

# 先导智能 (300450.SZ)

## 业绩超预期，引领全固态电池量产新时代

### 核心观点：

- **25年公司归母净利润预计大幅增长，25Q4同比扭亏。**公司发布2025年业绩预告，归母净利润预计15-18亿元，同比增长424.3%-529.15%；扣非归母净利润预计14.8-17.8亿元，同比增长310.8%-394.1%。按照归母净利润中枢计算，公司25Q4归母净利润约为4.64亿元，环比增长4%，同比实现扭亏（24Q4归母净利润为-3.22亿元）。
- **动力+储能双重驱动下，锂电下游需求持续复苏。**根据公司业绩预告，2025年全球动力电池市场持续回暖，储能领域需求强劲增长，行业整体需求持续复苏。随着国内头部电池企业开工率提升、扩产节奏有序加快，公司订单规模同比快速回升，订单交付与项目验收节奏同步提速，推动了公司业绩的筑底回升与快速增长，盈利能力明显提升。
- **锂电设备市场份额全球领先，成功打通全固态电池量产的全线工艺环节。**根据公司公众号，先导智能已成为全球最大的锂电池智能装备提供商，按2024年收入计算分别占据全球及中国锂电池智能装备市场份额15.5%和19.0%。固态电池新技术领域，公司已经打通全固态电池量产的全线工艺环节，实现全固态电池整线解决方案的交付，并先后向国内外多家知名电池制造商、汽车主机厂、新兴固态电池企业交付多套适配固态电池规模化产线的干法混料涂布设备，干法技术获头部客户认可。
- **盈利预测与投资建议：**23-24年行业需求等原因，公司经营承压，目前行业底部已现，公司报表层面已逐渐出清，25年公司迎来经营拐点。预计公司2025-2027年营业收入为146.5/185.6/235.5亿元，同期归母净利润为17.2/27.4/40.3亿元，结合可比公司的估值水平，考虑到公司为国内领先的锂电设备企业，受益于下游锂电周期复苏、储能需求扩张及固态电池新产业趋势等，我们给予公司26年归母净利润40倍PE估值，对应合理价值69.86元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济周期波动的风险；存货跌价的风险；下游需求波动风险。

### 盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16,628	11,855	14,650	18,565	23,546
增长率 (%)	19.4%	-28.7%	23.6%	26.7%	26.8%
EBITDA	3,472	1,790	2,854	4,017	5,441
归母净利润	1,775	286	1,719	2,735	4,026
增长率 (%)	-23.4%	-83.9%	500.9%	59.1%	47.2%
EPS (元/股)	1.13	0.18	1.10	1.75	2.57
市盈率 (P/E)	22.6	109.6	54.2	34.1	23.1
ROE (%)	15.0%	2.5%	13.4%	18.6%	23.0%
EV/EBITDA	10.5	17.5	31.3	21.8	15.5

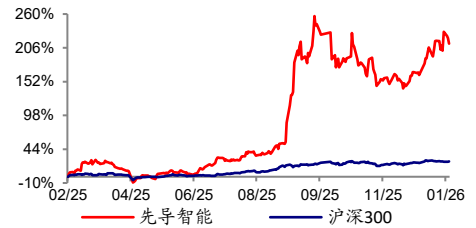
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	59.50元
合理价值	69.86元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-28

### 相对市场表现



### 分析师：

代川



SAC 执证号: S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

### 分析师：

孙柏阳



SAC 执证号: S0260520080002



021-38003680



sunboyang@gf.com.cn

### 分析师：

范方舟



SAC 执证号: S0260522080001



021-38003750



fanfangzhou@gf.com.cn

请注意，孙柏阳,范方舟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：

先导智能 (300450.SZ) : 锂电 2025-05-06

电设备龙头，25年有望迎经

营拐点

### 联系人：

许贝尔

xubeier@gf.com.cn

## 一、先导智能业务拆分与盈利预测

公司持续聚焦新能源和高端装备发展，在新能源汽车锂电池、储能电池、光伏电池、氢能电池等智能装备制造领域，公司持续专注研发与创新解决产业“卡脖子”装备难题，已成为全球新能源装备领域的龙头公司。公司目前主要产品包括锂电池设备、智能物流系统、光伏自动化生产配套设备、3C智能设备、其他主营业务：

**锂电设备：**公司是全球领先的高端锂电池设备及整体解决方案企业，掌握从制浆、涂布、辊压、模切、卷绕和叠片、组装以及化成检测的整线设备以及成套智能制造整体解决方案等核心技术，锂电智能装备的技术和性能达到世界先进水平。当前，考虑到2025年全球动力电池市场持续回暖，储能领域需求强劲增长，行业整体需求持续复苏；下游国内头部电池企业开工率提升、扩产节奏有序加快，整体行业景气度持续提升。基于公司的全球竞争力和份额扩张，同时叠加固态电池新技术后期有望带来大规模需求，预计25-27年公司锂电业务收入有望实现40%/30%/30%稳定增长；毛利率水平受益于固态等新技术加持稳中有升，25-27年分别为40%/41%/41%。

**光伏设备：**公司致力于光伏组件和电池端新工艺、新设备的研发、量产，掌握了光伏组件与电池设备的核心技术。公司深度布局TOPCon/XBC/HJT/钙钛矿等光伏智能制造整体解决方案，在下一代发展方向进行技术储备，目前公司在光伏领域的收入体量较小但处在快速份额扩张中，且公司的光伏设备工艺成熟、研发前置，规模效应体现，我们预计公司25-27年光伏设备业务收入增速分别为30%/30%/30%；毛利率方面保持稳定，25-27年分别为20%/20%/20%。

**3C智能设备：**在3C智能装备领域，公司子公司立导科技作为全球智能制造整体解决方案优选服务商，产品覆盖视觉测量、AI瑕疵检测、可靠性测试及3D组装，专注于全球智能汽车、消费电子与数字能源三大智能领域。目前AI及AI应用成为下一代智能终端的革命性变化，消费电子终端也将迎来重要革新，预计25-27年3C智能设备收入增速分别为30%/20%/20%，毛利率保持在35%左右。

**智能物流系统：**是公司核心能力的进一步延伸，目前主要集中在锂电、光伏、汽车等领域，25年上半年智能物流系统下滑较大，预计后续随着公司锂电等主业的持续恢复，有望重新回归增长趋势，预计25-27年智能物流业务收入增速分别为-40%/15%/10%，毛利率保持在22%左右。

表 1: 先导智能分业务收入和毛利预测

单位: 百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	16628.4	11855.1	14650.3	18564.8	23546.0
YOY	19.4%	-28.7%	23.6%	26.7%	26.8%
营业成本	10709.0	7708.1	9262.0	11577.6	14646.2
毛利率	35.6%	35.0%	36.8%	37.6%	37.8%
<b>锂电池设备</b>					
营业收入	12641.8	7688.6	10764.0	13993.2	18191.1
YOY	27.1%	-39.2%	40.0%	30.0%	30.0%
营业成本	7750.7	4694.6	6458.4	8256.0	10732.8
毛利率	38.7%	38.9%	40.0%	41.0%	41.0%
<b>智能物流系统</b>					
营业收入	1431.0	1867.3	1120.4	1288.5	1417.3
YOY	-15.6%	30.5%	-40.0%	15.0%	10.0%
营业成本	1332.6	1474.3	873.9	1005.0	1105.5
毛利率	6.9%	21.1%	22.0%	22.0%	22.0%
<b>光伏自动化生产配套设备</b>					
营业收入	1028.3	867.0	1127.1	1465.2	1904.8
YOY	121.9%	-15.7%	30.0%	30.0%	30.0%
营业成本	855.8	659.3	901.7	1172.2	1523.8
毛利率	16.8%	24.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>3C 智能设备</b>					
营业收入	698.5	688.8	895.4	1074.5	1289.4
YOY	15.3%	-1.4%	30.0%	20.0%	20.0%
营业成本	391.0	452.3	582.0	698.4	838.1
毛利率	44.0%	34.3%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>其他主营业务</b>					
营业收入	828.9	743.5	743.5	743.5	743.5
YOY	-32.3%	-10.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	379.1	427.6	446.1	446.1	446.1
毛利率	54.3%	42.5%	40.0%	40.0%	40.0%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 二、可比公司估值比较

可比公司方面，我们选择了锂电设备行业的公司先导智能、赢合科技、利元亨、杭可科技、海目星、联赢激光作为可比公司，具体如下：

- 赢合科技：**聚焦锂电设备前中段设备，为客户提供锂电池自动化装备以及电子烟业务。
- 杭可科技：**聚焦锂电设备后段设备，侧重充放电机、内阻测试仪等后处理系统核心设备的研发、生产，能提供锂电设备后段设备系统整体解决方案。
- 海目星：**聚焦锂电设备和光伏设备业务，具备整线布局能力。
- 联赢激光：**聚焦激光焊接设备，设备主要应用于电芯的激光焊接与电池PACK。
- 利元亨：**主要从事智能装备的研发、生产及销售，为锂电池、汽车零部件、ICT等行业的国内外知名企业提供高端装备和数智整厂解决方案，具备锂电设备整体解决方案能力。

可比公司之间的估值差异主要源于各公司涉及的设备产品布局不同。

表 2：可比公司 PE 估值情况

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE 估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
赢合科技	300457.SZ	前中段设备为主	183	503	645	880	24.7	30.7	22.5
杭可科技	688006.SH	后段检测	189	326	550	737	33.0	37.5	28.0
海目星	688559.SH	整线布局	151	-163	-432	410	-	-	41.3
联赢激光	688518.SH	激光焊接设备	106	166	260	399	32.7	43.5	28.4
利元亨	688499.SH	后段起家，整线布局	104	-1044	77	160	-	151.1	72.5

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（市值统计截止 20260128 收盘）

注：盈利预测均来自 Wind 一致预测。

我们预计先导智能2025-2027年营业收入为146.5/185.6/235.5亿元，同期归母净利润为17.2/27.4/40.3亿元，结合可比公司的估值水平，考虑到公司为国内领先的锂电设备企业，全链条布局锂电设备领域，同时受益于下游锂电周期复苏、储能需求扩张及固态电池新产业趋势等，我们给予公司26年归母净利润40倍PE估值，对应合理价值69.86元/股，维持“买入”评级。

### 三、风险提示

#### （一）宏观经济周期波动风险

公司主营产品的销售会受到宏观经济波动和下游行业周期性波动的影响。公司核心业务是锂电设备业务，与下游锂电池市场需求和固定资产投资密切相关。新能源及其设备制造行业在国家政策的大力支持下，继续保持快速增长，但是如果外部经济环境出现不利变化，或者上述影响市场需求的因素发生显著变化，豆浆对锂电池及其设备制造行业产生较大的影响。

#### （二）存货跌价风险

公司存货主要为原材料、在产品、库存商品及发出商品，存货规模占比较高。公司期末存货规模较大，主要受行业特点和精英模式所致。存货余额较高可能影响公司资金周转速度和经营活动的现金流量，降低资金使用效率。如果市场环境发生变化，或者其他难以预计的原因，导致存货无法顺利销售，或者存货价格出现大幅下跌的情况，会使公司面临存货跌价风险。

#### （三）管理风险

随着公司经营规模的不断扩大，对公司已有的战略规划、制度建设、营运管理等方面会带来较大的挑战。如果公司管理层不能及时调整公司管理体制，未能良好把我调整实际或者选任相关职位的管理人员决策不当，都可能阻碍公司业务的正常开展或错失发展机遇。

**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>30,690</b>	<b>30,571</b>	<b>33,825</b>	<b>39,624</b>	<b>44,436</b>
货币资金	3,669	4,230	5,910	7,536	10,163
应收及预付	12,228	10,713	12,249	13,915	14,966
存货	13,207	13,580	12,864	15,437	16,274
其他	1,586	2,048	2,802	2,736	3,034
<b>非流动资产总额</b>	<b>4,603</b>	<b>5,611</b>	<b>5,639</b>	<b>5,663</b>	<b>5,556</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,103	1,968	1,980	2,123	2,155
在建工程	439	424	504	474	445
使用权资产	435	383	353	323	293
无形资产	602	622	593	533	454
其他	2,024	2,215	2,210	2,210	2,210
<b>资产总额</b>	<b>35,293</b>	<b>36,183</b>	<b>39,464</b>	<b>45,287</b>	<b>49,992</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>22,990</b>	<b>21,665</b>	<b>24,423</b>	<b>28,637</b>	<b>31,031</b>
短期借款	184	1,667	290	254	123
应付及预收	21,532	18,543	22,678	27,268	30,000
其他	1,274	1,455	1,455	1,115	908
<b>非流动负债总额</b>	<b>456</b>	<b>2,939</b>	<b>2,262</b>	<b>1,962</b>	<b>1,462</b>
长期借款	0	2,477	1,800	1,500	1,000
应付债券	0	0	0	0	0
其他	456	462	462	462	462
<b>负债总额</b>	<b>23,446</b>	<b>24,603</b>	<b>26,685</b>	<b>30,598</b>	<b>32,493</b>
股本	1,566	1,566	1,566	1,566	1,566
其他	10,282	10,031	11,235	13,150	15,968
归母权益合计	11,848	11,598	12,801	14,716	17,534
少数股东权益	-1	-18	-22	-27	-35
<b>负债和股东权益</b>	<b>35,293</b>	<b>36,183</b>	<b>39,464</b>	<b>45,287</b>	<b>49,992</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>16,628</b>	<b>11,855</b>	<b>14,650</b>	<b>18,565</b>	<b>23,546</b>
营业成本	10,709	7,708	9,262	11,578	14,646
营业税金及附加	157	84	117	149	188
销售费用	451	362	396	483	542
管理费用	1,005	1,086	1,026	1,170	1,319
研发费用	1,676	1,671	1,685	1,856	2,119
财务费用	-39	-12	-10	-77	-134
资产信用减值损失	-1,162	-1,104	-660	-760	-819
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-7	-17	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,883</b>	<b>207</b>	<b>1,845</b>	<b>2,947</b>	<b>4,347</b>
营业外收支	28	-95	20	20	20
利润总额	1,911	112	1,865	2,967	4,367
所得税费用	140	-156	149	237	349
<b>合并净利润</b>	<b>1,771</b>	<b>268</b>	<b>1,716</b>	<b>2,730</b>	<b>4,018</b>
少数股东损益	-4	-18	-3	-5	-8
<b>归母净利润</b>	<b>1,775</b>	<b>286</b>	<b>1,719</b>	<b>2,735</b>	<b>4,026</b>
EPS (元/股)	1.13	0.18	1.10	1.75	2.57

**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>-863</b>	<b>-1,567</b>	<b>5,005</b>	<b>3,391</b>	<b>5,080</b>
合并净利润	1,771	268	1,716	2,730	4,018
折旧摊销	460	474	359	387	409
营运资金变动	-4,183	-3,239	2,179	-543	-209
其他	0	0	-130	-20	-80
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-212</b>	<b>-1,220</b>	<b>-235</b>	<b>-191</b>	<b>-431</b>
资本性开支	-552	-873	-441	-491	-431
投资	340	-373	-663	300	0
其他	0	26	869	0	0
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-1,152</b>	<b>3,846</b>	<b>-2,221</b>	<b>-1,574</b>	<b>-2,022</b>
股本融资	63	0	0	0	0
债权融资	189	4,584	-1,614	-696	-771
股利分配与偿付利息	-841	-565	-607	-878	-1,251
其他	-563	-173	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-2,186</b>	<b>1,076</b>	<b>2,549</b>	<b>1,626</b>	<b>2,627</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>4,471</b>	<b>2,285</b>	<b>3,360</b>	<b>5,910</b>	<b>7,536</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>2,285</b>	<b>3,360</b>	<b>5,910</b>	<b>7,536</b>	<b>10,163</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	19.4%	-28.7%	23.6%	26.7%	26.8%
营业利润增长率	-25.3%	-89.0%	791.1%	59.7%	47.5%
归母净利增长率	-23.4%	-83.9%	500.9%	59.1%	47.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.6%	35.0%	36.8%	37.6%	37.8%
净利率	10.6%	2.3%	11.7%	14.7%	17.1%
ROE	15.0%	2.5%	13.4%	18.6%	23.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	66.4%	68.0%	67.6%	67.6%	65.0%
有息负债率	0.5%	11.5%	5.3%	3.9%	2.2%
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
利息保障倍数	149.0	21.2	27.3	63.6	117.6
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.1	1.3	1.4	1.6	2.0
存货周转率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.9
应付账款周转率	2.7	2.0	2.0	2.0	2.3
<b>每股指标</b>					
每股收益	1.13	0.18	1.10	1.75	2.57
每股净资产	7.57	7.41	8.17	9.40	11.20
每股经营现金流	-0.55	-1.00	3.20	2.17	3.24
<b>估值比率</b>					
PE	22.6	109.6	54.2	34.1	23.1
PB	3.4	2.7	7.3	6.3	5.3
EV/EBITDA	10.5	17.5	31.3	21.8	15.5

## 广发机械行业研究小组

- 代川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：首席分析师，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 汪家豪：联席首席分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 范方舟：资深分析师，中国人民大学国际商务硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 王宁：资深分析师，北京大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 蒲明琪：资深分析师，纽约大学计量金融硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 黄晓萍：高级分析师，复旦大学金融硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 张智林：高级研究员，同济大学建筑学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 许贝尔：研究员，伦敦政治经济学院金融学硕士，2026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。