

芒果超媒 (300413.SZ)

广告运营商业业务复苏, AI+影视优化成本

核心观点:

- **公司发布25年报和26Q1季报:** 芒果超媒2025全年总收入达到138.13亿元, YoY-2%, 归母净利润为12.27亿元, 同比下滑10%。分业务来看, 2025年广告收入为38亿元, 同比增长11%, 广告深耕价值营销, 重构IP的台网联动价值, 探索“内容+品牌”深度共创, 拓展了人工智能、新能源、新消费、新文旅等高增长赛道的广告客户。2025年运营商业业务收入达到16亿元, 同比增长4%。借助于超高清视频大屏发展窗口期, 运营商业业务呈现了底部持续复苏的趋势。2025年会员业务收入达到46亿元, 同比下滑10%, 公司披露年末芒果TV有效会员规模达7560万, 会员收入增长承压, 主要受部分节目会员创收不及预期影响。26Q1公司实现收入30.84亿元, 同比增长6%, 广告和运营商稳健复苏, 会员业务受大剧排播影响短期仍有压力, 年内公司备有多部优质剧集, 《美顺与长生》、《何不同舟渡》、《咸鱼飞升》等有望拉动会员收入的复苏。26Q1归母净利润为1.99亿元, 同比下滑47%。利润指标同比下降, 主要是由于公允价值变动以及部分业务毛利率下降。
- **广电21条对内容审核的提效, 和中剧等品类供给的促进, 以及AI对影视制作内容带来的积极变化, 或在年内到明年陆续显现。** 我们看到广电21条后, 对中剧等剧集品类的题材和创新促进持续, 下半年随着更多中剧内容上线, 以及视频模型的持续迭代, 驱动影视工业流程的AIGC重塑, 保守来看有望减轻行业成本, 乐观来看或带动供给侧复苏。
- **盈利预测与投资建议:** 预计内容供给复苏带动或稳定会员业绩, 头部内容驱动广告收入复苏持续, 2026-28年实现归母净利润17.77亿元、22.55亿元和25.30亿元。参考可比公司估值, 按分部加总法算, 公司的合理价值601亿元, 对应为32.13元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 内容行业竞争加剧、内容制作周期波动、政策监管风险等。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,080	13,813	14,568	15,361	16,210
增长率 (%)	-3.7%	-1.9%	5.5%	5.4%	5.5%
EBITDA	7,295	6,426	6,073	6,666	7,302
归母净利润	1,364	1,227	1,777	2,255	2,530
增长率 (%)	-61.6%	-10.1%	44.8%	26.9%	12.2%
EPS (元/股)	0.73	0.66	0.95	1.21	1.35
市盈率 (P/E)	36.9	37.2	21.7	17.1	15.2
ROE (%)	6.1%	5.3%	7.0%	8.1%	8.5%
EV/EBITDA	6.4	6.8	5.4	4.8	4.3

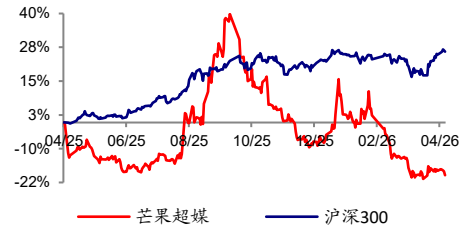
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	20.62元
合理价值	32.13元
前次评级	买入
报告日期	2026-04-26

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

分析师:

周喆



SAC 执证号: S0260523050003

SFC CE No. BJD408



010-59136890



zhouzhe@gf.com.cn

相关研究:

- 芒果超媒 (300413.SZ): 三 2025-10-26
季度广告复苏, 关注后续内容供给
- 芒果超媒 (300413.SZ): 长 2025-08-25
剧商业模式转变, 芒果引来新机遇
- 芒果超媒 (300413.SZ): 剧 2025-04-28
集取得长足进步, 投入以夯实全品类竞争力

一、25年&26Q1 业绩表现和营收预测

公司业绩报引用云合数据指出，25年长视频行业综艺和长剧供给基本稳定，但有效播放量同比有不同程度下降，平台更加聚焦虹吸效应明显的头部内容，长视频竞争格局较为稳定。公司年报中指出，QM数据显示，2025年，腾讯视频、爱奇艺、芒果TV、优酷长年均 MAU分别为3.62亿、3.51亿、2.68亿和1.87亿。各平台立足自身发展阶段，依托优质内容，挖掘增量+深耕存量，通过升级会员体验和权益体系、推动高质量会员业务持续发展。AI新技术助力产品创新与广告投放效率提升。**IP衍生品市场规模持续扩容，AI技术推动行业变革。**IP衍生品市场日益繁荣，从供给端看，优质内容 IP 持续涌现，开发形态从传统周边向潮玩、实景娱乐、电商、文旅等多元场景延伸，产业链日趋成熟。芒果TV依托优质内容IP，结合小芒电商等渠道优势，有望在IP衍生品市场的发展中获得一定的机遇。随着AI视频模型的迅速迭代，芒果搭建内容创新竞标体系与创意研发生产全链条，成立 AIGC 创新内容中心，依托芒果大模型实现全链路赋能，确保内容创新快速响应与高效落地。

芒果超媒2025全年总收入达到138.13亿元，YoY-2%，归母净利润为12.27亿元，同比下滑10%。扣非归母净利润为11.52亿元，同比下滑30%。年末总资产规模达331.72 亿元。2025年毛利率为23%，同比下滑6pct，主要考虑公司进一步加大戏剧的投入和排播，对毛利率有一定的侵蚀，但长期利好公司丰富内容矩阵的综合竞争力，拉动中长期高质量会员和品牌广告业务持续增长。

分业务来看，2025年广告收入为38亿元，同比增长11%，广告深耕价值营销，重构IP的台网联动价值，探索“内容+品牌”深度共创，拓展了人工智能、新能源、新消费、新文旅等高增长赛道的广告客户。公司在年报中指出，芒果综艺客户数量保持长视频平台的首位，单客贡献值领跑行业，优质的剧集例如《国色芳华》、《锦绣芳华》等广告招商金额、和首播单集广告数均创平台新高，广告业务在二季度环比回暖基础上，下半年持续向好，从26Q1的复苏趋势来看，广告整体呈现向好趋势。未来公司有望凭借优质内容持续吸引广告投放，进一步提升广告收入。

2025年运营商业收入达到16亿元，同比增长4%。运营商业呈现了底部持续复苏的趋势，借助于超高清视频大屏发展窗口期，打造“云电视”“大屏随心看”等IPTV专属超高清产品，上线了超3万小时超高清内容。通过高品质服务促进业务的复苏。

2025年会员业务收入达到46亿元，同比下滑10%，公司披露年末芒果TV有效会员规模达7560万，会员收入增长承压，主要受部分节目会员创收不及预期影响。2025年其他业务收入整体为37亿元，整体下滑主要因传统电商板块主动调整运营策略。新业务取得进展，小芒电商2025年GMV达186亿元，首次实现年度盈利，战略定位由“IP 商业化探索者”升级为“情绪经济引领者”，通过内容IP捕捉情绪消费市场机遇，自营产品布局了卡牌、毛绒等情绪附加值高的核心品类，芒果推出首个潮玩IP名为“Cluebie”，和节目合作，零售端进驻全国近三千家合作门店，覆盖80城。

26Q1公司实现收入30.84亿元，同比增长6%，广告和运营商稳健复苏。2026 年第一季度，据云合数据等第三方平台统计，公司旗下核心新媒体平台芒果 TV 的综艺市场份额继续保持行业领先。其中，《大侦探第十一季》、《你好，星期六》、

《快乐老友·有风季》、《亲爱的·客栈 2026》、《有你的恋歌第二季》等综艺节目表现亮眼。在核心内容的支撑下，广告业务、运营商业务同比保持较快增速，会员业务承压主要受重点影视剧排播节奏及播出效果的影响。利润指标同比下降，主要是由于公允价值变动以及部分业务毛利率下降。二季度芒果 TV 重磅综艺《乘风 2026》上线即引发全网热议。后续，芒果TV储备内容值得关注的有《美顺与长生》、《何不同舟渡》、《咸鱼飞升》等优质剧集，有望拉动会员收入的复苏。

表1: 公司营收利润表拆分和预测

单位: 亿元人民币	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	158.01	139.77	146.28	140.80	138.13	145.68	153.61	162.10
Yoy	13%	-12%	5%	-4%	-2%	5%	5%	6%
新媒体平台运营业务	113	104	106	102	101	105	112	119
Yoy	24%	-7%	2%	-4%	-1%	3%	7%	7%
广告业务	55	40	35	34	38	40	42	45
Yoy	32%	-27%	-12%	-3%	11%	4%	6%	6%
会员业务	37	39	43	51	46	46	50	54
Yoy	13%	6%	10%	19%	-10%	0%	8%	7%
会员数 (万)	5040	5916	6653	7331	7560	7850	8050	8150
ARPU (元)	7.1	6.0	5.7	6.1	5.2	5.0	5.2	5.5
运营商业务	21	25	28	16	16	18	19	20
yoy	27%	18%	10%	-42%	4%	5%	5%	5%
其他业务 (内容制作+新媒体零售+其他)	45	36	40	39	37	41	42	43
yoy		-22%	13%	-3%	-5%	11%	3%	3%
归母净利润	21.73	18.64	35.56	13.64	12.27	17.77	22.55	25.30
扣非归母净利润	20.68	16.04	16.95	16.45	11.52	18.51	23.30	26.04
归母净利-YoY	10%	-14%	91%	-62%	-10%	45%	27%	12%
扣非归母净利-YoY		-22%	6%	-3%	-30%	61%	26%	12%
归母净利率	14%	13%	24%	10%	9%	12%	15%	16%
扣非归母净利率	13%	11%	11.6%	11.7%	8%	13%	15%	16%
	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用	2,469	2,245	2,260	1,991	2,048	2,011	2,074	2,107
管理费用	696	647	612	440	478	472	476	486
研发费用	272	258	279	264	284	311	323	340
毛利率	37%	34%	33%	29%	23%	28%	30%	32%
销售费用/收入 (%)	16%	16%	15%	14%	15%	14%	14%	13%
管理费用/收入 (%)	4%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
研发费用/收入 (%)	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
占比	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E

广告	35%	29%	24%	24%	28%	27%	28%	28%
会员	23%	28%	29%	37%	34%	32%	32%	33%
运营商	13%	18%	19%	11%	12%	13%	13%	13%
其他	29%	25%	27%	28%	27%	28%	27%	27%

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心；注：费用率是用费用绝对值除以当期收入；

二、投资建议

芒果超媒的业务组合具备抗风险的韧性，短期会员营收受内容排播导致下滑，但广告和运营业务呈现持续复苏态势，公司结合AIGC也积极拥抱AI+内容制作的产业趋势，可能在后续带动内容成本的持续优化，进而释放利润。广电21条后，内容审核流程缩短，也有望带动公司项目流转效率的改善，下半年更多内容受益于审核宽松和AI赋能，或逐步提升产业供给，带动平台经营水平的复苏。

我们预计内容供给复苏带动或稳定会员业绩，头部内容驱动广告收入复苏的持续，公司2026-2028年将实现归母净利润17.77亿元、22.55亿元和25.30亿元。参照流媒体平台影视制作公司的PS估值平均值为5x，考虑影视和剧集行业贝塔尚待政策兑现和供给回暖修复，给予芒果TV的流媒体业务对应2026年营收4X PS合理价值对应为509亿元人民币，IPTV/OTT业务（参考新媒股份）对应5X的PS估值对应为92亿人民币合理价值，对应公司的合理价值601亿元，对应为32.13元/股，维持“买入”评级。

表 2: 芒果超媒估值讨论

业务类型	估值方法	合理估值	2023E 营收 (百万元)	对应总合理价值 (百万元)	对应合理价值 (元/股)
芒果 TV	PS 业务估值	4x	12,721	50,885	27.20
IPTV/OTT 业务	PS 业务估值	5x	1,847	9,234	4.94
估值加总				60,119	32.13

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: 可比公司估值

公司名称	股票代码	市值 (LC mn)	收入 (LC mn)		净利润 (LC mn)		PS (x)		PE (x)	
			2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Netflix	NFLX US EQUITY	389,246	51,152	56,994	14,642	16,165	7.6	6.8	26.6	24.1
Disney	DIS US EQUITY	181,758	101,543	105,588	11,108	12,243	1.8	1.7	16.4	14.8
爱奇艺	IQ US EQUITY	1,127	3,978	4,096	10	80	0.3	0.3	111.0	14.1
华策影视	300133.SZ	16,069	3,352.4	3,676.3	411.2	475.8	4.8	4.4	39.1	33.8
光线传媒	300251.SZ	44,033	3,158.3	3,537.0	1,215.5	1,391.0	13.9	12.4	36.2	31.7
横店影视	603103.SH	13,337	2,940.0	2,859.0	354.5	371.0	4.5	4.7	37.6	35.9
新媒股份	300770.SZ	9,002	1,705.5	1,745.0	707.3	699.5	5.3	5.2	12.7	12.9

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心; 一致预期取自 4 月 25 日

三、风险提示

内容行业竞争加剧。来自短剧平台的竞争，或影响长剧和综艺对用户的吸引力，进而侵蚀长视频平台的基本盘。

内容制作周期波动。因内容制作或受各类不可控因素影响上线时间，内容对业绩的驱动弹性较大，进而一定程度影响短期业绩兑现。

政策监管风险。内容监管如果持续趋严，或影响内容对用户的吸引度，进而影响平台的会员、广告收益。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	17,872	14,328	16,909	17,929	18,798
货币资金	3,901	1,879	5,931	6,877	7,240
应收及预付	7,263	6,691	8,055	8,180	8,583
存货	1,332	1,320	1,887	1,786	1,835
其他	5,377	4,438	1,036	1,086	1,139
非流动资产总额	14,658	18,844	19,044	20,274	21,540
长期股权投资	0	28	0	0	0
固定资产	131	127	110	93	74
在建工程	0	0	0	0	0
使用权资产	237	149	149	149	149
无形资产	8,696	8,755	9,926	11,132	12,374
其他	5,594	9,785	8,859	8,900	8,942
资产总额	32,530	33,172	35,954	38,204	40,337
流动负债总额	9,803	9,620	10,404	10,295	10,296
短期借款	34	32	0	0	0
应付及预收	8,525	8,590	9,396	9,277	9,268
其他	1,244	998	1,008	1,018	1,028
非流动负债总额	197	132	127	136	144
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	197	132	127	136	144
负债总额	10,000	9,753	10,532	10,431	10,441
股本	1,871	1,871	1,871	1,871	1,871
其他	20,618	21,498	23,523	25,903	28,059
归母权益合计	22,489	23,369	25,394	27,773	29,930
少数股东权益	41	51	28	-1	-33
负债和股东权益	32,530	33,172	35,954	38,204	40,337

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	14,080	13,813	14,568	15,361	16,210
营业成本	9,992	10,624	10,450	10,719	11,012
营业税金及附加	72	87	75	79	83
销售费用	1,991	2,048	2,011	2,074	2,107
管理费用	440	478	472	476	486
研发费用	264	284	311	323	340
财务费用	-189	-8	-58	-96	-106
资产信用减值损失	-98	-130	-188	-197	-244
公允价值变动收益	0	410	-45	-45	-45
投资收益	285	251	240	245	4
营业利润	1,742	892	1,365	1,840	2,054
营业外收支	21	9	35	32	47
利润总额	1,763	901	1,400	1,872	2,100
所得税费用	420	-321	-354	-354	-397
合并净利润	1,343	1,222	1,754	2,226	2,497
少数股东损益	-21	-5	-23	-29	-32
归母净利润	1,364	1,227	1,777	2,255	2,530
EPS (元/股)	0.73	0.66	0.95	1.21	1.35

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	-25	1,184	5,232	6,784	7,159
合并净利润	1,343	1,222	1,754	2,226	2,497
折旧摊销	5,929	6,078	4,773	4,924	5,070
营运资金变动	-1,181	261	-1,258	-333	-661
其他	0	0	-1	-1	-1
投资活动现金流净额	-7,685	-2,812	-1,357	-5,971	-6,432
资本性开支	-165	-135	-5,866	-6,053	-6,234
投资	0	-506	167	-48	-87
其他	-7,521	-2,171	4,342	130	-111
融资活动现金流净额	-288	-397	212	133	-364
股本融资	160	79	0	0	0
债权融资	0	-2	-24	8	9
股利分配与偿付利息	-339	-414	0	0	0
其他	-109	-61	237	125	-373
现金净增加额	-7,997	-2,026	4,087	946	364
期初现金余额	11,867	3,870	1,844	5,931	6,877
期末现金余额	3,870	1,844	5,931	6,877	7,240

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	-3.7%	-1.9%	5.5%	5.4%	5.5%
营业利润增长率	-4.2%	-48.8%	53.0%	34.8%	11.6%
归母净利增长率	-61.6%	-10.1%	44.8%	26.9%	12.2%
获利能力					
毛利率	29.0%	23.1%	28.3%	30.2%	32.1%
净利率	9.5%	8.8%	12.0%	14.5%	15.4%
ROE	6.1%	5.3%	7.0%	8.1%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	30.7%	29.4%	29.3%	27.3%	25.9%
有息负债率	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	1.5	1.6	1.7	1.8
利息保障倍数	114.1	47.0	3246.8		
营运能力					
应收账款周转率	3.5	3.3	2.9	2.9	2.9
存货周转率	7.5	8.0	5.5	6.0	6.0
应付账款周转率	1.7	2.0	1.6	1.7	1.8
每股指标					
每股收益	0.73	0.66	0.95	1.21	1.35
每股净资产	12.02	12.49	13.57	14.85	16.00
每股经营现金流	-0.01	0.63	2.80	3.63	3.83
估值比率					
PE	36.9	37.2	21.7	17.1	15.2
PB	2.2	2.0	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.4	6.8	5.4	4.8	4.3

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。
- 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。