

【广发海外】同程艺龙 (00780.HK)

一季度经调整净利润高于预期，酒店业务加速恢复

核心观点：

- 一季度经调整净利润高于预期：**一季度公司 MAU 同比下滑 25.5%，其中微信小程序为公司提供了稳定的流量来源。MPU 同比下滑 35.9%，使得用户付费比率下降至 10.0%。受到客房均价下降及用户购买频次的下降，GMV 同比下滑 49.3%，营收同比下滑 43.6%。公司经调整归母净利润为 8000 万人民币，高于市场预期，主要因为公司采取了积极的成本管控措施，以及订单取消带来的退订损失低于预期。
- 受益于用户结构，各业务表现均好于行业：**一季度酒店业务营收同比下滑 53.2%，其中低线城市酒店间夜量同比下降 25%，好于高线城市 45% 的降幅。酒店业务变现率短期有所提升，主要因为公司在疫情期间减少对用户的补贴。交通业务营收同比下滑 45.4%，主要是因为机票和火车票的供给在疫情期间受到政府管控。但是由于慧行系统占比提升以及用户更加倾向于购买增值服务，交通业务的变现率有所提升。
- 住宿业务及高线城市交通加速恢复：**低线城市的酒店间夜量自 4 月开始恢复同比增长，并且在 5、6 月份有望实现双位数增长。由于高线城市的管控措施自 4 月末开始放松，高线城市的酒店间夜量在 5 月份开始恢复增长，同时商务出行也开始加速复苏。管理层预计二季度营收将下滑 24-29%，经调整净利润预计为 1.2-1.7 亿人民币。
- 20-22 年 EPS 分别为人民币 0.29 元、0.52 元和 0.67 元。**目前低线城市出行预订线上化率仍然处于很低的水平，公司有望凭借微信小程序高效的流量加速向低线城市渗透。我们基本维持 2020-21 年的 EPS 人民币 0.29 元和 0.52 元，并且将 2022 年的 EPS 上调至人民币 0.67 元。我们使用 DCF 估值法对公司进行估值，计算出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；公司与上游供应链合作关系恶化的风险。

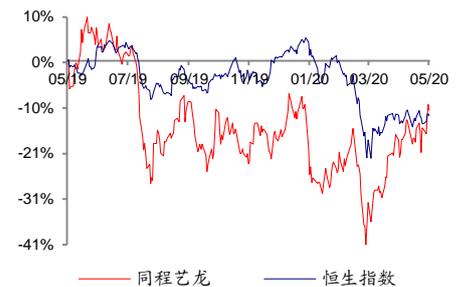
盈利预测：

货币：人民币	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,256	7,393	6,496	9,395	11,200
同比增长（%）	0.6%	40.7%	-12.1%	44.6%	19.2%
归母净利润（百万元）	530	688	618	1,117	1,436
同比增长（%）	-22.8%	29.8%	-10.2%	80.8%	28.6%
经调整归母净利润（百万元）	911	1,546	1,190	1,820	2,220
同比增长（%）	33.0%	69.6%	-23.0%	52.9%	22.0%
EPS（元/股）	0.33	0.33	0.29	0.52	0.67
市盈率	34.4	34.4	39.7	21.9	17.1
市净率	1.7	1.9	1.8	1.7	1.5

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	13.3 港元
合理价值	16.4 港元
前次评级	买入
报告日期	2020-05-22

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) :4 季度业绩符合预期，疫情为短期影响** 2020-03-27
- 【广发海外】同程艺龙 (00780.HK) :继续深挖低线城市业务发展机会** 2020-01-20
- 【广发海外】同程艺龙 (00780.HK) :交通业务流量变现能力持续提升** 2019-11-27

一、一季度经调整净利润高于预期

月活用户：据公司一季报披露，20年一季度公司平均月活用户1.48亿，同比下滑25.5%。其中，来自于微信钱包和小程序的平均月活用户为1.02亿，同比小幅下滑3.0%，在疫情期间为公司提供了稳定的流量来源。

付费比率：一季度公司平均月付费用户1480万，同比下滑35.9%。用户付费比率为10.0%，低于去年同期的11.6%。这主要是因为（1）政府实施的人群管制措施对供给端产生较大的影响，使得公司的付费用户数量下滑；（2）管制措施的不断变化使得出行存在不确定性，对旅行产品搜索量有正面影响；以及（3）用户对未来休闲旅行的规划也有利于搜索量的增加。

营业收入：一季度公司的交易额为182亿人民币，同比下滑49.3%。交易额的降幅大于月付费用户数量的降幅，主要是因为受到疫情影响酒店客房均价显著下滑，以及疫情期间用户的购买频次和交叉销售比例下降。受到交易额下降的影响，一季度公司实现营收10.05亿人民币，同比下滑43.6%。

经调整净利润：一季度公司实现经调整归母净利润为8000万人民币，高于市场预期。这主要是因为公司采取了积极的成本控制措施。剔除股权激励费用，一季度公司销售成本同比下降27.9%，销售费用同比下降36.4%，服务开发及管理费用同比下降14.6%。此外，公司一季度的订单取消带来的退订损失约为4000万人民币，低于市场预期。

表1：公司主要经营数据

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	QoQ	YoY
平均月活用户 MAU (百万)	199.3	181.6	234.0	205.9	148.4	-27.9%	-25.5%
腾讯平台	173.1	152.6	192.2	173.3	122.4	-29.4%	-29.3%
APP+WAP+WEB	26.2	29.0	41.8	32.6	26.0	-20.2%	-0.8%
平均月付费用户 MPU (百万)	23.1	27.7	29.8	27.1	14.8	-45.4%	-35.9%
交易总额 (百万人民币)	35,900	41,300	47,600	41,300	18,200	-55.9%	-49.3%
营业收入 (百万人民币)	1,783	1,591	2,062	1,956	1,005	-48.6%	-43.6%
交通票务总收入	1,259	937	1,140	1,182	687	-41.9%	-45.4%
集团住宿预订收入	489	553	694	622	229	-63.2%	-53.2%
其他收入	35	100	229	153	89	-41.5%	153.1%
营业成本	-499	-561	-683	-575	-351	-38.9%	-29.6%
毛利润	1,284	1,030	1,379	1,381	654	-52.7%	-49.1%
开发服务费用	-430	-352	-360	-377	-287	-23.8%	-33.2%
销售费用	-470	-407	-628	-742	-291	-60.8%	-38.0%
管理费用	-228	-100	-98	-200	-120	-39.8%	-47.4%
归母净利润	97	198	294	97	-56	-157.2%	-157.2%
经调整归母净利润	448	347	419	331	80	-76.0%	-82.2%

毛利率	72.0%	64.7%	66.9%	70.6%	65.1%
研发费用率	24.1%	22.1%	17.4%	19.3%	28.6%
销售费用率	26.4%	25.6%	30.4%	37.9%	29.0%
管理费用率	12.8%	6.3%	4.7%	10.2%	11.9%
经调整净利率	25.1%	21.8%	20.3%	16.9%	7.9%

数据来源：公司季报，招股书，广发证券发展研究中心

二、受益于用户结构，住宿和交通业务表现好于行业

低线城市酒店间夜量快速恢复：一季度公司住宿预订业务实现营收2.29亿人民币，同比下滑53.2%。其中，酒店间夜量同比下滑约40%。分区域来看，高线城市酒店间夜量同比降幅超过45%，而低线城市酒店间夜量下滑仅为25%。这主要是因为低线城市率先放松管制措施，以及商旅和周边游需求逐步复苏。同时，一季度酒店客房均价有所下滑，这主要是因为公司继续向低线城市渗透，以及酒店行业受到疫情的短期影响。

酒店业务变现率短期有所提升：一季度公司的住宿预订业务变现率环比和同比有所提升，主要是在疫情期间公司更加谨慎地给予用户补贴。

交通票务量受到供给端的限制：一季度公司交通票务业务实现营收6.87亿人民币，同比下滑45.4%。这主要是因为机票和火车票的供给受到政府管控的影响。其中，机票业务表现好于行业整体，主要是在公司具有竞争优势的西南和西部地区有许多异地工人需要返工，同时这些地区的商务出行需求复苏更快。

交通业务变现率短期有所提升：一季度公司的交通票务业务变现率环比和同比有所提升，这主要是在疫情期间慧行系统发挥了更重要的作用，以及用户更倾向于购买保险、接送服务等其他辅营产品。一季度慧行系统贡献的收入占到地面交通业务收入50%。

三、住宿业务及高线城市交通业务加速恢复

2季度业绩指引：据季报电话会议，管理层预计二季度营收将下滑24-29%。其中，公司4月份营收同比下滑40%左右，主要因为在4月份高线城市的管控仍然非常严格。但是在4月末，北京等高线城市管控放松后，商务出行和周边游业务加速恢复。管理层预计5、6月份营收将分别下滑低于30%和10%。由于公司在4月份继续采取了非常严格的成本控制措施。因此，管理曾预计二季度non-GAAP销售成本、服务开发及管理费以及销售费用将分别下滑约50%，20%和5%，经调整净利润预计为1.2-1.7亿人民币。

酒店业务恢复情况：分业务看，管理层预计住宿预订业务营收将下降28-33%。其中，低线城市的酒店间夜量自4月开始已经恢复同比增长，在5、6月份有望实现双位数增长。高线城市的酒店间夜量4月份仍然同比下滑，但是在5月份开始恢复增长。管理层预计二季度酒店客房均价将仍然会同比下滑，但是酒店业务的变现率有望保持稳

定。

交通业务恢复情况：管理层预计交通票务业务营收将下滑20-25%。其中，票务量的恢复速度仍然取决于政府管控措施的解除节奏。受益于慧行系统及辅营产品销售，交通业务的变现率仍然有望同比提升。

四、盈利预测与投资评级

在新冠疫情期间，由于公司具有用户结构优势，持续获取市场份额。我们认为在旅游行业逐步恢复后，公司将有望恢复较快增长。目前低线城市出行预订线上化率仍然处于很低的水平，并且行业已经形成寡头垄断的竞争格局。公司将凭借微信小程序高效的流量，以及加大线下获客力度加速向低线城市渗透。因此，我们基本维持2020-21年的EPS人民币0.29元和0.52元，并且将2022年的EPS上调至人民币0.67元。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。基于以上假设，我们计算出公司股票的合理价值为每股16.4港元，维持买入评级。

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						现金流量表					
截至12月31日 (百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	截至12月31日 (百万人民币)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
收入	5,256	7,393	6,496	9,395	11,200	净利润	535	687	616	1,117	1,436
销售成本	-1,601	-2,318	-2,098	-2,884	-3,337	少数股东权益调整	5	-2	-2	0	0
毛利	3,655	5,075	4,399	6,511	7,864	折旧及摊销	-455	-606	-478	-471	-521
服务开发开支	-1,350	-1,519	-1,364	-1,879	-2,240	其他非现金项目	597	1,924	1,170	1,244	1,399
销售费用	-1,841	-2,246	-1,946	-2,801	-3,319	营运资金变动	1,680	-307	-126	1,006	609
管理费用	-935	-625	-526	-780	-930	经营现金流	2,361	1,696	1,181	2,896	2,923
计入当期损益的投资公允价值变动	79	106	93	135	161	资本支出	-330	-301	-260	-470	-560
其他收入	33	89	78	113	134	投资变动	-1,991	-2,654	0	0	0
其他收益/亏损净额	48	-20	0	0	0	业务合并和收购	920	0	0	0	0
经营利润	-311	860	734	1,299	1,670	其他	-1,070	-2,654	0	0	0
财务费用	-3	-12	-11	-16	-19	投资现金流	-1,400	-2,955	-260	-470	-560
财务收入	13	47	41	60	71	融资前现金流	960	-1,259	921	2,426	2,363
可转换优先股公允价值变动	908	0	0	0	0	已付股息	0	0	0	0	1
应占联营公司业绩	-5	-13	-13	-13	-13	股份回购/发行	1,509	0	0	0	0
税前利润	602	882	751	1,330	1,710	贷款偿还	-30	0	0	0	0
所得税拨备	-67	-195	-135	-213	-274	其他融资	2	373	0	0	-1
少数股东权益前利润	530	688	618	1,117	1,436	融资现金流	1,481	373	0	0	0
少数股东权益	5	-2	-2	0	0	现金流变动	2,441	-886	921	2,426	2,363
净利润	535	687	616	1,117	1,436	期初现金	1,970	3,144	2,271	3,192	5,618
每股收益-报告值 (元人民币)	0.33	0.33	0.29	0.52	0.67	汇率变动	1	13	0	0	0
每股收益-摊薄后 (元人民币)	0.32	0.32	0.29	0.52	0.67	期末现金	3,144	2,271	3,192	5,618	7,981

资产负债表						关键经营数据					
截至12月31日 (百万人民币)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	截至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	3,144	2,271	3,192	5,618	7,981	平均月活数据 (百万)					
受限资金	141	213	213	213	213	平均月活用户数 (MAU)	175.2	205.2	186.3	231.3	254.5
应收账款	857	1,096	852	1,184	1,381	同比增速 (%)	45%	17%	-9%	24%	10%
预付款、存款及其他应收	523	1,569	923	1,287	1,473	腾讯平台	140.6	172.8	155.5	194.4	213.8
按摊销成本计量的短期投资	261	157	157	157	157	月付费用户数据 (百万)					
按公允价值计入损益的短期投资	2,570	4,384	4,384	4,384	4,384	平均月付费用户数 (MPU)	20.0	26.9	24.4	32.6	37.2
流动资产	7,497	9,691	9,721	12,843	15,589	MPU/MAU	11%	13%	13%	14%	15%
固定资产净值	934	1,102	1,065	1,343	1,661	交易额数据 (百万元人民币)					
土地使用权	16	41	41	41	40	总交易额	131,500	166,100	154,128	206,127	240,625
无形资产净值	7,962	7,860	7,347	7,087	6,835	同比增速 (%)	29%	26%	-7%	34%	17%
递延所得税资产	250	201	201	201	201	复购率 (%)					
其他长期资产	133	337	337	337	337	住宿预订	20,648	26,078	21,055	35,793	44,742
总资产	16,791	19,483	18,712	21,851	24,664	交通票务	110,852	140,023	133,073	170,334	195,884
应付账款和应付票据	2,569	3,429	2,707	3,731	4,317	变现率 (%)					
其他应付和应计项目	1,800	1,947	1,652	2,330	2,736	交通票务	2.9%	3.2%	3.1%	3.2%	3.2%
付息银行借款	20	107	107	107	107	住宿预订	8.0%	8.2%	8.1%	8.2%	8.2%
其他流动负债	146	118	118	118	118						
流动负债	4,534	5,600	4,583	6,286	7,277						
非流动负债	729	726	726	726	726						
总负债	5,264	6,326	5,309	7,012	8,003						
股本总额	7	7	7	7	7						
留存收益	11,528	13,149	13,400	14,837	16,658						
股东权益总额	11,535	13,156	13,408	14,845	16,665						
少数股东权益	-8	-5	-5	-5	-5						
负债及权益总额	16,791	19,483	18,712	21,851	24,664						

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。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 廖凌：首席分析师，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。7年策略及中小市值研究经验。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）投资组合策略第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 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。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳宏观研究（团队）第一名。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，15-18年Asiamoney最佳台湾地区硬体分析师，2018 Thomson Asia Top Stock Picker 硬体行业第三名，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。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 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、第4名、第2名（团队）。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）互联网行业第三名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，八年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2019年新财富最佳机械团队第一名、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。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 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，2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。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。
- 刘峒：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：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区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。
- 郑家懿：海外电子分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。
- 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	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。

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。