

【广发传媒&海外】东方甄选 (01797.HK)

业务内生增长亮眼，看好自营品持续扩张

核心观点：

- **东方甄选发布 FY2026H1 财报。**根据公司财报，东方甄选 FY26H1 实现总营收 23.12 亿元，同比 FY25H1 总营收增长 5.72%，若剔除与辉同行直播间产生的总营收金额，则 FY26H1 总营收同比增长 17%，实现显著增长。利润端，FY26H1 毛利率同比增加 2.8pct 至 36.4%；净利润/经调整净利润均同比扭亏为盈，分别达到 2.39/2.58 亿元。
- **经营指标来看，**根据公司财报，FY26H1 GMV 41 亿元，剔除与辉同行则同比增长 16.4%。其中，自营品收入同比增长 18.1%至 20 亿元，占公司 GMV 的 52.8%；FY26H1 头部爆品包括益生菌、牛奶、虾仁、烤肠、刺梨汁等；渠道角度，抖音占公司整体 GMV 的大部分，自有 App 收入由 Y25H1 的 5 亿元增长至 6 亿元，占公司 GMV 比重达到 18.5%。
- **未来看点：（1）自营品：**截至 FY26H1，SKU 超过 800 款，26 年有望突破 1000 款。未来产品团队人员将继续增加。（2）**抖音账号矩阵：**近期已新开多个账号，如果蔬号、萌宠号、营养健康号等，未来将持续扩充账号，以提升产品曝光，支撑自营与外链商品推广。（3）**付费会员：**当前付费用户同比快速增长，公司正通过用户调研、未续费用户触达等方式提升续费率。随着爆款持续推出，会员转化将加速。此外，公司启动线下门店布局。
- **盈利预测与投资建议。**根据我们的盈利预测，预计公司 2026 财年实现营收 49.78 亿元，经调整净利 4.92 亿元。参考可比公司，遥望科技、交个朋友暂无机构预测；高端零食品牌良品铺子预计 26 年实现扭亏为盈，利润体量较小，因此 PE 估值较高；东方甄选的定位类似高端商超，山姆、Costco 等，为会员提供价格优惠、高品质的商品，由于山姆未独立上市，我们参考开市客，给予公司 2026 财年 52X PE，对应合理价值 27.14 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**行业竞争加剧、直播电商监管趋严、食品安全等相关风险。

盈利预测：（全文如无特殊说明，财务及业务数据货币单位均为人民币，财年截至 5/31）

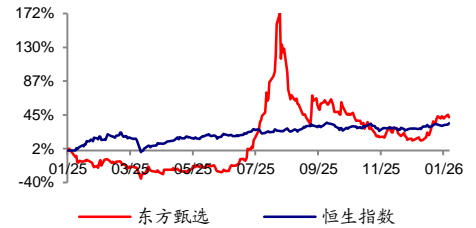
单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入	6,526	4,392	4,978	5,950	6,979
增长率 (%)	68.1%	-32.7%	13.3%	19.5%	17.3%
EBITDA	499	112	605	794	950
NonGAAP 归母净利	709	174	492	638	760
增长率 (%)	-	-75.5%	182.9%	29.7%	19.0%
NonGAAP EPS(元/股)	0.69	0.17	0.47	0.61	0.72
NonGAAP PE	23.8	69.9	48.3	37.3	31.3
NonGAAP ROE (%)	14.3%	3.4%	8.9%	10.4%	11.1%
EV/EBITDA	29.3	85.9	34.0	26.1	20.9

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心（注：年份为财年口径，归母净利润为经调整口径。市盈率以经调整净利为基数。汇率按 1 港币=0.89 元人民币计算）

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	25.24 港元
合理价值	27.14 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-01-30

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

分析师：

廖志国



SAC 执证号: S0260525060001



021-38003665



liaozhiguo@gf.com.cn

分析师：

罗悦纯



SAC 执证号: S0260524120001



021-38003562



luoyuechun@gf.com.cn

请注意，廖志国、罗悦纯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：

【广发传媒&海外】东方甄选 2025-02-09
(01797.HK):业绩受与辉同行剥离影响，微信小店有望带来长期增量

目录索引

一、26H1 业绩：内生增长亮眼，盈利能力增强.....	4
二、主业跟踪：自营品持续扩张，付费会员粘性增强.....	5
（一）自营品：SKU 突破 800 款，成为 GMV 主要构成.....	5
（二）自有 APP：占 GMV 比重提升，付费会员偏好自营品.....	6
（三）渠道建设：抖音垂类账号覆盖不同场景，开启线下尝试.....	8
三、盈利预测和投资建议.....	9
四、风险提示.....	10

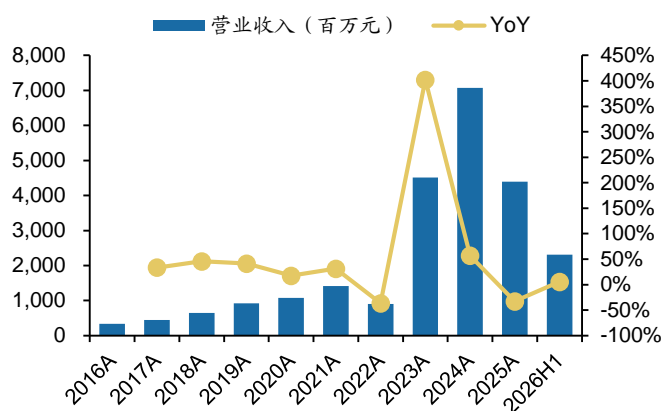
图表索引

图 1: 东方甄选整体营收 (百万元)	4
图 2: 东方甄选期间利润 (百万元)	4
图 3: 东方甄选毛利率 (%)	4
图 4: 东方甄选费用率水平 (%)	4
图 5: 东方甄选自营品 SKU 数量	6
图 6: 东方甄选自营品占公司 GMV 比重	6
图 7: 东方甄选 App 付费会员年费	7
图 8: 东方甄选 App 付费会员权益	7
图 9: 东方甄选自有 App 占 GMV 比重	7
图 10: 东方甄选自有 App 付费会员数 (万人)	7
图 11: 东方甄选抖音直播间月度 GMV (元)	8
表 1: 东方甄选自营品月度销量 Top10 榜单	5
表 2: 东方甄选盈利预测 (百万元)	9
表 3: 东方甄选可比公司估值表	10

一、26H1 业绩：内生增长亮眼，盈利能力增强

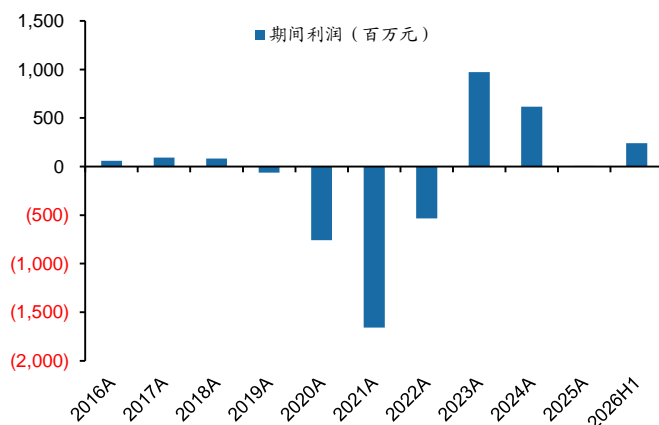
FY2026H1 业绩概况：东方甄选FY26H1实现总营收23.12亿元，同比FY25H1总营收增长5.72%，若剔除与辉同行直播间产生的总营收金额，则FY26H1总营收同比增长17%，实现显著增长。FY26H1，公司实现净利润2.39亿元，实现扭亏为盈。

图 1：东方甄选整体营收（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

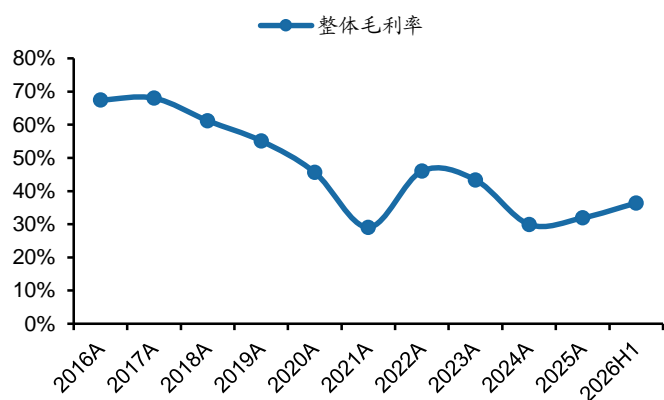
图 2：东方甄选期间利润（百万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

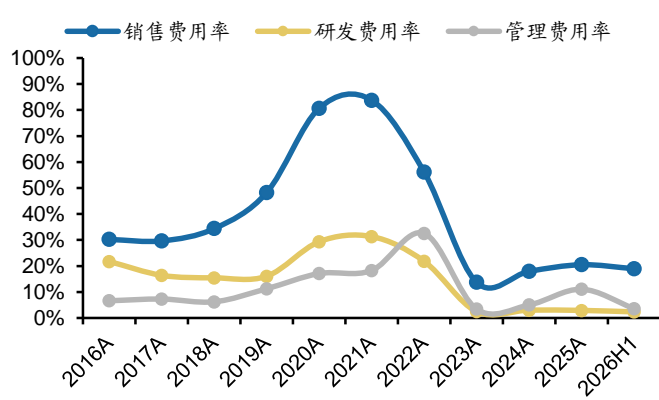
FY26H1，公司毛利率由FY25H1的33.6%提升至36.4%，主因自营业务营收增长18.1%至20亿元，占总GMV 52.8%，产品结构优化带动高毛利品类（如海鲜、调味品、日用品）占比提升。费用来看，行政开支同比大幅下降78.6%至8390万元，FY25H1分派与辉同行剩余利润所致一次性影响消除。

图 3：东方甄选毛利率（%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：东方甄选费用率水平（%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、主业跟踪：自营品持续扩张，付费会员粘性增强

（一）自营品：SKU突破800款，成为GMV主要构成

重点打磨自营品，加大品类的扩张。与辉同行剥离后，公司进行战略调整，注重自营品的打磨。在品类方面，根据东方甄选公众号发布的自营品月度销量榜单，鸡蛋、烤肠、吐司、牛奶等表现稳健，除日常食品之外，畅销品类也扩张至日用品（如卫生巾）、保健品（如即食益生菌粉、软糖等）领域。其中，根据东方甄选公众号，截至2025年底，烤肠累计销量已突破2.7亿根；鸡蛋售出了近2亿枚；吐司销量超1亿片，牛奶送达了1.9亿次；益生菌粉上市不到5个月售出近198万盒，累计销售额超1亿元；2025年6月，东方甄选首次切入女性护理市场，推出自营卫生巾产品，6月16日产品首发，首日14小时内销量即突破30万包；6月18日全网上线，当日实现订单14.7万单，售出超106万包。

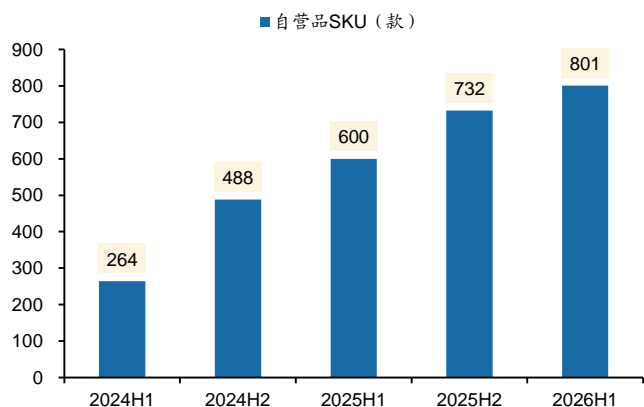
表 1：东方甄选自营品月度销量Top10榜单

	5月销量TOP10	6月销量TOP10	7月销量TOP10	8月销量TOP10	9月销量TOP10	10月销量TOP10	11月销量TOP10	2025年销量TOP10
1	谷物鲜鸡蛋	谷物鲜鸡蛋	谷物鲜鸡蛋	谷物鲜鸡蛋	谷物鲜鸡蛋	蜜柚	谷物鲜鸡蛋	谷物鲜鸡蛋
2	吐司系列	烤肠	青虾仁	青虾仁	沙漠牛奶	谷物鲜鸡蛋	脐橙	吐司系列
3	粽子	卫生巾	吐司系列	吐司系列	吐司系列	云南冰糖橙	果冻橙	沙漠纯牛奶
4	纯牛奶	纯牛奶	益生菌	益生菌	翠香猕猴桃	吐司系列	吐司系列	烤肠
5	洛川苹果	吐司	软糖系列	软糖系列	烤肠系列	烤肠系列	沙漠牛奶	软糖系列
6	普罗斯旺番茄	即食益生菌粉	鸡胸肉	鸡胸肉	秋月梨	沙漠牛奶	洛川苹果	青虾仁
7	伦晚脐橙	软糖系列	彩虹黄油蟠桃	彩虹黄油蟠桃	彩虹红心蜜柚	火腿肠系列	烤肠系列	香煎鸡胸肉
8	软糖系列	香煎鸡胸肉	烤肠	烤肠	潮汕牛肉丸	鸡胸肉	软糖	洛川苹果
9	即食益生菌粉	贝贝南瓜	纯牛奶	纯牛奶	纯火腿肠系列	软糖系列	火腿肠系列	益生菌
10	火腿肠	火腿肠	轻薄速吸卫生巾	轻薄速吸卫生巾	软籽石榴	即食益生菌粉	酸菜鱼&番茄鱼	火腿肠系列

资料来源：东方甄选公众号，广发证券发展研究中心

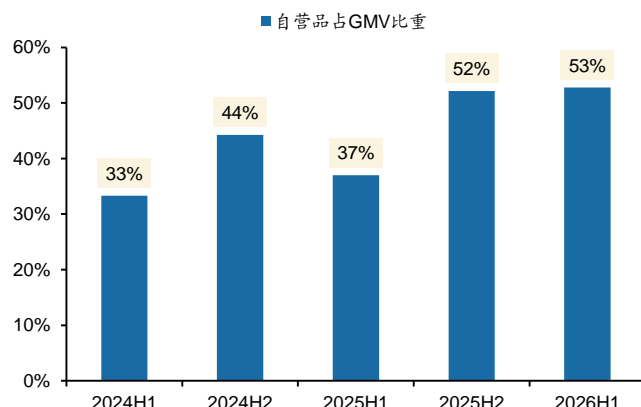
自营品SKU快速增长，成为公司GMV主要构成。运营数据来看，根据东方甄选财报，截至FY26H1，东方甄选自营品SKU已增加至801款，带动自营业务营收增长18.1%；自营品占GMV比重超过52%。

图 5: 东方甄选自营品SKU数量



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 6: 东方甄选自营品占公司GMV比重



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

从用户反馈出发, 挖掘产品需求; 优化供应链, 保障自营品质量控制。在产品需求侧, 公司定期回应“客户之声”, 即用户的提问和建议, 如心愿清单、希望上架的产品、产品的改善建议等, 公司近百位产品经理以及公司管理层入驻东方甄选App社区论坛, 长期倾听用户反馈。在供应链侧, 根据东方甄选公众号, 公司对代工厂实行严苛筛选, 核查营业执照、食品生产许可证等核心文件, 要求生产设备和工艺流程达到行业领先水平。2025年, 公司投入数千万元用于产品检测。

(二) 自有 App: 占 GMV 比重提升, 付费会员偏好自营品

自有App付费会员有效提升用户粘性与忠诚度。在自有App上的付费会员能够以199元的年费, 享受涵盖百款自营品与非自营品88折优惠、每月享优惠券、66元入会礼券包、旅游度假爆款9折起、每月发放直播礼物、省钱无忧保障(省不够随时退)、专属客服优先答疑等八大权益。

图 7: 东方甄选App付费会员年费



数据来源: 东方甄选 App 截图, 广发证券发展研究中心

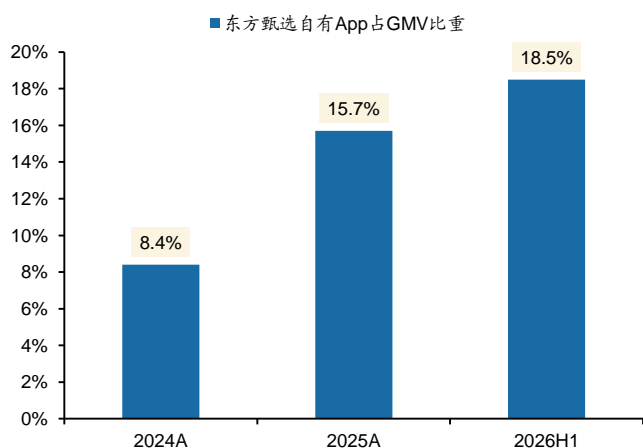
图 8: 东方甄选App付费会员权益



数据来源: 东方甄选 App 截图, 广发证券发展研究中心

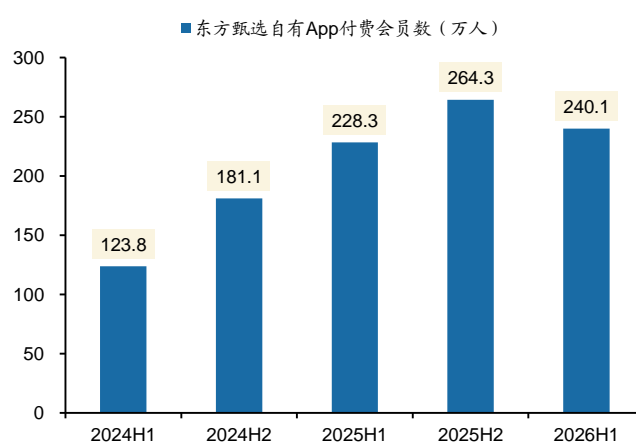
自有App占GMV比重显著提升, 自营品占比较高。丰富的会员权益, 以及借助新东方校区等渠道线下推广, 东方甄选自有App占GMV的比重不断提升。东方甄选App的付费会员保持提升趋势, 截至FY26H1为240万人左右(相比FY25A略有下降, 主要是由于2025财年推出了“亲友卡”活动, 且部分会员在新订阅期的续费时间晚于去年同期, 大量续费发生在后面几个月)。其中, FY26H1自有App的自营品GMV占公司自营品GMV的28.6%, 高于自有App总GMV占公司总GMV的比重, 说明付费会员对自营品品质的偏好和信任。根据公司财报, 来自自有App的营收由FY25H1的5亿元同比增长至6亿元。

图 9: 东方甄选自有App占GMV比重



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 10: 东方甄选自有App付费会员数(万人)

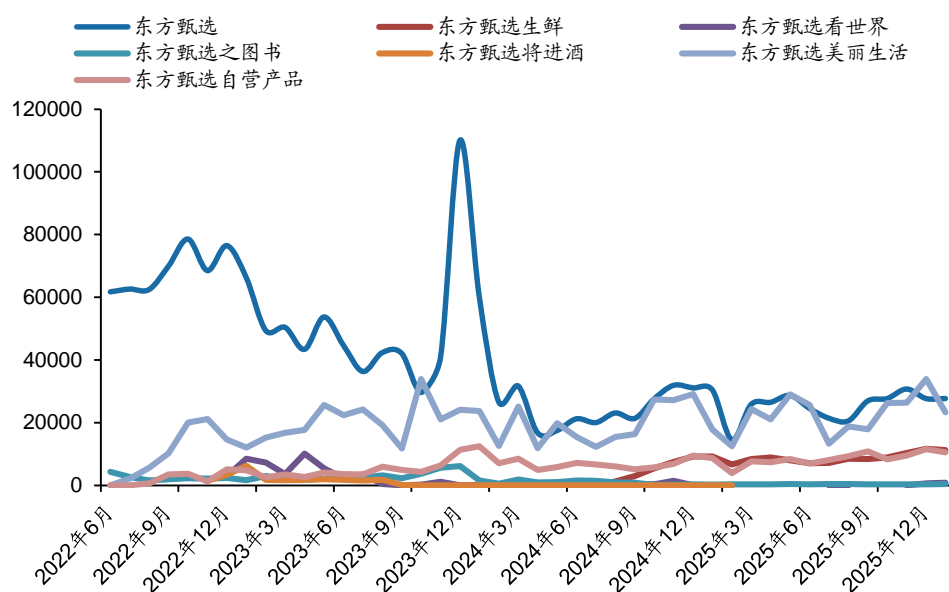


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

（三）渠道建设：抖音垂类账号覆盖不同场景，开启线下尝试

抖音作为公司GMV的主要来源，账号矩阵化运营成效显著。除“东方甄选”“美好生活”等综合性账号之外，公司持续孵化生鲜、图书、看世界、自营产品、将进酒等多个细分垂类账号，形成了覆盖不同消费场景与用户需求的账号矩阵。26年1月22日，“东方甄选诗酒人生”抖音直播间开播，开播十分钟即登上抖音总榜第一，当晚GMV突破2000万元。根据公司财报，公司近期在抖音上建立了更多新的矩阵账号，包括东方甄选果蔬旗舰店、家居馆、营养健康、萌宠生活及零食速食等。不同直播账号之间能够设备共用，推出成本较低，同时能够借助不同品类或风格作为切入点，打开公司在抖音上的发展空间。

图 11：东方甄选抖音直播间月度GMV（万元）



数据来源：新抖，广发证券发展研究中心

注：1月数据截至1月26日

东方甄选即将启动线下门店布局。根据公司财报，东方甄选即将开设首家线下体验店——位于北京中关村的439平方米旗舰店，为消费者提供一站式“购物+休闲+社交”体验。该店不仅将展示本集团涵盖生鲜、零食、日用品及家居用品全品类的数百款自营产品，还将引入多样化的第三方品牌产品。店内亦将设有产品溯源展示区及试吃站等互动区域，通过实体品质展示强化消费者信任。该店聚焦于满足社区消费需求，将提供在线下单、店内送货及取货以及会员专属福利等便利服务。

三、盈利预测和投资建议

公司当前主业仅包括直播电商业务，教育业务已出售给新东方集团。公司直播电商业务布局至今已经形成具有自身特色的账号及主播体系，自营品和供应链也在持续完善中，品牌认知已逐步建立。“与辉同行”剥离后，公司积极拓展抖音账号矩阵，以及加大自身App建设力度。基于此，我们调整对公司的盈利预测。

我们预计公司直播电商业务2026-2027财年GMV分别为87.75、100.91亿元，确认收入分别为49.78、59.50亿元，同比增速13.3%、19.5%；得益于高毛利品类GMV占比的提升，以及人员成本的下降，26财年H1直播电商业务健康发展，毛利率同比增加2.8pct至36.4%。因此在业务健康发展的情况下，预计2026-2027公司毛利率分别为36.4%、36.7%；费用端，26财年H1三费均同比有所下降，其中管理费用同比大幅下降3亿元至8390万元，主要由于FY25H1分派与辉同行剩余额利润所致一次性影响消除。预计25/26财年公司销售费用率分别为19.0%/18.0%，研发费用率分别为2.3%/2.3%，管理费用率分别为3.6%/3.6%。我们预测公司2026-2027财年终调整净利分别为4.92、6.38亿元。

表 2: 东方甄选盈利预测 (百万元)

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
直播电商业务	6,525.55	4,392.07	4,978.06	5,950.31	6,978.70
YoY	68.1%	-32.7%	13.3%	19.5%	17.3%
GMV	14,300	8,700	8,775	10,091	11,403
YoY	43%	-39%	17%	15%	13%
毛利率	25.9%	32.0%	36.4%	36.7%	37.0%
合计营收 (不包含已终止业务)	6,525.55	4,392.07	4,978.06	5,950.31	6,978.70
YoY	44.7%	-32.7%	13.3%	19.5%	17.3%
经调整净利	709	174	492	638	760

资料来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司自营产品及直播电商业务采用PE估值，根据我们的盈利预测，我们预计公司2026财年公司实现营收49.78亿元，经调整净利4.92亿元。参考可比公司，遥望科技、交个朋友暂无机构预测；高端零食品牌良品铺子预计26年实现扭亏为盈，利润体量较小，因此PE估值较高；东方甄选的定位类似高端商超，山姆、Costco等，Costco和山姆的经营模式均为大型会员制仓储超市，为会员提供价格优惠、高品质的商品，会员制模式有效提升用户粘性和复购率，同时也会依托高端定位、注重品质的品牌效应，推出自营产品，东方甄选的定位也强调品质、健康，推出了付费会员制，沉淀核心用户群体，因此给予东方甄选2026财年52X PE，对应合理市值255.81亿人民币（286.05亿港币），对应合理价值27.14港元/股，维持“买入”评级。

表 3: 东方甄选可比公司估值表

公司名称	公司代码	市值(亿元)	货币单位	净利润(亿元)				PE 估值水平			
				2024A	2025A/E	2026E	2027E	2024A	2025A/E	2026E	2027E
遥望科技	002291.SZ	74.75	人民币	-10.01	-	-	-	-	-	-	-
开市客	COST.O	4,264.61	美元	73.67	80.99	82.21	90.46	57.9	52.7	51.9	47.1
良品铺子	603719.SH	48.68	人民币	-0.46	-1.45	0.28	0.93	-	-	173.9	52.3
交个朋友	01450.HK	13.59	人民币	0.82	-	-	-	16.6	-	-	-

资料来源: Bloomberg、Wind, 广发证券发展研究中心

注: 统计截止日期为 1 月 29 日收盘, 上市公司盈利预测来自 Bloomberg、Wind 一致预期。

四、风险提示

(一) 行业竞争加剧

零售电商大盘增速趋缓后, 直播电商平台竞争愈发激烈, 在抖快等平台经营直播电商业务的服务商, 包括东方甄选、遥望网络在内, 对流量的竞争预计也会加剧。

(二) 直播电商监管趋严

直播电商行业监管政策出台, 对直播内容、主播税收等方面持续加强管理。

(三) 食品安全等相关风险

公司直播电商业务涉及较多食品产品销售, 尤其是生鲜冷冻食品, 如若有食品安全等问题, 或带来较大售后成本以及声誉风险。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产合计	6,164	5,759	6,298	6,511	7,319
现金及现金等价物	2,262	2,500	3,223	3,096	3,934
应收账款及票据	32	27	31	36	44
存货	422	309	223	315	405
其他	3,447	2,923	2,821	3,064	2,936
非流动资产合计	378	334	353	281	289
固定资产净值	43	32	30	28	26
长期投资	168	221	210	200	210
商誉及无形资产	99	53	53	53	53
其他	67	28	61	0	0
资产总额	6,542	6,093	6,652	6,792	7,609
流动负债合计	1,513	955	1,073	625	734
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款及票据	612	433	367	488	616
其他	901	522	705	137	118
非流动负债合计	59	20	20	20	20
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	59	20	20	20	20
总负债	1,572	975	1,093	645	754
普通股股本	0	0	0	0	0
储备	4,969	5,117	5,558	6,146	6,854
其他	0	0	0	0	0
归母权益总额	4,969	5,117	5,558	6,146	6,854
少数股东权益	0	1	1	1	1
股东权益合计	4,970	5,118	5,559	6,147	6,855
负债及股东权益合计	6,542	6,093	6,652	6,792	7,609

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	6,526	4,392	4,978	5,950	6,979
营业成本	4,834	2,988	3,168	3,769	4,396
毛利	1,692	1,404	1,810	2,181	2,583
其他收入	0	0	0	0	0
营销费用	866	902	946	1,071	1,256
行政管理费用	396	485	179	214	251
研发费用	132	127	114	137	161
其他营业费用合计	5	3	0	0	0
营业利润	294	-113	570	759	915
利息收入	0	0	0	0	0
利息支出	2	3	1	1	1
权益性投资损益	4	-1	0	0	0
其他非经营性损益	138	177	0	0	0
除税前利润	434	61	569	758	914
所得税	185	55	128	171	206
合并净利润	249	6	441	587	709
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	249	6	441	587	709
NonGAAP 归母净利	709	174	492	638	760

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	856	89	489	-33	892
合并净利润	249	6	441	587	709
折旧与摊销	63	49	35	35	35
营运资本变动	51	-11	11	-656	148
其他非经营性调整	-977	45	1	1	1
投资活动现金流净额	203	195	236	-93	-53
处置固定资产收益	2	1	0	0	0
资本性支出	-49	-26	-33	-33	-33
投资资产支出	-525	-376	302	-121	-20
其他	775	597	-33	61	0
融资活动现金流净额	-15	-53	-1	-1	-1
长期债权融资	-43	-35	0	0	0
股权融资	28	-19	0	0	0
支付股利	0	0	0	0	0
其他	0	0	-1	-1	-1
现金净增加额	1,097	237	723	-127	838
期初现金余额	1,165	2,262	2,500	3,223	3,096
期末现金余额	2,262	2,500	3,223	3,096	3,934

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
主营收入增长率	68.1%	-32.7%	13.3%	19.5%	17.3%
营业利润增长率	-69.4%	-138.3%	-606.5%	33.1%	20.6%
NonGAAP 业绩增速	-	-75.5%	182.9%	29.7%	19.0%
获利能力					
毛利率	25.9%	32.0%	36.4%	36.7%	37.0%
NonGAAP 净利率	0.0%	0.0%	9.9%	10.7%	10.9%
NonGAAP ROE	14.3%	3.4%	8.9%	10.4%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	24.0%	16.0%	16.4%	9.5%	9.9%
有息负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.1	6.0	5.9	10.4	10.0
利息保障倍数	201.9	21.7	570.2	759.0	915.2
营运能力					
应收账款周转天数	1.9	2.4	2.3	2.2	2.3
存货周转天数	21.0	44.0	25.3	30.1	33.1
应付账款周转天数	35.3	62.9	41.7	46.6	50.4
每股指标					
NonGAAP EPS	0.69	0.17	0.47	0.61	0.72
每股净资产	4.82	4.89	5.28	5.83	6.51
每股经营现金流	0.83	0.09	0.46	-0.03	0.85
估值比率					
NonGAAP PE	23.8	69.9	48.3	37.3	31.3
PB	3.4	2.4	4.3	3.9	3.5
EV/EBITDA	29.3	85.9	34.0	26.1	20.9

广发传媒与互联网行业研究小组

- 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。
- 廖志国：联席首席分析师，硕士，毕业于莫纳什大学，2025年6月加入广发证券，曾任职于华创证券研究所，4年证券行业研究经验。
- 周喆：资深分析师，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 章驰：资深分析师，硕士，毕业于北京大学，2023年8月加入广发证券发展研究中心。
- 罗悦纯：资深分析师，硕士，毕业于中南财经政法大学，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 宾特丽亚：高级分析师，硕士，毕业于清华大学，2026年加入广发证券，曾任职于光大证券，2年证券行业研究经验。
- 黄静仪：高级研究员，华东师范大学硕士，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 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。