下载日志已记录，仅供内部参考

广发研究 GF RESEARCH

公司评级

买入

当前价格 19.00 元

合理价值 24.32 元

前次评级 买入

芒果超媒（300413.SZ）

长剧片单储备丰富，《后西游记》跑通 AI 创制范式

《后西游记》引发 AI 对长剧创制范式创新的关注，单个项目制作效率提升，后续 AI 制作规模化上量或带动供给侧的繁荣。根据火山引擎官方公众号披露，《后西游记》使用字节 Seedance 模型，制作团队约 100 人，由编剧导演组、制片组、美术组和声效组构成。编剧导演主要把控叙事，而美术主要负责人物与场景设计，另有生成团队向 Seedance 模型输入提示词、参考素材、情绪等信息，通过不断的优化和打磨，实现了 AIGC 内容的输出。芒果初步跑通了将传统影视中服化道、置景、灯光、摄影等不同环节拆解进 AI 模型的生产流程。AI 对内容制作带来确定性的降本增益，较传统实拍模式，AIGC 提高了前期筹备和后期剪辑的效率，也将实拍所需大量人员和时间成本压缩，技术革新带来制作成本的降低，一方面可以缩减单个项目的开支，另一方面降低制作门槛或带来供给侧的繁荣。

根据公司最新招商会片单，综艺项目供给稳定，长剧储备向精品化升级，具备较多亮点项目，同时 AIGC 储备将在后续持续释放。根据公司秋季招商片单，综艺：持续系列化，新节目挖掘新职业、中男等赛道。头部系列化包括《声生不息·宝岛季 2》；《歌手 2027》；《乘风 2027》；《披荆斩棘 2027》；《大侦探 12》；《密室大逃脱 9》；《女子推理社 3》等。待播长剧类型丰富，精品化储备增厚。重点项目包括《何不同舟渡》（檀健次、卢昱晓主演）、《玉簪秋》（丞磊、徐若晗主演）、《古乐风华录》（李一桐、陈鑫海主演），以及《少年派 3》、《小巷人家 2》和《美顺与长生》等。AIGC 项目储备较多，预计从 Q4 开始逐步释放，包括经典 IP 的 AIGC 焕新和拟真人 AIGC 中剧。

盈利预测和投资建议。芒果通过《后西游记》跑通 AI 制作路径，为后续更多 AI 制作项目积累经验，预计 26Q4-27Q1 持续释放更多 AIGC 项目，或带来更多元的视听供给。AI 项目规模化上量对内容成本缩减带来的增益或在后续体现为投入产出比提升及利润改善。预计 26-27 年收入达 144.28/150.97 亿元，同增 4%、5%。预计 26-27 年归母净利润 8.7/11.63 亿元，同比变动-29%、+34%。参考可比公司，按 SOTP 估值，基于 26 年业绩认为公司合理价值为 24.32 元/股，维持“买入”评级。

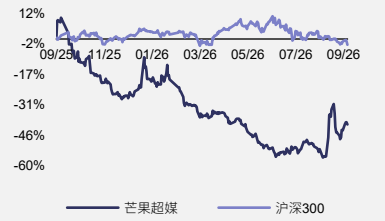
风险提示。内容行业竞争加剧、内容制作周期波动和监管趋严等风险。

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	14,428	15,097	15,801
增长率（%）	-3.7%	-1.9%	4.4%	4.6%	4.7%
EBITDA	7,295	6,426	6,499	7,412	8,686
归母净利润	1,364	1,227	870	1,163	1,557
增长率（%）	-61.6%	-10.1%	-29.1%	33.8%	33.9%
EPS（元/股）	0.73	0.66	0.46	0.62	0.83
市盈率（P/E）	36.9	37.2	40.9	30.6	22.8
ROE（%）	6.1%	5.3%	3.6%	4.5%	5.8%
EV/EBITDA	6.4	6.8	5.1	4.3	3.7

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



旷实

SAC 执证号：S0260517030002
SFC CE No. BNV294
kuangshi@gf.com.cn

周喆

SAC 执证号：S0260523050003
SFC CE No. BJD408
zhouzhe@gf.com.cn

相关研究

芒果超媒（300413.SZ）:26H1 收入稳健增长，利润阶段性承压，微短剧与出海逐步放量	2026-08-23
芒果超媒（300413.SZ）:广告运营商业务复苏，AI+影视优化成本	2026-04-26
芒果超媒（300413.SZ）:三季度广告复苏，关注后续内容供给	2025-10-26

下载日志已记录，仅供内部参考

一、秋季招商片单+AIGC 内容战略

综艺：持续系列化，新节目挖掘新职业、中男等赛道。（1）头部系列化：《声生不息·宝岛季 2》；《歌手 2027》；《乘风 2027》；《披荆斩棘 2027》；《大侦探 12》；《密室大逃脱 9》；《女子推理社 3》；（2）生活综艺：《妻子的浪漫旅行 2027》；《向往的生活 2027》；《中餐厅 11》；（3）经典 IP 回归：《我们来了》；（4）新综艺包括：《好好生活》21 天生活观察；《热烈的少年》；《今天谁买单》；《我的中男时代》；《衣战成名》；《人生大小事》；《人间有味》等。

剧集核心片单：待播剧类型丰富，精品化储备增厚。重点项目包括《何不同舟渡》（檀健次、卢昱晓主演）、《玉簪秋》（丞磊、徐若晗主演）、《古乐风华录》（李一桐、陈鑫海主演），以及《少年派 3》、《小巷人家 2》和《美顺与长生》等。

图 1：长剧储备丰富，精品项目频出



数据来源：芒果 2026 年秋季片单、广发证券发展研究中心

AIGC 中剧储备项目诸多，预计 26Q4-27Q1 逐步释放。AIGC 内容分类两类，一类是经典 IP 的 AI 焕新，包括《后西游记》、《永恒·辛追的一生》、《搜神》、《封神补》等；中剧品类的 AIGC，包括仿真人 AI 剧，例如《风起玲珑骨》、《宝珠之归航录》等。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：AIGC 项目储备丰富



数据来源：芒果 2026 年秋季片单、广发证券发展研究中心

表 1：芒果超媒 AIGC 片单

板块/剧场	项目名称	形态	题材	备注
经典 IP 焕新	《后西游记》	AIGC 剧集	古装/国风	国内首部上星 AI 长剧；30 集×40 分钟；“战天宫篇”（第 6–10 集）2026 年国庆上线；修正药业冠名
经典 IP 焕新	《永恒·辛追的一生》	AIGC 剧集	古装/国风	国风 IP 开发线；官宣名为《永恒·辛追的一生》
经典 IP 焕新	《搜神》	AIGC 剧集	古装/国风	国风 IP 开发线；联动阅文与知名编剧
经典 IP 焕新	《道士不好惹》	AIGC 剧集	古装/国风	经典 IP 焕新
经典 IP 焕新	《怪啊！》	AIGC 剧集	古装/国风	经典 IP 焕新
经典 IP 焕新	《八仙都市生存指南》	AIGC 剧集	古装/国风	衍生自暑期档电影《八仙!》；具体形式待公布
经典 IP 焕新	《封神补》	AIGC 剧集	古装/国风	经典 IP 焕新
精品女频中长剧	《风起玲珑骨》	AIGC 中长剧	女性向	灵创剧场·女频长中短剧赛道；联动阅文、知名编剧
精品女频中长剧	《成凤》	AIGC 中长剧	女性向	女性向 AI 剧集
精品女频中长剧	《无常录》	AIGC 中长剧	女性向	女性向 AI 剧集
精品女频中长剧	《翡色》	AIGC 中长剧	女性向	女性向 AI 剧集
精品女频中长剧	《了不起啊，朋友》	AIGC 中长剧	女性向	女性向 AI 剧集
精品女频中长剧	《同行相轻》	AIGC 中长剧	女性向	女性向 AI 剧集
精品女频中长剧	《沧澜传》	AIGC 中长剧	女性向	女性向 AI 剧集
精品女频中长剧	《宝珠之归航录》	AIGC 中长剧	女性向	女性向 AI 剧集
精品女频中长剧	《无主遗物》	AIGC 中长剧	女性向	女性向 AI 剧集
精品女频中长剧	《女将归来》	AIGC 中长剧	女性向	聚合花木兰、穆桂英、樊梨花等人物，搭建“女性英雄宇宙”IP
精品女频中长剧	《仙家》	AIGC 中长剧	女性向	女性向 AI 剧集
精品女频中长剧	《落花有意》	AIGC 中长剧	女性向	女性向 AI 剧集
精品女频中长剧	《极乐幻奇潭》	AIGC 中长剧	女性向	女性向 AI 剧集

数据来源：芒果 2026 年秋季片单、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

《后西游记》跑通 AIGC 创制模式。根据火山引擎官方公众号披露，《后西游记》使用 seedance 模型，制作团队约 100 人，由编剧导演组、制片组、美术组和声效组构成。编剧导演主要把控叙事，而美术主要负责人物与场景设计，另有生成团队向 Seedance 模型输入提示词、参考素材、情绪等信息，通过不断的优化和打磨，实现了 AIGC 内容的输出。芒果初步跑通了将传统影视中服化道、置景、灯光、摄影等不同环节拆解进 AI 模型的生产流程。

图 3：芒果灵创平台



数据来源：火山引擎微信公众号、广发证券发展研究中心

图 4：《后西游记》孙小圣（童年）三视图



数据来源：火山引擎微信公众号、广发证券发展研究中心

二、盈利预测和投资建议

会员业务短期承压，广告和运营商业务复苏，内容电商保持较快增速。我们预计 26-27 年芒果超媒总收入达 144.28 亿元和 150.97 亿元，同比增长 4%和 5%。（1）新媒体平台运营业务收入预计 26-27 年达到 97 亿元和 102 亿元，同比变动-4%、+5%；其中，综艺内容保持较强领先位置，通过吸引广告主行业的多元化实现了低基数复苏，带动广告业务温和复苏，我们预计 26-27 年广告收入达到 40 亿元和 41 亿元，同比增长 4%、3%；会员业务因短期渠道调整和内容排播的波动，导致 26 年上半年有所承压，预计在暑期和后续的内容提振下带动复苏，我们预计 26-27 年会员收入为 39 亿元和 42 亿元，同比变动-16%和+6%。（3）运营商业务受益于大屏品牌策略和统一定价，预计 26-27 年实现 18 亿元和 19 亿元收入，同比增长 5%、5%。

成本端，考虑公司核心的成本在于内容投入，短期会员收入表现承压导致内容投资 ROI 降低，毛利率下降，我们预计公司后续的内容成本投入保持大体稳定，在收入复苏的趋势下有望优化毛利率表现，预计 26-27 年毛利率为 24%、25%。费用占收入大体保持稳定，预计 26-27 年销售费用占收入比达到 15%、14%，管理费用 26-27 年占收入比为 3%、3%；研发费用占收入比在 26-27 年达到 2%和 2%。综上，预计 26-27 年归母净利润为 8.70 亿元和 11.63 亿元，同比变动-29%、+34%。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：芒果超媒收入和利润预测（2026-2028E）

亿元	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总收入	158.01	139.77	146.28	140.80	138.13	144.28	150.97	158.01
yoy	13%	-12%	5%	-4%	-2%	4%	5%	5%
新媒体平台运营业务	113	104	106	102	101	97	102	106
yoy	24%	-7%	2%	-4%	-1%	-4%	5%	5%
广告业务	55	40	35	34	38	40	41	42
yoy	32%	-27%	-12%	-3%	11%	4%	3%	3%
会员业务	37	39	43	51	46	39	42	44
yoy	13%	6%	10%	19%	-10%	-16%	6%	6%
会员数（万）	5040	5916	6653	7331	7560	6610	6660	6710
ARPU	7.1	6.0	5.7	6.1	5.2	4.6	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	47	49	52
yoy		-22%	13%	-3%	-5%	27%	5%	5%
归母净利润	21.73	18.64	35.56	13.64	12.27	8.70	11.63	15.57
扣非归母净利润	20.68	16.04	16.95	16.45	11.52	7.82	10.75	14.70
归母净利-YoY	10%	-14%	91%	-62%	-10%	-29%	34%	34%
扣非归母净利-YoY		-22%	6%	-3%	-30%	-32%	38%	37%
归母净利润率	14%	13%	24%	10%	9%	6%	8%	10%
扣非归母净利润率	13%	11%	11.6%	11.7%	8%	5%	7%	9%
销售费用（百万元）	2,469	2,245	2,260	1,991	2,048	2,125	2,114	2,181
管理费用（百万元）	696	647	612	440	478	475	468	490
研发费用（百万元）	272	258	279	264	284	321	332	348
毛利率	37%	34%	33%	29%	23%	24%	25%	26%
销售费用/收入（%）	16%	16%	15%	14%	15%	15%	14%	14%
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%

数据来源： 公司财报，广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

芒果超媒的业务组合具备抗风险的韧性，上半年收入平稳增长，利润虽阶段性承压，但综艺霸榜与剧集市占提升夯实内容基本盘，微短剧、电商、出海、IP 衍生等新业务多点开花贡献增量。AI 方面，“芒果灵创”平台全流程赋能影视制作，有效压缩制作周期、降低制作成本，AIGC 应用由工具试点走向全流程渗透，或在中长期带动内容成本优化、释放利润。展望下半年，暑期档“浪漫疯长”厂牌剧集接力排播、《歌手 2026》等综 N 代持续释放 IP 生命力，叠加广电超高清政策催化大屏业务，利润有望环比修复。

考虑会员收入短期承压与内容成本刚性，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 8.7 亿元、11.63 亿元和 15.57 亿元。参照流媒体平台影视制作公司的 PS 估值，海外流媒体龙头当前估值溢价较高（6Xps）,考虑当前中国长视频平台增长和利润承压在估值上给予一定折价，但 IP 价值在 AIGC 和出海时代或带来长期增量，AI 降本逻辑或在后续显现，给予芒果 TV 的流媒体业务对应 2026 年营收 3X PS，合理价值为 378 亿元人民币，IPTV/OTT 业务（参考新媒股份）给予 4.2X 的 PS 估值，合理价值为 77 亿人民币，对应公司的合理价值 455 亿元，即 24.32 元/股，维持“买入”评级。

表 3：芒果超媒估值讨论

业务类型	估值方法	合理估值	2026E 营收（百万元）	对应市值（百万元）	对应股价(元)
芒果 TV	PS 业务估值	3x	12,586	37,759	20.18
IPTV/OTT 业务	PS 业务估值	4.2x	1,842	7,735	4.13
估值加总				45,493	24.32

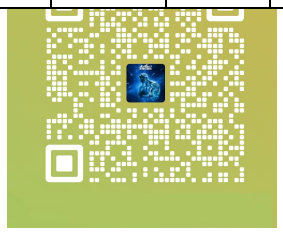
数据来源： Wind，广发证券发展研究中心

表 4：芒果超媒可比公司对比估值

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	297,139	51,284	57,207	15,179	16,052	5.8	5.2	19.6	18.5
Disney	DIS US EQUITY	178,643	101,467	106,788	10,259	11,971	1.8	1.7	17.4	14.9
爱奇艺	IQ US EQUITY	975	3,830	3,904	-59	23	0.3	0.2	-	41.7
华策影视	300133.SZ	14,005	3,336.0	3,646.0	414.4	488.4	4.2	3.8	33.8	28.7
光线传媒	300251.SZ	32,299	2,704.0	3,206.0	1,023.2	1,237.2	11.9	10.1	31.6	26.1
新媒股份	300770.SZ	8,024	1,678.3	1,745.0	682.3	699.0	4.8	4.6	11.8	11.5

数据来源： Wind，广发证券发展研究中心

注：可比公司取 Wind 一致预期，股价为 2026 年 9 月 24 日收盘价。



下载日志已记录，仅供内部参考

三、风险提示

（一）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。

（二）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。

（三）政策监管风险

内容监管如果趋严，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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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**	**17,333**	**18,561**	**19,253**
货币资金	3,901	1,879	2,658	3,336	3,178
应收及预付	7,263	6,691	8,036	8,268	8,618
存货	1,332	1,320	1,989	1,896	1,947
其他	5,377	4,438	4,650	5,060	5,510
非流动资产总额	**14,658**	**18,844**	**18,160**	**18,583**	**19,084**
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	8,877	9,012	9,167
其他	5,594	9,785	9,023	9,328	9,693
资产总额	**32,530**	**33,172**	**35,493**	**37,144**	**38,337**
流动负债总额	**9,803**	**9,620**	**10,826**	**11,177**	**11,172**
短期借款	34	32	0	0	0
应付及预收	8,525	8,590	9,818	10,159	10,144
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**	**10,953**	**11,312**	**11,316**
股本	1,871	1,871	1,871	1,871	1,871
其他	20,618	21,498	22,616	23,904	25,088
归母权益合计	22,489	23,369	24,487	25,774	26,959
少数股东权益	41	51	53	57	62
负债和股东权益	**32,530**	**33,172**	**35,493**	**37,144**	**38,337**

利润表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**14,080**	**13,813**	**14,428**	**15,097**	**15,801**
营业成本	9,992	10,624	11,015	11,373	11,684
营业税金及附加	72	87	98	106	111
销售费用	1,991	2,048	2,125	2,114	2,181
管理费用	440	478	475	468	490
研发费用	264	284	321	332	348
财务费用	-189	-8	-14	0	0
资产信用减值损失	-98	-130	-146	-151	-175
公允价值变动收益	0	410	-53	-53	-53
投资收益	285	251	246	251	256
营业利润	**1,742**	**892**	**504**	**802**	**1,067**
营业外收支	21	9	24	21	34
利润总额	1,763	901	528	822	1,101
所得税费用	420	-321	-344	-344	-461
合并净利润	**1,343**	**1,222**	**872**	**1,167**	**1,562**
少数股东损益	-21	-5	3	4	5
归母净利润	**1,364**	**1,227**	**870**	**1,163**	**1,557**
EPS（元/股）	0.73	0.66	0.46	0.62	0.83

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**	**5,872**	**7,603**	**8,326**
合并净利润	1,343	1,222	872	1,167	1,562
折旧摊销	5,929	6,078	6,057	6,658	7,649
营运资金变动	-1,181	261	-856	79	-546
其他	0	0	-1	-1	-1
投资活动现金流净额	**-7,685**	**-2,812**	**-5,269**	**-7,058**	**-8,121**
资本性开支	-165	-135	-6,144	-6,758	-7,770
投资	0	-506	147	-68	-87
其他	-7,521	-2,171	728	-232	-263
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**	**814**	**678**	**-158**
期初现金余额	**11,867**	**3,870**	**1,844**	**2,658**	**3,336**
期末现金余额	**3,870**	**1,844**	**2,658**	**3,336**	**3,178**

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%	4.4%	4.6%	4.7%
营业利润增长率	-4.2%	-48.8%	-43.5%	59.1%	33.1%
归母净利增长率	-61.6%	-10.1%	-29.1%	33.8%	33.9%
获利能力					
毛利率	29.0%	23.1%	23.7%	24.7%	26.1%
净利率	9.5%	8.8%	6.0%	7.7%	9.9%
ROE	6.1%	5.3%	3.6%	4.5%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	30.7%	29.4%	30.9%	30.5%	29.5%
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	1.7
利息保障倍数	114.1	47.0	1101.8	-	-
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	1.7	1.7	1.8
每股指标					
每股收益	0.73	0.66	0.46	0.62	0.83
每股净资产	12.02	12.49	13.09	13.78	14.41
每股经营现金流	-0.01	0.63	3.14	4.06	4.45
估值比率					
PE	36.9	37.2	40.9	30.6	22.8
PB	2.2	2.0	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	6.4	6.8	5.1	4.3	3.7

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

王颖婕　：资深分析师，硕士，毕业于清华大学，2026 年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。

朱壹　　：高级分析师，硕士，毕业于哥伦比亚大学，2026 年加入广发证券发展研究中心。

黄静仪　：高级分析师，华东师范大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



旷实

SAC 执证号：S0260517030002
SFC CE No. BNV294
kuangshi@gf.com.cn



周喆

SAC 执证号：S0260523050003
SFC CE No. BJD408
zhouzhe@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

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

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。