

【广发海外】金山软件 (03888.HK)

游戏波动，办公和云前景相对乐观

核心观点:

● 19Q2 财报整体略低于预期

19Q2 实现收入 18.74 亿 (+39%) 和归母净利-14.15 亿 (其中因猎豹计提减值致其他亏损额为 13.27 亿)。毛利率 38.1% 与 19Q1 持平, 销售费用同比+53%, 主要是 B 端市场开拓及游戏推广加大, 研发费用同比+16%。

● 云收入略高于预期, 全年指引未变; WPS 收入和运营利润低于预期, 全年收入和运营利润率指引维持; 游戏收入下滑, 全年预计下降 10%

云业务: 19Q2 收入同比继续大幅+96%实现 9.18 亿, 视频和互联网领域云服务用户使用量强劲增长, 企业云收入快速提升; 19H1 云业务亏损率继续缩窄。全年收入预计同比+70%, 亏损率预计大幅缩窄。

WPS: 19Q2 收入实现 3.46 亿, 同比+31%, 收入增速回落, 19H1 毛利扣销售费用和研发费用后业绩为 1.52 亿, 同比-22.5%, 主要是研发投入加大, 根据金山办公最新招股书, 19Q1 研发费用率达 47%, 较 18 年增长显著。截至 19 年 6 月 WPS 月活用户 3.48 亿。个人订阅业务持续增长, 16~18 年 12 月及 19 年 3 月 WSP 付费月活分别为 78 万、271 万、481 万及 570 万。预计全年收入同比增长 35%~40%, 运营利润率维持 20%+。

游戏: 因《剑网 3》手游不及预期, 19Q2 收入同比下滑 2%。《剑网 3》因首日技术问题影响用户体验, 首月流水仅 1.5 亿, 将于 19Q4 上线更新版本, 其表现待验证。储备手游《最终幻想》即将上线, 《剑网 2》预计最早 2020 年 3 月上线, 《双生视界》预计先上线日本市场。手游 19 年收入预计下滑 10%, 20 年有望恢复增长。

● 维持“买入”评级, 调整合理价值为 18.7 港元/股

下调游戏收入和利润, 调升整体研发费用率, 预计 19~20 年归母净利为-16.61 亿元、3.14 亿元。考虑 WPS 行业领先地位及 35%~40% 的收入增速, 同时参考可比公司较高的 PE 估值, 我们将 WPS 19 年 PE 估值升至 35 倍, 根据 SOTP, 合理价值为 18.7 港元/股 (若考虑 WPS 上市后股权稀释, 合理价值为 17.1 港元/股)。游戏波动短期影响投资情绪, 办公和云前景相对乐观, WPS 受益于国产化趋势, 金山云受益于 5G。截至 19H1 拥有现金及银行存款 90 亿元。

● 风险提示

老游戏流水自然回落, 新游不及预期; WPS 在科创板估值波动不确定, 2C 业务增长不及预期; 云服务市场竞争导致亏损扩大。

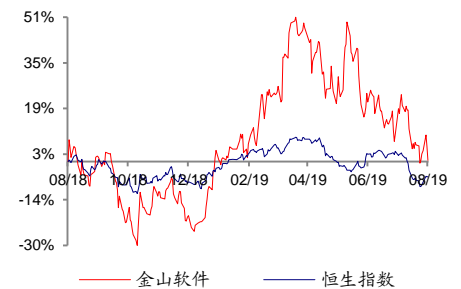
盈利预测:

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万RMB)	5,181	5,906	7,629	9,842	12,231
增长率(%)	-37.4%	14.0%	29.2%	29.0%	24.3%
归母净利润(百万RMB)	3,202	389	-1,661	314	483
增长率(%)	-1282.7%	-87.8%	-526.9%	-118.9%	53.9%
EPS (元/股)	2.33	0.28	-1.21	0.23	0.35
市盈率 (P/E)	5.3	43.3	-	53.7	34.9
市净率 (P/B)	1.4	1.3	1.5	1.4	1.4

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 备注: 历史 EPS 按最新股本摊薄

公司评级	买入
当前价格	14.0 港元
合理价值	18.7 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-08-22

相对市场表现



分析师:

杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004



SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002



SFC CE No. BNX004



021-60750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师:

郑楠



SAC 执证号: S0260518010002



010-591336613



zhengnan@gf.com.cn

请注意, 郑楠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】金山软件 (03888.HK): 《剑网 3》不及预期, 下调合理价值 2019-06-16
- 【广发海外】金山软件 (03888.HK): 云收入再提速, 办公盈利优于预期, 游戏即将发力 2019-05-15
- 【广发海外】金山软件 (03888.HK): 新游 Q2 陆续上线, 云、办公维持高增长 2019-03-27

表 1: 金山软件分业务预测表 (人民币百万元)

营业收入	2017	2018	2019E	2020E	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
游戏	3,120	2,552	2,296	2,498	632	582	678	659	600	570
办公	729	1,137	1,563	2,048	212	295	256	373	288	386
云服务	1,353	2,218	3,770	5,297	419	469	603	727	839	918
合计	5,181	5,906	7,629	9,842	1,264	1,346	1,538	1,759	1,727	1,874
收入增速	2017	2018	2019E	2020E	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
游戏	22.6%	-18.2%	-10.0%	8.8%	-22.6%	-27.7%	-9.1%	-12.3%	-5.2%	-2.1%
办公	32.3%	56.1%	37.5%	31.0%	66.3%	69.2%	29.1%	64.3%	35.4%	30.8%
云服务	83.5%	63.9%	70.0%	40.5%	56.1%	53.7%	68.5%	80.8%	100.3%	95.9%
合计	35.2%	14.0%	29.2%	29.0%	4.2%	4.8%	18.0%	27.4%	36.6%	39.3%
收入占比	2017	2018	2019E	2020E	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
游戏	60.2%	43.2%	30.1%	25.4%	50.0%	43.2%	44.1%	37.5%	34.7%	30.4%
办公	14.1%	19.3%	20.5%	20.8%	16.8%	21.9%	16.7%	21.2%	16.7%	20.6%
云服务	26.1%	37.5%	49.4%	53.8%	33.1%	34.8%	39.2%	41.3%	48.6%	49.0%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率	2017	2018	2019E	2020E	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
合计	58.1%	46.3%	38.0%	37.0%	48.7%	49.9%	45.2%	42.9%	38.1%	38.1%
EPS(元 RMB)	2.33	0.28	-1.21	0.23	0.09	0.07	-0.04	0.17	-0.05	-1.03

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 金山软件利润表简表

(百万元人民币)	2017	2018	2019E	2020E	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
营业收入	5,181	5,906	7,629	9,842	1,264	1,346	1,538	1,759	1,727	1,874
营业成本	2,169	3,169	4,730	6,201	648	675	843	1,004	1,069	1,160
销售费用	545	727	854	974	127	158	228	215	158	242
研发费用	1,446	1,839	2,083	2,214	380	431	515	513	483	498
行政费用	257	449	481	536	83	106	115	146	110	107
股份酬金成本	235	212	244	285	58	52	51	51	56	57
营业利润	814	-302	-513	-109	26	13	-185	-157	-82	-143
除税前溢利	912	-25	-2,071	-98	96	16	-226	88	-153	-1,543
净利润	3,297	-165	-2,161	-178	53	-41	-255	77	-200	-1,549
归属母公司净利	3,202	389	-1,661	314	118	101	-59	229	-68	-1,415
EPS(元/股)	2.33	0.28	-1.21	0.23	0.09	0.07	-0.04	0.17	-0.05	-1.03
主要比率	2017	2018	2019E	2020E	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
毛利率	58.1%	46.3%	38.0%	37.0%	48.7%	49.9%	45.2%	42.9%	38.1%	38.1%
销售费用率	10.5%	12.3%	11.2%	9.9%	10.0%	11.7%	14.8%	12.2%	9.1%	12.9%
研发费用率	27.9%	31.1%	27.3%	22.5%	30.1%	32.0%	33.5%	29.2%	28.0%	26.6%
行政费用率	5.0%	7.6%	6.3%	5.5%	6.6%	7.9%	7.5%	8.3%	6.4%	5.7%
股份酬金成本率	4.5%	3.6%	3.2%	2.9%	4.6%	3.9%	3.3%	2.9%	3.2%	3.0%
营业利润率	15.7%	-5.1%	-6.7%	-1.1%	2.1%	1.0%	-12.0%	-8.9%	-4.7%	-7.6%
税前利润率	17.6%	-0.4%	-27.2%	-1.0%	7.6%	1.2%	-14.7%	5.0%	-8.8%	-82.4%
所得税率	14.7%	-560.5%	-4.3%	-81.3%	44.7%	346.9%	-12.8%	12.7%	-31.2%	-0.3%
归属母公司净利	61.8%	6.6%	-21.8%	3.2%	9.4%	7.5%	-3.9%	13.0%	-3.9%	-75.5%
YoY	2017	2018	2019E	2020E	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
营业收入	-37.4%	14.0%	29.2%	29.0%	4.2%	4.8%	18.0%	27.4%	36.6%	39.3%
归属母公司净利	-1283%	-88%	-	-	-50.4%	-59.6%	-124.9%	-90.7%	-157.2%	-1502%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 3: 金山软件分部估值

分业务	持股比例	收入		净利润	PE(倍)	PS(倍)	各业务估值 (RMB 百万元)	各业务估值 (百万港元)
		(RMB 百万元)	(RMB 百万元)	(RMB 百万元)	19E	19E		
游戏	67.7%	2,552	2,296	434	10		2,907	3,318
金山办公	67.5%	1,137	1,563	368	35		8,685	9,913
金山云	51.6%	2,218	3,770			5.0	9,722	11,096
小计		5,906	7,629				21,315	24,327
猎豹移动	47.9%						1,152	1,315
合计							22,467	25,642
							对应合理价值 18.7 港元/股	

资料来源: 公司财报, Bloomberg, Thomson One, 广发证券发展研究中心

备注: 1. 公司未披露分业务净利润, 表中数据为我们估算值; 2. 猎豹移动的估值根据最新市值计算; 3. 美元对人民币汇率 6.87, 人民币兑港元汇率 1.14。

表4: WPS可比软件产品与服务公司估值

公司	币种	总市值 (亿元)	EPS(美元/RMB 元)			PE(X)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
微软	USD	10,597	2.17	4.64	5.17	64	30	27
Adobe	USD	1,415	5.34	5.93	7.64	55	49	38
Salesforce	USD	1,144	1.43	0.87	1.39	103	170	106
广联达	CNY	388	0.39	0.41	0.46	88	83	75
石基信息	CNY	357	0.43	0.52	0.63	77	64	53
金蝶国际	CNY	228	0.12	0.13	0.15	55	54	46
行业平均 PE						74	75	58

数据来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心 注: 收盘价截止至2019年8月21日最新收盘价。

资产负债表		单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
流动资产	10,545	12,080	9,873	8,900	8,874	
货币资金	8,599	9,967	7,348	5,598	4,779	
应收及预付	1,847	2,091	2,400	3,156	3,937	
存货	10	12	22	29	37	
其他流动资产	88	10	104	117	121	
非流动资产	7,217	7,970	9,405	10,902	12,465	
长期股权投资	4,056	4,505	5,091	5,752	6,500	
固定资产	1,329	2,036	2,671	3,261	3,830	
在建工程	0	0	0	0	0	
无形资产	56	56	54	51	48	
其他长期资产	1,776	1,372	1,590	1,838	2,087	
资产总计	17,762	20,050	19,279	19,803	21,339	
流动负债	3,854	4,106	5,451	6,198	7,699	
短期借款	374	1,053	100	100	100	
应付及预收	179	229	402	490	618	
其他流动负债	3,301	2,823	4,949	5,608	6,980	
非流动负债	1,355	3,022	2,985	2,955	2,932	
长期借款	288	231	331	431	531	
应付债券	38	0	0	0	0	
其他非流动负债	1,030	2,791	2,653	2,524	2,401	
负债合计	5,209	7,128	8,436	9,153	10,631	
股本	5	5	5	5	5	
资本公积	2,273	2,956	2,956	2,956	2,956	
留存收益	9,810	10,076	8,498	8,796	9,255	
归属母公司股东权益	12,089	13,038	11,459	11,757	12,216	
少数股东权益	464	-116	-616	-1,108	-1,508	
负债和股东权益	17,762	20,050	19,279	19,803	21,339	

利润表		单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
营业收入	5,181	5,906	7,629	9,842	12,231	
营业成本	2,169	3,169	4,730	6,201	7,828	
销售费用	545	727	854	974	1,040	
研发费用	1,446	1,839	2,083	2,214	2,559	
行政费用	257	449	481	536	575	
股份酬金成本	235	212	244	285	355	
其他收益	285	188	250	260	260	
营业利润	814	-302	-513	-109	135	
财务费用	-83	1	83	74	67	
利润总额	912	-25	-2,071	-98	153	
所得税	134	140	90	80	70	
净利润	778	-165	-2,161	-178	83	
终止业务净利润	2,518					
少数股东损益	95	-554	-500	-492	-400	
归属母公司净利润	3,202	389	-1,661	314	483	
EPS (元)	2.33	0.28	-1.21	0.23	0.35	

现金流量表		单位: 百万元人民币				
至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	1,890	770	1,784	367	1,510	
净利润	3,202	389	-1,661	314	483	
折旧摊销	359	480	675	849	1,015	
营运资金变动	-1,337	953	1,977	-19	707	
其它	-333	-1,053	793	-777	-695	
投资活动现金流	-4,108	-780	-2,185	-2,340	-2,558	
资本支出	-668	-1,406	-1,306	-1,437	-1,581	
投资变动	-3,441	627	-879	-903	-977	
其他	0	0	0	0	0	
筹资活动现金流	-266	1,510	-2,217	223	229	
银行借款	1,903	-1,382	-853	100	100	
股权融资	-143	683	0	0	0	
其他	-2,026	2,209	-1,364	123	129	
现金净增加额	-2,484	1,500	-2,619	-1,749	-820	
期初现金余额	5,776	3,036	4,545	1,926	176	
期末现金余额	3,036	4,545	1,926	176	-643	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	-37%	14%	29%	29%	24%
营业利润增长	-16%	-137%	70%	-79%	-223%
归母净利润增长	-1283%	-88%	-527%	-119%	54%
获利能力					
毛利率	58.1%	46.3%	38.0%	37.0%	36.0%
净利率	61.8%	6.6%	-21.8%	3.2%	3.9%
ROE	26.5%	3.0%	-14.5%	2.7%	4.0%
ROIC	4.7%	-14.0%	-4.0%	-0.6%	1.0%
偿债能力(%)					
资产负债率	29.3%	35.6%	43.8%	46.2%	49.8%
净负债比率	3.7%	6.4%	2.2%	2.7%	3.0%
流动比率	2.7	2.9	1.8	1.4	1.2
速动比率	2.7	2.9	1.8	1.4	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	3.5	5.0	5.1	4.7	4.6
存货周转率	202.5	288.1	282.9	243.6	237.4
每股指标(元)					
每股收益	2.33	0.28	-1.21	0.23	0.35
每股经营现金流	1.38	0.56	1.30	0.27	1.10
每股净资产	8.81	9.50	8.35	8.56	8.90
估值比率					
P/E	5.3	43.3	-	53.7	34.9
P/B	1.4	1.3	1.5	1.4	1.4

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最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外博彩旅游行业首席分析师，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：海外汽车行业高级分析师，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，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘娇：海外消费品高级分析师，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。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，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：海外必须消费品研究助理，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。
- 马步云：海外医药行业研究助理，清华大学硕士，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。