

杭叉集团 (603298.SH)

公司报告 | 首次评级报告

钮舒越
机械分析师

2025年12月29日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	26.58
总市值	348.15 亿
PE-TTM	15.81
PB-MRQ	3.06

估值结果

价值	340.20 亿
DDM 估值	上行空间 -2.3%
状态	合理估值
价值	334.32 亿
动态估值	上行空间 -4.0%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

杭叉为民营叉车龙头。产品包括内燃叉车、电动叉车、AGV 智能工业车辆等，下游应用涵盖智能物流、制造业、租赁、修理等领域。

公司成长空间星级较高，海外市场锂电化打开传统叉车增量空间、智慧物流成为公司第二增长曲线；盈利趋势星级较高，传统叉车因高毛利的海外业务占比提升整体盈利能力稳定，而智慧物流板块存在竞争加剧的可能；产业格局相对较好，传统叉车的商业模式已相对成熟，产业格局稳固，智慧物流业务还处于摸索成长期，市场格局不明晰；护城河星级较高，公司具备先发优势，依托其深厚的技术壁垒及供应链优势奠定其稳固的行业地位，护城河衰退较慢。

传统叉车出口业务持续发力带动板块收入与毛利率同步提升、无人叉车及智慧物流新业务打开成长空间。基于以上的假设，结合动态估值及DDM 模型测算，杭叉集团目前属于相对合理的位置。

风险提示

倘若国内外竞争加剧，传统叉车毛利率或超预期回落；若无人叉车行业渗透率不及预期，智慧物流业务推进缓慢。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发高端度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

杭叉为国内叉车行业龙头企业，发展历史长达60多年。公司于1956年成立，前身为杭州机械修配厂，后转型为叉车生产制造商，2016年，在上交所主板上市。据美国《MMH现代物料搬运杂志》，2017年杭叉集团位列世界叉车制造商排行榜第8位并保持至今。目前公司叉车产品谱系丰富，经营范围涵盖智能物流、后市场业务等。

2. 业务介绍

对于杭叉集团公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

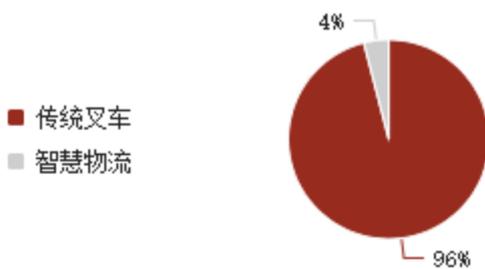
传统叉车：

叉车又称机动工业车辆，具有装卸和搬运功能，具有通用性强、机动灵活、活动范围大等特点，可用于仓储物流、制造业、交通、港口、机场、邮政、烟草、食品等领域。工业车辆分为五大类：1)一类(电动平衡重式叉车)、2)二类(电动乘驾式仓储叉车)、3)三类(电动步行式仓储叉车)、4)四/五类(内燃平衡重式叉车)。其中四五类车适用于室外大吨位的工作，三类车吨位覆盖最小，应用最为灵活，市场需求量最大。杭叉的产品竞争市场界定为全球叉车市场。

智慧物流：

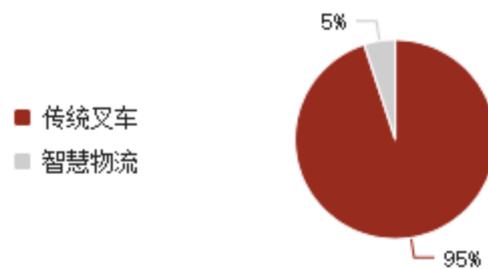
智能物流包括叉车式、移载式、牵引式以及非标定制化AGV等硬件产品，以及CCS(调度控制中心)、WS(仓储管理系统)、PMS(生产管理系统)、MOM(中间件)等物流管理系统，为用户打造完善的、相互协调的智能物流解决方案。杭叉的产品竞争市场界定为全球智能物流市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

杭叉为叉车的标杆型企业，生产端采用组装制造模式，上游供应链涵盖零部件及大宗商品供应商，下游销售体系以经销模式为主，直销模式为辅。两大业务叉车产品与智慧物流方案的客户群体协同，因而公司的营销投入强度维持在较低水平。为加强智能物流业务的综合竞争优势，公司加大研发资源的投入，着力推动技术研发与创新突破。

3.1 研发高端度

低 较低 中等 **较高** 高

公司的研发重心在无人叉车及智慧物流产品上，涉及硬件软件的开发与制造，需要专业人才参与。2024年杭叉的研发人员薪酬为20.8亿元，研发人员数量占公司总人数的比例为17.9%。

3.2 研发强度

低 较低 中等 **较高** 高

智慧叉车与智能物流依赖丰富的场景数据与经验技术积累，杭叉加大智能物流的研发投入，尝试以科技创新引领产业变革。历年来杭叉的研发费用率维持在4%以上，2025年前三季度研发投入占比为4.8%，其研发投入远高于传统制造业，反映公司向高端制造转型的决心。

3.3 营销强度

低 **较低** 中等 较高 高

传统叉车以经销为主，直销为辅，客户集中度较低。根据2024年年报披露，公司前五大客户占比仅为6.9%。近年来国内市场头部叉车合力和杭叉出于利润最大化考虑，尝试收紧经销商，增加直销份额；海外市场，公司加大客户渠道拓展和售后体系布局。智能叉车及物流解决方案与传统叉车的直销客户渠道有重合，公司与头部客户合作时间久、粘性强。

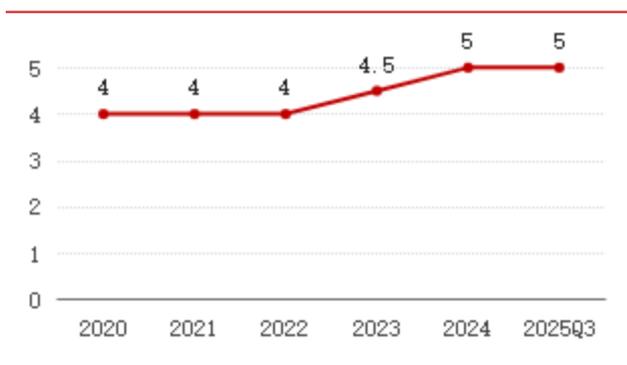
4. 历史经营绩效

杭叉构建了完善的供应链，凭借全产业链协同优势，实现成本持续优化，盈利能力星级较高。中国市场发展稳健，锂电化出海打开成长空间，历史成长能力星级相对较好。公司所处于产业链话语权相对较弱，其业务控制力能中等。公司尽可能回馈股东，股东回报评级较高。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



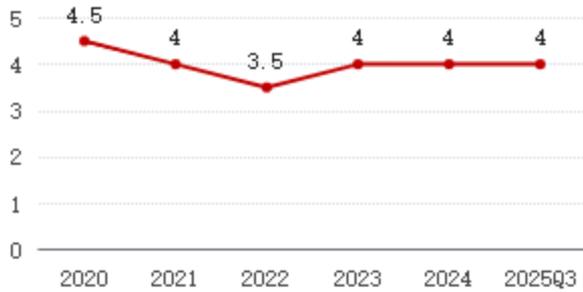
数据来源：公司财报，壹评级

杭叉的历史盈利能力星级逐步走高。公司持续推动产品电动化转型升级以及销售地区结构优化，且构建了完善的供应链体系（自建核心零部件工厂，并向关联采购方发动机、油缸、轮胎、锂电池、电控等）。同时受益于原材料价格下降，费用管控水平良好，从而实现成本端不断优化，带动整体盈利能力星级稳中有升。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4: 近年公司历史成长能力趋势图



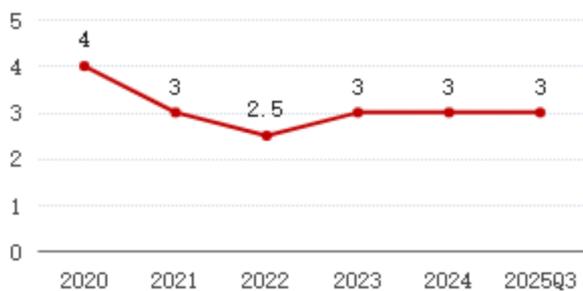
数据来源: 公司财报, 壹评级

杭叉的历史成长能力星级相对较高。受益于叉车行业市场规模逐渐扩张, 锂电化渗透率加速, 以及产品海外发展迅速, 成长的天花板不断拓宽, 因而公司迎来业绩高速增长期。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5: 近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



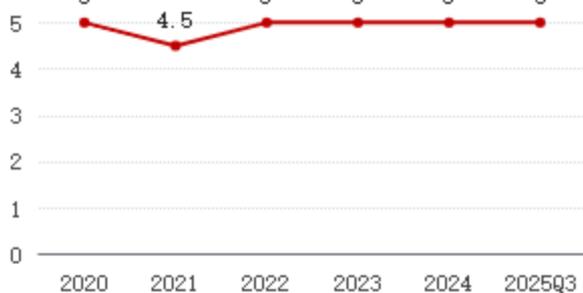
数据来源: 公司财报, 壹评级

杭叉的历史业务控制力处于中等星级。公司上下游供应商及客户的集中度均相对分散, 且叉车相对同质化竞争, 因而公司在产业链中的话语权中等; 下游以经销商和工商业大客户为主, 客户的付款能力与合作稳定性较好, 保障公司财务基本面的稳健。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6: 近年股东回报能力趋势图



数据来源: 公司财报, 壹评级

杭叉的股东回报评级星级优秀。近五年公司的股利支付率稳定在40%上下, 股东回报评级高。公司处于向高端制造业转型的阶段, 在保障日常运营开支及研发投入足额后, 尽可能最大化回报股东, 每年的股息率约2.5%。

5. 四维评级

杭叉成长空间星级较高，海外市场锂电化打开传统叉车增量空间、智慧物流成为公司第二增长曲线；盈利趋势星级较高，传统叉车因高毛利的海外业务占比提升整体盈利能力稳定，而智慧物流板块存在竞争加剧的可能；产业格局相对较好，传统叉车的商业模式已相对成熟，产业格局稳固，智慧物流业务还处于摸索成长期，市场格局不明晰；护城河星级较高，公司具备先发优势，依托其深厚的技术壁垒及供应链优势奠定其稳固的行业地位，护城河衰退较慢。

5.1 成长空间

★★★★☆

杭叉成长能力星级中等。分业务来看：1) 传统叉车国内销量相对饱和，需求与仓储、物流景气度相关性较高；海外受益于锂电化渗透及东南亚经济快速发展，传统叉车的成长星级中等。2) 全球智能物流解决方案全球渗透率仅约为20%，智慧物流发展空间巨大，公司的成长性更高。

传统叉车 (2.5星)：

传统叉车业务成长星级中等，成长逻辑在于国内需求存在复苏的预期，海外锂电化打开成长空间。国内叉车销量与制造业PMI相关性较高，未来需求有望受益于通用周期复苏；海外锂电渗透率偏低，仍有成长空间。杭叉在泰国建立年产万台叉车及锂电池工厂，预计于2026年投产，公司出海进程有望加速。

智慧物流 (4.5星)：

劳动力短缺、人力成本上升、SKU增加等催化下，物流业、制造业智能化转型为确定性趋势。杭叉收购国自机器人，在智慧物流方面，公司作为新进入者，目前处于从一到十的探索与落地阶段，成长空间巨大。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

杭叉盈利趋势星级中等。考虑到公司近年海外加大布局、国内竞争加剧、智能物流业务投入提升等原因，费用率呈现上升趋势。未来随着公司布局逐步完善、经营管理趋于成熟，盈利有优化的空间。

传统叉车 (3星)：

公司2025年投资设立首个海外泰国工厂，完善国际化运营体系的同时，实现生产成本的下降以及规避潜在的关税问题；此外随着高毛利海外产品收入占比的提升，整体板块毛利率稳中有升。但海外业务拓展必然伴随销售费用、管理费用的上升，因而传统叉车板块盈利趋势星级中等。

智慧物流 (3.5星)：

公司为扩大产品竞争力、打通客户渠道，加大三费的投入，同时现阶段的参与者众多，短期利润率有所承压。远期来看随着公司规模生产以及原材料自研比例的上升，市场竞争格局稳定后，净利润有所修复。

5.3 产业格局

★★★★☆

传统叉车(尤其是锂电叉车)属于相对同质化产品,产能壁垒较低,但叉车企业的核心竞争力来自于供应链成本优势及技术领先水平,且大客户相对看重品牌价值,产业格局相对稳定;智慧物流产品因定制化属性强,叠加市场规模大、下游领域分散,因而企业很难一家独大,格局目前尚未明晰。

传统叉车(4星):

内燃叉车因发动机、油缸、变速箱等关键零部件存在技术与品牌壁垒、市场准入门槛较高;锂电叉车供应链成熟度高,企业组装难度低,因而市场参与者多、格局相对混乱。杭叉的内燃叉车技术显著领先国内同行,且依托规模经济及积淀的渠道优势,所处领域竞争格局相对稳定。

智慧物流(3星):

智慧物流产品具有较强定制化属性,需要客户的场景数据及场景设计经验,因此客户黏性相对较好。参与者主要分为传统叉车、专业生产商(AMR、机器人企业)、智慧物流集成商。参与者众多,竞争格局有待观察。

5.4 护城河

★★★★☆

传统叉车格局稳定,杭叉具备先发优势,依托其深厚的技术壁垒、线下渠道、规模经济及管理运行四大因子,奠定其稳固的行业地位。智慧物流呈现大行业小公司的特征,公司作为新进入者,在摸索中逐步构建壁垒。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
传统叉车	(4星)根据壹评级测算,调整后的roic为32.3%,有25.3%的超额护城河。当前杭叉全球排名第八,伴随技术持续升级、成本优化深化及渠道建设加强,市场份额仍有进一步提升空间。公司业务控制力为3星,处于中等水平,产业链整体议价能力一般,现金回款能力较强。	(4.5星)传统叉车的护城河归因为线下渠道、规模经济、技术优势、管理运营四大因子。杭叉以市场为导向,加强全球销售与售后渠道的建设,中长期来看线下渠道的优势具备较强持续性;公司重研发以构筑技术壁垒,尤其在内燃叉车领域,制造技术壁垒较高;扩大上游零部件产能,与关联方合作采购原材料,供应能力持续强化,规模经济优势稳固难撼;杭叉作为民企,管理层决策及战略领先,不排除后续竞争对手管理能力加强,公司的领先优势缓慢衰退。
智慧物流	(2星)根据壹评级测算,调整后的roic为18.8%,有11.8%的超额护城河。智慧物流属于公司新兴产业,市场空间大,竞争相对充分。因物流解决方案属于定制化属性,公司回款周期较长,业务的控制力较弱。	(3星)智慧物流的护城河同样归因为线下渠道、规模经济、技术优势、管理运营四大因子。线下渠道方面,传统叉车与物流解决方案渠道客户高度重合,优势可以持续稳固;现阶段规模经济尚未形成,未来有很大的改善空间;依托与专业企业深度合作,公司的技术优势逐步强化;管理层面,公司持续降本增效,管理护城河有望增强。

数据来源: 壹评级

6. 公司估值

传统叉车出口业务持续发力带动板块收入与毛利率同步提升、无人叉车及智慧物流新业务打开成长空间。基于以上的假设，结合动态估值及DDM模型测算，杭叉股份目前属于相对合理的位置。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：传统叉车与智慧物流。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

收入假设

1. 传统叉车：国内外板块收入的预测方式为传统叉车的预期市场规模*公司预期市占率。其中传统叉车的市场规模预测方式又可以进一步拆解为叉车销量(剔除无人叉车替代的量)*价格。

1) 无人叉车的渗透率：2024年无人叉车的渗透率不到2%，随着技术成熟、成本下降带动产品商业化加速，预计2028年~2033年为无人叉车的爆发期，其渗透率快速提升，导致传统叉车的需求端出现大幅下降，终局2040年国内/出海无人叉车的渗透率为35%/25%。2) 传统叉车的价格：锂电叉车随着竞争加剧，价格仍有下探的空间，保守测算假设未来十年国内外价格还能下降10%。3) 公司市占率：基于杭叉的战略，未来发展重心在海外市场，我们假设国内市占率从现阶段的33%提升到2040年38%、出海产品的市占率从现阶段40%提升到2040年的45%。

综上假设推导出，2025年国内/海外增速维持近6%/15%，随着基数效应，后续增速逐步放缓；2028年起，因无人叉车迎来爆发期，受无人叉车替代影响，国内外收入出现负增长；2034年后无人叉车的渗透边际增速放缓，受终端需求带动传统叉车国内外增速维持在2~3个点。

2. 智慧物流：由于新业绩处于高增期，收入的不确定性较高。我们根据上述无人叉车渗透率的假设，预计公司业绩爆发期在2028年，截止2040年板块收入超100亿，智慧物流板块与传统叉车板块规模比为4/6。

毛利率假设

1. 传统叉车：国内市场现已饱和、随着后续竞争加剧，未来五年国内叉车毛利率小幅下滑，保守预测稳态下国内毛利率降到16%。海外市场尚属于成长阶段，未来五年海外叉车毛利率基本持平，随着后续全球市场成熟、产品溢价水平下降，保守预测稳态下海外毛利率降到22%。

2. 智慧物流：产品规模化生产及业务商业化运作逐步成熟，带动板块毛利率持续走高；2035年后市场参与者多、竞争加剧，板块毛利率有所承压；稳态下国内外毛利率分别为24%/27%。

负债率假设

2025Q1~3杭叉的资产负债率为35.88%，根据壹评级模型假设，随着经营生产进入稳定期后，调整后的经营负债率为小幅增加，分红金额提升。

表2: 公司整体业绩预测

杭叉集团	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	144.1	162.7	164.9	185.1	207.9	224.1	234.1	243.4
归母净利润(亿)	9.9	17.2	20.2	20.9	22.9	23.4	22.8	23.0
归母净利润增速(%)	8.6	74.3	17.5	3.3	9.5	2.4	-2.6	0.8
经营性净利润(亿)	9.5	15.3	17.5	18.6	20.8	21.4	20.7	20.9
经营性净利润增速(%)	26.6	61.4	14.7	6.4	11.4	2.8	-3.0	1.0
经营性归母净利润(亿)	8.7	14.3	16.4	17.4	19.4	20.0	19.4	19.6
经营性归母净利润增速(%)	27.0	64.5	14.5	6.3	11.4	2.8	-3.0	1.0

数据来源: 壹评级

表3: 公司分业务业绩预测

传统叉车	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	142.1	157.7	156.9	174.8	190.9	200.1	202.1	203.4
收入增速(%)	-1.9	11.0	-0.5	11.5	9.2	4.8	1.0	0.7
经营性净利润(亿)	9.4	15.0	17.0	18.0	19.7	19.7	18.7	17.9
经营性净利率(%)	6.6	9.5	10.8	10.3	10.3	9.8	9.3	8.8
经营性净利润增速(%)	25.0	60.6	13.3	5.7	9.3	0.1	-5.0	-4.3
智慧物流	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.0	5.0	8.0	10.3	17.0	24.0	32.0	40.0
收入增速(%)	0.0	150.0	60.0	28.8	65.0	41.2	33.3	25.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.3	0.5	0.7	1.1	1.7	2.0	3.0
经营性净利率(%)	5.9	5.2	6.4	6.4	6.6	7.0	6.3	7.6
经营性净利润增速(%)	0.0	120.5	97.9	27.7	69.6	50.9	19.9	49.8

数据来源: 壹评级

6.2 动态估值

表4: 公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
传统叉车	0.6%	中低-	较好	强	7.5%	14	15.0
智慧物流	6.2%	中等-	较好	较强	8.5%	16.36	8.0
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
传统叉车(亿)	129.6	109.6	239.2	23.4	2.7	3.5	263.5
智慧物流(亿)	6.4	62.8	69.2	1.2	0.6	1.0	70.9
公司整体测算(亿)	136.0	172.4	308.4	24.7	3.3	4.5	334.3

数据来源: 壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
传统叉车(亿)	160.9	85.6	246.5	23.4	2.4	3.5	271.0
智慧物流(亿)	21.0	46.6	67.5	1.2	0.6	1.0	69.2
公司整体测算(亿)	181.9	132.1	314.0	24.7	3.0	4.5	340.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

叉车所属行业成熟期，市场增速的可预测性较高；智慧物流尚处早期成长阶段，业务的不确定性较大，不过该板块对杭叉的估值贡献较低。此外杭叉与资本市场沟通较频繁，业务的经营状况以及新项目落地进展信息披露充分，公司整体的估值确定性星级较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	X<-50%	-50%≤X<-30%	-33%≤X<-20%	-20%≤X<25%	25%≤X<50%	50%≤X<100%	X≥100%
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。