

# 【广发海外】同程艺龙 (00780.HK)

## 继续深挖低线城市业务发展机会

### 核心观点:

- **4 季度月活用户增长有望加快。**我们认为 19 年 4 季度公司的月活跃用户数量增长有望加快。这主要是因为 12 月份迎来春运售票高峰, 同时公司加强营销推广提高了曝光度。其中, 来自于腾讯平台 (主要为微信小程序) 的月活用户数量增长将快于其他渠道。此外, 我们预计 4 季度用户付费比率较为稳定, 主要因为去年同期月付费用户的基数较高, 以及 19 年 4 季度月活跃用户的增长预计较快。
- **酒店业务有望受益于低线城市间夜快速增长。**我们认为酒店业务有望延续 3 季度快速增长的势头。这主要是因为公司在 4 季度加强了酒店业务的营销推广, 交通和酒店交叉销售比例的提高以及低线城市酒店间夜量继续快速增长。其中, 低线城市酒店间夜快速增长主要是因为低线城市酒店在线预订市场渗透率较低, 以及公司开始加强线下获客。
- **交通业务变现率有望回升。**我们认为 19 年 4 季度交通票业务量的增长主要由机票销售所驱动。这主要是因为付费用户数量快速增长, 特别是在低线城市的渗透率快速提升。此外, 交通业务的变现率有望环比复苏。这主要是因为 12 月份为春运售票的高峰期, 用户对辅营产品有更多需求, 季慧行系统也为更多用户提供中转联程解决方案。此外, 公司加强为低线城市的机场引导中转客流, 也会因此获得机场的补贴。
- **19-21 年 EPS 分别为 0.38、0.49 和 0.62 人民币元/股。**我们认为随着用户转化率不断提升及交叉销售比例提高, 公司的营业收入仍将保持快速增长。此外, 由于公司营销效率的提升及合并带来的协同效应, 公司的经营费用率有望继续下降。我们使用 DCF 估值法对公司进行估值, 维持公司股票的合理价值为每股 16.4 港元, 维持买入评级。
- **风险提示。**行业竞争加剧的风险; 与腾讯合作关系恶化的风险; 与上游供应链合作关系恶化的风险。

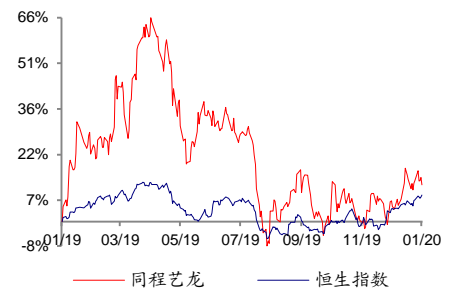
### 盈利预测:

同程艺龙	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (人民币百万元)	5,226	5,256	7,374	9,057	10,703
同比增长 (%)	43.6%	0.6%	40.3%	22.8%	18.2%
毛利润 (人民币百万元)	3,556	3,655	4,989	6,234	7,455
同比增长 (%)	71.2%	2.8%	36.5%	25.0%	19.6%
净利润 (人民币百万元)	686	535	804	1,051	1,317
同比增长 (%)	-	-22.0%	50.4%	30.8%	25.3%
经调整净利润 (人民币百万元)	684	916	1,548	1,693	2,025
同比增长 (%)	-	33.9%	69.0%	9.4%	19.6%
EPS (人民币元/股)	-	0.34	0.38	0.49	0.62
市盈率	-	34.2	30.5	23.3	18.6
市净率	-	1.7	2.1	2.1	1.8

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	13.34 港元
合理价值	16.4 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-01-20

### 相对市场表现



### 分析师:

胡翔宇



SAC 执证号: S0260517080001

SFC CE No. BNG229



010-59136632



huxiangyu@gf.com.cn

### 分析师:

陈佳妮



SAC 执证号: S0260519070002



021-60750604



chenjian@gf.com.cn

请注意, 陈佳妮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:

- 【广发海外】同程艺龙 (00780.HK): 交通业务流量变现能力继续提升 2019-11-27
- 【广发海外】同程艺龙 (00780.HK): 付费用户占比及交叉销售比例继续提升 2019-08-21
- 【广发海外】同程艺龙 (00780.HK): 专注于转化率提升及用户价值增长 2019-05-17

## 目录索引

一、4 季度月活用户增长有望加快.....	4
二、酒店业务有望受益于低线城市间夜快速增长.....	4
三、交通业务变现率有望回升.....	5
四、盈利预测与投资评级.....	5
五、风险提示.....	7
（一）行业竞争加剧的风险.....	7
（二）与腾讯合作关系恶化的风险.....	7
（三）公司与上游供应链合作关系恶化的风险.....	7

## 图表索引

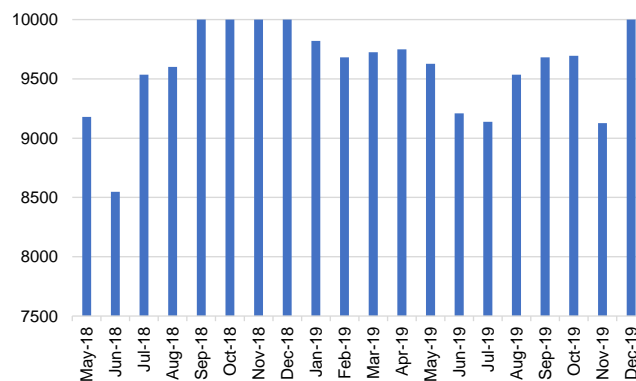
图 1: 同程艺龙阿拉丁指数.....	4
表 1: 公司与国内机场开展中转联程合作.....	5
表 2: 同程艺龙盈利预测关键假设.....	6
表 3: 同程艺龙自由现金流预测.....	6

## 一、4 季度月活用户增长有望加快

**4季度平均月活数量增长有望加快：**我们认为19年4季度同程艺龙的平均月活跃用户数量同比增速将快于3季度。这主要是因为20年春节较往年偏早，19年12月份即迎来春运售票高峰。同时，公司选择在出行高峰期加强营销推广，赞助了综艺《吐槽大会》和网剧《庆余年》，有效提高了品牌的曝光度。此外，我们认为来自于腾讯平台（主要为微信小程序）的平均月活用户数量增速将快于其他渠道。公司提出新的广告语“酒店在微信支付里订就对了”，有助于用户逐步养成使用同程艺龙小程序的习惯。19年4季度同程艺龙小程序在阿拉丁指数榜单中的排名较3季度有所提升，并且在19年12月位列阿拉丁指数榜单的第一名。

**4季度用户付费比率预计较为稳定：**自19年初开始，公司将战略重心从获取活跃用户调整为提高用户的付费比率，因此在19年前3季度公司的用户付费比率均实现同比提升。考虑到18年4季度月付费用户的基数较高，以及19年4季度月活跃用户的增速预计较快，我们认为19年4季度用户付费比率可能同比、环比较为稳定。

图1：同程艺龙阿拉丁指数



数据来源：阿拉丁研究院，广发证券发展研究中心；说明：阿拉丁指数是通过小程序人气、搜索、使用、分享等指标计算出来的小程序综合评分。

## 二、酒店业务有望受益于低线城市间夜快速增长

**4季度酒店业务收入有望继续快速增长：**我们认为这主要是因为：（1）公司在4季度加强了酒店业务的营销推广，例如提出新的广告语“酒店在微信支付里订就对了”；（2）受益于交通业务强劲流量，以及交通和酒店业务交叉销售比例的提高；以及（3）公司在低线城市酒店间夜销售继续快速增长。

**低线城市酒店间夜销售快速增长，**主要是因为低线城市在线预订市场渗透率较低，以及公司开始加强线下获客。据新京报，公司管理层表示目前同程艺龙在低线城市的渗透率只有20%左右。借助于腾讯平台有效的渠道和广泛的覆盖，公司得以较低的获客成本快速提高在低线城市的渗透率。此外，公司通过给予合作的酒店补贴，借助酒店教育用户线上预定，来加速实现低线城市酒店预定的线上化。

### 三、交通业务变现率有望回升

**机票销售有望驱动交通票务继续增长:** 我们认为19年4季度交通票务量有望继续实现增长。其中，地面交通票务量的增长将趋缓，主要是因为12306推出了官方抢票的候补功能。但是机票销售仍然有望保持快速增长，主要是因为公司的付费用户数量继续快速增长，特别是在低线城市渗透率的提升。

**交通业务的变现率有望环比复苏:** 我们认为19年4季度机票和地面交通业务变现率均有望实现环比提升。这主要是因为19年12月份为20年春运售票的高峰期，用户对于辅营产品有更多的需求，同时季慧行系统也为更多用户提供有效的中转联程解决方案。此外，公司在19年下半年开始加强与低线城市的机场合作。公司通过对中转路线的设计优化、优先展示，可以为低线城市的机场吸引更多的中转客流，也会因此从机场获得相应的补贴。

表1: 公司与国内机场开展中转联程合作

时间	合作方	内容
2019年5月31日	西安咸阳国际机场	同程艺龙将与西安咸阳国际机场在空空中转、空铁联运、空巴联运、“航空+”产品、大数据、主题营销等多个领域展开深入合作，助力西安咸阳国际机场打造成为“中国最佳中转机场”。
2019年10月18日	烟台蓬莱国际机场	同程艺龙与烟台蓬莱国际机场达成战略合作，双方将在空空中转、精准营销等多个层面展开深入合作，帮助烟台蓬莱国际机场完成“千万级机场”目标，打造“朋来飞”中转品牌。同程艺龙表示，希望将来还在空铁联运、空巴联运等领域与烟台蓬莱国际机场开展进一步深度合作。
2019年11月7日	呼和浩特白塔国际机场	同程艺龙与呼和浩特白塔国际机场达成了战略合作，双方将在空空中转、主题营销、“经呼飞”产品推广等多个领域展开深入合作，努力将呼和浩特白塔国际机场打造成为“区域最佳中转机场”。
	重庆江北机场	重庆机场已经和同程艺龙签署了战略合作协议，针对来往重庆机场的旅客，在空空中转、空地联运等领域开展深度合作，不仅有机票、火车票、汽车票、餐饮、购物、租车等服务，在一定折扣的机票基础上还免去中转车费，提供全方位、立体化出行解决方案。

数据来源: 中国日报, 搜狐网, 广发证券发展研究中心

### 四、盈利预测与投资评级

我们认为随着同程艺龙在低线城市的渗透率提升，月活用户的增速会趋缓。但是由于用户付费比率的提升和交叉销售比例的提高，公司的营业收入仍将保持快速增长。我们认为19年公司毛利率会略有下滑，主要是因为交通业务变现率下滑以及部分景点门票业务需要支付预付款，而在20-21年公司的毛利率有望小幅回升。此外，由于公司营销效率的提升及合并带来的协同效应，19年公司的经营费用率有望下降，并在20-21年保持较为稳定的水平。

我们预测公司19-21年EPS分别为0.38 / 0.49 / 0.62元人民币/股，公司最新收盘价对应2020年P/E为23.3x。我们使用DCF估值法对公司进行估值。我们的假设包括WACC为12% (Beta = 1.0, 市场风险溢价=9%, 以及无风险收益率3%)。此外我们假设在2022-2025年间，公司自由现金流的中期增长率为8%，并在2026年开始同比增速每年下降2%直至达到2028年2%的末期增长率。依据以上假设，我们维持公司股票合理价值为每股16.4港元，维持买入评级。

**表2: 同程艺龙盈利预测关键假设**

人民币百万	2017	2018	2019E	2020E	2021E
平均月活用户数 MAU (百万)	121.2	175.2	205.8	230.7	254.0
YOY %	21.8%	44.6%	17.5%	12.1%	10.1%
<b>分平台</b>					
腾讯平台 (百万)	79.6	140.6	173.6	196.2	217.8
手机 APP 和 WAP 和网站 (百万)	41.6	34.6	32.2	34.5	36.2
平均付费用户数 MPU (百万)	15.6	20.0	26.7	32.3	38.1
YOY %	71.4%	28.2%	33.7%	20.8%	18.0%
MPU/MAU	12.9%	11.4%	13.0%	14.0%	15.0%
<b>营业收入</b>	<b>5226.1</b>	<b>5255.6</b>	<b>7373.8</b>	<b>9056.7</b>	<b>10703.3</b>
YOY %	43.6%	0.6%	40.3%	22.8%	18.2%
<b>分业务</b>					
交通票务	2529.7	3232.5	4494.1	5200.7	5824.8
住宿预订	2463.0	1830.4	2364.0	3082.4	3795.5
其他	233.4	192.7	515.7	773.6	1083.0
<b>营业成本</b>	<b>-1670.6</b>	<b>-1600.5</b>	<b>-2385.2</b>	<b>-2822.5</b>	<b>-3247.8</b>
承担存货风险的买断间夜的成本	-532.9	-188.1	-440.0	-480.0	-510.0
雇员福利开支	-214.3	-296.3	-308.2	-320.5	-333.3
订单处理成本	-602.0	-704.2	-1015.6	-1192.0	-1362.1
物业、厂房及设备折旧	-82.0	-101.4	-124.8	-134.6	-138.3
其他	-239.4	-310.4	-496.7	-695.4	-904.0
<b>毛利</b>	<b>3555.5</b>	<b>3655.1</b>	<b>4988.6</b>	<b>6234.2</b>	<b>7455.5</b>
毛利率	68.0%	69.5%	67.7%	68.8%	69.7%
<b>开发服务费用</b>	<b>-1036.8</b>	<b>-1349.9</b>	<b>-1511.6</b>	<b>-1856.6</b>	<b>-2194.2</b>
研发费用/营业收入	19.8%	25.7%	20.5%	20.5%	20.5%
<b>销售费用</b>	<b>-1765.7</b>	<b>-1841.3</b>	<b>-2178.3</b>	<b>-2632.7</b>	<b>-3117.4</b>
销售费用/营业收入	33.8%	35.0%	29.5%	29.1%	29.1%
<b>管理费用</b>	<b>-230.2</b>	<b>-591.0</b>	<b>-589.9</b>	<b>-724.5</b>	<b>-856.3</b>
管理费用/营业收入	4.4%	11.2%	8.0%	8.0%	8.0%
<b>净利润</b>	<b>685.7</b>	<b>534.5</b>	<b>803.9</b>	<b>1051.1</b>	<b>1317.4</b>
YOY %		-22.0%	50.4%	30.8%	25.3%
<b>经调整净利润</b>	<b>683.8</b>	<b>915.9</b>	<b>1548.3</b>	<b>1693.2</b>	<b>2025.3</b>
YOY %		33.9%	69.0%	9.4%	19.6%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

**表3: 同程艺龙自由现金流预测**

人民币百万	FY17	FY18	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E
EBIT	598	-311	886	1,156	1,448	1,799
所得税	-21	-67	-101	-132	-165	-205
折旧	297	455	560	604	621	649

资本支出	-515	-338	-243	-299	-353	-410
营运资金变化	1,534	179	-176	380	460	443
自由现金流	1,893	-81	926	1,710	2,011	2,276

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

### （一）行业竞争加剧的风险

中国OTA行业竞争激烈，未来可能有更多的国内参与者以及寻求扩张的国际旅游公司将会加入竞争。另外旅游服务供应商之间不断变化的竞争格局也有可能对公司产生不利影响，特别是酒店和航空公司不断加大其线上销售力度，未来主要供应商之间的整合和结盟可能会导致OTA的议价能力减弱。

### （二）与腾讯合作关系恶化的风险

公司与大股东腾讯在多个领域有合作关系，特别是公司的月活用户和月付费用户高于依赖于腾讯旗下的社交平台。目前同程艺龙拥有腾讯旗下微信和QQ平台的“酒店”和“机票火车票”入口的独家经营权，但合作协议的第一阶段将在2021年7月31日结束。在此之后若腾讯开发自己的线上旅游业务或者选择与其他OTA合作，将会极大的影响公司的客流。

### （三）公司与上游供应链合作关系恶化的风险

公司的酒店及出行业务的上游供应商集中度较高，向五大供应商合计的购买额占比较大。其中携程及其联属公司作为公司主要股东之一，也属于公司的五大供应商。公司能否与少数供应商维持良好关系，并且这些供应商能否为公司持续提供高质量的产品和服务都将极大的影响公司未来业务。

财务摘要					
截至12月31日 (百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	5,226	5,256	7,374	9,057	10,703
销售成本	-1,671	-1,601	-2,385	-2,822	-3,248
毛利	3,556	3,655	4,989	6,234	7,455
服务开发开支	-1,037	-1,350	-1,512	-1,857	-2,194
销售费用	-1,766	-1,841	-2,178	-2,633	-3,117
管理费用	-230	-935	-590	-725	-856
计入当期损益的投资公允价值变动	1	79	103	45	54
其他收入	20	33	59	72	86
其他收益/亏损净额	54	48	15	18	21
经营利润	598	-311	886	1,156	1,448
财务费用	0	-3	-11	-14	-16
财务收入	13	13	45	55	65
可转换优先股公允价值变动	98	908	0	0	0
应占联营公司业绩	-2	-5	-15	-15	-15
税前利润	706	602	905	1,183	1,482
所得税拨备	-21	-67	-101	-132	-165
少数股东权益前利润	687	530	804	1,051	1,317
少数股东权益	-1	5	0	0	0
净利润	686	535	804	1,051	1,317
每股收益-报告值 (元人民币)	-	0.34	0.38	0.49	0.62
每股收益-摊薄后 (元人民币)	-	0.32	0.38	0.49	0.62

现金流量表					
截至12月31日 (百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	686	535	804	1,051	1,317
少数股东权益调整	-1	5	0	0	0
折旧及摊销	-143	-455	-560	-604	-621
其他非现金项目	363	732	1,497	1,541	1,632
营运资金变动	1,119	1,545	-176	380	460
经营现金流	2,024	2,361	1,564	2,367	2,788
资本支出	-522	-333	-221	-272	-321
投资变动	-288	-796	0	0	0
业务合并和收购	0	941	0	0	0
其他	162	-1,067	0	0	0
投资现金流	-360	-1,400	-221	-272	-321
融资前现金流	1,664	960	1,343	2,095	2,467
已付股息	0	0	0	0	0
股份回购/发行	0	1,497	0	0	0
贷款偿还	-7	-15	0	0	0
其他融资	-973	-1	0	0	0
融资现金流	-979	1,481	0	0	0
现金流变动	684	2,441	1,343	2,095	2,467
期初现金	1,287	1,970	3,144	3,219	4,046
汇率变动	-1	1	0	0	0
期末现金	1,970	3,144	3,219	4,046	6,513

资产负债表					
截至12月31日 (百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等值物	1,970	3,144	3,219	4,046	6,513
受限制资金	189	141	141	141	141
应收账款	766	857	970	1,188	1,408
预付款、存款及其他应收	584	523	1,051	1,287	1,525
按摊销成本计量之短期投资	0	261	261	261	261
按公允价值计入损益的短期投资	441	2,570	2,570	2,570	2,570
流动资产	3,950	7,497	8,211	9,493	12,418
固定资产净值	649	934	811	758	738
土地使用权	16	16	16	16	15
无形资产净值	731	7,962	7,711	7,453	7,201
递延所得税资产	128	250	250	250	250
其他长期资产	120	165	168	172	172
总资产	5,594	16,791	17,132	18,102	20,755
应付账款和应付票据	1,604	2,569	3,006	3,470	4,004
其他应付和应计项目	1,289	1,800	1,826	2,196	2,580
付息银行借款	20	20	20	20	20
其他流动负债	46	146	146	146	146
流动负债	2,958	4,534	4,997	5,831	6,749
非流动负债	6,522	729	729	729	729
总负债	9,480	5,264	5,727	6,561	7,478
股本总额	0	7	1,113	1,113	1,114
留存收益	-3,892	11,528	10,299	10,436	12,170
股东权益总额	-3,892	11,535	11,413	11,549	13,284
少数股东权益	5	-8	-8	-8	-8
负债及权益总额	5,594	16,791	17,132	18,102	20,755

关键经营数据					
截至12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
平均月活数据 (百万)					
平均月活用户数 (MAU)	121.2	175.2	205.8	230.7	254.0
同比增速 (%)	22%	45%	17%	12%	10%
腾讯平台	79.6	140.6	173.6	196.2	217.8
手机APP和WAP	27.9	-	-	-	-
网站	13.7	-	-	-	-
同程	98.3	-	-	-	-
艺龙	22.9	-	-	-	-
月付费用户数据 (百万)					
平均月付费用户数 (MPU)	15.6	20.0	26.7	32.3	38.1
MPU/MAU	13%	11%	13%	14%	15%
交易额数据 (百万元人民币)					
总交易额	102,314	131,500	167,861	197,021	225,149
同比增速 (%)	51%	29%	28%	17%	14%
复购率 (%)	65%				
住宿预订	22,300	20,648	26,538	34,499	43,124
交通票务	80,013	110,852	141,324	162,522	182,025
同程	79,762	-	-	-	-
艺龙	22,551	-	-	-	-
变现率 (%)					
交通票务	3.2%	3.6%	3.2%	3.2%	3.2%
住宿预订	8.7%	8.0%	8.5%	8.5%	8.5%



## 广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，2017年《亚洲货币》（Asiamoney）香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》（Asiamoney）中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峻：海外大消费行业高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外大消费行业研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进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	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@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。

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。