

科大讯飞 (002230.SZ)

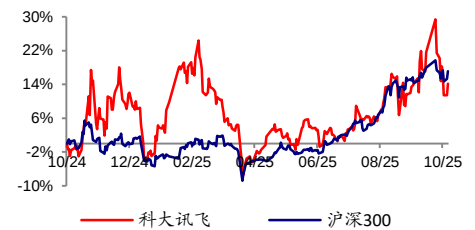
25Q3 营收稳步增长, AI 相关产品服务持续驱动

公司评级	增持
当前价格	52.60 元
合理价值	67.05 元
报告日期	2025-10-21

核心观点:

- **公司披露三季报。**25 年前三季度, 公司实现营收 169.9 亿元, 同比增长 14.4%; 归母净利润为-6668 万元, 亏损同比缩窄 80.6%。
- **25 年前三季度, 公司营收稳步增长。**25 年前三季度, 公司营收 169.9 亿元, 同比增长 14.4%, 上年同期 148.5 亿元。根据公司 25 年三季报, 25 年 1-9 月, 科大讯飞大模型相关项目的中标数量和金额在行业中均排名第一。此外, 25 年上半年, 公司的 AI 学习机的收入保持翻番增长。在讯飞星火大模型的加持下, 公司 B 端和 C 端 AI 大模型相关业务商业化快速拓展, 从而实现前三季度营收的稳步增长。
- **销售费用快速增长, 支持 B 端和 C 端业务拓展。**25 年前三季度, 公司销售费用 32.3 亿元, 同比增长 26.4%。一方面, 公司在面向 B 端 AI 大模型的商业拓展中, 加强销售资源的投入来争取客户; 另一方面, 公司加强学习机、办公本等 C 端产品的销售投入。我们认为, 当前公司 AI 大模型产品仍处于商业化的早期阶段, 加大销售投入有利于其产品的商业化拓展。在其 AI 大模型产品和服务在消费者以及部分标杆客户获得认可后, 后续投入的研发费用或呈现边际减少趋势。
- **25Q3, 公司利润释放。**25Q3, 公司归母净利润为 1.7 亿元, 同比增加 202.4%, 环比实现扭亏为盈。在营收保持稳步增长的同时, 公司控制研发和管理相关费用的增长, 推动公司利润释放。此外, 政府补助的增加也对公司利润有一定贡献。25 年前三季度, 公司其他收益为 7.9 亿元, 同比增长 48.1%。
- **盈利预测与投资建议。**预计 25-27 年 EPS 为 0.40、0.56、0.62 元/股。参考可比公司估值, 给予 26 年 120 倍 PE, 对应合理价值 67.05 元/股, 给予“增持”评级。
- **风险提示。**AI 大模型商业化落地节奏以及竞争格局的不确定性; 财政支出状况和客户区域集中度的挑战; C 端业务增长不达预期的风险。

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002



SFC CE No. BNX004



021-38003675

gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师:

周源



SAC 执证号: S0260523040001



0755-23948351



shzhouyuan@gf.com.cn

请注意, 周源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:

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,650	23,343	27,718	33,377	40,205
增长率 (%)	4.4%	18.8%	18.7%	20.4%	20.5%
EBITDA	2,839	3,796	3,384	3,747	4,056
归母净利润	657	560	914	1,292	1,426
增长率 (%)	17.1%	-14.8%	63.2%	41.3%	10.4%
EPS (元/股)	0.28	0.24	0.40	0.56	0.62
市盈率 (P/E)	163.4	199.4	133.0	94.1	85.3
ROE (%)	3.9%	3.1%	5.0%	6.8%	7.1%
EV/EBITDA	38.3	29.8	35.7	32.3	30.0

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

一、公司披露 2025 年三季报

25年前三季度，公司实现营收169.9亿元，同比增长14.4%；归母净利润为-6668万元，亏损同比缩窄80.6%；扣非归母净利润为-3.4亿元，亏损同比缩窄27.8%。

25年第三季度，公司实现营收60.8亿元，同比增长10.0%；归母利润为1.7亿元，同比增加202.4%；扣非归母净利润为2624万元，同比增加76.5%。

（一）简评

- 1. 25年前三季度，公司营收稳步增长。**25年前三季度，公司营收 169.9 亿元，同比增长 14.4%，上年同期 148.5 亿元。根据公司 25 年三季报，25 年 1-9 月，科大讯飞大模型相关项目的中标数量和金额在行业中均排名第一。其中，第三季度科大讯飞大模型相关项目的中标金额为 5.45 亿元。此外，以学习机为代表的智能硬件产品也有较好的商业拓展。25 年上半年，公司的 AI 学习机的收入保持翻番增长。在讯飞星火大模型的加持下，公司 B 端和 C 端 AI 大模型相关业务商业化快速拓展，从而实现前三季度营收的稳步增长。
- 2. 销售费用快速增长，支持 B 端和 C 端业务拓展。**25 年前三季度，公司销售费用 32.3 亿元，同比增长 26.4%。一方面，公司在面向 B 端 AI 大模型的商业拓展中，加强销售资源的投入来争取客户；另一方面，公司为加强学习机、办公本等 C 端产品的商业拓展，也增强了线上和线下的销售力量。我们认为，当前公司 AI 大模型产品仍处于商业化的早期阶段，加大销售投入有利于其产品的商业化拓展。在其 AI 大模型产品和服务在消费者以及部分标杆客户获得认可后，后续投入的研发费用或呈现边际减少趋势。
- 3. 公司重视 AI 大模型基础技术迭代，研发投入持续。**2025 年前三季度，公司研发费用 31.9 亿元，同比增加 5.0%。在持续研发投入下，公司 AI 大模型持续迭代。7 月 25 日，基于全国产算力训练的“讯飞星火 X1”升级版正式上线，实现了与 OpenAI o3 的对标。讯飞星火大模型在持续降低幻觉率的同时，不断加强行业实践应用，并且已经在教育和医疗等场景的落地过程中体现出技术和产品的优势。
- 4. 25Q3, 公司利润释放。**25Q3, 公司归母净利润为 1.7 亿元，同比增加 202.4%，环比实现扭亏为盈。在营收保持稳步增长的同时，公司控制研发和管理相关费用的增长，推动公司利润释放。此外，政府补助的增加也对公司利润有一定贡献。25 年前三季度，公司其他收益为 7.9 亿元，同比增长 48.1%。

表 1: 季度财务关键数据 (单位: 百万元)

财报数据 (百万元)	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
营业收入	5,678.33	5,524.99	8,493.56	4,657.82	6,253.12	6,078.5
营业成本	3,318.56	3,265.27	4,549.01	2,786.25	3,735.31	3,624.08
销售费用	861.16	926.84	1,530.35	930.98	1,155.07	1,140.58
管理费用	232.49	286.14	557.15	353.33	274.55	282.26
研发费用	1,090.31	1,104.58	854.49	946.96	1,120.58	1,120.34
财务费用	29.68	45.56	24.98	36.38	41.09	44.26
投资净收益	-9.6	0.47	91.06	24.05	-3.33	1.98
营业利润	-207.42	55.3	757.85	-187.55	-214.96	173.81
归母公司净利润	-100.2	56.96	903.87	-193.25	-45.68	172.25
扣非净利润	-42.56	14.87	656.37	-227.81	-136.36	26.24
主要比率						
毛利率	41.56%	40.90%	46.44%	40.18%	40.26%	40.38%
销售费用率	15.17%	16.78%	18.02%	19.99%	18.47%	18.76%
管理费用率	4.09%	5.18%	6.56%	7.59%	4.39%	4.64%
研发费用率	19.20%	19.99%	10.06%	20.33%	17.92%	18.43%
营业利润率	-3.65%	1.00%	8.92%	-4.03%	-3.44%	2.86%
归母净利率	-1.76%	1.03%	10.64%	-4.15%	-0.73%	2.83%
YoY						
营业收入	14.62%	15.77%	20.71%	27.74%	10.12%	10.02%
归母净利润	-176.21%	120.87%	62.00%	35.68%	54.41%	202.40%
扣非净利润	-225.08%	173.64%	48.38%	48.29%	-220.42%	76.50%
QoQ						
营业收入	55.73%	-2.70%	53.73%	-45.16%	34.25%	-2.79%
归母净利润	66.65%	156.85%	1,486.81%	-121.38%	76.36%	477.12%
扣非净利润	90.34%	134.93%	4,315.12%	-134.71%	40.14%	119.24%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

(二) 主要财务数据分析

- 2025 年前三季度, 公司毛利率为 40.28%, 同比减少 0.2 个百分点。
- 期间费用:
 - 2025 年前三季度, 销售费用 32.3 亿元, 同比增加 26.4%, 销售费用率 19.0%, 上年同期 17.2%;
 - 2025 年前三季度, 管理费用 9.1 亿元, 同比增加 1.3%, 管理费用率 5.4%, 上年同期 6.0%;
 - 2025 年前三季度, 研发费用 31.9 亿元, 同比增加 5.0%, 研发费用率 18.8%, 上年同期 20.5%。

3. 现金流:

- (1) 2025年前三季度, 经营现金流净额1.2亿元, 上年同期-8.2亿元。2025年前三季度, 公司销售商品、提供劳务收到的现金为174.4亿元, 同比增加16.3%; 购买商品、接受劳务支付的现金为109.2亿元, 同比增加3.5%。
 - (2) 2025年前三季度, 投资现金流净额-22.4亿元, 上年同期-23.8亿元;
 - (3) 2025年前三季度, 筹资现金流净额17.6亿元, 上年同期23.7亿元。
4. 截至 2025 年三季度末, 公司应收账款 159.1 亿元, 较 2024 年底增加 12.5 亿元;
5. 截至 2025 年三季度末, 公司合同负债 7961 万元, 较 2024 年底的 89 万元大幅增长。
6. 单季度看, 25Q3, 公司营收 60.8 亿元, 同比增长 10.0%。25Q3 经营活动现金流量净额为 8.9 亿元, 其中, 销售商品、提供劳务收到的现金 70.8 亿元; 购买商品、接受劳务支付的现金 42.4 亿元。

二、盈利预测与投资建议

分业务预测的关键假设：

- 智慧教育：**25年以来，公司加大学习机等智能硬件的商业拓展，但面向学校和教育部门的业务拓展仍受限于财政支出，总体而言，我们预计，25-27年该业务保持21%的营收平均增速；
- 智慧医疗：**在讯飞星火医疗大模型的加持下，面向地方卫健委和医院的AI产品和服务持续落地推动该业务增长。我们预计，25-27年该业务保持20%的营收平均增速；
- 开放平台及消费者业务：**一方面，讯飞星火生态相关开发者持续增长，另一方面，办公本、翻译机等C端产品推成出新，取得了较好的商业化成果。我们预计，25-27年该业务营收增速分别为28%、22%和20%；
- 智慧城市：**该业务的商业拓展受限于地方财政预算。此外，公司也主动优化和调整该业务的投入，减少对部分回款较慢、利润率较低的项目投入。我们预计，25-27年该业务营收增速分别为-10%、-7%和-5%；
- 运营商业务：**与运营商合作的语音通话服务商业化落地效果有限，且受到其他社交平台软件的冲击。我们预计，25-27年该业务营收增速分别为-10%、-5%和0%；
- 智慧汽车：**公司智能语音产品已获得部分车型的定点，随着搭载公司智能语音产品的汽车不断推出和落地，该业务有望持续增长。我们预计，25-27年该业务保持20%的营收平均增速；
- 企业AI解决方案：**基于讯飞星火大模型的企业级解决方案在金融、能源等行业已经落地了部分标杆客户，随着相关行业客户对公司AI大模型付费意愿和能力的增强，该业务有望快速增长。我们预计，25-27年该业务营收增速分别为130%、100%和60%。

表 2：分业务预测表

		2024A	2025E	2026E	2027E
1.智慧教育	收入（百万元）	7229.27	8747.41	10584.37	12807.08
	同比增速	29.94%	21.00%	21.00%	21.00%
	毛利率	54.94%	55.00%	54.00%	53.00%
2.智慧医疗	收入（百万元）	691.57	829.89	995.86	1195.04
	同比增速	28.18%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	55.00%	50.00%	50.00%	50.00%
3.开放平台及消费者业务	收入（百万元）	7885.98	10094.05	12314.74	14777.69
	同比增速	27.51%	28.00%	22.00%	20.00%
	毛利率	27.00%	28.00%	29.00%	29.00%
4.智慧城市	收入（百万元）	3616.75	3255.07	3027.22	2875.86
	同比增速	-8.05%	-10.00%	-7.00%	-5.00%
	毛利率	35.00%	33.00%	32.00%	30.00%
5.运营商	收入（百万元）	1901.15	1711.03	1625.48	1625.48
	同比增速	-9.31%	-10.00%	-5.00%	0.00%
	毛利率	45.00%	43.00%	42.00%	42.00%

	收入（百万元）	988.75	1186.5	1423.81	1708.57
6.智慧汽车	同比增速	42.16%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	68.00%	66.00%	65.00%	64.00%
	收入（百万元）	642.69	1478.18	2956.35	4730.17
7.企业 AI 解决方案	同比增速	122.56%	130.00%	100.00%	60.00%
	毛利率	70.00%	68.00%	66.00%	64.00%
	收入（百万元）	321.43	337.5	354.38	372.1
8.主营业务其他	同比增速	8.87%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	60.01%	60.00%	60.00%	60.00%
	收入（百万元）	65.51	78.62	94.34	113.21
9.其他业务	同比增速	23.39%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	52.01%	52.00%	52.00%	52.00%
	收入（百万元）	23343.09	27718.25	33376.55	40205.18
合计	同比增速	18.79%	18.74%	20.41%	20.46%
	毛利率	42.63%	42.91%	43.67%	43.82%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

预计25-27年，公司营收为277.2亿元、333.8亿元、402.1亿元，同比增长18.7%、20.4%、20.5%；归母净利润9.1亿元、12.9亿元、14.3亿元；EPS为0.40、0.56、0.62元/股。

科大讯飞是国内人工智能技术应用领域的头部厂商，由于国内外均缺少业务布局与科大讯飞较一致的公司，我们选取AI领域的第四范式、拓尔思和虹软科技作为可比公司。

1. 与这三家公司相比，科大讯飞在AI大模型领域投入较大，产品迭代节奏较快，具有较高的技术壁垒，并在教育、智能硬件等领域的商业落地上已取得一定领先优势，市场地位较高，具有一定的格局溢价。

2. 其次，科大讯飞的AI相关产品和服务已经在教育、医疗、汽车、金融、运营商等多个行业落地，具有一定的客户基础。相较于可比公司，科大讯飞的下游覆盖面更为广阔，其面对的潜在市场空间更大。

3. 最后，相较于可比公司主要面向B端推进AI业务的商业化，公司的学习机、办公本等面向C端的智能硬件产品贡献营收比例持续提升，并且和B端业务形成交叉销售，B端+C端的综合布局和协同效应使得公司的相对优势更加凸显。

综合考虑公司行业地位、竞争优势以及下游覆盖面等因素，在参考可比公司估值水平基础上，给予公司26年120倍PE，对应合理价值为67.05元/股，给予“增持”评级。

表 3：科大讯飞可比公司PE估值情况（市值统计截至2025.10.21收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值	净利润（百万元）			PE估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
第四范式	06682.HK	AI工具类软件	277亿港元	-268.8	22.7	262.2	-	1114.5	96.4
拓尔思	300229.SZ	NLP	172亿人民币	-94.2	61.5	83.2	-	280.2	207.2
虹软科技	688088.SH	机器视觉	200亿人民币	176.7	245.2	325.2	87.6	81.4	61.4

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：第四范式、拓尔思和虹软科技的盈利预测来自 Wind 一致预测。

三、风险提示

（一）AI大模型商业化落地节奏以及竞争格局的不确定性

AI大模型在不同行业落地节奏受到行业监管、数据安全以及对幻觉容错度的影响。此外，公司开发的星火大模型也面临阿里巴巴的通义千问、字节跳动的豆包等互联网厂商开发的大模型的激烈竞争。

（二）财政支出状况和客户区域集中度的挑战

公司的智慧教育和智慧城市业务都在一定程度上依赖财政支出。若财政预算不足，相关业务拓展或受影响。此外，公司较大比例营收集集中于华东地区。教育、医疗、智慧城市相关业务向其他地区拓展或面临挑战。

（三）C端业务增长不达预期的风险

学习机、办公本等C端产品的商业拓展受限于消费者可支配的支出，以及对于智能硬件产品的支付意愿。若消费者对智能硬件产品的消费意愿和消费能力不强，公司的C端业务的商业拓展计划或受影响。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	21,200	24,062	26,743	28,091	28,913
货币资金	3,563	3,387	5,353	4,782	3,691
应收及预付	13,918	16,646	17,634	19,276	20,872
存货	2,459	2,847	2,857	3,134	3,451
其他	1,261	1,183	900	900	900
非流动资产总额	16,631	17,417	15,208	14,310	14,041
长期股权投资	1,437	1,539	1,500	1,500	1,500
固定资产	4,394	5,037	5,449	4,752	4,683
在建工程	1,241	1,033	1,033	1,033	1,033
使用权资产	358	511	511	511	511
无形资产	3,117	2,917	2,717	2,517	2,317
其他	6,085	6,380	3,998	3,998	3,998
资产总额	37,831	41,479	41,951	42,402	42,954
流动负债总额	12,908	15,359	15,271	15,504	15,521
短期借款	243	310	0	0	0
应付及预收	9,033	10,748	11,171	11,404	11,421
其他	3,632	4,301	4,100	4,100	4,100
非流动负债总额	7,192	7,405	7,460	6,965	6,712
长期借款	4,555	4,673	4,700	4,205	3,952
应付债券	0	0	0	0	0
其他	2,637	2,732	2,760	2,760	2,760
负债总额	20,099	22,764	22,731	22,469	22,233
股本	2,315	2,312	2,312	2,312	2,312
其他	14,717	15,482	16,030	16,805	17,661
归母权益合计	17,032	17,793	18,342	19,117	19,972
少数股东权益	700	921	878	816	749
负债和股东权益	37,831	41,479	41,951	42,402	42,954

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,650	23,343	27,718	33,377	40,205
营业成本	11,267	13,391	15,824	18,802	22,586
营业税金及附加	126	144	172	207	249
销售费用	3,584	4,083	5,128	6,008	7,237
管理费用	1,370	1,455	1,663	2,003	2,412
研发费用	3,481	3,892	4,435	5,507	6,634
财务费用	15	135	256	245	226
资产信用减值损失	-762	-1,072	-830	-860	-1,000
公允价值变动收益	80	-22	-20	-20	-20
投资收益	205	93	90	90	90
营业利润	429	282	288	623	739
营业外收支	-9	-53	60	60	60
利润总额	420	229	348	683	799
所得税费用	-193	-278	-523	-547	-559
合并净利润	613	507	871	1,230	1,358
少数股东损益	-44	-53	-44	-62	-68
归母净利润	657	560	914	1,292	1,426
EPS (元/股)	0.28	0.24	0.40	0.56	0.62

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	350	2,495	3,196	1,898	1,870
合并净利润	613	507	871	1,230	1,358
折旧摊销	1,930	2,385	2,088	2,097	2,169
营运资金变动	-2,566	-1,245	-1,057	-2,447	-2,795
其他	0	0	-58	0	0
投资活动现金流净额	-3,979	-3,305	75	-1,222	-1,922
资本性开支	-4,060	-3,215	-764	-1,300	-2,000
投资	40	-163	464	0	0
其他	41	72	376	78	78
融资活动现金流净额	2,830	539	-1,029	-1,246	-1,039
股本融资	192	544	0	0	0
债权融资	3,300	718	-404	-495	-253
股利分配与偿付利息	-316	-406	-612	-751	-786
其他	-347	-317	-14	0	0
现金净增加额	-790	-272	2,242	-571	-1,091
期初现金余额	4,173	3,383	3,111	5,353	4,782
期末现金余额	3,383	3,111	5,353	4,782	3,691

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	4.4%	18.8%	18.7%	20.4%	20.5%
营业利润增长率	45.2%	-34.2%	2.1%	116.2%	18.5%
归母净利润增长率	17.1%	-14.8%	63.2%	41.3%	10.4%
获利能力					
毛利率	42.7%	42.6%	42.9%	43.7%	43.8%
净利率	3.1%	2.2%	3.1%	3.7%	3.4%
ROE	3.9%	3.1%	5.0%	6.8%	7.1%
偿债能力					
资产负债率	53.1%	54.9%	54.2%	53.0%	51.8%
有息负债率	12.7%	12.0%	11.2%	9.9%	9.2%
流动比率	1.6	1.6	1.8	1.8	1.9
利息保障倍数	9.4	7.2	5.3	7.0	8.7
营运能力					
应收账款周转率	1.8	1.7	1.8	2.0	2.3
存货周转率	4.6	4.7	5.5	6.0	6.5
应付账款周转率	2.2	2.2	2.6	3.0	3.6
每股指标					
每股收益	0.28	0.24	0.40	0.56	0.62
每股净资产	7.36	7.70	7.93	8.27	8.64
每股经营现金流	0.15	1.08	1.38	0.82	0.81
估值比率					
PE	163.4	199.4	133.0	94.1	85.3
PB	6.3	6.3	6.6	6.4	6.1
EV/EBITDA	38.3	29.8	35.7	32.3	30.0

广发计算机行业研究小组

刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年加入广发证券发展研究中心。

吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年加入广发证券发展研究中心。

李婉云：资深分析师，西南财经大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

周源：资深分析师，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。

王钰翔：高级研究员，哥伦比亚大学运筹学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

戴亚敏：高级研究员，北京大学金融硕士，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	gfbzqyf@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。