

证券研究报告 · 公司动态

嘉利国际：全球服务器机壳头部厂商，AI打开新空间

分析师：阎贵成

yanguicheng@csc.com.cn

SAC 执证编号：S1440518040002

SFC 中央编号：BNS315

分析师：杨伟松

yangweisong@csc.com.cn

SAC 编号：S1440522120003

分析师：汪洁

wangjiexz@csc.com.cn

SAC 编号：S1440523050003

发布日期：2025年10月21日

总体观点

核心要点：公司是最早进入服务器外壳市场的供应商之一，在全球服务器外壳生产市场中占据头部地位，客户涵盖惠普、联想、IBM、DELL、中兴等全球知名品牌。AI带来服务器机壳市场量价齐升。公司积极布局，持续拓展产品品类和开拓客户，AI服务器机壳产品在传统OEM、英伟达、CSP等客户均取得不错进展，同时公司深化全球化布局，泰国工厂积极扩产应对未来需求，AI服务器业务未来成长预期乐观。

- ❑ 嘉利国际成立于1980年，经过40多年发展，公司已经成为全球领先的服务器机壳及机械工程解决方案供应商。当前公司业务主要包括五金塑胶业务、电子专业代工业务。2024/25年（截至2025年3月31日）公司总营收32.31亿港元，其中五金塑胶业务收入20.3亿港元，占比63%，电子专业代工业务收入12.0亿港元，占比37%。服务器机壳相关业务是五金塑胶业务的重要组成。
- ❑ AI带来服务器机壳市场量价齐升：1) AI带来GPU、ASIC服务器需求增量；2) AI服务器由于对可靠性、散热等要求提升，机壳产品单价预计提升；3) 由于AI服务器机壳产品性能要求更高、迭代速度更快，产品盈利能力预计也将提升。匡算全球普通服务器机壳市场规模为13.7亿美金-20.5亿美金，基于500万片GPU、500万片ASIC的量的假设，匡算对应新增AI服务器机壳市场规模为7.5-10亿美金。
- ❑ 公司是最早进入服务器外壳市场的供应商之一，在全球服务器外壳生产市场中占据头部地位，客户涵盖惠普、联想、IBM、DELL、中兴等全球知名品牌。公司积极拓展AI服务器产品组合，传统OEM、英伟达、CSP等客户均取得不错进展。公司已被纳入英伟达的服务器机壳及机柜组件合格供应商名单及推荐供应商名单，正致力于在未来数月向英伟达交付更多原型产品。云端服务平台商（CSP）方面，公司预计2025年有新订单录入。
- ❑ 2024/25年公司收入利润进入向上增长通道。2022/23、2023/24年公司增长承压，主要系宏观经济环境、原材料成本上涨、行业库存水位较高、消费/投资意愿疲软等影响。AI发展带来新的产业机会。公司积极调整应对，一方面把握AI机会，持续拓展产品和开拓客户，同时公司深化全球化布局。2024/25年，公司实现收入32.3亿港元，同比增长10.8%，实现本公司权益持有人应占溢利2.04亿港元，同比增长20.5%，业绩进入向上增长通道。
- ❑ 我们预计公司2025/26、2026/27、2027/28年收入分别为34.5亿港元、45.0亿港元、54.0亿港元，本公司权益持有人应占溢利分别为2.5亿港元、4.7亿港元、6.6亿港元，对应PE22x、12x、8x，首次覆盖，给予“买入评级”。
- ❑ 风险提示：全球经济下滑等影响下游终端客户需求的风险。AI业务发展不及预期的风险。客户集中度过高的风险。盈利能力不及预期的风险。汇率波动的风险。

目录

一、公司是全球领先的服务器机壳供应商

二、AI服务器业务有望成为未来增收新引擎

三、盈利预测与投资建议

四、风险提示

1.1 行业领先的服务器机壳供应商

- 嘉利国际成立于1980年，并于1996年在香港联合交易所上市。公司专注于金属及塑胶部件的设计与制造，提供涵盖机械工程设计、模具开发、自动化生产、组装、品质管控及物流的一站式解决方案，经过40多年发展，公司当前已经成为全球领先的服务器机壳及机械工程解决方案供应商。
- 当前公司业务主要包括五金塑胶业务、电子专业代工业务。2024/25财年（截至2025年3月31日）公司总营收32.31亿港元，其中五金塑胶业务收入20.3亿港元，占比63%，电子专业代工业务收入12.0亿港元，占比37%。
 - 五金塑胶业务：提供机械工程解决方案、制造与销售金属及塑胶部件，主要包括资讯及通讯科技产业的模具、相关塑胶与金属部件产品等。公司五金塑胶业务客户主要涵盖惠普、戴尔、联想、IBM、比亚迪、中兴通讯等。
 - 电子专业代工业务：制造及销售磁带机数据储存器、收银机系统及其他电脑周边产品等。公司电子专业代工业务客户主要涵盖NEC等。

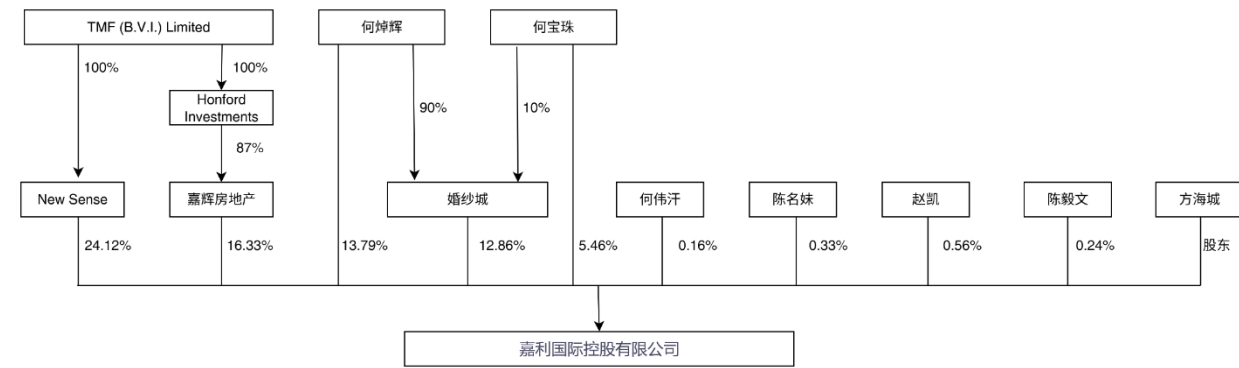
图表1：公司发展历程



1.2 股权结构集中，管理团队稳定

- 公司股权集中度高。截至2025年3月31日，TMF (B.V.I.) Limited持有公司40.45%股份，是公司的直接及最终控制人，何焯辉先生及何宝珠女士是TMF (B.V.I.) Limited的实益拥有人。何焯辉先生通过个人权益、家属权益、法团权益或其他权益合计持有公司股权72.57%。
- 公司管理团队稳定且经验丰富。公司创始人何焯辉先生为公司主席兼行政总裁，多位董事及管理层人员在公司任职多年，具备资深行业经验。
- 股权激励体现公司决心和信心。2025年9月4日，公司授出合共7338万份购股权（行权价格每股1.17港元，根据购股权计划自授出日期起计10年可行使全部或部分购股权），占总股本的3.66%。

图表2：公司股权结构（截至2025年3月31日）



图表3：公司股权激励情况

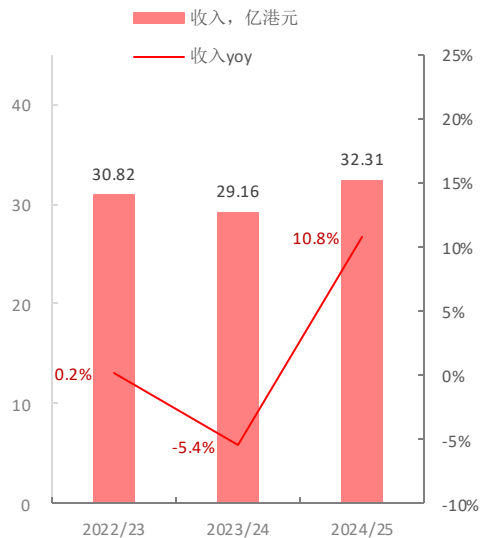
姓名	身份 / 与本公司关系	购股权数
陈名妹	执行董事	5,000,000
赵凯	执行董事	5,000,000
陈毅文	执行董事	5,000,000
何伟汗	执行董事及本公司执行董事、主席兼行政总裁及控股股东何焯辉先生之子及何蔓娆小姐之兄长	1,500,000
何蔓娆	本公司执行董事、主席兼行政总裁及控股股东何焯辉先生的女儿及何伟汗先生之妹	500,000
雇员		56,380,000

1.3 业绩进入向上增长通道

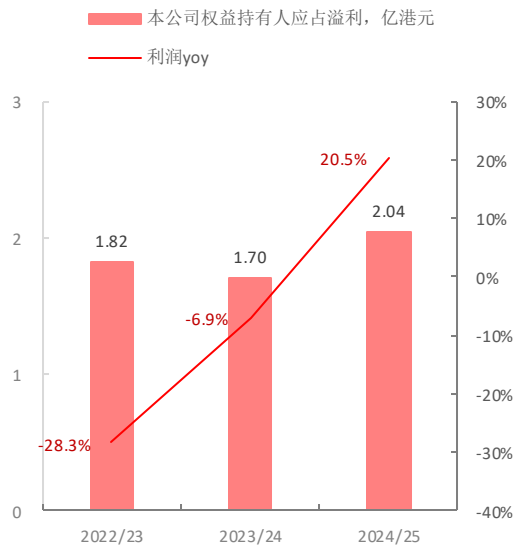
■ 2024/25年公司收入及利润进入向上增长通道。

- 2022/23、2023/24年公司增长承压，主要受到宏观经济环境、原材料成本上涨、行业库存水位较高、消费/投资意愿疲软等影响。
- AI发展带来新的产业机会。一方面，公司积极把握布局AI新市场机会，同时公司积极应对外部环境的不确定性，深化全球化布局。
- 2024/25年公司实现收入32.3亿港元，同比增长10.8%，实现本公司权益持有人应占溢利2.04亿港元，同比增长20.5%。

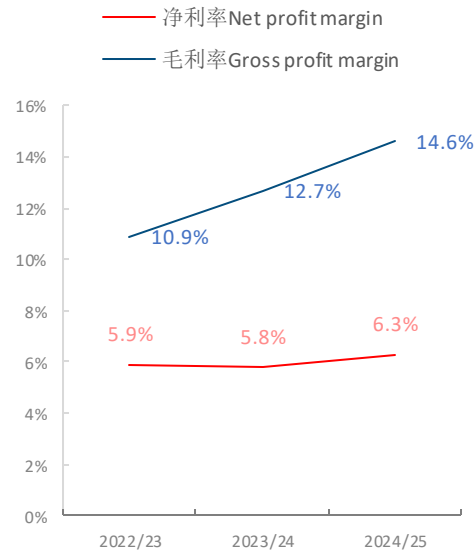
图表4：公司收入情况



图表5：公司利润情况



图表6：公司费用和盈利能力情况

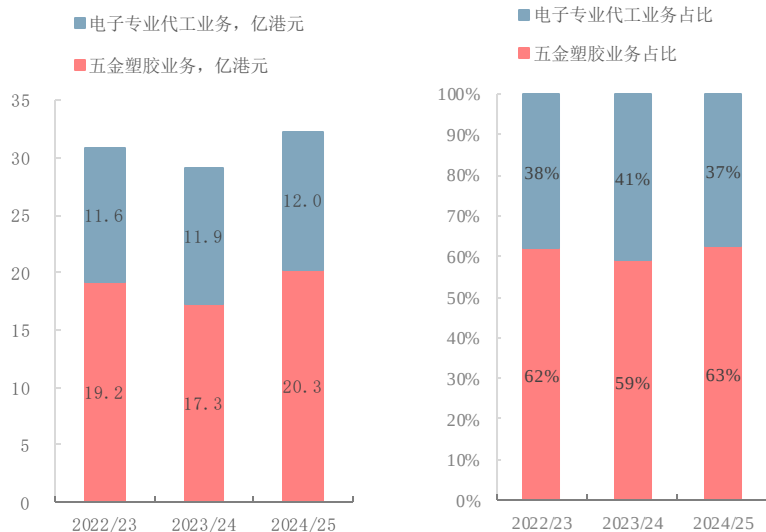


1.4 服务器相关业务为公司当前主要收入构成

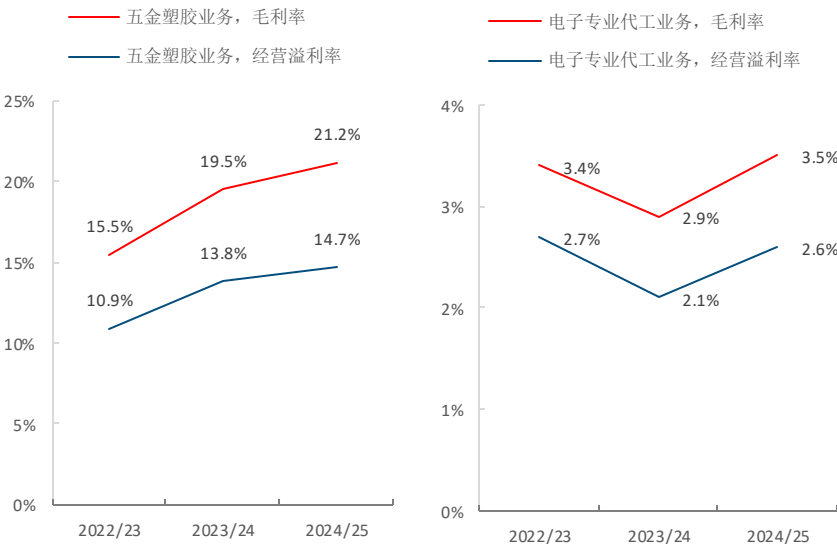
❑ 五金塑胶业务是公司收入和经营溢利主要板块，服务器机壳相关业务是五金塑胶业务的重要组成部分。2024/25年，公司五金塑胶业务占总收入63%，经营溢利方面，2024/25财年，公司总体经营溢利2.85亿港元，五金塑胶业务经营溢利2.98亿港元，电子专业代工业务经营溢利0.31亿港元，其他业务经营溢利为亏损0.44亿港元。

❑ 电子代工业务近年来经营整体相对稳健。

图表7：公司不同业务板块销售收入及占比情况



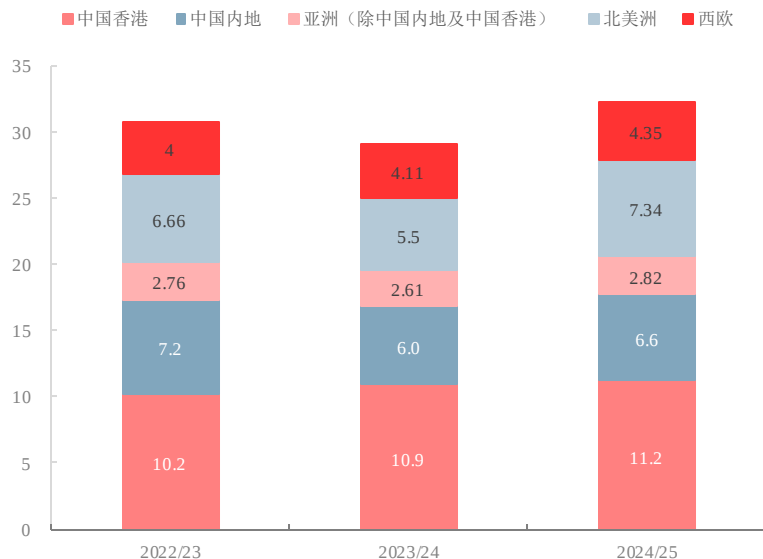
图表8：公司不同业务板块毛利率及经营溢利率情况



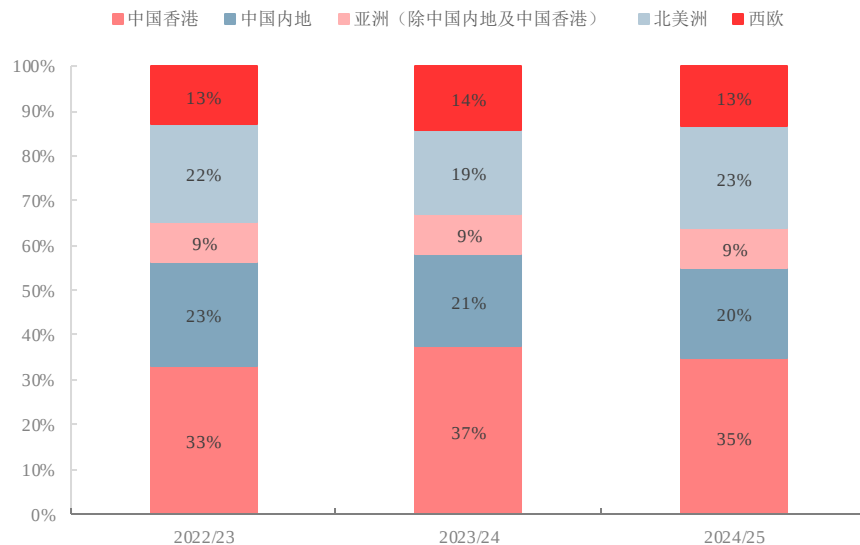
1.5 中国是公司当前主要收入区域

□ 分区域来看，当前中国区域是公司主要收入来源。2024/25财年，公司面向中国香港、中国内地、亚洲（除中国内地及中国香港）、北美洲、西欧的销售收入分别为11.2亿港元、6.6亿港元、2.82亿港元、7.34亿港元、4.35亿港元，分别占比35%、20%、9%、23%、13%。

图表9：公司分区域销售收入（单位：亿港元）



图表10：公司分区域销售收入占比

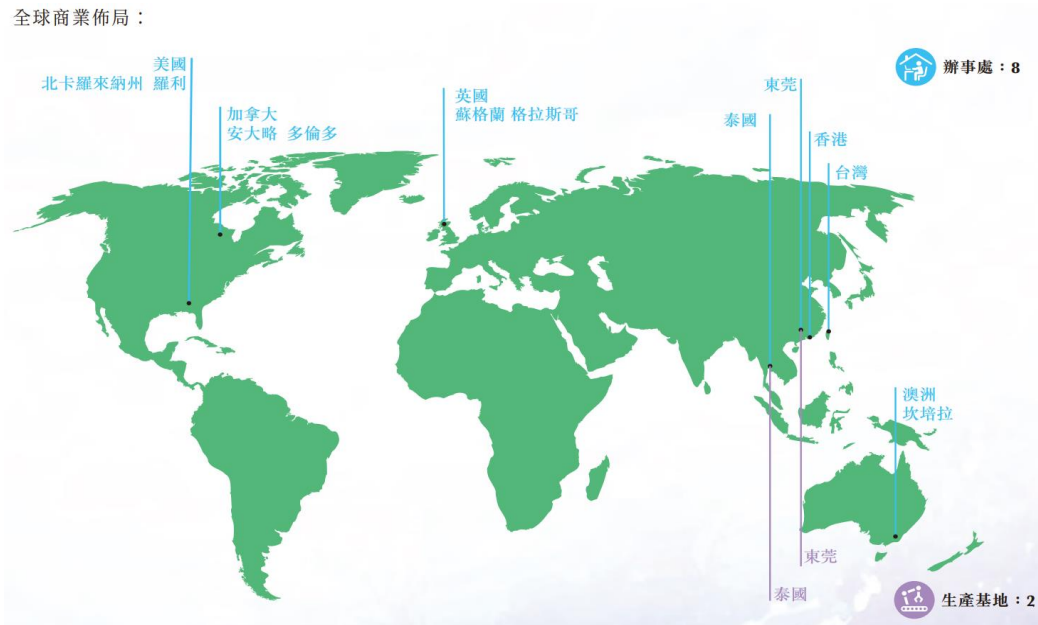


备注：1）分区域销售的数据，属于交付产品时的发运地区占比，不代表最终销售地点；2）数据包含电子专业代工业务的产品。

1.6 深化全球化布局

- ❑ 公司持续深化全球化布局，一方面可以更好匹配客户的全球化产能需求，同时可以更好应对可能的关税风险（公司直接出口至美国且须缴纳关税的货物仅占2024/25财年总收入约1%）。
- ❑ 公司已经建立全球网络来服务和支持客户，在亚洲、北美、西欧、澳洲等多地共设立了8个办事处，在中国、泰国建立了2个生产基地，深化“中国+泰国”灵活双生产地方案，并计划在泰国进一步扩产。

图表11：公司持续深化全球化布局



目录

一、公司是全球领先的服务器机壳供应商

二、AI服务器业务有望成为未来增收新引擎

三、盈利预测与投资建议

四、风险提示

2.1 服务器机壳是保障服务器稳定运行的部件

- ❑ 服务器机壳是保障服务器高负载运行的重要部件，其作用主要包括提供物理防护与固定，同时在设计生产制造过程中需要满足硬件扩展、高效散热、维护便利、冗余容错等需求。
- ❑ 服务器机壳产品包括机架式机壳（常见1U、2U、4U等规格）、塔式机壳（与普通台式电脑机箱类似，通常体积更大，一般支持机架式安装和立式安装，具有较强的扩展性，可支持多个硬盘位和PCIe扩展槽位）等，适配不同类型、不同形态服务器的需求。
- ❑ 服务器机壳的生产制造环节涵盖设计开发、生产制造、组装、质检及物流等步骤，生产制造环节包括模具设计及制造、金属冲压、数控加工、烧焊、打磨、塑胶注塑、组装、表面处理等多道工序，看重厂商的精密加工能力、柔性/自动化生产能力等。

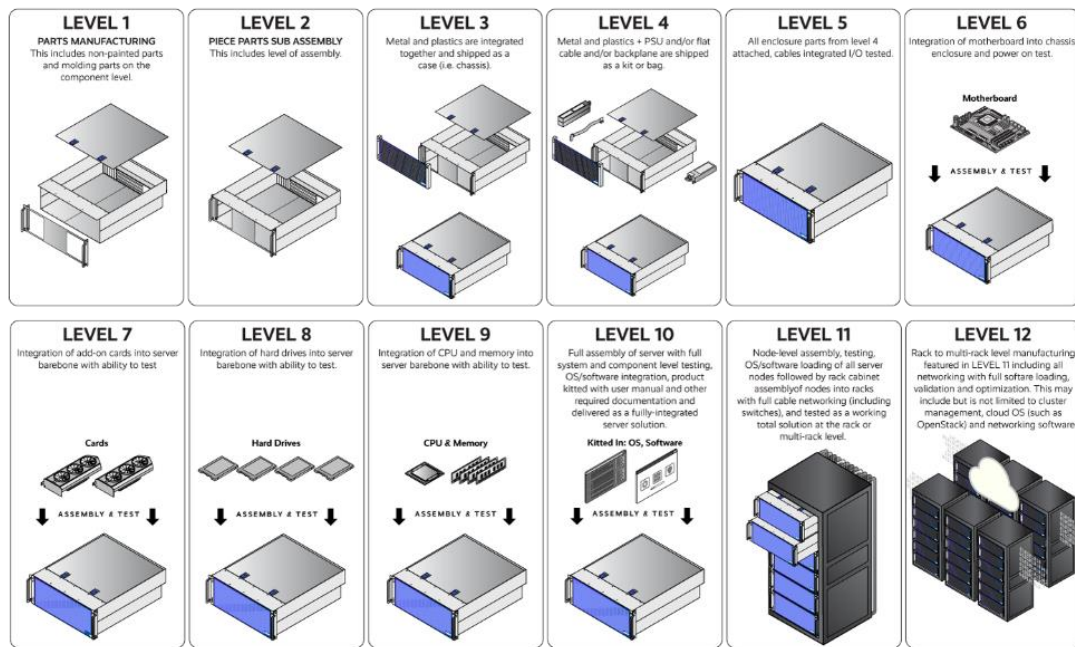
图表12：服务器机壳产品及相关生产制造过程



2.2 机壳厂商一般在L3-L6等级提供服务

- 服务器产品生产制造一般分为12个等级，服务器机壳厂商一般可以在L3-L6等级提供服务，包括嘉利国际在内的头部服务器机壳厂商可以提供L3-L6级别的零部件服务、系统服务（帮客户进行部分产品的组装和验证）。

图表13：服务器生产制造等级划分



L1: 零件制造 - 包括非涂漆零件和零部件级别的模具制造。

L2: 零件子装配 - 进行一定程度的组装。

L3: 金属和塑料材料组合在一起，作为一个机壳（即底盘）发货。

L4: 金属和塑料材料+电源单元（PSU）和/或扁平电缆和/或背板作为套件或袋装发货。

L5: 所有L4的机壳部件连接，集成电缆，进行输入/输出测试。

L6: 将主板集成到机壳内并进行上电测试。

L6生产的平台是 ODM（原始设计制造商）提供的“裸机服务器”，这些服务器是集成的主板/机壳组合，其中包含零件，但缺少 CPU、内存、硬盘、网卡等组件。通常，系统集成商会购买这些裸机，并添加组件以创建特定的服务器配置。

L7: 将插卡集成到裸机服务器，并具备测试能力。

L8: 将硬盘集成到裸机服务器，并具备测试能力。

L9: 将 CPU 和内存集成到裸机服务器，并具备测试能力。

L10: 完整组装服务器，并进行全系统和零部件级别的测试、操作系统/软件集成，以及包含用户手册和其他所需文件的产品组装，交付成为完全集成的服务器解决方案。

能够生产等级10的制造商将提供一个可工作的服务器解决方案。但是，如果需要将多台服务器网络连接在一起，形成机架级别甚至多机架级别解决方案，则至少需要等级11的制造商：

L11: 节点级组装、测试，所有服务器节点的操作系统/软件加载，然后将节点组装到机架中，包括完整的电缆网络连接（包括交换机），并进行机架级别或多机架级别的完整解决方案测试。

L12: 在L11的基础上，进行机架到多机架级别的制造，包括所有网络连接，完整的软件加载、验证和优化，可能包括但不限于群集管理、云操作系统和网络软件。

2.3 AI带动服务器机壳市场量价齐升

- ❑ 服务器机壳的单价随着材质（镀锌钢板机壳、铝合金机壳、镁铝合金机壳等）、工艺（包括金属冲压、数控加工、表面处理等）、功能配置（包括硬盘扩展性、是否支持冗余电源、风冷/冷板式液冷/浸没式液冷等）、品牌定位的不同呈现差异。
- ❑ 综合参考厂商价格信息，普通1/2U服务器机壳均价多在100-150美金，普通CPU服务器的尺寸通常为1U、2U、4U等，TrendForce预计2024年全球服务器整机出货量约为1365万台，假设按照单台服务器对应机壳100-150美金计算，对应全球服务器机壳市场规模为13.7亿美金-20.5亿美金。
- ❑ AI带来服务器机壳市场规模明显增量。
 - ❑ AI带来GPU、ASIC服务器需求增量。
 - ❑ AI服务器由于对可靠性、散热等要求提升，产品单价预计提升。
 - ❑ 假设1/2U均价按照150-200美金，当前1/2U计算tray多放置2-4张GPU（也存在1张、4-8张、16张等其他情况），此外需要配备交换机壳等，假设按照单GPU对应机壳ASP 75-100美金，基于500万片GPU、500万片ASIC的量的假设，对应新增AI服务器机壳市场规模为7.5-10亿美金。

图表14：全球普通服务器机壳市场规模匡算

	全球普通服务器	
平均每台服务器机壳ASP，美金	100	150
服务器数量，万台	1365	1365
全球普通服务器机壳市场规模，亿美金	13.7	20.5

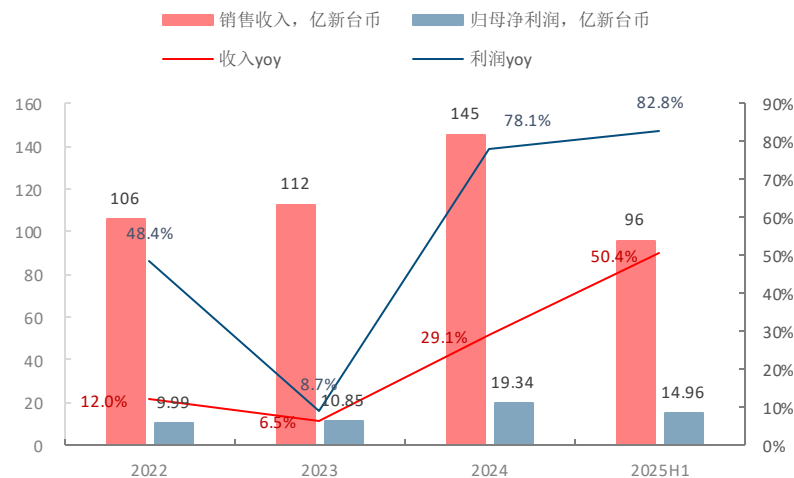
图表15：全球AI服务器机壳市场规模匡算

	全球AI服务器	
单GPU对应机壳ASP，美金	75	100
GPU数量，万片	500	500
ASIC数量，万片	500	500
全球AI服务器新增机壳市场规模，亿美金	7.5	10.0

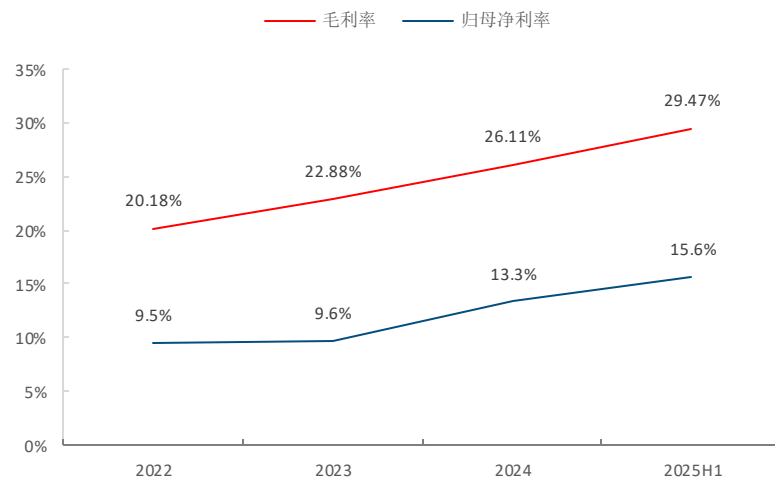
2.3 AI带动服务器机壳市场量价齐升（续）

- 由于AI服务器机壳产品性能要求更高、迭代速度更快，产品的盈利能力预计也较普通服务器机壳产品有所提升。
- 参考可比公司勤诚的信息，勤诚2024年收入145.17亿新台币，同比增长29.1%，毛利率26.1%，同比提升3.23pcts。2025H1勤诚收入95.97亿新台币，同比增长50.4%，毛利率29.5%，同比提升3.37pcts。AI产品的增量是勤诚在收入的加速增长和盈利能力的快速提升中的重要驱动。

图表16：勤诚收入和利润情况



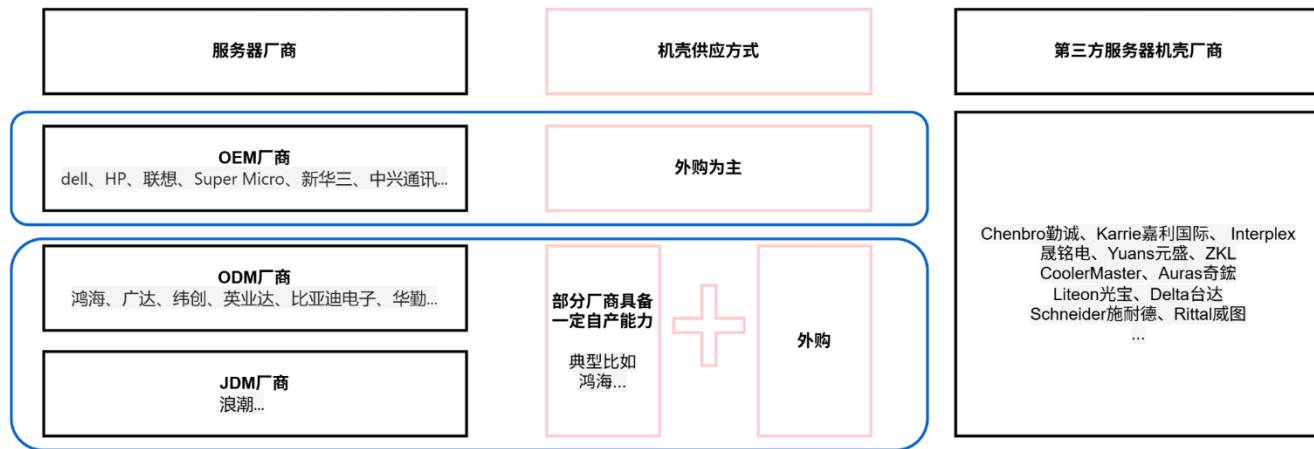
图表17：勤诚盈利能力情况



2.4 公司是全球服务器机壳头部厂商

- ❑ 服务器厂商主要包括OEM厂商（dell、Super Micro、HP、联想等）、ODM厂商（包括鸿海、广达、纬创、英业达、比亚迪电子等）、JDM厂商（浪潮）等。参考IDC数据，2024Q4全球服务器收入中，dell、Super Micro、HP、浪潮、联想份额分别为7.2%、6.5%、5.5%、5.0%、4.9%，ODM Direct供应商群体占比47.3%。
- ❑ 服务器OEM厂商多以外采机壳的方式。服务器ODM厂商、JDM厂商多具备机壳的设计制造能力，但在其生产制造过程中也部分采用外采方式。
- ❑ 第三方机壳厂商包括Chenbro勤诚、Karrie嘉利国际、Interplex、晟铭电、Yuans元盛、ZKL、CoolerMaster、Liteon光宝、Auras奇铨、Delta台达、Schneider施耐德、Rittal威图。勤诚、嘉利国际等属于第三方服务器机壳厂商的第一梯队。

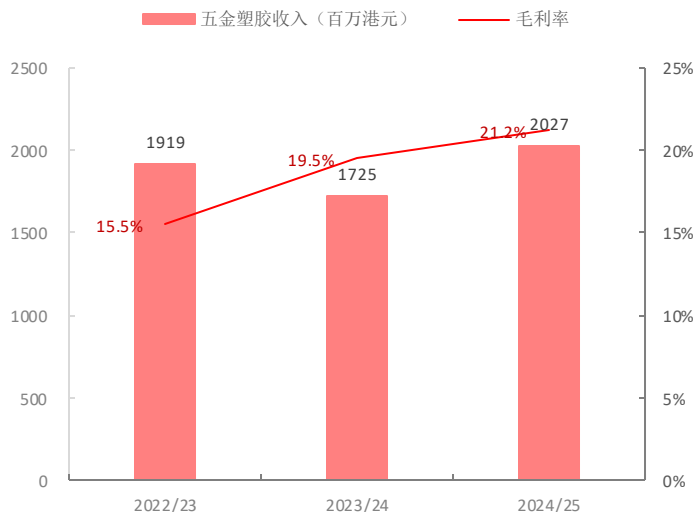
图表18：服务器机壳产业链上下游情况



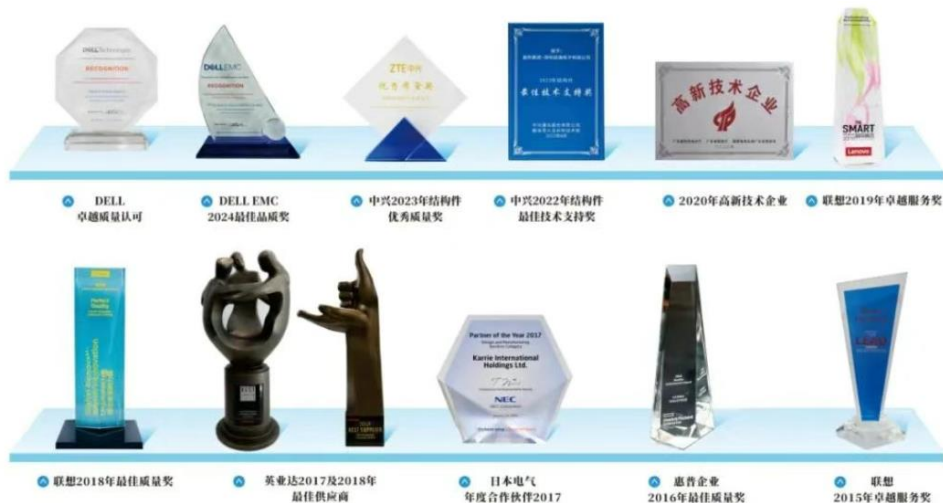
2.4 公司是全球服务器机壳头部厂商（续）

- 公司是最早进入服务器外壳市场的供应商之一，在全球服务器外壳生产市场中占据头部地位，为客户提供涵盖机械工程设计、模具开发、自动化生产、组装、品质管控及物流的一站式解决方案。
- 公司全球服务器机壳市场产品深受国际知名科技企业信赖，客户涵盖惠普、联想、IBM、DELL、中兴等全球知名品牌。

图表19：公司五金冲压及塑胶注塑业务情况



图表20：公司服务器机壳业务获得全球头部厂商认可



2.5 积极拓展AI产品并在多个重要客户实现不错进展

- ❑ 公司积极拓展AI服务器产品组合，传统OEM、英伟达、CSP等客户均取得不错进展。
 - ❑ 传统代工生产（OEM）大品牌：这些客户近年来深化AI布局，是公司新的机会点，公司基于凭借与这些客户的长期合作关系，成功获得客户新一代旗舰服务器系列的订单。
 - ❑ 英伟达：公司已被纳入英伟达的服务器机壳及机柜组件合格供应商名单及推荐供应商名单。此外，公司也正致力于在未来数月向英伟达交付更多原型产品，以支持其人工智能服务器平台及数据中心部署。
 - ❑ 云端服务平台商（CSP）：公司将向潜在客户提供样品，预计2025年有新订单录入。

图表21：公司与英伟达在机壳等领域合作



2.6 泰国积极扩产应对未来需求

- ❑ 公司采取“中国+泰国”灵活双生产地方案，并计划在泰国进一步扩产灵活应对库存及全球贸易不确定性。
 - ❑ 东莞凤岗：拥有建筑面积超过20万平方米的自动化生产基地，凭借数十年的制造经验，建立了强大的生产规模及完善的供应链体系。
 - ❑ 中国台湾：设立研发中心，专注于技术创新与产品开发。
 - ❑ 泰国：在泰国春武里安美德工业园设立嘉运泰智能制造基地，公司泰国厂房已经成功出货数据中心相关订单给新客户。公司持续扩充泰国产能应对客户未来需求。
 - ❑ 在美国、英国、加拿大等地设立办事处。

图表 22：公司泰国生产基地情况



位於泰國春武里府安美德工業園的生產廠房。
Production facility located in Amata Industrial Estate, Chonburi, Thailand.

- 2021年在泰国春武里设立生产厂房，期初租赁厂房的总楼面面积合共约为10,349平方米



集團已於2025年3月順利完成泰國新購土地及租賃廠房的交付程序。
The handover of the acquired land and leased factory in Thailand has been successfully completed in March 2025.

- 2025年1月，公司公布订立土地买卖协议，斥资约5.02亿泰铢（约合1.15亿港元）收购位于泰国春武里府安美德工业园面积约70,019平方米的土地，计划在该地块兴建全新生产基地，用于制造服务器机壳及相关周边产品，以扩充海外产能。
- 2025年1月，公司新增租赁安美德工业园约4,983平方米的生产厂房，用作仓储、注塑生产线及模具部门。
- 2025年6月-9月间，公司再新增两间租赁厂房，合计总建筑面积共约近10,000平方米。

目录

一、公司是全球领先的服务器机壳供应商

二、AI服务器业务有望成为未来增收新引擎

三、盈利预测与投资建议

四、风险提示

3 盈利预测与投资建议

- 公司前几年增长有所承压，主要受到宏观经济环境、原材料成本上涨、消费/投资意愿疲软等影响。公司积极调整应对，一方面把握AI新市场机会，持续拓展产品和开拓客户，同时公司深化全球化布局。2024/25年，公司实现收入32.3亿港元，同比增长10.8%，实现本公司权益持有人应占溢利2.04亿港元，同比增长20.5%，业绩进入向上增长通道。公司AI领域布局在传统OEM、英伟达、CSP等多个客户方均取得不错进展，未来有望成为公司增收新引擎。我们预计公司2025/26、2026/27、2027/28年收入分别为34.5亿港元、45.0亿港元、54.0亿港元，本公司权益持有人应占溢利分别为2.5亿港元、4.7亿港元、6.6亿港元，对应PE 22x、12x、8x，首次覆盖，给予“买入评级”。

图表 23：公司盈利预测（收盘价选取2025年10月21日）

	2023/24	2024/25	2025/26E	2026/27E	2027/28E
营业收入（百万港元）	2,915.98	3,231.33	3,453.12	4,500.01	5,400.21
YoY(%)	-24.47	10.81	6.86	30.32	20.00
本公司权益持有人应占溢利（百万港元）	169.66	204.48	245.69	468.38	657.02
YoY(%)	-56.07	20.52	20.15	90.64	40.27
EPS(摊薄/港元)	0.084	0.101	0.122	0.232	0.325
P/E(倍)	5.90	7.71	22.38	11.74	8.37

目录

一、公司是全球领先的服务器机壳供应商

二、AI服务器业务有望成为未来增收新引擎

三、盈利预测与投资建议

四、风险提示

风险提示

- 全球经济下滑等影响下游终端客户需求的风险。若宏观经济状况不及预期，可能压制下游采购需求，并可能导致库存积压，影响公司产品需求。
- AI业务发展不及预期的风险。AI拉动公司新一代服务器机壳等相关产品需求，若后续AI发展增速不及预期或者公司AI领域拓展不及预期，可能影响公司业务未来增长。
- 客户集中度过高的风险。公司对主要客户的依赖度较高，若主要客户需求减少，或公司在其他客户的开拓不及预期，可能对公司收入有较大影响。
- 盈利能力不及预期的风险。若上游原材料涨价，或贸易政策加剧供应链波动将导致毛利率降低。虽然公司在积极布局全球化供应链，但存在泰国工厂投入产出不及预期导致盈利能力不及预期的风险。
- 汇率波动的风险。公司在全球均有业务收入，汇率波动可能会对公司的海外收入和利润产生影响。虽然当前公司直接输往美国且须缴纳关税的货物占总收入约1%，但贸易政策和汇率的变动仍可能对公司未来整体业务产生影响。

图表24：嘉利国际敏感性分析

	2025/26E			2026/27E			2027/28E		
	悲观假设	中性假设	乐观假设	悲观假设	中性假设	乐观假设	悲观假设	中性假设	乐观假设
五金塑胶业务收入yoy	0.9%	10.9%	20.9%	36.6%	46.6%	56.6%	17.3%	27.3%	37.3%
五金塑胶业务毛利率	21.5%	22.5%	23.5%	24.5%	25.5%	26.5%	26.1%	27.1%	28.1%
电子专业代工业务收入yoy	-5.0%	0.0%	5.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	-5.0%	0.0%	5.0%
电子专业代工业务毛利率	3.3%	3.5%	3.7%	3.3%	3.5%	3.7%	3.3%	3.5%	3.7%
预计收入，百万港元	3,190.2	3,453.1	3,716.0	3,880.9	4,500.0	5,165.7	4,310.3	5,400.2	6,664.1
预计收入增长率	-1.3%	6.9%	15.0%	21.7%	30.3%	39.0%	11.1%	20.0%	29.0%
预计毛利率	15.1%	15.9%	16.6%	18.8%	19.6%	20.5%	20.8%	21.8%	22.8%
预计本公司权益持有人应占溢利，百万港元	191.4	245.7	303.4	340.3	468.4	613.8	425.3	657.0	940.2
预计本公司权益持有人应占溢利增长率	-6.4%	20.2%	48.4%	77.8%	90.6%	102.3%	25.0%	40.3%	53.2%

分析师介绍

阎贵成：TMT及海外研究组组长，通信行业首席分析师，北京大学学士、硕士，7年中国移动工作经验，2017年加入中信建投证券研究发展部通信团队。目前专注于人工智能、云计算、物联网、5G/6G、光通信、运营商等领域研究，2019年以来曾多次获得证券行业各大评选的通信行业第一名，如新财富、水晶球、金麒麟、上证报、Wind等。

杨伟松：中信建投科技前瞻组首席分析师，南京大学理学学士，浙江大学工学硕士。6年光通信行业研发及管理经验，曾就职于光通信头部企业Coherent。2022年2月加入中信建投，主要从事人工智能硬件和海外科技板块的研究。

汪洁：中信建投科技前瞻组分析师，华东师范大学理学学士，复旦大学理学硕士。曾就职于长城证券、浙商证券。2023年5月加入中信建投。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层

电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处
广电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼

电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charlene.liu@csc.hk