

# 祥源文旅（600576.SH）

## 25Q1 业绩同比高增，关注低空项目进展

### 核心观点：

- 据公司 2024 年报，公司全年实现收入 8.64 亿元，同比增长 19.64%，实现归母净利润 1.47 亿元，同比降低 3.14%，实现扣非归母净利润 1.44 亿元，同比增长 4.4%。经测算，24Q4 单季度公司实现收入 2.41 亿元，同比增长 62.2%，实现归母净利润 0.36 亿元，同比增长 83.87%，实现扣非归母净利润 0.36 亿元，同比增长 58.53%。
- 从费用端看，2024 年公司毛利率 49.43%，同比降低 2.53pp，销售费用率 9.05%，同比增加 0.77pp，主要由于推广宣传力度增加，管理费用率 11.29%，同比降低 0.07pp，主要由于业务拓展和合并范围变化，研发费用率 1.69%，同比降低 0.61pp，财务费用率 2.57%，同比增加 1.92pp，主要由于存款利率降低导致利息收入减少。
- 分项目看，2024 年百龙天梯（百龙绿色）实现扣非归母净利润 1.08 亿元，黄龙洞（旅发）实现扣非归母净利润 2168 万元；凤凰古城（凤凰祥盛）实现扣非归母净利润 1970 万元，均实现 2024 年度业绩承诺。
- 据公司 2025 年一季报，25Q1 实现收入 2.12 亿元，同比增长 55.22%，实现归母净利润 3119 万元，同比增长 158.67%，实现扣非归母净利润 2750 万元，同比增长 112.44%，总体处于业绩预告中值偏下。公司于 24 年 9 月起陆续收购莽山五指峰、丹霞山、四川卧龙大熊猫基地景区，同时取得政府补贴收入，导致 25Q1 利润同比大幅增长。
- 盈利预测与投资建议。预计公司 2025-2027 年分别实现收入 13.85、15.89、17.62 亿元，同比增速分别为 60.3%、14.7%、10.9%；归母净利润 3.64、4.03、4.26 亿元，同比增速分别为 148.3%、10.7%、5.7%。参考可比公司估值，给予 25 年 32 倍 PE，对应合理价值为 11.04 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示。宏观经济及旅游业景气度波动风险；定价政策变动风险；安全事故风险；经营权到期后需重新招标风险。

### 盈利预测：

|             | 2023A  | 2024A | 2025E  | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）   | 722    | 864   | 1385   | 1589  | 1762  |
| 增长率（%）      | 55.8%  | 19.6% | 60.3%  | 14.7% | 10.9% |
| EBITDA（百万元） | 278    | 348   | 626    | 695   | 762   |
| 归母净利润（百万元）  | 151    | 147   | 364    | 403   | 426   |
| 增长率（%）      | 571.7% | -3.1% | 148.3% | 10.7% | 5.7%  |
| EPS（元/股）    | 0.14   | 0.14  | 0.35   | 0.38  | 0.40  |
| 市盈率（P/E）    | 53.14  | 49.21 | 30.20  | 27.29 | 25.81 |
| ROE（%）      | 5.4%   | 5.2%  | 11.8%  | 11.9% | 11.5% |
| EV/EBITDA   | 27.90  | 22.65 | 18.92  | 17.21 | 15.77 |

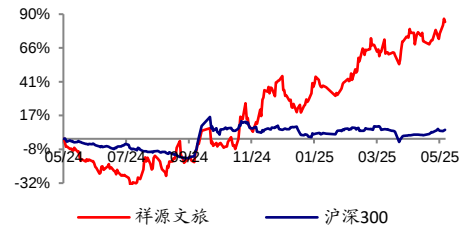
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

|      |            |
|------|------------|
| 当前价格 | 10.42 元    |
| 合理价值 | 11.04 元    |
| 前次评级 | 买入         |
| 报告日期 | 2025-05-22 |

### 相对市场表现



### 分析师：

嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001

SFC CE No. BUA982



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

### 分析师：

包晗



SAC 执证号：S0260522070001



021-38003651



baohan@gf.com.cn

请注意，包晗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：

|                    |            |
|--------------------|------------|
| 祥源文旅（600576.SH）：拓  | 2024-10-01 |
| 展华南景区布局，湘粤环线       |            |
| 区域实现联动             |            |
| 祥源文旅（600576.SH）：Q2 | 2024-09-16 |
| 业绩增长亮眼，多区域联动       |            |
| 提升竞争力              |            |

## 盈利预测和投资建议

公司以“文旅与科技助力美好生活”为企业使命，打造“文化IP+旅游+科技”的特色文旅产业模式，旗下主营业务涵盖旅游、文化、商品销售三大行业。据公司2024年年报，公司旅游资产已覆盖“大湘西”区域、“大黄山”区域、“大南岭”区域及四川区域，IP矩阵丰富，资产具备较强的协同可能性，我们对各业务做如下假设：

**旅游业务：**公司旅游业务逐步壮大，现已涵盖景区（含索道、电梯、游船、景交等交通服务、语音讲解服务及动物园门票等）、旅游度假（含酒店、餐饮）、旅游服务（含智慧文旅服务、游轮及线路游、低空文旅等）三大板块，2024年该业务实现收入16.02亿元，同比增长11.8%，据公司节假日景区业务主要经营数据快报，2025年春节假期（1月28日至2月4日）公司共接待游客79.17万人次，同比增长62.53%，同口径下同比增长15.35%；2025年五一假期（5月1日至5月5日）公司共接待游客62.36万人次，同比增长112.9%，同口径下同比增长51.79%，整体表现亮眼，同时考虑各景区之间有望形成协同效应，文化+科技亦将持续赋能景区业务，我们预计：

（1）**旅游景区业务：**得益于旅游产业复苏和旅游产品不断更新，同时，公司陆续通过收并购方式进行产业扩张，24年下半年公司收购莽山五指峰、丹霞山景区，25年公司接待游客数量大幅攀升，预计25-27年收入分别为9.53/10.48/11.22亿元，同比增速分别为75%/10%/7%，毛利率约为65%，较24年略有提升主要由于景区成本较为刚性，在收入增长的带动下，利润将有所增厚。

（2）**旅游服务业务：**公司通过子品牌“祥源旅行”针对旅游目的地“最后一公里”推出面向亲子游、银发族等休闲度假人群的多元文旅产品，并与小红书旗下“红薯旅行社”共同发布联合共创的旅行度假白皮书和线路。我们预计该板块25-27年收入分别为1.83/2.74/3.56亿元，同比增速分别为70%/50%/30%，预计前期毛利率约为13%，后续呈逐步增长态势。

（3）**旅游度假业务：**2024年公司收购齐云山自由家树屋世界完成高端酒店产品布局，并于齐云山度假酒店形成差异化体验，满足游客多元需求。预计25-27年收入分别为0.94/1.11/1.24亿元，同比增速分别为65%/18%/12%，在客单价和入住率稳步提升的前提下，毛利率也将稳步增长。

**文化业务：**文化业务主要为原动漫及其衍生业务，包括动漫及动画影视业务，据公司2024年报，公司在动漫业务方向持续推动移动互联网新媒体动漫的创意、策划、制作、发行以及动漫版权授权、衍生品的开发和运营等核心业务，同时依托CG等技术与目的地“在地文化”深度创新结合，赋能旅游业务，打造“文化IP+旅游+科技”为特色的沉浸式数字文旅体验场景。我们预计该板块业务重心将逐步转向文旅赋能，25-27年收入分别为0.55/0.49/0.47亿元，同比增速分别为-10%/-10%/-5%，毛利率稳定在25%。

**商品销售业务：**商品销售业务主要是茶叶销售，据公司2024年报，公司旗下祥源茶业以生产、运营“祥源茶”品牌系列产品为核心业务，产品体系完善，同时还

拥有世界第一条全自动工夫红茶生产流水线，规模位居祁门红茶行业前列。考虑茶旅融合，我们预计该业务稳健增长，25-27年收入分别为0.76/0.80/0.84亿元，同比增速约为5%，毛利率稳定约56%并小幅增长。

综上，我们预计公司2025-2027年分别实现收入13.85、15.89、17.62亿元，同比增速分别为60.3%、14.7%、10.9%；归母净利润3.64、4.03、4.26亿元，同比增速分别为148.3%、10.7%、5.7%。

文旅景区板块各公司PE估值差异较大，主要由于主营业务有所差别，祥源文旅主营业务涉及各地景区、酒店、旅行服务等，我们选取景区业务为主的长白山、西域旅游、九华旅游、峨眉山A、丽江股份为参照，其中估值水平较高的长白山具备外部交通改善逻辑、冰雪经济主题，西域旅游、峨眉山A具备地方文旅资产兼并整合预期；同时选取旅行服务业务为主的岭南控股、众信旅游以及酒店业务为主的君亭酒店作为参考，参考以上可比公司估值，给予25年32倍PE，对应合理价值为11.04元/股，维持“买入”评级。

表 1：公司业务拆分及盈利预测

| 单位：百万元       | 2023A  | 2024A   | 2025E  | 2026E   | 2027E   |
|--------------|--------|---------|--------|---------|---------|
| (一) 旅游景区业务   |        |         |        |         |         |
| 营业收入         | 389.84 | 544.64  | 953.12 | 1048.43 | 1121.82 |
| YoY          |        | 39.71%  | 75.0%  | 10.0%   | 7.0%    |
| 营业成本         | 138.97 | 201.27  | 333.59 | 366.95  | 390.39  |
| 毛利率          | 64.35% | 63.05%  | 65.0%  | 65.0%   | 65.2%   |
| (二) 旅游服务业务   |        |         |        |         |         |
| 营业收入         | 12.38  | 107.43  | 182.63 | 273.94  | 356.12  |
| YoY          |        | 767.74% | 70.0%  | 50.0%   | 30.0%   |
| 营业成本         | 6.79   | 97.39   | 158.89 | 238.33  | 309.12  |
| 毛利率          | 45.17% | 9.34%   | 13.0%  | 13.0%   | 13.2%   |
| (三) 旅游度假业务   |        |         |        |         |         |
| 营业收入         | 37.96  | 57.06   | 94.15  | 111.10  | 124.43  |
| YoY          | 58.7%  | 50.3%   | 65.0%  | 18.0%   | 12.0%   |
| 营业成本         | 24.21  | 48.54   | 79.65  | 93.88   | 105.02  |
| 毛利率          | 36.23% | 14.93%  | 15.4%  | 15.5%   | 15.6%   |
| (四) 茶叶销售     |        |         |        |         |         |
| 营业收入         | 78.23  | 72.23   | 75.84  | 79.63   | 83.62   |
| YoY          | 1.4%   | -7.67%  | 5.0%   | 5.0%    | 5.0%    |
| 营业成本         | 35.88  | 32.44   | 33.37  | 34.64   | 36.12   |
| 毛利率          | 54.13% | 55.09%  | 56.0%  | 56.5%   | 56.8%   |
| (五) 动漫及其衍生业务 |        |         |        |         |         |
| 营业收入         | 160.21 | 61.05   | 54.95  | 49.45   | 46.98   |
| YoY          | -9.4%  | -61.9%  | -10.0% | -10.0%  | -5.0%   |
| 营业成本         | 118.33 | 47.57   | 41.21  | 37.09   | 35.23   |
| 毛利率          | 26.14% | 22.08%  | 25.0%  | 25.0%   | 25.0%   |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心预测

**表 2：可比公司盈利预测与估值（截至 2025 年 5 月 21 日收盘）**

| 公司名称  | 股票代码      | 市值（亿元） | 净利润（百万元） |       |       | PE 估值水平      |              |              |
|-------|-----------|--------|----------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
|       |           |        | 2025E    | 2026E | 2027E | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| 岭南控股  | 000524.SZ | 86.1   | 163.2    | 218.4 | 269.2 | 52.73        | 39.40        | 31.96        |
| 众信旅游  | 002707.SZ | 75.2   | 165.5    | 239.0 | 300.0 | 45.42        | 31.46        | 25.06        |
| 长白山   | 603099.SH | 86.5   | 189.0    | 225.5 | 260.1 | 45.75        | 38.34        | 33.23        |
| 君亭酒店  | 301073.SZ | 42.2   | 68.8     | 101.5 | 164.7 | 61.32        | 41.53        | 25.60        |
| 西域旅游  | 300859.SZ | 57.5   | 103.6    | 127.8 | 157.4 | 55.55        | 45.01        | 36.55        |
| 九华旅游  | 603199.SH | 42.2   | 212.5    | 236.4 | 264.3 | 19.85        | 17.85        | 15.96        |
| 峨眉山 A | 000888.SZ | 70.8   | 292.5    | 327.0 | 358.5 | 24.19        | 21.64        | 19.74        |
| 丽江股份  | 002033.SZ | 49.4   | 232.8    | 254.6 | 281.6 | 21.22        | 19.40        | 17.54        |
| 平均值   |           |        |          |       |       | <b>40.76</b> | <b>31.83</b> | <b>25.71</b> |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 风险提示

### （一）宏观经济及旅游业景气度波动

公司转型发展后以文旅业务为主，旅游业与国民经济关联度较高，经济环境改善能够为旅游发展提供动力。近年来全球经济形式较为复杂，我国宏观经济发展既存在机遇，也面临挑战。若宏观经济出现周期性波动，国民经济增速放缓，则旅游业整体景气度可能下行，从而影响公司业绩。

### （二）定价政策变动风险

公司主要收入来源为景交类旅游资产，项目票价受政府部门指导与核准，若未来相关部门调整项目价格，则会对公司业绩产生直接影响。

### （三）安全事故风险

景交业务的安全程度受天气状况、人员操作、设备状态等因素影响，尽管公司建立了较为完善的的安全管理制度，且迄今尚未发生过重大安全事故，但仍可能发生因设备老化、管理缺陷、自然因素等导致的安全事故。若发生此类事故，则可能对公司业绩和品牌形象造成不利影响。

### （四）经营权到期后需重新招标风险

虽然当前各旅游资产尚有较长时间经营权，但重新招标获得上述经营权及支付的经营权费用仍存在一定不确定性，若公司未来无法获得经营权或经营权费用上升，则可能对公司造成不利影响。

**资产负债表**

单位: 百万元

| 至 12 月 31 日    | 2023A        | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>781</b>   | <b>478</b>   | <b>457</b>   | <b>467</b>   | <b>613</b>   |
| 货币资金           | 525          | 208          | 195          | 233          | 338          |
| 应收及预付          | 70           | 72           | 68           | 50           | 99           |
| 存货             | 97           | 113          | 102          | 91           | 86           |
| 其他流动资产         | 89           | 85           | 93           | 93           | 91           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>3,024</b> | <b>4,111</b> | <b>4,662</b> | <b>5,120</b> | <b>5,498</b> |
| 长期股权投资         | 51           | 51           | 51           | 51           | 51           |
| 固定资产           | 707          | 1,191        | 1,386        | 1,511        | 1,586        |
| 在建工程           | 12           | 156          | 221          | 266          | 313          |
| 无形资产           | 1,190        | 1,499        | 1,649        | 1,799        | 1,959        |
| 其他长期资产         | 1,064        | 1,215        | 1,356        | 1,493        | 1,589        |
| <b>资产总计</b>    | <b>3,805</b> | <b>4,589</b> | <b>5,119</b> | <b>5,586</b> | <b>6,111</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>376</b>   | <b>558</b>   | <b>662</b>   | <b>714</b>   | <b>780</b>   |
| 短期借款           | 81           | 146          | 196          | 246          | 296          |
| 应付及预收          | 61           | 87           | 83           | 77           | 79           |
| 其他流动负债         | 234          | 325          | 383          | 392          | 405          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>547</b>   | <b>996</b>   | <b>1,145</b> | <b>1,243</b> | <b>1,361</b> |
| 长期借款           | 158          | 524          | 674          | 774          | 894          |
| 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动负债        | 390          | 472          | 471          | 469          | 467          |
| <b>负债合计</b>    | <b>923</b>   | <b>1,554</b> | <b>1,806</b> | <b>1,956</b> | <b>2,140</b> |
| 股本             | 1,067        | 1,055        | 1,055        | 1,055        | 1,055        |
| 资本公积           | 2,547        | 2,441        | 2,441        | 2,441        | 2,441        |
| 留存收益           | -829         | -682         | -419         | -116         | 210          |
| 归属母公司股东权益      | 2,786        | 2,814        | 3,078        | 3,380        | 3,706        |
| 少数股东权益         | 96           | 222          | 235          | 249          | 265          |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>3,805</b> | <b>4,589</b> | <b>5,119</b> | <b>5,586</b> | <b>6,111</b> |

**利润表**

单位: 百万元

| 至 12 月 31 日     | 2023A      | 2024A      | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|-----------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>722</b> | <b>864</b> | <b>1385</b> | <b>1589</b> | <b>1762</b> |
| 营业成本            | 347        | 437        | 657         | 782         | 888         |
| 营业税金及附加         | 8          | 10         | 14          | 16          | 18          |
| 销售费用            | 60         | 78         | 90          | 97          | 104         |
| 管理费用            | 82         | 98         | 111         | 124         | 136         |
| 研发费用            | 17         | 15         | 17          | 16          | 18          |
| 财务费用            | 5          | 22         | 29          | 36          | 79          |
| 资产减值损失          | -6         | -13        | -8          | -10         | 0           |
| 公允价值变动收益        | 1          | 0          | 0           | 0           | 0           |
| 投资净收益           | 0          | -1         | 0           | 0           | 0           |
| <b>营业利润</b>     | <b>176</b> | <b>192</b> | <b>444</b>  | <b>496</b>  | <b>523</b>  |
| 营业外收支           | 10         | 3          | 10          | 10          | 10          |
| <b>利润总额</b>     | <b>187</b> | <b>195</b> | <b>454</b>  | <b>506</b>  | <b>533</b>  |
| 所得税             | 29         | 35         | 77          | 89          | 92          |
| <b>净利润</b>      | <b>157</b> | <b>159</b> | <b>377</b>  | <b>417</b>  | <b>441</b>  |
| 少数股东损益          | 6          | 13         | 13          | 15          | 15          |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>151</b> | <b>147</b> | <b>364</b>  | <b>403</b>  | <b>426</b>  |
| EBITDA          | 278        | 348        | 626         | 695         | 762         |
| EPS (元)         | 0.14       | 0.14       | 0.35        | 0.38        | 0.40        |

**现金流量表**

单位: 百万元

| 至 12 月 31 日    | 2023A       | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>315</b>  | <b>236</b>  | <b>576</b>  | <b>628</b>  | <b>636</b>  |
| 净利润            | 157         | 159         | 377         | 417         | 441         |
| 折旧摊销           | 93          | 127         | 143         | 152         | 150         |
| 营运资金变动         | 11          | -84         | 12          | 5           | -26         |
| 其它             | 54          | 35          | 44          | 53          | 71          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-67</b>  | <b>-673</b> | <b>-681</b> | <b>-600</b> | <b>-518</b> |
| 资本支出           | -121        | -457        | -669        | -590        | -508        |
| 投资变动           | 42          | -219        | 10          | 10          | 10          |
| 其他             | 12          | 3           | -22         | -20         | -20         |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-376</b> | <b>128</b>  | <b>92</b>   | <b>10</b>   | <b>-13</b>  |
| 银行借款           | 12          | 431         | 200         | 150         | 170         |
| 股权融资           | 20          | 91          | 0           | 0           | 0           |
| 其他             | -408        | -394        | -108        | -140        | -183        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-128</b> | <b>-309</b> | <b>-13</b>  | <b>38</b>   | <b>105</b>  |
| <b>期初现金余额</b>  | <b>644</b>  | <b>516</b>  | <b>207</b>  | <b>194</b>  | <b>232</b>  |
| <b>期末现金余额</b>  | <b>516</b>  | <b>207</b>  | <b>194</b>  | <b>232</b>  | <b>337</b>  |

**主要财务比率**

| 至 12 月 31 日     | 2023A   | 2024A | 2025E  | 2026E | 2027E |
|-----------------|---------|-------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |         |       |        |       |       |
| 营业收入            | 55.8%   | 19.6% | 60.3%  | 14.7% | 10.9% |
| 营业利润            | 1,199.3 | 8.9%  | 131.6% | 11.7% | 5.5%  |
| 归母净利润           | 571.7%  | -3.1% | 148.3% | 10.7% | 5.7%  |
| <b>获利能力</b>     |         |       |        |       |       |
| 毛利率             | 52.0%   | 49.4% | 52.6%  | 50.8% | 49.6% |
| 净利率             | 21.8%   | 18.4% | 27.2%  | 26.3% | 25.0% |
| ROE             | 5.4%    | 5.2%  | 11.8%  | 11.9% | 11.5% |
| ROIC            | 4.8%    | 4.7%  | 9.2%   | 9.3%  | 9.5%  |
| <b>偿债能力</b>     |         |       |        |       |       |
| 资产负债率           | 24.3%   | 33.9% | 35.3%  | 35.0% | 35.0% |
| 净负债比率           | 32.0%   | 51.2% | 54.5%  | 53.9% | 53.9% |
| 流动比率            | 2.08    | 0.86  | 0.69   | 0.65  | 0.79  |
| 速动比率            | 1.62    | 0.52  | 0.42   | 0.42  | 0.57  |
| <b>营运能力</b>     |         |       |        |       |       |
| 总资产周转率          | 0.18    | 0.21  | 0.29   | 0.30  | 0.30  |
| 应收账款周转率         | 4.38    | 15.55 | 25.17  | 37.63 | 51.27 |
| 存货周转率           | 3.56    | 4.17  | 6.12   | 8.14  | 10.08 |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |       |        |       |       |
| 每股收益            | 0.14    | 0.14  | 0.35   | 0.38  | 0.40  |
| 每股经营现金流         | 0.30    | 0.22  | 0.55   | 0.60  | 0.60  |
| 每股净资产           | 2.61    | 2.67  | 2.92   | 3.21  | 3.51  |
| <b>估值比率</b>     |         |       |        |       |       |
| P/E             | 53.14   | 49.21 | 30.20  | 27.29 | 25.81 |
| P/B             | 2.85    | 2.58  | 3.57   | 3.25  | 2.96  |
| EV/EBITDA       | 27.90   | 22.65 | 18.92  | 17.21 | 15.77 |

## 广发批零与社会服务行业研究小组

嵇文欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。

方心诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024 年加入广发证券发展研究中心。

孟鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。

包晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

杨起帆：高级分析师，香港大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

罗艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024 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<br>26 号广发证券大厦 47<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001 号太平金融大厦<br>31 层 | 北京市西城区月坛北<br>街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区南泉<br>北路 429 号泰康保险<br>大厦 37 楼 | 香港湾仔骆克道 81 号<br>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，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。