

# 华阳国际 (002949.SZ)

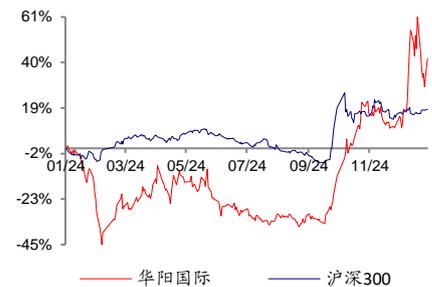
## 设计业务放缓背景下积极求变，布局数字文化产业

公司评级	买入
当前价格	18.77 元
合理价值	21.05 元
前次评级	买入
报告日期	2024-12-31

### 核心观点:

- 公司成立华阳数字文化公司，积极布局微短剧业务。** 根据公司 24 年 9 月 23 日公告，与上海国科龙晖等合伙人共同投资设立数字文化产业发展投资基金。数字文化发展基金规模为 2 亿元，首笔实缴出资额暂定 3000 万元。其中公司以自有资金认缴出资 1 亿元，占合伙企业出资额的 50%，首笔实缴出资额暂定 1500 万元。此外，公司 24 年 9 月 23 日同日公告，公司积极布局数字文化产业，以自有资金 1000 万元投资设立华阳数字文化（江西）公司，主要布局微短剧业务。目前公司尚未发布正式短剧，但预计商业模式和其他制作方差异较小，以制作投资为主，和平台公司合作并进行买量投流，未来有望增厚公司收入。
- 房建设计业务发展放缓背景下积极求变，微短剧市场空间广阔。** 目前，作为公司主营业务的房建设计业务增长放缓，公司积极寻求转型方向，相比于其他赛道，数字文化业务（微短剧）方向前期投资较少，对公司资金占用较少。此外，据《2023-2024 年中国微短剧市场研究报告》显示，2023 年，微短剧的市场规模达到 373.9 亿元，大约是两年前的 10 倍；2027 年，微短剧的市场规模有望突破千亿元大关。根据江西日报，9 月 24 日，赣江新区与华阳国际数字化影视产业项目签约。公司与江西赣江新区政府签达成战略合作协议，江西赣江新区在数字文化领域有政策支持，为微短剧业务发展提供相应支持。
- 盈利预测及投资建议。** 随着公司装配式设计业务的迅速推进，公司主业有望逐渐好转，而公司积极布局数字文化产业，后续有望成为公司新的成长点，预计公司 24-26 年归母净利润分别为 1.51/1.88/2.13 亿元，考虑可比公司估值以及公司布局数字文化业务后带动的估值提升，给予公司 25 年可比公司估值中枢的 22 倍 PE 估值，对应合理价值 21.05 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：** 地产复苏不及预期、国内应收账款风险、新业务拓展风险。

### 相对市场表现



分析师:

耿鹏智



SAC 执证号: S0260524010001



021-38003620



gengpengzhi@gf.com.cn

分析师:

尉凯旋



SAC 执证号: S0260520070006



021-38003576



yukaixuan@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688

xielu@gf.com.cn

请注意，耿鹏智、尉凯旋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。

### 盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,825	1,507	1,251	1,390	1,550
增长率(%)	-36.5	-17.5	-17.0	11.1	11.5
EBITDA(百万元)	310	313	274	306	338
归母净利润(百万元)	112	161	151	188	213
增长率(%)	6.5	43.8	-6.6	24.4	13.4
EPS(元/股)	0.57	0.82	0.77	0.96	1.08
市盈率(P/E)	22.96	16.98	24.41	19.62	17.31
ROE(%)	7.6	10.2	8.7	9.8	10.0
EV/EBITDA	7.63	7.55	11.95	9.90	8.13

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

## 一、公司成立华阳数字文化公司，积极布局微短剧业务

根据公司24年9月23日公告，与上海国科龙晖等合伙人共同投资设立数字文化产业发展投资基金。数字文化发展基金规模为2亿元，首笔实缴出资额暂定3000万元。其中公司以自有资金认缴出资1亿元，占合伙企业出资额的50%，首笔实缴出资额暂定1500万元。此外，公司24年9月23日同日公告，公司积极布局数字文化产业，以自有资金1000万元投资设立华阳数字文化（江西）公司。华阳数字文化的具体经营范围包括：网络文化经营，营业性演出，演出经纪，电视剧发行，电视剧制作等。

## 二、设计业务背景下积极求变，微短剧市场空间广阔

**（1）转型背景：设计业务放缓背景下积极求变。**目前，作为公司主营业务的房建设计业务增长放缓，公司积极寻求转型方向，相比于其他赛道，微短剧方向前期投资较少，对公司资金占用较少。据《2023-2024年中国微短剧市场研究报告》显示，2023年，微短剧的市场规模达到373.9亿元，大约是两年前的10倍；2027年，微短剧的市场规模有望突破千亿元大关。

图 1：微短剧市场规模快速发展



数据来源：《2024-2025年中国微短剧市场及出海市场分析报告》艾媒咨询、广发证券发展研究中心

**（2）公司合作：和江西政府达成战略合作。**根据江西日报，9月24日，赣江新区与华阳国际数字化影视产业项目签约，共同打造“实景+虚拟”数字化影视产业基地，升级新区现有拍摄实景，引入XR数字虚拟场景，建设场景集中、提供“拎包入住”式拍摄服务的制作基地。公司与江西政府签达成战略合作协议，江西赣江新区在数字文化领域有政策支持，如给予短剧制作快速审批通道和版权保护政策，为微短剧版权保护提供保障。

**（3）合作模式：公司自身参与制作投资。**经过数年不断进化发展，微短剧已经基本形成分工明确，各环节相对完善的产业链条，全面覆盖从上游内容生产，包括剧本创意、拍摄制作，监管约束等；到中游内容分发，包括平台整合、买量、分销等；再到下游内容消费，包括上线播出、观看以及观看后的充值消费等各方面。网络微短剧内容生产阶段，平台方和制作方主要有平台投资、合作对投、平台发行和制作投

资四种合作形式。从资金投入和风险承担角度考虑，四种合作形式中，平台方逐渐降低，而制作方则逐渐上升。为抓住风口博弈契机，不乏有少数实力雄厚的制作方以全投形式，自行承担剧本和制作成本，并在成片后以版权出售/分账方式提高话语权并最大化商业利益。但由于市场上制作方极为分散且大多数制作方体量不足以形成规模，其资金储备和抗风险能力也较低，因此平台投资仍是目前最为常见的合作形式。预计华阳国际在转型布局微短剧的过程中以制作投资为主，在发展过程中有望逐步向合作对投转换。

图 2：网络微短剧内容生产阶段平台方和制作方合作形式



数据来源：《2024年中国微短剧行业研究报告》艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

**(4)成本结构: 买量投流为主要成本支出。**对于微短剧尤其是小程序类微短剧来说，买量投流在收益分配体系中比重显著更高，消耗在媒体渠道的买量投流分成甚至可以达到用户付费充值流水收益的八成，而剩余的10%~20%收益则由平台方、制作方、分销商等环节按照一定分成比例进行分配。媒体渠道分成主导地位主要由于其把控用户流量入口，更靠近变现端所决定的。特别是头部短视频媒体渠道，借助自身资源整合优势，在跑通微短剧持续投流、吸引观看、充值付费的业务闭环后，已经与微短剧形成明显绑定关系。目前华阳国际尚未发布正式微短剧，但合作模式差异不大，未来主要和多家平台公司合作并进行买量投流。

图 3：网络微短剧产业链各环节成本支出与收入分成情况

产业链环节及角色承担	成本支出内容要点	收入分成内容要点	
剧本/编剧	剧本创作、IP授权	人工成本、版权运营	1-10万保底；1%~2%收入分成；热点IP授权溢价收入
制作出品	拍摄、制作、剪辑	演员等人工成本、设备/场地/道具、剪辑/特效/音效等	5-10万保底；2%~8%收入分成
平台运营	剧集统筹、整合、运营	版权购买、制作垫资、分成/分账、买量投流	自行分发形式，获得全部收入；分销推广形式，获得10%~15%收入分成
媒体渠道	流量承载、内容触达	开发/维护/运营、服务器、云存储	80%~85%收入分成
分销代理	剧集分销、推广	买量投流、渠道推广	2%~5%收入分成
外围支撑	带宽提供、技术服务	视频CDN、支付通道	2%~8%收入分成

数据来源：《2024年中国微短剧行业研究报告》艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

**(5) 变现模式：付费充值及广告营销为主要盈利来源。**现阶段微短剧商业变现，主要有广告营销、付费充值、版权分账和电商带货四种方式，其中面向B端的广告营销和面向C端的付费充值是微短剧最主要的变现来源。不同类型微短剧的商业模式变现模式也会有所差异，如长视频微短剧带有自身内容运营色彩，会以广告营销、会员订阅和收益分账为主；短视频微短剧商业变现除广告营销、剧集解锁和流量分账外，还多了电商带货的形式；小程序微短剧和独立APP微短剧则主要依赖付费充值和广告营销，此外小程序微短剧还会通过版权分销形式赚取分销方的用户充值收益分账。多数公司制作微短剧前期会在微信小程序、抖音小程序、快手小程序等平台发布，前期以付费为主，后期会根据剧的充值情况调整模式，较火的剧付费模式会多持续一段时间，不火的剧可能很快转为免费收AI广告费模式。

图 4：网络微短剧的变现模式

变现模式	具体内容	长视频微短剧	短视频微短剧	小程序微短剧	独立APP微短剧
广告营销	广告招商，如品牌定制、剧场冠名、品牌广告植入等	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
	广告流量，如开屏、贴片、暂停、信息流、解锁等不同形式广告	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
付费充值	会员订阅，用户付费成为会员享受无限制观看权益，通常按时间计费	<input checked="" type="checkbox"/>		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
	充值解锁，用户付费充值解锁观看单部剧集内容，通常按照集数计费		<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
版权分账	收益分账，主要以用户付费、会员观看时长和广告净收益等指标进行核算	<input checked="" type="checkbox"/>		<input checked="" type="checkbox"/> 版权分销形式	
	流量分账，主要以用户有效播放量指标进行核算		<input checked="" type="checkbox"/>		
电商带货	介绍页面、播放页面或评论区出现商品链接，引导用户点击购买		<input checked="" type="checkbox"/>		
	主创(KOL)积累粉丝后续直播带货，或做客品牌直播间带货		<input checked="" type="checkbox"/>		

数据来源：《2024年中国微短剧行业研究报告》艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

### 三、盈利预测

公司业务主要分为建筑设计、造价咨询、工程总承包以及全过程咨询等业务，其中建设设计根据下游的不同，又可以分为住宅、公建项目以及商业综合体三块。

**建筑设计：**建筑设计下游包含为住宅、公建项目以及商业综合体三块，住宅业务受地产行业影响较大，过去两年业务收入出现下滑，预计24年仍有小幅下滑，25年开始逐渐转正，增速提升，预计24-26年收入增速分别为-25%/10%/10%，毛利率方面，稳定在34%左右；公建项目在22年收入也出现下滑，23年收入增速已经转正，预计24-26年收入增速分别为5%/10%/10%，毛利率稳定在38%左右；商业综合体业务与住宅业务类似，过去两年收入下滑较多，预计24年仍有小幅下滑，25年开始逐渐转正，预计24-26年收入增速分别为-30%/10%/10%，毛利率稳定在24%左右。

**造价咨询：**受地产行业景气度影响该业务收入过去两年小幅下滑，24年上半年继续下滑，预计24-26年收入增速分别为-15%/15%/15%，毛利率稳定在40%左右。

**工程总承包：**公司该业务过去几年收缩明显，预计24年收入仍有明显下滑，后续保持稳定，预计24-26年收入增速分别为-50%/0%/0%，该业务几乎没有利润，毛利率与23年相同，预计保持在1%左右。

**全过程咨询：**该业务收入较小，收入波动较大，23年收入明显下滑，后续预计24-26年收入增速分别为50%/40%/40%，毛利率稳定在28%左右。

**微短剧业务：**目前市场上微短剧整体盈利水平偏低，处于高收入低利润的阶段，预计微短剧业务在2025年将实现收入的快速增长，但预计对应带来的利润增幅相对较小。目前该业务不确定性较大，暂不纳入实际盈利预测。

**其他业务：**该业务收入较小，预计后续收入稳定增长，24-26年收入增速稳定在10%左右，预计毛利率与2023年相同，稳定在36%。

表 1：公司业务拆分预测表（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>建筑设计</b>					
营业收入	1229	1117	955	1050	1155
增长率	-20.1%	-9.1%	-14.6%	10.0%	10.0%
毛利	490	392	329	362	398
毛利率	33.3%	35.1%	34.4%	34.4%	34.4%
<b>住宅</b>					
营业收入	584	507	380	418	460
增长率	-23.4%	-13.2%	-25.0%	10.0%	10.0%
毛利	276	174	129	142	156
毛利率	47.2%	34.4%	34.0%	34.0%	34.0%
<b>公建项目</b>					
营业收入	392	420	441	485	534
增长率	-13.8%	7.1%	5.0%	10.0%	10.0%

	毛利	154	163	168	184	203
	毛利率	39.2%	38.8%	38.0%	38.0%	38.0%
<b>商业综合体</b>						
	营业收入	253	191	133	147	162
	增长率	-21.4%	-24.6%	-30.0%	10.0%	10.0%
	毛利	61	55	32	35	39
	毛利率	24.0%	28.8%	24.0%	24.0%	24.0%
<b>造价咨询</b>						
	营业收入	223	191	162	186	214
	增长率	-1.7%	-14.5%	-15.0%	15.0%	15.0%
	毛利	86	80	65	75	86
	毛利率	38.4%	42.2%	40.0%	40.0%	40.0%
<b>工程总承包</b>						
	营业收入	318	160	80	80	80
	增长率	-70.7%	-49.6%	-50.0%	0.0%	0.0%
	毛利	10	2	1	1	1
	毛利率	3.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
<b>全过程咨询</b>						
	营业收入	51	31	46	65	91
	增长率	146.8%	-39.7%	50.0%	40.0%	40.0%
	毛利	10	9	13	18	25
	毛利率	19.9%	29.5%	28.0%	28.0%	28.0%
<b>其他业务</b>						
	营业收入	4	7	8	9	10
	增长率	4.3%	84.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利	2	3	3	3	4
	毛利率	53.1%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%
<b>总计</b>						
	营业收入	1825	1507	1251	1390	1550
	增长率	-36.5%	-17.5%	-17.0%	11.1%	11.5%
	毛利	533	486	410	458	513
	毛利率	29.2%	32.2%	32.8%	33.0%	33.1%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 四、估值分析

随着公司装配式设计业务的迅速推进, 公司主业有望逐渐好转, 而公司积极布局数字文化产业, 后续有望成为公司新的成长点, 预计公司24-26年归母净利润分别为1.51/1.88/2.13亿元, 考虑可比公司估值以及公司布局数字文化业务后带动的估值提升, 给予公司25年可比公司估值中枢的22倍PE估值, 对应合理价值21.05元/股, 维持“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表 (2024/12/30)

股票代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PE(TTM) (倍)	PB (倍)
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
300564.SZ	筑博设计	12.85	0.58	0.66	0.75	22.24	19.56	17.17	59.02	1.63
002811.SZ	郑中设计	8.61	0.29	0.46	0.58	29.67	18.72	14.79	75.24	2.41
600720.SH	中交设计	8.97	0.80	0.87	0.94	11.17	10.32	9.51	9.34	1.44
300284.SZ	苏文科	10.88	0.25	0.26	0.29	44.28	41.20	37.61	54.05	1.65

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注释: 公司 EPS 均为 Wind 一致预期

## 五、风险提示

- (1) 地产行业下行风险, 行业复苏不及预期;
- (2) 国内应收账款风险;
- (3) 公司新业务转型不及预期。

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>2,062</b>	<b>1,975</b>	<b>1,857</b>	<b>2,185</b>	<b>2,557</b>
货币资金	625	809	775	1,020	1,297
应收及预付	646	481	454	505	563
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	791	686	628	660	698
<b>非流动资产</b>	<b>1,124</b>	<b>1,277</b>	<b>1,276</b>	<b>1,263</b>	<b>1,249</b>
长期股权投资	52	54	54	54	54
固定资产	402	326	319	307	291
在建工程	224	381	381	381	381
无形资产	191	187	194	193	194
其他长期资产	254	328	328	328	328
<b>资产总计</b>	<b>3,186</b>	<b>3,252</b>	<b>3,134</b>	<b>3,448</b>	<b>3,806</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,220</b>	<b>1,182</b>	<b>951</b>	<b>1,045</b>	<b>1,152</b>
短期借款	2	4	5	5	5
应付及预收	214	252	184	204	227
其他流动负债	1,003	926	762	835	920
<b>非流动负债</b>	<b>387</b>	<b>404</b>	<b>338</b>	<b>338</b>	<b>338</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	378	399	334	334	334
其他非流动负债	9	4	4	4	4
<b>负债合计</b>	<b>1,607</b>	<b>1,586</b>	<b>1,289</b>	<b>1,383</b>	<b>1,491</b>
股本	196	196	196	196	196
资本公积	642	642	642	642	642
留存收益	522	624	775	963	1,175
归属母公司股东权益	1,480	1,583	1,734	1,922	2,134
少数股东权益	99	83	110	143	181
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,186</b>	<b>3,252</b>	<b>3,134</b>	<b>3,448</b>	<b>3,806</b>

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>1,825</b>	<b>1,507</b>	<b>1,251</b>	<b>1,390</b>	<b>1,550</b>
营业成本	1,292	1,021	841	932	1,037
营业税金及附加	13	12	10	11	12
销售费用	45	41	34	38	42
管理费用	163	121	100	111	124
研发费用	80	68	56	63	70
财务费用	5	4	10	9	7
资产减值损失	-97	-57	-27	-10	-11
公允价值变动收益	4	1	0	0	0
投资净收益	15	8	10	15	18
<b>营业利润</b>	<b>172</b>	<b>217</b>	<b>204</b>	<b>254</b>	<b>287</b>
营业外收支	-11	-3	3	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>160</b>	<b>215</b>	<b>201</b>	<b>251</b>	<b>284</b>
所得税	16	25	24	30	34
<b>净利润</b>	<b>145</b>	<b>189</b>	<b>177</b>	<b>221</b>	<b>250</b>
少数股东损益	32	28	27	33	38
<b>归属母公司净利润</b>	<b>112</b>	<b>161</b>	<b>151</b>	<b>188</b>	<b>213</b>
EBITDA	310	313	17	18	20
EPS (元)	0.57	0.82	0.77	0.96	1.08

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>265</b>	<b>287</b>	<b>305</b>	<b>337</b>	<b>50</b>
净利润	145	189	221	250	97
折旧摊销	78	69	70	73	81
营运资金变动	-36	-15	1	1	-83
其它	79	44	14	13	-44
<b>投资活动现金流</b>	<b>84</b>	<b>-128</b>	<b>-42</b>	<b>-42</b>	<b>65</b>
资本支出	-156	-66	-57	-60	-59
投资变动	-15	-2	0	0	0
其他	255	-60	15	18	125
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-105</b>	<b>-133</b>	<b>-18</b>	<b>-18</b>	<b>-38</b>
银行借款	-6	4	0	0	-5
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-99	-137	-18	-18	-33
<b>现金净增加额</b>	<b>244</b>	<b>26</b>	<b>245</b>	<b>276</b>	<b>77</b>
期初现金余额	369	614	775	1,020	1,297
期末现金余额	614	638	1,020	1,297	1,374

#### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-36.5%	-17.5%	-17.0%	11.1%	11.5%
营业利润增长	16.0%	26.7%	-5.9%	24.1%	13.2%
归母净利润增长	6.5%	43.8%	-6.6%	24.4%	13.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.2%	32.2%	32.8%	33.0%	33.1%
净利率	7.9%	12.6%	14.2%	15.9%	16.1%
ROE	7.6%	10.2%	8.7%	9.8%	10.0%
ROIC	24.6%	22.3%	16.7%	19.1%	22.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.4%	48.8%	41.2%	40.1%	39.2%
净负债比率	13.0%	13.3%	11.7%	10.7%	9.7%
流动比率	1.69	1.67	1.95	2.09	2.22
速动比率	1.68	1.66	1.94	2.08	2.21
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.59	0.47	0.39	0.42	0.43
应收账款周转率	3.03	2.71	2.81	2.81	2.81
存货周转率	—	—	—	—	—
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.57	0.82	0.77	0.96	1.08
每股经营现金流	1.35	1.46	0.52	1.56	1.72
每股净资产	7.55	8.08	8.85	9.80	10.89
<b>估值比率</b>					
P/E	22.96	16.98	24.41	19.62	17.31
P/B	1.74	1.73	2.12	1.91	1.72
EV/EBITDA	7.63	7.55	11.95	9.90	8.13

## 广发建筑工程行业研究小组

耿鹏智：首席分析师，东南大学工学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

尉凯旋：资深分析师，复旦大学金融硕士，2018 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 47 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	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 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。