

# 康冠科技 (001308.SZ)

## 智能显示制造龙头，业绩有望恢复增长

### 核心观点:

- **公司披露 2024 年年报，收入稳步增长，利润承压。**2024 年公司收入 155.9 亿元 (YOY+15.9%)，归母净利 8.33 亿元 (YOY-35%)。24Q4 收入 41.95 亿元 (YOY-14.12%)，归母净利 2.75 亿元 (YOY-34.1%)。
- **全球电视代工市场需求稳定，公司业务保持快速增长。**根据洛图科技，2024 年全球电视代工市场整体 (含四家自有工厂) 出货量达 1.12 亿台，同比+5.7%，其中康冠科技位列第三，出货量约为 1030 万台。公司层面，24 年智能电视业务收入 95.3 亿元，同比+23.5%，具体来看主要系北美以及东南亚业务增长拉动。
- **智能交互显示业务短期承压，创新显示业务保持快速成长。**智能交互显示方面，24 年收入 37.35 亿元，同比-2.8%，主要是受全球教育信息化推进节奏波动的影响。创新显示收入 15.2 亿元，同比增长 57.9%。创新显示产品中闺蜜机、会议电视、化妆镜等新品类国内销量大幅增长，下游需求旺盛。此外公司在车载显示、医疗显示、AI 眼镜等新兴领域均有布局，未来新产品、新业务有望持续贡献增长动力。
- **24 年盈利能力承压，未来有望恢复。**受面板涨价与客户结构变化影响，24 年公司毛利率为 12.8% (YOY-5.1pct)。费用方面，在培育期营销投入加大，销售/管理/研发/财务费用率为 2.5%/2.2%/4.2%/-0.9%，同比+0.2pct/-0.3pct/-0.3pct/-0.4pct，净利率 5.3% (YOY-4.2pct)。预计随着客户结构稳定与规模效应，主业毛利率有望回升。同时随着新业务培育成熟，费用投放也将有所缩减，未来盈利能力有望恢复。
- **盈利预测与投资建议：**预计 25-27 年归母净利润为 10.0、12.0、14.5 亿元，同比增速为 19.7%、20.2%、20.9%，最新收盘价对应 2025 年 PE 为 14.1x。参考可比公司估值水平，给予公司 25 年 18 倍 PE，对应每股合理价值 25.64 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**海外市场需求下滑，汇率波动，面板价格波动，竞争加剧。

### 盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	13447	15587	18184	20890	23422
增长率 (%)	16.0%	15.9%	16.7%	14.9%	12.1%
EBITDA (百万元)	1290	766	1111	1341	1593
归母净利润 (百万元)	1283	833	998	1199	1449
增长率 (%)	-15.4%	-35.0%	19.7%	20.2%	20.9%
EPS (元/股)	1.88	1.21	1.42	1.71	2.07
市盈率 (P/E)	14.88	22.73	14.09	11.72	9.70
ROE (%)	18.5%	10.8%	12.2%	13.4%	14.6%
EV/EBITDA	16.76	27.56	14.40	12.05	10.01

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

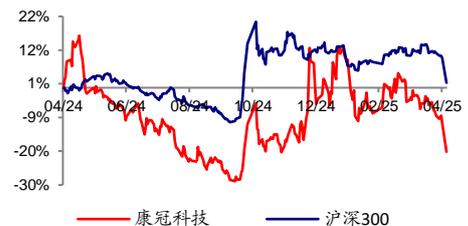
识别风险，发现价值

### 公司评级

增持

当前价格	20.07 元
合理价值	25.64 元
报告日期	2025-04-07

### 相对市场表现



### 分析师:

袁雨辰



SAC 执证号: S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-38003640



yuanyuchen@gf.com.cn

### 分析师:

王亮



SAC 执证号: S0260519060001

SFC CE No. BFS478



021-38003658



gfwangliang@gf.com.cn

### 分析师:

符超然



SAC 执证号: S0260522080007



021-38003645



fuchaoran@gf.com.cn

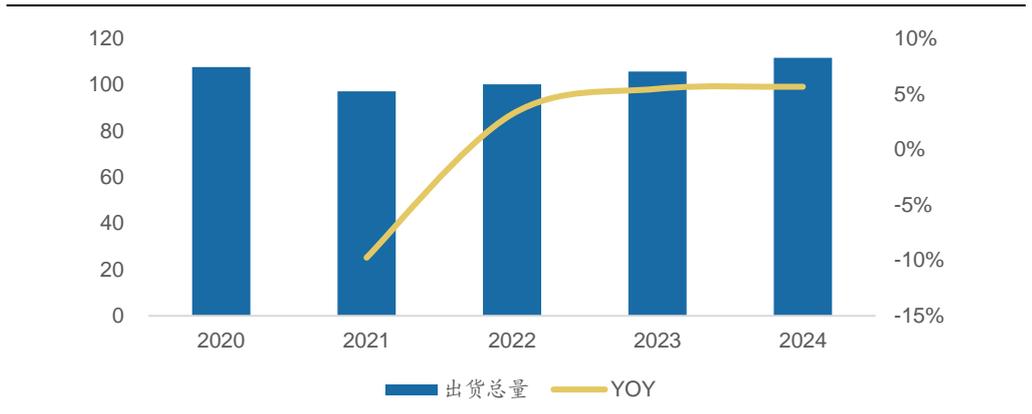
请注意，符超然并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

## 一、行业分析：全球电视代工市场需求稳定，智能交互平板稳步增长

全球电视代工市场需求稳定，康冠排名第三。根据洛图科技（RUNTO）数据，2024年全球电视代工市场整体（含四家自有工厂）出货总量达1.12亿台，同比2023年增长5.7%。分代工企业来看，康冠在全球 TV ODM 市场专业代工工厂排名第三。

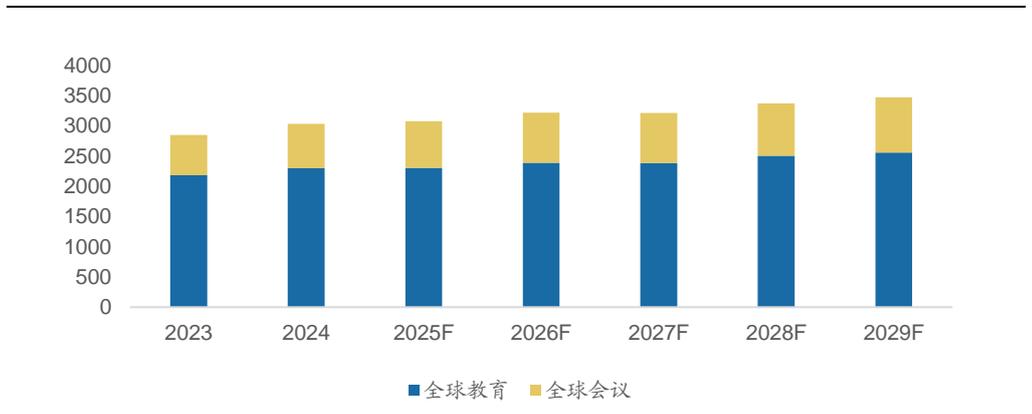
图1：全球电视代工市场整体出货总量（百万台）



数据来源：洛图科技，广发证券发展研究中心

智能交互平板市场预计保持稳步增长。智能交互产品主要应用场景为教育、会议、电竞、医疗显示和商显，其中教育与会议为主。根据DISCIEN的研究报告，全球智能交互平板市场需求稳步增长，预计到2029年，全球出货量将达到347.2万台。

图2：2023-2029F全球IFPD整机市场出货量预测（千台）

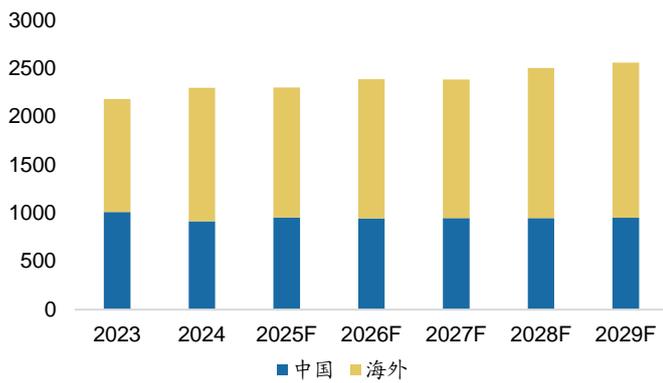


数据来源：公司年报，DISCIEN，广发证券发展研究中心

其中教育市场方面，海外教育信息化起步较晚，正在以欧美地区为主延伸至新兴市场国家，信息化教育需求快速增加且教育类智能交互平板渗透率较低，未来智能平板需求空间大。根据康冠科技24年报援引的DISCIEN的研究报告，全球教育市场智能交互平板的出货量稳步增长，预计2029年全球出货量将达到255.9万台。

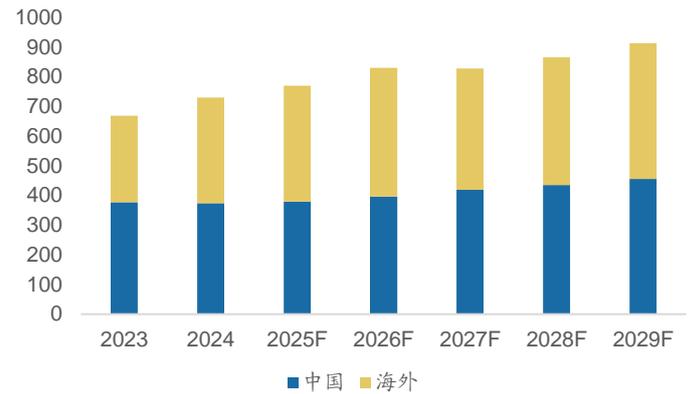
会议市场方面，根据康冠科技24年报援引的DISCIEN的研究报告，全球会议市场智能交互平板出货量稳步增长，预计到2029年，全球出货量将达到91.3万台。

图3: 23-29年全球IFPD教育市场出货量预测(千台)



数据来源: 公司年报, DISCIEN, 广发证券发展研究中心

图4: 23-29年全球IFPD会议市场出货量预测(千台)



数据来源: 公司年报, DISCIEN, 广发证券发展研究中心

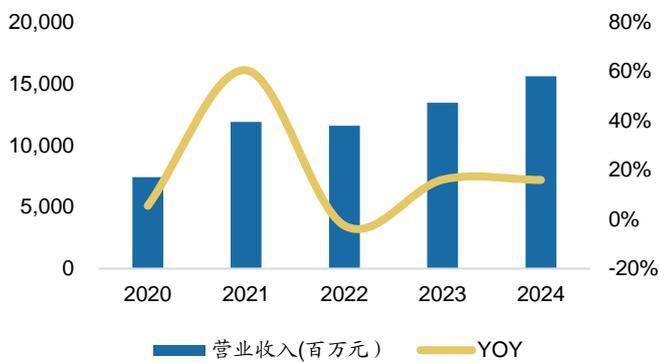
## 二、公司概况与业绩点评

**智能显示制造龙头, 业务版图不断扩展。**康冠科技成立于1995年, 是一家专注于智能显示产品领域研发、设计、生产与销售的企业。公司业务从早期的CRT显示器生产销售起步, 目前已覆盖智能电视、专业显示、智能交互平板、创新显示等领域。

2024年公司实现收入155.9亿元(YOY+15.9%), 归母净利8.33亿元(YOY-35%)。

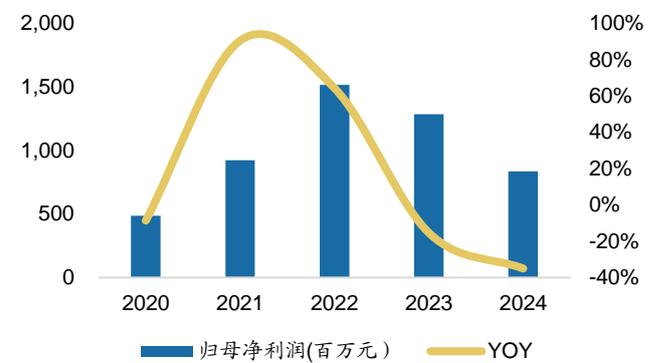
24Q4公司实现收入41.95亿元(YOY-14.12%), 归母净利2.75亿元(YOY-34.1%)。

图5: 2020-2024年康冠科技营收及增速



数据来源: IFind, 广发证券发展研究中心

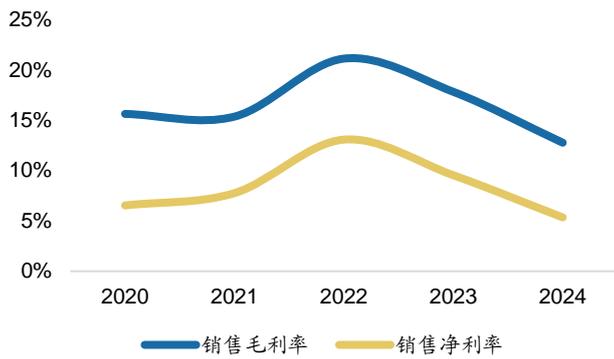
图6: 2020-2024年康冠科技归母净利润及增速



数据来源: IFind, 广发证券发展研究中心

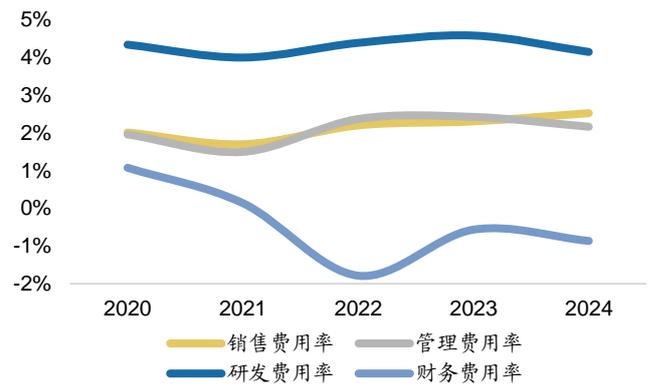
**24年整体盈利能力承压, 未来有望恢复。**受面板涨价与客户结构变化影响, 24年公司毛利率为12.8%(YOY-5.1pct)。费用方面, 在培育期营销投入加大, 销售/管理/研发/财务费用率为2.5%/2.2%/4.2%/-0.9%, 同比+0.2pct/-0.3pct/-0.3pct/-0.4pct, 净利率5.3%(YOY-4.2pct)。预计随着客户结构稳定与规模效应体现, 主业毛利率有望回升。同时随着新业务培育成熟, 费用投放也将有所缩减, 未来公司整体盈利能力有望恢复。

图7：2020-2024年康冠科技净利率与毛利率水平



数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

图8：2020-2024年康冠科技费用率



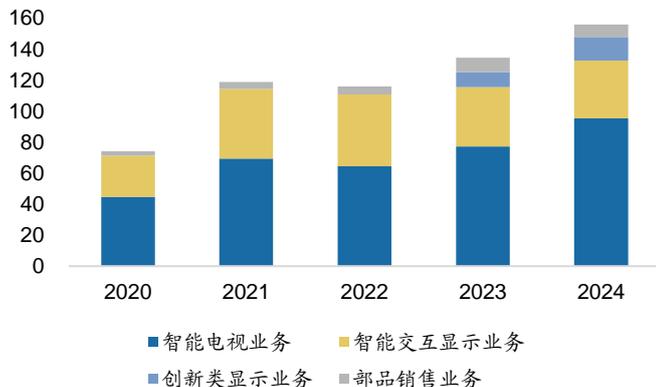
数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

**24年智能电视业务收入高增长，美洲与东南亚市场是主要驱动力。**公司生产的智能电视产品按显示技术可分为 OLED 电视、Mini-LED 电视和 LED 背光电视，经营模式以定制化为主，针对国际知名品牌、各区域本地品牌提供不同的差异化产品和服务。根据洛图科技 (RUNTO) 数据统计，2024 年公司在全球 TV ODM 市场专业代工厂排名第三。参考业绩公告，智能电视业务24年实现营收95.3亿元 (YoY+23.47%)，主要受益美洲及东南亚市场增长。

**24年智能交互显示业务短期承压，未来有望恢复增长。**公司智能交互平板产品涵盖教育场景的智慧黑板和会议场景的交互电子白板，主要面向海外一线品牌商客户，销往欧洲、北美等主流市场及新兴市场国家。参考业绩公告，24年公司智能交互显示业务实现营收37.4亿元 (YOY-2.76%)，其中智能交互显示平板实现营收22.89亿元 (YOY-2.25%)，主要系海外教育信息化进程节奏短期波动影响。参考DISCIEN 数据预测，未来海外交互显示平板需求有望保持稳定增长，公司业务有望恢复增长。

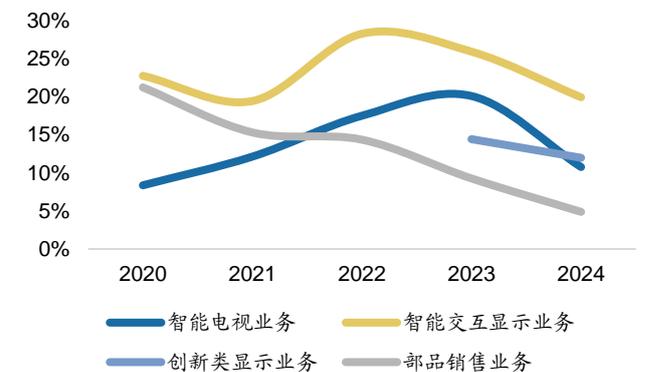
**24年创新显示业务快速增长，自有品牌竞争力提升。**公司创新显示业务包括移动智慧屏、电竞显示器、智能美妆镜、投影仪等，旗下包括三大自有品牌—“KTC”、“皓丽 (Horion)”和“FPD”。24年公司创新类显示业务营收15.2亿元 (YOY+57.94%)，销量147万台 (YOY+110.61%)，根据奥维睿沃 (AVC REVO) 数据统计，2024 年公司 KTC 品牌在中国大陆线上零售显示器品牌中销量排名第四，其中电竞类显示器销量排名第三。

图9：2020-2024年康冠科技分业务收入 (亿元)



数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

图10：2020-2024年康冠科技分业务毛利率



数据来源：IFind，广发证券发展研究中心

### 三、盈利预测和投资建议

假设:

- (1) 智能电视业务: 公司聚焦一带一路市场的当地优质客户, 同时积极开拓北美大客户, 智能电视业务有望保持增长。预计2025-2027年公司智能电视业务营收分别为109.6、123.8、136.2亿元。盈利能力方面, 24年面板价格上涨以及客户结构变化导致毛利率有所波动, 但随着客户结构逐步稳定且规模效应逐步体现, 毛利率预计企稳回升, 2025-2027年为11.5%、12.0%、12.3%。
- (2) 智能交互显示业务: 公司智能交互显示业务的下游为全球头部教育集团优质客户, 需求稳健。中长期来看, 全球教育与会议类IFPD渗透率均有提升空间, 公司业务未来有望稳步增长, 预计2025-2027年公司智能交互显示产品营收分别为43.0、49.4、56.8亿元。随着规模效应体现, 盈利能力有望逐步提升, 毛利率分别为20.0%、20.2%、20.5%。
- (3) 创新类显示: 公司通过AI技术的赋能, 围绕智慧显示, 构建了多元化的产品矩阵, 覆盖了“办公”、“教育”、“医疗”、“娱乐”等多个关键场景, 业务不断拓展, 收入有望保持较快增长, 预计2025-2027年公司创新类显示产品营收分别为21.3、27.6、33.2亿元。随着品牌影响力提升, 规模效应体现, 盈利能力有望提升, 预计2025-2027年毛利率分别为12.0%、12.5%、13.0%。

投资建议: 公司作为显示终端行业龙头, 主业利润率有望恢复, 新业务有望保持稳步发展, 业绩有望恢复增长。预计25-27年归母净利润为10.0、12.0、14.5亿元, 同比增速分别为19.7%、20.2%、20.9%, 最新收盘价对应2025年PE为14.1x。

可比公司选取: (1) 海信视像: 国内电视行业龙头; (2) 兆驰股份: 全球领先的消费电子制造商, 同样具有海外电视代工业务。康冠科技25-27年的业绩增速预计高于可比公司, 我们给予公司2025年PE估值18倍, 对应合理价值25.64元/股, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表1: 康冠科技收入分拆表

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入(亿元)	134.5	155.9	181.8	208.9	234.2
YoY	16.0%	15.9%	16.66%	14.88%	12.12%
<b>智能电视业务</b>					
收入(亿元)	77.2	95.3	109.6	123.8	136.2
YoY	39.7%	23.5%	15.00%	13.00%	10.00%
<b>智能交互显示业务</b>					
收入(亿元)	38.4	37.4	43.0	49.4	56.8
YoY	-17.2%	-2.8%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>创新类显示业务</b>					
收入(亿元)	9.6	15.2	21.3	27.6	33.2
YoY	-	57.9%	40.00%	30.00%	20.00%
<b>部品销售业务</b>					
收入(亿元)	9.3	8.1	8.1	8.1	8.1
YoY	86.8%	-13.1%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源: IFind、广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

**表2: 康冠科技毛利率分拆表**

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入 (亿元)	132.0	155.9	181.8	208.9	234.2
营业成本 (亿元)	108.8	136.0	157.7	180.2	201.1
毛利率	17.6%	12.8%	13.3%	13.7%	14.1%
智能电视业务					
毛利率	15.1%	10.8%	11.5%	12.0%	12.3%
智能交互显示业务					
毛利率	25.4%	19.9%	20.0%	20.2%	20.5%
创新类显示业务					
毛利率	14.0%	12.0%	12.0%	12.5%	13.0%
部品销售业务					
毛利率	8.4%	4.9%	5.0%	5.0%	5.0%

数据来源: IFind、广发证券发展研究中心

**表3: 康冠科技可比公司估值表**

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益 (元人民币)			市盈率 (X)		
			2023A	2024 A/E	2025E	2023A	2024 A/E	2025E
600060.SH	海信视像	23.34	1.61	1.72	1.92	13.02	11.58	12.15
002429.SZ	兆驰股份	4.63	0.35	0.41	0.50	15.90	11.32	9.27
	平均					14.46	11.45	10.71

数据来源: IFind、广发证券发展研究中心

注: 股价为2025-04-07收盘价; 盈利数据均为 IFind 一致预测。海信视像已发布2024年报。

## 四、风险提示

### (一) 海外市场需求下滑风险

公司海外地区收入占比较高, 若主要海外发达国家通胀上涨态势未得到有效遏制或宏观经济增长不达预期, 可能会对公司的收入与盈利能力带来较大影响。

### (二) 汇率波动风险

公司海外地区收入占比较高, 若业务涉及的币种汇率大幅波动, 可能造成汇兑风险。

### (三) 面板价格大幅波动风险

面板是公司主要产品液晶电视的核心部件, 若后续面板价格出现大幅波动, 公司盈利能力将受到较大影响。

### (四) 市场竞争加剧风险

消费需求复苏仍有不确定性, 彩电市场整体需求偏弱, 若竞争对手普遍降价, 对公司的收入与盈利能力将带来较大影响。

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>11,799</b>	<b>14,110</b>	<b>15,010</b>	<b>15,002</b>	<b>16,635</b>
货币资金	1,545	3,851	3,308	2,651	2,552
应收及预付	3,874	3,503	5,200	4,712	6,189
存货	2,340	3,252	3,319	3,990	4,166
其他流动资产	4,040	3,504	3,184	3,650	3,728
<b>非流动资产</b>	<b>2,291</b>	<b>2,292</b>	<b>2,316</b>	<b>2,327</b>	<b>2,335</b>
长期股权投资	0	0	1	1	2
固定资产	856	824	745	652	557
在建工程	46	211	311	411	511
无形资产	53	51	54	57	60
其他长期资产	1,337	1,205	1,205	1,205	1,205
<b>资产总计</b>	<b>14,091</b>	<b>16,402</b>	<b>17,326</b>	<b>17,329</b>	<b>18,970</b>
<b>流动负债</b>	<b>7,092</b>	<b>8,656</b>	<b>9,057</b>	<b>8,334</b>	<b>9,001</b>
短期借款	3,988	5,742	5,242	4,742	4,442
应付及预收	2,588	2,404	3,203	2,904	3,800
其他流动负债	516	510	611	688	759
<b>非流动负债</b>	<b>51</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	51	54	54	54	54
<b>负债合计</b>	<b>7,143</b>	<b>8,710</b>	<b>9,110</b>	<b>8,388</b>	<b>9,054</b>
股本	685	699	700	700	700
资本公积	2,411	2,724	2,723	2,723	2,723
留存收益	3,840	4,262	4,785	5,509	6,482
归属母公司股东权益	6,936	7,684	8,207	8,931	9,905
少数股东权益	11	8	9	10	12
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,091</b>	<b>16,402</b>	<b>17,326</b>	<b>17,329</b>	<b>18,970</b>

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>13447</b>	<b>15587</b>	<b>18184</b>	<b>20890</b>	<b>23422</b>
营业成本	11087	13596	15769	18021	20111
营业税金及附加	46	48	58	67	75
销售费用	273	394	418	480	539
管理费用	327	338	391	449	499
研发费用	617	647	727	836	937
财务费用	-76	-135	44	42	42
资产减值损失	50	-69	-40	-50	-50
公允价值变动收益	10	-3	5	5	4
投资净收益	-23	51	73	63	70
<b>营业利润</b>	<b>1254</b>	<b>845</b>	<b>1014</b>	<b>1222</b>	<b>1478</b>
营业外收支	17	4	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>1271</b>	<b>849</b>	<b>1019</b>	<b>1227</b>	<b>1483</b>
所得税	-13	19	20	27	33
<b>净利润</b>	<b>1284</b>	<b>830</b>	<b>999</b>	<b>1200</b>	<b>1451</b>
少数股东损益	1	-3	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1283</b>	<b>833</b>	<b>998</b>	<b>1199</b>	<b>1449</b>
EBITDA	1290	766	1111	1341	1593
EPS (元)	1.88	1.21	1.42	1.71	2.07

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>259</b>	<b>240</b>	<b>581</b>	<b>771</b>	<b>1,218</b>
净利润	1,284	830	999	1,200	1,451
折旧摊销	99	104	91	94	97
营运资金变动	-1,220	-699	-549	-576	-370
其它	97	5	39	52	39
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,283</b>	<b>307</b>	<b>-73</b>	<b>-383</b>	<b>-476</b>
资本支出	-206	-244	-150	-150	-150
投资变动	-3,100	455	199	-101	-201
其他	22	96	-122	-132	-126
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,997</b>	<b>543</b>	<b>-1,051</b>	<b>-1,045</b>	<b>-841</b>
银行借款	2,577	1,754	-500	-500	-300
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-580	-1,211	-551	-545	-541
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,017</b>	<b>1,120</b>	<b>-543</b>	<b>-657</b>	<b>-99</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2,352</b>	<b>1,335</b>	<b>2,455</b>	<b>1,912</b>	<b>1,255</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1,335</b>	<b>2,455</b>	<b>1,912</b>	<b>1,255</b>	<b>1,156</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	16.0%	15.9%	16.7%	14.9%	12.1%
营业利润	-24.4%	-32.7%	20.0%	20.6%	20.9%
归母净利润	-15.4%	-35.0%	19.7%	20.2%	20.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.6%	12.8%	13.3%	13.7%	14.1%
净利率	9.5%	5.3%	5.5%	5.7%	6.2%
ROE	18.5%	10.8%	12.2%	13.4%	14.6%
ROIC	11.0%	4.8%	7.4%	8.9%	10.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.7%	53.1%	52.6%	48.4%	47.7%
净负债比率	102.8%	113.2%	110.9%	93.8%	91.3%
流动比率	1.66	1.63	1.66	1.80	1.85
速动比率	1.01	0.97	1.01	1.00	1.08
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.95	0.95	1.05	1.21	1.23
应收账款周转率	3.70	4.59	3.65	4.73	3.99
存货周转率	5.75	4.79	5.48	5.24	5.62
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.88	1.21	1.42	1.71	2.07
每股经营现金流	0.38	0.34	0.83	1.10	1.74
每股净资产	10.12	11.00	11.72	12.75	14.14
<b>估值比率</b>					
P/E	14.88	22.73	14.09	11.72	9.70
P/B	2.76	2.50	1.71	1.57	1.42
EV/EBITDA	16.76	27.56	14.40	12.05	10.01

## 广发家电行业研究小组

- 曾 婫：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 高 润 鑫：资深分析师，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 符 超 然：资深分析师，上海财经大学经济学硕士，同济大学工学学士，2021年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 尧：资深分析师，新加坡国立大学金融工程专业硕士，2022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。