

大参林 (603233.SH)

公司发布 21 年中报，收入端同比增长 16%

公司评级
买入

当前价格

46.80 元

合理价值

55.3 元

报告日期

2021-09-07

核心观点:

- **2021 年中报发布，营业收入同比增长 16.05%。**公司 2021 年 H1 实现营业收入 80.55 亿元，同比增长 16.05%；实现归母净利润 6.46 亿元，同比增长 8.56%；实现扣非归母净利润 5.90 亿元，同比增长 1.65%；经营性现金流净额 7.37 亿元，同比增长 17.85%。Q2 单季度公司分别实现营收、归母净利润、扣非归母净利润 39.96 亿元/3.05 亿元/2.51 亿元，分别同比增长 11.67%/-2.98%/-18.90%。分品类来看，报告期内公司中西成药/中参药材/非药品营业收入分别同比增长 27.92%/25.97%/-24.85%，毛利率分别同比增长 1.97/1.46/1.67pct，公司综合毛利率同比提升 1.03pct 至 39.10%。
- **门店扩张加速，华南地区布局进一步加密。**截至 2021 年 6 月 30 日，公司共有直营门店 6426 家，加盟门店 552 家，共计 6978 家。报告期内新增直营门店 778 家（自建门店 589 家，并购 189 家）、新增加盟店 237 家。公司通过自建及加盟在华南地区持续加密布局，同时通过并购加速其他区域布局。阶段性加大门店扩张力度可能影响当期业绩增速，但可为后续业绩增长打下基础。门店专业化建设方面，截至报告期末，公司取得医保定点门店数达 5608 家（占直营门店 87.27%），院边店 655 家，DTP 药房 106 家，慢病门店 1171 家，报告期末公司共有执业药师及药师超过 1 万人，进一步完善处方外流承接能力。报告期内公司互联网+线上业务快速发展，已超过 5000 家门店覆盖 O2O 业务，线上收入同比增长 97.63%。远程审方、线上问诊等专业化能力持续提升。
- **盈利预测与投资建议：**预计 21-23 年业绩分别为 1.58 元/股、2.01 元/股、2.57 元/股，对应 PE 估值 29.63x/23.26x/18.18x。参照可比公司估值，给予公司 21 年 35 倍 PE 估值，对应合理价值 55.3 元/股，给予“买入”评级。

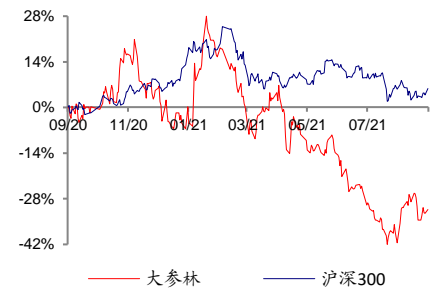
- **风险提示。**新店扩张低于预期；处方外流低于预期；集采降价高于预期。

盈利预测:

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	11,141	14,583	17,359	22,201	28,328
增长率 (%)	25.8%	30.9%	19.0%	27.9%	27.6%
EBITDA (百万元)	1,211	1,712	1,937	2,552	3,318
归母净利润 (百万元)	703	1,062	1,248	1,590	2,035
增长率 (%)	32.2%	51.2%	17.5%	27.4%	28.0%
EPS (元/股)	1.30	1.61	1.58	2.01	2.57
市盈率 (P/E)	40.12	48.58	29.63	23.26	18.18
ROE (%)	16.6%	19.7%	20.0%	20.3%	20.6%
EV/EBITDA	22.14	28.77	17.12	12.88	9.16

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现


分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

孙辰阳



SAC 执证号: S0260518010001



021-38003670



sunchenyang@gf.com.cn

请注意，孙辰阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

联系人:

李桢桐

liyatong@gf.com.cn

目录索引

一、H1 药店行业保持稳健增长，H2 有望逐季改善	4
二、盈利预测与投资建议	6
三、风险提示	7

图表索引

表 1: 连锁药房重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)	4
表 2: 连锁药房 2019 年以来仍保持快速扩张趋势 (单位: 家)	4
表 3: 大参林营收拆分 (单位: 百万元)	6
表 4: 大参林可比公司估值	7

一、H1 药店行业保持稳健增长，H2 有望逐季改善

2021年上半年药店板块保持稳健增长，大参林二季度受广州疫情影响，部分门店经营活动难以正常开展，导致收入及利润端增速环比Q1有所下降。各家药店H1收入端增速延续Q1趋势，主要系去年同期疫情品种占比较大，同时利润率较低所致。

表 1: 连锁药房重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)

	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)				预测 EPS (元/股)		
	2019	2020	2020H1	2021H1	2019	2020	2020H1	2021H1	2019	2020	2020H1	2021H1	2021	2022	2023
老百姓	23.15%	19.75%	20.84%	11.58%	16.94%	22.09%	24.39%	20.79%	14.86%	14.05%	20.16%	18.38%	1.88	2.34	2.87
益丰药房	48.66%	27.91%	24.65%	16.74%	30.58%	41.29%	33.84%	22.43%	40.87%	37.43%	31.20%	24.05%	1.38	1.79	2.28
一心堂	14.20%	20.78%	19.15%	11.16%	15.90%	30.81%	23.46%	25.82%	16.22%	27.43%	19.43%	28.15%	1.67	2.06	2.51
大参林	25.76%	30.89%	32.14%	16.05%	32.17%	51.17%	56.21%	8.56%	35.48%	48.13%	55.73%	1.65%	1.64	2.10	2.66
国药一致	20.69%	14.61%	7.70%	22.06%	5.00%	10.27%	-1.13%	15.23%	4.32%	11.65%	-1.98%	14.98%	3.74	4.26	4.95

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心、EPS 预测取 wind 一致性预期

从开店进度来看，Q2各家药店均加快开店进度。大参林2021H1新增直营门店778家，其中自建门店589家，新增并购189家，新增加盟店237家，关闭门店57家，工体通过自建及加盟在华南区域持续加密布局，同时通过并购切入新进省份，深化以华南为中心，向全国发展的战略。益丰药房2021H1自建门店569家、新增收购门店214家，新增加盟门店164家，关闭门店50家，净增门店897家，截至2021H1公司共有门店6888家（含加盟店799家），其中Q2单季度净增门店609家，扩张显著提速。老百姓2021H1新增直营门店855家，其中自建门店496家，并购359家，新增加盟门店435家，截至2021H1公司共有门店6888家（含加盟店799家）。分店型来看，截至2021年H1，公司旗舰店/大店/中小店数量分别达到88/190/5404家，坪效分别同比+28%/+14%/-4%，大店拆小店工作基本结束，旗舰店及大店坪效优化显著，中小门店新开数量教多，未来坪效有望进一步提升。一心堂2021H1新增直营门店950家，搬迁85家，关闭门店17家，截至2021H1共有门店8503家。

表 2: 连锁药房 2019 年以来仍保持快速扩张趋势 (单位: 家)

药房名称	扩张类型	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020H1	2021H1
大参林	自建	348	350	445	402	749	394	723	439	589
	并购			67	231	146	498	8	2	189
	加盟	0	0	0	0	13	54	220	52	237
	关闭	—	—	—	57	72	70	59	37	57
益丰药房	自建	156	199	310	349	546	639	820	269	569
	并购		63	193	167	959	381	254	45	214
	加盟	0	0	23	22	89	217	249	108	164
	关闭	—	7	33	49	42	96	84	37	50
老百姓	自建	179	257	193	339	506	466	579	418	496
	并购	81	286	295	318	413	243	510	94	359

	加盟	—	—	—	299	277	676	645	202	435
	关闭		59	133	61	64	104	329	41	65
一心堂	自建	234	621	311	662	904	718	1155	535	950
	并购		252	278	448	49				
	加盟	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	关闭	—	—	—	—	132	86	216	64	40

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

报告期内各家药店均加速门店专业化建设，加大对院边店、DTP药房、慢病管理及新零售的投入，为进一步承接处方外流做好充分准备。截至2020年H1大参林取得医保定点门店数达5608家（占直营门店87.27%），院边店655家，DTP药房106家，慢病门店1171家，报告期末公司共有执业药师及药师超过1万人，进一步完善处方外流承接能力。大参林上半年互联网+线上业务快速发展，已超过5000家门店覆盖O2O业务，线上收入同比增长97.63%，远程审方、线上问诊等专业化能力持续提升。截至2021年H1，益丰药房医保资质门店共5011家（占比82.30%），特慢病统筹门店增加352家至706家，慢病管理专店430家，建档并深度维护慢病会员数已达55万，门店专业化资质持续升级。2021H1公司互联网业务实现销售收入5.05亿元（占比6.9%），其中O2O业务发展迅速，收入端同比增长139.89%，B2C业务收入端同比增长40.55%。截至2021年H1老百姓医保门店占比89.37%（占直营门店），院边店占比10.8%，特殊门店416家，DTP药房145家，慢病管理服务已覆盖4647家门店，慢病管理专家达4857名。截至H1一心堂共有院边店583家（占比7.2%），医保门店占比6859家（占比85.17%），慢病医保门店814家（占比10.11%），药妆店4家。各家药店加快门店专业化及多元化升级，一方面为承接处方外流做好准备，一方面扩充现有产品品类，有望实现客流客单双增。

互联网药店外部竞争：品类客群均有分层，医保中短期仍难支持异地结算。互联网药店（阿里健康、京东健康）主要销售小型医疗器械、计生用品、保健品、OTC药品，此外还有少部分处方药，但受限于医保无法异地结算，难以放量。线下药店主要客群为中老年人及妇女群体，O2O后单店辐射范围3km，慢病服务开展丰富线下药店服务质量，消费场景难以向线上转移。而互联网药店主要客群年龄段偏低，器械、计生、保健品挤压线下药店销售，处方药购买场景基本为已在医院、药店开过处方/得到用药指导后的二次/N次购药，进一步反映线下购药难以被完全取代。互联网药店的应对医保无法异地结算的方式有二：（1）自设线下药店：新建扩张缓慢，短期难以承接；并购价格水涨船高（中大型连锁1倍PE以上），线下龙头基本转向加速自建。（2）与线下药店合作O2O，物流配送渠道嫁接药店独有品种，赚取配送费。进一步利好线下药店龙头扩大单店覆盖范围，提升客流。目前各家线下连锁药店龙头均快速发展新零售业务，服务范围向外拓展，客群年龄向下拓展：（1）美团、饿了么、叮当快药等渠道多点对接，扩充单店覆盖范围、提升客流及购药频次；（2）嫁接互联网医院，提高药事服务能力；扩充私域流量，实现私域平台化，提供健康检测、就医服务、线上咨询、自建骑手团队送药上门等服务，提高客户黏性，线下线上消费场景差异化进一步拉开。

我们预计下半年开始连锁药店行业收入端将呈现逐季改善趋势，利润端基本延续此前的增长趋势。连锁药店密集的网络布局仍是保障广大基层用药及时性的最好

渠道，线上诊疗和医保电子凭证保障了处方流转的通畅性，新政策下O2O模式是未来主要的增量贡献，处方电子化和处方外流的进程显著加快，结合慢病统筹政策的加速放开，线下连锁药店仍具备显著的长期投资价值。去年H2疫情品种占比逐渐降低，今年H2各家药店收入端增速将逐步回归正常增长通道，利润率有望持续上行。

二、盈利预测与投资建议

(1) 中西成药收入端2021年H1同比增长27.92%，毛利率小幅提升1.97pct。二季度末疫情开始出现反复情况，公司部分门店营业受到一定影响，预计7、8月疫情对公司收入端影响还将小有延续。毛利率方面，2021H1公司综合毛利率已经小幅回升，预计2021-2023年中西成药毛利率将维持提升趋势。

(2) 非药品收入端2021年H1同比减少24.85%，主要因去年上半年疫情影响，口罩等疫情相关产品销售占比较高所致，2022-2023年回到正常增长通道。毛利率方面，2020年疫情物资毛利率较低，预计今年毛利率水平有一定程度提升。

表 3: 大参林营收拆分 (单位: 百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
中西成药					
收入	7,411	9,079	11,348	14,526	18,593
增长率	36.26%	22.50%	25.00%	28.00%	28.00%
毛利率(%)	33.98%	32.55%	33.40%	33.50%	33.50%
非药品					
收入	1,819	3,013	2,772	3,465	4,262
增长率	4.27%	65.67%	-8.00%	25.00%	23.00%
毛利率(%)	53.68%	50.03%	51.00%	51.00%	51.00%
中参药材					
收入	1,652	2,170	2,822	3,668	4,768
增长率	14.31%	61.93%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率(%)	39.06%	38.22%	40.00%	40.00%	40.50%
其他业务					
收入	259.06	320.64	416.83	541.88	704.45
增长率	12.25%	23.77%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率(%)	99.92%	99.09%	99.09%	99.09%	99.09%
合计					
收入	11,141	14,583	17,359	22,201	28,328
增长率	25.76%	30.89%	19.04%	27.89%	27.60%
毛利率	39.48%	38.47%	38.86%	38.91%	38.94%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

综上所述，我们预计公司2021-2023年分别实现收入173.59亿元、222.01亿元、

283.28亿元，同比增长19.0%/27.9%/27.6%；实现归母净利润12.53亿元、16.02亿元、20.51亿元，同比增长18.0%/27.8%/28.1%。预计21-23年业绩分别为1.58元/股、2.01元/股、2.57元/股，对应PE估值29.63x/23.26x/18.18x。

参照可比公司估值，给予公司21年35倍PE估值，对应合理价值55.3元/股，给予“买入”评级。

表 4：大参林可比公司估值

公司名称	公司代码	市值(亿元人民币)	归母净利润(百万元)			PE 估值水平	
			2020	2021E	2022E	2021E	2022E
益丰药房	603939.SH	411.92	768.27	988.46	1,280.15	41.67	32.18
老百姓	603883.SH	207.61	621.09	768.36	953.21	18.44	15.00
一心堂	002727.SZ	183.92	789.96	997.20	1,226.06	27.02	21.78

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：收盘价统计截至 2021/09/06，EPS 为 Wind 一致预期

三、风险提示

新店扩张的进度低于预期；处方外流的进展低于预期；集采降价的幅度和范围大于预期。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,468	8,297	11,529	13,197	16,297
货币资金	1,716	3,750	6,967	7,339	9,315
应收及预付	453	529	592	778	970
存货	2,055	2,683	2,613	3,628	4,484
其他流动资产	1,244	1,336	1,356	1,452	1,528
非流动资产	3,204	4,035	5,140	5,960	6,801
长期股权投资	7	0	0	0	0
固定资产	938	1,116	1,605	1,848	2,108
在建工程	182	171	221	281	351
无形资产	352	490	627	724	830
其他长期资产	1,726	2,257	2,687	3,106	3,511
资产总计	8,672	12,332	16,669	19,157	23,098
流动负债	4,003	5,468	8,931	9,803	11,675
短期借款	63	191	1,000	2,000	1,500
应付及预收	3,245	4,215	5,850	6,317	8,245
其他流动负债	695	1,063	2,081	1,485	1,930
非流动负债	337	1,291	1,291	1,291	1,291
长期借款	16	0	0	0	0
应付债券	244	1,207	1,207	1,207	1,207
其他非流动负债	77	83	83	83	83
负债合计	4,340	6,759	10,222	11,093	12,966
股本	540	659	790	790	790
资本公积	1,515	1,762	1,762	1,762	1,762
留存收益	2,140	2,874	3,595	5,185	7,220
归属母公司股东权益	4,240	5,385	6,238	7,828	9,863
少数股东权益	92	188	209	236	270
负债和股东权益	8,672	12,332	16,669	19,157	23,098

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,708	1,954	3,343	1,686	4,052
净利润	697	1,083	1,269	1,617	2,069
折旧摊销	292	340	309	437	610
营运资金变动	701	512	1,692	-482	1,248
其它	17	19	72	114	125
投资活动现金流	-1,659	-1,071	-1,406	-1,249	-1,443
资本支出	-494	-780	-1,425	-1,267	-1,462
投资变动	-1,180	-309	0	0	0
其他	15	18	19	18	18
筹资活动现金流	420	1,209	1,280	-65	-633
银行借款	704	1,451	809	1,000	-500
股权融资	18	116	132	0	0
其他	-301	-358	339	-1,065	-133
现金净增加额	469	2,092	3,217	372	1,976
期初现金余额	711	1,180	3,750	6,967	7,339
期末现金余额	1,180	3,272	6,967	7,339	9,315

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	25.8%	30.9%	19.0%	27.9%	27.6%
营业利润增长	27.8%	57.7%	17.6%	27.2%	27.9%
归母净利润增长	32.2%	51.2%	17.5%	27.4%	28.0%
获利能力					
毛利率	39.5%	38.5%	38.9%	38.9%	38.9%
净利率	6.3%	7.4%	7.3%	7.3%	7.3%
ROE	16.6%	19.7%	20.0%	20.3%	20.6%
ROIC	23.6%	40.6%	62.7%	48.8%	71.4%
偿债能力					
资产负债率	50.0%	54.8%	61.3%	57.9%	56.1%
净负债比率	3.8%	11.3%	18.9%	16.8%	11.7%
流动比率	1.37	1.52	1.29	1.35	1.40
速动比率	0.83	1.01	0.98	0.96	0.99
营运能力					
总资产周转率	1.47	1.39	1.20	1.24	1.34
应收账款周转率	34.92	37.01	41.91	37.73	38.77
存货周转率	3.42	3.79	4.06	3.74	3.86
每股指标 (元)					
每股收益	1.30	1.61	1.58	2.01	2.57
每股经营现金流	3.17	2.97	4.23	2.13	5.13
每股净资产	7.86	8.18	7.89	9.90	12.48
估值比率					
P/E	40.12	48.58	29.63	23.26	18.18
P/B	6.65	9.58	5.93	4.73	3.75
EV/EBITDA	22.14	28.77	17.12	12.88	9.16

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,141	14,583	17,359	22,201	28,328
营业成本	6,743	8,973	10,613	13,563	17,296
营业税金及附加	61	60	69	89	113
销售费用	2,899	3,471	4,166	5,328	6,799
管理费用	520	702	868	1,088	1,388
研发费用	0	5	14	18	23
财务费用	30	-11	8	30	19
资产减值损失	10	25	0	0	0
公允价值变动收益	0	8	0	0	0
投资净收益	16	18	19	18	18
营业利润	918	1,448	1,703	2,167	2,771
营业外收支	1	-2	-8	-8	-8
利润总额	919	1,446	1,695	2,159	2,763
所得税	223	363	426	542	694
净利润	697	1,083	1,269	1,617	2,069
少数股东损益	-6	21	21	27	34
归属母公司净利润	703	1,062	1,248	1,590	2,035
EBITDA	1,211	1,712	1,937	2,552	3,318
EPS (元)	1.30	1.61	1.58	2.01	2.57

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：资深分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：研究助理，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

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。