

石基信息 (002153.SZ)

市场空间持续扩容、AI 打开新空间

核心观点:

- 从财务指标来看, 公司合同负债平稳增长, 经营性活动现金流净额季节性波动较明显。经营性活动现金流净额的较大波动主要有两点原因: 一是公司大部分业务都存在明显的季节性收入, 二是近两年零售业务回款速度明显有所放缓, 这主要系下游支付能力仍处于弱复苏, 因此对回款节奏有一定拖累。另一方面, 公司酒店信息系统管理业务回款节奏较好, 主要系客户体量较大, 且海外客户较多, 因此支付能力较强。
- 我们根据最新的酒店数据对石基信息的市场空间进行了测算。公司于今年成功和万豪集团签约, 我们认为, 公司在全球 Top 5 高星级酒店集团中独占两系, 进一步巩固了公司行业领先企业的地位, 为后续潜在高端酒店客户树立了更多标杆。和万豪的签约是超出市场预期的, 因此, 我们也根据最新的酒店数据对公司的市场空间重新进行了测算, 短中期石基酒店 IT 业务 ARR 规模测算为 137 亿元~181 亿元人民币。
- 公司 AI 持续突破, 打开新的成长空间。目前 AI 已实现应用于酒店系统, 中长期有望打卡成长天花板。根据公司投资者交流会议, 目前已开始利用 AI 帮助酒店营销, 按照利用 AI 营销工具产生订单的 GMC 的一定比例付费, 目前也已产生少量收入。同时, 公司 PMS、POS 产品中进行了 AI 的植入, 可以进行辅助预测。同时, 因为公司在云化中转型较为顺利, 所以超级 Agent 入口竞争的发展, 也有利于公司份额和地位提升。此外, 阿里为公司股东, 持股占比达 13%。
- 盈利预测与投资建议。我们预计 25-27 年营收为 33.54/38.52/44.60 亿元, 同比增速为 13.8%、14.8%、15.8%。参考可比公司, 我们给予公司 12X PS 估值倍数, 则公司每股合理价值约为 14.75 元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示。高端酒店集团采购及上线新产品的节奏的不确定性; 关税、地缘政治等外围扰动对公司业务拓展有不确定性; 商誉减值风险。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,749	2,947	3,354	3,852	4,460
增长率 (%)	5.9%	7.2%	13.8%	14.8%	15.8%
EBITDA	114	204	311	442	575
归母净利润	-105	-199	92	199	294
增长率 (%)	-	-	-	116.8%	47.7%
EPS (元/股)	-0.04	-0.07	0.03	0.07	0.11
市盈率 (P/E)	-	-	313.7	144.7	97.9
ROE (%)	-	-	1.3%	2.7%	3.9%
EV/EBITDA	193.6	74.6	76.9	53.5	40.5

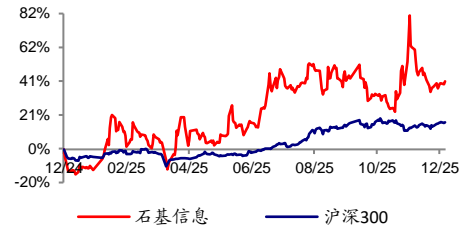
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	10.56 元
合理价值	14.75 元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-02

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

相关研究:

石基信息 (002153.SZ): 全球化进程不断突破、AI 有望实现赋能	2025-10-29
石基信息 (002153.SZ): ARR 快速增长, 全球化进程持续突破	2025-08-28
石基信息 (002153.SZ): 十年磨一剑, 全球化突破超预期	2025-06-06

联系人:

王钰翔 021-38003529

wangyuxiang@gf.com.cn

目录索引

一、石基信息近况更新	4
(一) 公司财务分析.....	4
(二) 全球化进程持续突破，市场空间持续扩容	8
二、盈利预测和投资建议.....	11
三、风险提示	11
(一) 高端酒店集团采购及上线新产品的节奏的不确定性	11
(二) 关税、地缘政治等外围扰动对公司业务拓展有不确定性	11
(三) 商誉减值风险.....	11

图表索引

图 1: 2019-2025Q1-3 公司营业收入 (单位: 亿元)	4
图 2: 2019-2025Q1-3 公司净利润 (单位: 亿元)	4
图 3: 2019-2025Q1-3 公司毛利率	5
图 4: 2019-2025Q1-3 公司费用率	5
图 5: 公司 23Q1-25Q3 合同负债及经营活动现金流净额比对 (单位: 亿元)	5
图 6: 公司销售商品、提供劳务收到的现金 (单位: 亿元)	5
图 7: 2019-2025Q1-3 公司分业务收入 (单位: 亿元)	6
图 8: 2019-2025Q1-3 公司季度收入 (单位: 亿元)	6
图 9: 19H1-25H1 公司分业务的半年度收入 (单位: 亿元)	7
图 10: 公司 20 年至 25H1ARR (单位: 百万元)	8
图 11: 受访酒店软件预算支出分布, 其中 PMS 占比达 26%	10
表 1: 2024 年境外主要高端、轻奢酒店集团下属酒店分布	8
表 2: 可比公司 PS 估值情况 (市值统计截止 2025.10.29 收盘)	11

一、石基信息近况更新

(一) 公司财务分析

公司营收近年来逐步回暖，受益于境内外酒店整体行业持续发展向好。营收方面，公司2022-2024年总营收稳步增长至29.5亿元，2025年Q1-3营收19.3亿元，同比-4.3%。净利润方面，公司2021-2024受疫情等因素整体拖累，21年及22年亏损扩大，但23年后逐步回归正轨。25年Q1-3公司净利润为0.52亿元，同比增长37.7%，增长主要系外币资产产生的汇兑收益较多及非经常性收益较多共同所致。

图 1：2019-2025Q1-3公司营业收入（单位：亿元）

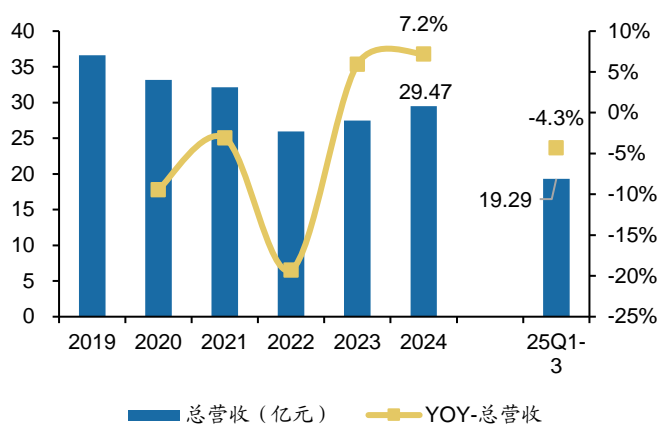
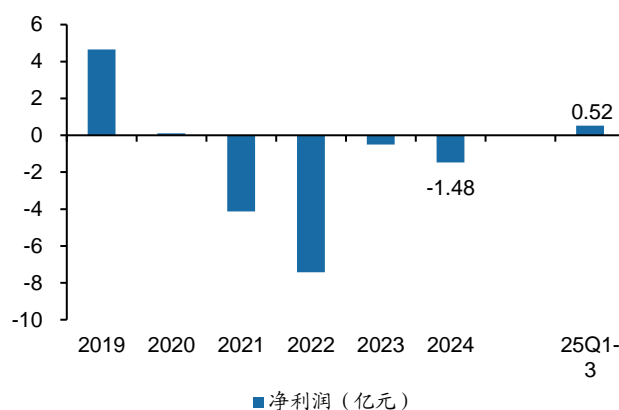


图 2：2019-2025Q1-3公司净利润（单位：亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司营业成本优化，各项费用管控加强。公司2025Q1-3毛利率达47.5%，24年毛利率为34.9%。分业务来看，毛利率的提高主要系公司在零售信息管理系统业务、旅游休闲系统业务、第三方硬件配套业务以及自有智能商用设备的营业成本下降。费用率方面，2024年公司管理、销售、研发费用率分别为22.5%、9.5%和8.3%，23年同期分别为24.1%、10.3%、10.9%，费用端管控加强。此外，25Q1-3的费用率较高主要系季度层面费用支出较平稳，而收入集中于四季度确认，导致年内费用率较高。

图 3：2019-2025Q1-3公司毛利率

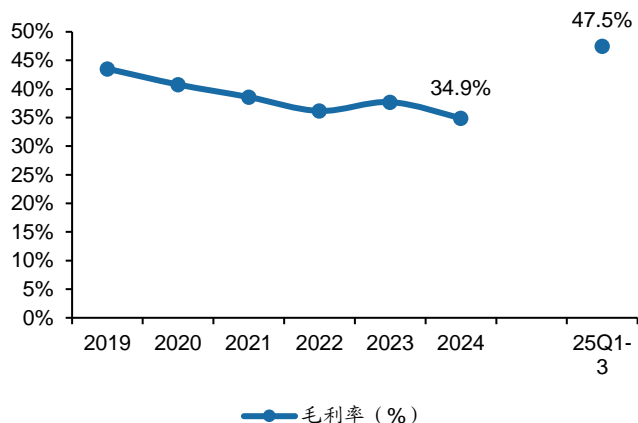
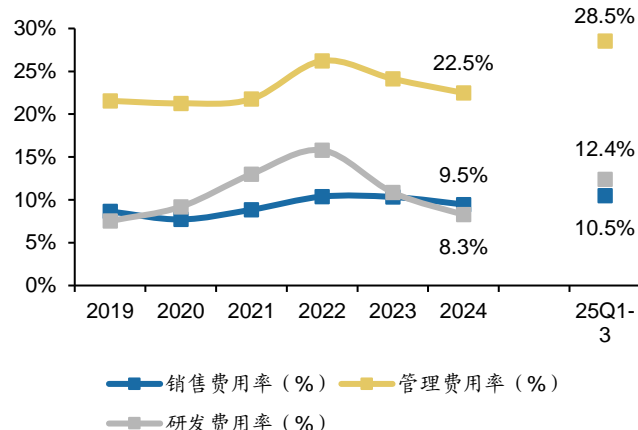


图 4：2019-2025Q1-3公司费用率

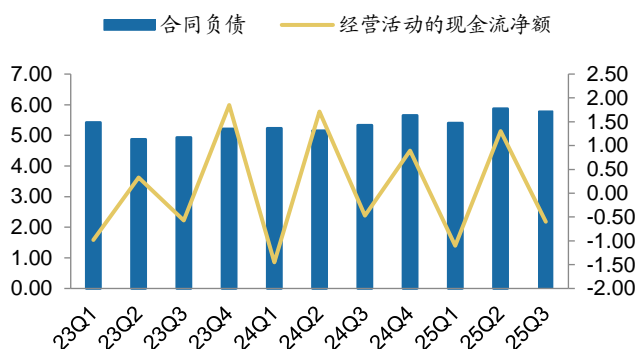


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

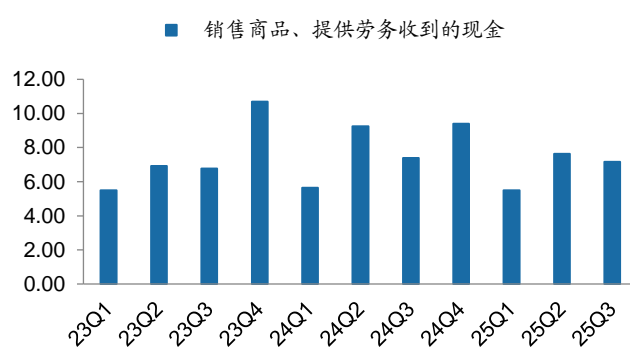
合同负债平稳增长，经营性活动现金流净额季节性波动较明显。从合同负债指标来看，近几个季度公司实现稳步向上增长，而经营性活动现金流净额的较大波动主要有两点原因：一是公司大部分业务都存在明显的季节性收入，二是近两年零售业务回款速度明显有所放缓，这主要系下游支付能力仍处于弱复苏，因此对回款节奏有一定拖累。另一方面，公司核心业务酒店信息系统管理业务回款节奏较好，主要系公司酒店系统业务客户体量较大，且海外客户较多，因此支付能力较强。同时，分半年度看酒店信息系统的收入数据，也可佐证这一点。公司季节性收入明显，大部分收入集中于Q4释放，而酒店信息系统业务近年来上半年所实现收入略高于下半年收入。

图 5：公司23Q1-25Q3合同负债及经营活动现金流净额对比（单位：亿元）



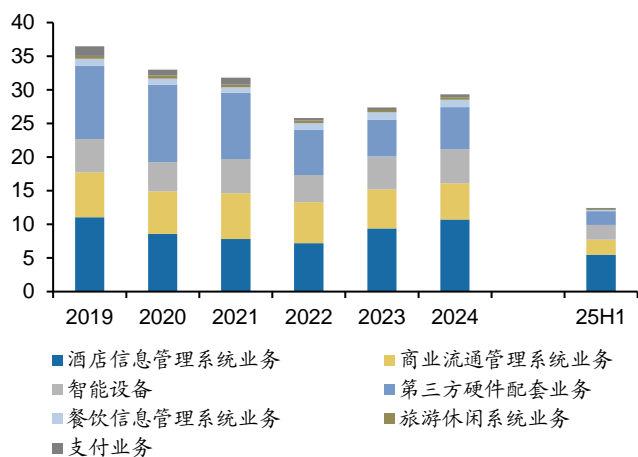
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：公司销售商品、提供劳务收到的现金（单位：亿元）



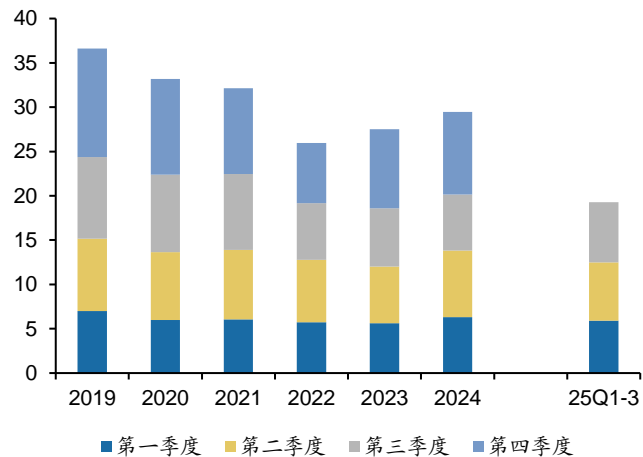
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7: 2019-2025Q1-3公司分业务收入 (单位: 亿元)



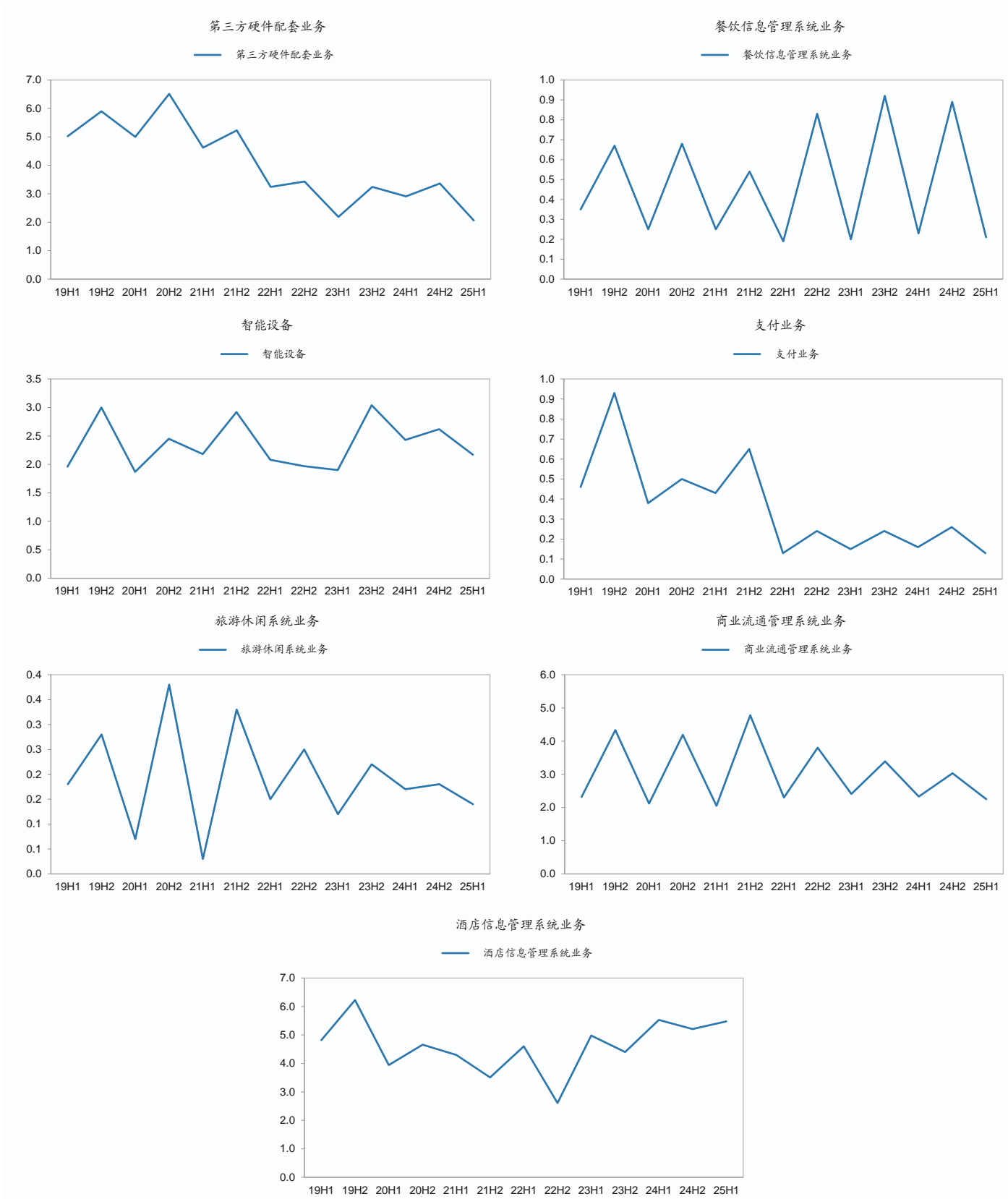
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 8: 2019-2025Q1-3公司季度收入 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 9：19H1-25H1公司分业务的半年度收入（单位：亿元）

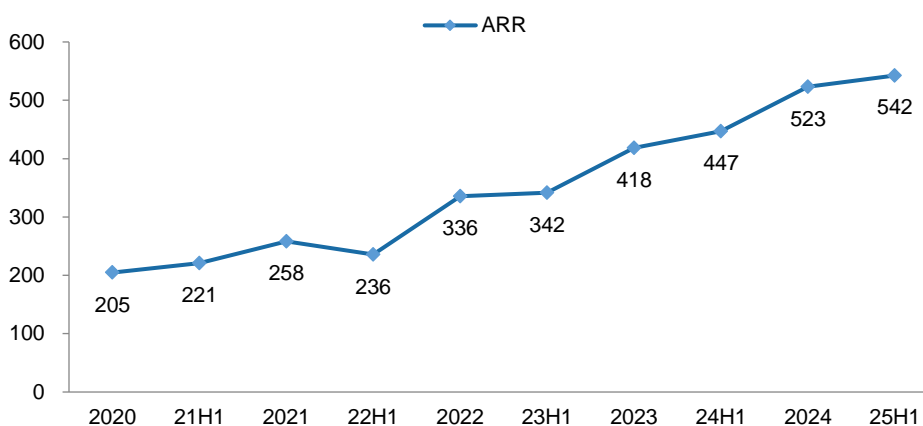


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）全球化进程持续突破，市场空间持续扩容

公司持续获得新签，全球化进程不断突破并超预期。公司核心云产品SEP、Infrasys Cloud、Reviewpro、石基企业平台等在持续大批量上线，公司25H1财报显示，公司SaaS业务年度可重复订阅费ARR同比增长21.4%，达到约5.4亿元。从全球化进程来看，根据公司25年6月5日的公告，公司于今年6月27日获得全球影响力第一的国际酒店集团万豪集团的认证，石基新一代云架构的企业级酒店信息系统产品Daylight PMS为其中国区首选云PMS。我们认为，通过和万豪集团的签约，在全球Top 5星级酒店集团中独占两系，进一步巩固了公司行业领先企业的地位，为后续潜在高端酒店客户树立了更多标杆。

图 10: 公司20年至25H1ARR (单位: 百万元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

同时，我们根据最新的酒店数据对石基信息的市场空间进行了测算：

以订阅付费为主的商业模式，现金流及合同负债将先于表观收入及利润改善，因此，现金流及合同负债变化是跟踪石基SEP及Infrasys POS上线的关键指标。

以近30家排名相对靠前的高端酒店市场为基础测算石基SEP及Infrasys POS市场空间。从价格看，这些酒店房间间夜价基本在100美元以上，在酒店业内具有较高的影响力。石基SEP、Infrasys POS的目标客户远不止这些，因此测算的空间偏谨慎。

表 1: 2024年境外主要高端、轻奢酒店集团下属酒店分布

酒店集团	总部所在地	酒店数 (个)	房间数 (间)
Marriot 万豪	美国	9131	1,667,331
Hilton 希尔顿	美国	8447	1,268,206
IHG 洲际	美国	6629	987,125
Wyndham 温德姆	美国	9286	902,987
Accor 雅高	法国	5682	850,285
Choice 精选	美国	7586	653,701
Keytel 凯特尔	西班牙	3615	350,655
Hyatt 凯悦	美国	1442	347,301

BWH 贝斯特韦斯特	美国	3862	334,077
HotelIRez 瑞智	英国	2972	194,369
Aimbridge 爱姆布瑞吉	美国	1051	155,905
Alliance 联盟	阿拉伯	851	150,277
Preferred 优选	美国	600	120,000
APA 阿帕	日本	862	119,991
GG	美国	1500	115,000
Ascott 雅诗阁	新加坡	654	105,551
Melia 美利亚	西班牙	362	93,982
Extended Stay America 美国长住	美国	841	92,510
Sonesta 索内斯塔	美国	1050	91,276
Minor 美诺	泰国	562	81,344
Toyoko Inn 东横	日本	355	78,144
Highgate 海格特	美国	428	76,505
Fattal 法塔尔	以色列	303	53,150
RIU 瑞优	西班牙	98	51,669
The Leading Hotel 顶级	美国	420	50,000
Archipelago 群岛	印尼	303	48,268
Strawberry 草莓	挪威	246	47,694
Caesars 凯撒	美国	46	45,000
Shangri-La 香格里拉	香港	106	42,600
Pyramid 金字塔	美国	199	41,000
总和	-	69489	9,215,903

数据来源：美国 2025 年 7 月《HOTELS》杂志，广发证券发展研究中心

石基SEP的潜在市场空间约157亿元人民币，核心假设条件：

- ① SEP实际是按照每间房/每个月的模式收费，参考国外PMS产品厂商订阅费并考虑石基SEP主要面向高端酒店，假设单价为20美元/间房/月；
- ② 上述29家高端酒店集团共约922万间客房；
- ③ 汇率1美元=7.1人民币。

Infrasys POS潜在市场空间约69亿元人民币，核心假设条件：

- ① POS实际的商业模式是基于每家酒店餐厅里面终端（收银+移动点餐）数量进行收费，参考市场POS硬件及相关价格且高端酒店单个餐厅所需终端数在15~20个，假设单个餐厅的打包收费在3~5万元/年。但不同档次酒店的餐厅数有一定差异，因此为简化计算，假设每家酒店每年POS的支出为10万元；
- ② 上述30家高端酒店集团共约6.9万家酒店。

并非仅有SEP与Infrasys，核心SEP的上线有望推动其他周围系统随之落地。公司围绕顶级酒店集团需求，打造下一代酒店运营及管理整体解决方案，IT产品维度不仅包括SEP、Infrasys，还包括高尔夫/水疗会员管理，以及后台的人力、财务、采购管

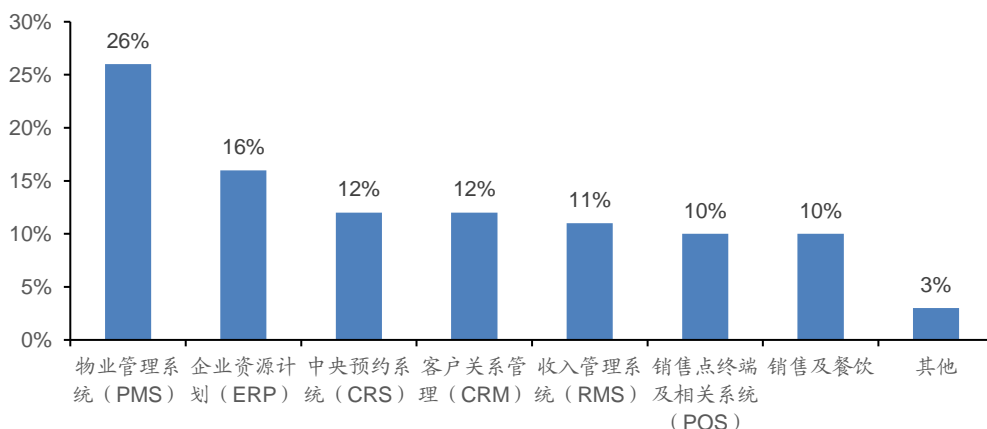
理等系统。随着核心SEP的上线，其他系统也有望随之落地。

短中期石基酒店IT业务ARR规模测算为137亿元~181亿元人民币，核心假设：

前文测算SEP潜在市场规模为157亿元人民币，假设石基SEP市占率为30%~40%，则其ARR约为47~63亿元人民币；

- ① 前文测算Infrasys POS潜在市场空间约69亿元人民币，假设石基POS市占率为70%~80%，则其ARR约为48~55亿元人民币；
- ② 如下图所示，PMS在酒店IT中的占比约26%，POS的占比约10%，则酒店IT整体规模约157/26%，或69/10%，按650亿元人民币测算；
- ③ 假设除PMS和POS外的IT系统，石基市占率在10%~15%，则该部分ARR为 $(650-157-69) * (10\% \sim 15\%) = 42-63$ 亿元人民币；
- ④ PMS+POS+其他IT系统合计约为137亿元~181亿元人民币。

图 11：受访酒店软件预算支出分布，其中PMS占比达26%



数据来源：Skift Research，广发证券发展研究中心

公司AI持续突破，打开新的成长空间。目前AI已实现应用于酒店系统，中长期有望打卡成长天花板。根据公司投资者交流会议，目前已开始利用AI帮助酒店营销，按照利用AI营销工具产生订单的GMC的一定比例付费，目前也已产生少量收入。同时，公司PMS、POS产品中进行了AI的植入，可以进行辅助预测。根据公司25年中报，公司已针对酒旅行业推出智能运营解决方案AI智能体eGenius，eGenius以六大垂直AI引擎——产品运营Agent、渠道运营Agent、用户运营Agent、活动运营Agent以及数据运营Agent组成“营销决策大脑网络”，深度赋能生态中的每一环节。同时，因为公司在云化中转型较为顺利，所以超级Agent入口竞争的发展，也有利于公司份额和地位提升。此外，阿里为公司股东，持股占比达13%。

二、盈利预测和投资建议

我们预计2025-2027年，公司营业总收入分别为33.54亿元、38.52亿元、44.60亿元，同比增速分别为13.8%、14.8%、15.8%；归母净利润分别为0.92亿元、1.99亿元、2.94亿元。

公司是国内酒店、餐饮、零售、休闲娱乐等大消费行业信息管理系统头部提供商，当前国际化及平台化转型持续推进，逐步有更多收入来自订阅模式，发展前景广阔。同时，产品研发及市场投入仍将保持一定强度，利润表现可能滞后，为更准确评估公司价值，我们使用PS估值方法对公司进行估值。公司成长的核心驱动为海外业务，而海外业务目前尚属早期阶段，从标杆客户的建立到最终收入的体现尚需一定时间，因此综合考虑，对应2025年收入，我们给予公司12X PS估值倍数，则公司每股合理价值约为14.75元/股，维持“买入”评级。

表 2: 可比公司PS估值情况 (市值统计截止2025.12.31收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (百万元)	收入 (亿元)		PS	
				2025E	2026E	2025E	2026E
金山办公	688111	办公软件	142,228	60.1	71.2	23.7	20.0
中望软件	688083	工业软件	11,555	9.9	11.4	11.7	10.1

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司盈利预测来自 WIND 一致预期

三、风险提示

(一) 高端酒店集团采购及上线新产品的节奏的不确定性

高端酒店集团是公司产品核心客户之一，如果采购及上线新产品的节奏低于预期，或将对公司业绩兑现产生不利影响。

(二) 关税、地缘政治等外围扰动对公司业务拓展有不确定性

国际化是公司发展战略之一，关税、地缘政治环境变化等外围扰动将对公司海外业务拓展带来不确定性，需要重点关注。

(三) 商誉减值风险

公司资产负债表中，商誉规模较大，如果商誉出现减值，将对公司业绩端产生不利影响。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	5,801	5,512	6,375	6,864	7,500
货币资金	4,540	4,238	4,919	5,176	5,524
应收及预付	638	636	765	877	1,014
存货	372	338	389	472	574
其他	252	300	302	339	386
非流动资产总额	3,892	3,935	3,487	3,490	3,509
长期股权投资	211	97	97	97	97
固定资产	623	582	629	688	763
在建工程	24	28	37	46	55
使用权资产	49	58	58	58	58
无形资产	1,430	1,361	1,296	1,231	1,166
其他	1,555	1,809	1,370	1,370	1,370
资产总额	9,692	9,447	9,862	10,354	11,008
流动负债总额	1,477	1,433	1,763	2,000	2,286
短期借款	6	0	0	0	0
应付及预收	822	812	970	1,108	1,275
其他	649	620	793	892	1,011
非流动负债总额	51	56	56	56	56
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	51	56	56	56	56
负债总额	1,528	1,489	1,819	2,057	2,343
股本	2,729	2,729	2,729	2,729	2,729
其他	4,617	4,368	4,419	4,619	4,913
归母权益合计	7,347	7,097	7,149	7,348	7,642
少数股东权益	818	861	894	950	1,023
负债和股东权益	9,692	9,447	9,862	10,354	11,008

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,749	2,947	3,354	3,852	4,460
营业成本	1,712	1,920	2,152	2,430	2,758
营业税金及附加	17	23	17	19	22
销售费用	284	279	275	304	350
管理费用	663	663	654	693	781
研发费用	298	244	235	270	306
财务费用	-182	-142	-48	-50	-53
资产信用减值损失	-44	-121	-25	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	32	-2	40	46	54
营业利润	-8	-125	142	293	422
营业外收支	-14	0	1	1	1
利润总额	-22	-125	143	294	423
所得税费用	28	23	19	38	55
合并净利润	-49	-148	124	255	368
少数股东损益	55	51	32	56	74
归母净利润	-105	-199	92	199	294
EPS (元/股)	-0.04	-0.07	0.03	0.07	0.11

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	63	67	453	460	574
合并净利润	-49	-148	124	255	368
折旧摊销	292	349	233	241	255
营运资金变动	-202	-254	111	4	-1
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-407	396	2,891	-203	-225
资本性开支	-470	-428	183	-249	-279
投资	-35	736	46	0	0
其他	97	89	2,662	46	54
融资活动现金流净额	-68	-71	-40	0	0
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	3	-3	0	0	0
股利分配与偿付利息	0	-99	0	0	0
其他	-71	32	-40	0	0
现金净增加额	-303	417	3,304	257	348
期初现金余额	1,501	1,198	1,615	4,919	5,176
期末现金余额	1,198	1,615	4,919	5,176	5,524

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	5.9%	7.2%	13.8%	14.8%	15.8%
营业利润增长率	-	-	-	106.5%	44.2%
归母净利增长率	-	-	-	116.8%	47.7%
获利能力					
毛利率	37.7%	34.9%	35.8%	36.9%	38.2%
净利率	-	-	3.7%	6.6%	8.2%
ROE	-	-	1.3%	2.7%	3.9%
偿债能力					
资产负债率	15.8%	15.8%	18.4%	19.9%	21.3%
有息负债率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.9	3.8	3.6	3.4	3.3
利息保障倍数	-	-	-	-	-
营运能力					
应收账款周转率	4.7	5.0	4.8	4.8	4.8
存货周转率	4.6	5.7	5.5	5.1	4.8
应付账款周转率	5.7	7.9	7.5	7.5	7.5
每股指标					
每股收益	-0.04	-0.07	0.03	0.07	0.11
每股净资产	2.69	2.60	2.62	2.69	2.80
每股经营现金流	0.02	0.02	0.17	0.17	0.21
估值比率					
PE	-	-	313.7	144.7	97.9
PB	3.6	2.7	4.0	3.9	3.8
EV/EBITDA	193.6	74.6	76.9	53.5	40.5

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。

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	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。