

五粮液 (000858.SZ)

量价需再平衡，下调今年盈利预测

核心观点：

- 根据公司官方公众号披露的信息，近日五粮液集团(股份)公司召开党委会，奋力冲刺年度目标任务。与之相对的是，“518新政”下高端白酒消费的疲软，在此背景下，**奋力冲刺年度目标任务，对股价是否还有指导意义？**
- 从行业层面来看，**短期业绩与股价已出现阶段性背离**。股价与 ROE 从 2021 年开始已背离，业绩是滞后指标。去年“924 新政”以来，白酒板块的股价与业绩变动阶段性背离，业绩下修较多的酒鬼酒、泸州老窖涨幅居前。与 2014 年相似，伴随着经济面预期改善，股价与盈利预测阶段性背离，**市场更注重实际经营，更偏好底部反转标的**。
- **五粮液批价回落明显，国窖逆势赶超**。白酒行业调整期，五粮液和国窖价差历经两轮赶超。2025Q2 开始国窖批价超过五粮液，在两轮价格赶超背后，伴随着五粮液管理层频繁的变动。**同时，五粮液高端产品占比逆势上行，与贵州茅台趋势相悖**。2021 年以来，伴随着经济转型发展，多数公司发力中低端产品，2022-2024 年贵州茅台高端酒收入占比逐年下降。五粮液高端产品营收占比与行业趋势的相悖，结合市场价格下行，或可反映出为了奋力完成年度目标，供需关系失衡。
- **五粮液账面现金充裕，股息率对股价有一定支撑作用**。2024 年度报表货币现金占目前市值的比例仅次于顺鑫农业，显著高于其他白酒龙头企业。从股息率的角度来看，目前五粮液的股息率 (TTM) 为 4.8%，仅次于洋河股份。且公司在 2024 年发布三年股东回报计划，为公司市值提供一定的股息率支撑。
- **盈利预测与投资建议**。考虑到目前高端酒需求承压，五粮液量价关系尚需重新平衡，我们调整公司盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 265/237/241 亿元，同比-17%/-11%/+2%，参考可比公司，给予 2026 年 20 倍 PE 估值，对应合理价值 121.87 元/股，给予“持有”评级。
- **风险提示：宏观经济不及预期；消费力恢复不及预期；食品安全问题。**

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	83,272	89,175	77,082	70,353	71,259
增长率 (%)	12.6%	7.1%	-13.6%	-8.7%	1.3%
EBITDA	40,458	42,514	35,370	31,384	31,907
归母净利润	30,211	31,853	26,488	23,652	24,090
增长率 (%)	13.2%	5.4%	-16.8%	-10.7%	1.8%
EPS (元/股)	7.78	8.21	6.82	6.09	6.21
市盈率 (P/E)	18.0	17.1	17.6	19.7	19.3
ROE (%)	23.3%	23.9%	18.8%	16.0%	15.7%
EV/EBITDA	10.6	9.8	9.5	10.5	10.2

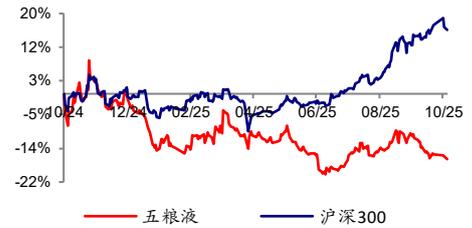
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格	119.85 元
合理价值	121.87 元
前次评级	买入
报告日期	2025-10-13

相对市场表现



分析师：

符蓉



SAC 执业号: S0260523120002



SFC CE No. BWC944



021-38003552



furong@gf.com.cn

相关研究：

五粮液 (000858.SZ) :持续 深化渠道改革，营收韧性显现	2025-08-28
五粮液 (000858.SZ) :2024 顺利收官，25Q1 实现开门红	2025-04-27
五粮液 (000858.SZ) :营收 稳健增长，拟提升分红回报	2024-10-31

目录索引

一、股价与业绩阶段性背离，市场更关注实际经营	4
二、五粮液批价回落明显，国窖逆势赶超	5
三、账面现金充裕，股息率有支撑	6
四、盈利预测与投资建议	6
五、风险提示	8

图表索引

图 1: 2024/9/23 至今白酒 A 股公司股价涨跌幅 (%)	4
图 2: 2024/9/23 至今部分公司 2025 预测净利润变动	4
图 3: 白酒指数和 ROE 相对全 A 的表现	5
图 4: 美国食品饮料 PB-ROE (1984-2023 年)	5
图 5: 五粮液和国窖批价对比 (单位: 元/瓶)	5
图 6: 2022 年至 2025H1 茅五高端产品收入占比 (%)	5
图 7: 2024 年白酒公司货币现金与目前市值比例	6
图 8: 白酒公司股息率 (TTM) %	6
表 1: 五粮液盈利预测 (单位: 亿元)	7
表 2: 可比公司估值表	7

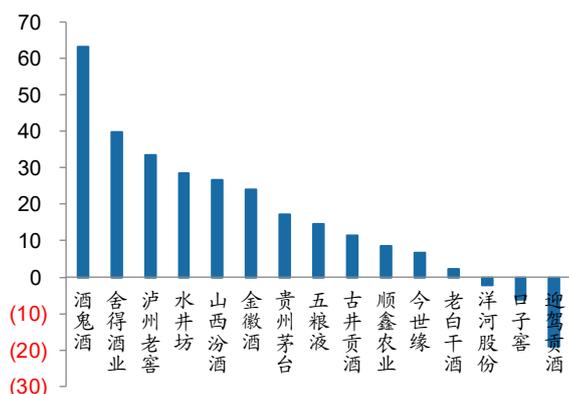
一、股价与业绩阶段性背离，市场更关注实际经营

根据公司官方公众号披露的信息，近日五粮液集团（股份）公司召开党委会，奋力冲刺年度目标任务。与之相对的是，“518新政”下高端白酒消费的疲软，在此背景下，奋力冲刺年度目标任务，对资本市场股价是否还有指导意义？

从行业层面来看，短期业绩与股价已出现阶段性背离。去年“924新政”以来，白酒板块的股价与业绩变动阶段性背离，业绩下修较多的酒鬼酒、泸州老窖涨幅居前。2025年中报披露后，“暴雷”的洋河股份亦出现了一波上涨。股价变动由估值和盈利预测两方面决定，长期来看，盈利预测对股价有决定性作用，但也有出现短期背离。2024年“924”新政至今泸州老窖对应2025年的万得预测净利润下降27%，同期白酒行业盈利预测下调19%，但是泸州老窖股价跑赢行业，此外年内白酒行业涨幅第一的酒鬼酒股价与盈利预测背离更加明显。

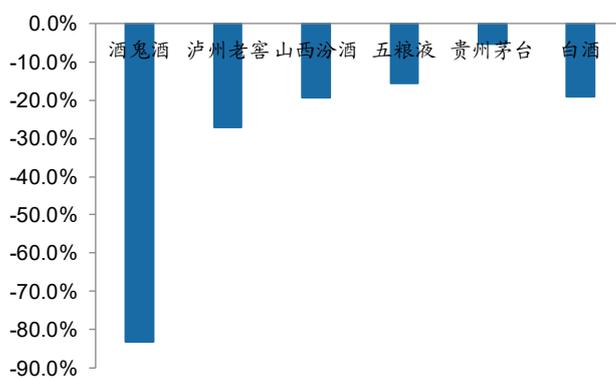
与2014年相似，伴随着经济面预期改善，股价与盈利预测阶段性背离。在《食品饮料行业2025年投资策略：潜龙在渊》一文中我们论述过2025年与2014年相似，股价与盈利预测阶段性背离，主要系政策面积极导向下，经济面预期改善，白酒行业估值将跟随市场稳步上行。但与2014年不同的是，各家公司的涨幅排序不一。回顾2014年，涨幅靠前的洋河股份、老白干酒、古井贡酒和贵州茅台盈利预测下修的幅度相对较小；地产酒和茅台五粮液涨幅靠前，次高端涨幅靠后，投资人仍以“防御”思路选股。反观本轮“弹性标的”涨幅靠前，市场似乎忽略短期业绩的波动性，直接交易复苏弹性。

图 1：2024/9/23至今白酒A股公司股价涨跌幅（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；数据截止 2025/10/12，剔除市值 100 亿以下公司

图 2：2024/9/23至今部分公司 2025 预测净利润变动

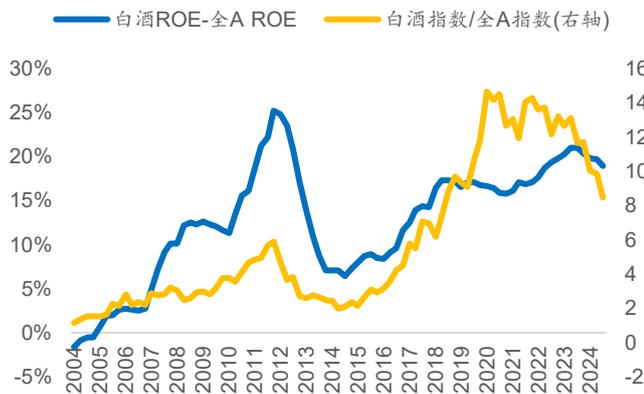


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；使用 wind 一致预期净利润，数据截止 2025 年 10 月 12 日

市场更注重实际经营，更偏好底部反转标的。从去年“924新政”至今（数据截止2025年10月12日），酒鬼酒、舍得酒业、泸州老窖涨幅居前，一方面由于2022年开始次高端开始出现调整，目前部分标的已经历一波去库存，另一方面，酒鬼酒、舍得酒业推新品、扩渠道，泸州老窖在高端人群培育和国窖量价平衡方面动作频频，市场对于今年经营有增量、底部反转标的更为关注。

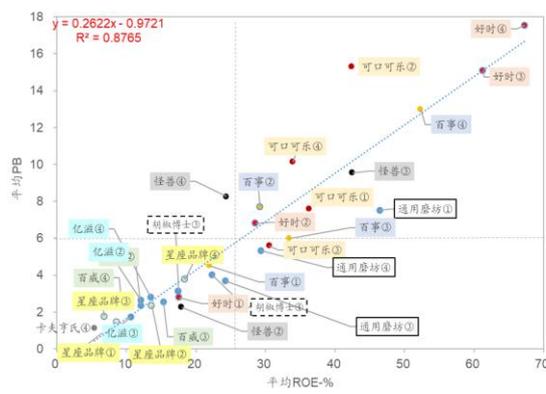
股价与ROE从2021年开始已背离，业绩是滞后指标。从历史回溯和美股对标来看，长期来看股价和ROE的同步性较强，但2021年开始白酒板块的股价与ROE已经开始背离，反映出资本市场对白酒公司业绩的“质疑”，以强品牌力增加渠道库存的业绩体现，并不会催生股价的上涨。在去库存的周期中，即便业绩短期回落明显，市场对务实经营、底部反转的公司将有一定的估值溢价。

图 3: 白酒指数和ROE相对全A的表现



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 4: 美国食品饮料龙头PB-ROE (1984-2023年)

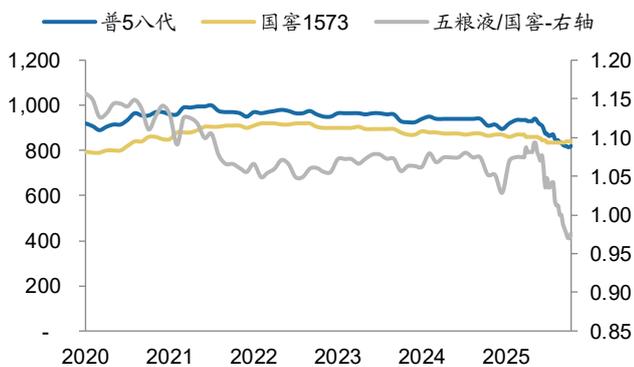


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、五粮液批价回落明显，国窖逆势赶超

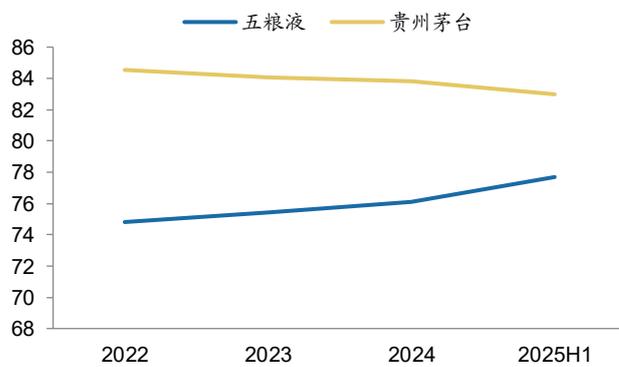
白酒行业调整期，五粮液和国窖价差历经两轮赶超。2021年以来，白酒行业经历调整期，在此背景下，多数白酒产品的价格出现回落。五粮液和国窖作为千元价格带的参与者，经常被消费者和投资人拿来比较。2021-2022年，在行业调整初期，国窖依靠低度国窖在北方市场的发力，给高度国窖纾解压力，2024年至今随着国窖数字化系统赋能和大本营市场的深耕，2025年二季度开始高度国窖的批价超过五粮液，而在两轮价格赶超的背后，亦伴随着五粮液管理层频繁的变动，给了国窖进一步缩小差距的机会。白酒行业的弯道超车可谓是“滴水石穿”，茅台超过五粮液经历十余年，并在本轮跟五粮液拉开“代际差异”，行业调整期弯道超车的机会又来临，历史会否重演，我们拭目以待。

图 5: 五粮液和国窖批价对比 (单位: 元/瓶)



数据来源: 今日酒价, 广发证券发展研究中心

图 6: 2022年至2025H1茅五高端产品收入占比 (%)



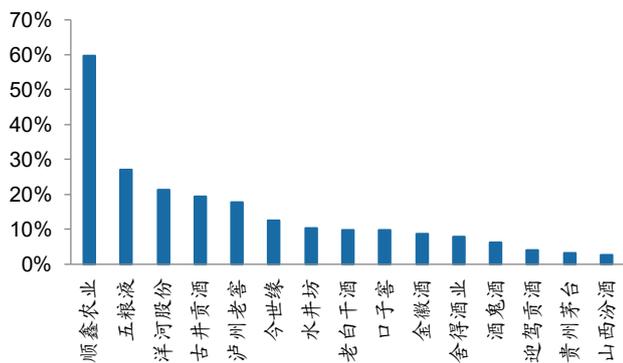
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 贵州茅台选取茅台酒占比, 五粮液选取五粮液产品占比

五粮液高端产品占比逆势上行，与贵州茅台趋势相悖。2021年以来，伴随着经济的转型发展，高端白酒的消费场景有所下降，在此背景下，贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、洋河股份、今世缘等公司纷纷发力中低端产品，2022年到2024年贵州茅台的高端酒收入占比逐年下降，今年上半年由于“518新政”影响，贵州茅台的高端酒（茅台酒）占比回落幅度加大。五粮液的高端酒占比变化趋势恰好相反，2022年到2024年高端酒（五粮液产品）占比逐年上升，2025上半年上行斜率还有小幅增加。五粮液高端产品营收占比与行业趋势的相悖，结合市场价格的快速下行来看，或可以反映出为了奋力完成年度目标，供需关系失衡。

三、账面现金充裕，股息率有支撑

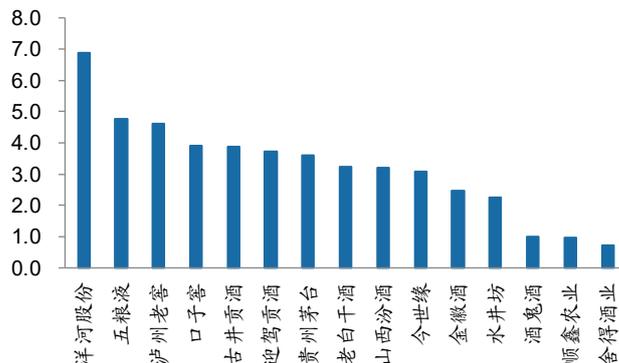
五粮液账面现金充裕，股息率对股价有一定的支撑作用。2024年度报表中五粮液的货币现金1274亿元，目前公司市值为4686亿元（数据截止2025/10/12），货币现金占市值的比例仅次于顺鑫农业，显著高于其他白酒龙头企业。从股息率的角度来看，目前五粮液的股息率（TTM）为4.8%，仅次于洋河股份。且公司在2024年发布三年股东回报计划，分红率不低于70%且分红金额不低于200亿元，为公司市值提供了一定的股息率支撑。

图 7：2024年白酒公司货币现金与目前市值比例



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；剔除市值 100 亿以下公司，数据截止 2025/10/12

图 8：白酒公司股息率（TTM） %



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；剔除市值 100 亿以下公司，数据截止 2025/10/12

四、盈利预测与投资建议

收入方面：我们预计公司2025-2027年营业总收入分别为770.8亿元、703.5亿元和712.6亿元，同比增速分别为-14%、-9%和+1%，具体拆分来看：**（1）高价位酒：**考虑到目前高端酒需求承压，公司高价格带核心单品量价关系尚需重新平衡，预计公司2025-2027年高价位酒营收分别同比-19%/-13%/+1%。**（2）中低价位酒：**短期看中低价格带白酒产品受消费场景缺失影响相对较小，同时部分中低价位带产品适当放量可增厚公司利润、缓解普五等核心单品的价盘压力。预计公司2025-2027年中低价位酒营收分别同比+6%/+1%/+4%。

盈利方面：我们预计随着营收的回落，由于费用支出相对刚性，规模效应的减弱，预

计公司毛利率回落、销售费用率提升，预计公司2025-2027年归母净利润为265/237/241亿元，同比-17%/-11%/+2%。

表1: 五粮液盈利预测 (单位: 亿元)

报表科目	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
白酒业务营收	739.7	832.7	891.8	770.8	703.5	712.6
YoY	11.7%	12.6%	7.1%	-13.6%	-8.7%	1.3%
高价位酒	553.4	628.0	678.8	549.0	480.2	482.7
YoY	12.7%	13.5%	8.1%	-19.1%	-12.5%	0.5%
中低价位酒	122.3	136.4	152.5	161.3	162.9	169.4
YoY	-3.1%	11.6%	11.8%	5.8%	0.9%	4.0%
其他业务收入	64.0	68.3	60.5	60.5	60.5	60.5

资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

考虑到目前高端酒需求承压, 五粮液量价关系尚需重新平衡, 但账面现金较为充裕, 股息率有一定的支撑, 我们下调公司今年盈利预测, 预计2025-2027年营业总收入分别为770.8亿元、703.5亿元和712.6亿元, 同比增速分别为-14%、-9%和+1%, 归母净利润分别为264.9亿元、236.5亿元和240.9亿元, 同比增速分别为-17%、-11%和2%。参考可比公司, 给予2026年20倍PE估值, 合理价值为121.87元/股, 给予“持有”评级。

表2: 可比公司估值表

公司	市值/亿元	营业收入 (亿元)			营收增速		归母净利 (亿元)			归母净利增速		PE		
		2024	2025E	2026E	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
贵州茅台	17,907	1,741	1,895	2,036	8.8%	7.5%	862	937	1,008	8.7%	7.6%	20.8	19.1	17.8
山西汾酒	2,302	360	373	396	3.5%	6.4%	122	124	133	1.2%	7.0%	18.8	18.6	17.4
泸州老窖	1,897	312	301	316	-3.5%	5.0%	135	128	136	-5.2%	6.2%	14.1	14.8	14.0
洋河股份	1,019	289	215	224	-25.4%	3.9%	67	46	50	-31.1%	7.9%	15.3	22.2	20.5
古井贡酒	816	236	236	251	0.1%	6.6%	55	56	60	1.1%	8.3%	14.8	14.6	13.5
今世缘	486	115	109	116	-5.6%	6.8%	34	31	33	-8.8%	7.4%	14.3	15.6	14.5
迎驾贡酒	323	73	65	69	-11.5%	6.2%	26	22	24	-13.5%	7.9%	12.5	14.4	13.4

资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心预测

注: 可比公司使用 Wind 一致预期, 数据截至日期 2025/10/12

五、风险提示

（一）宏观经济不及预期

如果宏观经济复苏不及预期，消费者消费能力将短期承压。另外，高端商务宴请等消费场景也将受到压制，从而影响对高端白酒需求。

（二）消费力恢复不及预期

由于行业中部分产品具备可选消费的属性，居民消费能力对需求有显著影响。若CPI下行或持续低位，则影响中档酒板块价格逻辑，从而影响公司收入和利润增长预期。

（三）食品安全问题

行业历史上出现过食品安全事件影响公司发展的情况，存在一定的食品安全风险。食品安全对食品饮料公司业绩和估值影响较大。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	147,182	165,783	163,582	167,203	170,680
货币资金	115,456	127,399	130,299	135,467	138,676
应收及预付	212	193	187	176	179
存货	17,388	18,234	17,082	16,515	16,722
其他	14,126	19,958	16,014	15,045	15,103
非流动资产总额	18,251	22,469	27,822	33,096	38,459
长期股权投资	2,020	2,082	2,082	2,082	2,082
固定资产	5,190	7,265	11,595	15,901	20,234
在建工程	5,623	5,795	5,895	5,995	6,095
使用权资产	127	796	796	796	796
无形资产	2,057	2,671	3,594	4,463	5,392
其他	3,233	3,860	3,860	3,860	3,860
资产总额	165,433	188,252	191,404	200,300	209,139
流动负债总额	32,683	51,027	45,117	46,773	48,214
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	16,479	21,192	17,933	17,181	17,290
其他	16,205	29,834	27,184	29,591	30,924
非流动负债总额	400	831	831	831	831
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	400	831	831	831	831
负债总额	33,084	51,857	45,948	47,603	49,044
股本	3,882	3,882	3,882	3,882	3,882
其他	125,677	129,404	137,350	143,594	149,978
归母权益合计	129,558	133,285	141,232	147,476	153,859
少数股东权益	2,791	3,110	4,225	5,220	6,235
负债和股东权益	165,433	188,252	191,404	200,300	209,139

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	83,272	89,175	77,082	70,353	71,259
营业成本	20,157	20,461	19,376	18,666	18,922
营业税金及附加	12,532	13,041	10,946	9,990	10,119
销售费用	7,796	10,692	9,404	8,653	8,622
管理费用	3,319	3,555	3,083	2,814	2,850
研发费用	322	405	200	183	185
财务费用	-2,473	-2,834	-2,448	-2,525	-2,604
资产信用减值损失	-5	0	-3	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	58	75	0	0	0
营业利润	42,004	44,200	36,804	32,864	33,472
营业外收支	-91	-37	0	0	0
利润总额	41,913	44,163	36,804	32,864	33,472
所得税费用	10,392	10,970	9,201	8,216	8,368
合并净利润	31,521	33,193	27,603	24,648	25,104
少数股东损益	1,310	1,340	1,115	996	1,014
归母净利润	30,211	31,853	26,488	23,652	24,090
EPS (元/股)	7.78	8.21	6.82	6.09	6.21

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	41,742	33,940	27,809	28,895	27,317
合并净利润	31,521	33,193	27,603	24,648	25,104
折旧摊销	982	1,219	1,011	1,042	1,037
营运资金变动	9,402	541	-808	3,202	1,173
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-2,932	-2,642	-3,740	-6,319	-6,402
资本性开支	-2,955	-2,656	-6,368	-6,319	-6,402
投资	0	0	0	0	0
其他	24	14	2,628	0	0
融资活动现金流净额	-16,300	-19,622	-18,541	-17,408	-17,706
股本融资	23	92	0	0	0
债权融资	0	0	0	0	0
股利分配与偿付利息	-15,894	-19,241	-18,541	-17,408	-17,706
其他	-429	-473	0	0	0
现金净增加额	22,511	11,676	5,528	5,168	3,209
期初现金余额	90,585	113,096	124,771	130,299	135,467
期末现金余额	113,096	124,771	130,299	135,467	138,676

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	12.6%	7.1%	-13.6%	-8.7%	1.3%
营业利润增长率	13.0%	5.2%	-16.7%	-10.7%	1.8%
归母净利增长率	13.2%	5.4%	-16.8%	-10.7%	1.8%
获利能力					
毛利率	75.8%	77.1%	74.9%	73.5%	73.4%
净利率	37.9%	37.2%	35.8%	35.0%	35.2%
ROE	23.3%	23.9%	18.8%	16.0%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	20.0%	27.5%	24.0%	23.8%	23.5%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.5	3.2	3.6	3.6	3.5
利息保障倍数	3397.8	1021.2	-	-	-
营运能力					
应收账款周转率	2126.1	2229.5	2194.0	2205.7	2201.8
存货周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
应付账款周转率	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
每股指标					
每股收益	7.78	8.21	6.82	6.09	6.21
每股净资产	33.38	34.34	36.38	37.99	39.64
每股经营现金流	10.75	8.74	7.16	7.44	7.04
估值比率					
PE	18.0	17.1	17.6	19.7	19.3
PB	4.2	4.1	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA	10.6	9.8	9.5	10.5	10.2

广发食品饮料研究小组

- 符蓉：首席分析师，金融学硕士，8年证券与基金投研经验。
- 郝宇新：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 吴思颖：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 胡慧：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 廖承帅：资深分析师，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 殷卓龙：高级分析师，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：高级分析师，理学硕士，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。