

# 光线传媒 (300251.SZ)

## 低成本真人电影票房突出，动画电影有序推进

### 核心观点：

- 业绩概况：**21H1 公司营收 7.55 亿元，同比增长 191.4%，2019 年同期收入 11.71 亿元。单季度看，21Q1、Q2 公司营收分别录得 2.4 亿、5.15 亿元。21H1 公司归母净利润 4.85 亿元，2019、2020 年同期分别为 1.05 亿、0.21 亿元。21H1 公司扣非归母净利润 4.57 亿元（2019、2020 年同期 0.69 亿、-0.13 亿元）。
- 分电影、电视剧、经纪与其他业务看：**（1）电影及衍生品业务：21H1 收入 6.57 亿元，2019、2020 年同期分别收入 9.24 亿、0.92 亿元。上半年公司参与投资、发行（包括联合出品、联合发行）并计入本报告期票房的影片总票房 16.97 亿元。21H1 公司主投主控发行的影片《你的婚礼》于 4 月 30 日上映，不含服务费票房录得 7.12 亿元，为公司贡献主要利润。《你的婚礼》以低成本投入获得高票房，证明公司在类似中低成本高回报类型影片上具有的成熟经验和驾驭优势。动漫业务方面，市场关注度较高的部分动画电影仍在筹备与制作过程中，包括《深海》、《冲出地球》、《大鱼海棠 2》等。（2）电视剧业务与经纪业务：21H1 公司电视剧业务收入 5807.5 万元，2019、2020 年同期分别收入 2.2 亿、1.53 亿元。21H1 公司多部剧集进入实质推进阶段，但尚未确认收入。21H1 公司经纪业务及其他收入 3982.8 万元，2019、2020 年同期分别收入 2648.5 万、1441.3 万元。公司部分艺人的个人价值不断提升，为公司带来更多影视业务、商务合作等变现机会。
- 投资建议：**2021 年下半年，公司主投的中低成本真人电影仍有看点；长期看，光线动画 IP 打造能力持续提升，后续即将上映的动画电影大作《深海》等值得期待。长期坚定看好公司在动画电影赛道的优势地位以及真人电影领域“制作+发行”的产业资源整合能力。由于部分动画影片制作周期较长，调整 21~23 年归母净利润至 9.1/12.1/14.7 亿元，给予 21 年 40xPE 的合理价值 12.41 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：**单片票房不达预期；动画 IP 孵化失败风险。

### 盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,829	1,159	2,306	2,885	3,440
增长率(%)	89.7%	-59.0%	99.0%	25.1%	19.2%
EBITDA(百万元)	1,092	486	767	1,137	1,406
归母净利润(百万元)	948	291	910	1,206	1,468
增长率(%)	-31.0%	-69.3%	212.7%	32.5%	21.8%
EPS（元/股）	0.32	0.10	0.31	0.41	0.50
市盈率（P/E）	36.53	121.66	30.72	23.18	19.04
ROE（%）	10.6%	3.2%	9.0%	10.7%	11.5%
EV/EBITDA	30.03	68.87	33.26	21.66	16.70

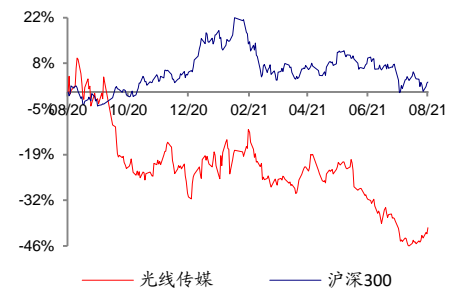
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

当前价格	9.53 元
合理价值	12.41 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-26

### 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：

- 光线传媒 (300251.SZ) : 动画 IP 授权开发加速，《你的婚礼》预售领跑 2021-04-25
- 光线传媒 (300251.SZ) : 单季度环比扭亏，《姜子牙》有望增厚 Q4 业绩 2020-10-28

### 联系人：

朱国源 021-38003663

zhuguoyuan@gf.com.cn

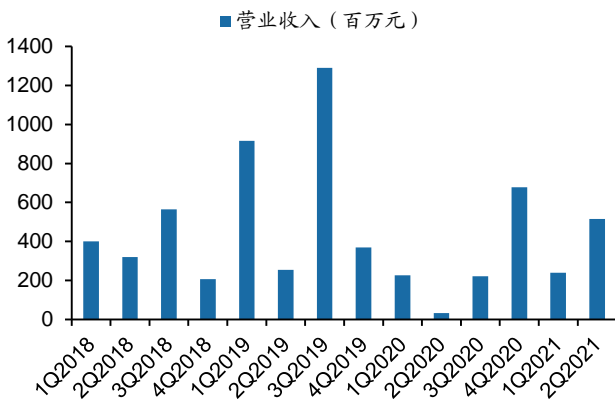
**业绩概况：** 21H1公司营收7.55亿元，同比增长191.4%，2019年同期收入11.71亿元。单季度看，21Q1、Q2公司营收分别录得2.4亿、5.15亿元。21H1公司归母净利润4.85亿元，2019、2020年同期分别为1.05亿、0.21亿元。21H1公司非经常性损益2732.2万元，扣除非经常性损益后，21H1公司扣非归母净利润4.57亿元（2019、2020年同期0.69亿、-0.13亿元）。

**电影及衍生品业务：** 21H1收入6.57亿元，2019、2020年同期分别收入9.24亿、0.92亿元。上半年公司参与投资、发行（包括联合出品、联合发行）并计入本报告期票房的影片总票房16.97亿元，包括于2021年上映的影片票房16.75亿元，以及于2020年上映并有部分票房计入本报告期的影片票房0.22亿元。

21H1公司主投主控发行的影片《你的婚礼》于4月30日上映，不含服务费票房录得7.12亿元，为公司贡献主要利润。《你的婚礼》以低成本投入获得高票房，证明公司在类似中低成本高回报类型影片上具有的成熟经验和驾驭优势。另外，公司上半年参投（非主投）与发行影片还包括《人潮汹涌》（不含服务费票房6.92亿）、《明天会好的》（不含服务费票房2765万元）、《阳光姐妹淘》（不含服务费票房8637万元）等。

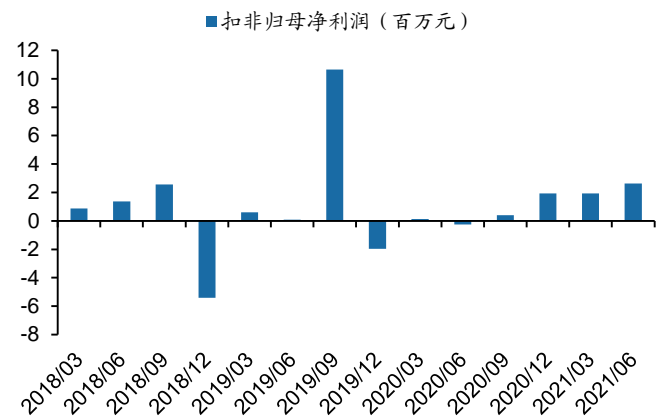
往后看，真人电影方面，《十年一品温如言》、《一年之痒》这两部中低成本电影已分别定档10月1日、12月31日，《狙击手》、《五个扑水的少年》、《坚如磐石》等影片有望年内上映。动漫业务方面，市场关注度较高的部分动画电影仍在筹备与制作过程中，包括《深海》、《冲出地球》、《大鱼海棠2》等。

图1：光线传媒单季度营业收入（百万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：光线传媒单季度扣非归母净利润（百万元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表1：光线传媒预计上映电影项目

序号	电影名称（暂定）	（预计）上映时间	合作方式	进度	主要演职人员
1	十年一品温如言	2021年10月1日	主投+发行	制作中	导演：赵非
2	一年之痒	2021年12月31日	主投+发行	制作中	导演：黎志
3	狙击手	待定	主投+发行	制作中	导演：张艺谋
4	冲出地球	待定	主投+发行	制作完成	导演：胡一泊
5	五个扑水的少年	待定	主投+发行	制作完成	导演：宋灏霖
6	坚如磐石	待定	主投+发行	制作完成	导演：张艺谋
7	墨多多谜境冒险	待定	主投+发行	制作完成	导演：王竞、主演：秦昊

8	会飞的蚂蚁	待定	主投+发行	制作中	主演: 章宇
9	深海	待定	主投+发行	制作中	导演: 田晓鹏
10	误杀 2	待定	参投+发行	制作中	监制: 陈思诚

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**电视剧业务与经纪业务:** 21H1公司电视剧业务收入5807.5万元, 2019、2020年同期分别收入2.2亿、1.53亿元。21H1公司多部剧集进入实质推进阶段, 其中《山河枕》、《春日宴》、《拂玉鞍》、《大理寺日志》等剧集已与视频平台达成合作。但由于以上剧集还未确认收入, 21H1电视剧业务收入与利润明显下降。21H1公司经纪业务及其他收入3982.8万元, 2019、2020年同期分别收入2648.5万、1441.3万元。公司部分艺人的个人价值不断提升, 为公司带来更多影视业务、商务合作等变现机会, 21H1公司经纪业务收入与利润大幅增长。

**表2: 光线传媒预计制作、播出电视剧/网剧(含网络电影)项目**

电视剧/网剧(含网络电影)名称	主要演职人员
山河月明(原名江山纪)	导演: 高希希
对的时间对的人	导演: 周晓鹏
春日宴	待定
大理寺日志	待定
田螺有妇男	待定
拂玉鞍(原名剩斗士郡主)	待定
君生我已老	待定
候鸟	待定
所有的乡愁都是因为馋(原名乡愁)	待定
她的小梨涡	待定
男神, 你走开	待定
山河枕	待定
枕边有你	待定
殃神	待定
我的约会清单	待定

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**毛利率及费用率:** 21H1公司毛利3.81亿元, 毛利率50.43%, 高于2019、2020年同期2.02%、33.01%, 主要受公司主投主控的低成本高票房电影《你的婚礼》推动。费用率方面, 21H1公司销售费用率0.44%, 19H1、20H1分别为0.08%、0.36%; 21H1公司管理费用率4.59%, 19H1、20H1分别为3.06%、13.31%; 21H1公司研发费用率1.19%, 19H1、20H1分别为0.43%、3.28%。公司管理与研发费用率较2020年明显下行, 但仍高于疫情前水平。

**盈利预测和投资建议:** (1)真人电影方面, 21H1确认了《你的婚礼》、《人潮汹涌》等电影票房收入及部分电影的新媒体版权收入。公司后续项目储备丰富, 下半年已确定上映及有望上映的电影包括《十年一品温如言》、《一年之痒》、《狙击手》、《五个扑水的少年》、《坚如磐石》等, 另外更多电影项目也按经营计划有序推进。

(2)动画电影方面, 公司有序推进拟上映或制作中的各个动画电影的筹备、制作、

完善等工作，不断巩固在动画电影赛道的先发优势，但疫情仍对动画电影上映节奏造成干扰。目前《冲出地球》已完成制作，《深海》、《茶啊二中》、《大鱼海棠2》、《哪吒2》等动画电影的制作与策划工作都在有条不紊的推进。公司旗下“一本漫画”着重于协助开发“神话宇宙”体系作品，进一步对中国神话故事做梳理，推进一本漫画IP影视化，与其他厂牌协作搭建神话宇宙世界观，合作开发悬疑、科幻、现实主义题材的影视作品。

长期来看，随着动画内容体系逐渐成熟，5年后主投主控动画电影数量有望达到8部/年，3部头部影片（15~20亿票房），2部腰部影片（5~8亿票房），3部长尾影片（1亿票房）。授权/内容收入的比值达到20%，衍生品/内容收入的比值达到15%，预计为公司的利润贡献12~15亿元。

（3）电视剧方面，多部剧集已进入实质推进阶段，包括《山河枕》《春日宴》《拂玉鞍》《大理寺日志》等；此外，《所有的乡愁都是因为馋》、《枕边有你》等项目在前期策划、开发中。

**投资建议：**年内公司看点在于真人电影，随着储备产品将陆续上线，业绩有望继续释放。长期来看，我们坚定看好公司在动画电影赛道的绝对优势地位以及真人电影领域“制作+发行”一体化的产业链综合能力，动画业务已成为公司长期增长点和估值基石。彩条屋生态体系中，包括十月文化、彼岸天、可可豆、中传合道等多家动画工作室已成功打造出了知名IP作品，已初步形成产品梯队，长期有望充分受益于国产动画电影的内容红利。2022年开始公司有望迎来动画内容大年，前期储备项目《深海》、《星游记冲出地球》、《茶啊二中》、《西游记之大圣闹天宫》、《大鱼海棠2》、《八仙过大海》、《大理寺日志》、《敖丙传》等多部作品有望上线。预计2021~2023年公司的归母净利润分别为9.1亿元、12.1亿元和14.7亿元。参考2021年国内可比影视公司的估值情况，并综合考虑动画电影细分赛道的长期成长性和彩条屋生态的护城河，我们给予2021年40x的PE估值算得每股合理价值为12.41元/股。

表 3：光线传媒分业务营业收入和盈利预测（百万元）

营业收入(百万元)	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
电影及衍生品	1238.17	1077.38	2531.71	941.20	2058.68	2609.23	3131.07
电影及衍生品 YOY	0.32%	-12.99%	134.99%	-62.82%	118.73%	26.74%	20.00%
电视剧	50.51	382.01	237.92	154.11	168.00	192.00	220.80
电视剧 YOY	-62.58%	656.36%	-37.72%	-35.23%	9.02%	14.29%	15.00%
其他	554.78	32.14	59.81	63.77	79.66	83.64	87.82
其他 YOY	53.21%	-94.21%	125.84%	6.61%	24.92%	5.00%	5.00%
营业总收入	1843.45	1491.53	2829.45	1159.07	2306.33	2884.86	3439.69
YOY	6.48%	-19.09%	89.70%	-59.04%	98.98%	25.08%	19.23%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 4：可比公司估值表（注：统计日期为 2021 年 8 月 25 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
603103.SH	横店影视	83.78	0.71	0.49	-0.76	0.56	0.70	18.6	27.1	—	23.6	18.9
002739.SZ	万达电影	314.09	0.58	-2.12	-2.99	0.69	0.87	24.3	—	—	20.4	16.2

600977.SH	中国电影	220.87	0.80	0.57	-0.30	0.54	0.63	14.8	20.8	—	22.0	18.8
601595.SH	上海电影	45.58	0.52	0.31	-0.96	0.22	0.25	19.4	33.2	—	45.6	40.0
01896.HK	猫眼娱乐	94.75	-0.12	0.41	-0.57	0.58	0.77	—	20.4	—	14.3	13.0

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

#### 风险提示:

(1) 单片票房不达预期。或受国内消费群体的观影偏好变动, 以及电影内容竞争激烈的影响, 单片票房或低于预期。

(2) 动画电影项目流产或票房不及预期的风险。动画电影制作周期相对较长, 部分项目在制作过程中可能因为资金不足、团队震荡、政策审核等各种因素导致未能成功上映, 在公司层面或将产生存货跌价风险。即使最终成功上映, 也可能因为动画电影票房表现不及预期出现亏损。

(3) 动漫IP孵化失败的风险。一个成功的动漫IP, 从创意、塑造, 运营发展, 到沉淀、收获需要一个较长周期, 而期间有各种风险会导致项目未达预期。动漫IP的创作与开发需要大量资本投入和较高的持续创作能力, 存在较大的开发培育风险。

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	<b>4,802</b>	<b>3,939</b>	<b>4,216</b>	<b>5,338</b>	<b>6,767</b>	
货币资金	2,512	1,925	2,451	3,335	4,474	
应收及预付	531	712	606	730	863	
存货	1,164	939	681	755	874	
其他流动资产	595	363	478	518	556	
<b>非流动资产</b>	<b>6,187</b>	<b>5,886</b>	<b>6,946</b>	<b>7,143</b>	<b>7,342</b>	
长期股权投资	5,073	4,862	5,062	5,262	5,462	
固定资产	33	28	15	12	11	
在建工程	0	0	0	0	0	
无形资产	2	2	2	2	2	
其他长期资产	1,079	993	1,866	1,866	1,866	
<b>资产总计</b>	<b>10,989</b>	<b>9,825</b>	<b>11,162</b>	<b>12,481</b>	<b>14,109</b>	
<b>流动负债</b>	<b>1,956</b>	<b>685</b>	<b>945</b>	<b>1,070</b>	<b>1,244</b>	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	1,018	373	208	231	267	
其他流动负债	937	312	737	839	977	
<b>非流动负债</b>	<b>55</b>	<b>92</b>	<b>92</b>	<b>92</b>	<b>92</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	55	92	92	92	92	
<b>负债合计</b>	<b>2,011</b>	<b>777</b>	<b>1,037</b>	<b>1,162</b>	<b>1,337</b>	
股本	2,934	2,934	2,934	2,934	2,934	
资本公积	2,004	1,988	1,988	1,988	1,988	
留存收益	4,160	4,262	5,172	6,378	7,846	
归属母公司股东权益	8,935	9,008	10,094	11,300	12,768	
少数股东权益	44	41	31	19	4	
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,989</b>	<b>9,825</b>	<b>11,162</b>	<b>12,481</b>	<b>14,109</b>	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	<b>2,829</b>	<b>1,159</b>	<b>2,306</b>	<b>2,885</b>	<b>3,440</b>	
营业成本	1,563	544	1,381	1,532	1,773	
营业税金及附加	2	2	3	4	5	
销售费用	2	3	2	29	34	
管理费用	169	119	138	173	206	
研发费用	14	18	28	23	28	
财务费用	29	2	-30	-40	-54	
资产减值损失	290	43	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	407	-40	266	231	252	
<b>营业利润</b>	<b>1,112</b>	<b>317</b>	<b>1,060</b>	<b>1,404</b>	<b>1,710</b>	
营业外收支	1	6	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>1,113</b>	<b>323</b>	<b>1,060</b>	<b>1,404</b>	<b>1,710</b>	
所得税	166	35	159	211	257	
<b>净利润</b>	<b>947</b>	<b>288</b>	<b>901</b>	<b>1,194</b>	<b>1,454</b>	
少数股东损益	-1	-3	-9	-12	-15	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>948</b>	<b>291</b>	<b>910</b>	<b>1,206</b>	<b>1,468</b>	
EBITDA	1,092	486	767	1,137	1,406	
EPS (元)	0.32	0.10	0.31	0.41	0.50	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,619</b>	<b>-14</b>	<b>1,157</b>	<b>863</b>	<b>1,099</b>	
净利润	947	288	901	1,194	1,454	
折旧摊销	13	12	13	13	13	
营运资金变动	637	-516	509	-113	-115	
其它	23	201	-266	-231	-252	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-459</b>	<b>288</b>	<b>-807</b>	<b>21</b>	<b>40</b>	
资本支出	-5	-1	0	-10	-12	
投资变动	-533	306	-1,073	-200	-200	
其他	79	-17	266	231	252	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-518</b>	<b>-859</b>	<b>176</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
银行借款	-338	-678	0	0	0	
股权融资	24	0	0	0	0	
其他	-204	-181	176	0	0	
<b>现金净增加额</b>	<b>642</b>	<b>-585</b>	<b>526</b>	<b>884</b>	<b>1,139</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>1,870</b>	<b>2,512</b>	<b>1,925</b>	<b>2,451</b>	<b>3,335</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>2,512</b>	<b>1,925</b>	<b>2,451</b>	<b>3,335</b>	<b>4,474</b>	

### 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	89.7%	-59.0%	99.0%	25.1%	19.2%
营业利润增长	-42.4%	-71.4%	233.9%	32.5%	21.8%
归母净利润增长	-31.0%	-69.3%	212.7%	32.5%	21.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	44.8%	53.0%	40.1%	46.9%	48.5%
净利率	33.5%	24.9%	39.1%	41.4%	42.3%
ROE	10.6%	3.2%	9.0%	10.7%	11.5%
ROIC	12.9%	6.0%	8.5%	12.1%	14.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.3%	7.9%	9.3%	9.3%	9.5%
净负债比率	6.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.46	5.75	4.46	4.99	5.44
速动比率	1.81	4.27	3.54	4.08	4.53
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.26	0.11	0.22	0.24	0.26
应收账款周转率	7.91	2.17	5.62	5.62	5.62
存货周转率	1.15	0.52	2.03	2.03	2.03
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.32	0.10	0.31	0.41	0.50
每股经营现金流	0.55	0.00	0.39	0.29	0.37
每股净资产	3.05	3.07	3.44	3.85	4.35
<b>估值比率</b>					
P/E	36.53	121.66	30.72	23.18	19.04
P/B	3.87	3.93	2.77	2.47	2.19
EV/EBITDA	30.03	68.87	33.26	21.66	16.70

## 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。