

伯特利 (603596.SH)

营收、业绩增速依旧亮眼，利润率短期承压

核心观点：

- **公司 24 年业绩表现超预期，25Q1 业绩表现符合预期。**根据财报，公司 24 年实现营收 99.37 亿元，同比+33.0%，实现扣非前后归母净利润 12.09/11.13 亿元，同比分别+35.6%/+30.1%；其中，24Q4 实现营收 33.58 亿元，同环比分别+41.8%/+28.8%，扣非前/后归母净利润分别为 4.31/4.04 亿元，同比分别+45.2%/+28.9%。25Q1 公司实现营收 26.38 亿元，同比+41.8%，扣非前/后归母净利润 2.70/2.66 亿元，同比分别+28.8%/+38.6%。分产品来看，公司 24 年智能电控产品/盘式制动器/轻量化制动零部件销量同比分别+40.0%/+19.2%/+35.3%。
- **利润率有所下降，费用管控能力进一步提升。**根据财报，公司 24 年毛利率、归母净利率和期间费用率分别为 21.1%/12.2%/7.9%，比分别-1.4 pct/+0.2 pct/-1.1pct；25Q1 毛利率、归母净利率和期间费用率分别为 18.0%/10.2%/7.4%，同比分别-2.8pct /-1.0 pct /-1.4pct，利润率有所承压（部分受会计准则调整影响），费用管控水平进一步提升。
- **新产品及新技术持续突破，在手订单充沛。**根据公司年报，24 年公司盘式制动器在研/新增量产/新增定点项目分别为 79/59/72 项；轻量化产品在研/新增量产/新增定点项目分别为 52/44/39 项；电控产品在研/新增量产/新增定点项目分别为 248/76/108 项，其中，线控制动系统在研/新增量产/新增定点项目分别为 70/33/72 项，EMB 新增定点 2 项。
- **盈利预测与投资建议：公司是国内快速进阶的制动领域龙头，海外业务扩展及底盘全域供应能力的逐步建立或将打开其新的成长空间，当前公司或正站在新一轮周期的起点。**中短期受益于 EPB、线控制动国产替代贡献显著增量，长期看好公司海外业务扩展及底盘全域供应潜力。我们预计公司 25-27 年 EPS 分别为 2.52/ 3.35/4.45 元/股，结合可比公司估值，考虑公司未来几年仍保持较高速增长，给予公司 25 年 28 倍的 PE 估值，对应合理价值 70.54 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：行业竞争加剧，客户拓展不及预期，技术升级不及预期等。**

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,474	9,937	12,689	16,296	21,071
增长率（%）	34.9	33.0	27.7	28.4	29.3
EBITDA（百万元）	1,215	1,600	2,176	2,770	3,567
归母净利润（百万元）	891	1,209	1,528	2,029	2,698
增长率（%）	27.6	35.6	26.4	32.8	33.0
EPS（元/股）	1.53	1.99	2.52	3.35	4.45
市盈率（x）	45.29	22.41	23.03	17.34	13.05
市净率（x）	15.7	18.4	19.6	21.4	23.0
EV/EBITDA（x）	23.10	15.60	14.56	11.21	7.98

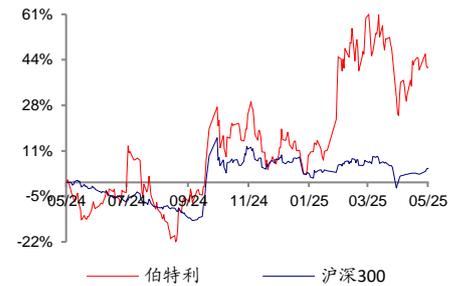
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	58.02 元
合理价值	70.54 元
前次评级	买入
报告日期	2025-05-12

相对市场表现



分析师：

闫俊刚



SAC 执证号：S0260516010001



021-38003682



yanjungang@gf.com.cn

分析师：

纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594

jichengwei@gf.com.cn

请注意，闫俊刚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：

伯特利 (603596.SH) :底盘 2025-02-20

龙头或正站在新一轮周期起点

伯特利 (603596.SH) :24Q3 2024-10-31

业绩超预期，利润率表现亮

眼

伯特利 (603596.SH) :24 年 2024-09-01

中报点评：24Q2 业绩表现亮

眼

联系人：罗英 0755-82557403

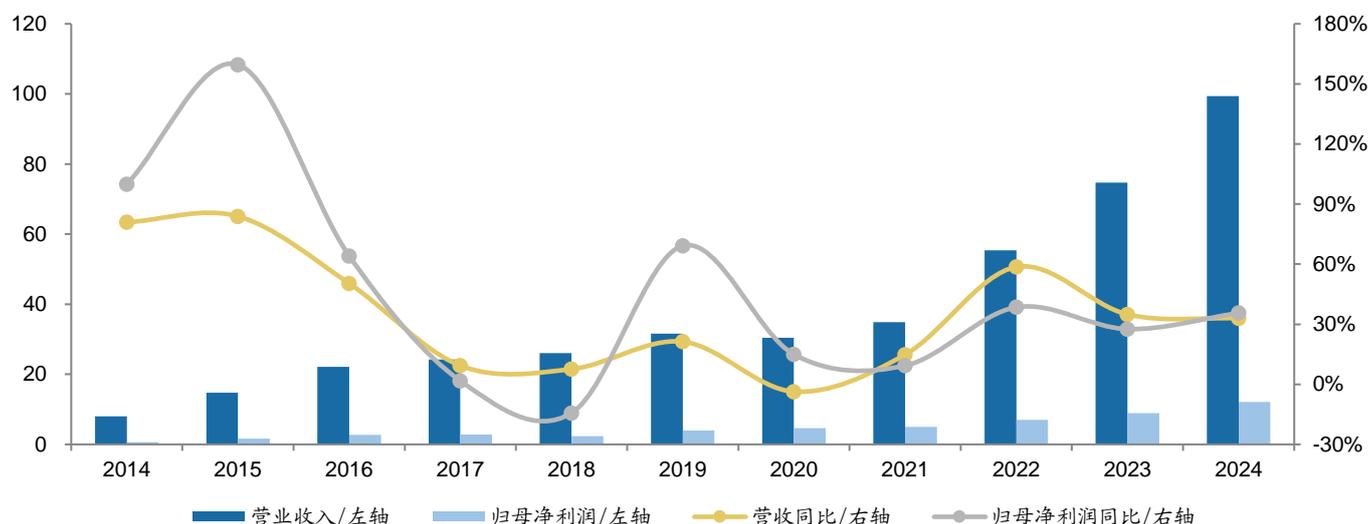
shluoying@gf.com.cn

一、2024 年业绩超预期，费用管控能力进一步提升

根据财报，公司24年实现营业收入99.37亿元，同比+33.0%，实现归母净利润12.09亿元，同比+35.6%，扣非归母净利润11.13亿元，同比+30.1%；其中，公司24年Q4实现营业收入33.58亿元，同比+41.8%，环比+28.8%，扣非前/后归母净利润分别为4.31/4.04亿元，同比分别+45.2%/+28.9%，环比分别+34.4%/+40.6%。公司25年Q1实现营业收入26.38亿元，同比+41.8%，扣非前/后归母净利润分别为2.70/2.66亿元，同比分别+28.8%/+38.6%。

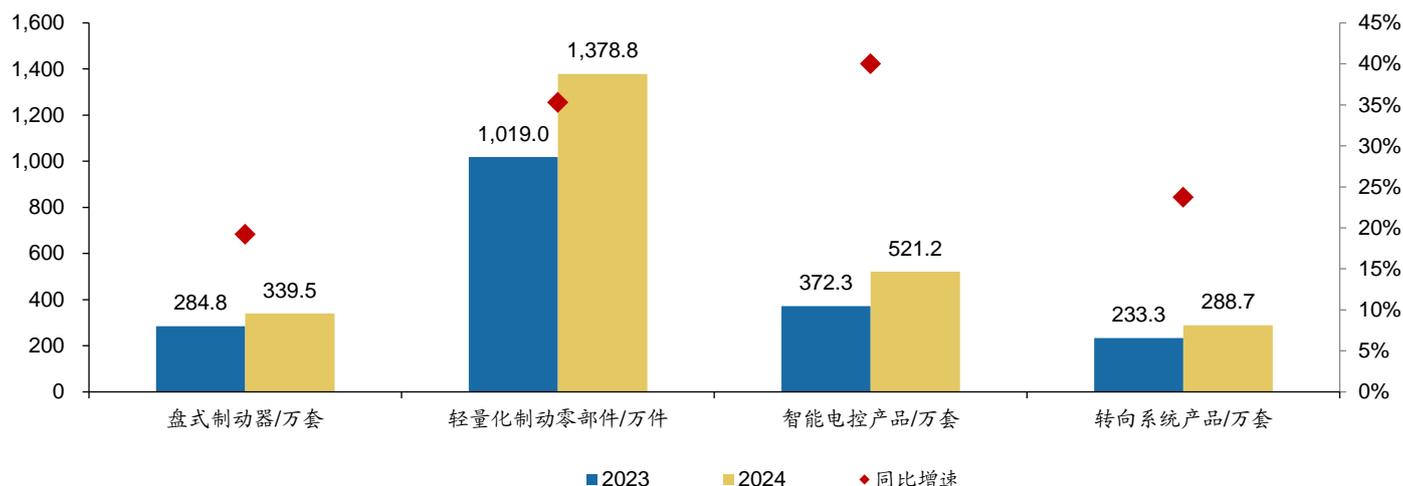
根据公司年报，公司24年智能电控产品销量为521.2万套，同比增长40.0%；盘式制动器销量为339.5万套，同比增长19.2%；轻量化制动零部件销量为1378.8万件，同比增长35.3%；机械转向产品销量为288.7万套，同比增长23.7%；分产品销量均有亮眼表现。

图1：公司历年营收、归母净利润（亿元）及同比增速



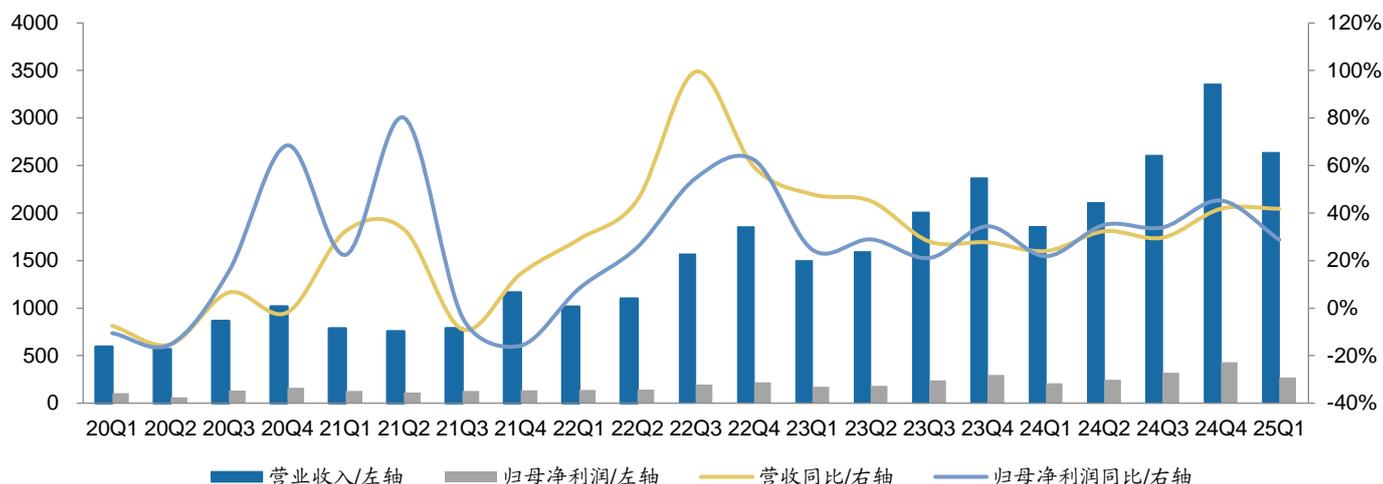
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图2: 公司2023年及2024年部分产品销量



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图3: 公司单季度营收、归母净利润 (百万元) 及同比增速

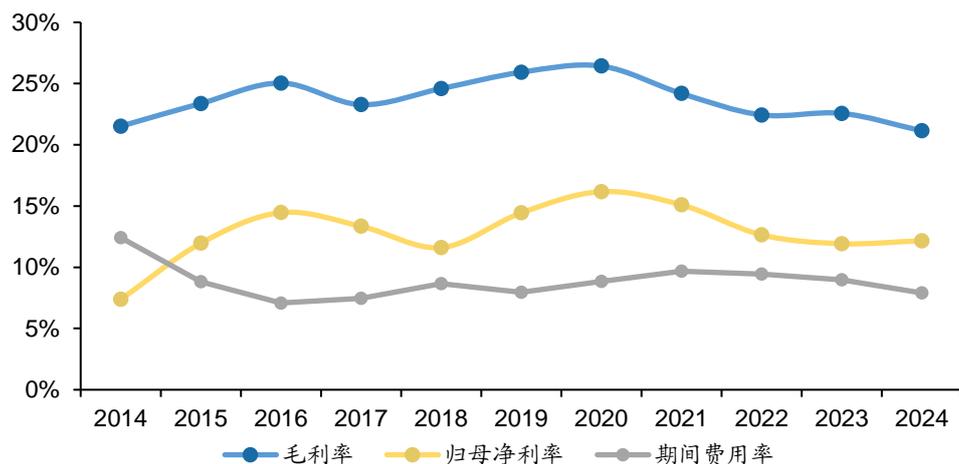


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

公司24年毛利率、归母净利率和期间费用率分别为21.1%/12.2%/7.9%，同比分别-1.4 pct/+0.2 pct/-1.1pct。公司25年Q1毛利率、归母净利率和期间费用率分别为18.0%/10.2%/7.4%，同比分别-2.8pct /-1.0 pct /-1.4pct，利润率有所承压，费用管控水平进一步提升。

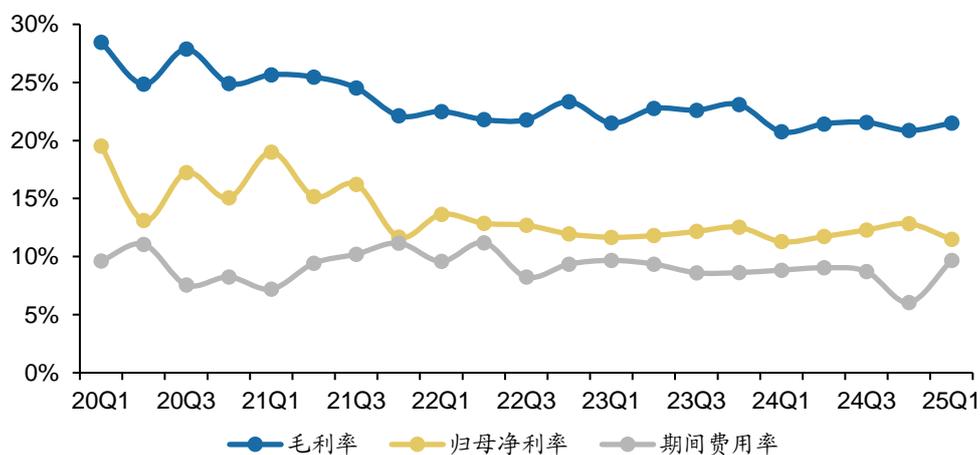
从费用率来看，24年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.4%/2.4%/5.8%/-0.7%，较23年同期分别-0.7pct/+0.0 pct/-0.2 pct/-0.2/pct。25Q1公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.4%/2.6%/4.9%/-0.4%，同比分别-0.6pct/+0.0pct/-1.1pct/+0.2pct，公司费用管理能力持续提升，销售费用率变化主要系质量保证金从计入销售费用转为计入营业成本。

图4：公司历年毛利率、归母净利率及期间费用率



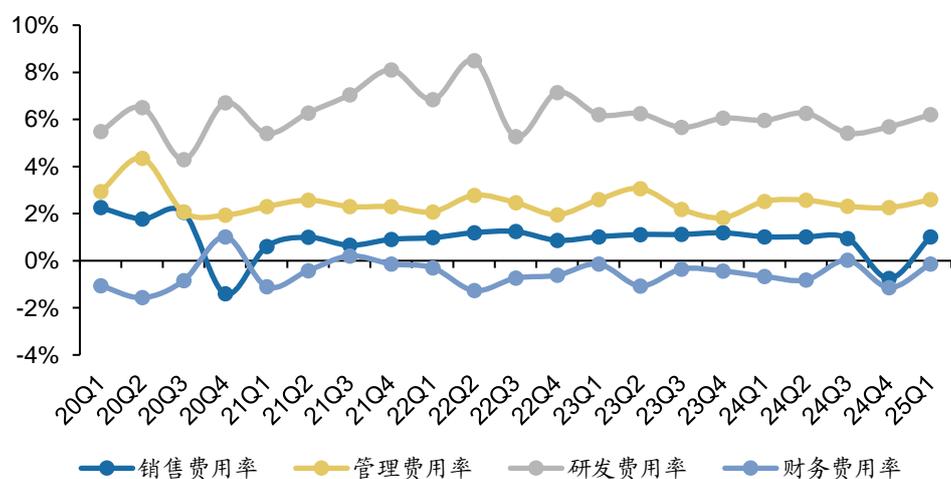
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图5：公司单季度毛利率、归母净利率及期间费用率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图6：公司单季度费用率变化情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、海外业务拓展及底盘全域供应能力的逐步建立打开新成长空间

新产品新技术持续突破，正向开发能力突出。根据公司年报，2024 年公司持续加大研发投入，稳步推进新产品、新技术研发及量产交付。WCBS1.5 成功量产，WCBS2.0 成功实现小批量供货，EMB 产品完成了 B 样的样件制造并同步开展了 DV 试验，测试结果达到预期；空气悬架完成 B 样开发验证；公司将致力于打造一体式汽车底盘域控系统。公司海外客户开拓情况良好，根据公司24年一季度，24年 Q1 获美系、德系客户轻量化、EPB 订单。

公司市场开拓情况良好，在手订单充沛。根据公司年报，24年公司在研项目、新增量产项目、新增定点项目表现亮眼，公司市场开拓情况良好，在手订单充沛。分业务来看，24年公司盘式制动器在研/新增量产/新增定点项目分别为79/59/72项；轻量化产品在研/新增量产/新增定点项目分别为52/44/39项；电子电控产品在研/新增量产/新增定点项目分别为248/76/108项，其中，线控制动系统在研/新增量产/新增定点项目分别为70/33/72项，电子机械制动EMB新增定点2项；机械转向系统产品在研/新增量产/新增定点项目分别33/18/36项。

表1：公司24年分产品项目情况（项）

产品	在研项目	新增量产项目	新增定点项目
盘式制动器	79	59	72
轻量化	52	44	39
电子电控产品	248	178	249
电子驻车系统 EPB	158	136	156
线控制动系统 WCBS	70	33	72
电动助力转向 EPS	20	9	21
电子机械制动 EMB			2
智能驾驶产品	18	10	18
高级辅助驾驶系统 ADAS	18	10	18
机械转向系统产品	33	18	36
机械转向器 MSG	14	9	13
机械管柱	19	9	23

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

国内快速进阶的制动领域龙头底盘全域供应能力的逐步建立或将打开其新的成长空间。根据公司23年年报，在汽车线控底盘的方向上，结合客户项目的具体需求，分步开展线控制动、线控转向、主动悬架等集成控制的开发工作。从公司2022 年收购万达公司以来，万达转向经营情况显著改善，表现亮眼，后续随EPS电控部分自制率的逐步提升，转向业务利润率有望持续上行。伯特利收购万达转向后凭借研发、管理、客户拓展等方面优势持续提升转向领域盈利能力，看好其进一步布局悬架后全域能力建立打开新的成长空间。

三、盈利预测和投资建议

公司是国内快速进阶的制动领域龙头，海外业务扩展及底盘全域供应能力的逐步建立或将打开其新的成长空间。中短期受益于EPB、线控制动进一步国产替代，长期看好海外业务扩展及底盘全域供应潜力。公司的核心业务可拆分为机械制动、智能电控及机械转向产品。

(1) 公司轻量化零部件产品不断拓展品类，国内配套量稳步增加，海外供应量有望随墨西哥工厂产能扩张而提升；盘式制动器随下游中国品牌向上保持较高增速。我们预计公司2025-2027年机械制动业务实现收入55.2、68.8、86.9亿元，同比增速分别为24.1%、24.6%、26.4%，毛利率分别为18.9%、19.2%、19.5%。

(2) 公司EPB持续演绎国产替代逻辑，同时公司是国内拥有线控制动产品量产能力的少数厂商之一，线控制动产品(WCBS)不断获取新客户定点，产能稳步爬坡，下一代具备制动冗余功能线控制动系统(WCBS2.0)已完成研发工作、有望进一步提升产品竞争力。我们预计公司2025-2027年智能电控业务实现收入60.9、82.0、109.6亿元，同比增速分别为34.4%、34.7%、33.7%，毛利率分别为20.6%、21.1%、21.8%。

(3) 公司将加大电动助力转向系统(EPS)以及线控转向系统的开发力度，有望凭借性能和成本优势持续收获新客户、新订单。我们预计公司2025-2027年机械转向产品实现收入6.4、7.4、8.9亿元，同比增速分别为15.0%、15.0%、20.0%，毛利率分别为12.0%、12.0%、12.0%。

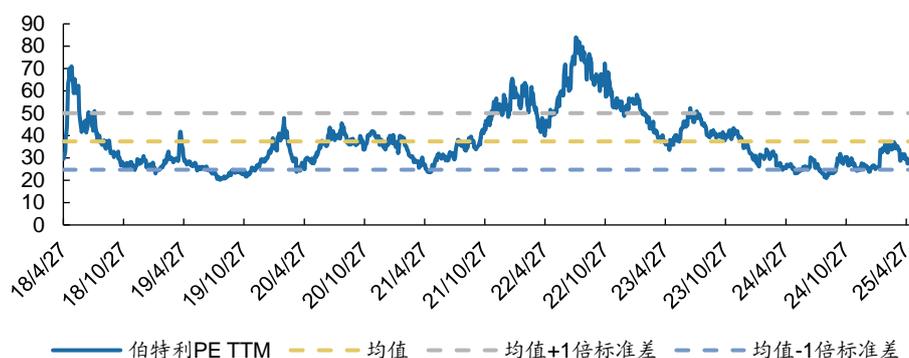
表2: 公司主要业务拆分表(百万元)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3041.9	3492.3	5539.1	7473.8	9936.6	12688.6	16296	21071.1
yoy	-3.60%	14.80%	58.60%	34.90%	33.00%	27.70%	28.40%	29.30%
毛利润	804	844.6	1243	1686.7	2100.8	2677.3	3477.3	4562.9
毛利率	26.40%	24.20%	22.40%	22.60%	21.14%	21.10%	21.34%	21.65%
机械制动产品								
收入	2073.9	2096	2661.3	3367.8	4449	5519.8	6876.8	8691.4
yoy	-0.40%	1.10%	27.00%	26.50%	32.11%	24.07%	24.58%	26.39%
毛利率	24.90%	22.20%	22.00%	21.20%	18.57%	18.88%	19.20%	19.51%
智能电控产品								
收入	770.6	1274.8	2374.3	3295.7	4529.7	6087.2	8197.3	10961.6
yoy	-11.70%	65.40%	86.20%	38.80%	37.44%	34.38%	34.66%	33.72%
毛利率	23.40%	24.40%	20.00%	20.10%	19.98%	20.55%	21.11%	21.79%
机械转向产品								
收入			277.4	483.4	559.2	643.1	739.6	887.5
yoy				74.30%	15.69%	15.00%	15.00%	20.00%
毛利率			9.50%	13.70%	11.71%	12.00%	12.00%	12.00%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

公司是国内快速进阶的制动领域龙头，海外业务扩展及底盘全域供应能力的逐步建立或将打开其新的成长空间，当前公司或正站在新一轮周期的起点。中短期受益于EPB、线控制动国产替代贡献显著增量，长期看好公司海外业务扩展及底盘全域供应潜力。我们预计公司25-27年EPS分别为2.52/3.35/4.45元/股，结合可比公司估值，考虑公司未来几年仍保持较高速增长能够享受一定估值溢价，给予公司25年28倍的PE估值，对应合理价值70.54元/股，维持“买入”评级。

图7: 公司PE TTM估值 (倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表3: 可比公司估值表

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元, Wind 一致预期)			PE		
		2025/5/10	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
002920.SZ	德赛西威	584.5	20.0	26.8	34.0	30.7	21.8	17.2
603786.SH	科博达	217.9	7.7	10.1	12.8	32.8	21.6	17.1
601689.SH	拓普集团	884.2	30.0	36.5	45.3	29.6	24.2	19.5
平均		562.2				31.0	22.5	17.9

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、风险提示

受宏观经济、消费环境、通胀预期、重大突发公共卫生事件等多重因素影响，汽车供应链安全等风险显现，国内外汽车市场面临诸多不确定性，整车企业的产销量波动可能加剧，零部件的配套量也将随之产生波动。

行业竞争加剧。汽车市场竞争日趋激烈，整车企业竞争带来的降价、回款压力将进一步向配套零部件企业传递，同时，零部件企业还将面临资金安全、产品成本控制、产能效率优化、供应链稳定性等多重压力。

客户拓展不及预期。随着汽车行业增长速度放缓和市场竞争加剧，整车厂商日益面临着车型更新加快、技术含量提高、开发和制造周期缩短、产品价格下降等竞争压力。受之影响，一旦公司与这些优质客户的合作关系发生不利变化，导致客户订货数量减少，则公司的盈利水平也将受到显著的不利影响。

技术升级不及预期。公司制动系统新产品的同步开发能力、开发成功与否，将在很大程度上决定公司未来的业务发展，是影响公司经营业绩与持续竞争力的关键因素。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,718	9,255	11,472	15,299	19,888
货币资金	2,340	2,185	3,607	4,227	6,820
应收及预付	2,677	4,195	4,318	6,522	7,395
存货	1,037	1,420	1,693	2,220	2,728
其他流动资产	1,665	1,456	1,854	2,330	2,945
非流动资产	3,028	3,531	3,751	3,830	3,773
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,177	2,572	2,954	3,104	3,075
在建工程	421	447	274	187	143
无形资产	155	148	148	148	148
其他长期资产	275	363	375	391	407
资产总计	10,747	12,786	15,223	19,129	23,661
流动负债	4,233	5,326	6,497	8,693	10,952
短期借款	284	20	20	20	20
应付及预收	3,637	4,815	5,864	7,881	9,911
其他流动负债	311	491	613	792	1,021
非流动负债	460	520	520	520	520
长期借款	59	69	69	69	69
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	401	451	451	451	451
负债合计	4,693	5,846	7,017	9,213	11,473
股本	433	607	607	607	607
资本公积	1,718	1,554	1,530	1,530	1,530
留存收益	3,478	4,540	5,806	7,486	9,717
归属母公司股东权益	5,677	6,556	7,798	9,478	11,709
少数股东权益	377	384	408	439	480
负债和股东权益	10,747	12,786	15,223	19,129	23,661

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7,474	9,937	12,689	16,296	21,071
营业成本	5,838	7,836	10,011	12,819	16,508
营业税金及附加	41	47	70	90	116
销售费用	32	40	51	65	84
管理费用	175	237	305	391	506
研发费用	450	576	749	945	1,201
财务费用	-37	-67	-39	-68	-80
资产减值损失	-5	-29	-10	-11	-13
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	-8	-4	-9	-11	-13
营业利润	1,015	1,363	1,771	2,352	3,128
营业外收支	2	33	2	2	2
利润总额	1,017	1,395	1,773	2,354	3,130
所得税	106	173	222	294	391
净利润	911	1,222	1,551	2,060	2,739
少数股东损益	19	13	23	31	41
归属母公司净利润	891	1,209	1,528	2,029	2,698
EBITDA	1,215	1,600	2,176	2,770	3,567
EPS (元)	1.53	1.99	2.52	3.35	4.45

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	678	1,058	2,407	1,552	3,532
净利润	911	1,222	1,551	2,060	2,739
折旧摊销	226	301	411	452	484
营运资金变动	-447	-529	417	-990	277
其它	-12	64	28	30	32
投资活动现金流	-841	-706	-689	-573	-463
资本支出	-1,032	-728	-615	-511	-410
投资变动	157	-6	-65	-50	-40
其他	34	28	-9	-11	-13
筹资活动现金流	162	-516	-296	-359	-476
银行借款	344	-254	0	0	0
股权融资	1	0	-25	0	0
其他	-183	-261	-272	-359	-476
现金净增加额	6	-164	1,422	620	2,593
期初现金余额	2,164	2,170	2,005	3,427	4,047
期末现金余额	2,170	2,005	3,427	4,047	6,640

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	34.9%	33.0%	27.7%	28.4%	29.3%
营业利润增长	35.7%	34.2%	30.0%	32.8%	33.0%
归母净利润增长	27.6%	35.6%	26.4%	32.8%	33.0%
获利能力					
毛利率	21.9%	21.1%	21.1%	21.3%	21.7%
净利率	12.2%	12.3%	12.2%	12.6%	13.0%
ROE	15.7%	18.4%	19.6%	21.4%	23.0%
ROIC	13.8%	16.2%	18.6%	20.2%	21.9%
偿债能力					
资产负债率	43.7%	45.7%	46.1%	48.2%	48.5%
净负债比率	77.5%	84.2%	85.5%	92.9%	94.1%
流动比率	1.82	1.74	1.77	1.76	1.82
速动比率	1.54	1.41	1.45	1.45	1.52
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.78	0.83	0.85	0.89
应收账款周转率	3.18	2.80	3.42	2.90	3.27
存货周转率	7.21	7.00	7.50	7.34	7.72
每股指标 (元)					
每股收益	1.53	1.99	2.52	3.35	4.45
每股经营现金流	1.56	1.74	3.97	2.56	5.82
每股净资产	13.09	10.81	12.86	15.63	19.31
估值比率					
P/E	45.29	22.41	23.03	17.34	13.05
P/B	5.29	4.13	4.51	3.71	3.01
EV/EBITDA	23.10	15.60	14.56	11.21	7.98

广发汽车行业研究小组

- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 陈飞彤：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张力月：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 罗英：高级研究员，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023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。