

长安汽车 (000625.SZ)

25 年扣非业绩符合预期，三大战略加速兑现

核心观点：

- **25 年扣非业绩符合预期，新能源品牌销量同比高增。** 公司发布 25 年年报，25 年实现营收 1640.0 亿元/同比+2.7%；扣非前后归母净利润 40.8、28.0 亿元，同比分别-44.3%、+8.0%；其中，25Q4 实现营收 490.7 亿元，同比+0.6%；扣非前后归母净利润 10.2、7.8 亿元，同比分别-72.7%、-14.3%。收入增速基本和批发销量增速匹配，根据中汽协，25 年合并报表 / 引力 / 启源 / 深蓝 / 阿维塔批发销量分别为 191.3/92.6/40.9/32.4/12.3 万辆，分别同比+5.8%、-13.0%、+42.1%、+43.7%、+124.2%。
- **25 年毛利率同比+0.6pct，加大海外布局致销售费用率提升。** 根据公司财报，公司 25 年毛利率 15.5%，同比+0.6pct，我们认为主要由于新能源品牌放量后规模效应逐步体现；归母净利率 2.5%/同比-1.3pct。期间费用率为 11.8%，同比+0.8pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.1%/2.8%/4.4%/-1.5%，同比+1.4/0/+0.3/-0.9pct，销售费用率同比增加的原因是公司加大海外渠道布局。
- **新央企助力体制机制创新，华为赋能+国际化+新能源化齐发力。** 根据交强险，2025 年公司自主乘用车终端销量份额为 5.9%/同比+0.2pct。根据长安汽车公众号，25 年 7 月，顺应国家战略，中国长安汽车集团成立，有利于决策效率提升，资源禀赋增强，加速国际化进程。
- **盈利预测与投资建议：** 自主长期耕耘与积累下已经带来了公司业务增长逻辑的成功转型，叠加公司机制体制的逐步优化。我们预计公司 26-28 年 EPS 分别为 0.42/0.63/0.77 元/股，考虑到公司正处于新能源转型突破期叠加潜在的出海盈利弹性，参考可比公司估值，我们给予 26 年 30XPE，对应合理价值 12.52 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 销量不及预期；战略转型不及预期；消费者需求快速变化。

盈利预测：

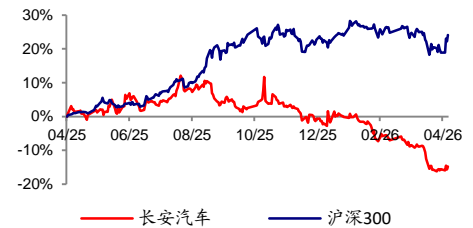
| 单位:人民币亿元 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,597 | 1,640 | 1,862 | 2,080 | 2,342 |
| 增长率 (%) | 5.6% | 2.7% | 13.5% | 11.7% | 12.6% |
| EBITDA | 90 | 79 | 84 | 108 | 127 |
| 归母净利润 | 73 | 41 | 41 | 62 | 76 |
| 增长率 (%) | -35.4% | -44.3% | 1.5% | 50.0% | 22.2% |
| EPS (元/股) | 0.74 | 0.41 | 0.42 | 0.63 | 0.77 |
| 市盈率 (P/E) | 18.1 | 28.9 | 24.2 | 16.1 | 13.2 |
| ROE (%) | 9.6% | 5.3% | 5.1% | 7.3% | 8.3% |
| EV/EBITDA | 7.7 | 8.2 | 4.9 | 3.2 | 2.0 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

| 公司评级 | 买入 |
|------|------------|
| 当前价格 | 10.10 元 |
| 合理价值 | 12.52 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2026-04-13 |

相对市场表现



| | |
|------|-------------------------|
| 分析师： | 周伟 |
| | SAC 执证号：S0260522090001 |
| | 021-38003684 |
| | gfzhwei@gf.com.cn |
| 分析师： | 闫俊刚 |
| | SAC 执证号：S0260516010001 |
| | 021-38003682 |
| | yanjungang@gf.com.cn |
| 分析师： | 陈飞彤 |
| | SAC 执证号：S0260524040002 |
| | SFC CE No. BWZ819 |
| | 021-38003726 |
| | gfchenfeitong@gf.com.cn |

请注意，周伟、闫俊刚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：

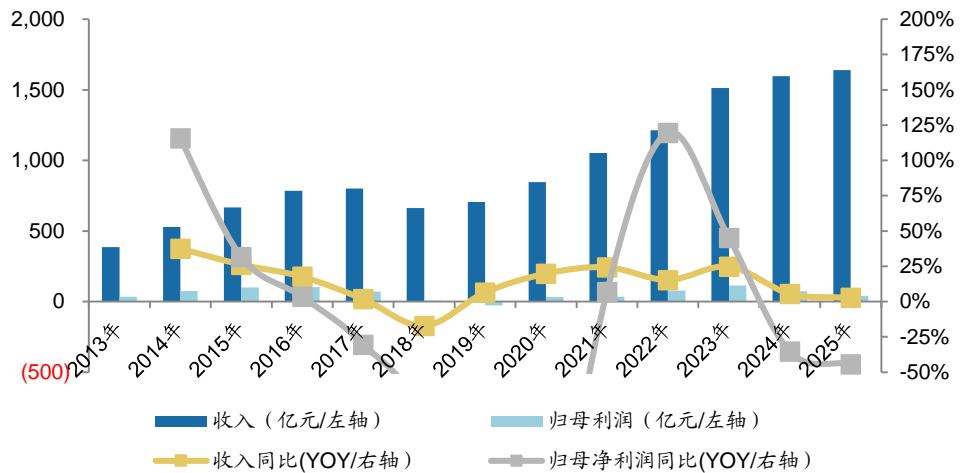
| | |
|--|------------|
| 长安汽车 | 2025-10-26 |
| (000625.SZ) :25Q3 毛利率环比改善，三大战略稳步推进 | |
| 长安汽车 | 2025-08-25 |
| (000625.SZ) :25H1 业绩短期承压，新央企成立助力体制机制创新 | |

请务必阅读末页的免责声明

一、25年扣非业绩符合预期，新能源品牌销量同比高增

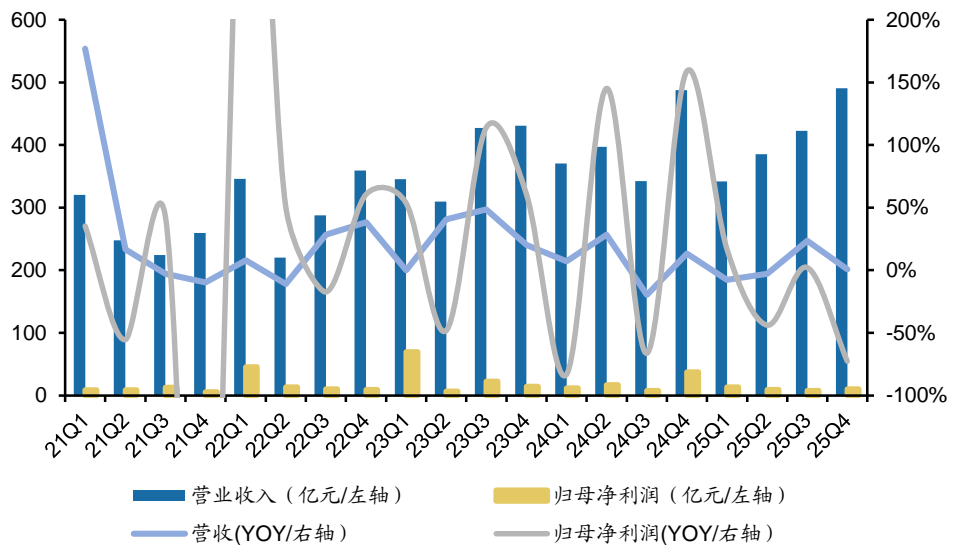
公司发布25年年报，25年实现营收1640.0亿元/同比+2.7%；扣非前后归母净利润40.8/28.0亿元，同比分别-44.3%、+8.0%；其中，25Q4实现营收490.7亿元/同比+0.6%；扣非前后归母净利润10.2/7.8亿元，同比分别-72.7%、-14.3%。收入增速基本和批发销量增速匹配，根据中汽协，25年合并报表/引力/启源/深蓝/阿维塔批发销量分别为191.3/92.6/40.9/32.4/12.3万辆，分别同比+5.8%、-13.0%、+42.1%、+43.7%、+124.2%。

图1：公司年度营收、归母净利润（亿元）及同比增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图2：公司单季度营收、归母净利润（亿元）及同比增速

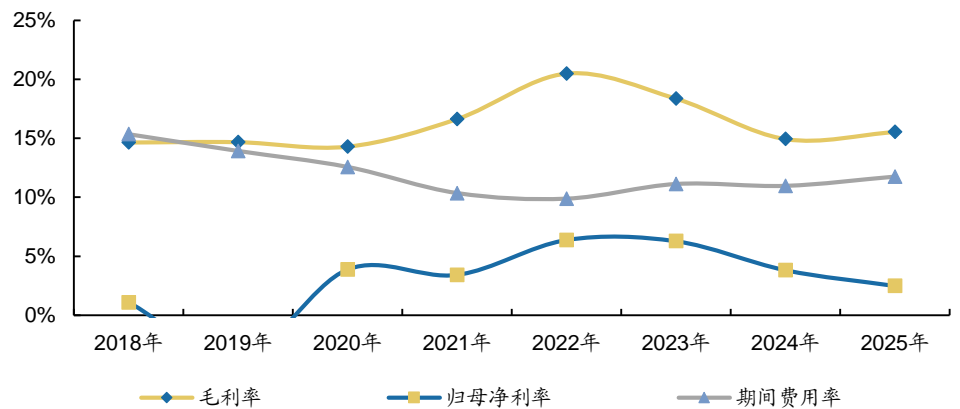


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

二、25年毛利率同比+0.6pct，加大海外布局致销售费用率提升

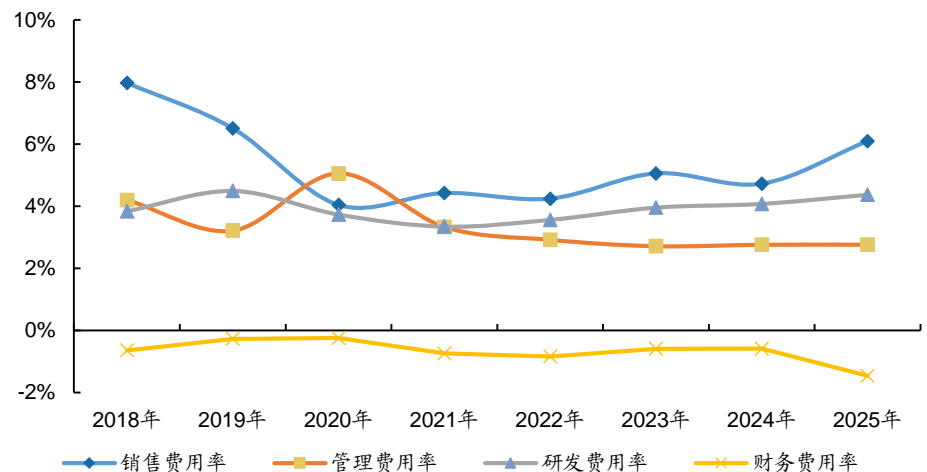
根据财报，公司25年毛利率15.5%，同比+0.6pct，我们认为主要由于新能源品牌放量后规模效应逐步体现；归母净利率2.5%/同比-1.3pct。期间费用率为11.8%，同比+0.8pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为6.1%/2.8%/4.4%/-1.5%，同比+1.4/0/+0.3/-0.9pct，销售费用率同比增加的原因是公司加大海外渠道布局。

图 3：公司年度毛利率、归母净利率及期间费用率



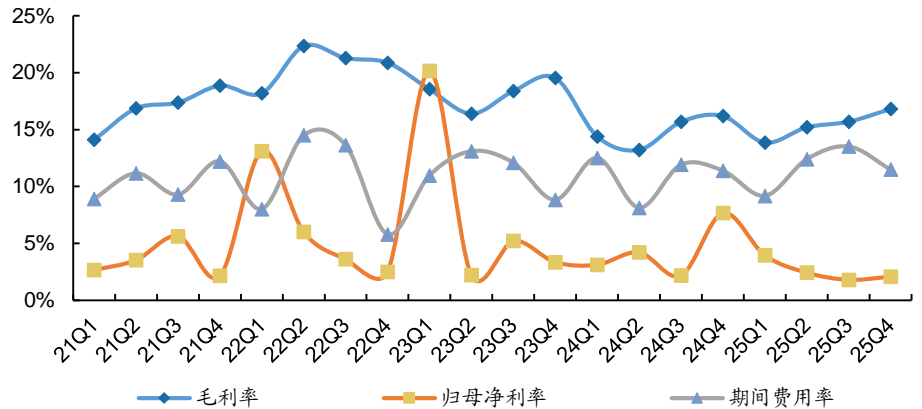
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 4：公司年度销售、管理、研发及财务费用率



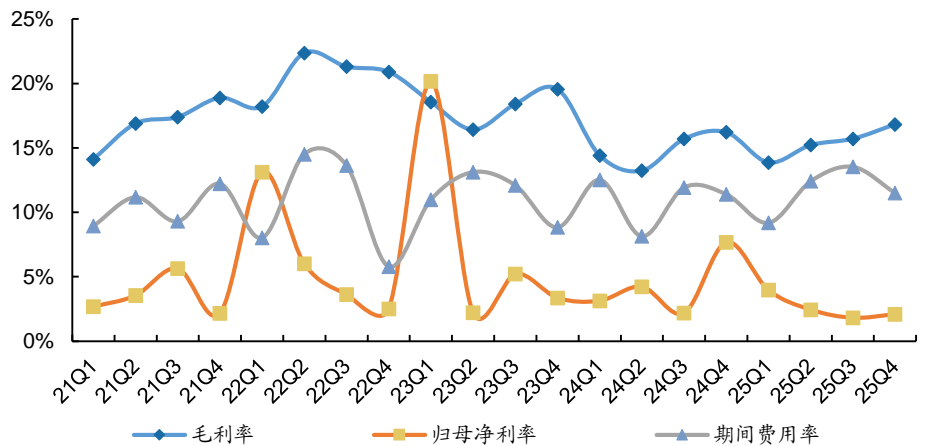
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 5：公司季度毛利率、归母净利率及期间费用率



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 6：公司季度销售、管理、研发及财务费用率

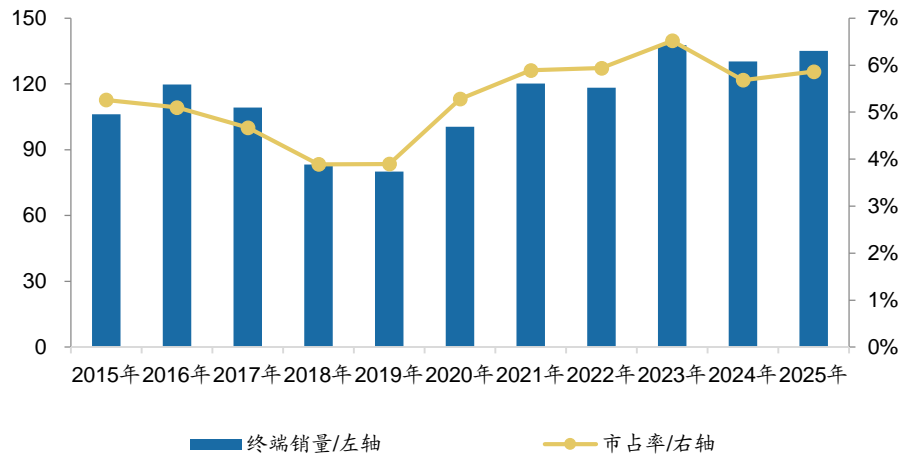


数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

三、新央企助力体制机制创新，华为赋能+国际化+新能源化齐发力

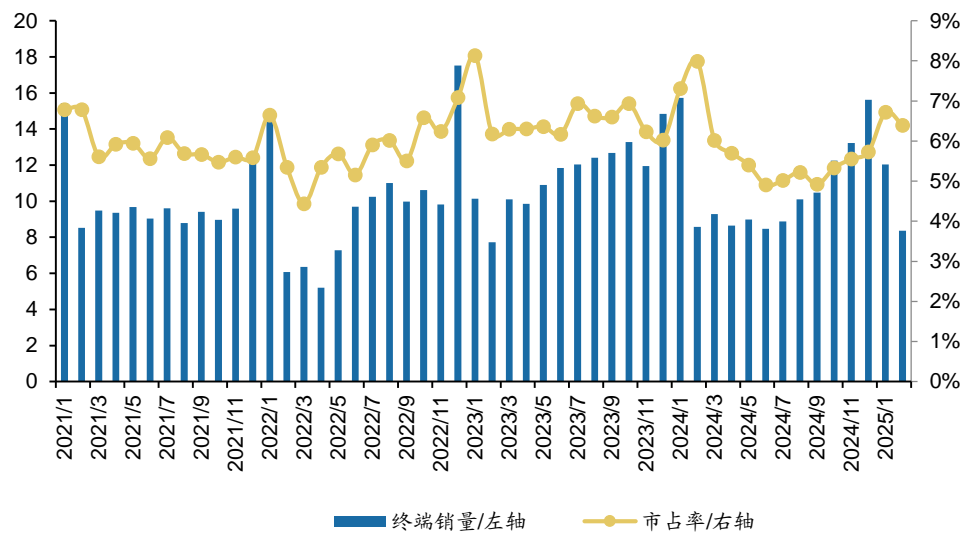
公司坚定推进新能源“香格里拉”计划，智能化方面“北斗天枢”计划，全球化“海纳百川”计划。根据交强险，2025年公司自主乘用车终端销量份额为5.9%/同比+0.2pct。根据长安汽车公众号，25年7月，顺应国家战略，中国长安汽车集团成立，有利于决策效率提升，资源禀赋增强，加速国际化进程。

图7: 长安汽车自主品牌乘用车分年度终端销量(万辆)及市占率



数据来源: 交强险、广发证券发展研究中心

图8: 长安汽车自主品牌乘用车月度终端销量(万辆)及市占率



数据来源: 交强险、广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

基于我们对公司产品周期与产品竞争力的分析,综合公司自主乘用车结构优化与电气化转型加速推进的趋势,我们预计公司整车销量2026-2028年分别为207.4万辆、224.1万辆、241.2万辆,整车营收2026-2028年分别可实现1775、1989和2246亿元,同比分别增长14.0%、12.0%和12.9%。伴随公司新能源产品的陆续推出以及加速国际化,预计公司营收增速仍将保持增长趋势。随着新能源品牌规模效应及高毛利率的出海业务收入占比提升,毛利率逐步提升,预计2026-2028年毛利率分别为16.0%、16.6%、16.9%。

表1: 公司分板块销量及收入预测

| | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 整车营收 (亿元) | 1453 | 1522 | 1557 | 1775 | 1989 | 2246 |
| YOY | 27.4% | 4.7% | 2.3% | 14.0% | 12.0% | 12.9% |
| 销量 (万辆) | 174.6 | 181.1 | 191.9 | 207.4 | 224.1 | 241.2 |
| 其中: 深蓝 | 12.9 | 22.5 | 32.4 | 43.2 | 52.5 | 61.7 |
| 启源 | 18.4 | 29.1 | 40.9 | 49.5 | 60.5 | 70.5 |
| ASP (万元) | 8.3 | 8.4 | 8.1 | 8.6 | 8.9 | 9.3 |
| 其他营收 | 60 | 75 | 83 | 87 | 91 | 96 |
| 总营收 | 1513 | 1597 | 1640 | 1862 | 2080 | 2342 |
| YOY | -7.7% | 5.6% | 2.7% | 13.5% | 11.7% | 12.6% |
| 营业成本 | 1235 | 1359 | 1385 | 1564 | 1735 | 1946 |
| 毛利 | 278 | 239 | 255 | 298 | 345 | 396 |
| 毛利率 | 18.4% | 14.9% | 15.5% | 16.0% | 16.6% | 16.9% |

数据来源: 公司财报、中汽协、广发证券发展研究中心

与可比公司对比来看, 比亚迪、赛力斯、长城汽车处于产品周期或者出海的中期阶段, 业绩过去几年已实现高速增长; 理想汽车和长安汽车均尚处于新一轮产品周期或者尚处于出海初期阶段, 展望未来几年业绩将有望同比高增, 而26-27年预期理想汽车业绩增速更高。因此, 我们认为长安汽车估值应高于比亚迪、赛力斯、长城汽车, 低于理想汽车。

自主长期耕耘与积累下已经带来了公司业务增长逻辑的成功转型, 叠加公司机制体制的逐步优化, 向前展望将迎来一轮高质量的转型增长以及向上突破周期。我们预计公司26-28年EPS分别为0.42/0.63/0.77元/股, 考虑到公司正处于新能源转型突破期叠加潜在的出海盈利弹性, 参考可比公司估值, 我们给予26年30XPE, 对应合理价值12.52元/股, 维持“买入”评级。

表2: 可比公司估值表 (截止2026年4月13日)

| 代码 | 公司 | EPS (元/股) | | | | PE | | | |
|-----------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E |
| 002594.SZ | 比亚迪 | 13.84 | 3.58 | 4.75 | 5.96 | 20.43 | 27.31 | 21.95 | 17.49 |
| 601633.SH | 长城汽车 | 1.48 | 1.15 | 1.92 | 2.22 | 17.75 | 19.63 | 11.13 | 9.62 |
| 601127.SH | 赛力斯 | 3.94 | 3.42 | 4.89 | 7.55 | 33.87 | 35.37 | 18.43 | 11.94 |
| 02015.HK | 理想汽车-W | 3.79 | 0.45 | 1.09 | 2.69 | 22.98 | 111.52 | 59.31 | 24.03 |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 长城汽车、赛力斯、理想汽车-W 来自广发汽车小组, 比亚迪预测值来自 Wind 一致预期

五、风险提示

销量不及预期。受宏观经济、消费环境、通胀预期、重大突发公共卫生事件等多重因素影响，汽车供应链安全等风险显现，国内外汽车市场面临诸多不确定性，整车企业的产销量波动可能加剧。

战略转型不及预期。随着全球汽车产业电动化、智能网联化等的不断发展，汽车行业正面临颠覆性变革，给企业未来发展带来更多的机遇和挑战，企业必须准确把握汽车产业未来变革趋势，加快产品结构调整和技术创新，找准适合自身的转型创新发展道路。

新生代消费者需求快速变化风险。伴随新生代消费者需求的不断发展变化以及“数字决定体验、软件定义汽车”的趋势不断显现，企业需要紧密跟踪消费者需求变化。

资产负债表

单位:人民币亿元

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产总额 | 1,364 | 1,286 | 1,402 | 1,534 | 1,702 |
| 货币资金 | 642 | 540 | 603 | 666 | 760 |
| 应收及预付 | 501 | 378 | 407 | 447 | 489 |
| 存货 | 171 | 225 | 248 | 270 | 297 |
| 其他 | 50 | 142 | 144 | 152 | 156 |
| 非流动资产总额 | 718 | 744 | 750 | 760 | 769 |
| 长期股权投资 | 185 | 204 | 205 | 205 | 205 |
| 固定资产 | 218 | 220 | 221 | 223 | 226 |
| 在建工程 | 16 | 10 | 8 | 9 | 10 |
| 使用权资产 | 3 | 4 | 4 | 3 | 3 |
| 无形资产 | 168 | 172 | 176 | 178 | 178 |
| 其他 | 129 | 133 | 136 | 142 | 146 |
| 资产总额 | 2,082 | 2,030 | 2,152 | 2,294 | 2,471 |
| 流动负债总额 | 1,134 | 1,061 | 1,148 | 1,231 | 1,343 |
| 短期借款 | 0 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 应付及预收 | 895 | 807 | 891 | 962 | 1,061 |
| 其他 | 238 | 248 | 257 | 269 | 282 |
| 非流动负债总额 | 157 | 149 | 154 | 166 | 174 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 应付债券 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 其他 | 147 | 139 | 144 | 156 | 164 |
| 负债总额 | 1,291 | 1,210 | 1,303 | 1,397 | 1,517 |
| 股本 | 99 | 99 | 99 | 99 | 99 |
| 其他 | 667 | 674 | 708 | 756 | 810 |
| 归母权益合计 | 766 | 773 | 807 | 855 | 909 |
| 少数股东权益 | 25 | 46 | 42 | 41 | 45 |
| 负债和股东权益 | 2,082 | 2,030 | 2,152 | 2,294 | 2,471 |

利润表

单位:人民币亿元

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 1,597 | 1,640 | 1,862 | 2,080 | 2,342 |
| 营业成本 | 1,359 | 1,385 | 1,564 | 1,735 | 1,946 |
| 营业税金及附加 | 44 | 36 | 41 | 45 | 51 |
| 销售费用 | 75 | 100 | 110 | 119 | 131 |
| 管理费用 | 44 | 45 | 50 | 55 | 61 |
| 研发费用 | 65 | 72 | 79 | 87 | 97 |
| 财务费用 | -9 | -24 | -10 | -11 | -12 |
| 资产信用减值损失 | -2 | -2 | -3 | -3 | -3 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 2 | -3 | 4 | 8 | 11 |
| 营业利润 | 66 | 37 | 43 | 70 | 92 |
| 营业外收支 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 68 | 39 | 45 | 72 | 93 |
| 所得税费用 | 7 | 7 | 8 | 10 | 14 |
| 合并净利润 | 61 | 32 | 37 | 61 | 79 |
| 少数股东损益 | -12 | -9 | -4 | -1 | 3 |
| 归母净利润 | 73 | 41 | 41 | 62 | 76 |
| EPS (元/股) | 0.74 | 0.41 | 0.42 | 0.63 | 0.77 |

现金流量表

单位:人民币亿元

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| 经营活动现金流净额 | 48 | 18 | 128 | 124 | 165 |
| 合并净利润 | 61 | 32 | 37 | 61 | 79 |
| 折旧摊销 | 58 | 63 | 53 | 55 | 57 |
| 营运资金变动 | -44 | -78 | 38 | 12 | 37 |
| 其他 | 0 | 0 | 1 | -2 | 3 |
| 投资活动现金流净额 | -43 | -122 | -47 | -57 | -56 |
| 资本性开支 | -33 | -39 | -59 | -63 | -65 |
| 投资 | -59 | -14 | -2 | -1 | -1 |
| 其他 | 49 | -70 | 14 | 7 | 10 |
| 融资活动现金流净额 | -14 | -2 | -11 | -7 | -15 |
| 股本融资 | 16 | 31 | 0 | 0 | 0 |
| 债权融资 | 5 | 4 | -2 | 3 | -1 |
| 股利分配与偿付利息 | -35 | -35 | -12 | -18 | -22 |
| 其他 | -1 | -2 | 4 | 8 | 7 |
| 现金净增加额 | -7 | -103 | 73 | 63 | 94 |
| 期初现金余额 | 639 | 633 | 530 | 603 | 666 |
| 期末现金余额 | 633 | 530 | 603 | 666 | 760 |

主要财务比率

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长率 | 5.6% | 2.7% | 13.5% | 11.7% | 12.6% |
| 营业利润增长率 | -36.6% | -44.0% | 16.5% | 63.1% | 29.9% |
| 归母净利增长率 | -35.4% | -44.3% | 1.5% | 50.0% | 22.2% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 14.9% | 15.5% | 16.0% | 16.6% | 16.9% |
| 净利率 | 3.8% | 1.9% | 2.0% | 3.0% | 3.4% |
| ROE | 9.6% | 5.3% | 5.1% | 7.3% | 8.3% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 62.0% | 59.6% | 60.5% | 60.9% | 61.4% |
| 有息负债率 | 0.5% | 0.7% | 0.5% | 0.5% | 0.4% |
| 流动比率 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.3 |
| 利息保障倍数 | 27.0 | 15.0 | 51.7 | 100.2 | 148.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 55.0 | 43.2 | 43.4 | 45.0 | 45.6 |
| 存货周转率 | 8.0 | 6.2 | 6.3 | 6.4 | 6.5 |
| 应付账款周转率 | 3.1 | 4.6 | 4.6 | 4.7 | 4.7 |
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 | 0.74 | 0.41 | 0.42 | 0.63 | 0.77 |
| 每股净资产 | 7.72 | 7.80 | 8.14 | 8.63 | 9.17 |
| 每股经营现金流 | 0.49 | 0.19 | 1.29 | 1.25 | 1.67 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 18.1 | 28.9 | 24.2 | 16.1 | 13.2 |
| PB | 1.7 | 1.5 | 1.2 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 7.7 | 8.2 | 4.9 | 3.2 | 2.0 |

广发汽车行业研究小组

- 闫俊刚：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 陈飞彤：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 周伟：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张力月：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 罗英：高级分析师，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023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。