

九丰能源 (605090.SH)

Q2 扣非业绩同比+5.1%，三维产业布局均有催化

核心观点：

- **Q2 扣非归母净利润同比增长 5.1%，中期分红 2.66 亿元。**2025 年上半年实现营业收入 104.28 亿元（同比-7.4%），归母净利润 8.61 亿元（同比-22.2%），主要系去年 Q2 高位出售 LNG 船收益 3.36 亿元，25H1 扣非归母净利润 8.11 亿元（同比+2.9%），Q1、Q2 分别同比+1.4%、+5.1%。截至 25H1 公司资产负债率 35.5%（去年末为 36.6%），货币资金 46 亿元占总资产近 30%，上半年扣非 ROE 为 8.5%（24H1 为 9.6%），主要系船、码头等优质资产高周转。中期分红 2.66 亿元（承诺今年现金分红不低于 8.5、10 亿元），对应当前股息率约 4.3%。
- **LNG、LPG 量稳价增，能服业务盈利提升。**25H1 公司毛利润 11.24 亿元（同比+0.4 亿元/+3.7%）。分业务来看，**天然气及作业业务**毛利润 6.80 亿元（同比+0.35 亿元），预计 LNG 现货部分受海外气价上涨影响，销售量同比减少，但高利润的海外长协和国内自产气结构占比提升，或导致 LNG 吨毛差有所改善。**LPG+能源物流**毛利润 4.06 亿元（同比+0.27 亿元），销量有所增长，船租约履行良好。特气及其他化工业务毛利润 0.38 亿元（同比-0.22 亿元），或系检修等影响。
- **产业布局落地，LNG、LPG、航天特气三维催化均有进展：（1）LNG 低价气源扩张：**海气新长约推进中，同时加快自产气建设及获取，落地权益气等新气源，LNG 资源池降本增量，看好下游燃气电厂和交通燃料市场需求提升；**（2）LPG 码头收购落地：**5 月完成广州华凯 LPG 码头收购，广州东莞双码头下 LPG 份额提升，助力气量与毛差双增；**（3）特气及火箭发射提速：**四川泸州 100 万方/年精氦项目完工，海南文昌商业火箭基地今年下半年发射提速，航天特气打造估值弹性。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年净利润分别为 15.8、18.1、21.6 亿元，对应 PE 估值 12.2、10.7 和 8.9 倍。成长兼具分红，给予 2025 年 15 倍 PE，对应合理价值 35.67 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**采购价格波动风险；采购模式调整风险；汇率波动风险。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,566	22,047	23,031	23,801	26,919
增长率 (%)	10.9%	-17.0%	4.5%	3.3%	13.1%
EBITDA	1,957	1,961	2,250	2,550	2,981
归母净利润	1,306	1,684	1,584	1,815	2,163
增长率 (%)	19.8%	28.9%	-5.9%	14.6%	19.2%
EPS (元/股)	2.09	2.61	2.38	2.73	3.25
市盈率 (P/E)	13.4	10.9	12.2	10.7	8.9
ROE (%)	16.8%	18.2%	15.4%	16.3%	17.9%
EV/EBITDA	8.1	8.2	7.6	6.8	5.8

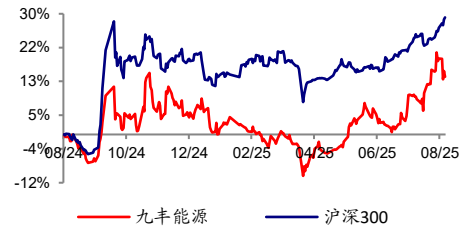
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	29.06 元
合理价值	35.67 元
前次评级	买入
报告日期	2025-08-21

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

姜涛



SAC 执证号: S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意，姜涛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：

- 九丰能源 (605090.SH) :优 2025-08-05
质资产高标 ROE，产业布局
成长高股息
- 九丰能源 (605090.SH) :清 2024-10-25
洁能源毛差修复，能服+特气
如期成长

联系人：

刘恒君 021-38003779

liuhengjun@gf.com.cn

目录索引

一、25H1 扣非业绩同比+2.9%，半年度分红兑现	4
二、LPG 码头收购落地，三维催化均有进展.....	6
三、盈利预测和投资建议.....	8
四、风险提示	9

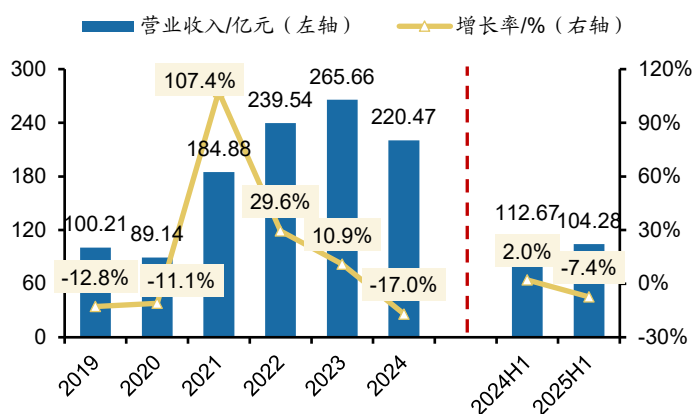
图表索引

图 1: 2025H1 公司营业收入同比-7.4%	4
图 2: 2025H1 公司归母净利润同比-22.2%.....	4
图 3: 2025H1 公司扣非归母净利润同比+2.9%.....	4
图 4: 公司营业收入构成.....	5
图 5: 公司毛利润构成	5
图 6: 截至 2025H1 公司资产负债率为 35.5%.....	5
图 7: 2025H1 经营活动现金流净流入 7.26 亿元	5
图 8: 25 年固定分红 8.5 亿元, 上半年分红 2.66 亿元	6
图 9: 2021-2024 年公司股息率逐步提升至 4.31%.....	6
图 10: 公司已形成清洁能源、能源服务、特种气体三大核心主业.....	6
图 11: 九丰能源 LNG 业务上游资源和下游客户匹配.....	7
表 1: 公司多艘 IPO 募投 LPG 运输船投建完成	7
表 2: 公司已建成或在建的特气资源项目 (截至 2025H1)	8
表 3: 同行业公司盈利预测及估值表 (最新收盘价日期: 2025/8/21)	9

一、25H1 扣非业绩同比+2.9%，半年度分红兑现

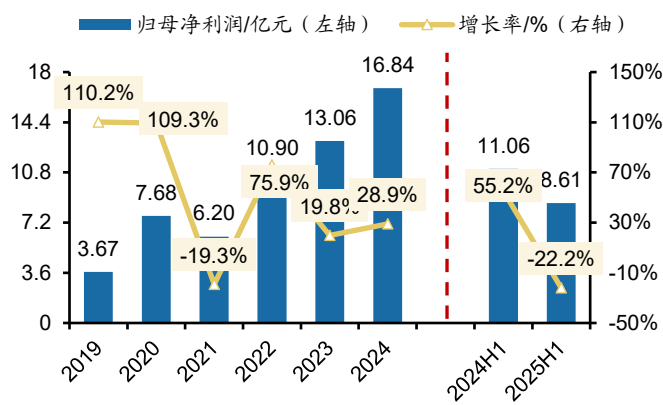
2025H1扣非归母净利润同比+2.9%，其中Q2同比+5.1%。公司发布2025年半年报，上半年实现营业收入104.28亿元(同比-7.4%)，归母净利润8.61亿元(同比-22.2%)。营收方面，上半年海气价格偏高现货采购减少，天然气及作业收入同比减少11.84亿元，导致总营收减少；归母净利润增速下滑，主要系24Q2高位出售LNG运输船收益3.36亿元形成高基数，25H1扣非归母净利润8.11亿元(同比+2.9%)，Q1、Q2分别同比+1.4%、+5.1%。

图 1：2025H1公司营业收入同比-7.4%



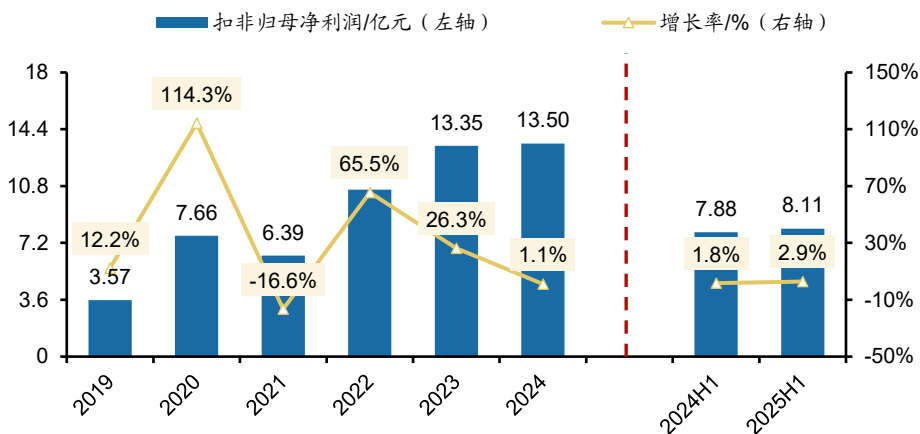
数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

图 2：2025H1公司归母净利润同比-22.2%



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

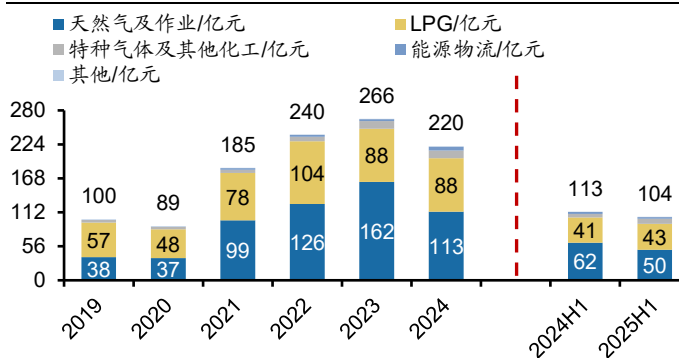
图 3：2025H1公司扣非归母净利润同比+2.9%



数据来源：定期报告，Wind，广发证券发展研究中心

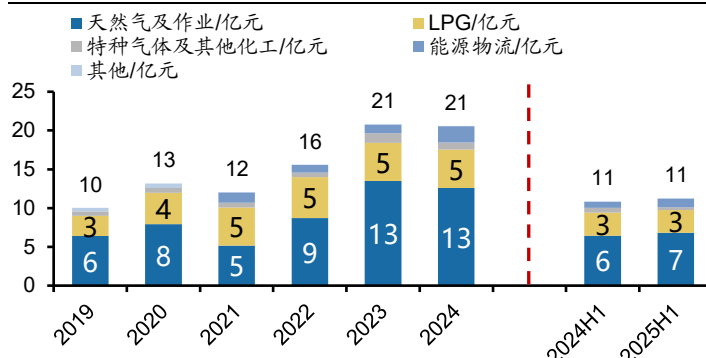
LNG、LPG量稳价增，能服业务盈利提升。2025H1公司毛利润11.24亿元(同比+0.4亿元/+3.7%)，分业务来看，**天然气及作业业务**毛利润6.80亿元(同比+0.35亿元)，预计LNG现货部分受海外气价上涨影响，销售量同比减少，但高利润的海外长协和国内自产气结构占比提升，或导致LNG吨毛差有所改善。**LPG业务**毛利润2.94亿元，同比基本持平，LPG销量稳定顺价能力提升。能源物流业务毛利润1.12亿元(同比+0.31亿元)，3艘大型LPG船舶运营情况良好。特气及其他化工业务毛利润0.38亿元(同比-0.22亿元)，或系检修等影响上半年特气收入利润同比下滑。

图 4: 公司营业收入构成



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

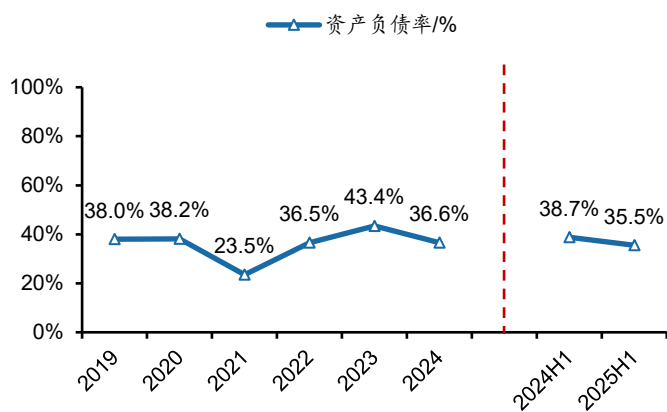
图 5: 公司毛利润构成



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

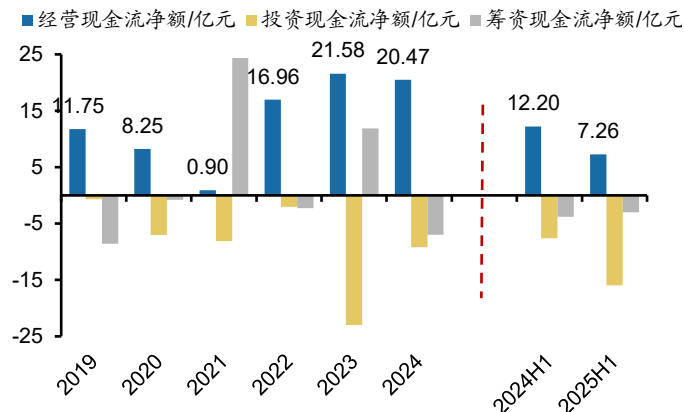
截至2025H1资产负债率进一步降至35.5%，上半年经营活动现金流净流入7.26亿元。截至2025H1公司资产规模上升至159.19亿元，其中货币资金占比29%(46.09亿元)，货币资金充裕、业务持续扩张可期。近年来公司资产负债率始终处于低位，报告期内购入华凯石油燃气，商誉及无形资产有所增加，以及账期原因应收账款增加，使得上半年资产负债率进一步降至35.5%，负债端变化不大。2025H1经营活动现金流净额7.26亿元(同比-40.5%)，主要系去年同期存在销售结算跨期，以及今年上半年有大额应收账款，7月已收回相关款项。

图 6: 截至2025H1公司资产负债率为35.5%



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

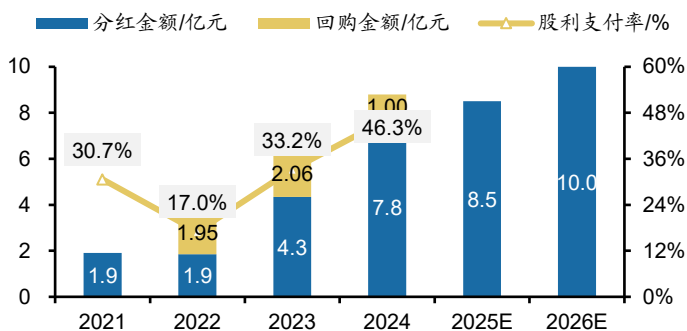
图 7: 2025H1经营活动现金流净流入7.26亿元



数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

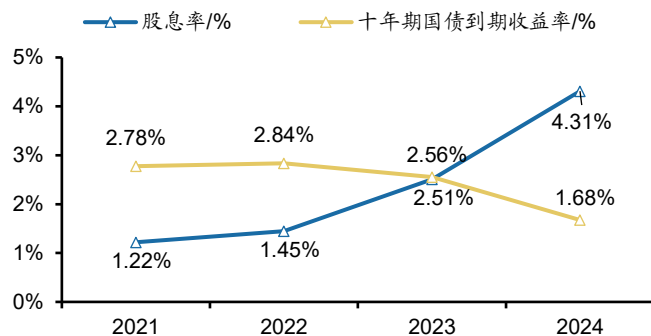
2025H1公司累计现金分红约2.66亿元，占当年固定分红金额的31.29%。2024年6月，公司发布《未来三年（2024-2026年）现金分红规划》的公告，现金分红的方式包括固定现金分红和特别现金分红。24-26年，公司全年固定分红金额分别为7.5、8.5、10.0亿元。以2023年归母净利润为基准，24-26年的归母净利润较上年同比增长超18%时，公司实施不低于0.2亿元的特别分红。未来三年，公司各年度固定分红发放频次为2次，半年度分红占该年度固定分红比例的30%-40%，年度分红占该年度固定分红比例的60%-70%。根据上述规划，公司上半年累计现金分红约2.66亿元，同比增加6.8%，占2025年固定分红金额的31.29%。21-24年公司股息率逐步提升至4.31%，若不考虑特别分红，按2025年固定分红8.5亿元计算，当前股息率约4.3%(8月20日)。

图 8：25年固定分红8.5亿元，上半年分红2.66亿元



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 9：2021-2024年公司股息率逐步提升至4.31%



数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心

备注：股息率为年末收盘价对应股息率

二、LPG 码头收购落地，三维催化均有进展

公司三大业务结构清晰，致力于成为清洁能源综合服务商。公司将主营业务分类为清洁能源业务、能源服务业务、特种气体业务三大板块，将天然气、石油气、其他化工产品业务合并为清洁能源业务；将能源服务业务拆分为能源作业和能源物流业务；特种气体业务包含氨气、氢气及其他。清洁能源业务聚焦LNG、LPG销售，作为核心业务实现稳健增长，24年毛利润占比高达73%（LNG占比48%、LPG占比24%）；能源服务聚焦辅助排采和回收，推动能源物流业务，为公司贡献稳定营收利润，24年毛利润占比为24%；特种气体方面，公司24年特种气体总销量达9290万方，初步搭建航天特气供应与服务链，氢气现场制气项目运行良好，24年毛利润占比3%。

图 10：公司已形成清洁能源、能源服务、特种气体三大核心主业

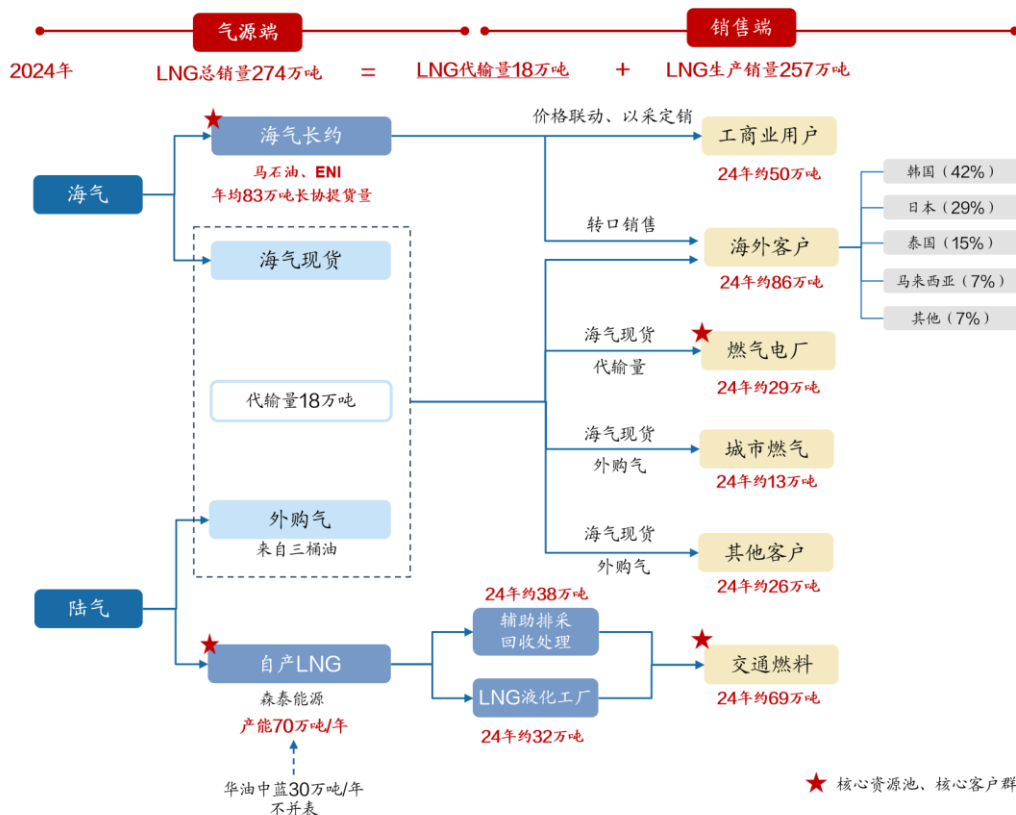


数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

公司 LNG 业务上游资源和下游客户匹配，做到以产定销或以销定产，实现资源利用率最大化。根据公司年报，2024 年 LNG 清洁能源和能源服务销售量合计 274 万吨，境内销量 188 万吨，境外销量 86 万吨。在核心资源方面，海气长约主要匹配国内直接终端用户，主要包括工业（园区）、大客户等，24 年约 50 万吨；自产 LNG

主要匹配交通燃料用户，面向 LNG 重卡用气需求，为交通燃料用户提供资源保障，24 年约 69 万吨。在调节资源方面，海气现货匹配国内燃气电厂及国际、国内分销客户；外购气为国内终端用户做基础保障与资源调节，余量匹配国内分销客户。

图 11: 九丰能源LNG业务上游资源和下游客户匹配



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

LPG业务方面，“新紫荆花号”LPG运输船建设完成，并新购置2艘LPG次新船舶扩充LPG运力，根据2024年报，此外还有3艘LPG压力船正在建设中。2024年公司LPG船舶对外提供运力服务总航次48次。2025年上半年3艘大型LPG船舶对外运力服务运营情况良好，LPG+能源物流业务实现毛利润4.06亿元（24H1为3.78亿元）。此外，上半年公司通过收购方式获得位于广州市南沙区的华凯石油燃气100%股权，并于5月完成资产交割，交易对价约266亿元。未来将建立东莞九丰库与广州华凯库的双库联动模式，LPG周转能力扩张，助力气量与毛差双增。

表 1: 公司多艘IPO募投LPG运输船投建完成

项目名称	投资预算 (亿元)	项目进度	2024 年投入金额 (亿元)	累计投入金额 (亿元)	资金来源
购建 1 艘 LPG 运输船 (新紫荆花号)	5.81	100%	4.02	5.67	自有资金与募集资金
购置 1 艘 LPG 船舶 (木棉花号)	6.12	100%	6.12	6.12	自有资金
购置 1 艘 LPG 船舶 (新水晶号)	6.75	100%	6.75	6.75	自有资金

数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

公司特种气体业务主要涉及氦气、氢气，锚定航空航天特气发展方向。特种气体业务前端链接国产氦气资源、清洁能源氢气产业链、航空航天特气生产，业务后端匹配华中等区域零售气站、商业航天配套项目等，形成高效的“资源+终端”业务链条。

2023年切入航空航天特气市场，签约海南航天发射场特燃特气项目（我国首个商业航天发射场），项目一期拟投资4.93亿元，为火箭发射提供液氢、液氧、液氮、氮气、高纯度液态甲烷等产品，二期投资3亿元，扩能计划拟包括液氮、液氧、绿氢、氦气、氩气、氙气、轻烃、航天煤油等相关特燃特气生产及储运装置。

当前国家加快推进海南文昌国际航天城建设，2025年3月12日，“长征八号”遥六运载火箭在海南商业航天发射场一号发射工位，我国火箭制造产业链发育完善，打开航空航天特种气体燃料领域空间。2025年8月4日18时21分，长征十二号运载火箭于海南商业航天发射场二号工位顺利发射，成功将卫星互联网低轨07组卫星送入预定轨道。这是继7月30日海南商业航天发射场一号工位发射长征八号甲运载火箭以来的又一次发射。海南商业航天发射场首次挑战高密度发射，为接下来常态化、高密度发射奠定了重要基础。

表 2: 公司已建成或在建的特气资源项目（截至2025H1）

产品	已/在建产能	资源解决方案/工艺技术
氮气	150 万方/年	资源保障:天然气伴生自产氮气+进口液氮
液氢	666 吨/年	资源保障:公司 LNG 双资源池, 甲醇采购、运输、保供综合优势; 工艺技术:甲醇制氢+带液氮预冷的透平膨胀机布雷顿制冷循环工艺
氢气	2 万方/小时	工艺技术:天然气重整制氢、氯碱尾气提纯制氢
液氧	4.8 万吨/年	工艺技术:空气增压循环+高低温双膨胀+双塔精馏工艺
液氮	4.8 万吨/年	
高纯液态甲烷	20000 吨/年	资源保障:国际资源池+自产 LNG; 工艺技术:液态甲烷纯化工艺
其中: 海南文昌火箭基地		
液氢	666 吨/年	截至3月, 相关设备已完成安装、调试, 并顺利出液
液氧	4.8 万吨/年	
液氮	4.8 万吨/年	
氮气	38.4 万立方米/年	截至3月, 相关设备已完成安装、调试, 具备存储与供应条件
高纯液态甲烷	20,000 吨/年	高纯液态甲烷装置, 正加快建设

数据来源: 定期报告, Wind, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

盈利预测及投资建议: 考虑到2025年优化船舶带来的非经常性收益, 预计公司2025-2027年收入分别为230.31、238.01、269.19亿元, 同比+4.5%、+3.3%、+13.1%; 预计2025-2027年实现归母净利润15.84、18.15和21.63亿元, 同比-5.9%、+14.6%、+19.2%。考虑到商业模式、业务属性相似性等因素, 对应三大业务我们选取佛燃能源、新奥股份、昆仑能源(清洁能源)、海油发展(能源服务)、金宏气体(特种气体)为可比公司, 目前三大业务可比公司2025年PE估值分别为15.16、11.23、45.72倍。清洁能源业务方面, 公司打造海气+陆气LNG的多元化气源组合, 大力开拓终端直销客户, 此外向前拓展能源服务业务, 向后前瞻布局氢能+氮气等特种气体。参考可比公司估值, 给予公司2025年15倍PE, 对应合理价值为35.67元/股, 给予“买入”

评级。

表 3: 同业公司盈利预测及估值表 (最新收盘价日期: 2025/8/21)

对应主业	代码	简称	市值/亿元	收盘价 元/股	归母净利润/亿元				PE/倍			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
清洁能源	002911.SZ	佛燃能源	151.29	11.66	8.53	9.46	10.27	11.15	19.23	16.00	14.74	13.57
清洁能源	600803.SH	新奥股份	580.08	18.73	44.93	52.61	59.24	66.84	14.94	11.03	9.79	8.68
清洁能源	00135.HK	昆仑能源	635.56	7.34	59.60	63.93	68.05	72.27	11.30	9.94	9.34	8.79
平均									15.16	12.32	11.29	10.35
能源服务	600968.SH	海油发展	410.67	4.04	36.56	41.64	47.24	53.05	11.23	9.86	8.69	7.74
平均									11.23	9.86	8.69	7.74
特种气体	688106.SH	金宏气体	92.01	19.09	2.01	2.86	3.74	4.48	45.72	32.15	24.62	20.52
平均									45.72	32.15	24.62	20.52
	605090.SH	九丰能源	193.51	29.06	16.84	15.84	18.15	21.63	11.49	12.22	10.66	8.95

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 备注: 同业公司来自 Wind 一致预期

四、风险提示

采购价格波动风险。公司主营产品为LPG、LNG，采购主要来源于国际市场，采购定价主要挂钩国际市场指数。2020年前公司的LNG国际长约采购定价主要挂钩国际原油价格指数Brent及JCC，2020年公司签订的新协议中引入了JKM指数，若JKM价格指数大幅增长并明显高于国际原油价格指数，公司的上游国际LNG采购价格将高于按原LNG长约采购公式采购的情况，公司将面临盈利水平低于按原LNG长约采购公式采购的风险。

采购模式调整风险。“照付不议”是天然气长约采购的国际惯例和规则：若因公司原因导致公司的实际提货量未达到“照付不议”合同约定量，且公司与上游供应商无法进行协商调整或公司无法协助卖方寻找合适第三方进行转售，则公司可能会面临就未完成合同约定采购量的部分对给卖方造成的损失进行赔偿的风险。若上游供应商无法按约定供货，则可能会对公司LNG供应的稳定性带来一定风险。

汇率波动风险。目前公司的上游采购主要来源于国际市场，采购结算货币主要为美元。若人民币兑美元汇率剧烈波动，公司结算的采购成本也将随之波动。此外，公司主要通过信用证等进口融资方式向国际供应商采购LPG及LNG等产品，融资期限一般为3个月到6个月不等，在还款前若人民币贬值将导致公司形成一定金额的汇兑损失。尽管公司在国际采购环节为锁定汇率会执行部分远期购汇操作，但仍然难以完全消除各类政治、市场变化引致的美元汇率波动对采购成本和汇兑损益的影响，尤其在国际政治经济局势不稳定的情况下，若美元形成较长时间内的单边持续、快速升值趋势，公司将面临采购成本和汇兑损失增加或国际采购无法正常开展的风险。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	8,032	7,760	8,063	8,334	8,728
货币资金	5,463	5,862	6,069	6,231	6,338
应收及预付	867	715	749	771	869
存货	975	930	862	880	989
其他	727	252	384	452	531
非流动资产总额	6,378	7,395	8,781	9,747	10,688
长期股权投资	621	668	1,668	2,668	3,668
固定资产	2,699	4,134	4,097	4,035	3,947
在建工程	1,575	519	497	475	453
使用权资产	95	86	83	80	77
无形资产	298	360	406	452	498
其他	1,089	1,627	2,030	2,038	2,045
资产总额	14,409	15,154	16,844	18,081	19,416
流动负债总额	3,054	2,919	3,246	3,241	3,394
短期借款	939	1,156	1,056	1,006	956
应付及预收	1,058	1,017	1,046	1,071	1,205
其他	1,056	745	1,144	1,164	1,233
非流动负债总额	3,201	2,621	2,929	3,327	3,525
长期借款	793	638	1,138	1,638	1,938
应付债券	2,024	1,762	1,562	1,462	1,362
其他	384	221	229	227	225
负债总额	6,255	5,540	6,175	6,568	6,919
股本	629	645	666	666	666
其他	7,146	8,612	9,638	10,473	11,446
归母权益合计	7,775	9,257	10,304	11,139	12,112
少数股东权益	379	357	365	374	385
负债和股东权益	14,409	15,154	16,844	18,081	19,416

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	26,566	22,047	23,031	23,801	26,919
营业成本	24,489	19,990	20,678	21,132	23,744
营业税金及附加	30	33	35	36	40
销售费用	204	229	276	309	377
管理费用	298	315	288	298	336
研发费用	4	10	9	10	11
财务费用	-17	-11	38	51	62
资产信用减值损失	-100	-69	-67	-67	-67
公允价值变动收益	-18	-1	-2	-2	-2
投资收益	-23	46	35	36	40
营业利润	1,488	1,886	1,776	2,040	2,441
营业外收支	-1	0	2	2	2
利润总额	1,487	1,886	1,778	2,042	2,443
所得税费用	172	199	187	219	269
合并净利润	1,315	1,688	1,592	1,824	2,174
少数股东损益	9	4	8	9	11
归母净利润	1,306	1,684	1,584	1,815	2,163
EPS (元/股)	2.09	2.61	2.38	2.73	3.25

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	2,158	2,047	2,234	2,434	2,798
合并净利润	1,315	1,688	1,592	1,824	2,174
折旧摊销	345	402	412	438	463
营运资金变动	199	169	47	-22	-42
其他	0	0	-7	-7	-7
投资活动现金流净额	-2,298	-917	-1,808	-1,472	-1,466
资本性开支	-1,181	-1,378	-455	-455	-455
投资	-767	483	-1,110	-1,060	-1,060
其他	-350	-22	-243	43	49
融资活动现金流净额	1,186	-695	-113	-800	-1,224
股本融资	10	33	369	0	0
债权融资	1,853	70	559	353	153
股利分配与偿付利息	-405	-588	-997	-1,153	-1,377
其他	-273	-211	-43	0	0
现金净增加额	1,025	468	313	162	108
期初现金余额	4,263	5,288	5,756	6,069	6,231
期末现金余额	5,288	5,756	6,069	6,231	6,338

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	10.9%	-17.0%	4.5%	3.3%	13.1%
营业利润增长率	19.6%	26.7%	-5.8%	14.9%	19.6%
归母净利增长率	19.8%	28.9%	-5.9%	14.6%	19.2%
获利能力					
毛利率	7.8%	9.3%	10.2%	11.2%	11.8%
净利率	4.9%	7.7%	6.9%	7.7%	8.1%
ROE	16.8%	18.2%	15.4%	16.3%	17.9%
偿债能力					
资产负债率	43.4%	36.6%	36.7%	36.3%	35.6%
有息负债率	26.1%	23.5%	22.3%	22.7%	21.9%
流动比率	2.6	2.7	2.5	2.6	2.6
利息保障倍数	12.1	11.2	11.7	12.2	13.4
营运能力					
应收账款周转率	77.2	49.2	51.4	51.4	51.4
存货周转率	25.1	21.5	24.0	24.0	24.0
应付账款周转率	28.8	23.8	24.0	24.0	24.0
每股指标					
每股收益	2.09	2.61	2.38	2.73	3.25
每股净资产	12.43	14.36	15.47	16.73	18.19
每股经营现金流	3.45	3.17	3.35	3.66	4.20
估值比率					
PE	13.4	10.9	12.2	10.7	8.9
PB	2.2	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.1	8.2	7.6	6.8	5.8

广发证券环保及公用事业研究小组

- 郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。
- 姜 涛：联席首席分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
- 许 子 怡：资深分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 郝 兆 升：资深分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘 恒 君：高级研究员，同济大学硕士，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，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。