仅供内部参考，请勿外传！

广发研究 GF RESEARCH

公司评级

买入-A/买入-H

当前价格 264.27 元/106.00 港元

合理价值 309.17 元/124.81 港元

前次评级 买入/买入

大族数控(301200.SZ/03200.HK)

中报业绩略超预告中枢，结构改善驱动盈利能力提升

公司中报业绩略超预告中枢。根据公司 26 年半年报，上半年实现收入 49.85 亿元，同比+109.29%，归母净利润 9.57 亿元，同比+263.45%，略超过预告中枢；毛利率 35.15%，同比+4.87pct，净利率 19.43%，同比+8.46pct。单 Q2 实现收入 30.30 亿元，同比+113.07%，归母净利润 6.34 亿元，同比+332.7%；毛利率 36.45%，同环比分别+5.72/+3.33pct，净利率 21.23%，同环比分别+11.01/+4.59pct。

高端钻机占比持续提升驱动毛利率显著提升，超快钻机订单超预期。根据公司 26 年中报，公司核心钻孔类设备实现营收 36.20 亿元，占比超 72%，同比增长 113.98%，毛利率提升 6.75pct 至 32.85%，主要源自公司产品结构改善，高毛利的非自动化类设备占比提升，下半年 CCD 钻机、超快激光钻机的交付将有望显著提升。

PCB 材料及精度升级进而带动设备升级为行业核心主线。AI 算力数据传输需求的持续升级推动 PCB 材料及精度不断迭代。精度方面，PCB 线宽持续缩减，更高精度 mSAP 工艺占比提升，而超快激光钻机几乎是 mSAP 工艺的必选路线；材料方面，PCB 材料也向更难加工的 M9、玻璃基板持续迭代，相应对设备也提出更高需求。

行业β持续向上，下游 PCB 厂商延续高 Capex。PCB 厂商近期持续公告新的扩产项目（如鹏鼎控股公告 100 亿元扩产和红板科技公告 50 亿元扩产），PCB 设备需求仍在持续向上。根据 Wind，我们梳理了主要 11 家 PCB 上市企业，26H1 合计资本开支为 254.65 亿元，同比+154.29%。

盈利预测和投资建议。我们预计 26-28 年公司营收分别达 104.95/154.70/204.86 亿元，保持高速扩张态势；归母净利润预计分别为 18.90/31.54/45.49 亿元。参考可比公司估值，给予公司 2026 年 PE 估值 80x，对应合理价值 309.17 元/股；参考公司 AH 估值折价比例（以 9 月 8 日的 H/A：-65.44%为基准，1 港元≈0.8561 人民币），对应 H 股合理价值 124.81 港币/股；维持“买入”评级。

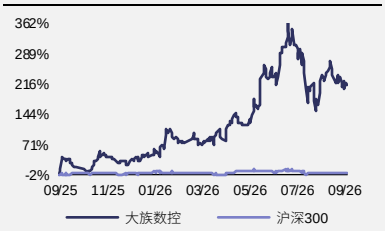
风险提示。下游景气波动风险，技术迭代与验证周期风险，国产替代进度不及预期风险。

盈利预测

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,343	5,773	**10,495**	15,470	20,486
增长率（%）	104.6%	72.7%	**81.8%**	47.4%	32.4%
EBITDA	458	1,169	**2,211**	3,626	5,179
归母净利润	301	824	**1,890**	3,154	4,549
增长率（%）	122.2%	173.7%	**129.3%**	66.9%	44.3%
EPS（元/股）	**0.72**	**1.94**	**3.86**	**6.45**	**9.30**
市盈率（P/E）	50.5	61.3	**68.4**	41.0	28.4
ROE（%）	5.9%	13.6%	**15.8%**	22.7%	27.4%
EV/EBITDA	30.3	42.2	**54.8**	33.0	22.8

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



孙柏阳

SAC 执证号：S0260520080002
sunboyang@gf.com.cn

汪家豪

SAC 执证号：S0260522120004
SFC CE No. BWR740
wangjiahao@gf.com.cn

黄晓萍

SAC 执证号：S0260525060003
huangxiaoping@gf.com.cn

请注意，孙柏阳,黄晓萍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

大族数控(301200.SZ/03200.HK):AI PCB 浪潮已至，钻孔设备国产先行者 2026-03-02

仅供内部参考，请勿外传！

一、盈利预测和投资建议

大族数控主营业务为 PCB 专用设备的研发、生产和销售，产品主要面向压合、钻孔、曝光、成型、检测等 PCB 生产的关键工序，深度受益于 AI 浪潮下下游 AI PCB 产业升级。依托产品矩阵优势与 AI PCB 行业景气红利，26-28 年公司业绩将进入高速增长通道，有望打开多重成长曲线。

1. **钻孔类设备：**作为公司业绩基本盘，该板块直接受益于 AI PCB 技术升级和下游 PCB 厂商高资本开支，成为业绩增长的核心驱动力。当前该业务板块的核心增长动能主要来源于亮点，一是 AI PCB 层数增加、孔径微缩，带动高长径比钻针、涂层钻针等高端产品需求激增，产品结构持续升级；二是 CCL 材料向 M9 迭代，硬度提升导致钻针损耗加快，更换频率增加，带动销量增长。从 PCB 技术升级趋势和下游 PCB Capex 力度来看，该业务的核心增长动能未削弱且更加强化，因此我们预计该板块依然保持高速扩张趋势，26-28 年收入增速分别为 97.97%/52.12%/34.66%；预计盈利能力将不断提升，我们假设 26-28 年毛利率 35.0%/37.5%/39.5%。

2. **检测类设备：**聚焦 AI 服务器、汽车电子等领域高可靠性多层板的电性能测试需求，后续 AI PCB 精度及集成度将持续提升，进而对设备提出更高的要求，进而带动公司该业务营收及毛利率。26-28 年收入增速分别为 30%/30%/20%；毛利率分别为 43%/45%/47%，成为公司稳健盈利的重要支撑，主要得益于专用高精测试设备的技术壁垒与客户粘性。

3. **成型类设备：**受益于 PCB 加工复杂度提升带来的毛刺去除、线路清洁需求增长，预计 26-28 年收入增速达 80%/50%/30%；预计 26-28 年毛利率上升至 35%/36%/37%，核心源于激光成型设备在光模块、IC 封装基板领域的应用拓展，产品附加值持续提升。

4. **曝光类设备：**依托激光直接成像技术迭代与产能扩张，叠加高端 PCB 需求红利，26-28 年预计收入增速达 39.67%/13.78%/32.22%；我们假设 26-28 年毛利率 40%/42%/44%。

5. **贴附类设备：**受益于 PCB 行业整体增长与封装工艺升级需求，未来几年预计保持高速增长，26-28 年预计收入增速达 50%/40%/30%；我们假设 26-28 年毛利率稳定在 40%。

6. **压合型设备：**业务规模虽小但持续改善，26-28 年预计收入增速达 40%/35%/30%;毛利率稳定在 10%。

7. **其他业务：**26-28 年预计收入增速达 20%/20%/20%;毛利率稳定在 45%。

预计 26-28 年公司营收分别达 104.95/154.70/204.86 亿元，保持高速扩张态势；归母净利润预计分别为 18.90/31.54/45.49 亿元。

人在草木间
更多资料请加V

表 1：大族数控业务拆分与盈利预测表（单位：百万元）

	2024	2025	2026H1	2026E	2027E	2028E
钻孔类设备						
收入	2,100.64	4,167.35	3619.52	8,250.00	12,550.00	16,900.00
增长率	156.79%	98.38%	94.45%	97.97%	52.12%	34.66%
成本	1,581.08	2,773.30	2430.66	5,362.50	7,843.75	10,224.50
毛利	519.57	1,394.05	1188.86	2,887.50	4,706.25	6,675.50

仅供内部参考，请勿外传！

毛利率(%)	24.73%	33.45%	32.85%	35.00%	37.50%	39.50%
检测类设备						
收入	274.14	533.52	420.77	693.58	901.65	1,081.98
增长率	38.76%	94.62%	101.30%	30.00%	30.00%	20.00%
成本	159.21	309.86	242.67	395.34	495.91	573.45
毛利	114.93	223.66	178.09	298.24	405.74	508.53
毛利率(%)	41.92%	41.92%	42.33%	43.00%	45.00%	47.00%
成型类设备						
收入	254.14	270.19	395.07	486.34	729.51	948.37
增长率	66.84%	6.32%	179.85%	80.00%	50.00%	30.00%
成本	199.00	199.33	256.30	316.12	466.89	597.47
毛利	55.13	70.86	138.77	170.22	262.62	350.90
毛利率(%)	21.69%	26.23%	35.13%	35.00%	36.00%	37.00%
曝光类设备						
收入	340.31	322.18	298.71	450.00	512.00	595.00
增长率	79.91%	-5.33%	140.38%	39.67%	13.78%	32.22%
成本	218.46	192.78	163.81	270.00	296.96	333.20
毛利	121.84	129.40	134.90	180.00	215.04	261.80
毛利率(%)	35.80%	40.16%	45.16%	40.00%	42.00%	44.00%
贴附类设备						
收入	81.94	118.54	69.83	177.81	248.93	323.61
增长率	49.58%	44.67%	24.30%	50.00%	40.00%	30.00%
成本	48.15	73.33	39.55	106.69	149.36	194.17
毛利	33.79	45.21	30.27	71.12	99.57	129.45
毛利率(%)	41.24%	38.14%	43.36%	40.00%	40.00%	40.00%
压合类设备						
收入	9.80	18.26	18.94	25.56	34.51	44.86
增长率		86.25%	/	40.00%	35.00%	30.00%
成本	10.27	16.72	15.68	23.01	31.06	40.38
毛利	-0.46	1.54	3.26	2.56	3.45	4.49
毛利率(%)	-4.74%	8.43%	17.22%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务						
收入	282.12	342.91	162.08	411.49	493.79	592.55
增长率	26.83%	21.55%	1.51%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	187.17	180.18	84.24	226.32	271.58	325.90
毛利	94.95	162.73	77.78	185.17	222.21	266.65
毛利率(%)	33.66%	47.46%	47.99%	45.00%	45.00%	45.00%
			合计			
收入	3,343.09	5,772.94	4984.92	10,494.78	15,470.40	20,486.37

仅供内部参考，请勿外传！

增长率	104.56%	72.68%	109.29%	81.79%	47.41%	32.42%
成本	2,403.34	3,745.51	3232.97	6,699.97	9,555.51	12,289.07
毛利	939.75	2,027.43	1751.95	3,794.81	5,914.89	8,197.30
毛利率	28.11%	35.12%	35.15%	36.16%	38.23%	40.01%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

大族数控以 PCB 专用设备为核心产品，主要面向压合、钻孔、曝光、成型、检测等 PCB 生产的关键工序，下游客户覆盖高端 PCB 厂商，AI 服务器、算力硬件带动高阶 PCB 需求持续扩张，进而带动上游 PCB 设备需求。根据公司所处环节和增长逻辑，因此我们选取鼎泰高科、中钨高新、芯碁微装、东威科技作为可比公司开展估值对标分析。

鼎泰高科：公司主营精密刀具、研磨抛光材料、功能性膜材料及智能数控装备的研发、生产与销售，核心产品为 PCB 钻针、铣刀等硬质合金精密刀具，是全球 PCB 精密加工耗材核心龙头厂商。公司产品为 PCB 钻孔、切削工序的刚需核心耗材，深度覆盖高景气下游领域，依托高端 PCB 升级迭代、行业资本开支扩张及国产替代进程提速实现业绩增长，与大族数控同属 PCB 高端制造核心产业链，下游应用市场、行业景气周期与核心成长逻辑高度匹配，因此公司与大族数控具备可比性。

中钨高新：公司主营硬质合金材料、精密刀具及工业构件的研发与生产，旗下硬质合金刀具产品广泛配套于 PCB 钻孔、切削等精密加工场景，是 PCB 高端制造的核心上游耗材厂商。公司深耕精密加工材料与刀具赛道，依托 PCB 行业资本开支上行、高端制造国产化提速实现增长，产业链下游应用领域、行业成长逻辑与大族数控高度契合，因此公司与大族数控具备可比性。

芯碁微装：公司主营 PCB 直写曝光设备的研发、产业化与销售，聚焦 PCB 曝光核心工艺赛道，核心产品广泛应用于高端 PCB、IC 载板生产制造领域。公司与大族数控同属 PCB 专用设备核心赛道，均依托高端 PCB 产业升级、设备国产替代为核心增长动能，下游覆盖 AI 服务器、算力等高景气应用场景，技术属性与业务赛道高度匹配，因此公司与大族数控具备可比性。

东威科技：公司专注高端精密专用制程设备领域，主营 PCB 垂直连续电镀设备、新型电镀成套装备的研发、生产与销售，核心设备覆盖 PCB 制造电镀关键工艺环节。公司深耕 PCB 专用设备赛道，业绩增长来源于 PCB 行业产能扩张、高端制程升级及进口设备国产替代，与大族数控同属 PCB 全流程工艺设备核心供应商，下游高景气赛道、业务属性及成长逻辑高度契合，因此公司与大族数控具备可比性。

表 2：大族数控可比公司估值

公司名称	公司代码	市值（亿元）	净利润（百万元）			PE 估值水平		
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
鼎泰高科	301377.SZ	1682.44	434	1375	2533	387.66	122.36	66.42
中钨高新	000657.SZ	1367.16	1281	4576	5199	106.73	29.88	26.30
芯碁微装	688630.SH	600.74	290	576	882	207.15	104.30	68.11
东威科技	688700.SH	184.56	434	1375	2533	153.80	58.78	34.82

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：盈利预测均来自 Wind 一致预期，截至至 2026 年 9 月 7 日

可比公司具体估值逻辑来看，中钨高新的估值较低主要系业务涵盖钨矿资产，估值体系有所差异；鼎泰高科估

仅供内部参考，请勿外传！

值较高主要系公司在 PCB 钻针处于头部地位，且公司的业务与 AI 钻针关联性较大。由于 PCB 的技术变化主要聚焦于材料变化，大族数控所处的钻孔环节深度受益于 CCL 材料迭代，量价潜在弹性较大，而 CCL 材料迭代对于曝光和电镀环节的影响相对小于钻孔，我们认为公司值得比曝光和电镀环节更高的估值溢价，但考虑芯碁微装业务包含半导体设备估值相对较高，因此大族数控估值介于东威科技和芯碁微装之间。

我们预计 26-28 年公司营收分别达 104.95/154.70/204.86 亿元，保持高速扩张态势；归母净利润预计分别为 18.90/31.54/45.49 亿元。参考可比公司估值，给予公司 2026 年 PE 估值 80x，对应合理价值 309.17 元/股；参考公司 AH 估值折价比例（以 9 月 8 日的 H/A：-65.44%为基准，1 港元≈0.8561 人民币），对应 H 股合理价值 124.81 港币/股；维持“买入”评级。

仅供内部参考，请勿外传！

二、风险提示

（一） 下游景气波动风险

大族数控的主要客户集中在 PCB 制造领域，终端需求受服务器、消费电子、汽车电子等行业景气度影响较大。若 AI 服务器建设周期放缓、消费电子需求不及预期，可能导致 PCB 厂资本开支延后或压缩，从而影响公司设备订单节奏。此外，部分客户对单台高端设备采购周期较长，若项目验收推迟，也可能造成公司业绩阶段性波动。

（二）技术迭代与验证周期风险

高端 PCB 钻孔设备属于技术密集型产品，核心竞争力来自于激光光源控制、运动平台精度及软件算法等。随着下游 HDI 与 IC 载板材料不断升级，设备需持续跟进适配。若公司技术迭代不及预期，可能影响产品竞争力。同时，PCB 设备验证周期通常需半年及以上，若新型号产品认证延迟，将影响市场渗透进度。

（三）国产替代进度不及预期风险

当前高端钻孔设备市场仍以国外厂商为主导，国内厂商虽在技术上逐步追平，但客户在切换设备时对稳定性、良率及售后保障仍保持谨慎。若海外设备供应链改善或客户国产替代意愿不足，公司高端设备放量节奏可能低于预期。

仅供内部参考，请勿外传！

资产负债表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	**5,369**	**8,241**	**16,771**	**20,686**	**25,468**
货币资金	1,539	1,817	8,814	10,006	11,762
应收及预付	2,813	3,219	6,115	8,575	11,345
存货	898	1,893	298	425	546
其他	118	1,312	1,543	1,680	1,815
非流动资产总额	**1,817**	**2,374**	**1,938**	**2,023**	**2,093**
长期股权投资	51	54	59	64	69
固定资产	103	763	820	864	895
在建工程	557	24	69	114	159
使用权资产	43	26	36	46	56
无形资产	455	446	436	426	416
其他	607	1,060	517	507	497
资产总额	**7,186**	**10,615**	**18,709**	**22,708**	**27,562**
流动负债总额	**1,797**	**4,299**	**6,455**	**8,557**	**10,676**
短期借款	1	474	500	300	200
应付及预收	1,431	3,008	4,968	7,100	9,149
其他	366	817	987	1,157	1,327
非流动负债总额	**253**	**231**	**251**	**256**	**261**
长期借款	211	180	180	180	180
应付债券	0	0	0	0	0
其他	42	51	71	76	81
负债总额	**2,050**	**4,530**	**6,705**	**8,813**	**10,936**
股本	420	426	489	489	489
其他	4,707	5,645	11,501	13,393	16,122
归母权益合计	5,127	6,071	11,990	13,882	16,611
少数股东权益	9	14	14	14	14
负债和股东权益	**7,186**	**10,615**	**18,709**	**22,708**	**27,562**

利润表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**3,343**	**5,773**	**10,495**	**15,470**	**20,486**
营业成本	2,403	3,746	6,700	9,556	12,289
营业税金及附加	9	26	42	54	72
销售费用	196	311	525	743	963
管理费用	196	288	525	743	963
研发费用	267	458	735	1,006	1,291
财务费用	-6	1	-85	-169	-203
资产信用减值损失	-128	-125	-58	-140	-163
公允价值变动收益	60	9	0	0	0
投资收益	10	-25	5	5	5
营业利润	**328**	**931**	**2,100**	**3,504**	**5,054**
营业外收支	1	0	0	0	0
利润总额	330	931	2,100	3,504	5,054
所得税费用	30	113	210	350	505
合并净利润	**300**	**818**	**1,890**	**3,154**	**4,549**
少数股东损益	-2	-6	0	0	0
归母净利润	**301**	**824**	**1,890**	**3,154**	**4,549**
EPS（元/股）	0.72	1.94	3.86	6.45	9.30

现金流量表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**155**	**181**	**2,756**	**2,897**	**3,915**
合并净利润	300	818	1,890	3,154	4,549
折旧摊销	78	96	142	156	169
营运资金变动	-450	-917	534	-566	-975
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	**-624**	**-154**	**179**	**-240**	**-240**
资本性开支	-224	-157	-240	-240	-240
投资	-400	0	413	-5	-5
其他	0	3	6	5	5
融资活动现金流净额	**94**	**252**	**4,063**	**-1,466**	**-1,919**
股本融资	0	115	4,786	0	0
债权融资	138	375	55	-190	-90
股利分配与偿付利息	-4	-181	-778	-1,281	-1,834
其他	-41	-56	0	5	5
现金净增加额	**-378**	**277**	**6,998**	**1,192**	**1,756**
期初现金余额	**1,917**	**1,539**	**1,816**	**8,814**	**10,006**
期末现金余额	**1,539**	**1,816**	**8,814**	**10,006**	**11,762**

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	104.6%	72.7%	81.8%	47.4%	32.4%
营业利润增长率	135.0%	183.7%	125.5%	66.9%	44.3%
归母净利增长率	122.2%	173.7%	129.3%	66.9%	44.3%
获利能力					
毛利率	28.1%	35.1%	36.2%	38.2%	40.0%
净利率	9.0%	14.2%	18.0%	20.4%	22.2%
ROE	5.9%	13.6%	15.8%	22.7%	27.4%
偿债能力					
资产负债率	28.5%	42.7%	35.8%	38.8%	39.7%
有息负债率	2.9%	6.2%	3.6%	2.1%	1.4%
流动比率	3.0	1.9	2.6	2.4	2.4
利息保障倍数	37.8	56.4	94.9	180.7	340.8
营运能力					
应收账款周转率	1.7	2.3	2.1	2.3	2.3
存货周转率	2.7	2.0	22.5	22.5	22.5
应付账款周转率	3.1	2.3	2.4	2.4	2.4
每股指标					
每股收益	0.72	1.94	3.86	6.45	9.30
每股净资产	12.21	14.27	24.52	28.39	33.97
每股经营现金流	0.37	0.42	5.64	5.92	8.01
估值比率					
PE	50.5	61.3	68.4	41.0	28.4
PB	3.0	8.3	10.8	9.3	7.8
EV/EBITDA	30.3	42.2	54.8	33.0	22.8

仅供内部参考，请勿外传！

广发机械行业研究小组

孙柏阳 ： 首席分析师，南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

汪家豪 ： 联席首席分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

范方舟 ： 资深分析师，中国人民大学国际商务硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

王　宁 ： 资深分析师，北京大学金融硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

蒲明琪 ： 资深分析师，纽约大学计量金融硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

黄晓萍 ： 资深分析师，复旦大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

张智林 ： 高级分析师，同济大学建筑学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

许贝尔 ： 研究员，伦敦政治经济学院金融学硕士，2026 年加入广发证券发展研究中心。

陈沛宇 ： 研究员，上海财经大学金融硕士，2026 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



孙柏阳

SAC 执证号：S0260520080002
sunboyang@gf.com.cn



汪家豪

SAC 执证号：S0260522120004
SFC CE No. BWR740
wangjiahao@gf.com.cn



黄晓萍

SAC 执证号：S0260525060003
huangxiaoping@gf.com.cn

请注意，孙柏阳,黄晓萍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。

联系人：
陈沛宇 021-38003567
chenpeiyu@gf.com.cn

仅供内部参考，请勿外传！

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

地址		邮政编码	客服邮箱
广州市：	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市：	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市：	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市：	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港：	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

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。

仅供内部参考，请勿外传！

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。