

【广发传媒&海外】腾讯音乐(TME)

在线音乐稳健，直播增长承压

核心观点:

- **公司发布 2021Q2 季报:** 公司 21Q2 实现营收 80.08 亿元，同比增 16%，环比增 2%，低于市场一致预期 1%；经调整归母净利润为 11.17 亿元，同比/环比降 3%/5%，毛利率为 30.4%，同比降低 0.9pct，环比下降 1.1pct，经调整净利率为 13.9%，环比降 1.2pct，同比降 2.7pct。
- **音乐会员突破 6.6 千万，环比净高增量持续。** 21Q2 会员达到 6620 万，环比净增 530 万，为 2016 年以来最大幅单季净增长；付费率达 10.6%，同比/环比大幅提升 3.4pct/0.7pct。预计 2021 年末会员增至 7520 万，付费率有望提升至~12%。MAU 环比增长 800 万，主要受小米合作 Lite 版本拉动，同时，QQ 音乐协同微信生态，推出微信铃声、QQ 音乐微信状态等多样社交化场景提升用户活跃度及留存。
- **非订阅音乐收入同增 28%，广告增长强劲拉动。** 非订阅业务收入同比提升 28%，预计 2021Q2 广告收入占非订阅业务收入比例达到~50%，广告表现优异但因监管对闪屏广告监管趋严，增速略低于公司预期。
- **社交娱乐同增 7%，社交化创新促活。** 社交娱乐月均 ARPPU 为 153 元，同比/环比提升 22%/2%。21Q2 公司持续调整组织架构，重视产品中台打通和产品视觉化和社交化升级，全民 K 歌加强社交化运营。
- **投资建议:** 调整公司 2021-2023 营收预测至 321 亿元、348 亿元和 383 亿元，同增 10%、8%和 10%。预计 2021-2023 年经调整归母净利润为 40.3 亿元、44.2 亿元和 53.7 亿元，同增-19%、10%和 22%。按分部估值法测算腾讯音乐合理价值为 14.92 美元/ADS，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新兴娱乐形式对用户和时长的分流，会员业务天花板低于预期的风险、独家版权丧失致用户增长受阻的风险。

盈利预测:

货币单位: 人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	25,434	29,153	32,122	34,751	38,328
增长率(%)	34.0%	14.6%	10.2%	8.2%	10.3%
EBITDA(百万元)	5,123	5,456	3,971	4,514	5,731
Non-GAAP-归母净利润	4,908	4,950	4,029	4,419	5,370
增长率(%)	17.6%	0.9%	-18.6%	9.7%	21.5%
Non-GAAP-EPS(元/ADS)	2.93	2.95	2.39	2.61	3.17
市销率(P/S)	3.25	2.83	2.57	2.38	2.15
市盈率(P/E)	16.82	16.68	20.49	18.68	15.37
ROE	9%	8%	8%	8%	10%
EV/EBITDA	2.46	2.31	3.18	2.80	2.20

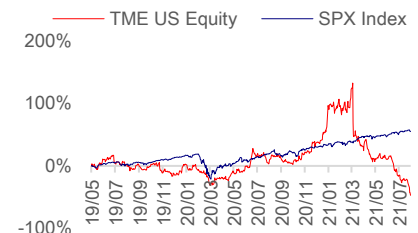
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	7.46 美元
合理价值	14.92 美元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-22

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】腾讯音乐 (TME): 音乐收入提速, 全渠道长音频用户 1.9 亿+ 2021-05-20
- 【广发传媒&海外】腾讯音乐 (TME): 非订阅音乐收入提速, 长音频用户创新高 2021-03-26
- 【广发传媒&海外】腾讯音乐 (TME): 音乐“内容+社交”绝对领先, 长音频带来延展空间 2021-02-01

联系人: 周喆 010-59136890
zhouzhe@gf.com.cn

注：本文的货币单位如无特别注明，单位均为人民币，汇率采用美元:人民币为6.5378:1

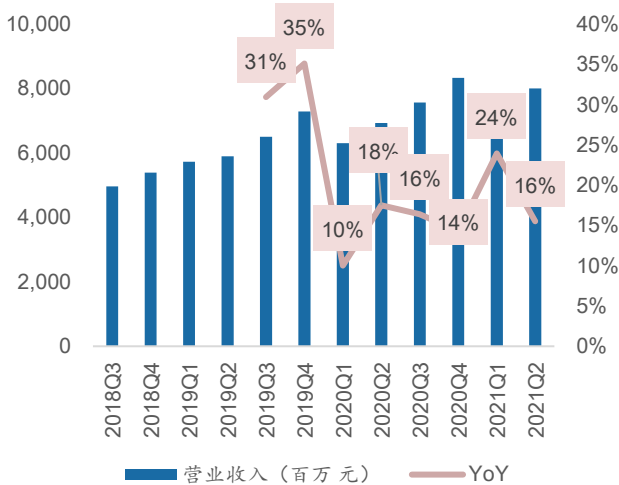
腾讯音乐发布2021Q2季报：公司21Q2实现营收80.08亿元，同比增16%，环比增2%，低于市场一致预期1%；经调整归母净利润为11.17亿元，同比降3%/环比降5%，毛利率为30.4%，同比降低0.9pct，环比下降1.1pct，净利率为13.9%，环比下降1.2pct，同比下降2.7pct。

现金及现金等价物：截至2021年6月30日，公司拥有现金，现金等价物，限制性现金和短期投资共计人民币257.5亿元。

一、2021Q2 收入增长 16%，音乐业务占比继续提升

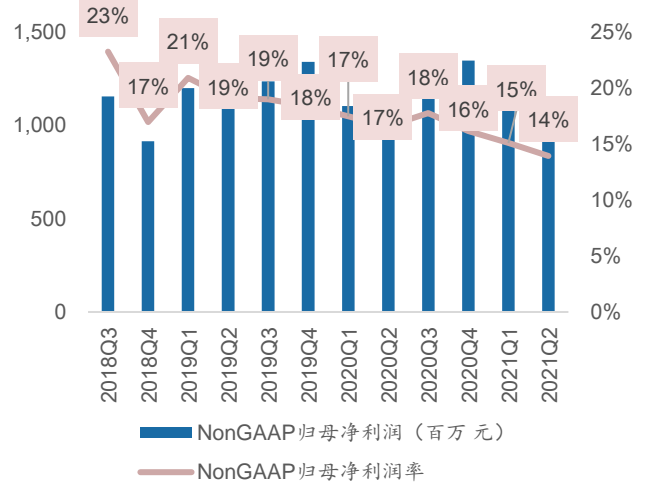
21Q2总收入80.08亿元，同比增长16%，环比增长2%，略低于市场一致预期（80.92亿元）。调整后归母净利润为11.17亿元，同比降低3%，环比下降5%，略高于市场一致预期（10.87亿元），调整后归母净利率13.9%。毛利率为30.4%，高于市场一致预期0.4pct。

图1：腾讯音乐营业收入情况推移18Q3-21Q2



数据来源：腾讯音乐财报，广发证券发展研究中心

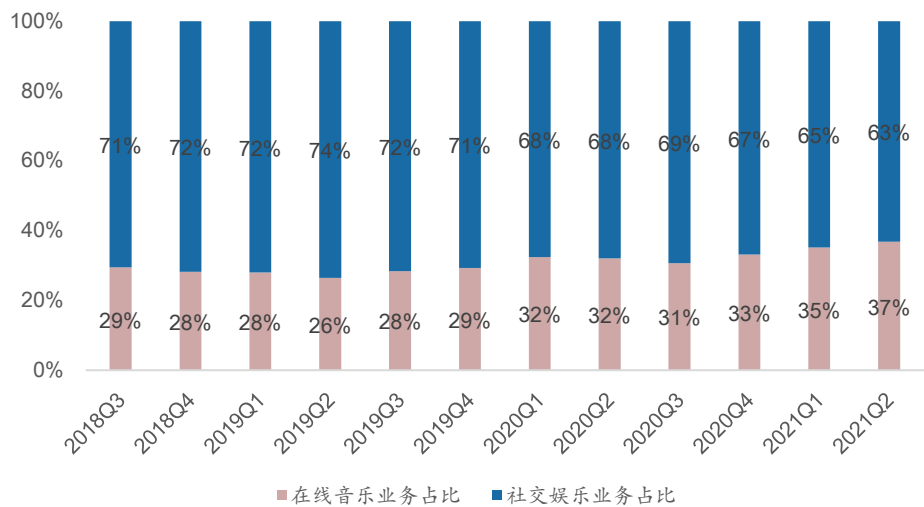
图2：腾讯音乐净利润及净利率情况推移18Q3-21Q2



数据来源：腾讯音乐财报，广发证券发展研究中心

收入结构来看，在线音乐占比持续提升，2021Q2音乐业务占收入比达37%，同比提高5pct，环比增长2pct，社交娱乐业务占比下降，2021Q2占比63%。

图3: 腾讯音乐营收各项构成推移18Q3-21Q2

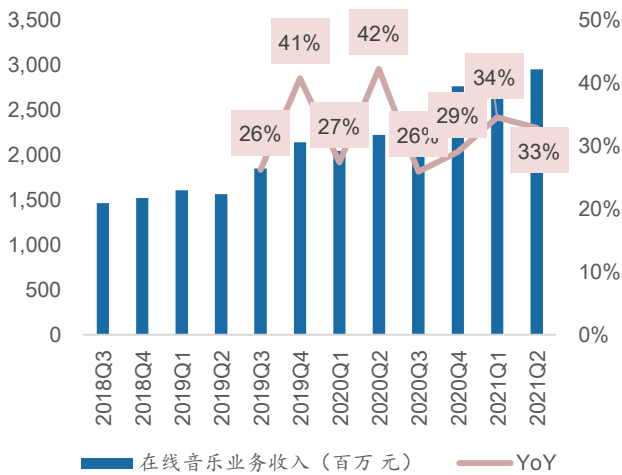


数据来源: 腾讯音乐财报, 广发证券发展研究中心

二、会员付费率提升至 10.6%，广告业务强势驱动

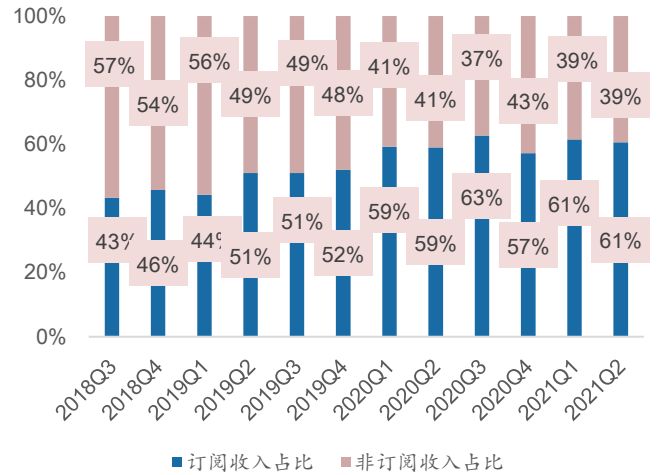
在线音乐业务收入在2Q21达到29.50亿元, 同比增长33%, 环比提升7%。(1) 订阅业务收入17.87亿元, 同比增长36%, 环比增长6%, (2) 非订阅业务收入11.63亿元, 同比增长28%, 环比增长10%。在线音乐收入结构来看, 21Q2订阅收入占比为61%, 同比提升2pct, 环比持平, 非订阅业务收入占比为39%。

图4: 在线音乐收入及增速18Q3-21Q2



数据来源: 腾讯音乐财报, 广发证券发展研究中心

图5: 在线音乐业务收入结构18Q3-21Q2

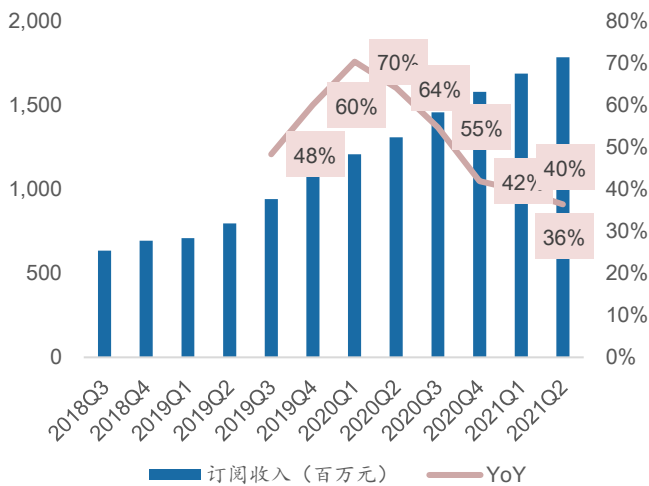


数据来源: 腾讯音乐财报, 广发证券发展研究中心

21Q2会员达到6620万, 付费率提升至10.6%。随着付费墙体系的演进和巩固, 会员数达到6620万, 环比净增530万, 为2016年以来最大幅度的单季净增长, 付费率达10.6%, 同比/环比大幅提升3.4pct/0.7pct。月均ARPU为9.0元, 同比下降3%、环比下降4%, ARPU下降一定程度受促销拉新影响, TME正加强和腾讯视频会员体系的联动, 会员数高速增长期, ARPU水平或持续有波动。

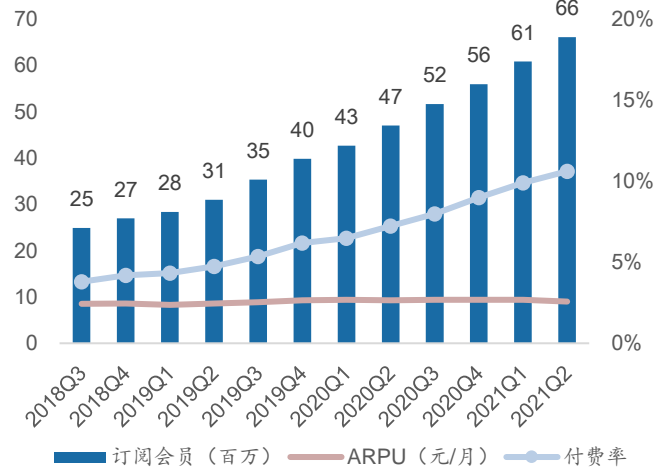
非订阅业务收入同比提升28%，主要来自广告增长持续强劲我们预计2021Q2广告收入占非订阅业务收入比例已达到~50%。非订阅业务收入包括广告、数字专辑销售和版权转授三块，广告业务的强劲增长主要得益于广告产品形式多样化，但仍略低于公司预期，主要原因为闪屏广告是公司广告主要库存位，但5月开始，闪屏广告监管趋严，一定程度影响了广告增势。

图6: 音乐订阅业务收入及增速18Q3-21Q2



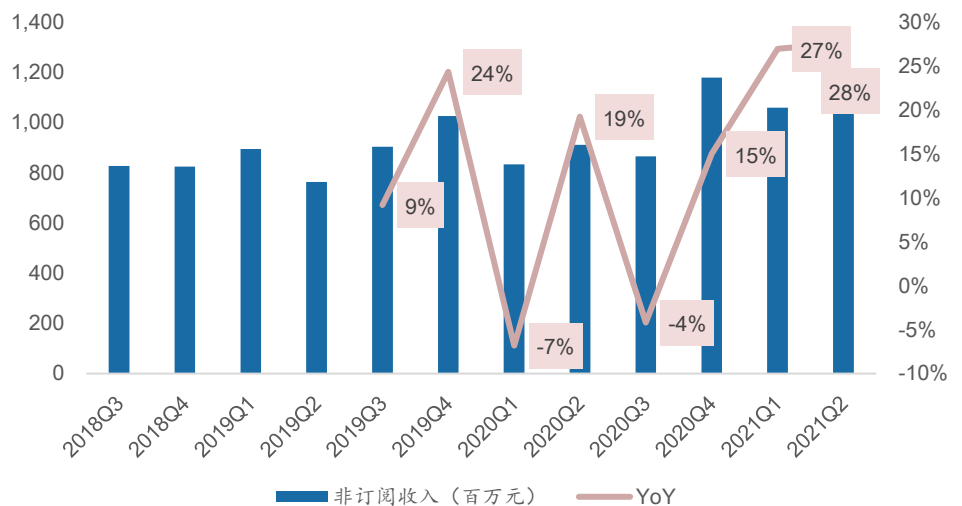
数据来源: 腾讯音乐财报, 广发证券发展研究中心

图7: 会员数和ARPU (左轴) 和付费率 (右轴) 推演18Q3-21Q2



数据来源: 腾讯音乐财报, 广发证券发展研究中心

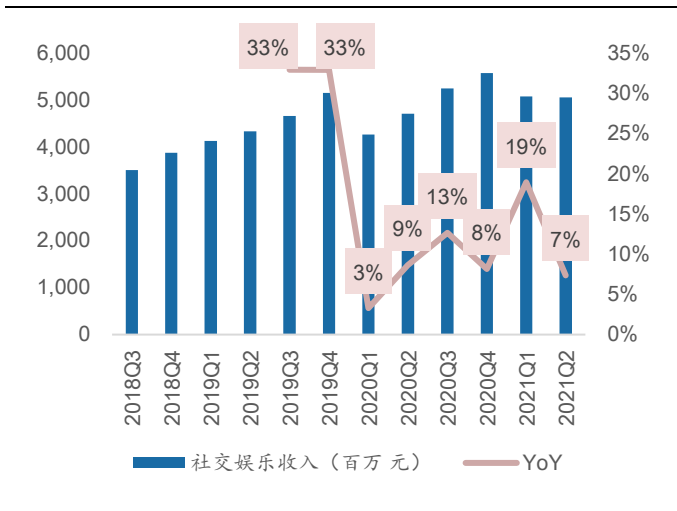
图8: 非订阅收入及增速18Q3-21Q2



数据来源: 腾讯音乐财报, 广发证券发展研究中心

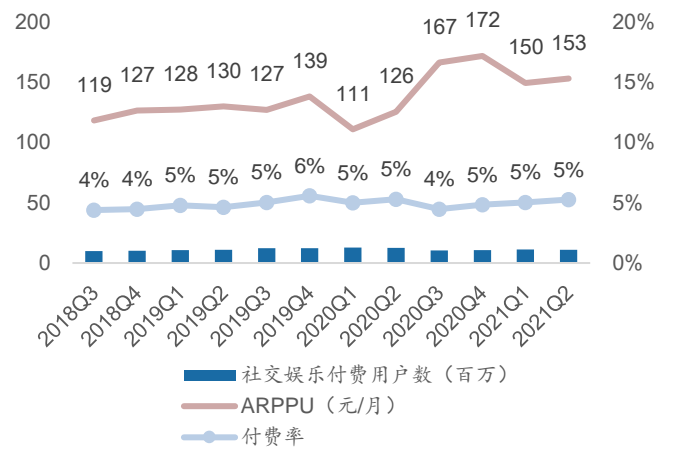
21Q2公司社交娱乐50.58亿元, 同比增长7%, 环比基本持平。21Q2社交娱乐付费用户为1100万, 付费率为5%, 环比减少30万付费用户; 月均ARPPU为153元, 同比大幅提升22%, 环比提升2%。21Q2以来, 公司加强产品协同和组织架构调整。全民K歌短期调整产品面临一定的增长压力, 但QQ音乐直播对直播收入的贡献在提升。

图9: 社交娱乐收入及增速18Q1-21Q2



数据来源: 腾讯音乐财报, 广发证券发展研究中心

图10: 社交娱乐付费用户数 (百万-左轴) 和月ARPPU (元-左轴) 和付费率 (%-右轴) 推演18Q3-21Q2

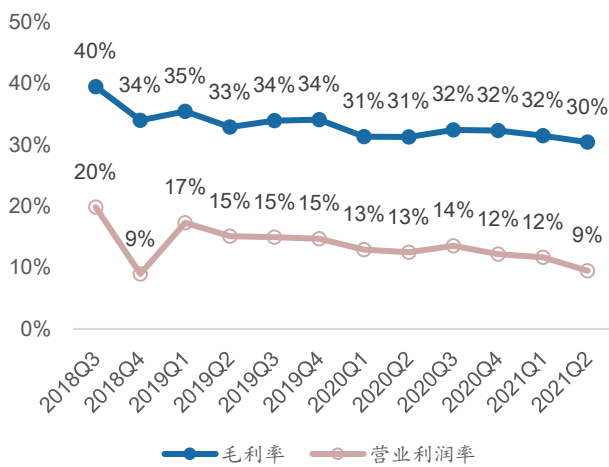


数据来源: 腾讯音乐财报, 广发证券发展研究中心

三、2021Q2 毛利率 30.4%，同比基本持平

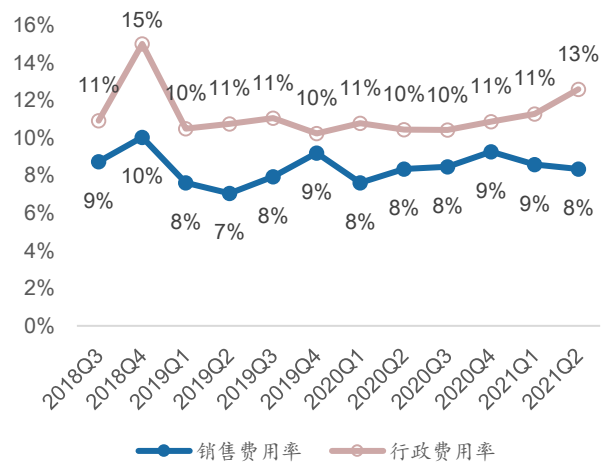
21Q2公司毛利率为30.4%，同比下滑0.9pct，环比下降1.1pct，毛利环比下滑主要因订阅收入保持~40%的高增长，全民K歌及音乐直播增长放缓，致高毛利的社交娱乐业务收入占比明显下滑，此外全民K歌提升了分拆比例也影响了毛利率。长期来看，随着独家音乐版权合作解除，版权采购成本下降，音乐业务毛利应有所提升。2Q21运营利润率为9%，同比/环比下降4pct/1.6pct。销售费用率为8%，行政费用率为13%。2021年公司在广告研发和新产品（长音频、QQ音乐直播）等方面的推广费用都会比去年略激进，运营费用率同比小幅扩张。

图11: 腾讯音乐毛利率和营业利润率推移



数据来源: 腾讯音乐财报, 广发证券发展研究中心

图12: 腾讯音乐销售费用率和行政费用率推移



数据来源: 腾讯音乐财报, 广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

由于短期监管对闪屏广告、直播造成增长压力，我们调整2021-2023年收入预测，预计整体收入增速为10%、8%和10%，达到321亿元、348亿元和383亿元。在线音乐业务收入预计在2021-2023年达到120亿元、146亿元和175亿元，同比增长29%、21%和20%。订阅会员数预计在2021-2023年末分别达到7520万、9350万和1.15亿，付费率对应为12%、14%和17%。社交娱乐业务收入预计为201亿元、202亿元和209亿元，同比增长1%、0%和3%。

收入结构来看，短期直播增长压力提升，更低毛利的在线业务收入占比在逐步提升，我们预计2021年-2023年毛利率为29.8%、29.9%和31.5%，呈现短期下滑但中长期复苏的趋势。公司2021年运营费用率预计同比有一定幅度的提升，针对广告产品的研发费投入，技术和内容中台产品的投入，以及对新业务的推广，预计2021-2023年经调整归母净利润率分别为12.5%、12.7%和14.0%，经调整归母净利润为40.3亿元、44.2亿元和53.7亿元人民币，同比增速为-19%、10%和22%。

表 1: 可比公司估值

公司名称	货币单位	当前股价 (美元)	公司当前 市值(百 万美元)	2021E 营 收(百万 美元)	2021E 净利润 (百万美元)	2021E PS	2021E PE	21Q1 会 员数(百 万)	单会员价值 (P/Subscriber) (美元)
音频流媒体									
Spotify	美元	205	39,243	11,381	-198	3.4	n/a	165	238
Sirius XM	美元	6.17	24,991	8,407	1064	3.0	23	44	573
加权平均值						3.2			368
社交娱乐									
欢聚时代	美元	45.28	3550	409	-7	1.2			
陌陌	美元	11.19	2307	2,266	345	1.0	7		
虎牙	美元	9.55	2264	1,822	83	1.2	27		

数据来源：一致预期取自彭博，股价数据取自 2021 年 8 月 19 日收盘价，广发研究发展中心

表 2: 腾讯音乐分部估值法

SOTP	合理价值(百万美 元)	合理价格 /ADS(美 元)	估值依据
在线音乐业务	17,898	10.57	音乐业务按 2021 年底 7520 万会员数，每会员合理估值为 238 美元(参考 Spotify 每会员估值)
社交娱乐业务	5,318	3.14	社交娱乐运营利润率预计为 28%，对应 2021 年 7 倍市盈率计算合理价值，市盈率参考可比直播公司市盈率倍数
现金储备	2,044	1.21	
总计	25,259	14.92	

数据来源：Bloomberg，广发研究发展中心

我们按照分部估值法计算公司合理价值，（1）在线音乐业务按每付费会员数进行合理价值计算，每会员价值238美元，对应2021年末预计达到7520万会员数，在线音乐业务的合理估值为179亿美元，对应10.57美元/ADS；（2）社交娱乐业务按7倍市盈率计算合理价值，对应2021年社交娱乐业务利润额为56亿元（运营利润率预计为28%），则合理的估值为对应合理价值为53亿美元，对应3.14美元/ADS，

（3）预计2021年末现金储备为133.6亿元人民币，对应合理价值为20.4亿美元，折合1.21美元/ADS，综上，我们对腾讯音乐的合理价值计算为252亿美元，对应为14.92美元/ADS，维持“买入”评级。

表 3: 腾讯音乐 21Q2 业绩与市场一致预期比较

单位百万元	2Q20A	1Q21A	2Q21A	QoQ	YoY	2Q21		2Q21	
						一致 预期	实际 VS 一致 预期	广发 预测	实际 VS 广发预测
收入	6,932	7,824	8,008	2%	16%	8,092	-1%	8,021	-0.2%
在线音乐业务	2,221	2,749	2,950	7%	33%			2,964	-0.5%
订阅收入	1,310	1,690	1,787	6%	36%			1,829	-2.3%
付费会员数 (百万)	47.1	60.9	66.2	9%	41%			64.9	2.0%
ARPPU (元)	9	9.4	9.0	-4%	-3%			9.4	-4.2%
非订阅收入	911	1,059	1,163	10%	28%			1,135	2.4%
社交娱乐收入	4,711	5,075	5,058	0%	7%			5,057	0.0%
长音频对 MAU 渗透率	9%	20%	19%	-7%	99%			21%	-11.1%
长音频 MAU (百万)	61	123	116	-5%	90%			129	-10.0%
主营业务成本	4762	5358	5571	4%	17%			5,563	0.1%
毛利率 (%)	31.3%	31.5%	30.4%	-1.1%	-0.9%	30.1%	0.4%	30.6%	-0.2%
运营利润率 (%)	12.5%	11.6%	9.5%	-2.2%	-3.0%			10%	-0.2%
归母净利润	939	926	827	-11%	-12%			829	-0.3%
调整后归母净利润	1,151	1,182	1,117	-5%	-3%	1,087	3%	1,104	1.2%
调整后归母净利润率 (%)	16.6%	15.1%	13.9%	-1.2%	-2.7%	13.4%	0.5%	13.8%	0.2%
21Q3 consensus	8,707								

数据来源：腾讯音乐财报，广发证券发展研究中心

六、风险提示

新兴娱乐形式对用户和时长造成分流，会员业务天花板低于预期的风险、独家版权丧失致用户增长受阻的风险。

资产负债表		单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	26,914	31,687	16,526	15,857	19,086	
现金及现金等价物	15,426	11,128	11,550	11,264	12,821	
有价证券	6	0	0	0	0	
应收账款及票据	2,198	2,800	2,076	1,284	2,421	
其他流动资产	9,284	17,759	2,899	3,310	3,844	
非流动资产	25,764	36,586	31,583	31,997	32,447	
物业、厂房及设备	179	176	189	191	191	
其他有形资产	489	2,255	490	491	492	
无形资产	1,622	2,020	2,002	2,254	2,499	
其他长期资产	23,474	32,135	28,901	29,062	29,265	
资产总计	52,678	68,273	48,108	47,854	51,533	
流动负债	8,490	9,602	9,780	9,781	12,302	
应付账款	2,559	3,565	3,221	2,783	3,686	
其他短期负债	5,931	6,037	6,559	6,999	8,615	
非流动负债	510	5,940	623	726	839	
递延所得税负债	297	265	226	276	352	
其他非流动负债	213	5,675	397	451	487	
负债合计	9,000	15,542	10,403	10,508	13,141	
股本	2	2	2	2	2	
储备及其他资本项目	43,588	52,243	37,798	37,341	38,385	
股东权益	43,590	52,245	37,800	37,343	38,387	
非控股权益	88	486	-96	4	4	
总权益	43,678	52,731	37,705	37,346	38,392	
负债和权益合计	52,678	68,273	48,108	47,854	51,533	

现金流量表		单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	6,200	4,885	5,371	5,325	6,962	
净利润	4,540	4,632	3,331	3,576	4,569	
折旧摊销	583	824	639	938	1,162	
营运资金变动	982	-497	1,007	383	849	
其它	95	-74	394	427	381	
投资活动现金流	-8,102	-14,206	-4,949	-5,610	-5,403	
资本支出	-95	-108	-108	-108	-108	
投资活动	36	6	0	0	0	
其他	-8,043	-14,104	-4,841	-5,502	-5,295	
筹资活动现金流	-31	5,292	0	0	0	
债券融资	0	5,400	0	0	0	
股权融资	0	-78	0	0	0	
其他	-31	-30	0	0	0	
现金净增加额	-1,933	-4,029	423	-285	1,559	
期初现金余额	17,356	15,426	11,128	11,550	11,264	
汇兑收益/损失	3	-269	-1	-1	-1	
期末现金余额	15,426	11,128	11,550	11,264	12,821	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
成长能力(%)					
营业收入增长	34%	15%	10%	8%	10%
营业利润增长	127%	2%	-26%	5%	27%
归属母公司净利润增长	117%	6%	-26%	0%	28%
获利能力(%)					
毛利率	34%	32%	34%	32%	30%
净利率	16%	14%	10%	9%	10%
ROE	9%	8%	8%	8%	10%
偿债能力					
资产负债率(%)	17%	23%	22%	22%	26%
流动比率	51%	46%	34%	33%	37%
速动比率	51%	46%	34%	33%	37%
营运能力					
总资产周转率	52%	48%	55%	72%	77%
应收账款周转率	1382%	1167%	1317%	2068%	2069%
存货周转率	-	-	-	-	-
每股指标(元)					
每股收益	1.2	1.3	0.8	0.9	1.2
每股经营现金流	1.9	1.5	1.6	1.6	2.1
每股净资产	13.0	15.5	11.2	11.0	11.3
估值比率					
P/S	3.25	2.83	2.57	2.38	2.15
P/E	17	17	20	19	15
EV/EBITDA	2	2	3	3	2

利润表		单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	25,434	29,153	32,122	34,751	38,328	
营业成本	16,761	19,851	22,538	24,350	26,236	
营业税金及附加	0	0	0	0	1	
销售费用	2,041	2,475	2,818	2,977	3,284	
管理费用	2,703	3,101	4,204	4,587	5,059	
利息收入	615	622	577	640	720	
其他(亏损)/收益净额	78	362	351	200	200	
向音乐唱片合作方发行	0	0	0	0	0	
营业利润	4,622	4,710	3,490	3,676	4,668	
营业外收入/支出	-82	-78	-159	-100	-100	
利润总额	4,540	4,632	3,331	3,576	4,568	
所得税	563	456	377	459	587	
GAAP 净利润	3,977	4,176	2,955	3,117	3,981	
少数股东损益	-5	21	153	-2	-2	
GAAP 归母净利润	3,972	4,197	3,107	3,115	3,979	
Non-GAAP 归母净利润	4,908	4,950	4,029	4,419	5,370	
Non-GAAP PADS (元)	2.9	2.9	2.4	2.6	3.2	

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 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。