

# 行动教育 (605098.SH)

## 25 年表现亮眼，静待“百校”+AI 发力

### 核心观点：

- **公司披露 2025 年年报：**25 年实现营收 8.1 亿元，同比+3.6%，实现归母净利润 3.2 亿元，同比+19.1%。其中 25Q4 营收 2.5 亿元，同比+11.3%，实现归母净利润 1.1 亿元，同比+42.1%。同时拟派息 10 元/10 股（含税），2025 年度拟现金分红总额近 3.0 亿元。
- **结构优化+效率改善助力盈利能力显著提升。**25 年管理培训业务营收 6.8 亿元，同比+7.3%，管理咨询营收 1.3 亿元，同比-12%，管理培训营收占比有所提升。25 年毛利率 78.9%，同比+2.8pp，核心受益于咨询毛利率改善、培训营收占比提升，其中管理培训毛利率 83.2%基本持平，管理咨询毛利率 57.5%，同比提升 13.3pp。25 年销售/管理/研发费用率分别为 25.2%/11.9%/3.8%，同比-0.2/-2.1/+1.0pp，管理费用率优化受益于规模效应与 AI 提效。归母净利率 39.4%，同比+5.2pp。
- **25Q4 收款亮眼、合同负债历史新高支撑增长确定性。**25 年收款 9.4 亿元，同比+1.1%，其中 25Q4 收款 3.9 亿元，同比+14%，在 24Q4 历史高基数基础上实现可观增长，25 年期末合同负债 11.8 亿元创历史新高，为 26 年及后续业绩增长提供强有力支撑。
- **“百校”+AI 有望打开中长期成长空间。**2025 年公司“百校计划”成功开设 6 家分校，另有 4 家分校正在筹备，随新分校陆续开设和爬坡，获客增量成长空间可期，远期目标于 2030 年完成 100 家分校布局；2025 年内公司积极推进“AI+实效教育”战略升级，将 AI 深度融入组织并取得良好成效，未来有望逐步赋能企业客户打造新增长点。
- **盈利预测与投资建议。**根据 2025 年报，我们上调 26-28 年归母净利润至 4.1/4.9/5.9 亿元，对应 PE 分别为 18.8/15.5/13.0x，看好公司增长韧性与“百校”、AI 战略带动增量弹性，给予 26 年 25xPE，对应合理价值 84.92 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济波动、百校计划不及预期，销售人员流失等风险。

### 盈利预测：

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	783	811	1,011	1,215	1,438
增长率 (%)	16.5%	3.5%	24.7%	20.2%	18.3%
EBITDA	305	348	441	538	651
归母净利润	269	320	405	490	587
增长率 (%)	22.4%	19.1%	26.6%	21.0%	19.8%
EPS (元/股)	2.25	2.68	3.40	4.11	4.92
市盈率 (P/E)	15.6	15.6	18.8	15.5	13.0
ROE (%)	27.9%	31.7%	39.2%	46.3%	54.0%
EV/EBITDA	9.1	10.2	13.5	10.5	8.3

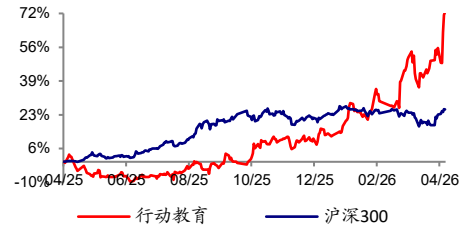
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	63.83 元
合理价值	84.92 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-20

### 相对市场表现



### 分析师：

嵇文欣



SAC 执证号: S0260520050001

SFC CE No. BUA982



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

### 分析师：

孟鑫



SAC 执证号: S0260523120001



021-38003580



mengxin@gf.com.cn

请注意，孟鑫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：

行动教育 (605098.SH) :管	2025-12-31
理教育龙头，AI +百校开启增长新篇	
行动教育 (605098.SH) :Q3	2025-10-27
表现亮眼，看好“百校计划”弹性空间	
行动教育 (605098.SH) :盈	2025-08-26
利能力改善，组织变革支撑中长期增长	

## 目录索引

一、2025 年报：业绩表现优异，收款与合同负债历史新高.....	4
二、盈利预测和投资建议.....	6
三、风险提示.....	8

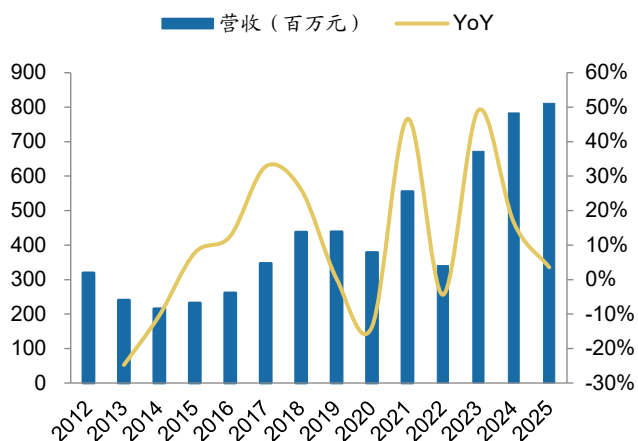
## 图表索引

图 1: 公司营收及增速 .....	4
图 2: 公司归母净利润及增速 .....	4
图 3: 公司管理培训收入及增速 .....	4
图 4: 公司营收结构 .....	4
图 5: 公司分业务及整体毛利率水平 .....	5
图 6: 公司费用率、归母净利率 .....	5
图 7: 公司订单收款规模近年来呈现提升趋势 .....	5
图 8: 公司季度订单 .....	5
图 9: 公司期末合同负债及增速 .....	6
表 1: 收入成本拆分 (百万元) .....	7
表 2: 可比公司估值表 .....	8

## 一、2025 年报：业绩表现优异，收款与合同负债历史新高

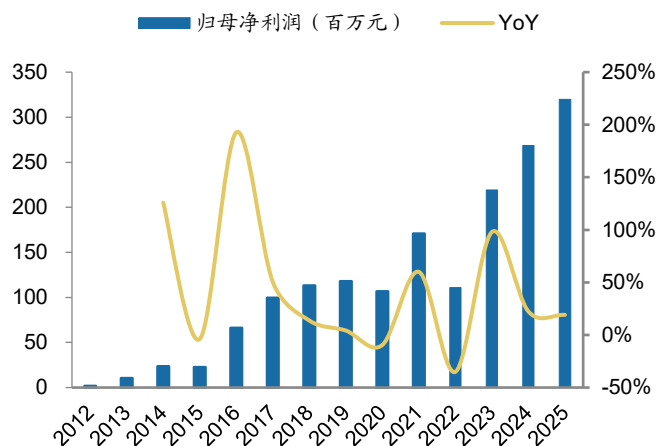
2025年营收稳健正增，利润实现可观双位数增长。2025公司实现营收8.1亿元，同比+3.5%，归母净利润3.2亿元，同比+19.1%，继续体现公司增长韧性。

图 1：公司营收及增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

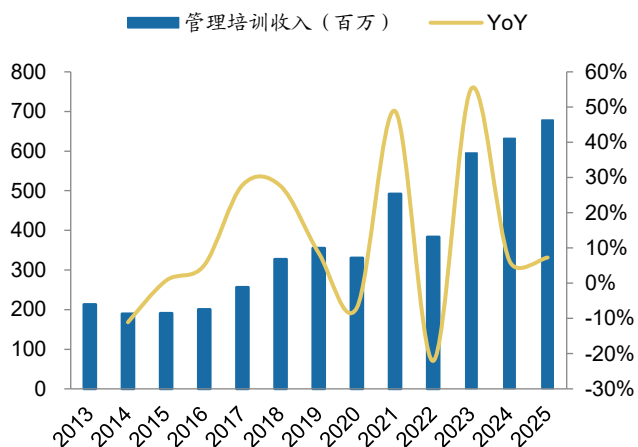
图 2：公司归母净利润及增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

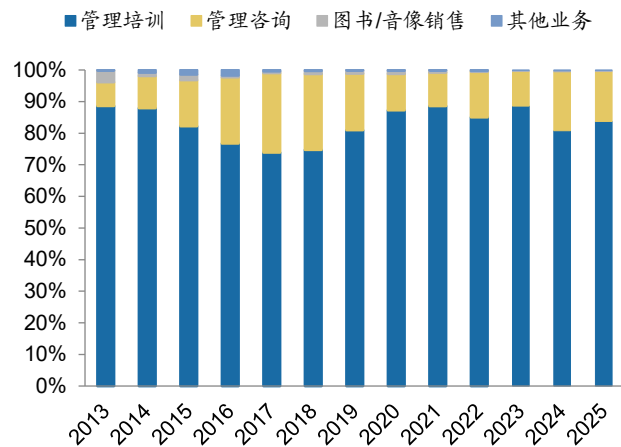
管理培训贡献主要收入，亦为未来核心增长驱动。2025年管理培训业务实现营收6.8亿元，同比+7.3%，占公司总营收比重83.7%，占比有所提升，预计主要受益于整体需求韧性与培训人次增长。管理咨询业务实现营收1.3亿元，同比-12.0%。

图 3：公司管理培训收入及增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 4：公司营收结构

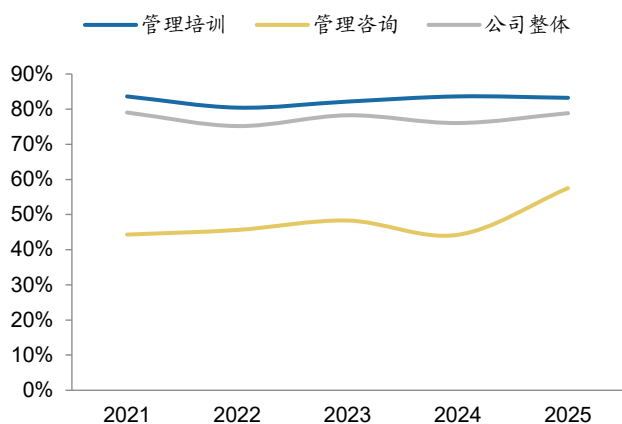


数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

盈利水平显著改善。受益于规模效应逐步体现，公司管理培训业务毛利率2019年至今保持80%以上，并呈现小幅提升趋势，同时管理咨询业务毛利率保持40%以上，支撑公司整体毛利率水平保持75%以上，2025年公司管理培训业务毛利率83.23%，同比基本持平，管理咨询毛利率57.5%，同比提升13.3pp；费用端，25年销售/管理

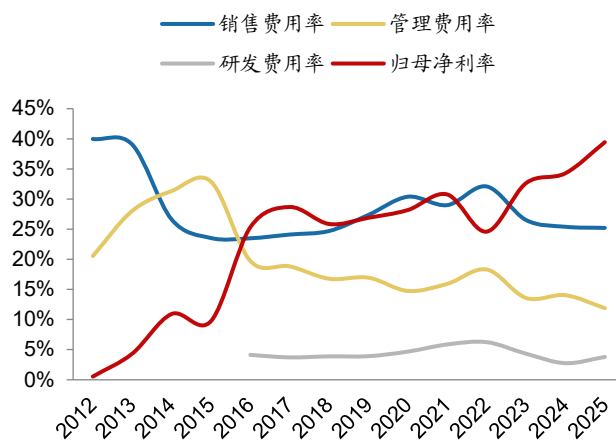
研发费用率分别为25.2%/11.9%/3.8%，同比-0.2/-2.1/+1.0pp，管理费用率优化受益于规模效应与AI提效。

图 5：公司分业务及整体毛利率水平



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

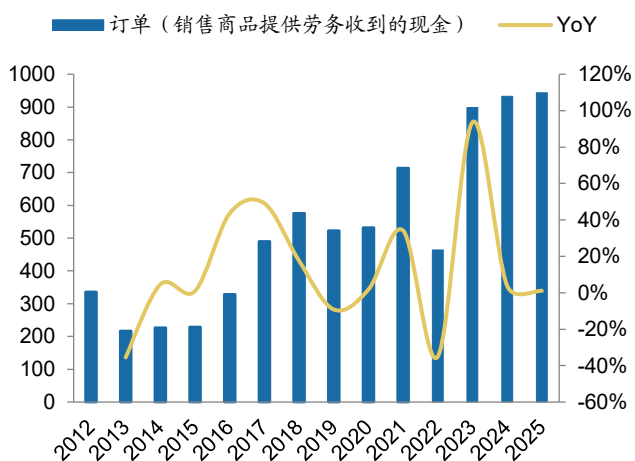
图 6：公司费用率、归母净利率



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

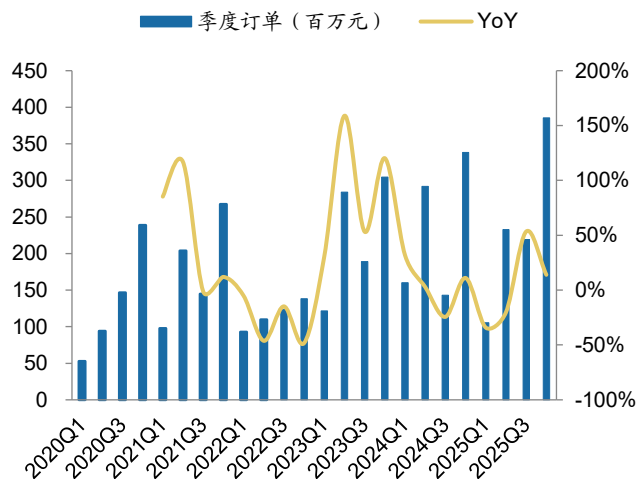
收款订单保持良好增长体现龙头韧性。公司收款订单（销售商品提供劳务收到的现金）体量整体呈现规模增长趋势，2025收款订单为9.4亿元，同比小幅增长1.1%，其中经历25Q1~Q2承压、25Q3拐点、25Q4韧性增长后，支撑2025全年订单实现正增长，充分体现龙头增长韧性。

图 7：公司订单收款规模近年来呈现提升趋势



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

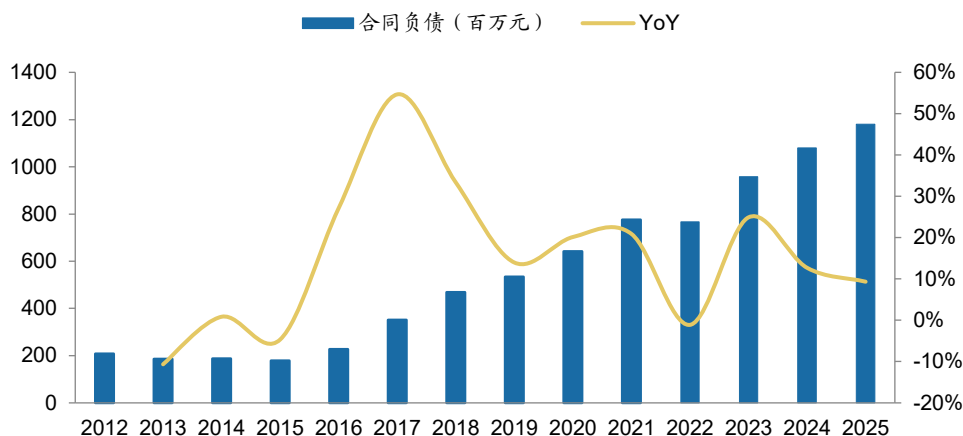
图 8：公司季度订单



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

合同负债创历史新高奠定后续增长基础。2025年底合同负债增至11.8亿元，同比+9.3%，为2012年至今历史新高，为后续持续增长奠定基础。

图 9：公司期末合同负债及增速



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

**2025 年“百校计划”顺利启动，全国直营扩张稳步推进。**公司计划五年内建成百家分校，启动城市总经理招聘储备人才，2025年内已新开 6 家、筹备 4 家。依托轻资产、高盈利模式，新分校盈利周期短、可快速复制，有效扩大服务覆盖与市场渗透，为全国化布局与长期增长夯实渠道基础。

**AI 组织战略卓有成效，未来有望逐步向企业客户赋能。**2025 年公司 AI 深度融入全业务运营，经营效率明显提升。围绕营销、教学、财务、人力四大场景落地多款 AI 工具。同时公司将 AI 课程纳入核心教学体系，对内打造 AI 型组织，对外赋能企业数字化转型，未来有望以技术驱动实效商学向 AI 商学升级，赋能企业客户。

## 二、盈利预测和投资建议

我们按照管理培训业务、管理咨询业务、图书音像制品销售和其他业务对公司营收、成本进行拆分：

**(1) 管理培训业务：**管理培训业务未来仍是公司最主要增长引擎，2024~2025 年增速未达到双位数主要受 2024Q3 与 2025Q2 宏观经济预期与关税摩擦等极端外部环境波动影响，其余季度均呈现较好增长表现，未来随销售业务团队持续扩张、百校计划分校扩展，客户数量与学员数量有望持续增长带动营收规模增长，25 年下半年以来提速增长趋势已现，预计 2026-2028 年管理培训业务营收分别为 8.6/10.4/12.5 亿元，同比 +26.6%/+21.5%/+19.5%，毛利率层面受益于规模效应实现小幅优化，2026-2028 年分别为 84.5%/84.8%/85%。

**(2) 管理咨询业务：**按照公司业务转化逻辑，预计管理咨询业务需求与管理培训业务呈现一定相关性，其中 2024 年预计公司通过加强转化实现咨询业务营收大幅增长，而 2025 年受制于 Q2 关税摩擦等因素影响，需求阶段性波动，导致营收规模出现一定程度下滑，预计随“百校计划”等驱动逻辑逐渐发力，2026 年培训业务良好增长将带动管理咨询业务重回正增长趋势，预计 2026-2028 年管理咨询业务营收分别为 1.5/1.7/1.8 亿元，同比 +14.9%/12.9%/10.9%，毛利率层面受益于规模效应稳中小幅改善，2026-2028 年分别为 58%、58.5%、59%。

**(3) 图书音像制品销售：**公司图书音像制品主要为李践本人所著企业管理相关书籍等，收入占比较低，预计波动较小，2026-2028 年营收分别为 248/261/274 万元，同

比+5.0%/+5.0%/+5.0%，参考历史毛利率水平以及考虑随规模增长成本效率有所优化，预计2026-2028年毛利率分别为27.0%/27.0%/27.0%。

(4) 其他：预计2026-2028年营收分别为170/175/180万元，同比+3.0%/+3.0%/+3.0%，毛利率稳定在30.0%。

表 1: 收入成本拆分 (百万元)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>管理培训课程</b>					
收入	632.9	679.0	859.9	1044.8	1248.9
增长率	6.3%	7.3%	26.6%	21.5%	19.5%
成本	103.6	113.9	133.3	158.8	187.4
毛利	529.3	565.1	726.6	886.0	1061.5
毛利率(%)	83.6%	83.2%	84.5%	84.8%	85.0%
<b>管理咨询业务</b>					
收入	145.6	128.2	147.3	166.3	184.5
增长率	97.4%	-12.0%	14.9%	12.9%	10.9%
成本	81.2	54.5	61.9	69	75.6
毛利	64.4	73.7	85.4	97.3	108.9
毛利率(%)	44.2%	57.5%	58.0%	58.5%	59%
<b>图书及音像制品</b>					
收入	3.1	2.4	2.5	2.6	2.7
增长率	47.1%	-22.5%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	2.2	2.0	1.8	1.9	2.0
毛利	0.8	0.4	0.7	0.7	0.7
毛利率(%)	26.6%	17.0%	27.0%	27.0%	27.0%
<b>其他</b>					
收入	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8
增长率	75.3%	-8.8%	3.0%	3.0%	3.0%
成本	0.6	1.3	1.2	1.3	1.3
毛利	1.2	0.4	0.5	0.5	0.5
毛利率(%)	68.3%	26.7%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>合计</b>					
收入	<b>783.4</b>	<b>811.2</b>	<b>1011.4</b>	<b>1215.5</b>	<b>1437.9</b>
增长率	16.5%	3.5%	24.7%	20.2%	18.3%
成本	187.6	171.5	198.2	231	266.2
毛利	595.8	639.7	813.2	984.5	1171.7
毛利率(%)	76.1%	78.9%	80.4%	81.0%	81.5%

资料来源：iFinD，广发证券发展研究中心

**费用端：**考虑公司明确的销售团队激励机制，我们预计销售费用率保持相对稳定，2026-2028年分别为25.3%/25.0%/25.0%；管理费用随营收规模增长经营杠杆持续释放，预计2026-2028管理费用率分别为10.5%/10.0%/9.2%；研发费用由于AI转型需求需保持一定投入，但随营收规模增长费用率保持相对稳定，预计2026-2028年分别为3.8%/3.7%/3.6%。

综上，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 10.1/12.2/14.4 亿元，同比 +24.7%/+20.2%/+18.3%，归母净利润分别为 4.1/4.9/5.9 亿元，同比 +26.6%/+20.9%/+19.8%。

我们选取职业教育领域上市公司华图山鼎、中国东方教育、粉笔作为可比公司，其中中国东方教育、粉笔受制于港股流动性折价等因素 PE 水平处于低估状态。考虑行动教育为企业管理教育领域稀缺上市龙头企业，2023 年至今成长差异化优势持续巩固，业绩增长韧性逐步验证，同时上市至今保持 80% 以上股利支付率回报股东，同时根据 2025 年全年业绩表现看，公司 25 年下半年业绩呈现较强势拐点，期末合同负债历史新高为后续增长奠定基础，看好公司增长韧性与“百校”、AI 战略带动增量弹性。参考可比公司，给予公司 2026 年 25xPE，对应合理价值 84.92 元/股，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值表**

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	净利润 (百万元)				PE 估值水平			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
华图山鼎	300492.SZ	职业教育	104.3	53.0	328.0	415.5	538.2	193.0	31.8	25.1	19.4
粉笔	02469.HK	职业教育	22.61	239.6	198.1	337.5	450.4	20.8	17.5	5.9	4.4
中国东方教育	00667.HK	职业教育	114.9	512.6	756.1	998.2	1205.4	10.9	17.5	10.1	8.4

资料来源：iFinD，广发证券发展研究中心

注：可比公司采用 iFinD 一致预期，截止 2026 年 4 月 17 日股价

### 三、风险提示

#### （一）宏观经济环境波动风险

公司所处行业以 2B 销售模式为主，行业需求与企业付款能力、付款意愿呈现相关性，当宏观经济环境出现波动，企业需求或随之波动。其中产品力强且差异化竞争的行业优质供给或呈现更强韧性。

#### （二）百校计划拓展不及预期风险

公司百校计划处于稳步推进过程中，但最终分校扩张数量及增量业绩贡献仍存在一定不确定性。

#### （三）销售人员流失风险

销售业务人员为公司获客的核心渠道，若销售人员流失率提升或对公司新客户获取产生一定影响。

**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>1,970</b>	<b>2,150</b>	<b>2,400</b>	<b>2,724</b>	<b>2,997</b>
货币资金	1,427	1,440	1,679	1,984	2,203
应收及预付	17	16	19	23	27
存货	1	2	2	2	2
其他	525	692	700	715	765
<b>非流动资产总额</b>	<b>262</b>	<b>242</b>	<b>242</b>	<b>239</b>	<b>189</b>
长期股权投资	0	1	1	1	0
固定资产	156	149	142	135	128
在建工程	0	0	0	0	0
使用权资产	39	31	33	35	36
无形资产	2	2	5	7	9
其他	64	60	62	62	17
<b>资产总额</b>	<b>2,232</b>	<b>2,391</b>	<b>2,642</b>	<b>2,964</b>	<b>3,186</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>1,230</b>	<b>1,349</b>	<b>1,574</b>	<b>1,867</b>	<b>2,054</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1,100	1,207	1,447	1,738	2,054
其他	130	142	127	129	0
<b>非流动负债总额</b>	<b>34</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>22</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	34	24	24	23	22
<b>负债总额</b>	<b>1,264</b>	<b>1,374</b>	<b>1,598</b>	<b>1,890</b>	<b>2,076</b>
股本	119	119	119	119	119
其他	842	891	914	938	968
归母权益合计	961	1,010	1,033	1,058	1,087
少数股东权益	7	7	11	16	22
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,232</b>	<b>2,391</b>	<b>2,642</b>	<b>2,964</b>	<b>3,186</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>783</b>	<b>811</b>	<b>1,011</b>	<b>1,215</b>	<b>1,438</b>
营业成本	188	172	198	231	266
营业税金及附加	5	5	6	7	9
销售费用	199	204	253	304	359
管理费用	110	97	106	122	132
研发费用	22	31	38	45	52
财务费用	-23	-21	-23	-27	-31
资产信用减值损失	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	10	22	18	16	15
投资收益	9	8	9	8	7
<b>营业利润</b>	<b>315</b>	<b>372</b>	<b>472</b>	<b>572</b>	<b>687</b>
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	316	372	472	572	687
所得税费用	44	49	63	77	94
<b>合并净利润</b>	<b>271</b>	<b>323</b>	<b>409</b>	<b>495</b>	<b>593</b>
少数股东损益	3	3	4	5	6
<b>归母净利润</b>	<b>269</b>	<b>320</b>	<b>405</b>	<b>490</b>	<b>587</b>
EPS (元/股)	2.25	2.68	3.40	4.11	4.92

**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>400</b>	<b>415</b>	<b>624</b>	<b>777</b>	<b>784</b>
合并净利润	271	323	409	495	593
折旧摊销	32	28	19	17	17
营运资金变动	132	116	222	289	196
其他	0	0	-2	2	-42
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-241</b>	<b>-269</b>	<b>850</b>	<b>-5</b>	<b>6</b>
资本性开支	-8	-3	-17	-14	-12
投资	-77	-150	-10	-15	-5
其他	-156	-116	877	24	22
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-285</b>	<b>-285</b>	<b>-384</b>	<b>-467</b>	<b>-571</b>
股本融资	27	0	0	0	0
债权融资	0	0	-2	-1	-13
股利分配与偿付利息	-296	-271	-385	-466	-558
其他	-16	-14	3	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>-127</b>	<b>-139</b>	<b>1,089</b>	<b>305</b>	<b>218</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>856</b>	<b>729</b>	<b>590</b>	<b>1,679</b>	<b>1,984</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>729</b>	<b>590</b>	<b>1,679</b>	<b>1,984</b>	<b>2,203</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	16.5%	3.5%	24.7%	20.2%	18.3%
营业利润增长率	22.0%	17.9%	27.0%	21.2%	20.1%
归母净利增长率	22.4%	19.1%	26.6%	21.0%	19.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	76.1%	78.9%	80.4%	81.0%	81.5%
净利率	34.6%	39.8%	40.5%	40.7%	41.2%
ROE	27.9%	31.7%	39.2%	46.3%	54.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.6%	57.4%	60.5%	63.8%	65.2%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5
利息保障倍数	136.0	189.4	822.1	1052.2	1363.4
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6113.2	9101.2	9000.0	9000.0	9000.0
存货周转率	158.9	107.6	109.1	109.1	109.1
应付账款周转率	9.2	6.4	6.4	6.4	6.4
<b>每股指标</b>					
每股收益	2.25	2.68	3.40	4.11	4.92
每股净资产	8.06	8.47	8.66	8.87	9.12
每股经营现金流	3.35	3.48	5.23	6.51	6.57
<b>估值比率</b>					
PE	15.6	15.6	18.8	15.5	13.0
PB	4.4	4.9	7.4	7.2	7.0
EV/EBITDA	9.1	10.2	13.5	10.5	8.3

## 广发批零与社会服务行业研究小组

- 嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 曹敦鑫：资深分析师，布里斯托大学金融与投资学硕士，曾任职于方正证券、申万宏源证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 张望：资深分析师，伦敦大学国王学院金融学硕士，曾任职于华福证券，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 罗艺：高级研究员，武汉大学经济学硕士，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。