

# 紫光股份 (000938.SZ)

## 2025 年营收恢复高增长，合同负债指标向好

### 核心观点：

- 公司发布 25 年年报。营业收入 967.5 亿元，同比增长 22.4%，上年同期 790.2 亿元；归母净利润 16.9 亿元，同比增长 7.2%，上年同期为 15.7 亿元。
- 25 年，公司营收重回高速增长区间，子公司新华三贡献较大。2025 年，公司控股子公司新华三实现营收 759.8 亿元，同比增长 38.0%。我们认为，新华三拥有国内领先的 ICT 全产品线布局，在技术能力、渠道体系与大型项目经验方面均已筑起明显领先于中小厂商的竞争壁垒，在部分行业中的高增长验证其交换机、超融合以及算力调度平台等产品的竞争力。
- 毛利率同比下滑。25 年，公司毛利率 14.6%，较 24 年减少 2.8pct。公司较大比例的服务器和交换机产品向互联网厂商销售。互联网厂商产业链的话语权较大，具有较强的议价能力。我们认为，采购算力产品较多的互联网客户贡献营收比例提升，或对公司利润率有一定影响。
- 合同负债持续增长，后续季度经营预期乐观。截止 2025 年底，公司合同负债为 168.8 亿元，较 2025 年 9 月底的 127.8 亿元，增长了 41.1 亿元。25Q4 合同负债的高增长主要来自预收客户货款的增加。我们认为，一方面，AI 大模型的开发和应用驱动下游客户加大 AI 服务器的采购；另一方面，公司与国产芯片厂商合作密切，在英伟达 H200 芯片在中国销售前景不明确的情况下，互联网等下游客户或增加预付订金，提前锁定一定规模的搭载国产 AI 芯片的服务器，以抵御供应链风险。
- 盈利预测与投资建议。预计 26-28 年 EPS 为 0.87、1.09、1.29 元/股，参考可比公司，给予公司 26 年 45 倍 PE，对应合理价值为 39.12 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。政企客户投资力度恢复节奏的不确定性；算力关键零部件存在供应链不稳定的风险；产品同质化竞争的风险。

### 盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	79,024	96,748	111,386	129,441	151,787
增长率 (%)	2.2%	22.4%	15.1%	16.2%	17.3%
EBITDA	4,922	5,247	5,460	6,436	7,276
归母净利润	1,572	1,686	2,486	3,125	3,701
增长率 (%)	-25.2%	7.2%	47.5%	25.7%	18.4%
EPS (元/股)	0.55	0.59	0.87	1.09	1.29
市盈率 (P/E)	50.6	41.7	32.1	25.5	21.5
ROE (%)	11.8%	11.4%	14.4%	15.3%	15.4%
EV/EBITDA	17.9	15.2	16.1	13.4	11.8

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

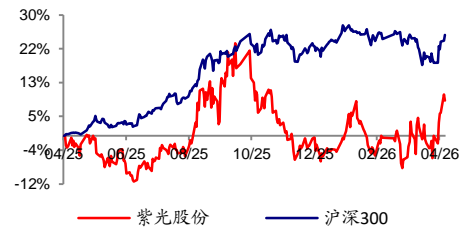
识别风险，发现价值

### 公司评级

买入

当前价格	27.86 元
合理价值	39.12 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-15

### 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：

- 紫光股份 (000938.SZ) : 股  
权变更进展、硅光交换机突  
破 2025-11-29
- 紫光股份  
(000938.SZ) : 25Q1-Q3 营  
收增速逐季提升，毛利率同  
比下滑 2025-10-31
- 紫光股份  
(000938.SZ) : 25H1 营收  
增长逐季提速，深化智算产  
品布局 2025-08-31

请务必阅读末页的免责声明

## 一、公司 2025 年年报分析

公司发布2025年年报:

**25年全年业绩:** 营业收入967.5亿元, 同比增长22.4%, 上年同期790.2亿元; 归母净利润16.9亿元, 同比增长7.2%, 上年同期为15.7亿元; 扣非净利润16.3亿元, 同比增加12.3%, 上年同期为14.6亿元。

**25Q4业绩:** 营业收入194.3亿元, 同比减少3.8%, 上年同期201.8亿元; 归母净利润为2.8亿元, 上年同期为-919万元; 扣非净利润1.7亿元, 同比增加158.1%, 上年同期为6770万元。

### (一) 简评

- 25年, 公司营收重回高速增长区间, 子公司新华三贡献较大。** 25年, 公司营业收入 967.5 亿元, 同比增长 22.2%。公司营收的高增长, 反映了由于 AI 大模型开发量和应用量的快速增加, 以互联网为代表的下游厂商对于公司 AI 算力大规模采购的情况。2025 年, 公司控股子公司新华三实现营收 759.8 亿元, 同比增长 38.0%, 其中, 国内政企业务收入 658.5 亿元, 同比增长 48.8%; 国际业务收入 46.2 亿元, 同比增长 58.5%。我们认为, 新华三拥有国内领先的 ICT 全产品线布局, 在技术能力、渠道体系与大型项目经验方面均已筑起明显领先于中小厂商的竞争壁垒, 在部分行业中的高增长验证其交换机、超融合以及算力调度平台等产品的竞争力。
- 毛利率同比下滑与面向互联网厂商的销售增加有关。** 2025 年, 公司毛利率 14.6%, 较 24 年减少 2.8pct。我们认公司毛利率的下降与营收结构的变化有关。2025 年以来, 基于对通用计算和 AI 大模型训练及应用的算力需求, 互联网厂商扩大采购通用服务器、AI 服务器和交换机等算力产品。根据各公司财报, 2025 年, 百度、阿里巴巴的资本开支为 121 亿元和 1238 亿元, 分别同比增长 49%和 71%。互联网厂商产业链的话语权较大, 其对于服务器厂商具有较强的议价能力。因此, 采购算力产品较多的互联网客户贡献营收比例提升, 或对公司利润率有一定影响。
- 公司加强费用支出管控, 实现归母净利润增长。** 2025年, 公司销售费用、管理费用和研发费用分别同比-2.2%/+13.5%/-2.9%。我们认为, 公司加强费用管理的背后更多体现的是组织架构的优化和运营效率的提升, 而各项产品的研发和业务的拓展仍然在稳步进展过程中。公司在营收恢复高增长的同时, 加强费用支出管控, 从而实现净利润的增长。2025年, 公司归母净利润为16.9亿元, 同比增长7.2%; 扣非归母净利润为16.3亿元, 同比增长12.3%。
- 2025年, 公司净利率下降。** 尽管公司对于费用端严格控制, 但营收结构变化导

致毛利率下降的影响依然较大。此外，公司将与H3C Holdings Limited约定的新华三剩余19%股权的期权远期安排作为金融负债，对当期损益的影响金额为-1.5亿元，对利润端也有一定影响。在多重因素的影响下，公司归母净利率有所下滑。2025年，公司归母净利率1.74%，同比减少0.26个百分点。

5. **25Q4，公司存货大量增加，充足备货反映乐观预期。**截止2025年底，公司存货为435.7亿元，较2025年9月底的395.8亿元，增长了39.8亿元。我们认为，公司存货规模的扩大不仅有利于抵御由于国际贸易摩擦导致芯片等电子原器件供应链不稳定的风险，还体现了其对于服务器产品向各行业客户销售的乐观预期，从而进行了战略性备货。后续，随着服务器、交换机等硬件产品的销售，有望推动其ICT基础设施及服务收入的增长。
6. **合同负债持续增长，后续季度经营预期乐观。**截止2025年底，公司合同负债为168.8亿元，较2025年9月底的127.8亿元，增长了41.1亿元。公司25Q4合同负债的高增长主要来自预收客户货款的增加。我们认为，一方面，AI大模型的开发和应用驱动下游客户加大AI服务器的采购；另一方面，公司与国产芯片厂商密切合作，在英伟达H200芯片在中国销售前景不明确的情况下，互联网等下游客户或增加预付订金，提前锁定一定规模的搭载国产AI芯片的服务器，以抵御供应链风险。
7. **2025年，公司经营活动现金流净额增加。**2025年，公司经营现金流净额34.9亿元，较去年同期24.4亿元有明显增加。主因系公司加强回款等措施，营运资金的改善所致。2025年，公司经营性应收项目减少2.6亿元，经营性应付项目增加54.6亿元。

表 1: 年度财务关键数据 (单位: 百万元)

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
营业收入	59,704.89	67,637.54	74,057.65	77,307.81	79,024.08	96,748.34
营业成本	47,855.94	54,432.89	58,771.99	62,157.92	65,282.12	82,631.85
销售费用	3,361.40	4,113.85	4,251.42	4,287.08	4,144.25	4,052.32
管理费用	758.86	926.22	964.24	1,392.39	1,026.60	1,165.58
研发费用	3,830.84	4,337.73	5,298.85	5,643.44	5,101.82	4,952.67
财务费用	-228.02	-292.26	633.61	771.37	954.29	1,053.05
投资净收益	-41.66	-24.31	20.52	138.89	35.34	-18.15
营业利润	3,703.14	4,087.95	4,160.47	3,677.58	2,168.84	2,302.30
归母净利润	1,894.62	2,147.65	2,157.92	2,103.02	1,572.43	1,685.52
扣非净利润	1,662.51	1,654.36	1,759.27	1,674.87	1,456.14	1,634.66
<b>主要比率</b>						
毛利率	19.85%	19.52%	20.64%	19.60%	17.39%	14.59%
销售费用率	5.63%	6.08%	5.74%	5.55%	5.24%	4.19%
管理费用率	1.27%	1.37%	1.30%	1.80%	1.30%	1.20%
研发费用率	6.42%	6.41%	7.16%	7.30%	6.46%	5.12%
营业利润率	6.20%	6.04%	5.62%	4.76%	2.74%	2.38%
归母净利率	3.17%	3.18%	2.91%	2.72%	1.99%	1.74%
<b>YOY</b>						
营业收入	10.36%	12.57%	9.49%	4.39%	2.22%	22.43%
归母净利润	2.78%	18.51%	0.48%	-2.54%	-25.23%	7.19%
扣非净利润	27.66%	11.16%	6.34%	-4.80%	-13.06%	12.26%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 二、盈利预测与投资建议

预计26-28年，公司营收为1113.9亿元、1294.4亿元和1517.9亿元，同比增长15.1%、16.2%、17.3%；归母净利润为24.86亿元、31.25亿元、37.01亿元；EPS为0.87、1.09、1.29元/股。从业务属性和行业特征来看，公司与中科曙光、迪普科技、锐捷网络相似度较高。考虑到紫光股份服务器营收占比高于交换机产品，因此重点参考中科曙光的估值水平。参考可比公司估值情况，给予公司26年45倍PE，对应合理价值为39.12元/股，维持“买入”评级。

表 2：紫光股份可比公司PE估值情况（市值统计截止2026.4.14收盘）

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		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
中科曙光	603019.SH	服务器、云计算	1300.0	2193.1	2708.4	3239.2	59	48	40
迪普科技	300768.SZ	网络设备、安全产品	112.6	181.2	9.1	-9.2	66	1146	-
锐捷网络	301165.SZ	网络设备、安全产品	739.5	696.4	1437.4	1930.2	101	51	38

数据来源：Iifind，广发证券发展研究中心

备注：可比公司盈利预测为Iifind一致预期。

### 三、风险提示

#### （一）政企客户投资力度恢复节奏的不确定性

政企客户在自身经营情况受到影响的情况下，对于服务器、交换机等产品的IT预算存在波动。若下游IT产品采购规模不及预期，或对公司营收增长产生一定影响。

#### （二）算力关键零部件存在供应链不稳定的风险

受海外政策影响，先进制程芯片等算力关键零部件的供给不稳定。在算力关键零部件供给的节奏和规模不确定的情况下，公司服务器等产品的供货能力存在不确定性。

#### （三）产品同质化竞争的风险

同行业算力硬件公司技术持续进步，市场竞争激烈，同质化挑战依然较大。同时，随着未来产业链相关环节厂商数量增加，行业竞争或将进一步加剧。

**资产负债表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产总额</b>	<b>65,130</b>	<b>72,199</b>	<b>75,421</b>	<b>82,814</b>	<b>90,689</b>
货币资金	7,534	8,945	7,975	8,243	7,895
应收及预付	17,215	16,481	19,052	21,949	25,519
存货	36,847	43,568	44,972	48,844	53,462
其他	3,534	3,205	3,421	3,778	3,812
<b>非流动资产总额</b>	<b>23,684</b>	<b>24,124</b>	<b>23,870</b>	<b>23,653</b>	<b>23,429</b>
长期股权投资	177	268	211	231	240
固定资产	1,086	982	1,014	989	926
在建工程	240	573	723	773	873
使用权资产	1,254	1,494	1,314	1,134	954
无形资产	4,022	3,924	3,902	3,820	3,730
其他	16,905	16,883	16,706	16,706	16,706
<b>资产总额</b>	<b>88,814</b>	<b>96,323</b>	<b>99,291</b>	<b>106,467</b>	<b>114,118</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>59,015</b>	<b>66,187</b>	<b>66,520</b>	<b>70,009</b>	<b>73,319</b>
短期借款	5,064	7,934	6,000	5,000	4,000
应付及预收	34,168	39,683	40,319	43,851	47,996
其他	19,783	18,570	20,201	21,158	21,323
<b>非流动负债总额</b>	<b>13,684</b>	<b>12,653</b>	<b>12,460</b>	<b>12,595</b>	<b>12,730</b>
长期借款	11,009	10,218	10,000	10,000	10,000
应付债券	0	0	0	0	0
其他	2,676	2,435	2,460	2,595	2,730
<b>负债总额</b>	<b>72,699</b>	<b>78,840</b>	<b>78,980</b>	<b>82,604</b>	<b>86,049</b>
股本	2,860	2,860	2,860	2,860	2,860
其他	10,472	11,886	14,375	17,500	21,201
归母权益合计	13,332	14,747	17,235	20,360	24,061
少数股东权益	2,782	2,737	3,076	3,502	4,007
<b>负债和股东权益</b>	<b>88,814</b>	<b>96,323</b>	<b>99,291</b>	<b>106,467</b>	<b>114,118</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>79,024</b>	<b>96,748</b>	<b>111,386</b>	<b>129,441</b>	<b>151,787</b>
营业成本	65,282	82,632	95,235	109,898	128,309
营业税金及附加	270	301	390	453	531
销售费用	4,144	4,052	4,790	5,695	6,830
管理费用	1,027	1,166	1,448	1,812	2,277
研发费用	5,102	4,953	5,681	6,731	8,045
财务费用	954	1,053	576	537	512
资产信用减值损失	-1,025	-875	-943	-993	-1,041
公允价值变动收益	101	-159	50	-50	-50
投资收益	35	-18	-20	-20	-20
<b>营业利润</b>	<b>2,169</b>	<b>2,302</b>	<b>3,055</b>	<b>3,853</b>	<b>4,572</b>
营业外收支	58	72	50	50	50
利润总额	2,227	2,375	3,105	3,903	4,622
所得税费用	245	203	279	351	416
<b>合并净利润</b>	<b>1,982</b>	<b>2,171</b>	<b>2,825</b>	<b>3,551</b>	<b>4,206</b>
少数股东损益	410	486	339	426	505
<b>归母净利润</b>	<b>1,572</b>	<b>1,686</b>	<b>2,486</b>	<b>3,125</b>	<b>3,701</b>
EPS (元/股)	0.55	0.59	0.87	1.09	1.29

**现金流量表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2,441</b>	<b>3,487</b>	<b>2,064</b>	<b>2,879</b>	<b>2,130</b>
合并净利润	1,982	2,171	2,825	3,551	4,206
折旧摊销	913	904	917	984	1,082
营运资金变动	-1,852	-1,378	-3,563	-3,497	-5,021
其他	0	0	843	400	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-358</b>	<b>-530</b>	<b>-596</b>	<b>-969</b>	<b>-859</b>
资本性开支	-533	-511	-900	-750	-850
投资	75	-61	-104	-150	61
其他	99	43	408	-69	-70
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-9,286</b>	<b>-1,649</b>	<b>-2,067</b>	<b>-1,643</b>	<b>-1,619</b>
股本融资	8	5	0	0	0
债权融资	10,245	-1,295	-1,226	-894	-896
股利分配与偿付利息	-1,251	-1,511	-796	-749	-723
其他	-18,289	1,152	-45	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-7,203</b>	<b>1,258</b>	<b>-599</b>	<b>267</b>	<b>-348</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>14,519</b>	<b>7,317</b>	<b>8,574</b>	<b>7,975</b>	<b>8,243</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>7,317</b>	<b>8,574</b>	<b>7,975</b>	<b>8,243</b>	<b>7,895</b>

**主要财务比率**

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	2.2%	22.4%	15.1%	16.2%	17.3%
营业利润增长率	-41.0%	6.2%	32.7%	26.1%	18.7%
归母净利增长率	-25.2%	7.2%	47.5%	25.7%	18.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.4%	14.6%	14.5%	15.1%	15.5%
净利率	2.5%	2.2%	2.5%	2.7%	2.8%
ROE	11.8%	11.4%	14.4%	15.3%	15.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	81.9%	81.8%	79.5%	77.6%	75.4%
有息负债率	18.1%	18.8%	16.1%	14.1%	12.3%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
利息保障倍数	4.7	3.4	5.7	7.3	8.6
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.7	7.3	7.2	7.2	7.2
存货周转率	1.8	1.9	2.1	2.3	2.4
应付账款周转率	4.0	5.0	5.1	5.5	6.0
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.55	0.59	0.87	1.09	1.29
每股净资产	4.66	5.16	6.03	7.12	8.41
每股经营现金流	0.85	1.22	0.72	1.01	0.74
<b>估值比率</b>					
PE	50.6	41.7	32.1	25.5	21.5
PB	6.0	4.8	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	17.9	15.2	16.1	13.4	11.8

## 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	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。