下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

公司评级

买入

当前价格 10.61 元

合理价值 14.77 元

前次评级 买入

南山智尚（300918.SZ）

26Q2 归母净利润恢复正增长，看好下半年进一步加速

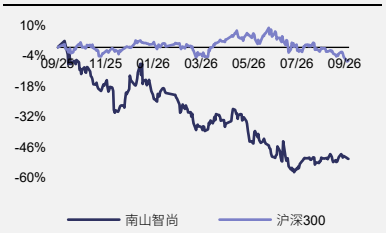
公司 2026 年上半年收入高增，盈利短期承压。2026 年上半年，公司收入 11.81 亿元，同比增长 61.50%，归母净利润 0.72 亿元，同比下降 4.23%，扣非归母净利润 0.68 亿元，同比下降 7.73%。收入高增主要系锦纶新产能有序释放、产品系列持续拓展，作为核心增长抓手贡献增量，同时传统业务稳健拓展，海内外市场渠道协同发力。净利润下滑主要系锦纶产线尚处爬坡阶段、单位制造成本偏高，且锦纶业务处于市场开拓期、阶段性渠道及客户拓展费用增加。收入分产品看，2026 年上半年，精纺呢绒业务收入 3.90 亿元，同比增长 14.18%，服装收入 2.41 亿元，同比增长 10.56%，超高纤维收入 1.13 亿元，同比增长 28.72%，锦纶纤维收入 4.20 亿元，同比增长 477.09%。分季度看，2026Q1 和 2026Q2，公司收入和归母净利润分别同比变化，+57.14%和-17.46%，+65.77%和+8.80%，2026Q2 公司归母净利润已恢复正增长，主要系二季度随着产能利用率大幅提升、工艺良率优化、高附加值 PA66 订单放量，锦纶业务利润单季度顺利转正，正式迈入业绩兑现阶段。

看好公司下半年归母净利润增幅有望进一步加速，中长期盈利弹性可期。主要系锦纶业务，随着下半年产能利用率进一步抬升、单位折旧摊销被摊薄，叠加 PA66 高壁垒产品占比持续提高，锦纶业务盈利水平有望环比上行，且根据公司增发发行公告，年产 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目完全达产当年，预计销售收入为 21.34 亿元，利润总额为 2.45 亿元。超高纤维业务，产线满产增效，高强产品占比有望稳步提高。传统纺服业务，内外部环境企稳，上半年收入已恢复正增长，未来预计稳健，且面对原材料涨价，公司具备成本消化与传导能力。具身智能系列产品，公司先后研发推出腱绳、机器人皮肤衣、智能触觉手套及机器人柔性包覆材料系列产品，未来有望成为新的增长极。

盈利预测和投资建议。预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.30/0.56/0.86 元/股，参考可比公司估值，且考虑到公司新材料业务可满足人形机器人传动腱绳和电子皮肤等需求，未来发展空间大，给予公司 2026 年 50 倍 PE，对应合理价值 14.77 元/股，维持"买入"评级。

风险提示。原材料价格波动、市场竞争加剧、锦纶业务低于预期风险。

相对市场表现



盈利预测

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,616	1,793	**2,480**	3,240	4,233
增长率（%）	1.0%	11.0%	**38.3%**	30.6%	30.7%
EBITDA	382	331	**415**	563	742
归母净利润	191	128	**149**	282	434
增长率（%）	-5.8%	-32.9%	**16.7%**	88.6%	54.1%
EPS（元/股）	**0.52**	**0.25**	**0.30**	**0.56**	**0.86**
市盈率（P/E）	19.8	73.5	**35.9**	19.1	12.4
ROE（%）	8.7%	3.4%	**3.8%**	6.9%	9.9%
EV/EBITDA	12.3	28.0	**13.0**	9.8	7.6

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

糜韩杰

SAC 执证号：S0260516020001
SFC CE No. BPH764
mihanjie@gf.com.cn

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

一、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

我们对公司的盈利做出如下假设:

收入：预计 2026-2028 年公司收入分别为 24.80/32.40/42.33 亿元，YOY+38.3%/+30.6%/+30.7%。对收入进行分类与量价拆分，其中：

精纺呢绒：2024 年、2025 年公司精纺呢绒收入分别为 8.10 亿元、7.61 亿元，同比-9.54%、-6.03%，2024 年收入下降主要受下游终端服装品牌业绩疲软影响，2025 年主要受终端市场需求调整、市场需求复苏乏力及关税政策等多种复杂因素影响；预计 2026-2028 年公司精纺呢绒收入分别为 8.52/8.95/9.39 亿元，YOY+12.0%/+5.0%/+5.0%；预计产品销量分别为 1311/1377/1445 万米，YOY+10.0%/+5.0%/+5.0%，预计产品均价分别为 65/65/65 元/米，较 2025 年的 63.84 元/米小幅回升后保持稳定。2026 年上半年公司精纺呢绒收入同比增长 14.18%，传统主业已恢复增长，未来伴随海内外市场渠道协同发力、差异化功能性产品销售规模提升，预计销量恢复增长。

服装：2024 年、2025 年公司服装收入分别为 6.11 亿元、4.99 亿元，同比+4.45%、-18.47%，2025 年收入下降主要受终端市场需求调整、市场需求复苏乏力以及关税政策等多种复杂因素影响；预计 2026-2028 年公司服装收入分别为 5.48/5.76/6.05 亿元，YOY+10.0%/+5.0%/+5.0%。2026 年上半年公司服装收入同比增长 10.56%，已恢复增长，未来伴随内外部因素企稳，预计收入稳步增长。

新材料业务：(1) 超高纤维：2024 年、2025 年公司超高纤维收入分别为 1.76 亿元、1.78 亿元，同比+94.75%、+1.10%，2024 年高增长主要系二期 3000 吨项目全面达产、全年销量约 3304 吨（同比+119.69%），2025 年收入基本持平，主要系受行业政策调控影响，叠加市场竞争格局日趋激烈，产品市场销量有所下滑所致；预计 2026-2028 年公司超高纤维收入分别为 2.24/2.24/2.24 亿元，2026 年 YOY+25.6%，2027-2028 年保持平稳；预计产品销量分别为 4000/4000/4000 吨，预计产品均价分别为 5.59/5.59/5.59 万元/吨。根据公司 2026 年中报，超高业务收入同比增长 28.72%，主要系受益高性能纤维国产替代趋势进一步凸显。

（2）锦纶：公司 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目（锦纶 6 产能 4.4 万吨、锦纶 66 产能 3.6 万吨）于 2024 年 11 月底部分产线试投产，2024 年基本未形成收入贡献，2025 年为投产放量首年，实现收入 3.30 亿元，销量 20296 吨，均价 1.62 万元/吨；预计 2026-2028 年公司锦纶收入分别为 8.30/15.20/24.40 亿元，YOY+151.7%/+83.1%/+60.5%；预计产品销量分别为 45000/60000/80000 吨，预计产品均价分别为 1.84/2.53/3.05 万元/吨，均价上升主要系预计高单价 PA66 占比不断提升（预计 PA66 销量占比由 2026 年的 11%提升至 2028 年的 50%）。根据公司 2026 年中报，2026 年上半年锦纶产线产能利用率已达 58.59%（上年同期仅 9.79%），锦纶纤维收入 4.20 亿元，同比增长 477.09%；根据公司公告（2024.11.8《关于山东南山智尚科技股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函之回复》），公司预计锦纶项目预计使用状态后运营期第一年预计产量为 4.8 万吨（2025 年 5 月-2026 年 4 月），第二年为 6.4 万吨（2026 年 5 月-2027 年 4 月），第三年完全达产年度预计产量为 8 万吨（2027 年 5 月-2028 年 4 月），考虑到 2025 年实际

下载日志已记录，仅供内部参考

销量低于计划产量，我们预计公司销量逐步爬坡、于 2028 年完全达产。

其他业务：2024 年、2025 年公司其他业务收入分别为 0.19 亿元、0.26 亿元，同比-36.7%、+38.4%；预计 2026-2028 年公司其他业务收入分别为 0.26/0.26/0.26 亿元，保持平稳。

毛利率：2024 年、2025 年公司毛利率分别为 33.58%、27.95%，同比下降 1.07、5.63 个百分点，主要系毛利率相对较低的锦纶业务于 2025 年放量、收入占比提升至 18.39%，叠加超高纤维毛利率波动（2024 年受产品单价下滑及二期投产爬坡影响降至 10.23%，2025 年回升 8.12 个百分点至 18.35%）所致；传统业务中，精纺呢绒毛利率 2024 年为 35.54%（同比+1.54pct，主要系提升高附加值产品订单并控制成本），2025 年为 32.98%（同比-2.56pct），服装毛利率 2024 年为 36.55%（同比+0.76pct，主要系技改升级及产品结构优化），2025 年为 34.89%（同比-1.66pct）。预计 2026-2028 年公司毛利率分别为 24.29%/26.00%/26.98%。其中，预计精纺呢绒业务毛利率分别为 33.18%/33.38%/33.38%，服装业务毛利率分别为 30.50%/31.00%/31.00%，超高纤维业务毛利率分别为 21.00%/21.00%/21.00%，锦纶业务毛利率分别为 11.23%/20.13%/23.85%。预计公司 2026 年毛利率下降，主要系毛利率较低的锦纶业务收入占比大幅提升至约 33%（2026 年上半年锦纶纤维毛利率为 7.64%，公司整体毛利率同比下降 9.79 个百分点至 24.25%，服装、超高纤维毛利率分别为 30.53%、20.98%，与全年预测水平基本相当）；预计 2027-2028 年公司毛利率回升，主要系预计随锦纶产能利用率不断提升、生产工艺越发成熟稳定，优等品率提升且高毛利 PA66 占比提高，带动锦纶业务毛利率持续增长。

归母净利润：预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 1.49/2.82/4.34 亿元，YOY+16.7%/+88.6%/+54.1%，对应 EPS 分别为 0.30/0.56/0.86 元/股（2024 年、2025 年公司归母净利润分别为 1.91 亿元、1.28 亿元，同比-5.82%、-32.89%，2024 年下降主要系超高二期投产可转债计提利息费用化导致利息支出增加及精纺呢绒收入下降，2025 年下降主要系传统业务收入下降、锦纶业务爬坡期市场开拓与研发投入加大以及新增产能折旧摊销增加）。

表 1：公司盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（亿元）	16.16	17.93	24.80	32.40	42.33
YOY	0.98%	10.96%	38.31%	30.65%	30.67%
精纺呢绒收入（亿元）	8.10	7.61	8.52	8.95	9.39
YOY	-9.54%	-6.03%	11.99%	5.00%	5.00%
服装收入（亿元）	6.11	4.99	5.48	5.76	6.05
YOY	4.45%	-18.47%	10.00%	5.00%	5.00%
超高纤维业务收入（亿元）	1.76	1.78	2.24	2.24	2.24
YOY	94.75%	1.10%	25.62%	0.00%	0.00%
锦纶业务收入（亿元）		3.30	8.30	15.20	24.40
YOY			151.68%	83.13%	60.53%
其他业务收入（亿元）	0.19	0.26	0.26	0.26	0.26
YOY	-36.68%	38.39%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率（总）	33.58%	27.95%	24.29%	26.00%	26.98%
精纺呢绒毛利率	35.54%	32.98%	33.18%	33.38%	33.38%
服装毛利率	36.55%	34.89%	30.50%	31.00%	31.00%
超高纤维业务毛利率	10.23%	18.35%	21.00%	21.00%	21.00%
锦纶业务毛利率		9.54%	11.23%	20.13%	23.85%
其他业务毛利率	71.92%	47.23%	47.23%	47.23%	47.23%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）投资建议

综上，2026-2028 年公司收入分别为 24.80/32.40/42.33 亿元，YOY+38.3%/+30.6%/+30.7%；归母净利润分

下载日志已记录，仅供内部参考

别为 1.49/2.82/4.34 亿元，YOY+16.7%/+88.6%/+54.1%。预计 EPS 分别为 0.30/0.56/0.86 元/股。参考可比公司估值，同时考虑到公司传统主业竞争力强，业绩具备韧性，公司新材料业务可满足人形机器人传动腱绳和电子皮肤等需求，未来发展空间大，市场给予相关公司较高估值，因此给予公司 2026 年 50 倍 PE，对应合理价值 14.77 元/股，维持"买入"评级。（可比公司选择依据：恒辉安防，构建"功能性安全防护手套+战略新材料+机器人新业务"三大板块相互赋能，新材料和机器人业务和南山智尚有类似；新澳股份，主要业务为羊毛纱线及中间产品羊毛毛条、羊绒纱线的研发、生产和销售，和南山智尚的传统纺织服装业务同属于毛纺织行业；同益中，主营业务为超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料、间位芳纶纤维、间位芳纶纸的研发、生产和销售，其中超高分子量聚乙烯纤维业务和南山智尚有类似；台华新材，深耕锦纶产业，逐渐向上下游产业链延伸，其中锦纶业务和南山智尚有类似；大业股份，主营业务为胎圈钢丝、钢帘线以及胶管钢丝的研发、生产和销售，全资子公司涉及机器人业务，其中机器人业务和南山智尚有类似；长盛轴承，主营业务为自润滑轴承及高性能聚合物的研发、生产及销售，且与机器人产业链相关方保持紧密的沟通及合作，研究方向涉及关节处的自润滑轴承、不分直线执行器中的产品，以及灵巧手的相关部件等机器人领域，其中机器人业务和南山智尚有类似，而市场给予相关机器人业务相关公司较高估值。）

表 2：可比公司估值（收盘价截至 2026 年 9 月 30 日）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2026/9/30	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
恒辉安防	300952.SZ	16.49	0.64	0.43	0.55	0.67	25.77	38.56	30.10	24.66
新澳股份	603889.SH	6.05	0.66	0.61	0.69	0.76	9.17	9.90	8.80	7.96
同益中	688722.SH	14.56	0.49	0.64	0.84	1.03	29.71	22.74	17.31	14.12
台华新材	603055.SH	9.17	0.60	0.81	0.93	1.05	15.28	11.29	9.89	8.76
大业股份	603278.SH	10.27	-0.04	0.11	0.30	0.57	-	92.44	34.10	18.01
长盛轴承	300718.SZ	54.00	0.85	1.06	1.28	1.54	63.53	50.78	42.05	35.02
	最大值						63.53	92.44	42.05	35.02
	最小值						9.17	9.90	8.80	7.96
	平均数						28.69	37.62	23.71	18.09
	调整后平均						19.98	30.84	22.85	16.39

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：盈利预测来自 wind 一致预期

二、风险提示

（一）原材料价格波动的风险

公司产品的主要原材料为澳大利亚原产羊毛。澳大利亚原产羊毛价格受到气候、消费需求、出口国政策、羊毛储备情况等多种因素的影响，而羊毛价格的波动对毛纺行业的原材料成本影响较大。若价格在短期内大幅下跌，将增加企业存货管理难度，产生存货跌价的风险；若价格上涨，将推动毛纺产品价格走高，从而抑制需求。

（二）市场竞争加剧的风险

纺织服饰行业，尤其是精纺呢绒子行业，具有技术密集型、资金密集型、劳动密集型的特点。因此，行业竞争的两极分化趋势明显，仅有少数企业有能力进入高端产品领域。虽然公司定位于高端产品，在科技创新、品牌建设等方面领先，但是行业整体竞争激烈，公司仍将面临较大的行业竞争风险。

（三）锦纶业务投产进度低于预期的风险

公司持续推进 8 万吨 高性能差别化锦纶长丝项目稳步落地，蓄力打造国际化锦纶品牌。由于锦纶纤维特别是

下载日志已记录，仅供内部参考

其中 PA66 纤维属于高技术密集型产品，生产流程复杂，对生产设备和工艺要求较高，公司面临一定程度的锦纶业务投产进度慢于预期的风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

资产负债表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	**1,676**	**2,005**	**2,540**	**3,087**	**3,713**
货币资金	600	546	550	550	450
应收及预付	266	424	523	682	890
存货	678	905	1,316	1,680	2,166
其他	132	130	151	175	207
非流动资产总额	**2,947**	**3,306**	**3,348**	**3,383**	**3,409**
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,293	2,722	2,764	2,798	2,825
在建工程	1,300	111	111	111	111
使用权资产	38	32	32	32	32
无形资产	263	349	349	349	349
其他	54	93	93	93	93
资产总额	**4,622**	**5,311**	**5,888**	**6,470**	**7,123**
流动负债总额	**1,349**	**1,464**	**1,936**	**2,321**	**2,670**
短期借款	501	405	583	701	694
应付及预收	593	660	954	1,221	1,577
其他	255	399	399	399	399
非流动负债总额	**1,073**	**47**	**47**	**47**	**47**
长期借款	460	0	0	0	0
应付债券	560	0	0	0	0
其他	53	47	47	47	47
负债总额	**2,422**	**1,511**	**1,983**	**2,368**	**2,717**
股本	366	506	506	506	506
其他	1,829	3,288	3,394	3,591	3,895
归母权益合计	2,195	3,794	3,900	4,097	4,401
少数股东权益	5	5	5	5	4
负债和股东权益	**4,622**	**5,311**	**5,888**	**6,470**	**7,123**

利润表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**1,616**	**1,793**	**2,480**	**3,240**	**4,233**
营业成本	1,073	1,292	1,878	2,398	3,091
营业税金及附加	14	16	22	28	37
销售费用	120	124	124	162	211
管理费用	84	88	107	131	160
研发费用	57	69	104	136	178
财务费用	30	15	5	8	10
资产信用减值损失	-56	-62	-90	-80	-81
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	**203**	**141**	**165**	**311**	**480**
营业外收支	0	1	1	1	1
利润总额	203	142	165	312	481
所得税费用	12	14	16	30	47
合并净利润	**191**	**128**	**149**	**282**	**434**
少数股东损益	0	0	0	0	-1
归母净利润	**191**	**128**	**149**	**282**	**434**
EPS（元/股）	0.52	0.25	0.30	0.56	0.86

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	**243**	**22**	**78**	**178**	**250**
合并净利润	191	128	149	282	434
折旧摊销	95	114	158	166	173
营运资金变动	-148	-300	-327	-360	-451
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	**-830**	**-404**	**-112**	**-198**	**-198**
资本性开支	-902	-405	-200	-200	-200
投资	70	0	0	0	0
其他	2	1	88	2	2
融资活动现金流净额	**607**	**324**	**124**	**19**	**-152**
股本融资	0	993	0	0	0
债权融资	688	-558	178	118	-7
股利分配与偿付利息	-73	-96	-56	-98	-145
其他	-8	-15	1	0	0
现金净增加额	**20**	**-59**	**90**	**0**	**-100**
期初现金余额	**499**	**519**	**460**	**550**	**550**
期末现金余额	**519**	**460**	**550**	**550**	**450**

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	1.0%	11.0%	38.3%	30.6%	30.7%
营业利润增长率	-6.9%	-30.5%	16.8%	88.9%	54.2%
归母净利增长率	-5.8%	-32.9%	16.7%	88.6%	54.1%
获利能力					
毛利率	33.6%	28.0%	24.3%	26.0%	27.0%
净利率	11.8%	7.1%	6.0%	8.7%	10.2%
ROE	8.7%	3.4%	3.8%	6.9%	9.9%
偿债能力					
资产负债率	52.4%	28.5%	33.7%	36.6%	38.1%
有息负债率	32.9%	7.6%	9.9%	10.8%	9.7%
流动比率	1.2	1.4	1.3	1.3	1.4
利息保障倍数	7.4	12.2	23.6	28.6	37.9
营运能力					
应收账款周转率	8.7	7.0	7.0	7.0	7.0
存货周转率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
应付账款周转率	2.5	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标					
每股收益	0.52	0.25	0.30	0.56	0.86
每股净资产	6.00	7.50	7.71	8.10	8.70
每股经营现金流	0.66	0.04	0.15	0.35	0.49
估值比率					
PE	19.8	73.5	35.9	19.1	12.4
PB	1.7	2.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	12.3	28.0	13.0	9.8	7.6

下载日志已记录，仅供内部参考

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰 ：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴 ：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

董建芳 ：资深分析师，对外经济贸易大学金融硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

钟泽宇 ：高级分析师，约翰霍普金斯大学金融硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



糜韩杰

SAC 执证号：S0260516020001
SFC CE No. BPH764
mihanjie@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。