

紫光股份（000938.SZ）

25Q1 营收增长如期提速，合同负债指标向好

核心观点：

- 公司发布 24 年年报及 25 年一季报。24 年，公司营收 790.2 亿元，YoY+2.2%；归母净利润 15.7 亿元，YoY-25.2%；25Q1 公司营收 207.9 亿元，YoY+22.2%；归母净利润 3.5 亿元，YoY-15.7%。
- 25Q1，公司营收重回高速增长区间。25Q1，公司营业收入 207.9 亿元，同比增长 22.2%。我们在 2025 年 1 月的研究报告《计算机行业：重点关注低估值有边际变化预期的个股》中提到“紫光股份的服务器，三季报财报显示后续订单和出货增长改善在即，我们预计在一季度就能体现于财务报表之中。”25Q1，公司营收的高增长，反映了由于 AI 大模型开发量和应用量的快速增加，以互联网为代表的下游厂商对于公司 AI 算力产品大规模采购的情况，验证了此前我们的判断。
- 毛利率同比下滑。24 年，公司毛利率 17.4%，同比减少 2.2pct；25Q1，毛利率为 15.7%，同比减少 4.3pct。我们认为，采购算力产品较多的互联网客户贡献营收比例提升，或对公司利润率有一定影响。
- 合同负债持续增长，后续季度经营预期乐观。24Q4、25Q1，公司合同负债分别增长 37.1 亿元和 41.7 亿元。公司合同负债的高增长主要来自预收客户货款的增加。我们认为，一方面，AI 大模型的开发和应用驱动下游客户加大 AI 服务器的采购；另一方面，美方限制 AI 算力出口政策的不确定性也使得互联网等下游客户增加预付订金，提前锁定一定规模的 AI 服务器，以抵御供应链风险。
- 盈利预测与投资建议。预计 25-27 年 EPS 为 0.74、0.89、1.03 元/股，参考可比公司，给予公司 25 年 40 倍 PE，对应合理价值为 29.63 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。政企客户投资力度恢复节奏的不确定性；算力关键零部件存在供应链不稳定的风险；关税政策影响下，存在零部件成本上升的风险；产品同质化竞争的风险。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	77,308	79,024	89,041	99,080	111,106
增长率（%）	4.4	2.2	12.7	11.3	12.1
EBITDA（百万元）	5,433	3,951	4,478	5,092	5,672
归母净利润（百万元）	2,103	1,572	2,118	2,556	2,932
增长率（%）	-2.5	-25.2	34.7	20.6	14.7
EPS（元/股）	0.74	0.55	0.74	0.89	1.03
市盈率（x）	26.32	50.62	32.98	27.34	23.83
ROE（%）	6.2	11.8	13.7	14.2	14.0
EV/EBITDA（x）	9.93	26.01	20.60	17.75	15.76

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

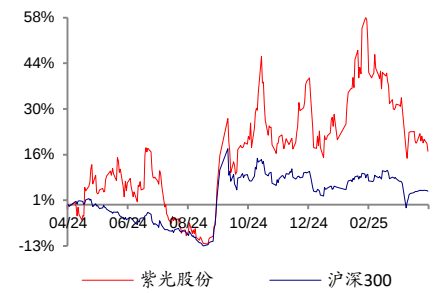
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	24.43 元
合理价值	29.63 元
前次评级	买入
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



gfluxuefeng@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：

紫光股份	2024-10-31
（000938.SZ）：24Q1-Q3 营收增速逐季提升，子公司并表增厚利润	
紫光股份	2024-08-27
（000938.SZ）：24H1 营收稳步增长，费用率降幅明显	
紫光股份（000938.SZ）：新	2024-05-26
华三股权并购终获突破，盈利能力将显著提升	

请务必阅读末页的免责声明

一、公司 2024 年报及 2025 年一季报分析

公司发布2024年年报和2025年一季报：

24年全年业绩：营业收入790.2亿元，同比增长2.2%，上年同期773.1亿元；归母净利润15.7亿元，同比减少25.2%，上年同期为21.0亿元；扣非净利润14.6亿元，同比减少13.1%，上年同期为16.7亿元。

24Q4业绩：营业收入201.8亿元，同比减少8.6%，上年同期220.9亿元；归母净利润为-918.6万元，上年同期为5.6亿元；扣非净利润6770万元，同比减少82%，上年同期为3.8亿元。

25Q1业绩：营业收入207.9亿元，同比增长22.2%，上年同期170.1亿元；归母净利润3.5亿元，同比减少15.7%，上年同期为4.1亿元；扣非净利润4.1亿元，同比增加19.3%，上年同期为3.4亿元。

（一）简评

- 25Q1，公司营收重回高速增长区间。**25Q1，公司营业收入 207.9 亿元，同比增长 22.2%。我们在 2025 年 1 月的研究报告《计算机行业：重点关注低估值有边际变化预期的个股》中提到“紫光股份的服务器，三季报财报显示后续订单和出货增长改善在即，我们预计在一季度就能体现于财务报表之中。”25Q1，公司营收的高增长，反映了由于 AI 大模型开发量和应用量的快速增加，以互联网为代表的下游厂商对于公司 AI 算力大规模采购的情况，验证了此前我们的判断。
- 25Q1，子公司新华三在部分行业的营收增长较快。**25Q1，公司核心子公司新华三实现营收 153.0 亿元，同比增长 26.1%，其中 26.07%，其中，国内政企业务收入 122.6 亿元，同比增长 37.5%；国际业务收入 10.5 亿元，同比增长 71.8%。我们认为，新华三拥有国内领先的 ICT 全产品线布局，最核心的云计算领域，公司在技术能力、渠道体系与大型项目经验方面均已筑起明显领先于中小厂商的竞争壁垒，在部分行业中的高增长验证其交换机、超融合以及算力调度平台等产品的竞争力。
- 毛利率同比下滑与面向互联网厂商的销售增加有关。**2024 年，公司毛利率 17.4%，较 23 年减少 2.2pct；25Q1，公司毛利率为 15.7%，较 24Q1 年减少 4.3pct。我们认公司毛利率的下降与营收结构的变化有关。2024 年以来，基于对通用计算和 AI 大模型训练及应用的算力需求，互联网厂商扩大采购通用服务器、AI 服务器和交换机等算力产品。根据各公司财报，2024 年，腾讯、阿里巴巴的资本开支为 768 亿元和 705 亿元，分别同比增长 221%和 254%。互联网厂商产业链的话语权较大，其对于服务器厂商具有较强的议价能力。因此，

采购算力产品较多的互联网客户贡献营收比例提升,或对公司利润率有一定影响。

4. **公司加强费用支出管控。**2024年,公司销售费用、管理费用和研发费用分别同比-3.3%/-26.3%/-9.6%,销售费用率同减0.3pct,管理费用率同减0.5pct,研发费用率同减0.8pct。三项费用率合计同减1.6pct。我们认为,公司加强费用管理的背后更多体现的是组织架构的优化和运营效率的提升,而各项产品的研发和业务的拓展仍然在稳步进展过程中。
5. **2024年,公司净利润下滑明显。**尽管公司对于费用端严格控制,但营收结构变化导致毛利率下降的影响依然较大。此外,公司将与H3C Holdings Limited约定的新华三剩余19%股权的期权远期安排作为金融负债,对当期损益的影响金额为-2.2亿元,对利润端也有一定影响。在多重因素的影响下,公司净利润下滑明显。2024年,公司归母净利润15.7亿元,同比减少25.2%;扣非净利润14.6亿元,同比减少13.1%。
6. **24年以来,公司存货大量增加,充足备货反映乐观预期。**2024Q1-2025Q1,各季度末,公司存货余额分别为282.2亿元、304.7亿元、327.4亿元、368.5亿元和437.0亿元。其中25Q1,公司存货新增68.5亿元,较此前季度增加幅度更大。我们认为,公司存货规模的扩大不仅有利于抵御由于国际贸易摩擦导致芯片等电子原器件供应链不稳定的风险,还体现了其对于服务器产品向各行业客户销售的乐观预期,从而进行了战略性备货。后续,随着服务器、交换机等硬件产品的销售,有望推动其ICT基础设施及服务收入的增长。
7. **合同负债持续增长,后续季度经营预期乐观。**2024Q1-2025Q1,各季度末,公司合同负债分别为112.1亿元、96.1亿元、108.0亿元、145.0亿元和186.7亿元。自2024年二季度以来,呈现出逐季度增长的趋势。其中24Q4、25Q1,公司合同负债分别增长37.1亿元和41.7亿元。公司24Q4和25Q1合同负债的高增长主要来自预收客户货款的增加。我们认为,一方面,AI大模型的开发和应用驱动下游客户加大AI服务器的采购;另一方面,美方限制AI算力出口政策的不确定性也使得互联网等下游客户增加预付订金,提前锁定一定规模的AI服务器,以抵御供应链风险。
8. **2024年和25Q1,公司经营活动现金流净额增加。**2024年,公司经营现金流净额24.4亿元,较去年同期-18.6亿元有明显增加。主因系公司加强回款等措施,营运资金的改善所致。2024年,公司经营性应收项目减少2.5亿元,经营性应付项目增加75.9亿元。25Q1,公司经营活动现金流净额为-8.4亿元,较24Q1的-19.4亿元改善明显,主因系公司销售算力产品收回的现金大幅增加所致。25Q1,公司销售商品、提供劳务收到的现金为317.5亿元,同比增长45.8%。

表 1：年度财务关键数据（单位：百万元）

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
营业收入	54,099.06	59,704.89	67,637.54	74,057.65	77,307.81	79,024.08
营业成本	42,786.69	47,855.94	54,432.89	58,771.99	62,157.92	65,282.12
销售费用	3,339.56	3,361.40	4,113.85	4,251.42	4,287.08	4,144.25
管理费用	760.53	758.86	926.22	964.24	1,392.39	1,026.60
研发费用	3,941.07	3,830.84	4,337.73	5,298.85	5,643.44	5,101.82
财务费用	443.45	-228.02	-292.26	633.61	771.37	954.29
投资净收益	9.15	-41.66	-24.31	20.52	138.89	35.34
营业利润	3,521.25	3,703.14	4,087.95	4,160.47	3,677.58	2,168.84
归母净利润	1,843.40	1,894.62	2,147.65	2,157.92	2,103.02	1,572.43
扣非净利润	1,302.29	1,662.51	1,654.36	1,759.27	1,674.87	1,456.14
主要比率						
毛利率	20.91%	19.85%	19.52%	20.64%	19.60%	17.39%
销售费用率	6.17%	5.63%	6.08%	5.74%	5.55%	5.24%
管理费用率	1.41%	1.27%	1.37%	1.30%	1.80%	1.30%
研发费用率	7.28%	6.42%	6.41%	7.16%	7.30%	6.46%
营业利润率	6.51%	6.20%	6.04%	5.62%	4.76%	2.74%
归母净利率	3.41%	3.17%	3.18%	2.91%	2.72%	1.99%
YOY						
营业收入	11.92%	10.36%	12.57%	9.49%	4.39%	2.22%
归母净利润	8.08%	2.78%	18.51%	0.48%	-2.54%	-25.23%
扣非净利润	-0.80%	27.66%	11.16%	6.34%	-4.80%	-13.06%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 2：季度财务关键数据（单位：百万元）

财报数据 (百万元)	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1
营业收入	16528.5	19516.8	19169.5	22093.0	17006.2	20944.6	20888.6	20184.7	20789.8
营业成本	13056.0	15663.7	15505.8	17932.5	13610.7	17116.8	17761.6	16793.0	17532.6
销售费用	1211.3	1147.0	811.5	1117.3	1053.6	1016.1	907.4	1167.2	929.4
管理费用	233.2	247.2	196.9	715.0	241.8	222.5	251.4	310.9	253.3
研发费用	1397.1	1377.0	1412.6	1456.8	1243.6	1167.0	1364.1	1327.1	1160.1
财务费用	-14.3	340.8	251.5	193.3	75.6	147.8	58.5	672.5	386.2
投资净收益	-4.2	23.5	74.8	44.8	20.0	39.1	-15.8	-7.9	52.5
营业利润	1013.5	779.6	1009.3	875.2	767.1	1117.9	270.4	13.4	418.3
归母净利润	439.0	583.2	518.7	562.2	413.7	586.7	581.3	-9.2	348.5
扣非净利润	337.1	507.7	454.0	376.2	343.0	550.6	494.8	67.7	409.2
主要比率									

毛利率	21.0%	19.7%	19.1%	18.8%	20.0%	18.3%	15.0%	16.8%	15.7%
销售费用率	7.3%	5.9%	4.2%	5.1%	6.2%	4.9%	4.3%	5.8%	4.5%
管理费用率	1.4%	1.3%	1.0%	3.2%	1.4%	1.1%	1.2%	1.5%	1.2%
研发费用率	8.5%	7.1%	7.4%	6.6%	7.3%	5.6%	6.5%	6.6%	5.6%
归母净利率	2.7%	3.0%	2.7%	2.5%	2.4%	2.8%	2.8%	-0.0%	1.7%
YoY									
营业收入	7.7%	2.4%	-1.6%	9.5%	2.9%	7.3%	9.0%	-8.6%	22.2%
归母净利润	17.9%	-0.7%	-23.8%	8.5%	-5.8%	0.6%	12.1%	-101.6%	-15.7%
扣非净利润	-7.2%	-0.8%	-26.3%	40.0%	1.8%	8.5%	9.0%	-82.0%	19.3%
QoQ									
营业收入	-18.0%	18.1%	-1.8%	15.3%	-23.0%	23.2%	-0.3%	-3.4%	3.0%
归母净利润	-15.3%	32.9%	-11.1%	8.4%	-26.4%	41.8%	-0.9%	-101.6%	3894.4%
扣非净利润	25.5%	50.6%	-10.6%	-17.1%	-8.8%	60.5%	-10.1%	-86.3%	504.4%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

二、盈利预测与投资建议

收入假设：公司主营业务主要包括IT服务与信息电子类产品（分销）：

1. **ICT基础设施级服务：**该业务是公司主要营收与利润来源，以新华三的网络设备、服务器、网安、云计算及相关软件产品为主。未来，在互联网等厂商加快AI算力建设和政企客户加大算力投入的趋势下，公司的服务器、交换机产品有望快速放量。短期来看，在AI芯片供给不确定以及关税政策的影响下，公司营收增长或存在波动。预计该业务25-27年收入同比增速分别为17%、14%、15%。由于服务器、交换机等产品同质化以及组装和销售环节的附加值较低，该业务毛利率预计处于较低水平。2024-2026年，该业务毛利率有望为21%、21%和21%。
2. **IT产品分销与供应链服务：**公司拥有丰富的IT厂商资源与IT分销渠道合作伙伴，其代理销售的服务器等产品有望保持平稳增长态势。2024年，该业务营业收入为292.9亿元，同比增长0.5%。我们预计该业务2025-2027年营收增速有望为2.0%、2.0%和2.0%；公司在该业务中主要扮演销售渠道角色，并不涉及加工制造环节，因此该部分业务的毛利率较低，2025-2027年，该业务毛利率有望为5.0%、5.0%和5.0%。

表 3：分业务预测表

		2024A	2025E	2026E	2027E
ICT 基础设施与服务	收入（百万元）	54459.1	63614.1	72786.1	83936.6
	同比增速	5.7%	16.8%	14.4%	15.3%
	毛利率	22.2%	20.8%	21.0%	21.1%
IT 产品分销与供应链服务	收入（百万元）	29288.6	29874.4	30471.9	31081.3
	同比增速	0.5%	2.0%	2.0%	2.0%
	毛利率	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务	收入（百万元）	158.5	190.3	228.3	274.0
	同比增速	28.7%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	47.0%	50.0%	50.0%	50.0%
合并抵消	收入（百万元）	-4882.2	-4638.1	-4406.2	-4185.9
	毛利率	-0.001%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
合计	收入（百万元）	79024.08	89040.66	99080.16	111106.00
	同比增速	2.22%	12.68%	11.28%	12.14%
	毛利率	17.39%	16.66%	17.07%	17.49%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司费用的持续增长主要原因是人员不断扩张，人员成本上升。我们预计未来，公司人员扩张到一定规模后会保持稳定的状态。公司的研发工作聚焦在服务器、交换机以及防火墙等硬件产品的迭代。我们预计公司针对ICT算力基础设施的研发团队组建完成后，整体研发人员的规模将保持稳定。此外，公司在国内已拥有丰富的IT厂商资源与IT分销渠道合作伙伴，分销业务相关销售团队规模扩张有限。

预计25-27年，公司营收为890.4亿元、990.8亿元、1111.1亿元，同比增长12.7%、11.3%、12.1%；归母净利润21.18亿元、25.56亿元、29.32亿元；EPS为0.74、0.89、1.03元/股。从业务属性和行业特征来看，公司与中科曙光、迪普科技、锐捷网络相似度较高。考虑到紫光股份服务器营收占比高于交换机产品，因此重点参考中科曙光的估值水平。参考可比公司估值情况，给予公司25年40倍PE，对应合理价值为29.63元/股，维持“买入”评级。

表 4：紫光股份可比公司PE估值情况（市值统计截止2025.4.29收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值	归母净利润（百万元）			PE估值水平		
			（亿元）	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
中科曙光	603019.SH	服务器、云计算	911	1911	2498	3015	55	36	30
迪普科技	300768.SZ	网络设备、安全产品	104	161	204	259	70	51	40
锐捷网络	301165.SZ	网络设备、安全产品	419	574	757	920	71	55	46

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：可比公司盈利预测为Wind一致预期。

三、风险提示

（一）政企客户投资力度恢复节奏的不确定性

政企客户在自身经营情况受到影响的情况下，对于服务器、交换机等产品的IT预算存在波动。若下游IT产品采购规模不及预期，或对公司营收增长产生一定影响。

（二）算力关键零部件存在供应链不稳定的风险

受海外政策影响，先进制程芯片等算力关键零部件的供给不稳定。在算力关键零部件供给的节奏和规模不确定的情况下，公司服务器等产品的供货能力存在不确定性。

（三）关税政策影响下，存在零部件成本上升的风险

关税政策的变化影响正常的CPU供应链。从芯片的设计、制造到服务器等硬件产品的组装、销售各个环节都面临成本上升的风险。成本上升传导至终端硬件产品涨价，或影响下游客户采购相关硬件的需求。

（四）产品同质化竞争的风险

同行业算力硬件公司技术持续进步，市场竞争激烈，同质化挑战依然较大。同时，随着未来产业链相关环节厂商数量增加，行业竞争或将进一步加剧。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	63,645	65,130	65,215	72,579	81,165	经营活动现金流	-1,857	2,441	2,243	3,615	2,805
货币资金	14,711	7,534	7,286	9,097	10,095	净利润	3,685	1,982	3,652	4,406	5,056
应收及预付	16,024	15,933	13,398	16,260	18,227	折旧摊销	1,044	913	1,189	1,322	1,472
存货	27,935	36,847	40,211	42,324	47,273	营运资金变动	-6,607	-859	-3,679	-3,249	-4,902
其他流动资产	4,976	4,816	4,320	4,898	5,570	其它	22	404	1,080	1,135	1,179
非流动资产	23,619	23,684	23,092	22,689	22,095	投资活动现金流	655	-358	-618	-1,019	-1,022
长期股权投资	109	177	193	211	231	资本支出	-939	-533	-598	-900	-848
固定资产	1,055	1,086	947	1,005	943	投资变动	1,433	75	-266	-280	-288
在建工程	111	240	239	240	239	其他	160	99	246	161	114
无形资产	4,119	4,022	3,902	3,762	3,552	筹资活动现金流	5,345	-9,286	-1,873	-784	-784
其他长期资产	18,226	18,159	17,811	17,471	17,131	银行借款	6,993	4,704	-1,064	0	0
资产总计	87,264	88,814	88,307	95,268	103,261	股权融资	1	8	0	0	0
流动负债	39,331	59,015	54,856	57,410	60,347	其他	-1,649	-13,998	-808	-784	-784
短期借款	6,283	5,064	4,000	4,000	4,000	现金净增加额	4,137	-7,203	-248	1,811	998
应付及预收	14,362	19,666	14,028	15,534	17,331	期初现金余额	10,383	14,519	7,534	7,286	9,097
其他流动负债	18,686	34,285	36,828	37,877	39,016	期末现金余额	14,519	7,317	7,286	9,097	10,095
非流动负债	7,891	13,684	13,684	13,684	13,684						
长期借款	5,086	11,009	11,009	11,009	11,009						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	2,805	2,676	2,676	2,676	2,676						
负债合计	47,222	72,699	68,540	71,095	74,032						
股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860						
资本公积	17,835	16	16	16	16						
留存收益	13,254	10,460	12,578	15,134	18,066						
归属母公司股东权益	33,946	13,332	15,451	18,006	20,939						
少数股东权益	6,096	2,782	4,316	6,167	8,290						
负债和股东权益	87,264	88,814	88,307	95,268	103,261						

利润表						主要财务比率					
单位：百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	77,308	79,024	89,041	99,080	111,106	成长能力					
营业成本	62,158	65,282	74,206	82,171	91,679	营业收入增长	4.4%	2.2%	12.7%	11.3%	12.1%
营业税金及附加	283	270	303	337	378	营业利润增长	-11.6%	-41.0%	77.3%	20.6%	14.7%
销售费用	4,287	4,144	4,007	4,459	5,000	归母净利润增长	-2.5%	-25.2%	34.7%	20.6%	14.7%
管理费用	1,392	1,027	1,068	1,189	1,222	获利能力					
研发费用	5,643	5,102	5,253	5,945	6,666	毛利率	19.6%	17.4%	16.7%	17.1%	17.5%
财务费用	771	954	978	983	1,002	净利率	4.8%	2.5%	4.1%	4.4%	4.6%
资产减值损失	-595	-866	-450	-450	-450	ROE	6.2%	11.8%	13.7%	14.2%	14.0%
公允价值变动收益	-75	101	0	0	0	ROIC	8.1%	5.8%	6.3%	6.7%	6.8%
投资净收益	139	35	178	99	56	偿债能力					
营业利润	3,678	2,169	3,845	4,638	5,322	资产负债率	54.1%	81.9%	77.6%	74.6%	71.7%
营业外收支	83	58	0	0	0	净负债比率	117.9%	451.1%	346.7%	294.1%	253.3%
利润总额	3,760	2,227	3,845	4,638	5,322	流动比率	1.62	1.10	1.19	1.26	1.34
所得税	76	245	192	232	266	速动比率	0.83	0.43	0.41	0.48	0.52
净利润	3,685	1,982	3,652	4,406	5,056	营运能力					
少数股东损益	1,582	410	1,534	1,851	2,123	总资产周转率	0.89	0.89	1.01	1.04	1.08
归属母公司净利润	2,103	1,572	2,118	2,556	2,932	应收账款周转率	5.49	5.71	7.30	6.64	6.64
EBITDA	5,433	3,951	4,478	5,092	5,672	存货周转率	2.77	2.14	2.21	2.34	2.35
EPS (元)	0.74	0.55	0.74	0.89	1.03	每股指标 (元)					
						每股收益	0.74	0.55	0.74	0.89	1.03
						每股经营现金流	-0.65	0.85	0.78	1.26	0.98
						每股净资产	11.87	4.66	5.40	6.30	7.32
						估值比率					
						P/E	26.32	50.62	32.98	27.34	23.83
						P/B	1.63	5.97	4.52	3.88	3.34
						EV/EBITDA	9.93	26.01	20.60	17.75	15.76

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	gfbzqyf@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。