

# 万兴科技 (300624.SZ)

## 多端化与 AI 战略投入期，静待业绩拐点

### 核心观点：

- 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。24 年全年，营收 14.40 亿元，YoY-2.8%，归母净亏损 1.63 亿元，同比由盈转亏。25Q1，营收 3.80 亿元，YoY+6.06%，归母净亏损 0.33 亿元，同比由盈转亏。
- 费用高企叠加商誉减值压制盈利，同比由盈转亏。2024 年，公司归母净亏损 1.63 亿元，同比由盈转亏，主因公司营业成本、研发费用和销售费用有所增长以及计提商誉减值所致。其中营业成本中服务器费用同比增加 65%，主要系公司积极推动产品 AI 功能发展，AI 服务器调用次数增加导致费用增长。费用端，公司加大 AI 投入研发，推动营销策略转型。此外，公司控股子公司格像科技处于产品 SaaS 化转型期，前期投入较大，利润有所下滑，相应计提商誉减值 5906 万元。
- 由内向外全面拥抱 AI，AI 商业化进程步入兑现期。外部业务方面，公司积极推进产品 AI 功能丰富与提升，支撑用户快速使用相关创新功能，实现全年 AI 服务器累计调用超 5 亿次；同时加大 AI 商业化的探索与尝试，24 年全年 AI 原生应用收入约 6700 万元，同比增长超 100%，其中 SelfyAI 收入同比增长约 4 倍，AI 商业价值已初步展现。
- 短期承压，长期关注多端化进展与 AI 产品化突破。公司正处于产品多端化、AI 化转型战略投入期，叠加外部竞争加剧，短期承压。但长期看，公司多端化持续推进，AI 产品商业化提速，正在积蓄破局动能。伴随移动端进展顺利、产品 AI 功能的付费转化率持续提升，叠加 B 端政企市场订单放量以及费用端管控，有望迎来业绩拐点。
- 盈利预测与投资建议。预计 25-27 年公司营收为 15.98/18.11/21.03 亿元，考虑万兴科技在国内数字创意领域的地位、未来发展空间，参考可比公司估值，给予 2025 年 8X PS 估值，则每股合理价值为 66.13 元/股，维持“增持”评级。
- 风险提示。AIGC 商业落地的不确定性；应用软件市场竞争加剧；B 端市场拓展不及预期。

### 盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	1481	1440	1598	1811	2103
增长率 (%)	25.5%	-2.8%	11.0%	13.3%	16.1%
EBITDA (百万元)	172	-38	139	216	298
归母净利润 (百万元)	86	-163	61	129	206
增长率 (%)	113.2%	-289.6%	137.2%	111.9%	59.9%
EPS (元/股)	0.46	-0.85	0.31	0.67	1.07
市盈率 (P/E)	205.65	-	182.62	86.19	53.90
ROE (%)	6.5%	-14.5%	5.1%	9.8%	13.5%
EV/EBITDA	72.71	-	76.97	48.65	34.44

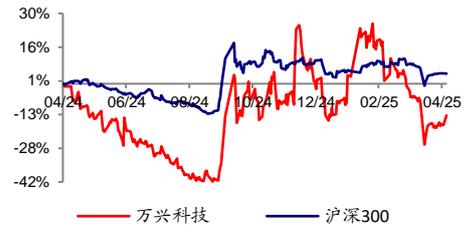
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

增持

当前价格	57.45 元
合理价值	66.13 元
前次评级	增持
报告日期	2025-04-29

### 相对市场表现



### 分析师：

刘雪峰



SAC 执证号：S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

### 分析师：

周源



SAC 执证号：S0260523040001



0755-23948351



shzhouyuan@gf.com.cn

请注意，周源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：

万兴科技 (300624.SZ) :业绩短期承压，静待 AI 加持应用商业化落地 2024-10-25

万兴科技 (300624.SZ) :24H1 业绩有所承压，AI 商业价值化探索进行时 2024-08-16

万兴科技 (300624.SZ) :23 年业绩符合预期，24Q1 收入略显承压 2024-04-29

联系人：戴亚敏 021-38003697

daiyamin@gf.com.cn

## 一、万兴科技发布 24 年年报和 25 年一季报

公司发布2024年年报和2025年一季报：

24年全年：营业收入14.40亿元，YoY-2.8%，归母净亏损1.63亿元，同比由盈转亏，扣非归母净亏损1.61亿元，同比由盈转亏。

24Q4：营业收入3.87亿元，YoY+0.43%，归母净亏损1.58亿元，同比由盈转亏，扣非归母净亏损1.42亿元，同比由盈转亏。

25Q1：营业收入3.80亿元，YoY+6.06%，归母净亏损0.33亿元，同比由盈转亏，扣非归母净亏损0.38亿元，同比由盈转亏。

### （一）简评

**传统工具和文档软件拖累增长，24年全年营收同比微降。**2024年，公司营收14.4亿元，YoY-2.8%，其中实用工具类产品收入2.34亿元，YoY-8.7%，文档创意类产品收入1.17亿元，YoY-10.1%，对公司全年业绩造成一定拖累。从季度趋势看，24Q4、25Q1呈现边际改善，收入回暖但增速偏低。

**费用高企叠加商誉减值压制盈利，同比由盈转亏。**2024年，公司归母净亏损1.63亿元，同比由盈转亏，主因公司营业成本、研发费用和销售费用有所增长以及计提商誉减值所致。其中营业成本中服务器费用同比增加65%，主要系公司积极推动产品AI功能发展，AI服务器调用次数增加导致费用增长。费用端，公司加大AI投入研发，推动营销策略转型，研发费用4.42亿元，同比增加9.9%，销售费用8.49亿元，同比增加17.4%。此外，公司控股子公司格像科技处于产品SaaS化转型期，前期投入较大，利润有所下滑，相应计提商誉减值5906万元。

**由内向外全面拥抱AI，AI商业化进程步入兑现期。**外部业务方面，公司积极推进产品AI功能丰富与提升，支撑用户快速使用相关创新功能，实现全年AI服务器累计调用超5亿次；同时加大AI商业化的探索与尝试，2024年全年AI原生应用（不含已有应用AI功能付费部分）收入约6700万元，同比增长超100%，其中SelfyzAI收入同比增长约4倍，AI商业价值已初步展现。内部提效方面，公司引入的AI代码工具生成代码占比超35%，有效提升了代码开发效率。

**短期承压，长期关注多端化进展与AI产品化突破。**公司正处于产品多端化、AI化转型战略投入期，叠加外部竞争加剧，短期业绩增长乏力。但长期看，公司多端化持续推进，AI产品商业化提速，正在积蓄破局动能。2024年，Filmora移动端产品完成全面改造，月活用户年内增长约90%，收入占比明显提升；25Q1，万兴喵影/Filmora移动端产品快速迭代、功能持续丰富，月活进一步增长，用户留存情况向好，收入同比增长超100%。伴随移动端进展顺利、产品AI功能的付费转化率持续提升，叠加B端政企市场订单放量（2024年政企收入同比+34%）以及费用端管控，公司有望迎来业绩拐点。

## (二) 24 年主要财务数据概览

### 1. 按产品营收拆分:

- (1) 视频创意类产品收入9.61亿元, 同比增加0.1%, 毛利率92.5%, 同比减少2.1pct;
- (2) 实用工具类产品收入2.34亿元, 同比减少8.7%, 毛利率94.8%, 同比减少1.5pct;
- (3) 文档创意类产品收入1.17亿元, 同比减少10.1%, 毛利率95.3%, 同比减少1.5pct;
- (4) 绘图创意类产品收入1.21亿元, 同比减少5.9%, 毛利率94.3%, 同比减少0.0pct;

### 2. 按地区营收拆分:

- (1) 境外营收13.03亿元, 同比减少3.5%, 毛利率93.3%, 同比减少1.6pct;
- (2) 境内(含港澳台)营收1.37亿元, 同比增加4.7%, 毛利率92.2%, 同比减少1.4pct;

### 3. 费用:

- (1) 销售费用8.49亿元, 同比增加17.4%, 销售费用率59.0%, 同比增加10.1pct;
- (2) 管理费用1.64亿元, 同比减少0.6%, 管理费用率11.4%, 同比增加0.2pct;
- (3) 研发费用4.42亿元, 同比增加9.9%, 研发费用率30.7%, 同比增加3.6pct.

### 4. 现金流:

- (1) 经营现金流净额3332万元, 上年同期2.3亿元;
- (2) 投资现金流净额-1.1亿元, 上年同期-5192万元;
- (3) 筹资现金流净额-1595万元, 上年同期-1490万元。

### 5. 主要资产负债指标(截至24年末):

- (1) 应收账款为6456万元, 较23年底增加30.1%;
- (2) 预付款项为2596万元, 较23年底增加30.0%;
- (3) 应付账款为1413万元, 较23年底增加20.1%;
- (4) 合同负债为5168万元, 较23年底增加104.3%。

表 1: 年度财务关键数据(单位: 百万元)

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入	976.48	1029.16	1180.12	1480.94	1439.74
营业成本	50.28	46.48	53.43	77.47	97.67
销售费用	440.82	482.41	580.05	722.79	848.69
管理费用	142.06	146.45	139.14	165.25	164.20
研发费用	218.61	328.11	347.80	402.50	442.37
财务费用	0.24	10.18	19.16	3.09	-20.63
投资净收益	16.90	12.33	4.25	-8.66	5.17
营业利润	143.45	48.08	73.02	106.60	-152.84
归母净利润	125.24	27.85	40.43	86.21	-163.46

扣非净利润	109.90	10.51	10.60	89.68	-161.25
毛利率	94.85%	95.48%	95.47%	94.77%	93.22%
销售费用率	45.14%	46.87%	49.15%	48.81%	58.95%
管理费用率	14.55%	14.23%	11.79%	11.16%	11.40%
研发费用率	22.39%	31.88%	29.47%	27.18%	30.73%
营业利润率	14.69%	4.67%	6.19%	7.20%	-10.62%
归母净利率	12.83%	2.71%	3.43%	5.82%	-11.35%
<b>YoY</b>					
营业收入	38.81%	5.40%	14.67%	25.49%	-2.78%
归母净利润	45.19%	-77.77%	217.22%	113.20%	-289.61%
扣非净利润	75.08%	-90.44%	0.05%	817.45%	-279.80%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

### （三）25Q1 主要财务数据概览

#### 1. 费用：

- (1) 销售费用2.38亿元，同比增加39.8%，销售费用率62.8%，同比增加15.2pct；
- (2) 管理费用4619万元，同比增加12.9%，管理费用率12.2%，同比增加0.7pct；
- (3) 研发费用1.05亿元，同比增加1.9%，研发费用率27.8%，同比减少1.1pct。

#### 2. 现金流：

- (1) 经营现金流净额-5756万元，上年同期-794万元；
- (2) 投资现金流净额-2922万元，上年同期-1490万元；
- (3) 筹资现金流净额8428万元，上年同期-415万元。

#### 3. 主要资产负债指标（截至25年一季度末）：

- (1) 应收账款为6855万元，较24年底增加6.2%；
- (2) 预付款项为2444万元，较24年底减少5.9%；
- (3) 应付账款为1289万元，较24年底减少8.8%；
- (4) 合同负债为5789万元，较24年底增加12.0%。

表 2：季度财务关键数据（单位：百万元）

财报数据	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营业收入	357.90	347.32	347.65	386.88	379.58
营业成本	19.68	24.30	22.13	31.56	29.37
销售费用	170.47	194.19	221.98	262.05	238.30
管理费用	40.90	35.79	43.05	44.46	46.19
研发费用	103.52	105.36	97.18	136.30	105.49
财务费用	-3.73	-5.60	-0.25	-11.05	-3.03
投资净收益	0.79	1.37	5.03	-2.02	0.66
营业利润	30.05	2.14	-30.20	-154.83	-31.01
归母公司净利润	25.65	-1.16	-29.99	-157.96	-32.81

扣非净利润	22.77	-7.12	-35.08	-141.82	-37.68
<b>主要比率</b>					
毛利率	94.50%	93.00%	93.63%	91.84%	92.26%
销售费用率	47.63%	55.91%	63.85%	67.74%	62.78%
管理费用率	11.43%	10.30%	12.38%	11.49%	12.17%
研发费用率	28.93%	30.34%	27.95%	35.23%	27.79%
营业利润率	8.40%	0.62%	-8.69%	-40.02%	-8.17%
归母净利率	7.17%	-0.33%	-8.63%	-40.83%	-8.64%
<b>YoY</b>					
营业收入	0.90%	-4.43%	-7.93%	0.43%	6.06%
归母净利润	22.99%	-105.07%	-242.00%	-839.53%	-227.93%
扣非净利润	26.59%	-143.19%	-304.62%	-472.45%	-265.49%
<b>QoQ</b>					
营业收入	-7.09%	-2.96%	0.10%	11.28%	-1.89%
归母净利润	21.35%	-104.52%	-2487.44%	-426.74%	79.23%
扣非净利润	-39.86%	-131.25%	-393.02%	-304.27%	73.43%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 二、盈利预测和投资建议

### 营收端：

- 1. 视频创意类：**公司视频创意产品万兴喵影/Filmora移动端产品已完成全面改造，收入情况向好，叠加存量产品的AI功能以及AI原生应用的商业化持续落地，有望逐步恢复高速增长。预计2025-2027年公司视频创意类业务营收同比+13%/+15%/+18%。毛利率为93%/92%/92%。
- 2. 实用工具类/文档创意类/绘图创意类：**实用工具类、文档创意类和绘图创意类依赖市场拓展与产品功能升级，可能需要更长时间的产品调整和市场策略优化，才能实现稳定增长，增速将低于视频创意类产品。由于产品比较标准化，预计毛利率将保持稳定。

### 费用端：

- 1. 销售费用：**2024年，外部市场竞争加剧，流量成本上升，公司增加新产品、新渠道投放，因此销售费用达8.49亿元，同比增加17.4%，销售费用率59.0%，同比增加10.1pct。由于公司持续加强社媒内容建设，拓展多渠道流量来源，目前已有一定积累，后续会加强投放ROI建设，精准营销，预计整体销售费用率将有所下降。
- 2. 管理费用：**伴随业务规模扩大及管理流程的优化，管理费用率预计保持平稳。
- 3. 研发费用：**公司所在视频等数字创意领域对于相关AIGC算法模型需要持续投入大量人力、物力支撑产品升级与创新孵化，因此，近年来，均保持较高的研发费用率。2024年，公司研发人员由889人上升至924人，叠加算力投入

和设备等折旧摊销，研发费用率突破30%。预计后续公司仍将继续报出高投入水平，但研发人员扩张速度将会有所控制，研发费用率预计将微降。

**表3：公司细项业务拆分预测表（单位：百万元）**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>公司整体</b>					
收入	1,481	1,440	1,598	1,811	2,103
增长率	25%	-3%	11%	13%	16%
毛利率	95%	93%	93%	93%	92%
<b>一、视频创意类</b>					
收入	961	961	1,086	1,249	1,474
增长率	29%	0%	13%	15%	18%
毛利率	95%	93%	93%	92%	92%
<b>二、实用工具类</b>					
收入	256	234	250	275	308
增长率	10%	-9%	7%	10%	12%
毛利率	96%	95%	95%	95%	95%
<b>三、文档创意类</b>					
收入	130	117	123	133	146
增长率	31%	-10%	5%	8%	10%
毛利率	94%	95%	96%	95%	95%
<b>四、绘图创意类</b>					
收入	129	121	131	144	163
增长率	31%	-6%	8%	10%	13%
毛利率	94%	94%	95%	95%	95%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

预计25-27年，公司营业总收入分别为15.98亿元、18.11亿元、21.03亿元，同比增速分别为11.0%、13.3%、16.1%；归母净利润分别为0.61亿元、1.29亿元、2.06亿元，同比增速分别为137.2%、111.9%、59.9%。

公司可比公司包括金山办公、福昕软件等，其中金山办公为国内办公软件龙头，受益于信创落地和AI发展，成长确定性较强，当前估值更高；福昕软件处于订阅转型期，转型成效需时间验证，因此估值相对更低。

考虑万兴科技在国内数字创意领域的地位、未来发展空间，参考可比公司估值，给予万兴科技2025年8X PS估值，则每股合理价值为66.13元/股，维持“增持”评级。

表4: 可比公司估值表

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元人民币)	营业总收入 (亿元)			PS估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
金山办公	688111.SH	办公软件	1310	51	62	74	26	21	18
福昕软件	688095.SH	办公软件	59	7	8	10	8	7	6

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期, 市值统计截止 2025.4.28 收盘

### 三、风险提示

#### (一) AIGC 商业落地的不确定性

AIGC技术迭代较快, 企业需要投入大量资源以确保技术领先与产品竞争力。但商业化应用面临诸多不确定性, 例如, 用户需求变化以及技术是否有突破性进展都会影响AIGC的商业落地。

#### (二) 应用软件市场竞争加剧

应用软件种类繁多, 用户对软件功能与使用体验的要求也日益提升, 市场竞争可能进一步加剧。

#### (三) B 端市场拓展不及预期

公司此前面向C端和小B端用户为主, 未来将进一步向B端市场开拓。而由于B端客户采购决策周期较长, 市场开拓成本更高, 因此在拓展市场时需要投入更多时间和资源进行客户教育、产品定制和售后服务, 在短期内可能难以迅速扩大市场份额。

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>782</b>	<b>637</b>	<b>724</b>	<b>911</b>	<b>1,191</b>
货币资金	511	431	498	653	896
应收及预付	70	91	95	106	122
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	200	115	131	152	173
<b>非流动资产</b>	<b>897</b>	<b>880</b>	<b>876</b>	<b>883</b>	<b>892</b>
长期股权投资	41	27	27	27	27
固定资产	315	299	298	301	310
在建工程	0	20	15	11	9
无形资产	51	117	141	152	151
其他长期资产	490	416	396	392	396
<b>资产总计</b>	<b>1,679</b>	<b>1,516</b>	<b>1,600</b>	<b>1,794</b>	<b>2,083</b>
<b>流动负债</b>	<b>244</b>	<b>303</b>	<b>319</b>	<b>370</b>	<b>430</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	12	14	16	19	22
其他流动负债	232	289	303	352	408
<b>非流动负债</b>	<b>41</b>	<b>64</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>62</b>
长期借款	0	30	30	30	30
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	41	34	32	32	32
<b>负债合计</b>	<b>285</b>	<b>367</b>	<b>381</b>	<b>433</b>	<b>492</b>
股本	138	193	193	193	193
资本公积	686	617	617	617	617
留存收益	507	329	391	520	726
归属母公司股东权益	1,325	1,128	1,190	1,319	1,525
少数股东权益	69	22	28	43	66
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,679</b>	<b>1,516</b>	<b>1,600</b>	<b>1,794</b>	<b>2,083</b>

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>1481</b>	<b>1440</b>	<b>1598</b>	<b>1811</b>	<b>2103</b>
营业成本	77	98	109	131	160
营业税金及附加	4	6	3	4	4
销售费用	723	849	799	851	947
管理费用	165	164	176	196	221
研发费用	403	442	479	525	589
财务费用	3	-21	-11	-12	-16
资产减值损失	0	-59	0	0	0
公允价值变动收益	-9	-16	0	0	0
投资净收益	-9	5	8	9	11
<b>营业利润</b>	<b>107</b>	<b>-153</b>	<b>69</b>	<b>145</b>	<b>232</b>
营业外收支	0	-1	0	1	2
<b>利润总额</b>	<b>106</b>	<b>-154</b>	<b>69</b>	<b>146</b>	<b>234</b>
所得税	-2	3	1	3	5
<b>净利润</b>	<b>108</b>	<b>-157</b>	<b>68</b>	<b>143</b>	<b>229</b>
少数股东损益	22	6	7	14	23
<b>归属母公司净利润</b>	<b>86</b>	<b>-163</b>	<b>61</b>	<b>129</b>	<b>206</b>
EBITDA	172	-38	139	216	298
EPS (元)	0.46	-0.85	0.31	0.67	1.07

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>234</b>	<b>33</b>	<b>150</b>	<b>254</b>	<b>339</b>
净利润	108	-157	68	143	229
折旧摊销	46	66	80	82	81
营运资金变动	57	63	10	39	43
其它	23	61	-8	-11	-13
<b>投资活动现金流</b>	<b>-52</b>	<b>-107</b>	<b>-84</b>	<b>-99</b>	<b>-96</b>
资本支出	-44	-180	-89	-88	-87
投资变动	-16	64	-15	-20	-20
其他	8	9	20	9	11
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-15</b>	<b>-16</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
银行借款	0	30	0	0	0
股权融资	21	22	0	0	0
其他	-36	-68	-1	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>165</b>	<b>-80</b>	<b>67</b>	<b>155</b>	<b>243</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>342</b>	<b>508</b>	<b>428</b>	<b>495</b>	<b>650</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>508</b>	<b>428</b>	<b>495</b>	<b>650</b>	<b>892</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	25.5%	-2.8%	11.0%	13.3%	16.1%
营业利润	46.0%	-243.4%	145.1%	110.4%	59.6%
归母净利润	113.2%	-289.6%	137.2%	111.9%	59.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	94.8%	93.2%	93.2%	92.8%	92.4%
净利率	7.3%	-10.9%	4.2%	7.9%	10.9%
ROE	6.5%	-14.5%	5.1%	9.8%	13.5%
ROIC	9.1%	-8.8%	4.5%	9.2%	12.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	17.0%	24.2%	23.8%	24.1%	23.6%
净负债比率	20.4%	31.9%	31.3%	31.8%	31.0%
流动比率	3.20	2.10	2.27	2.46	2.77
速动比率	3.09	1.99	2.15	2.35	2.66
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.92	0.90	1.03	1.07	1.08
应收账款周转率	31.26	25.21	24.37	25.96	27.19
存货周转率	—	—	—	—	—
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.46	-0.85	0.31	0.67	1.07
每股经营现金流	1.70	0.17	0.78	1.31	1.76
每股净资产	9.62	5.83	6.16	6.82	7.89
<b>估值比率</b>					
P/E	205.65	-	182.62	86.19	53.90
P/B	9.83	10.83	9.33	8.42	7.28
EV/EBITDA	72.71	-	76.97	48.65	34.44

## 广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李婉云：资深分析师，西南财经大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：资深分析师，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。
- 王钰翔：研究员，哥伦比亚大学运筹学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 戴亚敏：研究员，北京大学金融硕士，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，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。