



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年05月12日

基础数据

5月9日收盘价（美元）	198.53
总市值（万亿美元）	2.97
总股本（亿股）	149.36

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外 TMT】苹果（AAPL.O）
FY24Q4 业绩点评报告：端侧 AI 有望驱动
销量与服务变现-2024.11.05

【兴证海外 TMT】苹果（AAPL.O）
FY24Q3 业绩点评报告：FY24Q3 业绩超
预期，AI 有望推动换机周期-2024.08.19

分析师：洪嘉骏

S0190519080002
BPL829
hongjjajun@xyzq.com.cn

研究助理：许峰泷

xufenglong@xyzq.com.cn

苹果(AAPL.O)

关税影响短期好于预期，持续观察反垄断与关税变化

投资要点：

- **公司预计下季度受关税影响损失 9 亿美元，短期风险可控。** FY25Q2 收入 953.59 亿美元（YoY+5%，QoQ-23%），Factset 一致预期为 945 亿美元，其中，硬件收入 687.14 亿美元（YoY+3%，QoQ-30%），毛利率为 35.9%（YoY-0.6pct，QoQ-3.4pcts）；服务收入 266.45 亿美元（YoY+12%，QoQ+1%），毛利率为 75.7%（YoY+1.1pcts，QoQ+0.7pct）。净利润 247.8 亿美元（YoY+5%，QoQ-32%），Factset 一致预期为 244 亿美元，公司预期 FY25Q3 收入同比增长 low 至 mid single，并预计 FY25Q3 将因关税增加 9 亿美元成本，短期内风险可控。
- **个性化 Siri 上市时间延后，简体中文 Apple intelligence 将于 iOS 18.6 发布。** FY25Q2 公司手机收入 468.41 亿美元（YoY+2%，QoQ-32%），根据 IDC 报告，公司季度全球出货量 5790 万部（YoY+10%），中国出货量 980 万部（YoY-9.0%），虽然公司在中国市场表现疲软，但公司 2 月底发布的 iPhone 16e 一定程度上抵消了中国市场逆风。AI 方面，简体中文 Apple intelligence 将于 iOS 18.6 发布，我们认为国行版 AI 将有助于稳定公司在中国市场的份额，此外，公司管理层表示个性化 Siri 仍需更多时间完成，我们认为个性化 Siri 的实际落地、折叠屏 iPhone 将是后续 iPhone 重要更新周期的有力驱动因素。
- **FY25Q3 关税风险可控，但政策环境仍有不确定性。** 公司管理层表示 FY25Q3 关税风险与 2 月份芬太尼关税相关，加征幅度约为 20%，4 月份关税政策（其中对中国加征幅度 145%）与 apple care、部分配件相关，整机产品预估不受影响。虽然关税豁免政策降低了公司的短期损失，但政策环境仍具有不确定性：一方面，美国 232 条款国家安全关税或将适用于半导体与电子产品，而目前已被征收 232 关税的钢铁、铝、汽车及汽车零部件加征关税税率为 25%。另一方面，英国并未在 2025/5/8 与美国的有限贸易协定中取消数字服务税（DST），美国对谷歌发起的反垄断调查也可能将导致苹果失去来自谷歌每年 200 亿美元的默认搜索引擎权利金。关税及反垄断政策的变化仍需要持续观察。
- **投资建议：**虽然 FY25Q3 关税风险可控，且政府间的协商正在陆续推进，但我们认为不确定性将对公司业务短期表现产生一定不利影响，长期我们仍看好公司 AI 终端生态的潜力以及折叠屏 iPhone 等新产品形态的市场潜力，预计 2025-2027 年营收分别为 4,057/4,337/4,632 亿美元，Non-GAAP 净利润分别为 1,088/1,129/1,213 亿美元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**AI 手机落地不及预期风险；关税冲突升级风险；原材料成本上行风险

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万美元）	391,035	405,650	433,650	463,239
同比增长	2.0%	3.7%	6.9%	6.8%
调整净利润（百万美元）	103,982	108,765	112,877	121,330
同比增长	7.2%	4.6%	3.8%	7.5%
毛利率	46.2%	46.6%	45.6%	45.9%
调整 EPS（美元）	6.75	7.25	7.78	8.66
市盈率	29.4	27.4	25.5	22.9

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万美元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	152,987	154,476	160,015	168,367
现金及其等价物	29,943	28,684	28,957	31,746
存货	7,286	7,558	8,080	8,631
应收账款	33,410	34,659	37,051	39,579
短期投资	35,228	35,228	35,228	35,228
其他	47,120	48,347	50,698	53,183
非流动资产	211,993	210,802	209,491	208,050
固定资产	45,680	44,489	43,178	41,737
长期投资	91,479	91,479	91,479	91,479
其他	74,834	74,834	74,834	74,834
资产总计	364,980	365,278	369,506	376,417
流动负债	176,392	176,857	182,793	189,051
短期借款	10,912	10,912	10,912	10,912
应付账款	68,960	71,537	76,475	81,693
其他	96,520	94,408	95,406	96,445
非流动负债	131,638	131,638	131,638	131,638
长期借款	85,750	85,750	85,750	85,750
其他	45,888	45,888	45,888	45,888
负债合计	308,030	308,495	314,431	320,689
普通股	83,276	93,416	104,265	115,857
留存收益	-19,154	-29,461	-42,018	-52,957
股东权益合计	56,950	56,783	55,074	55,728
负债及权益合计	364,980	365,278	369,506	376,417

现金流量表

单位：百万美元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
除税前利润	123,216	129,032	134,138	144,583
折旧和摊销	11,445	13,104	14,414	15,856
经营活动现金流量	118,254	130,608	136,902	147,553
投资活动现金流量	2,935	-11,913	-13,104	-14,414
融资活动现金流量	-121,983	-119,954	-123,524	-130,351
现金净变动	-794	-1,259	274	2,788

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万美元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	391,035	405,650	433,650	463,239
营业成本	-210,352	-216,581	-235,718	-250,561
毛利	180,683	189,068	197,932	212,677
销售及管理费用	-26,097	-27,095	-28,904	-30,855
研发费用	-31,370	-32,942	-34,891	-37,240
除税前利润	123,216	129,032	134,138	144,583
所得税	-29,749	-19,596	-21,063	-23,047
调整净利润	103,982	108,765	112,877	121,330
调整 EPS (美元)	6.75	7.25	7.78	8.66

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	2.0%	3.7%	6.9%	6.8%
调整净利润增长率	7.2%	4.6%	3.8%	7.5%
盈利能力				
毛利率	46.2%	46.6%	45.6%	45.9%
归母净利率	26.6%	26.8%	26.0%	26.2%
ROE	182.6%	191.5%	205.0%	217.7%
偿债能力				
资产负债率	84.4%	84.5%	85.1%	85.2%
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力				
资产周转率	1.07	1.11	1.17	1.23
每股资料 (美元)				
调整每股收益	6.75	7.25	7.78	8.66
每股经营现金	7.67	8.71	9.44	10.53
估值比率 (倍)				
PE	29.4	27.4	25.5	22.9
PB	53.7	52.5	52.3	49.9

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与福建漳龙集团有限公司、焦作市国有资本运营（控股）集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、山东黄金集团有限公司、双城(重庆)信用增进股份有限公司、成都天府大港集团有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、成都兴锦建设投资集团有限责任公司、贵溪经开控股发展集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、信华达投资发展有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、凉山州发展(控股)集团有限责任公司、滕州信华投资集团有限公司、三水国际发展有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、金峰有限公司、越秀房产信托基金、越秀房托资产管理有限公司、福建省晋尚控股集团有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、唐山国际投资(香港)有限公司、淮安开发控股有限公司、佛山市高明建设投资有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、都江堰市城乡建设集团有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省中豫融资担保有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、济源济康科技有限公司、兰溪市国有资本运营有限公司、兰溪市交通建设投资有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、福建石狮国有资本运营集团有限责任公司、福建红树林投资集团有限公司、漳州市龙海区国有资产投资经营有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、滨江国投有限公司、泰州港城投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、滕州信华投资集团有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛（维尔京）国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、岷州市城市建设投资发展集团有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团（开曼群岛）有限公司、山东能源集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资有限责任公司、稠州国际投资有限公司、江门高新技术工业园有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、天长市农业发展有限公司、徽商银行股份有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、浙江德盛（BVI）有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、唐山国控集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、中原资产管理集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、福清市国有资产运营投资集团有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州圆山发展有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、平度市城市开发集团有限公司、XD民生银行、新沂市交通文旅集团有限公司、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、江苏银行、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、济南章丘控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、南京银行、淄博市城市资产运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、中原豫资投资控股集团有限公司、九江银行、南昌金开集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、保定市国控集团有限责任公司、海翼（香港）有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、山东高速集团、青岛军民融合发展集团有限公司、泰兴市港口集团有限公司、Fujian Zhanglong Group Co., Ltd.、Jiaozuo State-owned Capital Operation (Holding) Group Co., Ltd.、LinyiCityDevelopment International Co., Limited、LINYI CITY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD、Shandong Gold Group Co., Ltd.、Chengdu-Chongqing Bond Insurance Co., Ltd.、SDG Finance Limited、Chengdu Tianfu Dagang Group Co., Ltd.、Chengdu Economic Development Industrial Investment Group Co., Ltd.、China Great Wall International Holdings VI Limited、China Great Wall AMC (International) Holdings Company Limited、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Chongqing San Xia Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chengdu Xingjin Construction Investment Group Co., Ltd.、Guixi Jingkai Holding Development Group Co., Ltd.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu

xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Zhangzhou Transportation Development Group Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Liangshan Development (Holdings) Group Co., Ltd.、TENGZHOU XINHUA INVESTMENT GROUP CO., LTD.、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Huzhou Wuxing State-Owned Capital Investment Development Co., Ltd.、Moon King Limited、YUEXIU REIT、Yuexiu REIT Asset Management Limited、FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP CO., LTD. (FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP)、Tangshan Holding Development Group Co., LTD.、Tangshan International Investment (Hong Kong) Co., Ltd.、Huai'an Development Holdings Co Ltd.、XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、FOSHAN GAOMING CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Baoding National Hi-tech Industry Development Zone Development Co Ltd.、Dujiangyan Urban and Rural Construction Group Co., Ltd.、Henan Airport Investment Group Co., Ltd.、Henan Zhongyu Financing Guarantee Co., LTD.、QUANZHOU NANYI INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiyuan city Jikang technology Co., LTD.、Lanxi State-owned Capital Operation Co., Ltd.、LANXI TRANSPORTATION CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Qingdao Jimo District Urban Development Investment Co., Ltd.、ZHUZHOU CITY CONSTRUCTION DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、FUJIAN SHISHI STATE-OWNED CAPITAL OPERATION GROUP CO., LTD.、FUJIAN MANGROVE INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ZHANGZHOU LONGHAI STATE-OWNED ASSETS INVESTMENT AND OPERATION CO., LTD.、ZHEJIANG CHANGXING FINANCIAL HOLDINGS GROUP CO., LTD.、BINJIANG GUOTOU LIMITED、TAIZHOU GANGCHENG INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Yangzhou Economic Development Zone Co., Ltd.、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、QINGDAO JIAOZHOU URBAN DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、CHONGQING HECHUAN CITY CONSTRUCTION INVESTMENT (GROUP) CO., LTD.、BANK OF BEIJING、XIANGTAN ZHENXIANG STATE-OWNED ASSETS MANAGEMENT INVESTMENT CO., LTD.、HUBEI UNITED DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Shengzhou Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LISHUI ECONOMIC AND TECHNOLOGICAL DEVELOPMENT ZONE INDUSTRIAL DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) FINANCIAL LEASING CO., LTD.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangmen High-tech Industrial Park Co., Ltd.、Anhui Conch Material Technology Co., Ltd.、ANHUI CONCH CEMENT COMPANY LIMITED、BrainAurora Medical Technology Limited、SICHUAN JINYU FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、TIANCHANG AGRICULTURAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Huishang Bank Corporation Limited、Hubei Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Fuzhou Digital Economy Investment Group Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Sanxia Financing Guarantee Group Corporation、Chongqing Fengdu Cultural And Tourism Group Co., Ltd.、Zhejiang DES (BVI) Co., Ltd.、Hangzhou Fuyang Transportation Development Investment Group Co., Ltd.、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO LTD (BVI)、Jiangsu Jiangyan Economic Development Group Co., LTD.、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd.、ANHUI XIHU INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Huabei City Construction Investment Holding Group Company Limited、Quzhou Qutong Transportation Investment Development Co., Ltd.、Chengdu Wuhou Industrial Development Investment Management Group Co., Ltd.、Wenzhou Lucheng District State-owned Holding Group Co., Ltd.、Shandong Mingshui Guokai Development Group Co., Ltd.、MIXIN INTERNATIONAL TRADING CO., LIMITED、ZHONGYUAN DAYU INTERNATIONAL (BVI) CO., LTD.、ZHONGYUAN ASSET MANAGEMENT CO., LTD.、Yichang High-tech Investment Development Co., Ltd.、Chengdu Transportation Investment Group Co., Ltd.、Binzhou Bincheng Economic Development Investment Company Limited、Fuqing State-owned Assets Operation Investment Group Co., Ltd.、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co.Ltd.、HUI SHANG BANK、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、YANTAI GUOFENG INVESTMENT HOLDINGS GROUP CO., LTD.、JINAN HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、Luoyang Guosheng Investment Holding Group Co., Ltd.、CHINA MINSHENG BANKING、CHANGDE CAIXIN FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、HUNAN RUIXIN INDUSTRIAL OPERATION MANAGEMENT CO., LTD.、Ganzhou Urban Investment Holding Group Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、Fujian Jinjiang Construction Investment Holding Group Co., Ltd.、Miluo River Holding Group Limited、China Cinda 2020 I Management Ltd.、BANK OF NANJING、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd.、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、Zhongyuan Yuzi Investment Holding Group Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、JINAN SHIZHONG FINANCE INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ZHENGJIN FINANCIAL INTERNATIONAL (BVI) CO., LIMITED、Shanghai Investment Co., Limited.、Coastal Emerald Limited、Shandong Hi-Speed Group Co., Ltd.、QINGDAO MILITARY-CIVILIAN INTEGRATION DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的

其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk
