

国泰海通(601211.SH/02611.HK)

海外收入高增，杠杆空间可期

核心观点：

- **并购助力公司跨越式发展。**公司发布 2025 年度报告，全年营业收入 631.07 亿元，可比口径下同比+87.4%；归母净利润 278.09 亿元，同比+113.52%；扣非归母净利润 213.88 亿元，同比+71.9%。2025 年调整后杠杆小幅下降至 4.62，加权 ROE 升至 9.78%，扣非后加权 ROE 7.49%。境外业务收入同比高增+229.49%，毛利率 21.8%，境外毛利率 26 年有望迎来明显改善。
- **业务均衡发展，期待合并后协同发力成效。(1) 财富管理转型成效渐显。**2025 年经纪业务手续费净收入为 151.38 亿元，同比增加 93.01%。公司持续推进财富管理转型。君弘 APP 及通财 APP 平均月活 1,570 万户，较上年增长 11.8%，以科技铸造公司经纪业务护城河。股基交易市场份额 8.56%，较上年提升 0.03 pct。(2) **投行业务净收入+59%，优势地位稳定。**公司债券主承销金额 13552 亿元，排名行业第二。(3) **资管业务统筹推进合并整合与业务发展，合并进展顺利。**公司大资管业务净收入为 63.93 亿元，同比+64%。其中资产管理净收入同比+136%，基金管理净收入同比+44%。期末资管业务规模同比+7.95%，非货公募规模突破 720 亿元，较上年末增长近 50%。华安基金的公募管理资产规模+15%，非货币公募规模+28%。(4) **自营投资业务收入显著提升，业务持续向低风险、非方向性转型。**2025 年公司自营投资收益合计值+111.88%。
- **盈利预测与投资建议：**建设一流投行背景下公司有望实现跨越式发展。公司业务均衡发展，综合实力居前，跨境衍生品业务快速发展助力国际化进程，杠杆仍有较大提升空间。预计 2026-2027 年 BVPS 为 19.63、21.47 元/股。结合历史估值中枢 0.8x-1.4x，给予公司 A 股 2026 年 1.2XPB 估值，对应合理价值 23.55 元/股，考虑 A/H 溢价，对应 H 股合理价值 18.51 港元/股，均给予“买入”评级。(HKD/CNY=0.88)
- **风险提示：**资本市场波动；行业监管趋严；政策推进不达预期等。

盈利预测：（单位：CNY）

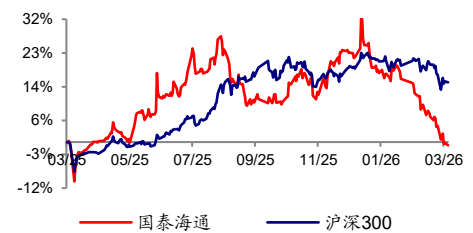
指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	43397	63107	82016	99820	115723
增长率(%)	20%	87%	30%	22%	16%
归母净利润(百万元)	13024	27809	30636	38344	45552
增长率(%)	39%	114%	10%	25%	19%
EPS（元/股）	0.74	1.58	1.74	2.18	2.58
市盈率（x）	22.74	10.65	9.67	7.72	6.50
市净率（x）	1.90	0.92	0.86	0.78	0.72

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	16.69 元/13.62 港元
合理价值	23.55 元/18.51 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2026-03-30

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

严漪澜



SAC 执证号：S0260524070005



0755-82544248



yanyilan@gf.com.cn

请注意，严漪澜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：

国泰海通	2025-10-30
(601211.SH/02611.HK):整合	
深化效能释放，一流投行盈利可期	
国泰海通	2025-09-02
(601211.SH/02611.HK):整合	
深化成效渐显，国际化深入布局	
国泰海通	2025-05-30
(601211.SH/02611.HK):打造	
国际一流投行，增强核心竞争优势	

目录索引

一、并购助力及市场回暖，公司业绩同比高增.....	4
（一）营收同比+87.4%，归母净利润同比+113.5%.....	4
（二）营收结构：投资净收益明显助力营收增长.....	4
（三）净资产规模近翻倍增长，加权 ROE9.78%.....	5
二、综合实力稳居前列，财富管理业务持续转型.....	6
（一）经纪业务净收入同比+93%，财富管理转型成效渐显.....	6
（二）投行净收入同比+59%，行业优势地位相对稳定.....	7
（三）资管业务：资管业绩表现亮眼，大资管业务布局步入正轨.....	8
（四）交易投资业务：收益显著提升，业务向低风险、非方向性转型.....	9
三、盈利预测和投资建议.....	11
四、风险提示.....	12

图表索引

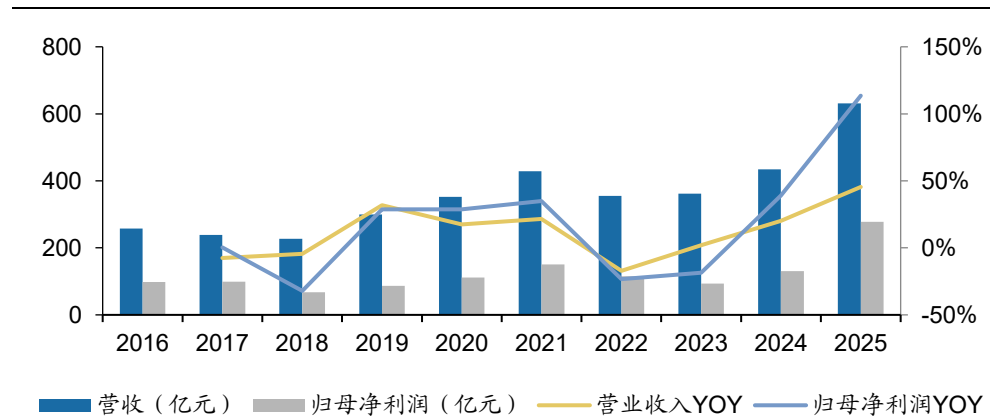
图 1: 国泰海通营收、归母净利润及增速变化 (亿元, %)	4
图 2: 国泰海通主营业务营收结构比例	5
图 3: 国泰海通杠杆率	5
图 4: 国泰海通剔除代理款项杠杆率	5
图 5: 国泰海通的净资产及增速	6
图 6: 国泰海通加权 ROE (%)	6
图 7: 托管外包业务规模 (亿元)	7
图 8: 投行业务净收入及同比 (% , 右轴)	8
图 9: 国泰海通 IPO 和再融资发行规模及市占率	8
图 10: 国泰海通大资管业务情况	9
图 11: 国君资管净利润、营收规模及同比	9
图 12: 国泰海通交易投资收益及同比 (亿元, %)	10
图 13: 国泰海通股价 (元) 与历史 PB (LF)	12
表 1: 国泰海通金融投资资产结构 (亿元)	11

一、并购助力及市场回暖，公司业绩同比高增

（一）营收同比+87.4%，归母净利润同比+113.5%

2025年3月28日晚，国泰君安发布2025年业绩年度报告。其中：营业收入631.07亿元，可比口径下同比+87.4%；归母净利润278.09亿元，同比+113.52%；扣非归母净利润213.88亿元，同比+71.9%。

图1：国泰海通营收、归母净利润及增速变化（亿元，%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（二）营收结构：投资净收益明显助力营收增长

2025年国泰海通营收结构如下：

经纪手续费收入151.38亿元，占总收入的24%，较24年同期占比（23%）小幅上升。

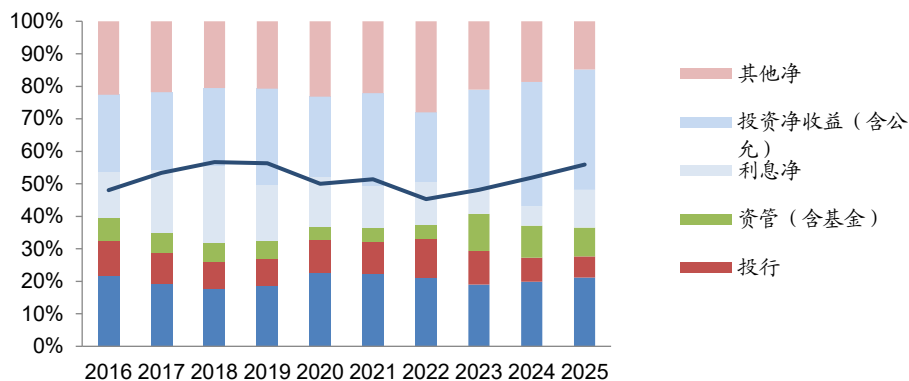
投行手续费收入46.57亿元，占总收入的7%，较24年同期占比（8%）有所下降。

资管手续费收入63.94亿元，占总收入的10%，较24年同期占比（12%）小幅下降。

利息净收入82.78亿元，占总收入的13.3%，较24年同期占比（7%）上升。

投资净收益265.58亿元，占总收入的42.6%，较24年同期占比（45%）有所下降。

图2：国泰海通主营业务营收结构比例

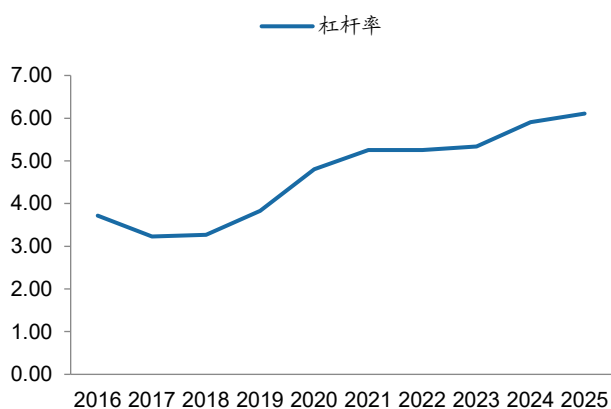


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（三）净资产规模近翻倍增长，加权 ROE9.78%

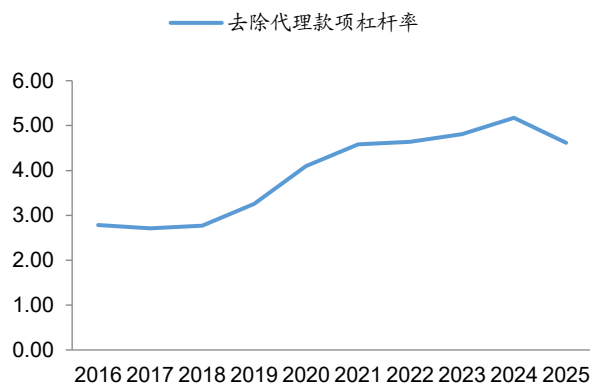
截至2025年12月31日，公司的净资产规模达到3462.03亿元，同比+95%；杠杆率保持上涨趋势，由24年同期的5.90微增至6.11；去除代理款项杠杆率同比下降0.55至4.62。加权ROE上升1.64个百分点至9.78%。

图 3：国泰海通杠杆率



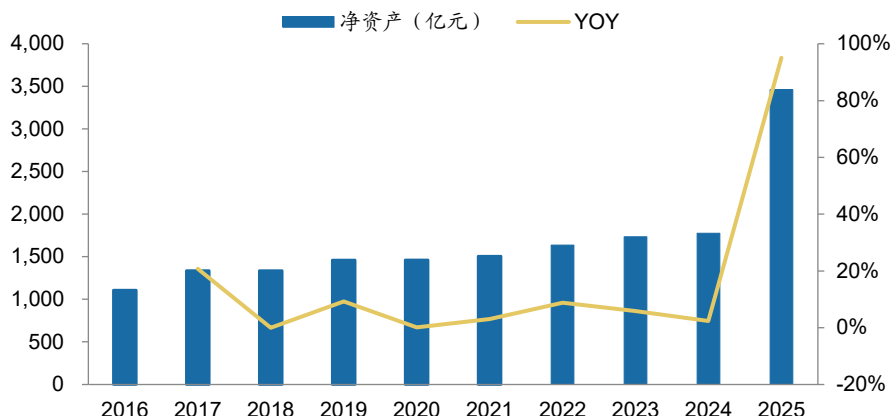
数据来源：国泰海通年报，广发证券发展研究中心

图 4：国泰海通剔除代理款项杠杆率



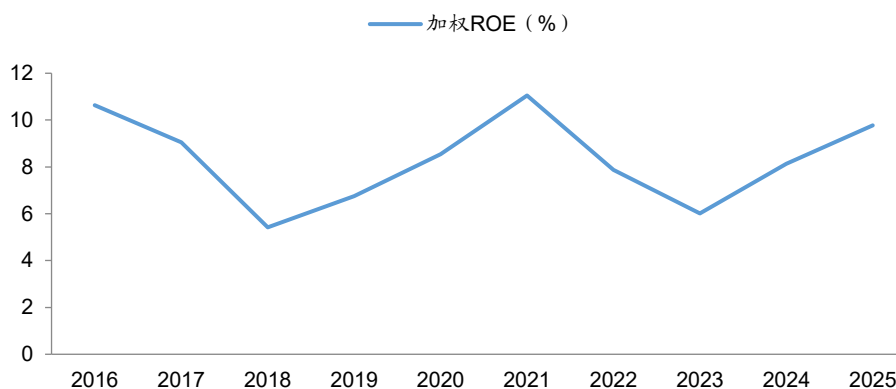
数据来源：国泰海通年报，广发证券发展研究中心

图 5：国泰海通的净资产及增速



数据来源：国泰海通年报，广发证券发展研究中心

图 6：国泰海通加权ROE (%)



数据来源：国泰海通年报，广发证券发展研究中心

二、综合实力稳居前列，财富管理业务持续转型

（一）经纪业务净收入同比+93%，财富管理转型成效渐显

2025年经纪业务手续费净收入为151.38亿元，同比+93%。公司持续推进财富管理转型：

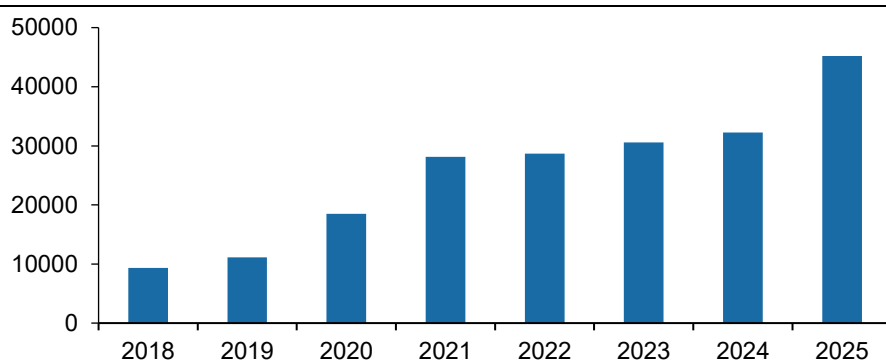
（1）**客户结构方面**，境内客户数 3,933 万户，较上年末增长 6.6%，排名行业第一，托管账户资产规模较上年末增长 23.8%，其中，富裕客户及高净值客户数较上年末增长 23.1%；买方资产配置规模 794 亿元，较上年末增长 148.4%；产品保有规模 6,573 亿元，较上年末增长 26.7%。

(2) 用户方面, 君弘APP及通财 APP 平均月活 1,570 万户, 较上年增长 11.8%, 股基交易市场份额 8.56%, 较上年提升 0.03 个百分点, 均排名行业第一。

(3) 机构经纪业务方面, 公司践行以客户为中心的经营理念, 深化机构客群经营, 夯实核心专业能力, 加快国际化能力建设, 坚定推进数智化转型, 升级构建“专业能力 + 数智科技 + 全链服务”业务模式, 打造开放共享、价值共创的机构业务生态, 巩固提升专业化、特色化、综合化竞争优势。托管与基金服务业务规模 45,172 亿元, 较上年末增长 26.0%, 公募基金托管规模、私募证券投资基金托管数量市场份额均排名行业第一。加速数智化转型, 持续优化链路交易, 推动道合平台建设, 扩展丰富平台业务场景, 促进业务能力转化输出, 全面提升数智化经营质效。

(4) 投资顾问业务方面, 公司在证券业协会登记为从事证券投资咨询 (投资顾问) 业务类别的人数为 6,072 人, 稳居行业榜首。

图7: 托管外包业务规模 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

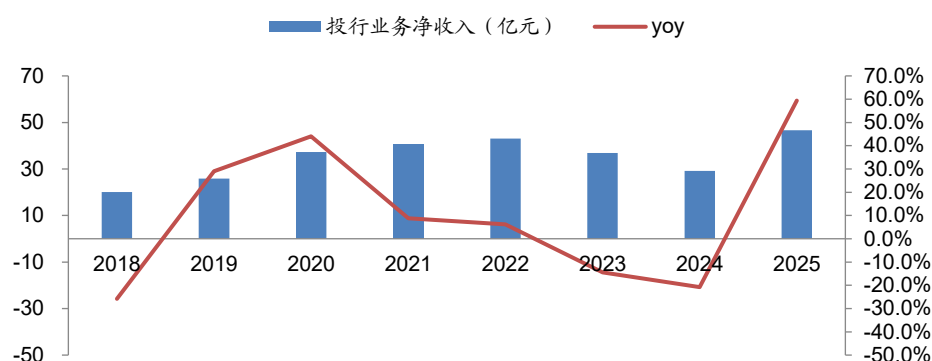
(二) 投行净收入同比+59%, 行业优势地位相对稳定

2025年公司投行业务净收入为46.57亿元, 同比+59.39%。公司证券主承销额9,967.14 亿元、同比+16.9%, 较上年提升1.51个百分点, 排名稳固行业第 3 位。

股权融资方面, IPO主承销 19 家, 在审44 家、辅导备案193 家, 均排名行业首位; 助力36家科创类企业股权融资434.91亿元, 完成科创板第五套标准重启后首家过会项目, 创业板首家未盈利企业成功过会; 自科创板开市以来, 累计承销科创板 IPO 家数107家, 主承销金额2,162.48亿元; 自创业板实施注册制以来, 累计承销创业板 IPO家数60家, 主承销金额512.07亿元。

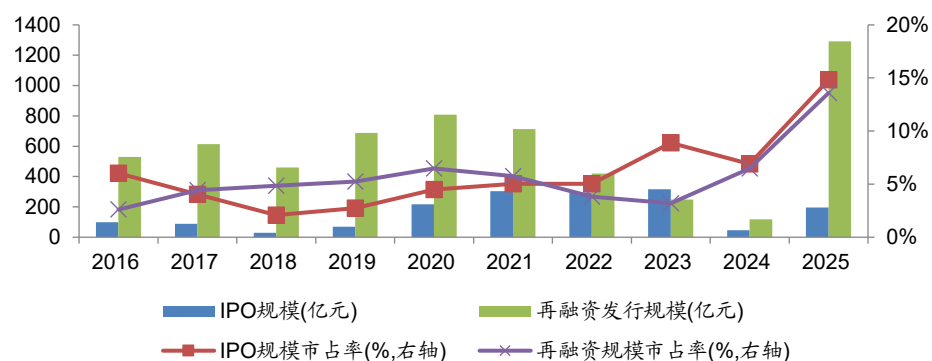
债权融资方面, 债券主承销金额13,552.14亿元, 排名行业第二, 其中公司债、金融债、资产支持证券承销领先优势稳固; 绿色金融服务能力持续提升, 绿色债承销金额 654 亿元, 排名升至行业第二。交易所审核的许可类并购重组项目 3.5 单, 在审许可类并购重组项目 7.5 单, 排名行业第二。

图8：投行业务净收入及同比（%，右轴）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图9：国泰海通IPO和再融资发行规模及市占率



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（三）资管业务：资管业绩表现亮眼，大资管业务布局步入正轨

2025年，国泰海通大资管业务收入同比+64%升至63.93亿元，占比净营收比重（扣除掉商品业务）降至10%。

注：大资管业务收入占比（扣除掉商品业务）=（资管业务净收入+基金管理业务净收入）/（营业收入-其他业务收入）

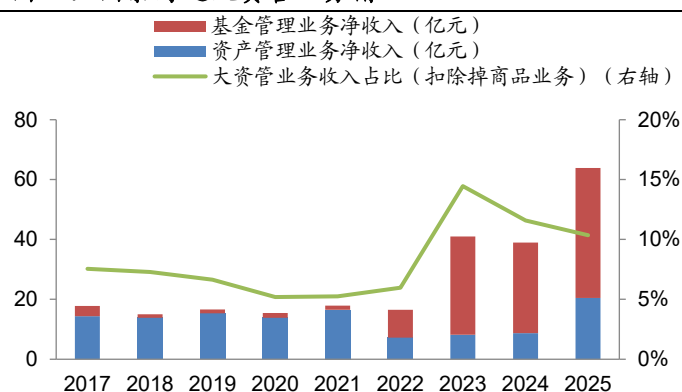
（1）国泰海通资管方面，2025年的资产管理规模为7,506.64亿元、较上年末增加7.95%。报告期内成功发行多单绿色及碳中和ABS产品，完成首单全国市政基础设施济南能源供热REIT发行上市。

（2）华安基金方面，2025年的管理资产规模8,883.10亿元，其中公募基金管理规模8,141.24亿元，较上年末增加15%；非货币公募基金管理规模5300.80亿元，较上年末增加28%。华安基金持续加强投研核心能力建设，着力打造“中心化研究平台+多元化投资团队”，主动权益类基金中长期投资业绩表现良好；坚持多元化业务布

局，总资产管理规模再创新高，主动权益、被动指数、固定收益、专户、公募 REITs 等各类业务实力显著增强；持续打造特色化优势，黄金 ETF、创业板 50ETF 等产品保持市场领先；强化产品前瞻性布局，全年新发行 32 只公募基金、合计募集规模 218 亿元；坚持创新驱动，发行上海首单消费类 REIT、首批 A500 场外指数基金等产品。

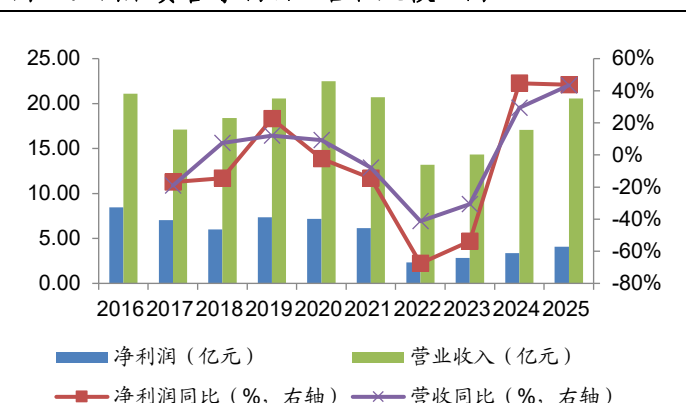
（3）海富通基金方面，2025 年的管理资产规模 5,656.37 亿元，其中公募基金管理规模 2,565.84 亿元，较上年末增加 49%；非货币公募基金管理规模 2,105.74 亿元，较上年末增加 73%。海富通基金坚持走特色化、专业化发展道路，聚焦养老金、固收 +、债券 ETF 等特色业务领域，持续深化投研体系建设，加速科技在投研、运营与客户服务等方面的全链条赋能，夯实主动投资能力，全力提升客户持有体验，主动权益基金长短期回报均处于行业前列，经营业绩显著提升。全力做好养老金融大文章，助力多层次、多支柱养老保险体系建设，养老金资产管理规模迈上历史新台阶。持续推进债券 ETF 业务体系建设，规模、产品布局和市场功能不断完善。报告期末，海富通基金管理的债券 ETF 规模合计 1,250.44 亿元，较上年末增长 146.1%，连续 5 年稳居行业第一。

图10：国泰海通大资管业务情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图11：国君资管净利润、营收规模及同比



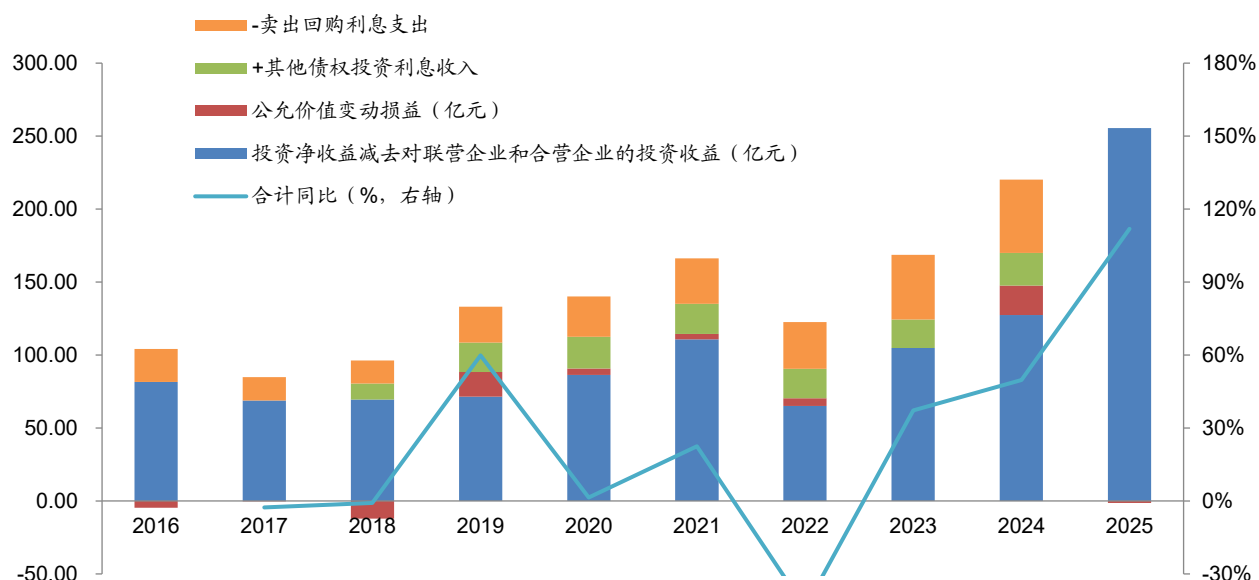
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（四）交易投资业务：收益显著提升，业务向低风险、非方向性转型

2024年，交易投资收益合计254.04亿元，同比+111.88%。

注：交易投资收益=投资收益-联营/合营企业投资收益+公允价值变动+利息收入中其他债权投资利息收入-卖出回购利息支出

图12：国泰海通交易投资收益及同比（亿元，%）



数据来源：国泰海通年报、广发证券发展研究中心

权益业务方面，践行价值投资理念，积极发挥市场稳定器作用，持续加强功能性建设，通过有效管理风险、正确引导预期，为维护市场平稳健康运行提供坚实支撑。持续提供优质流动性，科创板做市排名行业第一；落地 ETF 生态圈专项基金，ETF 做市交易规模超万亿元；场内期权做市评级保持交易所 AA 级。场外衍生品业务构建多层次产品体系，运用 AI 技术加快产品研究、丰富产品种类，提升跨境垂直一体化管理成效，跨境业务交易规模创历史新高，国泰海通国际港股场内衍生品交易量位居中资券商第一，并不断拓展对欧洲、日本等境外市场的产品定价与服务覆盖。自营投资业务以价值投资为内核，持续打磨专业化投资能力，夯实平台化技术底座，强化全流程风险管控，有效运用互换便利等工具，在高增长基准下持续创造超额收益。

FICC 业务方面，坚定向客需驱动的低风险、非方向性业务转型，多元化布局取得积极成效。把握重点客群多样化需求，加大产品创新创设，持续丰富交易场景，加速推进国际化进程，客户综合服务能力与业务规模显著提升。强化“国泰海通避险”品牌，提供涵盖汇率、利率、信用的一站式综合风险管理解决方案，服务实体企业数量持续增长。优化做市机制，提升交易定价能力和客户服务深度，做市标的大幅扩容，做市规模快速增长。固定收益投资业务坚定高质量扩表，加强多资产、多策略布局，实现跨周期稳定回报。外汇及大宗商品业务加强策略交易研究，丰富对客服务场景方案，为客户提供一体化金融解决方案。国泰海通国际首批首日参与债券通（北向通）离岸人民币回购业务。碳金融依托综合交易服务优势，助力社会绿色发展和企业低碳转型，市场影响力稳步提升。深化数智化转型，构建完善 FICC 投资交易管理平

台“深图”和场外金融云对客服务平台,运用交易策略模型与自研系统有效提升投研决策水平。

表1: 国泰海通金融投资资产结构 (亿元)

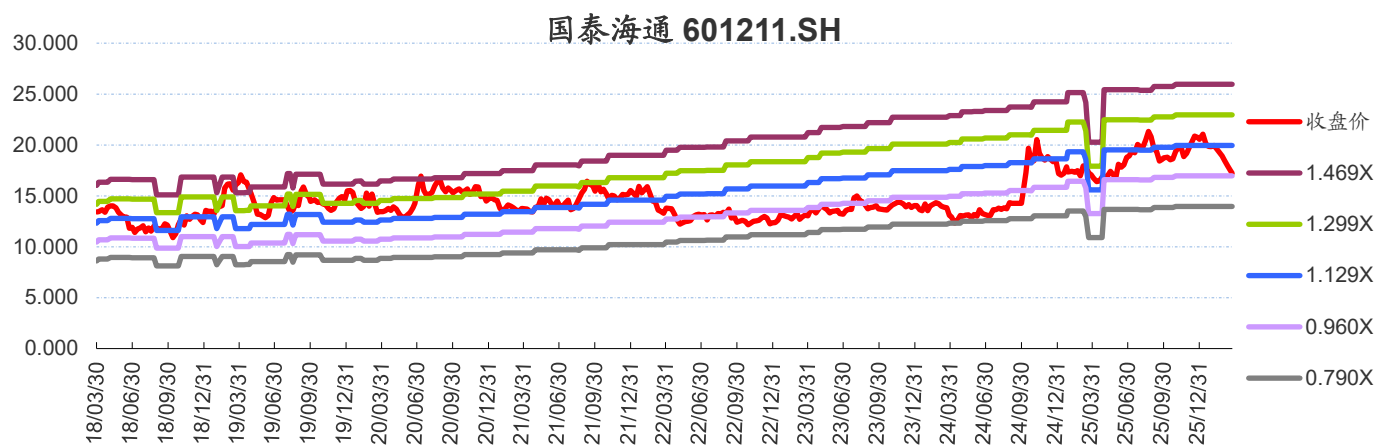
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
金融投资资产总计	2543.75	3077.63	3539.83	3959.39	4782.69	5165.22	8997.81
其中: 交易性金融资产	1890.22	2287.26	2843.85	3314.01	3725.74	4084.73	6885.63
其中: 债券	966.72	1079.72	1317.55	1485.58	1575.49	2296.32	4115.19
其中: 公募基金	213.38	276.69	367.07	351.16	393.77	542.84	1045.68
其中: 私募基金及专户	299.86	316.92	463.71	618.64	700.88	225.04	516.34
其中: 股票	204.27	250.83	351.00	512.91	691.72	607.71	993.51
其中: 银行理财	60.78	33.31	4.38	18.55	26.35	53.86	124.75
其中: 券商资管	50.09	86.87	112.44	116.46	95.60	89.91	19.39
其中: 优先股/永续债	35.02	56.77	196.01	200.51	229.28	251.07	
其中: 资产证券化产品	33.91	96.37					
其中: 贵金属	19.77	30.72	21.04	8.53	3.74	12.34	57.39
其中: 其他投资	6.42	59.06	10.66	1.67	8.91	5.64	13.37
其中: 其他债权投资	602.67	724.93	668.38	611.89	941.47	860.28	1456.69
其中: 国债	64.15	110.78	95.20	46.95	137.48	165.05	179.44
其中: 地方债	59.20	173.72	229.45	297.84	185.58	171.65	457.68
其中: 金融债	93.41	152.52	105.96	63.43	102.48	26.82	126.29
其中: 企业债	278.48	190.14	90.36	97.38	315.08	274.46	486.78
其中: 其它	107.43	97.76	147.42	106.29	200.83	222.30	206.50
其中: 其他权益工具投资	45.36	43.30	24.80	23.31	18.76	220.21	655.49
其中: 非交易性股票及股权投资	45.36	43.30	24.80	23.31	18.76	220.21	655.49
其中: 衍生金融资产	5.50	22.14	41.57	82.33	96.73	90.17	129.76
其中: 股票投资占比	9.8%	9.6%	10.6%	13.6%	15.2%	16.0%	18.3%
其中: 衍生金融资产占比	0.2%	0.7%	1.2%	2.1%	2.1%	1.7%	1.44%

数据来源: 国泰海通年报、广发证券发展研究中心

三、盈利预测和投资建议

建设一流投行背景下公司有望实现跨越式发展。公司业务发展均衡,综合实力居前,财富管理业务持续转型,跨境衍生品业务快速发展助力国际化进程,杠杆提升仍有较大提升空间。预计2026-2027年BVPS为19.63、21.47元/股。结合历史估值中枢0.8x-1.4x,给予公司A股2026年1.2XPB估值,对应合理价值23.55元/股,考虑A股/港股溢价,对应H股合理价值18.51港元/股,均给予“买入”评级。(HKD/CNY=0.88)

图13: 国泰海通股价（元）与历史PB（LF）



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

资本市场大幅波动，使得股市下行、市场交易额下降、新发行基金减少、融资融券余额等进而引发券商自营收入、代理买卖证券收入、代销金融产品收入融资融券利息收入等大幅减少，进而导致券商基本面偏弱；市场信用风险加剧；金融反腐持续进行当中，非银金融行业监管预计持续趋严，导致业务创新的力度和节奏低于预期；资本市场政策推动进度不达预期，减少券商的业务的发展空间以及收入来源。

资产负债表						利润表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
资产	1047745	2114338	2252431	2393773	2553260	营业收入	43397	63107	82016	99820	115723
客户资金	202568	416419	811634	948996	992131	手续费及佣金净收入	15127	26949	32464	37439	41854
自有资金	36527	101362	91061	97775	108893	经纪佣金	6777	13741	17118	19784	20956
交易性金融资产	408473	688563	860703	1075879	1344849	投行收入	2922	4657	5727	6453	7371
其他债权投资	94147	86028	145669	185050	185032	资管收入	3893	6393	7353	8823	11029
融出资金	106268	253572	286335	321396	341516	投资收益 (含公允)	15075	26558	33629	38500	47630
长期股权投资	13222	26383	27174	27989	28829	利息净收入	2357	8278	14535	22422	24708
商誉	4071	4052	4052	4052	4052	营业支出	26738	33409	39541	46673	52567
负债	870272	1768135	1874223	1986677	2105877	业务管理费	16462	28183	36087	42923	48603
代理买卖证券款	129455	514587	617504	771880	887662	减值损失合计	292	3938	1977	2092	2136
应付职工薪酬	8073	11230	14379	17103	19366	营业利润	16659	29698	42475	53147	63155
权益	177474	346203	378207	407096	447382	营业外收入与支出	3	8856	(3)	12	(4)
归母股东权益	170775	330417	360962	388533	426983	利润总额	16662	38554	42472	53159	63152
						所得税	3113	9384	10337	12938	15371
主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	净利润	13549	29170	32135	40221	47781
成长能力						归母净利润	13024	27809	30636	38344	45552
营业收入增长	20%	45%	30%	22%	16%	综合收益	15016	31276	34554	44066	53058
归母净利润增长	39%	114%	10%	25%	19%	归母综合收益总额	14407	30086	33239	42390	51040
获利能力											
营业利润率	38%	47%	52%	53%	55%						
ROA	1%	1%	1%	2%	2%						
ROE	7%	8.0%	8.1%	9%	10.2%						
每股指标 (元)											
每股收益	0.74	1.58	1.74	2.18	2.58						
每股净资产	8.84	18.18	19.63	21.47	23.37						
估值比率											
P/E	22.74	10.65	9.67	7.72	6.50						
P/B	1.90	0.92	0.86	0.78	0.72						
股息率	2.1%	3.0%	3.3%	4.1%	4.8%						

广发非银金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017 年进入广发证券研究发展中心。
刘 洪：联席首席分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
严 漪 澜：资深分析师，中山大学金融学硕士，2022 年进入广发证券发展研究中心。
李 怡 华：高级分析师，上海财经大学财务管理硕士，2023 年进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

营业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。