

# 老白干酒 (600559.SH)

## 业绩蓄力改善，静待需求恢复

### 核心观点：

- **事件：公司发布 2025 年报与 2026 年一季报。**2025Q4 实现营业收入 7.9 亿元，同比-37.7%，实现归母净利润 0.3 亿元，同比-87.2%；2026Q1 实现营业收入 12.2 亿元，同比+4.5%，实现归母净利润 1.7 亿元，同比+8.6%。
- **百元以下产品率先恢复，河北本部表现坚挺。**分产品看，百元以上酒 2025Q4/2026Q1 收入 3.0/6.0 亿元，分别同比-54.8%/-9.8%；百元以下酒 2025Q4/2026Q1 收入 4.9/6.2 亿元，分别同比-19.1%/+23.5%。百元以上产品降幅收窄，百元以下产品率先恢复。分地区看，2026Q1 河北/湖南/安徽/山东/其他/境外收入分别为 7.5/2.1/1.3/0.4/0.8/0.0 亿元，同比+3.9%/+1.2%/-2.0%/+4.6%/+38.1%/+16.5%。河北本部表现坚挺，湖南/山东地区收入小幅增长，安徽市场小幅下滑。
- **费投力度先升后降，盈利能力逐步恢复。**毛利率方面，2025Q4/2026Q1 分别为 64.8%/64.1%，分别同比-0.3/-4.5pct。费用率方面，销售费用率 2025Q4/2026Q1 分别为 31.4%/21.6%，分别同比+16.1pct/-5.9pct；管理费用率 2025Q4/2026Q1 分别为 12.2%/7.4%，分别同比+3.8pct/-1.0pct。归母净利率 2025Q4/2026Q1 分别为 3.7%/13.6%，分别同比-14.4pct/+0.5pct，公司盈利能力有所修复。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2026-2028 年公司收入分别为 43.5/47.0/52.1 亿元，同比增长 5.5%/8.0%/10.8%，归母净利润分别为 4.6/5.0/5.7 亿元，同比增长 7.2%/9.3%/12.3%，按最新收盘价对应 PE 为 28/26/23 倍。参考可比公司，同时考虑到公司是河北地产酒龙头，基地市场韧性较强，后续业绩确定性较强，我们给予 2026 年 30 倍 PE 估值，合理价值为 15.10 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济恢复不及预期；行业竞争加剧；食品安全风险。

### 盈利预测：

单位：人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,358	4,121	4,348	4,698	5,205
增长率 (%)	1.9%	-23.1%	5.5%	8.0%	10.8%
EBITDA	1,197	704	754	804	887
归母净利润	787	430	461	503	565
增长率 (%)	18.2%	-45.4%	7.2%	9.3%	12.3%
EPS (元/股)	0.86	0.47	0.50	0.55	0.62
市盈率 (P/E)	24.4	34.1	27.9	25.5	22.7
ROE (%)	14.8%	8.1%	8.2%	8.6%	9.3%
EV/EBITDA	14.7	20.1	13.4	11.6	10.4

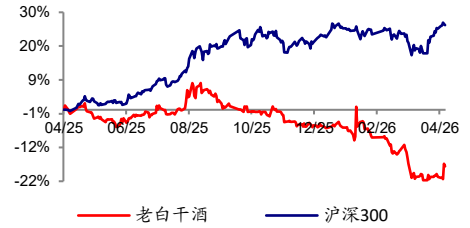
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格	14.04 元
合理价值	15.10 元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-26

### 相对市场表现



### 分析师：

符蓉



SAC 执证号：S0260523120002

SFC CE No. BWC944



021-38003552



furong@gf.com.cn

### 分析师：

殷卓龙



SAC 执证号：S0260525030003



021-38003579



yinzhuolong@gf.com.cn

请注意，殷卓龙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。

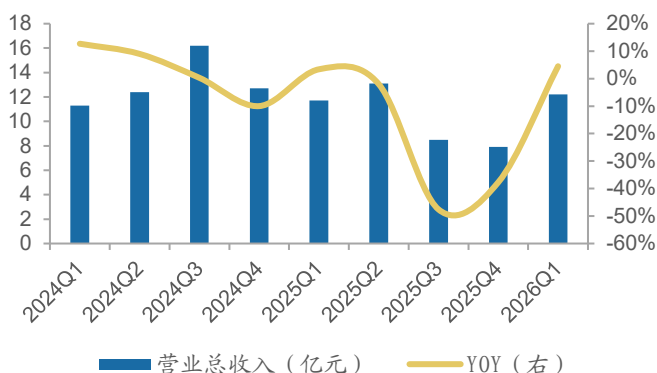
### 相关研究：

老白干酒 (600559.SH)：费用精准投放，业绩稳中有增	2025-08-29
老白干酒 (600559.SH)：收入表现平稳，净利率持续改善	2025-04-27

## 一、盈利预测和投资建议

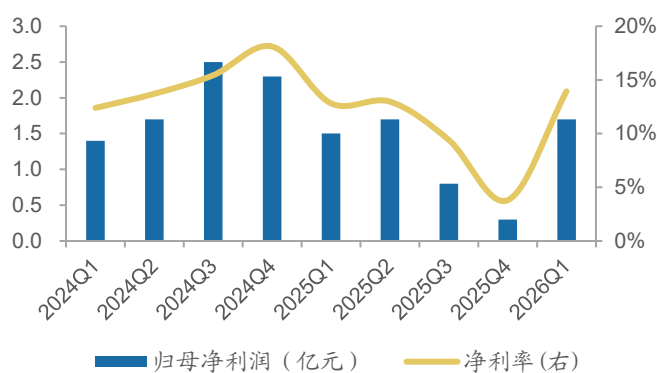
根据公司财报，2025年公司实现营业总收入41.2亿元，同比-23.1%；归母净利润4.3亿元，同比-45.4%。分季度看，2025Q3-2025Q4行业需求持续萎靡，单季度的盈利能力有较大波动。2026Q1公司实现营业总收入12.2亿元，同比+4.5%；归母净利润1.7亿元，同比+8.6%，业绩恢复正增长，经营拐点或已显现。

图 1：老白干酒单季度收入及增速表现



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图 2：老白干酒单季度归母净利润及增速表现



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

考虑2025年公司受制于行业需求持续萎靡，收入和盈利双向承压，2026年在宏观数据转好、房价企稳背景下有望迎来经营拐点。利润端，费投力度在2025Q4加大后在2026年开始回落，相关费用率有望稳步下降，盈利能力有望逐步恢复。综合来看，我们预计2026-2028年收入分别为为43.5/47.0/52.1亿元，毛利率分别为65.3%/65.4%/65.8%，归母净利润分别为4.6/5.0/5.7亿元。具体来看：

**衡水老白干酒系列：预计2026-2028年收入增速分别为+6.9%/+10.0%/+13.1%。**

2025年因行业需求萎靡，衡水老白干品牌较2024年收入同比-17.4%，但在五大品牌中下滑幅度最少，彰显河北本部市场的韧性。考虑后续行业需求有望恢复，叠加河北市场市占率稳步提升，基地市场收入有望稳步增长，因此我们预计2026-2028年收入增速分别为6.9%/+10.0%/+13.1%。

**板城烧锅酒系列：预计2026-2028年收入增速分别为+5.0%/+5.0%/+7.1%。**2025年因行业需求萎靡，板城烧锅品牌较2024年收入同比-24.5%。考虑后续行业需求有望恢复，叠加板城烧锅以河北市场为主，有望与主品牌衡水老白干形成较好的协同效应。因此我们预计2026-2028年收入增速分别为+5.0%/+5.0%/+7.1%。

**武陵酒系列：预计2026-2028年收入增速分别为+4.0%/+8.1%/+11.2%。**2025年因行业需求萎靡，武陵酒品牌较2024年收入同比-29.6%。鉴于宏观数据转好、房价企稳背景下，武陵酒作为品牌力较强的高端酱酒在行业需求恢复中有望贡献一定的收入弹性。因此我们预计2026-2028年收入增速分别为+4.0%/+8.1%/+11.2%。

**文王贡酒系列：预计2026-2028年收入增速分别为+2.0%/+3.0%/+4.0%。**2025年因行业需求萎靡，文王贡酒品牌较2024年收入同比-35.5%，在五大品牌中下滑最多，2026Q1安徽地区收入增速仍为负数，考虑到安徽白酒市场竞争较为激烈，预计文王贡酒收入恢复慢于其余品牌。因此我们预计2026-2028年收入增速为+2.0%/+3.0%/+4.0%。

**孔府家酒系列：**预计2026-2028年收入增速分别为+4.9%/+6.0%/+7.1%。2025年因行业需求萎靡，孔府家酒品牌较2024年收入同比-20.6%，考虑后续行业需求有望恢复，我们预计2026-2028年收入增速为+4.9%/+6.0%/+7.1%。

**利润端：**毛利率短暂承压后有望稳步上升，盈利能力有望逐步恢复。预计2026年公司各品牌采取份额优先，产品结构升级适当放缓并维持货折力度，若后续行业需求改善结构升级仍会加速。因此我们预计2026年各品牌毛利率同比下滑后有望稳步上升，公司销售费用率和管理费用率在规模效应贡献下或稳中有降。我们预计2026-2028年公司的归母净利润为4.6/5.0/5.7亿元，同比+7.2%/+9.3%/+12.3%。

表 1：主营业务拆分及2026-2028E盈利预测（单位：亿元）

品类	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>衡水老白干酒系列</b>						
营业收入	23.6	25.9	21.4	22.9	25.2	28.5
<b>YOY</b>	<u>10.0%</u>	<u>10.0%</u>	<u>-17.4%</u>	<u>6.9%</u>	<u>10.0%</u>	<u>13.1%</u>
毛利率-%	62.4	62.8	63.8	63.0%	63.0%	63.4%
<b>板城烧锅酒系列</b>						
营业收入	9.6	8.6	6.5	6.8	7.1	7.6
<b>YOY</b>	<u>15.2%</u>	<u>-10.3%</u>	<u>-24.5%</u>	<u>5.0%</u>	<u>5.0%</u>	<u>7.1%</u>
毛利率-%	61.8	62.1	64.8	64.4%	64.4%	64.7%
<b>武陵酒系列</b>						
营业收入	9.8	11.0	7.7	8.0	8.7	9.7
<b>YOY</b>	<u>28.2%</u>	<u>12.3%</u>	<u>-30.0%</u>	<u>4.0%</u>	<u>8.1%</u>	<u>11.2%</u>
毛利率-%	80.9	81.1	78.3	77.6%	77.8%	78.3%
<b>文王贡酒系列</b>						
营业收入	5.5	5.5	3.5	3.6	3.7	3.9
<b>YOY</b>	<u>16.5%</u>	<u>0.5%</u>	<u>-35.5%</u>	<u>2.0%</u>	<u>3.0%</u>	<u>4.0%</u>
毛利率-%	62.4	61.5	62.7	62.0%	62.0%	62.3%
<b>孔府家酒系列</b>						
营业收入	1.8	2.3	1.8	1.9	2.0	2.2
<b>YOY</b>	<u>22.7%</u>	<u>28.1%</u>	<u>-20.6%</u>	<u>4.9%</u>	<u>6.0%</u>	<u>7.1%</u>
毛利率-%	60.7	60.0	59.9	59.1%	59.1%	59.5%
<b>其他</b>						
营业收入	2.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>YOY</b>	<u>-20.5%</u>	<u>-86.9%</u>	<u>-25.3%</u>	<u>0%</u>	<u>0%</u>	<u>0%</u>
<b>合计</b>						
营业收入	52.6	53.6	41.2	43.5	47.0	52.1
<b>YOY</b>	13.0%	1.9%	-23.1%	5.5%	8.0%	10.8%
毛利率	67.2%	66.0%	66.0%	65.3%	65.4%	65.8%
销售费用率	27.2%	23.7%	27.5%	26.5%	26.4%	26.4%
管理费用率	7.9%	7.3%	8.8%	8.5%	8.5%	8.5%
归母净利润	6.7	7.9	4.3	4.6	5.0	5.7
<b>YOY</b>	<u>-5.9%</u>	<u>18.2%</u>	<u>-45.4%</u>	<u>7.2%</u>	<u>9.3%</u>	<u>12.3%</u>
归母净利率	12.7%	14.7%	10.4%	10.6%	10.7%	10.9%

数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

参考可比公司，给予2026年30倍PE估值，对应合理价值15.10元/股，给予“买入”评级。我们选择古井贡酒、金徽酒、伊力特、舍得酒业和水井坊作为可比公司。鉴于宏观数据转好、房价企稳背景下行业整体需求有望迎来改善，同时公司作为河北地产酒龙头，基地市场韧性较强，有望充分受益行业需求改善，2026Q1业绩已经恢复增长，经营拐点或现，后续业绩确定性较强。我们给予公司2026年30倍PE估值，对应合理价值15.10元/股，维持“买入”评级。

表 2：可比公司相对估值对比（市值单位：亿元）

证券简称	证券代码	收盘价（元）	EPS（元/股）			PE		
			2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
古井贡酒	000596.SZ	109.50	8.4	8.9	10.0	13	12	11
金徽酒	603919.SH	18.46	0.7	0.8	0.9	25	23	21
伊力特	600197.SH	12.07	0.4	0.5	0.5	31	27	23
舍得酒业	600702.SH	45.54	1.1	1.4	1.6	41	32	29
水井坊	600779.SH	33.05	0.9	1.0	1.3	36	32	26
平均值	/	/	—	—	—	29	25	22

数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

备注：上述公司均来自 iFinD 一致预测，数据截至 2026/4/24

## 二、风险提示

### （一）宏观经济恢复不及预期

若宏观经济恢复不及预期，消费者信心不足，消费需求受到抑制，白酒消费将面临压力。

### （二）行业竞争加剧

若行业竞争压力逐渐加剧，公司整体市场份额和盈利水平存在下降风险。

### （三）食品安全风险

行业历史上出现过食品安全事件影响公司发展的情况，若出现食品安全问题，公司销量将受到较大的影响。

**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>6,060</b>	<b>5,072</b>	<b>5,698</b>	<b>6,136</b>	<b>6,677</b>
货币资金	1,546	563	2,776	3,486	3,586
应收及预付	152	97	202	218	241
存货	3,552	3,591	2,094	1,806	2,224
其他	810	821	625	625	625
<b>非流动资产总额</b>	<b>3,553</b>	<b>3,529</b>	<b>3,237</b>	<b>3,093</b>	<b>2,945</b>
长期股权投资	66	43	43	43	43
固定资产	1,699	1,599	1,485	1,365	1,238
在建工程	67	57	46	37	31
使用权资产	0	0	0	0	0
无形资产	825	811	811	811	811
其他	896	1,019	852	837	822
<b>资产总额</b>	<b>9,613</b>	<b>8,601</b>	<b>8,935</b>	<b>9,229</b>	<b>9,621</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>4,159</b>	<b>3,159</b>	<b>3,220</b>	<b>3,269</b>	<b>3,443</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	1,835	1,334	1,495	1,614	1,783
其他	2,324	1,825	1,725	1,655	1,660
<b>非流动负债总额</b>	<b>148</b>	<b>135</b>	<b>131</b>	<b>124</b>	<b>117</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	148	135	131	124	117
<b>负债总额</b>	<b>4,307</b>	<b>3,294</b>	<b>3,351</b>	<b>3,393</b>	<b>3,560</b>
股本	915	915	915	915	915
其他	4,391	4,393	4,669	4,921	5,147
归母权益合计	5,306	5,307	5,584	5,835	6,062
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,613</b>	<b>8,601</b>	<b>8,935</b>	<b>9,229</b>	<b>9,621</b>

**利润表**

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>5,358</b>	<b>4,121</b>	<b>4,348</b>	<b>4,698</b>	<b>5,205</b>
营业成本	1,824	1,401	1,508	1,626	1,779
营业税金及附加	887	729	769	831	920
销售费用	1,269	1,133	1,152	1,241	1,372
管理费用	389	362	370	399	442
研发费用	16	11	11	14	18
财务费用	-20	-19	-23	-43	-48
资产信用减值损失	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资收益	25	14	15	15	13
<b>营业利润</b>	<b>1,059</b>	<b>554</b>	<b>608</b>	<b>672</b>	<b>755</b>
营业外收支	-1	15	1	-6	-7
利润总额	1,059	569	609	666	748
所得税费用	272	139	149	163	183
<b>合并净利润</b>	<b>787</b>	<b>430</b>	<b>461</b>	<b>503</b>	<b>565</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>787</b>	<b>430</b>	<b>461</b>	<b>503</b>	<b>565</b>
EPS (元/股)	0.86	0.47	0.50	0.55	0.62

**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>535</b>	<b>-293</b>	<b>2,462</b>	<b>1,011</b>	<b>488</b>
合并净利润	787	430	461	503	565
折旧摊销	181	182	185	189	193
营运资金变动	-412	-909	1,818	321	-267
其他	0	0	351	-10	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-243</b>	<b>-145</b>	<b>-61</b>	<b>-47</b>	<b>-47</b>
资本性开支	-161	-64	-60	-60	-60
投资	-121	-120	-170	0	0
其他	38	40	169	13	13
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-411</b>	<b>-503</b>	<b>-187</b>	<b>-254</b>	<b>-341</b>
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	0	0	0	0	0
股利分配与偿付利息	-410	-503	-184	-252	-339
其他	0	0	-3	-2	-2
<b>现金净增加额</b>	<b>-118</b>	<b>-941</b>	<b>2,214</b>	<b>710</b>	<b>100</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1,622</b>	<b>1,504</b>	<b>563</b>	<b>2,776</b>	<b>3,486</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,504</b>	<b>563</b>	<b>2,776</b>	<b>3,486</b>	<b>3,586</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	1.9%	-23.1%	5.5%	8.0%	10.8%
营业利润增长率	19.8%	-47.7%	9.8%	10.4%	12.4%
归母净利增长率	18.2%	-45.4%	7.2%	9.3%	12.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	65.9%	66.0%	65.3%	65.4%	65.8%
净利率	14.7%	10.4%	10.6%	10.7%	10.9%
ROE	14.8%	8.1%	8.2%	8.6%	9.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	44.8%	38.3%	37.5%	36.8%	37.0%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.6	1.8	1.9	1.9
利息保障倍数					
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	369.9	1028.8	120.0	120.0	120.0
存货周转率	0.5	0.4	0.7	0.9	0.8
应付账款周转率	4.6	4.5	3.8	3.8	3.8
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.86	0.47	0.50	0.55	0.62
每股净资产	5.80	5.80	6.10	6.38	6.63
每股经营现金流	0.59	-0.32	2.69	1.10	0.53
<b>估值比率</b>					
PE	24.4	34.1	27.9	25.5	22.7
PB	3.6	2.8	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	14.7	20.1	13.4	11.6	10.4

## 广发食品饮料研究小组

- 符蓉：首席分析师，金融学硕士，8年证券与基金投研经验。
- 郝宇新：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 吴思颖：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 胡慧：资深分析师，金融学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 廖承帅：资深分析师，工程学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 殷卓龙：资深分析师，管理学硕士，2023年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：高级分析师，理学硕士，2025年加入广发证券发展研究中心。
- 湛保罗：高级分析师，金融学硕士，2025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。