

# 猫眼娱乐 (01896.HK)

## 龙头地位稳固, “票务+内容”双轮驱动

### 核心观点:

- 业绩概况:** 21H1 公司收入 18.0 亿元, 同比增长 786%, 2019 年同期收入 19.85 亿元; 分业务看, 21H1 在线票务业务收入 10.14 亿元, 2019 年同期收入 10.83 亿元; 娱乐内容业务收入 6.6 亿元, 2019 年同期收入 6.66 亿元; 广告服务及其他业务收入 1.26 亿元, 2019 年同期收入 2.36 亿元。21H1 毛利率 58.09%, 较 2020H1、2020 年全年毛利率-10.1%、39.3%明显上行。费用率方面, 21H1 管理费率 9.92%, 已降至疫情前水平。21H1 公司销售费用率 17.82%, 较 2016-2020 年进一步走低。21H1 公司归母净利润 (GAAP) 3.87 亿元, 2020 年同期亏损 4.31 亿元, 2019 年同期盈利 2.62 亿元。21H1 公司经调整净利润 4.84 亿元, 2019、2020 年同期分别录得 3.8 亿、-3.07 亿元。
- 票务市场市占率提升, 发行体系持续迭代创新, “票务+内容”双轮驱动。** 21H1 猫眼平台的出票 3.51 亿张, 出票市占率 52.6%, 高于 2020 年全年市占率 50.5%。21H1 票务市场线上化率 86.9%, 21H1 猫眼娱乐线上票务市场市占率 60.6%, 高于 2020 年全年市占率 59.6%。发行业务上, 在各核心档期内, 公司参与的作品均表现优异。另外, 猫眼发行体系不断创新迭代, 短视频平台宣发成为标配, 如猫眼抖音小程序“想看”数据与猫眼底层数据全面打通、猫眼抖音小程序上线 CPS(Cost Per Sale)功能, 鼓励电影自媒体创作短视频参与影片宣发。
- 公司基本盘稳固, 竞争优势明显, 长期增长路径清晰:** (1) 长期受益于国内电影和现场娱乐市场的增长。(2) 国产内容出品、发行市场的占有率将稳步提升, 并通过前端环节渗透和数据分析不断提升 ROI。预计 21~22 年 Non-GAAP 归母净利润分别为 8.54 亿和 10.0 亿元, 给予 21 年 22xPE, 算得合理价值 19.74 港元/股, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 票房增速不及预期、同业竞争加剧、新业务拓展不及预期。
- 若无特别注明, 则货币为人民币。**

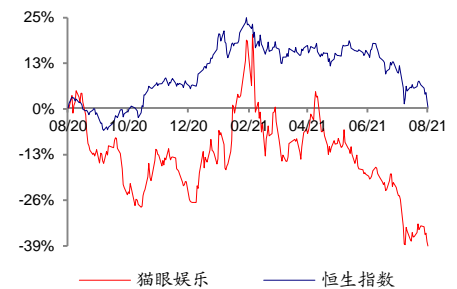
### 盈利预测 注: 净利润、EPS 均为 NON-GAAP 口径, 汇率 HKD/CNY 为 1.1987

单位: 人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4268	1366	3624	4365	4922
EBITDA(百万元)	839.94	-432.88	854.10	1193.20	1360.42
归母净利润(百万元)	703.16	-432.61	854.10	1000.49	1143.36
增长率(%)	142.38%	-	297.43%	17.14%	14.28%
EPS (元/股)	0.62	-0.38	0.75	0.88	1.00
市盈率 (P/E)	12.42	-	10.22	8.73	7.64
EV/EBITDA	9.94	-	9.40	6.54	5.51
ROE(%)	5.6%	-8.5%	7.6%	8.6%	9.4%

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	9.17 港元
合理价值	19.74 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-23

### 相对市场表现



### 分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

### 相关研究:

- 【广发传媒&海外】猫眼娱乐 (01896.HK): 经营财务边际改善, “票务+内容”双轮驱动** 2021-04-01
- 【广发海外】猫眼娱乐 (01896.HK): 春节档预售票房超预期, 智能宣发新升级** 2021-02-10

### 联系人:

朱国源 021-38003663

zhuguoyuan@gf.com.cn

## 一、票务市场市占率提升，发行体系持续迭代创新，“票务+内容”双轮驱动

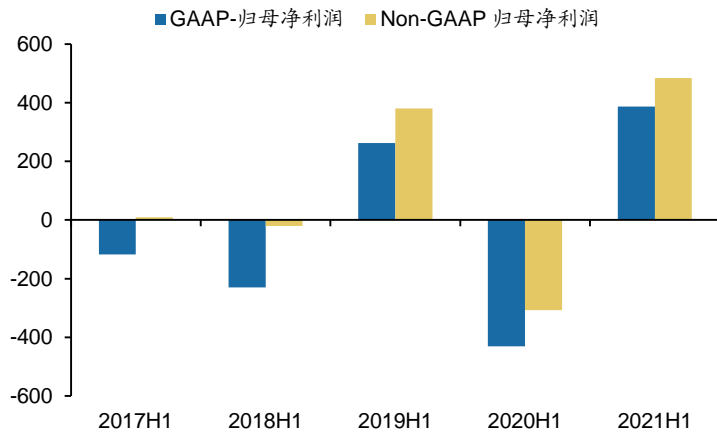
**业绩概览：**21H1公司收入18.0亿元，同比增长786%，2019年同期收入19.85亿元；21H1公司归母净利润(GAAP口径)3.87亿元，2020年同期亏损4.31亿元，2019年同期盈利2.62亿元。21H1公司经调整净利润4.84亿元，2019、2020年同期分别录得3.8亿、-3.07亿元。

表 1：猫眼娱乐营业收入分拆（百万元）和同比增速（%）

收入(百万元)	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1
在线娱乐票务服务	1,148.4	1131.8	1083.0	1220.2	103.8	652.7	1013.5
YOY	90.99%	27.35%	-5.70%	7.81%	-90.42%	-46.51%	876.40%
娱乐内容服务	560.6	508.0	665.7	731.1	15.6	337.7	660.1
YOY	137.84%	-17.61%	18.75%	143.92%	-97.65%	-53.81%	4122.00%
广告服务及其他	186.2	220.0	235.9	331.6	83.7	172.2	126.2
YOY	97.45%	97.49%	26.70%	150.71%	-64.52%	-48.06%	50.78%
总营业收入	1,895.2	1859.8	1,984.6	2282.9	203.1	1,162.6	1,799.8
YOY	103.5%	15.04%	4.72%	122.75%	-89.76%	-49.07%	786.00%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 1：猫眼娱乐归母净利润和经调整净利润（百万元）



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

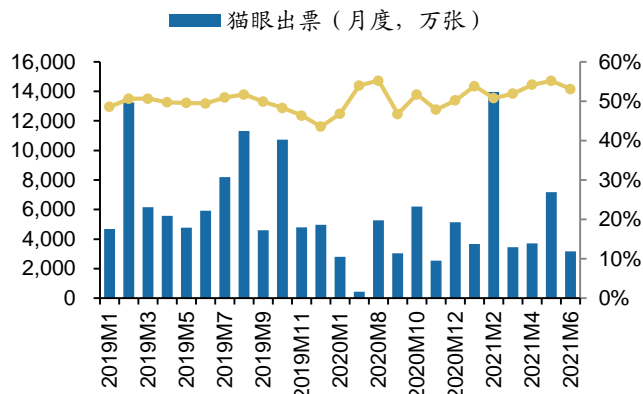
**在线票务业务：**21H1公司在线票务业务收入10.14亿元，2019、2020年同期收入10.83亿、1.04亿元。

票务市场市占率方面，根据猫眼专业版APP，21H1全国总出票（线上+线下）数量6.68亿张，较2019年同期8.08亿张减少17.3%。21H1猫眼平台的出票3.51亿张，较2019年同期4.04亿张减少12.9%。猫眼平台出票市占率52.6%，高于2020年全年市占率50.5%。票务市场线上化率方面，21H1票务市场线上化率86.9%，21H1猫眼娱乐线上票务市场市占率60.6%，高于2020年全年市占率59.6%。

**21H1单票服务费率提升。**21H1全国不含服务费票房250.2亿元、服务费25.4亿元，服务费率10.14%；2019年同期不含服务费票房290.2亿元，服务费22.9亿元，服务费率7.9%。

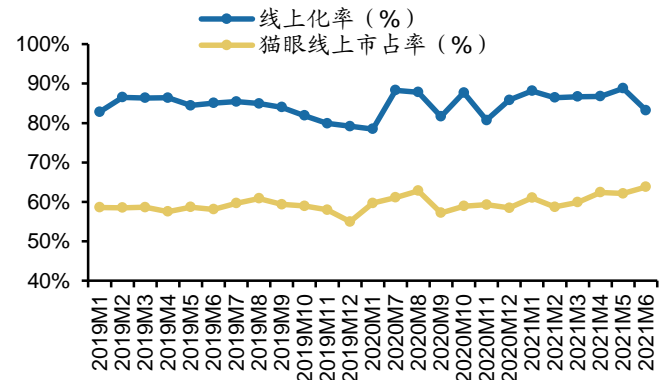
此外，公司现场娱乐票务业务稳步发展，服务类目涵盖演唱会、舞台剧、电竞赛事等各类娱乐场景，21H1已为“迷笛音乐节”、“王者荣耀职业联赛”等优质演出赛事提供票务代理服务。

图2：猫眼出票量（万张）和占总出票量比率（%）



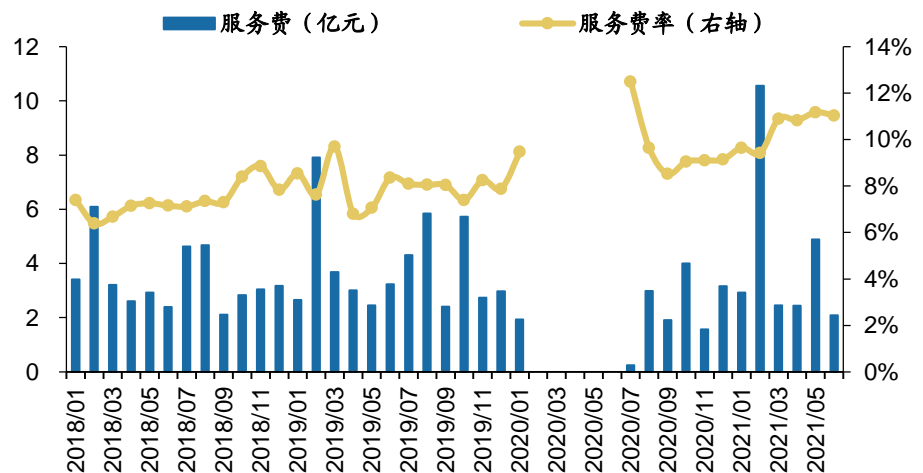
数据来源：猫眼专业版App，广发证券发展研究中心

图3：票务线上化率和猫眼线上出票的市占率（%）



数据来源：猫眼专业版App，广发证券发展研究中心

图4：2018~2021Q2各月份服务费和服务费率（%）



数据来源：猫眼专业版APP，广发证券发展研究中心，注：服务费率的分母口径为不含服务费票房

**娱乐内容业务：**21H1公司娱乐内容业务收入6.6亿元，2019、2020年同期收入6.66亿、0.16亿元。21H1公司参与出品/发行的影片共19部，累计实现票房164.6亿元，占全国同期国产片票房的74%。在各核心档期内，公司参与的作品均表现优异，如元旦档《送你一朵小红花》、春节档《你好，李焕英》、清明档《我的姐姐》、五一档《悬崖之上》等。

**猫眼发行体系不断创新迭代，短视频平台宣发成为标配。**如2020年11月，猫眼与抖音在智能宣发层面的合作进一步升级，猫眼抖音小程序“想看”数据与猫眼底

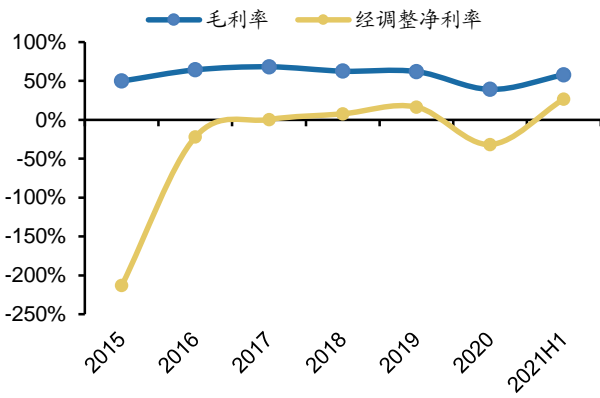
层数据全面打通，并保持实时同步新增。2020年12月，猫眼抖音小程序上线CPS(Cost Per Sale)功能，通过创作者返佣的形式，鼓励电影自媒体创作短视频、参与影片宣发。2021年五一档，抖音上线“五一观影计划”活动，猫眼担任该活动的行业独家票务合作方，在用户完成前端任务互动后，为用户提供了票款减免福利和一键购买电影票服务。

自制影片方面，公司自主开发的影片《风平浪静》与《了不起的老爸》均已上映，未来储备的自主开发电影还包括《扬名立万》（定档11月19日）、《平原上的摩西》（定档12月24日）。公司在网剧与网络电影项目方面同样有所布局，未来《落水者》、《盲区》、《天才棋士》等剧集与网络电影将陆续上线。

**广告服务及其他：**21H1公司广告服务及其他业务收入1.26亿元，2019、2020年同期收入2.36亿、0.84亿元。根据公司财报，猫眼小程序在抖音、微信、百度等多平台用户规模已突破4.5亿人，并处在持续增长中。考虑到猫眼是电影市场To C端最大的流量入口，越来越多的B端客户开始在影片宣发和上映阶段利用猫眼平台资源投放广告。

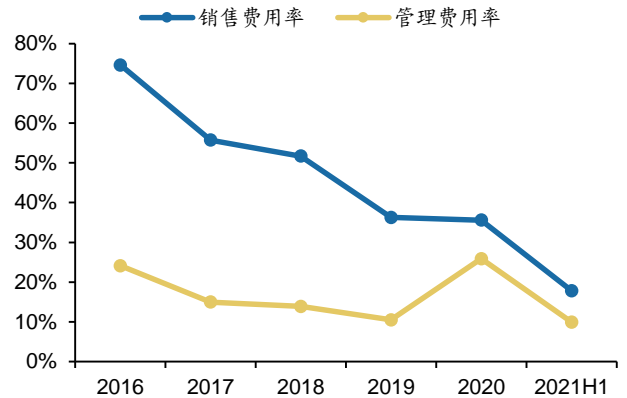
**利润率&费用率：**21H1公司毛利率58.09%，较2020H1、2020年全年毛利率-10.1%、39.3%明显上行，主要受新冠疫情得到控制，国内电影市场好转，而公司固定成本并未一致增加推动。21H1公司经调整净利润率26.9%。费用率方面，21H1公司管理费用率9.92%，已重新下降至疫情前水平。21H1公司销售费用率17.82%，较2016-2020年进一步走低。

图5：猫眼娱乐的毛利率和经调整净利率走势（%）



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图6：猫眼娱乐的期间费用率走势（%）



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

## 二、盈利预测和投资建议

(1) 在娱乐票务业务上，参考《电影院线行业21Q2总结和下半年展望：优质供给匮乏拖累Q2票房，下半年内容端仍有看点》报告预测结果，预计全年不含服务费票房约480.4亿元。另外，演唱会、体育赛事、展示展览等线下娱乐活动仍在逐步恢复过程中，将推动现场娱乐票务业务增长。我们预计2021年在线娱乐票务收入为19.3亿元，同比增长155.1%。

(2) 在娱乐内容服务上，在各核心档期内，公司参与的作品均表现优异，如元旦档《送你一朵小红花》、春节档《你好，李焕英》、清明档《我的姐姐》、五一档《悬

崖之上》等，推动公司娱乐内容服务的收入和利润增长，预计2021年内容服务业务收入至14.35亿元，同比增长306.1%。

(3) 在广告及其他业务上，由于2021年优质内容供给有限，各类广告主投放出现下滑。观影人次下降的同时，卖品业务收入也受到拖累。另外，公司对供应链金融业务的投入力度有所下降。汇总以上影响因素，我们预计2021年广告服务及其他业务实现营业收入2.6亿元，同比增长1.7%。

**表 2: 猫眼娱乐营业收入分拆预测 (百万元) 和同比增速 (%)**

营业收入分拆	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
在线娱乐票务服务	960.1	1,490.0	2280.2	2303.2	756.5	1929.5	2439.1
YOY	61.50%	55.19%	53.03%	1.01%	-67.15%	155.06%	26.41%
娱乐内容服务	337.3	852.3	1068.6	1396.8	353.3	1434.7	1629.0
YOY		152.68%	25.38%	30.71%	-74.71%	306.08%	13.54%
广告服务及其他	80.1	205.7	406.2	567.5	255.9	260.3	296.5
YOY	3540.91%	156.80%	97.47%	39.70%	-54.91%	1.70%	13.93%
总营业收入	1,377.5	2,548.0	3,755.0	4,267.5	1,365.7	3624.4	4364.6
YOY	131%	85.0%	47.37%	13.65%	-68.00%	165.39%	20.42%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**投资建议:** 国内零星的疫情仍对电影市场和公司业绩产生负面影响，但长期来看，公司的基本盘稳固，增长路径清晰，竞争优势明显：(1) 作为全国最大的在线票务平台，将长期受益于国内电影和现场娱乐市场的持续稳健增长，票务基本盘得到保障。(2) 凭借在票务渠道、宣发和品牌上的优势地位，在国产内容(电影, 电视剧)的出品、发行市场的占有率将稳步提升，表现为核心档期优质内容的获取能力。在向产业上游延伸的同时，借助文娱大数据分析能力不断优化ROI。(3) 多元化变现路径，通过营销、资金和产品平台为文娱产业提供宣传、融资和数字化服务。如猫眼积累了庞大的用户流量和影视信息资源，结合其数据分析能力和可应用的产品为产业链上下游提供服务。预计21~22年Non-GAAP归母净利润分别为8.54亿元和10.0亿，对应EPS分别为0.75和0.88元/股。

猫眼娱乐参与到电影产业链多个业务环节，我们选择国内A股主要上市院线公司、影视制作公司以及同在港股上市的阿里影业(淘票票平台为其主要营收构成)作为可比公司。国内龙头院线/影视公司中国电影、万达电影和横店影视、光线传媒2021年平均PE估值为22.55x。我们给予猫眼娱乐2021年22xPE估值，接近一个月平均汇率折合每股合理价值为19.74港元/股。

**表 3: 可比公司估值表 (注: 统计日期为 2021 年 8 月 20 日, 货币单位: 人民币)**

代码	公司名称	总市值 (亿元)	EPS(元/股)					P/E				
			18A	19A	20A	21E	22E	18A	19A	20A	21E	22E
002739.SZ	万达电影	295.12	0.58	-2.12	-2.99	0.69	0.87	22.80	—	—	19.15	15.19
603103.SH	横店影视	81.56	0.51	0.49	-0.76	0.57	0.70	25.43	—	—	22.43	18.25
600977.SH	中国电影	217.51	0.80	0.57	-0.30	0.54	0.63	14.55	20.49	-39.10	21.71	18.42
300251.SZ	光线传媒	265.78	0.47	0.32	0.10	0.34	0.41	19.35	28.05	91.32	26.89	22.35

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 三、风险提示

(1) 票房不及预期的风险。由于影片属于消费者直接付费的内容产品，在上映前票房成绩难以准确预估，即使在热门档期，前期高期待度电影票房的最终表现也可能低于预期。

(2) 档期调整的风险。由于题材或者档期拥挤等原因，部分影片可能发生调档或者撤档的情况，由此对相应的投资和宣发公司造成经济损失。

(3) 主要竞争对手非理性增加票补，导致猫眼市占率下滑或盈利周期拉长的风险。目前线上票务行业已基本达成补贴持续减弱的一致预期，但如果主要竞争对手采取非理性的补贴措施可能导致公司市占率下滑。

(4) 新业务开展速度不及预期的风险。由于用户在猫眼平台购买非电影票的习惯尚未形成，在线娱乐票务服务中展会、演唱会和体育赛事等市场的开拓进度或不及预期。文娱大数据服务未能寻找到较好的变现模式。

**资产负债表**

单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5369	4899	4866	6046	7332
货币资金	1540	2140	1609	1747	1961
应收及预付	5223	4025	4743	5722	6782
存货	28	35	26	31	37
其他流动资产	100	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	5982	5709	5910	5722	5560
长期股权投资	38	37	37	37	37
固定资产	34	26	26	24	23
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	836	699	570	475	396
其他长期资产	53	28	28	28	28
<b>资产总计</b>	11351	10609	10775	11768	12892
<b>流动负债</b>	2855	2820	2363	2569	2736
短期借款	1162	1014	0	0	0
应付及预收	368	289	336	406	484
其他流动负债	1239	1476	1052	1267	1429
<b>非流动负债</b>	208	165	156	156	156
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	3	4	5	5	5
其他非流动负债	186	156	156	156	156
<b>负债合计</b>	3063	2985	2519	2725	2892
股本	0	0	0	0	0
资本公积	8283	8264	6157	6157	6157
留存收益	5	-641	2090	2866	3808
归属母公司股东权益	8288	7623	8247	9023	9965
少数股东权益	0.0	0.0	8.5	20.4	34.7
<b>负债和股东权益</b>	11351	10609	10775	11768	12892

**利润表**

单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4268	1366	3624	4365	4922
营业成本	1610	828	1474	1778	2119
销售费用	1724	1940	1548	486	321
管理费用	341	523	448	354	179
研发费用	244	78	207	249	281
利息收入	29	16	42	51	65
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	676	-604	714	1070	1270
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	676	-604	714	1070	1270
所得税	203	18	85	301	347
国际准则-归母净利	463	-646	624	775	942
少数股东损益	-4.6	0.0	8.5	11.8	14.3
基于股份薪酬开支	103.2	72.6	88.3	96.1	102.9
调整后归母净利润	703	-433	854	1000	1143
GAAP-EBITDA	840	-433	854	1194	1362
GAAP-EBIT	676	-604	714	1070	1270
GAAP-EPS (元/股)	0.4	-0.6	0.5	0.7	0.8

**现金流量表**

单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	-1227	457	30	679	754
净利润	459	-646	633	787	956
折旧摊销	169	145	121	101	85
营运资金变动	-1897	921	-766	-246	-323
其它	43	38	43	36	36
<b>投资活动现金流</b>	-1327	108	-218	-505	-504
资本支出	69	-1	-9	5	4
投资变动	3	4	5	5	5
其他	112	-109	227	500	500
<b>筹资活动现金流</b>	2621	34	-343	-36	-36
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	1675	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	67	600	-531	138	214
<b>期初现金余额</b>	1536	1540	2140	1609	1747
<b>期末现金余额</b>	1604	2140	1609	1747	1961

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	13.7%	-68.0%	165.4%	20.4%	12.8%
营业利润增长	585.0%	-189.4%	-218.2%	49.8%	18.7%
归母净利润增长	438.1%	-239.5%	196.6%	24.2%	21.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	62.8%	62.3%	39.3%	62.3%	39.3%
净利率	10.8%	-47.3%	17.5%	18.0%	19.4%
ROE	5.6%	-8.5%	7.6%	8.6%	9.4%
ROIC	6.0%	-9.6%	8.3%	9.5%	10.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.0%	28.1%	23.4%	23.2%	22.4%
净负债比率	7%	7%	3%	-4%	-10%
流动比率	1.9	1.7	2.1	2.4	2.7
速动比率	1.8	1.7	2.0	2.3	2.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.1	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	7.7	4.3	7.7	7.7	7.7
存货周转率	57.0	57.0	57.0	57.0	57.0
<b>每股指标 (元)</b>					
Non-GAAP-EPS	0.6	-0.4	0.7	0.9	1.0
每股经营现金流	-1.1	0.4	0.0	0.6	0.7
每股净资产	7.3	6.7	7.2	7.9	8.8
<b>估值比率</b>					
P/E	12.4	—	10.2	8.7	7.6
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.9	—	9.4	6.5	5.5

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012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35 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	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 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。