; 进一步深化金融生态圈建设, 加强内外部销售渠道建设; 不断推动产品创新, 满足投资者多样化的理财需求。截至2024年末, 兴证资管受托资产管理资金总额1009.95亿元, 较上年末增长19.7%。

图9: 兴业证券资管业务规模



数据来源: 兴业证券年报, 广发证券发展研究中心

图10: 兴业证券资管净收入和测算费率



数据来源: 兴业证券年报, 广发证券发展研究中心

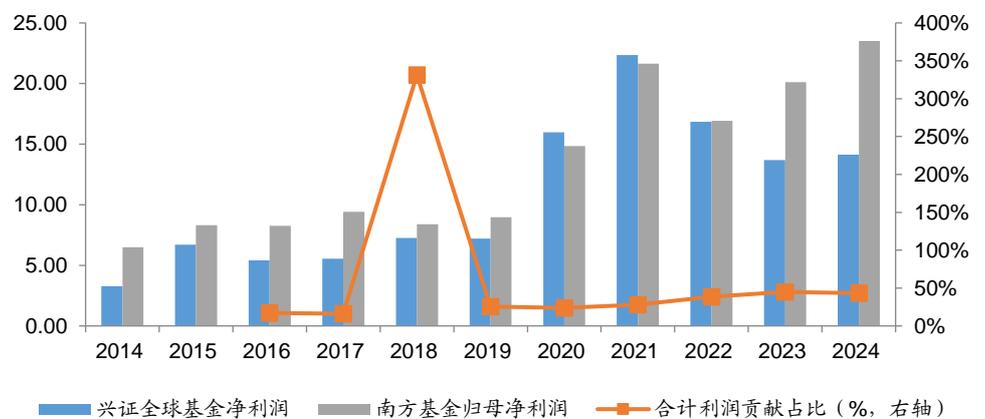
报告期内, 集团控股子公司兴证全球基金始终以“基金持有人利益最大化”为首要经营原则, 通过良好的主动管理能力为客户创造长期价值回报。根据海通证券研究所金融产品研究中心的统计, 截至2024年末, 兴证全球基金旗下权益类基金过往十年加权平均收益率均位列行业前十。在持续深化投研体系建设、夯实主动管理优势

的同时，兴证全球基金不断探索产品和业务模式创新，产品布局紧扣市场趋势，指数增强基金、红利策略产品成功发行并获市场认可，其中A500指数增强基金为行业首批获批，产品成立规模位列行业同类第一；固收类产品聚焦低波动需求，纯债型基金持续扩容，政金债指数基金实现业务突破；公募FOF管理规模保持行业第一，聚焦养老金融大文章，养老基金Y份额规模位居行业第二；全球化布局深化，QDII业务稳步拓展。

截至2024年末，兴证全球基金资产管理总规模6,972.62亿元，其中公募基金规模6,514.23亿元，较上年末增长16%。

2024年，兴全基金实现营业收入32.79亿元，同比-9.19%；净利润14.13亿元，同比+3%。

图11：子公司兴全基金和参股南方基金的业绩表现（亿元）



数据来源：兴业证券年报，广发证券发展研究中心

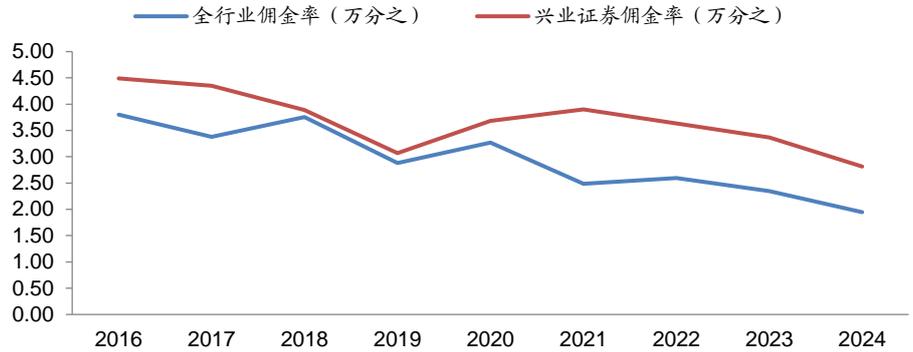
## （二）财富管理转型，机构化与产品化趋势显现

经纪业务方面，2024年公司经纪业务手续费净收入为21.3亿元，同比-5.48%；股基交易额市占率1.28%。

2025年第一季度经纪业务手续费净收入6.63亿元，上涨41.89%

测算兴业证券佣金率持续稳定，主因客群结构优化，机构占比维持优势。

图12: 兴业证券与行业佣金率对比



数据来源: 兴业证券年报, 广发证券发展研究中心

在期货经纪业务领域, 集团控股子公司兴证期货立足机构经纪主业, 围绕“机构、财富、协同”三大路径积极布局, 持续完善客户服务体系, 报告期内客户数量实现增长, 客户结构不断优化, 依托专业能力和区域资源优势, 深化产业客户服务, 充分发挥期货市场功能, 助力实体企业稳健经营和高质量发展。截至2024年末, 兴证期货期末客户权益266.78亿元。

2024年, 兴业证券代销收入3.13亿元, 同比-24%, 占经纪业务收入比重15%。

图13: 兴业证券代销金融产品业务收入及同比



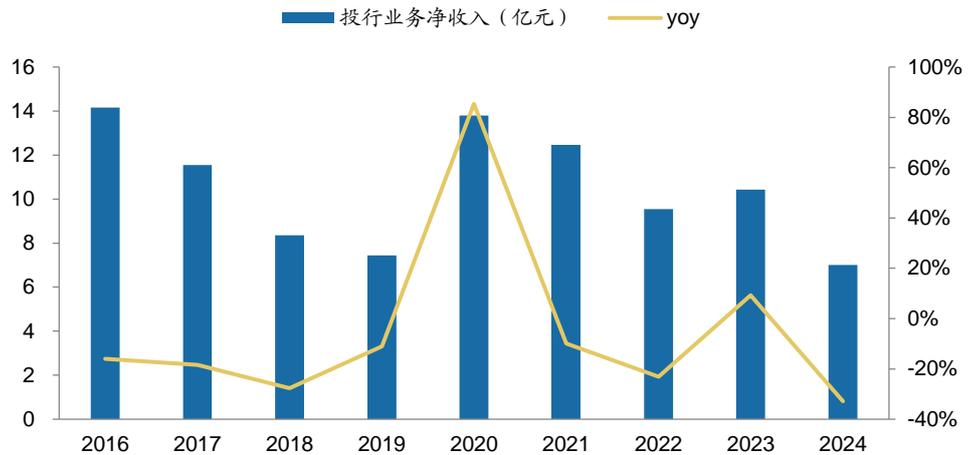
数据来源: 兴业证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

### (三) 投行业务方面: 深化区域行业战略

2024年投行业务收入收缩, 2024年兴业证券投行业务净收入7.01亿元, 同比-32.84%。

由于一二级回暖, 2025年第一季度投行业务净收入小幅回升7.76%, 至1.25亿元。

图14: 兴业证券投行业务净收入及同比



数据来源: 兴业证券年报&半年报, 广发证券发展研究中心

**股权融资方面**, 公司聚焦科技金融大文章, 精准把握“硬科技”产业政策导向, 报告期内助力信息科技、先进制造、生物科技等新质生产力领域多家企业完成股权融资。全年共完成9单股权主承销项目, 家数排名行业第12位, 其中IPO主承销项目3单, 家数排名行业第11位, 再融资项目6单, 家数排名行业第9位。公司加强对创新型中小企业的资本赋能, 将北交所与新三板业务深度融入服务新质生产力培育工程, 构建投资银行立体化服务矩阵。报告期内, 完成北交所上市1单, 融资规模排名行业第3位, 截止报告期末, 北交所辅导备案14家, 辅导家数排名行业第7位。完成新三板挂牌8家, 期末持续督导项目128家, 排名行业第11位, 其中创新层督导56家, 排名行业第9位。公司持续深化区域战略, 在北上广深江浙等核心经济圈的竞争力排名提升明显, 其中在浙江、江苏、北京、安徽等地区股权融资项目家数排名跻身区域前十。

公司股权融资业务表现屡获业界认可, 报告期内荣获包括券商中国、新财富、第一财经、Wind、全景网等5家机构的20余项奖项荣誉。

表1: 兴业证券A股IPO与再融资规模

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
IPO 规模(亿元)	15.30	91.88	93.44	53.97	58.60	9.37
IPO 家数 (家)	2	15	10	8	7	3
再融资发行规模(亿元)	115.4	115.0	82.9	222.6	52.0	19.1
再融资发行家数 (家)	3	8	14	5	4	5
股权承销规模市占率	0.8%	1.2%	1.0%	1.9%	1.1%	1.1%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

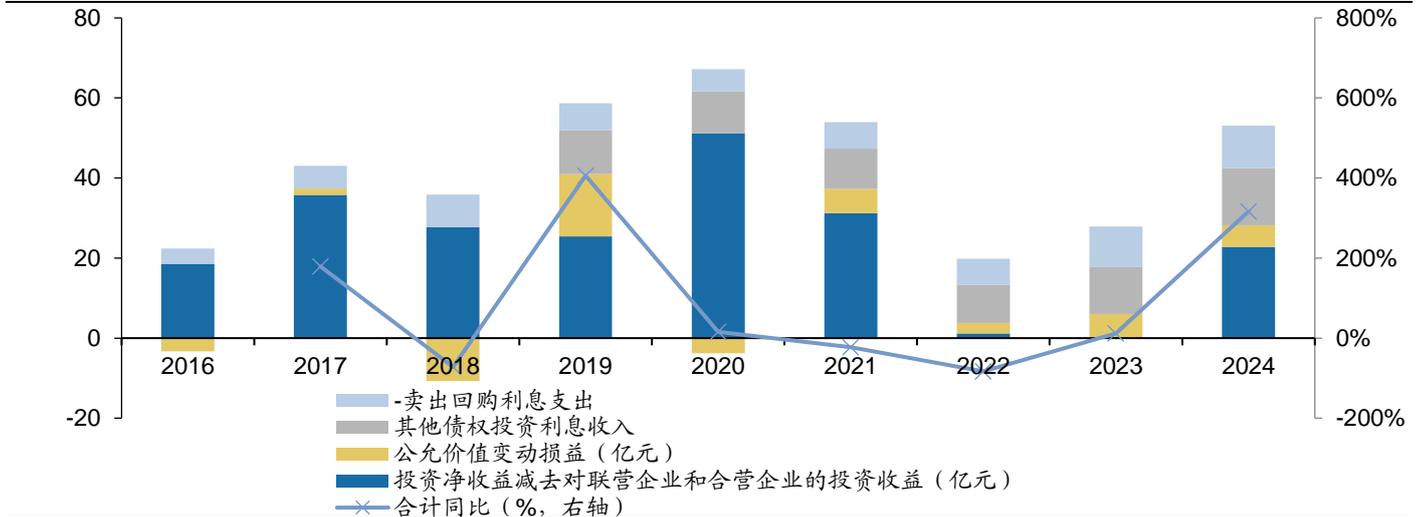
#### (四) 2024年自营投资收益同比大幅上升, 25Q1低基数下显著回暖

投资业务方面: 2024年, 兴业证券实现自营投资收益31.86亿元, 同比上升316%。

注：自营投资收益=投资收益-联营/合营企业投资收益+公允价值变动+利息收入中其他债权投资利息收入-卖出回购利息支出。

2025年第一季度，兴业证券投资净收益（含公允）同比大幅上涨82%至6.12亿元。

图15：兴业证券自营投资收益及同比（亿元，%）



数据来源：兴业证券年报&半年报、广发证券发展研究中心

据公司年报，2024年公司始终坚持稳健投资、价值投资，严格控制风险，通过优化持仓结构、精选绩优行业、丰富投资策略，降低持仓波动与回撤，相对收益跑赢可比基金，取得了较好绝对收益；同时，持续优化投研体系，拓宽研究覆盖范围，有效推进团队建设，保持业务平稳运行。

公司发挥投研交易优势、精准挖掘高性价比资产，依据市场情况择机增加低风险资产投资规模，获得了稳定的投资收益，业绩位列可比基金前茅。结合市场信用分化显著、信用违约频发的特征，公司持续开展信用跟踪研究和持仓结构调整，保持高等级品种的较高持仓占比。

集团通过全资子公司兴证投资开展另类投资业务。报告期内，兴证投资持续聚焦主业、提升专业水平，扎根福建省内，辐射长三角及大湾区等区域，深耕半导体、新能源、先进制造、数字经济等新质生产力行业的股权投资，各项业务实现良好发展，集团协同生态价值不断提升，投后管理与退出扎实推进，内控风险体系不断优化。

2024年金融投资资产合计1469亿元，同比+17%；金融投资资产结构中，股票类投资降至10.54%，衍生金融资产降至0.78%。

表2：兴业证券金融投资资产结构（亿元）

	2021	2023	2024
金融投资资产总计	941.36	1253.99	1469.34
其中：交易性金融资产	626.27	827.73	806.42
其中：债券	279.33	416.69	368.84

基金	174.81	131.66	206.45
股票	58.10	129.42	88.35
银行理财产品	1.27	5.30	21.33
证券公司资产管理计划	6.41	4.60	17.79
信托产品	1.65	0.92	1.17
其他	104.72	88.89	102.48
其中：其他债权投资	284.31	376.71	584.90
其中：国债			11.91
地方债	118.32	222.53	459.53
金融债	5.09	4.17	2.51
企业债	144.78	140.58	102.21
中期票据	3.83	4.06	4.64
公司债	12.28	5.37	4.10
其他			
其中：其他权益工具投资	15.51	23.40	66.52
其中：非交易性权益工具	15.51	23.40	66.52
股票			
其中：衍生金融资产	15.27	26.15	11.50
其中：利率衍生工具		0.03	0.04
权益衍生工具	15.12	26.03	10.52
信用衍生工具			0.03
其他衍生工具	0.11	0.09	0.95
其中：股票投资占比	7.82%	12.19%	10.54%
其中：衍生金融资产占比	1.62%	2.09%	0.78%

数据来源：兴业证券年报、广发证券发展研究中心

### （五）资本中介业务方面：两融规模费率下滑

2024年，公司实现资本中介业务收入14.19亿元，同比-22%。主因买入返售金融资产利息收入（下滑55%至0.9亿元）和融资融券利息收入下滑导致。融资融券利息收入16.38亿元，同比下降10%。

2025年第一季度，利息净收入3.25亿元，同比+16.75%。

注：资本中介收入=利息净收入-其他债权投资收益+卖出回购利息支出

在融资融券业务领域，公司紧密贴合市场脉搏，强化总分协同，不断为高净值客户、机构客户提供差异化、综合化服务，推动两融业务稳健发展。截至2024年末，公司融资融券期末余额317.54亿元，较年初增长13%。

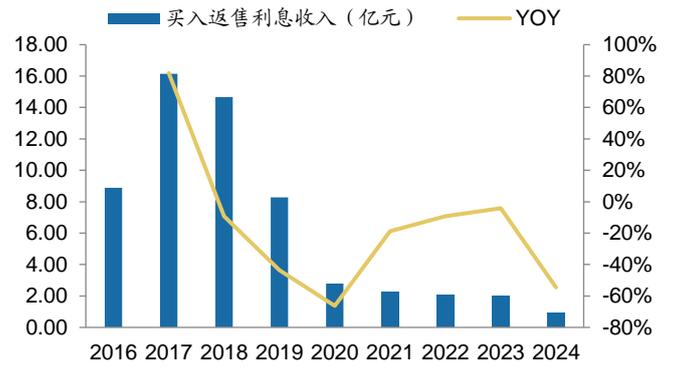
在股票质押回购业务领域，公司积极履行金融企业支持实体经济发展责任并严格管控业务风险。截至2024年末，公司股票质押业务规模7.74亿元，较上年末下降48%，其中公司自有资金融出规模6.29亿元，较上年末下降54%，平均履约保障比例为272%。

图16: 融资融券利息收入及同比



数据来源: 兴业证券 2024 年报, 广发证券发展研究中心

图17: 买入返售利息收入及同比

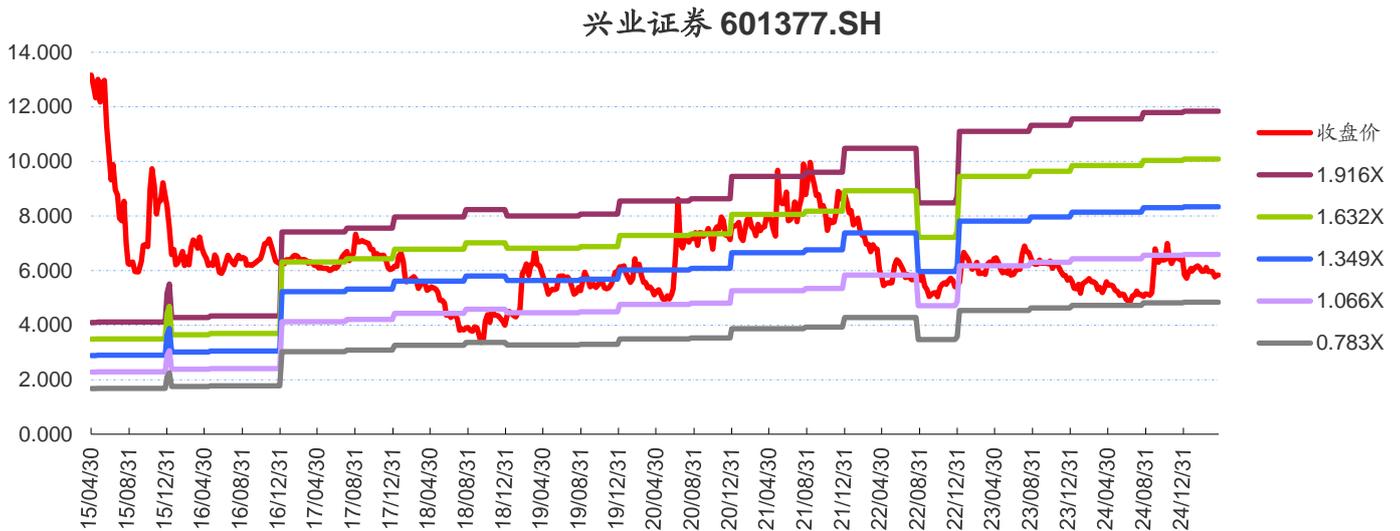


数据来源: 兴业证券 2024 年报, 广发证券发展研究中心

### 三、盈利预测和投资建议

资本市场内在稳定性及可投性逐步提升, 市场活跃度维持下产品端逐步修复, 在产品化、机构化的发展趋势下, 预计公司保持资管优势, 协同赋能下进一步增强机构客户服务能力与财富管理能力, 预计2025-2026年EPS为0.31、0.36元/股, 鉴于近五年PB中枢0.9-1.8倍, 业绩步入修复上行通道, 给予2025年1.2倍PB估值, 合理价值为10.30元/股, 维持“买入”评级。

图18: 兴业证券股价 (元) 及PB (LF)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

#### 四、风险提示

经济下行超预期；权益及债券市场波动导致业绩不达预期；佣金率下滑；投行竞争加大、直投业绩贡献不达预期；权益市场调整导致股票质押回购减值损失持续提升、利率互换、股票收益互换、场外期权、远期交易等场外衍生品交易的对手方违约风险等。

利润表						资产负债表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	10627	12354	14906	16845	18638	<b>资产总额</b>	273611	301016	321937	347513	365099
手续费及佣金净收入	6150	5273	6124	7079	7857	货币资金	69479	77404	81275	85338	89605
经纪业务收入	2253	2130	2935	3517	3913	结算备付金	9480	12981	13371	13772	14185
投行收入	1044	701	886	1061	1212	交易性金融资产	82773	80642	84674	88908	93353
大资管业务收入	2569	2079	2303	2501	2732	长期股权投资	5235	1814	628	785	785
投资收益(含公允价值变动)	660	2844	4139	4455	5227	固定资产	859	762	762	762	762
利息净收入	1821	1419	1872	2459	2306	无形资产	479	439	439	439	439
其他收入	1792	2558	2609	2687	3081	商誉	12	12	12	12	12
<b>营业支出</b>	-7664	-9272	-10583	-11693	-12900	其他资产	105295	126961	140776	157496	165957
管理费用	-5798	-6585	-7945	-8928	-9692	<b>负债总额</b>	212641	238097	241260	266834	284419
其他支出	-1791	-2584	-2606	-2684	-3096	代理买卖证券款	63604	76311	87758	87758	87758
<b>营业利润</b>	2963	3082	4323	5152	5738	其他负债	149037	161786	153502	179076	196662
营业外收入与支出	23	33	33	17	34	<b>权益总额</b>	60971	62919	80678	80679	80680
<b>利润总额</b>	2952	3081	4357	5169	5772	归属于母公司所有者权益	56372	57815	74133	74134	74135
所得税	-284	-185	-802	-951	-1062	少数股东权益	4599	5104	6545	6545	6545
<b>净利润</b>	2668	2897	3555	4218	4710						
归母净利润	1964	2164	2656	3151	3519						
少数股东损益	752	769	899	1067	1191						
<b>主要财务比率</b>											
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E						
营业收入增长	-0.3%	16.2%	20.7%	13.0%	10.6%						
归属母公司净利润增长	-25.5%	10.2%	22.7%	18.6%	11.7%						
<b>净利率</b>	25%	23%	24%	25%	25%						
ROA	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%						
ROE	3.2%	3.4%	3.3%	3.9%	4.4%						
每股收益	0.23	0.24	0.31	0.36	0.41						
每股净资产	6.53	6.69	8.58	8.58	8.58						
P/E	18.56	23.39	19.06	16.06	14.38						
P/B	1.08	0.88	0.68	0.68	0.68						

## 广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年进入广发证券研究发展中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 刘 淇：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 严 漪 澜：研究员，中山大学金融学硕士，2023年进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。