

# 兆易创新 (603986.SH)

25Q2 业绩环比高速增长, Flash/DRAM 等产品线持续突破

## 核心观点:

- **把握下游多领域需求增长机遇, 25Q2 业绩环比高速增长。**公司发布 25 年半年报。25H1, 公司营收 41.5 亿元, YoY+15%, 一方面, 消费类国家补贴政策的实施, 带动消费类终端市场需求稳步释放; 另一方面, 人工智能技术的发展, 持续拉动 PC、服务器、汽车电子等领域需求增长, 公司持续保持以市占率为中心的策略, 较好地把握了市场机遇, 公司产品在存储与计算、手机、汽车、消费等多个领域均实现收入和销量的同比快速增长; 归母净利润 5.75 亿元, YoY+11.31%; 毛利率 37.21%, YoY-0.95pct; 净利率 14.16%, YoY-0.16pct。25Q2, 公司营收 22.41 亿元, YoY+13.09%, QoQ+17.40%; 归母净利润 3.41 亿元, YoY+9.17%, QoQ+45.27%; 毛利率 37.01%, YoY-1.14pct, QoQ-0.43pct; 净利率 15.53%, YoY-0.22pct, QoQ+2.97pct。
- **各产品线持续突破, 未来成长空间广阔。**根据公司 25 年半年报, 25H1, 公司存储芯片营收同比增长约 9.2%。其中, Flash 产品方面, 消费领域需求增长明显, 同时, 手机屏幕、AI PC 及服务器中 NOR Flash 存储容量升级也拉动了 Flash 业务收入的增长; 公司利基型 DRAM 产品量价齐升, 毛利率季度环比改善明显。收入结构上, DDR4 产品占比提升; MCU 产品方面, 公司继续强化深耕优质消费及工业市场的战略, 推动 MCU 产品的营收在报告期实现同比接近 20% 的较快增长。孵化业务方面, 公司定制化存储在 AI 手机、AI PC、汽车、机器人等若干领域的客户拓展进展顺利。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 25-27 年归母净利润 16.05/21.06/26.83 亿元, 参考可比公司估值, 考虑到公司的产品布局优势和市场领先地位, 给予兆易创新 26 年 58 倍 PE 估值, 对应合理价值 183.95 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**需求不及预期, 技术研发不及预期, 客户开拓不及预期。

## 盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,761	7,356	9,401	11,571	13,945
增长率 (%)	-29.1%	27.7%	27.8%	23.1%	20.5%
EBITDA	849	1,300	1,754	2,033	2,483
归母净利润	161	1,103	1,605	2,106	2,683
增长率 (%)	-92.1%	584.2%	45.6%	31.2%	27.4%
EPS (元/股)	0.24	1.66	2.42	3.17	4.04
市盈率 (P/E)	382.4	64.3	65.3	49.8	39.1
ROE (%)	1.1%	6.7%	9.0%	10.7%	12.3%
EV/EBITDA	64.0	48.2	54.4	46.2	37.1

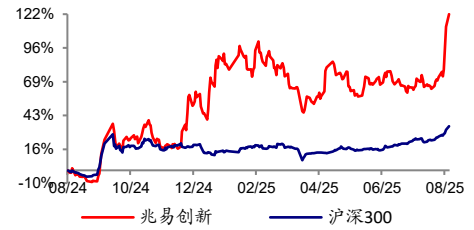
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

## 公司评级

买入

当前价格	157.80 元
合理价值	183.95 元
前次评级	买入
报告日期	2025-08-26

## 相对市场表现



## 分析师:

王亮



SAC 执证号: S0260519060001

SFC CE No. BFS478



021-38003658



gfwangliang@gf.com.cn

## 分析师:

耿正



SAC 执证号: S0260520090002

021-38003660



gengzheng@gf.com.cn

## 分析师:

焦鼎



SAC 执证号: S0260522120003

021-38003658



jiaoding@gf.com.cn

请注意, 耿正, 焦鼎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:

- 兆易创新 (603986.SH): 收 2024-11-06  
购苏州赛芯, 加强模拟领域  
平台化布局
- 兆易创新 (603986.SH): Q3 2024-10-26  
盈利能力显著改善, DRAM  
稳步成长增加全年关联交易  
额度

## 目录索引

一、盈利预测和投资建议.....	3
二、风险提示.....	6

## 一、盈利预测和投资建议

### (1) 存储芯片

公司专用型存储芯片包括 NOR Flash、SLC NAND Flash 和利基型 DRAM 三条产品线，形成了丰富的产品矩阵，满足客户在不同应用中对容量、电压以及封装形式的多元需求，已在消费电子、工业、通讯、汽车电子等领域实现了全品类覆盖。NO R Flash 方面，公司产品覆盖 512Kb 到 2Gb 的容量范围，支持 1.2V、1.8V、3V、1.65~3.6V 以及 1.8V VCC & 1.2V VIO 等多种供电类型，并针对不同市场应用需求分别提供高性能、低功耗、高可靠性、小封装等多个产品系列，可满足客户在不同应用领域多种产品应用中对容量、电压以及封装形式的需求。2025 年上半年，公司推出了专为 1.2V SoC 应用打造的双电压供电 SPI NOR Flash 产品，进一步强化公司在双电压供电闪存解决方案领域的战略布局，为市场提供先进嵌入式存储解决方案，可应用于智能可穿戴设备、医疗健康、物联网、数据中心及边缘人工智能等新兴领域。2025 年，公司为率先实现 45nm 节点 SPI NOR Flash 大规模量产的公司之一，存储密度得到显著改善，持续保持技术和市场的领先。公司利基型 DRAM 产品广泛应用于网络通信、电视、机顶盒、智能家居、工业等领域。2025 年上半年，公司 8Gb 容量 DDR4 产品市场推广顺利进行，营收稳步增长；LPDDR4 产品开始贡献营收。公司控股子公司青稞科技开展的定制化存储业务正有序推进中，业务进展顺利。

随着公司存储芯片产品在新品类和 AI 等新兴应用领域的渗透，公司相关业务有望快速增长，预计公司该业务 25/26/27 年实现营收 67.42/84.17/103.41 亿元，同比增长 29.8%/24.9%/22.9%。伴随公司产品结构的改善，公司有望持续提升盈利能力，预计公司该业务 25/26/27 年毛利率 40.26%/40.22%/40.55%。

### (2) MCU 及模拟产品

MCU 产品线方面，公司已成功量产 64 大系列、超过 700 款 MCU 产品供市场选择。公司在 MCU 产品上持续拓宽技术实力，深耕专业领域：

在 AI 算法及解决方案上，公司直流拉弧检测方案以高性能 GD32H7 系列 MCU 为强大算力硬件基础，并提供了一整套的 AI 算法工具，使得检测准确率大幅提升。公司基于无线 MCU 产品打造的 AI 大语言模型方案，支持 AI 智能语音对话、翻译、故事生成等功能，可广泛应用于智能陪伴 AI 玩具、智能家居等场景。公司通过覆盖 MCU、传感器、存储等全栈产品矩阵，为人形机器人提供从感知、决策到执行的全链条芯片级支持，并凭借深厚的技术积淀和成熟的解决方案，已与多家头部具身智能企业开展合作。

在数字能源领域，公司与业内优秀公司合作，基于高算力 MCU 产品打造智能、高效、高功率密度的数字电源产品，加速在 AI 数据中心、光伏逆变器、储能、充电桩和电动汽车商业化布局。公司推出覆盖功率控制、储能系统、端侧 AI 等应用领域的 MCU 和 AFE 解决方案，助力智慧能源产业向高效化、智能化加速升级，并推出基于高性能 MCU 的单片微型逆变器方案。在家电变频技术领域，公司以专业化定制能力，为冰箱、洗衣机、油烟机等场景提供从底层驱动到上层应用的全链路技术支持。

2025 年，公司正式推出 GD32C231 系列入门型 MCU，进一步扩充产品阵容，为小家电、BMS 电池管理系统、小屏显示设备、手持消费类产品、工业辅助控制、车

载后装等应用提供更具竞争力的解决方案。

公司 GD30 系列模拟芯片已超过 700 款型号，其中通用产品实现广泛覆盖，专用产品满足行业应用。公司模拟芯片与 GD32 MCU 配对，已整合于多个解决方案平台，如储能锂电池保护解决方案和机器人吸尘器解决方案。公司子公司苏州赛芯的模拟芯片已应用于众多知名终端客户的产品和解决方案中。

随着公司 MCU 及模拟产品在各个专业领域竞争力的提升，公司相关业务有望持续增长，预计公司该业务 25/26/27 年实现营收 21.35/25.61/29.51 亿元，同比增长 25.2%/19.9%/15.2%。伴随公司市场地位的持续提升和领先优势的显现，公司有望持续提升盈利能力，预计公司该业务 25/26/27 年毛利率 37.05%/37.58%/38.09%。

**表 1: 公司收入毛利拆分预测**

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>存储芯片</b>				
收入	5194	6742	8417	10341
增长率	27.4%	29.8%	24.9%	22.9%
毛利率(%)	40.27%	40.26%	40.22%	40.55%
<b>MCU 及模拟产品</b>				
收入	1706	2135	2561	2951
增长率	29.6%	25.2%	19.9%	15.2%
毛利率(%)	36.50%	37.05%	37.58%	38.09%
<b>传感器</b>				
收入	448	516	584	645
增长率	27.2%	15.1%	13.2%	10.4%
毛利率(%)	16.46%	16.66%	16.76%	16.88%
<b>技术服务及其他收入</b>				
收入	7	7	8	8
增长率	-48.6%	5.0%	5.1%	5.2%
毛利率(%)	99.09%	99.09%	99.09%	99.09%
<b>其他业务</b>				
收入	0.3	0.4	0.4	0.4
增长率	-1.6%	5.0%	5.2%	5.1%
毛利率(%)	76.67%	76.67%	76.67%	76.67%
<b>合计</b>				
收入	<b>7356</b>	<b>9401</b>	<b>11571</b>	<b>13945</b>
增长率	27.7%	27.8%	23.1%	20.5%
毛利率	38.00%	38.28%	38.50%	38.97%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (3) 传感器

公司指纹识别产品已在多款旗舰、高、中阶智能手机商用前置/后置/侧边电容和光学方案，是市场主流方案商之一。公司触控产品涵盖手机、平板及智能家居等人机交互领域。公司高精度气压传感器为手机、穿戴、IoT 等领域提供解决方案。2025 年，公司推出自互容一体，电容式多点触摸板控制芯片，并与合作伙伴共同推出高性能、高精度的触摸板模组方案，截至目前，已有多家业界头部企业采用了公司触摸板方案并实现量产。在 MEMS 气压传感器领域，公司已拥有清晰且具有前瞻性

的产品组合。公司普通型气压计作为面向手机市场的主力产品，已顺利通过 E911 测试。在防水型气压计产品方面，部分产品型号已成功在国际知名厂商的产品中实现量产。随着公司传感器产品的客户拓展和应用市场导入，公司相关业务有望保持稳健增长，预计公司该业务25/26/27年实现营收5.16/5.84/6.45亿元，同比增长15.1%/13.2%/10.4%。伴随公司产品结构完善，公司有望持续提升盈利能力，预计公司该业务25/26/27年毛利率16.66%/16.76%/16.88%。

基于以上关键假设，预计公司25/26/27年分别实现营业收入94.01/115.71/139.45亿元，同比增长27.8%/23.1%/20.5%，实现归母净利润16.05/21.06/26.83亿元，同比增长45.6%/31.2%/27.4%。

表 2: 可比公司估值表

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
北京君正	300223.SZ	数字芯片设计	364.4	366.2	499.1	628.7	90	73	58
中微半导	688380.SH	数字芯片设计	130.2	136.8	171.5	223.4	87	76	58

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (盈利预测来自 Wind 一致预测)

我们选择北京君正与中微半导体作为可比公司。北京君正作为国内领先的集成电路设计企业，在存储器、微控制器（MCU）及模拟芯片等领域具有广阔布局和深厚积累，其产品广泛应用于消费电子、工业控制及汽车电子等多个行业。中微半导是一家以MCU为核心的平台型芯片设计企业，专注于数字和模拟芯片的研发、设计与销售，力求为智能控制器提供芯片级一站式整体解决方案。公司自成立以来，便以控制器芯片为核心，从ASIC芯片设计起步，不断拓展技术布局，如今掌握8位和32位MCU、高精度模拟、功率驱动、功率器件、无线射频和底层核心算法等设计能力，相关产品广泛应用于智能家电、消费电子、工业控制、医疗健康、汽车电子等领域。上述公司与兆易创新在产品应用领域、下游客户等方面均有一定可比性。兆易创新作为国内集成电路设计领域的佼佼者，凭借在存储芯片、MCU及模拟产品以及传感器三大核心业务上的深厚积累与前瞻布局，已形成了全面且差异化的产品体系。从战略纵深来看，公司持续强化在存储芯片领域的领先优势，率先实现45nm节点SPI NOR Flash大规模量产，并推出专为1.2V SoC应用设计的双电压供电产品，深度布局边缘AI、智能穿戴等新兴市场；在MCU及模拟产品方面，紧抓AI、数字能源、人形机器人等前沿应用机遇，搭载高性能MCU提供AI算法与全套解决方案，赋能智慧能源与具身智能领域；传感器业务则在指纹识别、触控和高精度气压传感等关键领域持续创新，并成功实现多款产品的国际知名客户导入和大规模量产。从业务维度来看，公司在巩固消费电子、工业、通讯、汽车电子等传统优势应用市场的同时，积极拓展物联网、AI数据中心、智能制造等高速增长的新兴应用领域，通过不断丰富产品矩阵、提升技术实力和优化产品结构，驱动业务实现多层次的稳健增长，展示出其独特的竞争壁垒和市场稀缺性。参考可比公司估值，给予公司26年58倍PE估值，对应合理价值183.95元/股，维持“买入”评级。

## 二、风险提示

### （一）需求不及预期

若电子产品应用市场需求不及预期，相关产品产品销售可能受到影响，从而影响公司的经营表现。

### （二）技术研发不及预期

电子行业相关产品研发的专业化程度较高，存在一定技术壁垒，技术开发难度和研发投入大，若新一代产品研发进度不及预期，相关公司的经营表现可能受到影响。

### （三）客户开拓不及预期

若相关公司与主要客户的合作关系发生变动或产品的产业化进度不及预期，可能对公司的经营表现产生不利影响。

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产总额</b>	<b>11,603</b>	<b>12,435</b>	<b>14,259</b>	<b>16,519</b>	<b>19,323</b>
货币资金	7,266	9,128	10,234	11,679	13,640
应收及预付	151	256	287	361	440
存货	1,991	2,346	3,001	3,686	4,401
其他	2,195	704	737	792	842
<b>非流动资产总额</b>	<b>4,853</b>	<b>6,794</b>	<b>6,538</b>	<b>6,409</b>	<b>6,247</b>
长期股权投资	26	137	137	137	137
固定资产	1,090	1,057	1,002	886	722
在建工程	4	5	5	5	5
使用权资产	107	94	94	94	94
无形资产	244	260	262	249	251
其他	3,382	5,241	5,037	5,037	5,037
<b>资产总额</b>	<b>16,456</b>	<b>19,229</b>	<b>20,796</b>	<b>22,928</b>	<b>25,570</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>986</b>	<b>2,331</b>	<b>2,574</b>	<b>2,950</b>	<b>3,359</b>
短期借款	0	898	900	900	900
应付及预收	590	828	956	1,205	1,448
其他	396	604	718	846	1,011
<b>非流动负债总额</b>	<b>270</b>	<b>220</b>	<b>207</b>	<b>207</b>	<b>207</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	270	220	207	207	207
<b>负债总额</b>	<b>1,256</b>	<b>2,550</b>	<b>2,781</b>	<b>3,157</b>	<b>3,566</b>
股本	667	664	664	664	664
其他	14,533	15,834	17,171	18,927	21,162
归母权益合计	15,200	16,499	17,835	19,591	21,826
少数股东权益	0	180	180	179	178
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,456</b>	<b>19,229</b>	<b>20,796</b>	<b>22,928</b>	<b>25,570</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>5,761</b>	<b>7,356</b>	<b>9,401</b>	<b>11,571</b>	<b>13,945</b>
营业成本	3,778	4,561	5,802	7,116	8,511
营业税金及附加	25	31	55	56	70
销售费用	270	371	408	543	654
管理费用	370	491	574	741	893
研发费用	990	1,122	1,345	1,664	1,948
财务费用	-258	-443	-565	-717	-895
资产信用减值损失	-614	-176	-400	-393	-320
公允价值变动收益	-12	0	-6	-6	-4
投资收益	83	18	50	50	40
<b>营业利润</b>	<b>120</b>	<b>1,117</b>	<b>1,497</b>	<b>1,886</b>	<b>2,543</b>
营业外收支	5	6	17	10	11
利润总额	125	1,124	1,514	1,896	2,554
所得税费用	-36	23	-90	-209	-127
<b>合并净利润</b>	<b>161</b>	<b>1,101</b>	<b>1,605</b>	<b>2,105</b>	<b>2,682</b>
少数股东损益	0	-2	0	-1	-1
<b>归母净利润</b>	<b>161</b>	<b>1,103</b>	<b>1,605</b>	<b>2,106</b>	<b>2,683</b>
EPS (元/股)	0.24	1.66	2.42	3.17	4.04

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1,187</b>	<b>2,032</b>	<b>2,064</b>	<b>2,573</b>	<b>3,124</b>
合并净利润	161	1,101	1,605	2,105	2,682
折旧摊销	445	467	467	515	550
营运资金变动	-21	229	-382	-436	-432
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-295</b>	<b>-669</b>	<b>-638</b>	<b>-737</b>	<b>-675</b>
资本性开支	-348	-470	-445	-386	-387
投资	-76	45	-401	-395	-323
其他	129	-245	209	44	35
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-573</b>	<b>480</b>	<b>-386</b>	<b>-471</b>	<b>-589</b>
股本融资	0	5	0	0	0
债权融资	-42	806	9	0	0
股利分配与偿付利息	-421	-15	-369	-471	-589
其他	-110	-315	-26	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>344</b>	<b>1,973</b>	<b>1,129</b>	<b>1,446</b>	<b>1,961</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>6,787</b>	<b>7,131</b>	<b>9,104</b>	<b>10,234</b>	<b>11,679</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>7,131</b>	<b>9,104</b>	<b>10,234</b>	<b>11,679</b>	<b>13,640</b>

**主要财务比率**

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	-29.1%	27.7%	27.8%	23.1%	20.5%
营业利润增长率	-94.6%	832.8%	34.0%	26.0%	34.8%
归母净利增长率	-92.1%	584.2%	45.6%	31.2%	27.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34.4%	38.0%	38.3%	38.5%	39.0%
净利率	2.8%	15.0%	17.1%	18.2%	19.2%
ROE	1.1%	6.7%	9.0%	10.7%	12.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	7.6%	13.3%	13.4%	13.8%	13.9%
有息负债率	0.0%	4.7%	4.3%	3.9%	3.5%
流动比率	11.8	5.3	5.5	5.6	5.8
利息保障倍数	56.8	43.2	31.8	37.5	47.7
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	45.0	45.1	41.8	40.2	39.6
存货周转率	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
应付账款周转率	7.5	6.2	7.0	6.8	6.7
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.24	1.66	2.42	3.17	4.04
每股净资产	22.79	24.84	26.86	29.50	32.87
每股经营现金流	1.78	3.06	3.11	3.87	4.71
<b>估值比率</b>					
PE	382.4	64.3	65.3	49.8	39.1
PB	4.1	4.3	5.9	5.3	4.8
EV/EBITDA	64.0	48.2	54.4	46.2	37.1



## 广发电子行业研究小组

- 耿正：上海交通大学材料科学与工程学硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王亮：复旦大学经济学硕士，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 谢淑颖：厦门大学电子工程学士、上海财经大学金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 焦鼎：中国科学院大学博士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张大伟：复旦大学电子与通信工程硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 王钰乔：上海交通大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 李佳蔚：京都大学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 刘倚天：复旦大学硕士，2025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。