

从2019年半年报看数字营销行业转型趋势



温朝会 (分析师)

电话: 020-88832232
执业编号: A1310517050002
邮箱: wenchh@gzgzhs.com.cn
2019年9月2日



- **新三板吸引力下降：**截至2019年8月31日，新三板数字营销行业累计挂牌129家，其中39家已摘牌，尤其是汇量科技、易点天下、灵思云途等优质企业退市，新三板市场对于企业吸引力下降。
- **市场规模继续增长，但上市公司营收增长趋缓：**根据艾瑞数据，2019年，移动广告规模会达到5195.2亿，同比增长36.2%。从上市公司来看，上半年12家A股上市公司营业收入合计达到503.71亿，同比增速仅为6.10%，较2018年大幅回落；85家企业营收72亿，同比下降38.67%。
- **增收不增利现象突出：**2019年上半年12家A股上市公司归母净利润合计16.38亿，盈利水平基本保持稳定，85家数字营销企业归母净利润总和达1.2亿，同比下降74.6%，增收不增利现象突出。
- **总市值、PE估值水平明显回调：**截至2019年8月31日，目前12家A股公司中，7家为50亿以下的中小市值公司，30倍以上估值仅有2家，亏损企业达到7家，超过50%，市场整体估值水平不高；三板公司市值中位数为1.31亿，相比去年年底市值中位数1.98亿元出现了明显下降，表明市场对于数字营销企业的认可程度在下降。
- **开源节流解决现金短缺问题：**随着营收规模持续扩大，应收账款占用资金逐步增加，上市公司也逐渐出现了现金流短缺的问题，从2019年以来上市公司的措施来看，主要从“开源”和“节流”两个方向多种思路解决现金流短缺。
- **投资逻辑：**建议重点关注核心竞争力突出，龙头地位明显的优秀企业，一是海外营销龙头、Mintegral SDK聚合1万款以上APP、研发投入持续增长的汇量科技，二是双微运营龙头，打造面向自媒体的第三方广告自助投放平台的微传播。
- **风险提示：**数字营销行业竞争日益激烈，毛利率不断下降的风险。



目录



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

1

新三板数字营销行业概览

2

A股数字营销行业企业概览

3

从上市公司重大事项看数字营销行业转型

4

重点标的推荐





一、新三板数字营销行业概览

1.新三板数字营销行业累计挂牌129家，其中39家已摘牌

- 广证恒生根据新三板数字营销行业指数的分类标准，筛选出新三板数字营销行业挂牌企业总计129家，其中有39家已退市企业

去年9月前：易点天下、盘石股份、博拉网络、骏伯网络、精准传媒、百米生活、朗知传媒、普方立民、灵思云途、微媒互动、爱普新媒、豆盟科技、维旺明、乌瞰智能、掌慧纵盈

15家

去年9月到今年4月30号：科升无线、鲲鹏万恒、微梦传媒、软告科技、聚通达、初唐股份、榕智股份、华映传媒、百联广合、胡杨网络、七麦科技、联合友为、乐享互动、志合传媒、谦玛网络、数策股份、奇豆股份、纵思网络、明大启微、新旦股份

20家

5月1号至今：拓美传媒、东方嘉禾、得意生活、宜搜股份

4家

- 截止2019年8月31日，除大卫之选、汇量股份、洪海龙腾、睿德天和和谦讯网络5家企业延期披露2019年半年度报告之外，新三板数字营销行业其他85家公司2019年半年报已披露完毕。

1.1 2019年5月至今4家数字营销企业退市

➤ 从2019年5月1日至2019年8月31日，拓美传媒、东方嘉禾、得意生活和宜搜股份4家企业退市

- **拓美传媒、东方嘉禾**：未能按时披露半年报。
- **得意生活**：主动申请退市以降低成本。
- **宜搜股份**：主动申请退市，考虑资本市场调整，进入国内其他资本市场。
- 根据《2018半年报点评：数字营销行业成长放缓，从“拼数量”转向“拼质量”》，**宜搜股份**综合竞争力高居行业第一。

4家退市企业基本信息

证券代码	证券简称	摘牌日期	上市日期	总市值1 [交易日期] 1年前 [单位] 万元	归属母公司股东的净利润 [报告期] 去年年报 [报表类型] 合并报表 [单位] 万元	转让方式
870926.OC	宜搜科技(退市)	2019-06-19	2017-03-09	131,911.5282	6,518.6927	竞价转让
870584.OC	得意生活(退市)	2019-08-12	2017-01-19	-	381.2009	竞价转让
838143.OC	东方嘉禾(退市)	2019-07-15	2016-09-20	-	-	竞价转让
831764.OC	拓美传媒(退市)	2019-07-29	2015-01-12	56,972.8500	-	竞价转让

1.1 2019年5月至今新挂牌5家数字营销企业

- 从2019年5月1日至2019年8月31日，云智链、雨吉文化、郎琴传媒、百程股份和无线数字五家数字营销企业挂牌上市，加入到数据库中。
- 目前数据库中共有**129**家新三板数字营销企业。

5家新挂牌企业基本信息

证券代码	证券简称	上市日期	归属母公司股东的净利润 [报告期] 去年年报 [报表类型] 合并报表 [单位] 万元	营业总收入 [报告期] 去年年报 [报表类型] 合并报表 [单位] 万元	转让方式
873178.OC	郎琴传媒	2019-02-22	-1,250.9669	7,330.0396	竞价转让
873333.OC	云智链	2019-07-23	89.3156	4,928.9515	竞价转让
873099.OC	无线数字	2018-12-25	-310.8004	2,005.8235	竞价转让
873197.OC	雨吉文化	2019-04-10	-90.8039	1,185.2362	竞价转让
873153.OC	百程股份	2019-02-01	23.8517	641.4496	竞价转让

1.2 信息技术行业实际募资375.4亿，排名细分板块第一

- 截至 2019年08月31日，新三板挂牌企业共有9325家，其中信息技术行业达 2608 家，占比 27.97%，是新三板目前除了工业板块外最大的板块。
- 据统计，从2015年01月01日到2019年08月31日，新三板共有4562家企业通过定向增发进行融资，融资次数达7496次，实际募集金额1555亿。其中**信息技术行业实际募集资金总额达到375.4亿，占新三板实际募集资金总额24.14%，排名细分板块第一。**

行业	预计募集资金 (万元)	预计募集资金占比	实际募集总额 (万元)	实际募集资金占比
信息技术	4808875.90	26.17%	3753994.32	24.14%
电信服务	2775.00	0.02%	2665.00	0.02%
房地产	261209.90	1.42%	244970.90	1.58%
工业	4030406.63	21.94%	3532512.10	22.71%
公用事业	283193.12	1.54%	242343.88	1.56%
能源	147029.12	0.80%	140626.28	0.90%
材料	2377420.11	12.94%	2026579.78	13.03%
可选消费	2117409.19	11.52%	1778010.02	11.43%
日常消费	1506959.45	8.20%	1300673.32	8.36%
医疗保健	1491935.67	8.12%	1290021.56	8.29%
金融	1345994.70	7.33%	1239913.35	7.97%
总计	18373208.80	100.00%	15552310.51	100.00%

- 数字营销行业 129 家企业中有 32 家进行了融资，机构投资者参与占比 50%，实际募集金额为 45 亿元，占预计募集资金 84.32%，总共发行股票 43,394.1829 万股。2017 年融资金额较 2016 年大幅下降，总融资金额只有 8.18 亿，不到 2016 年的融资金额的一半。
- 2019 年截至 8 月 31 日，仅有瑞丰信息获得 2000 万元融资，融资能力急剧萎缩。

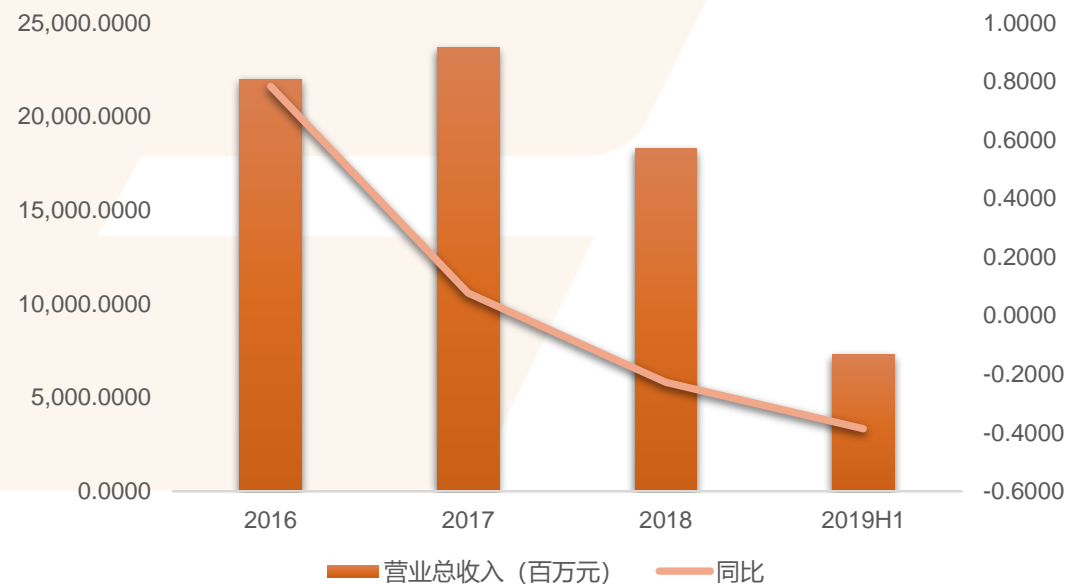
证券代码	证券名称	增发公告日	发行价格	增发数量(万股)	预计募集资金(万元)	增发目的
871949.OC	瑞丰信息	2019-07-19	10.59	188.8894	2,000.00	补充流动资金

1.3.1 2019年上半年85家企业营收72亿，同比下降38.67%

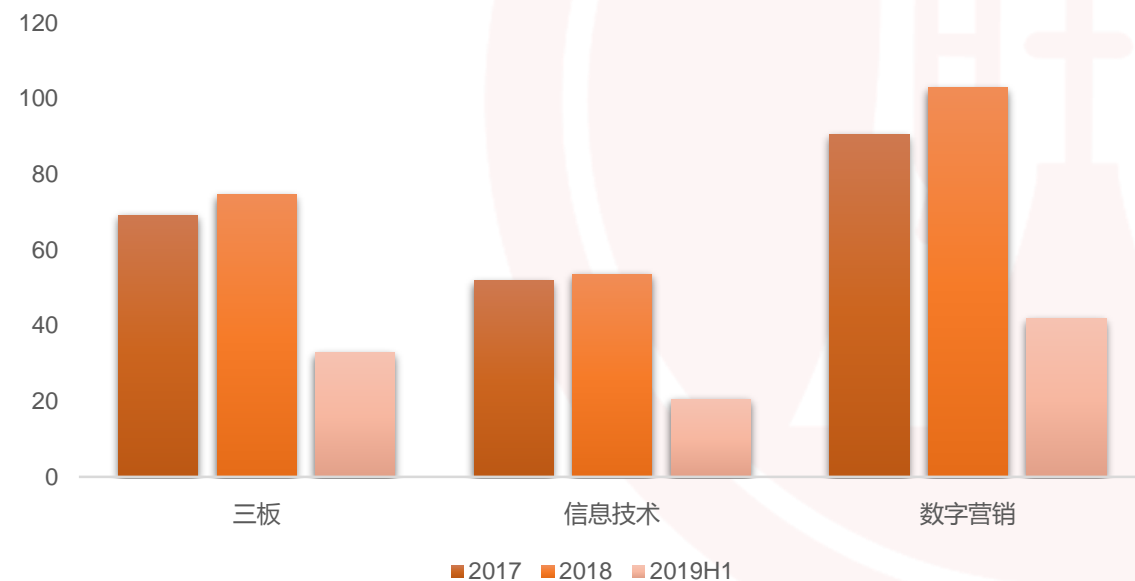
➤ 新三板85家数字营销企业 2019年上半年营业收入总和达72亿，同比下降38.67%

➤ 2019年H1数字营销企业营业收入中位数达到4174.32万元，高于新三板整体公司营收规模中位数3,290.10万元以及信息技术行业2,052.50万元，规模优势仍然存在

数字营销行业营业收入总和



数字营销企业营收规模中位数对比 (百万元)



1.3.1 上半年营收同比中位数为-9.36%，行业下滑趋势明显

- 数字营销企业营收同比增长中位数为-9.36%，较去年的9.42%下降较多，增速远低于信息技术板块4.36%和新三板整体4.43%的水平。说明数字营销行业受行业趋势影响，增速大幅下滑。

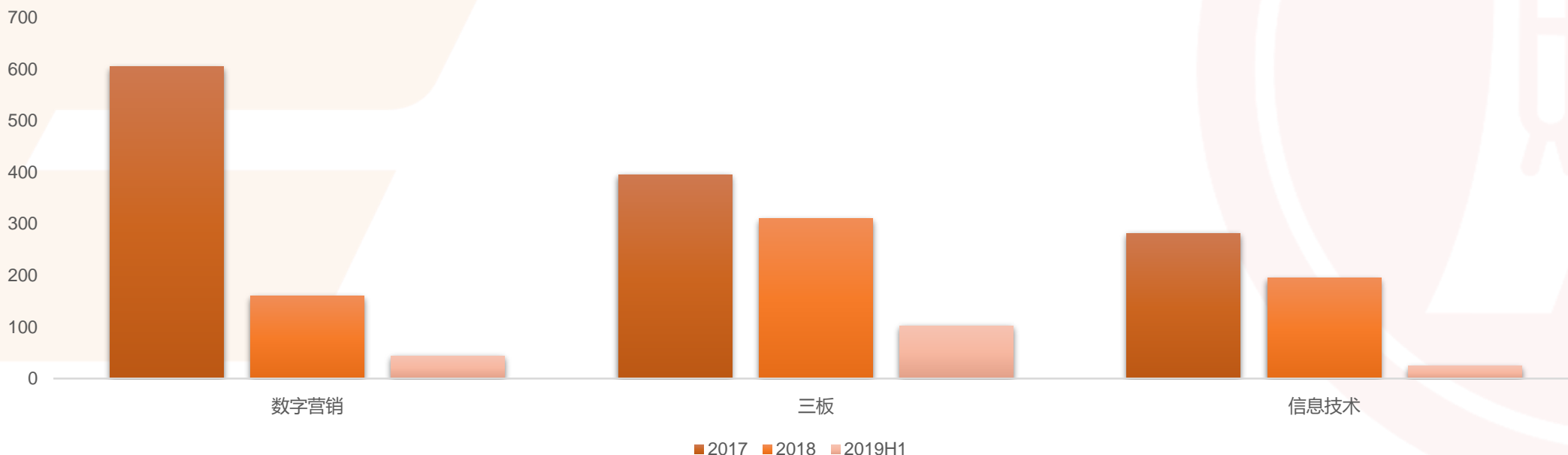
数字营销企业营收增长率中位数对比 (%)



1.3.2 企业盈利能力同比下降74.6%

- 2019年上半年85家数字营销企业归母净利润总和达1.2亿，同比下降74.6%。
- 85家数字营销企业中52.94%盈利企业，与新三板整体63.37%相比较低，与信息技术行业53.69%的水平相比基本持平。归母净利润中位数43.53万元，高于信息技术行业24.51万元，低于新三板归母净利润101.83万元。与信息技术行业相比，盈利能力相对较强；但与新三板整体公司水相比，盈利能力较弱。

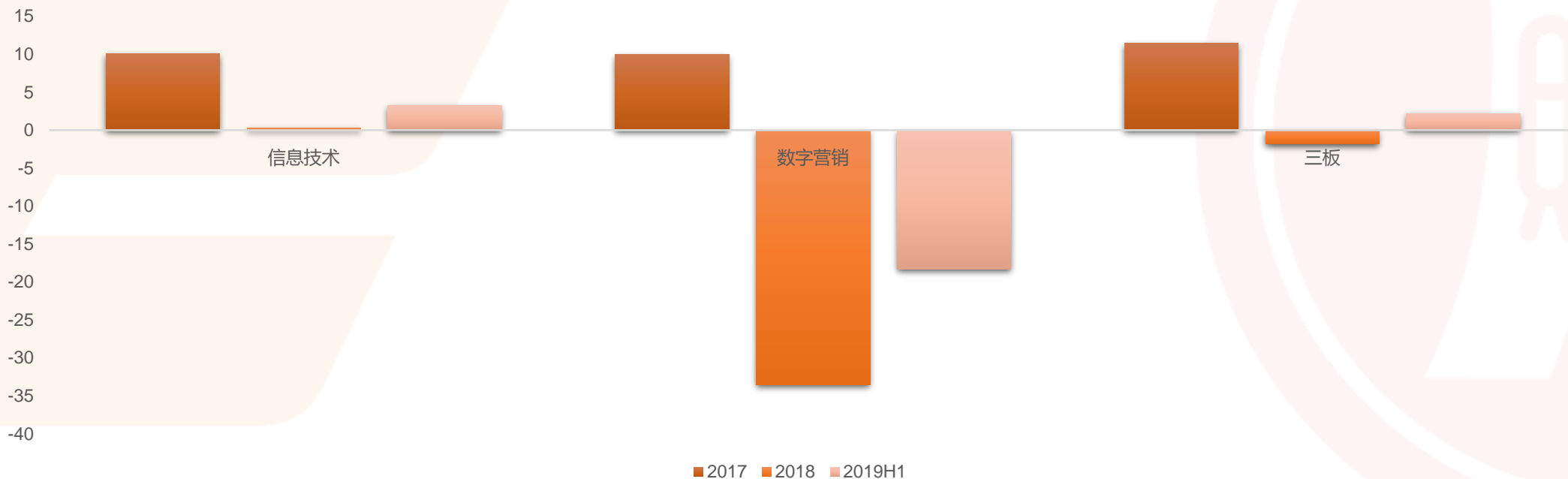
数字营销企业归母净利润中位数对比（万元）



1.3.2 归母净利润增长率-18.29%，较2018年降幅收窄

- 在盈利增长方面，归母净利润增长率中位数下降到-18.29%，低于新三板整体水平2.16%和信息技术行业3.25%左右的水平，说明数字营销行业盈利增速下滑严重。

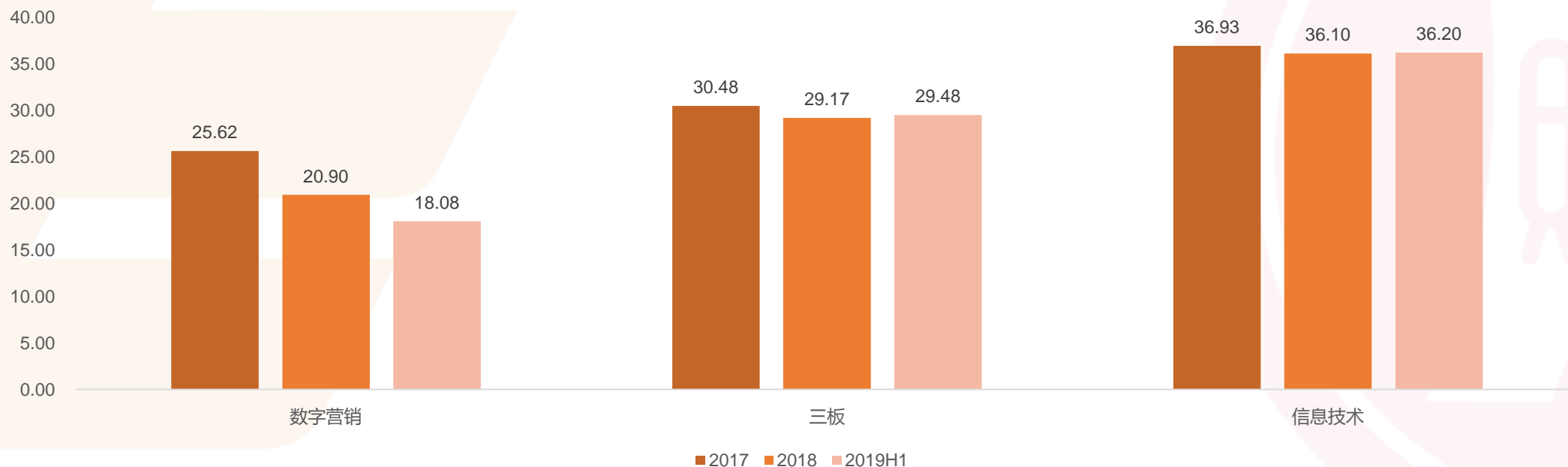
数字营销企业归母净利润增长率中位数对比 (%)



1.3.2 行业销售毛利率由2018年年末的20.90%下降至18.08%，竞争加剧

- 行业销售毛利率中位数由2018年年末的20.90%下降至18.08%，且均低于新三板整体水平和信息技术行业水平，说明行业竞争程度有所增加。

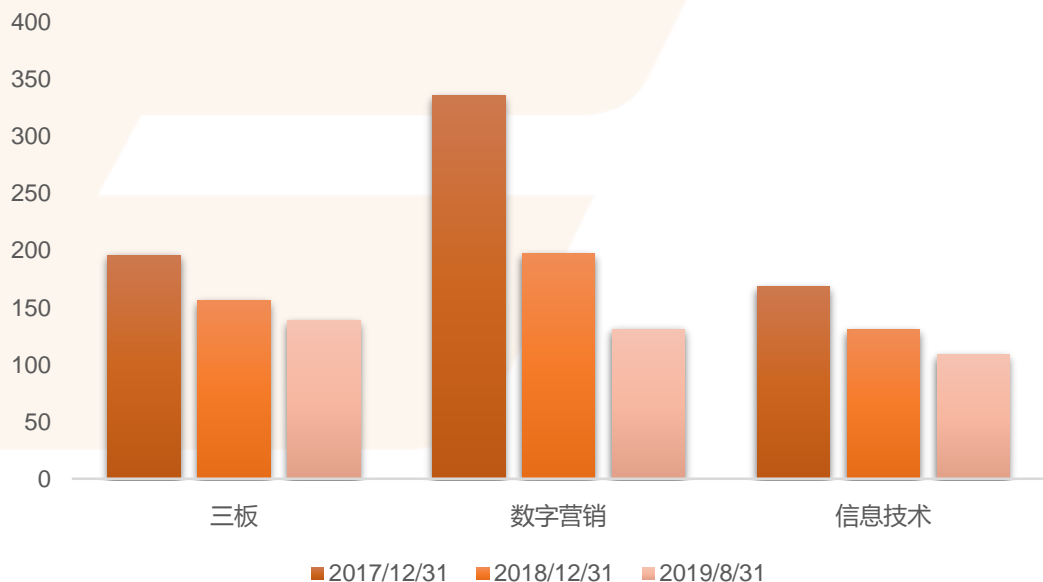
数字营销企业销售毛利率中位数对比



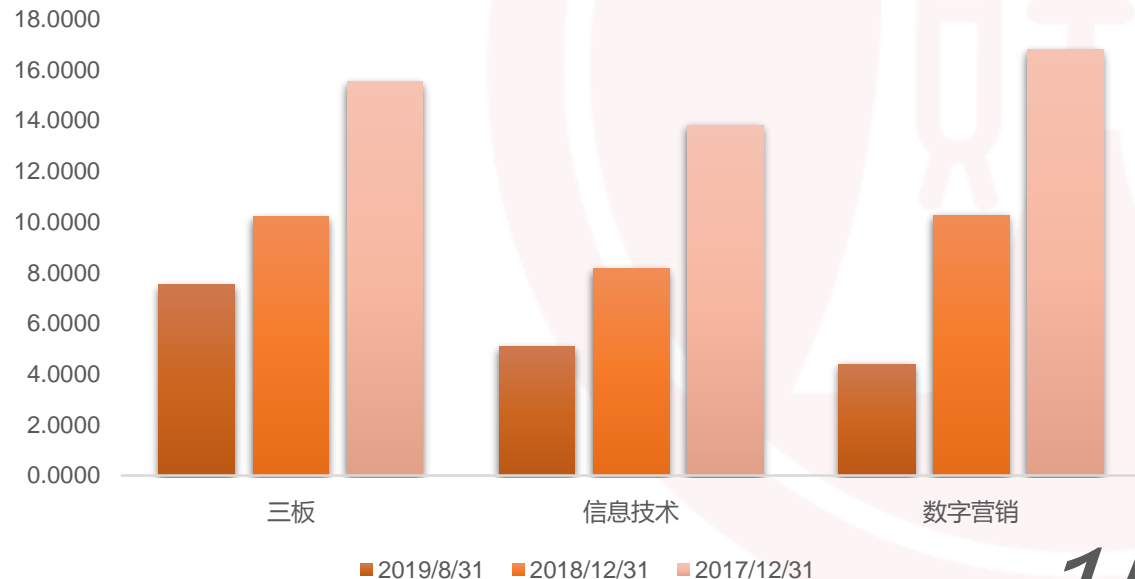
1.3.3 企业市场认可度下滑明显，市值中位数由1.98亿降至1.31亿

- 截至2019年8月31日，数字营销企业市值中位数为1.31亿元，相比去年年底的市值中位数1.98亿元出现了明显下降，表明市场对于数字营销企业的认可程度在下降。
- 数字营销PE (TTM) 中位数为4.38倍，比去年年底的10.27有所下降，与市场整体情况相比，资本市场对于数字营销企业认可度低于市场整体情况。

数字营销企业市值中位数对比 (百万元)



数字营销企业PE中位数对比



1.3.4 市场集中度

- 数字营销行业市场份额CR10从2017年的38.58%上升到2018年的47.68%，2019年中报显示，行业集中度继续提高，但是提高幅度有所放缓，CR10占比达到50.39%。
- 考虑到排名靠前的汇量科技、易点天下、灵思云途等企业的退市，预计市场集中度将更加集中。

证券代码	证券简称	2017年营业总收入（百万）	2018年营业总收入（百万）	2019年H1营业总收入（百万）
836346.OC	亿玛在线	1,198.6662	1,844.2206	1,053.9438
430346.OC	哇棒传媒	1,292.4619	1,531.7745	546.3450
872123.OC	开创集团	974.2042	1,194.0471	397.4410
430217.OC	掌众科技	406.1146	557.9871	336.3540
832896.OC	道有道	516.9941	578.7761	275.6494
871320.OC	奇异互动	682.9084	892.0752	254.1809
870213.OC	微网通联	291.7484	469.4974	214.1239
830999.OC	银橙传媒	616.1317	662.0590	205.0054
834990.OC	新数网络	266.9085	233.2241	196.6516
836416.OC	时空视点	262.7910	396.0553	184.2688
总计		6,508.9290	8,359.7164	3,663.9638

1.3.5 数字营销行业重大事件统计

- 2019年上半年，新三板发生转让子公司38起，独立出资成立子公司24起，新三板企业变动频繁；
- 新三板企业向子公司增资10起，取得授信8起，融资是相关企业核心诉求。

事件	数量
注销、出售子公司、转让子公司股份	38
收购股份	7
向子公司增资	10
独立出资、共同出资成立子公司	24
取得授信或贷款或贷款担保	8



二、A股数字营销行业企业概览

2.1 12家A股公司估值普遍偏低，以中小市值公司为主

- **12家A股公司以中小市值企业为主**
- 目前12家A股公司中，100-150亿市值企业仅为3家，50-100亿企业仅2家，7家企业为50亿以下中小市值企业，总体体量较小。
- **市盈率估值水平普遍不高**
- 目前12家A股公司中，30倍以上估值仅有2家，亏损企业达到7家，超过50%，市场整体估值水平不高。

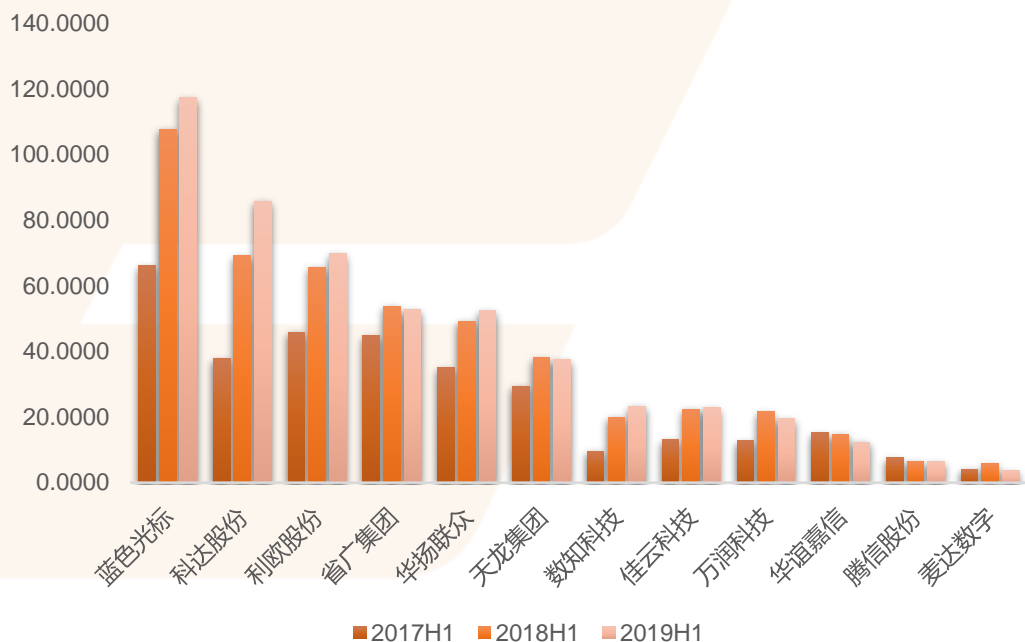
证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)
300058. SZ	蓝色光标	146.5962	27.0558
002400. SZ	省广集团	52.4744	31.3818
603825. SH	华扬联众	28.6698	19.8338
300071. SZ	华谊嘉信	20.7618	-2.4548
300242. SZ	佳云科技	25.1918	-1.9648
300063. SZ	天龙集团	22.5450	-2.4432
002131. SZ	利欧股份	115.0644	-6.3795
002137. SZ	麦达数字	37.0181	-11.4551
300038. SZ	数知科技	107.9253	15.3305
600986. SH	科达股份	51.4323	-148.4263
002654. SZ	万润科技	37.8192	-3.3571
300392. SZ	腾信股份	25.3440	33.8520

2.2 营收规模持续增长，但增速明显下降

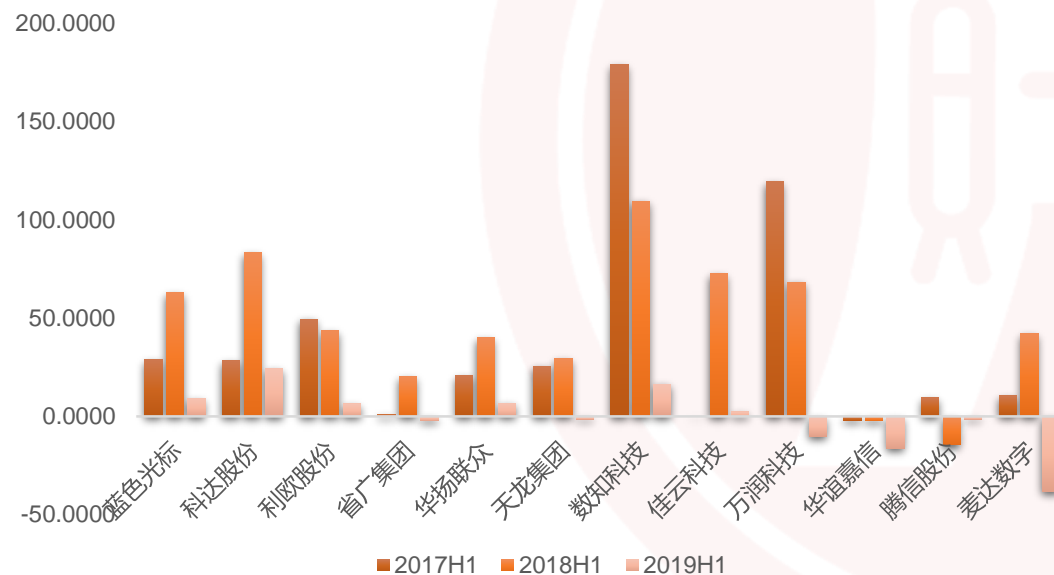
• 营业总收入增速下降明显

- 2019年H1，12家A股上市公司营业收入合计达到503.71亿，对比2018年H1的474.73亿、2017年H1的321.17亿，2019年同比增速仅为6.10%，较2018年47.81%的增长速度大幅放缓。从具体公司来看，数知科技连续3年增速分别为179.16%、109.56%、16.31%，增速迅速下降。

2017H1-2019H1营业收入增长情况（亿）



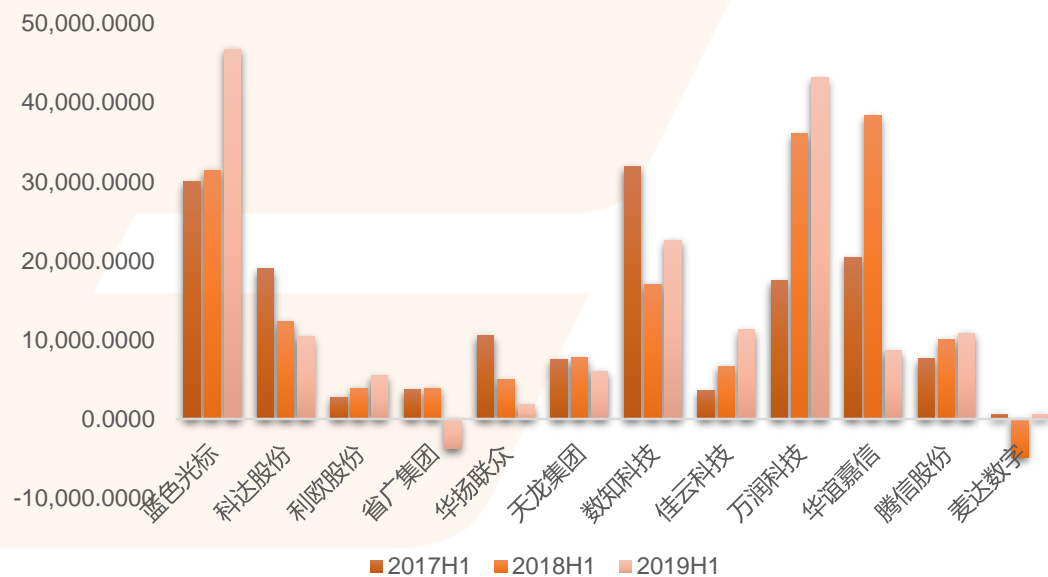
2017H1-2019H1营业收入同比增长情况（%）



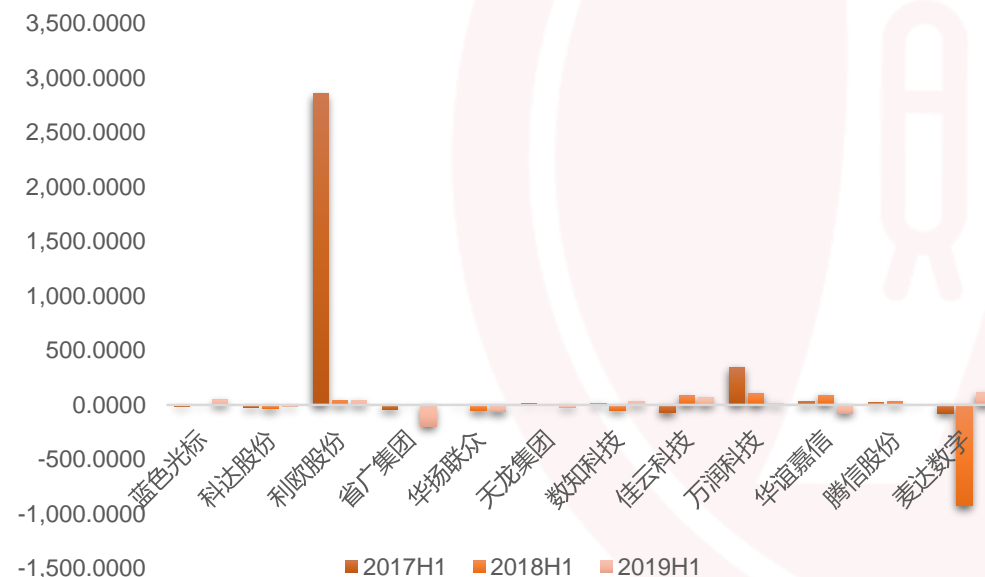
2.3 净利润水平基本保持稳定，增收不增利现象突出

- 净利润规模整体维持在16亿左右水平
- 2017年H1-2019年H1，12家A股上市公司归母净利润合计分别为15.50亿、16.76亿和16.38亿，盈利水平基本保持稳定，增收不增利现象突出。

2017H1-2019H1归母净利润增长情况（万元）



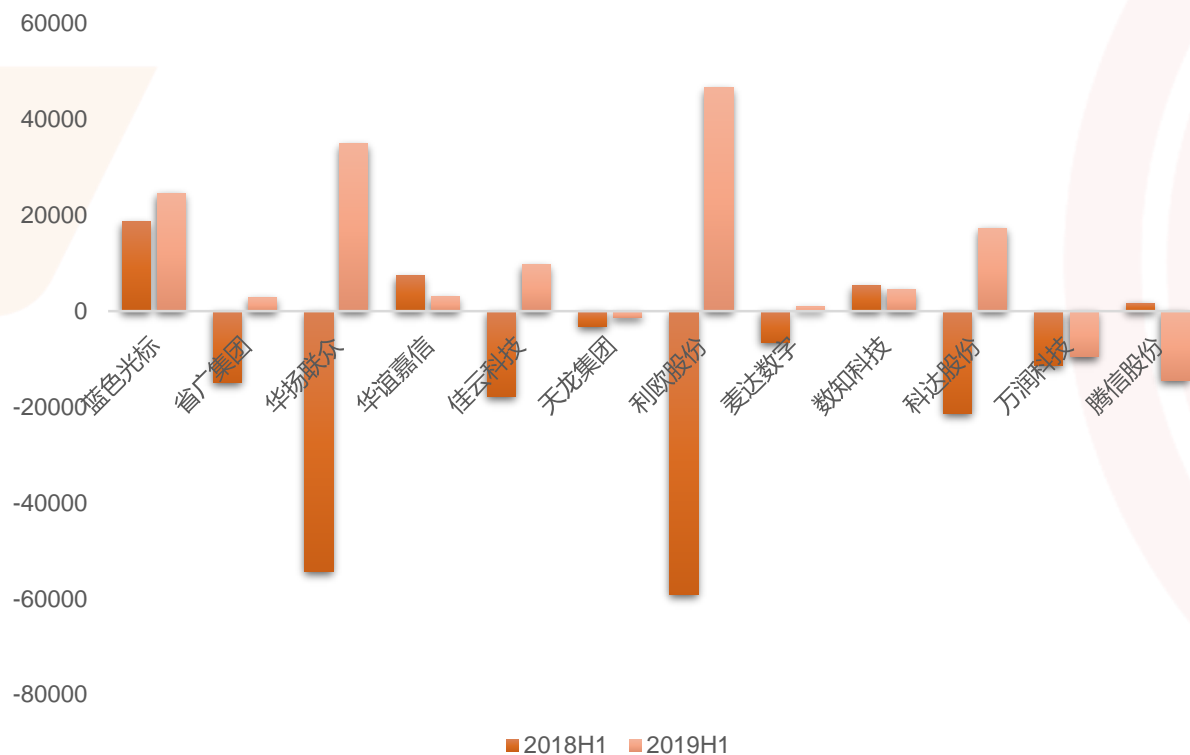
2017H1-2019H1归母净利润同比增长情况（%）



2.4 12家A股公司经营性现金流明显好转

- 经营性现金流转正明显

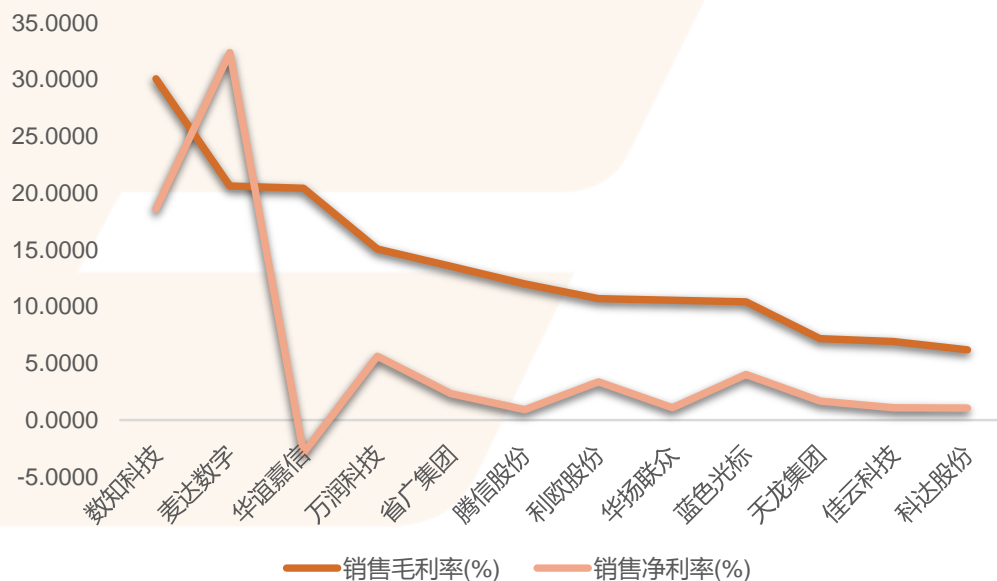
- 由于数字营销行业存在媒体支出前置、广告主付费存在一定账期等问题，导致数字营销企业现金流紧张。为了扭转经营性现金流随着营收规模增长而持续为负的现象，2019年以来，上市公司普遍强化了现金流管理，效果明显。其中华扬联众由2018年上半年-5.44亿扭转为2019年H1的3.49亿，利欧股份由2018年上半年-5.90亿扭转为2019年H1的4.66亿。



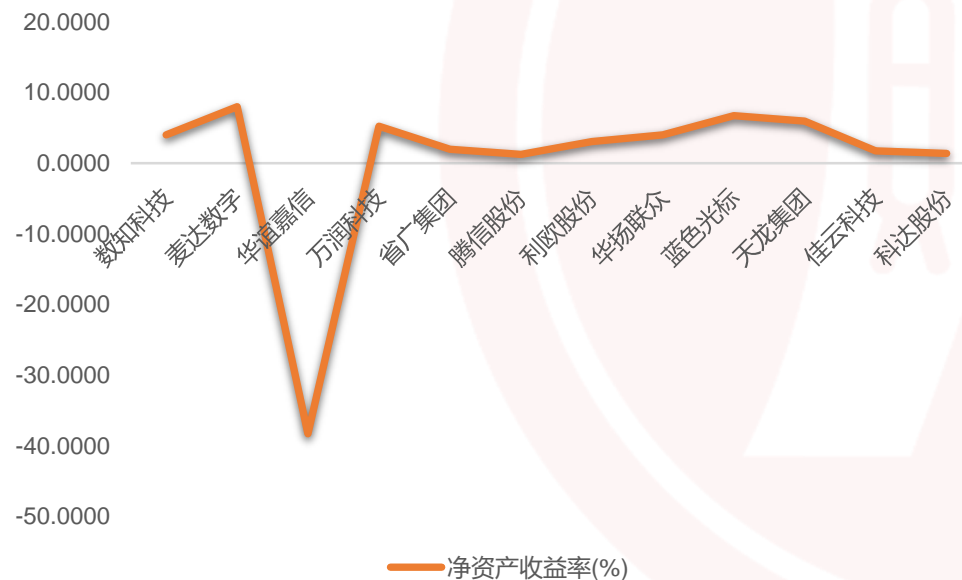
2.5 毛利率基本处于10%左右，依赖媒体返点

- 2019年H1，12家A股上市公司毛利率水平基本处于10%左右，净利率水平处于5%左右，明显看出依赖媒体返点，自身核心竞争力不强，同时，净资产收益率多处于5%以下，收益水平较低。

2019H1毛利率、净利率情况 (%)



2019H1净资产收益率情况 (%)



三、从上市公司重大事项看数字营销行业转型

A股公司：开源节流，解决现金流短缺问题

随着营收规模持续扩大，应收账款占用资金逐步增加，上市公司也逐渐出现了现金流短缺的问题，从2019年以来上市公司的措施来看，主要从“开源”和“节流”两个方向多种思路解决现金流短缺。

✓ 开源方面：多方面筹措资金

- 2019年以来，利欧股份、佳云科技、华谊嘉信等上市公司纷纷**通过借款担保的形式为子公司注入现金流**，其中利欧股份为全资子公司提供的担保达99.60亿，尤其是从事互联网广告业务的上海聚胜万合、上海易合、江苏万圣广告传媒等子公司，担保额度高达10亿元以上。
- 蓝色光标为公司以及公司指定的境外子公司**发行不超过5亿美元（或等额离岸人民币或其他外币）债券**及利息提供担保，满足公司日益增长的现金需求。
- 为了进一步打通海外融资渠道，蓝色光标与纽交所上市公司Legacy Acquisition Corp签订协定，拟将旗下四家全资公司Vision 7、We Are Social、Fuse Project和Metta的全部股权以及蓝色光标所持有控股公司Madhouse Inc 81.91%的股权注入Legacy。**蓝色光标将获得美国上市公司定向增发的3,000万股股票，合计3亿美元，约44.4%的股权，成为其单一最大股东，进一步打通海外融资渠道。**

A股公司：开源节流，解决现金流短缺问题

✓ 节流方面：上市公司强化运营能力，管控现金回款

- **利欧股份**：面对国内实体经济增长乏力的状况，公司主动调整了业务策略，重点是控制增长速度，提高增长质量，通过客户结构调整、结算政策调整、应收款清收等综合性措施，现金流状况显著改善。报告期内，**数字营销板块经营活动产生的现金流量净额为1.34亿元，较上年同期的-6.12亿元增长了121.90%**；报告期末，**数字营销板块应收账款余额为38.74亿元，较上年同期期末的48.74亿元下降了10亿元。**
- **蓝色光标**：2018年以来，公司在收入规模优势已经确立的情况下，通过优化客户结构，对大客户应收账款等财务方面的管理管控与持续优化，提升了公司经营性现金流的正向调整，**2018年经营性现金流大幅回流18亿元，2019年H1继续回流2.47亿元。**

A股公司：2018年商誉减值损失确认62.57亿，但商誉规模仍处高位

- 2018年中报，12家A股数字营销公司商誉合计266.75亿元，2018年，**由于所并购上市公司不及预期等因素影响，利欧股份、佳云科技、万润科技等公司大幅减值62.57亿元；但是，2019年中报，上市公司商誉仍然有205.93亿元，处于高位，未来减值压力较大。**

证券名称	2018年中报商誉 (万元)	2019年中报商誉 (万元)	2018年商誉减值损失
蓝色光标	459,599.1557	486,416.3822	5,343.0177
省广集团	204,990.6907	182,583.1420	7,687.4133
华扬联众	8,647.3311	8,647.3311	--
华谊嘉信	84,600.1065	38,065.8964	46,534.2101
佳云科技	149,376.6252	30,362.8046	119,013.8206
天龙集团	104,600.2900	8,507.5385	96,092.7515
利欧股份	374,045.4511	193,141.9751	180,903.4761
麦达数字	54,157.1539	12,892.8494	41,264.3045
数知科技	637,298.4246	631,425.3146	5,843.1100
科达股份	400,561.8917	373,654.7788	26,907.1129
万润科技	187,177.5997	92,508.9755	94,780.7418
腾信股份	2,409.3918	1,081.4763	1,327.9155

A股公司：资本市场低迷，上市公司并购活动基本停止

- 2018年8月以来，申万营销指数逐步下滑，已经从4000点左右下滑至2500点左右；从PE来看，估值水平从近30倍下降到18倍，相比一级市场已经不具有估值优势。比如线上广告龙头华扬联众停止收购户外广告媒体龙帆传媒，即主要由于证券市场及行业环境等客观情况发生了较大变化，**导致交易各方对本次交易的交易价格等核心要素存在较大差异。**



三板公司：资本市场上行通道遇阻，产业布局持续进行

✓ 资本市场上行通道遇阻

- 2019年7月30日，海外数字营销企业木瓜移动撤回科创板上市申请；8月23日，国内程序化广告企业新数网络撤回发行上市申请材料，或因所属行业与科创板定位不一致，数字营销企业资本化路径受到一定阻碍。

✓ 产业布局持续进行

- 根据艾瑞数据，2019年，移动广告规模会达到5195.2亿，同比增长36.2%，占总体网络广告的比例达到82.8%，数字营销市场仍然处于快速增长当中，资本低迷，相关公司产业布局持续进行。
- **哇棒传媒**：公司设立控股子公司北京海纳寰宇、河北云图腾，进一步开拓公司在相应地区互联网营销业务，完善公司产业链；
- **易简集团**：2019年3月，公司与广东拙见文化签署“易简读书”公众号《拙阅》栏目合作协议，6月与家庭杂志合资成立广州家庭文化传媒，共创《家庭杂志》微信公众号，实现经典内容线上化。



四、重点标的推荐



✓ 鼓励核心市场的优质开发者集成Mintegral SDK

- 截至2019年6月底，已经有超过11000款APP集成了汇量的Mintegral SDK，较2018年年末增长59.4%，已经覆盖超过2440个应用开发者；对于移动游戏开发者分析服务，公司接入了更多开发者，移动游戏DAU达到1.2亿；
- 截至2019年6月底，集成汇量科技SDK的移动应用平均DAU达到3.8亿，公司移动广告业务日均触达独立设备用户数超10亿；
- 为了实现欧美地区优质程序化流量的供给，汇量继续实行开发者激励计划，不过激励计划总体补贴金额呈下降趋势，激励计划补贴金额占程序化收入的比例已经有2018年下半年的10.3%收窄至2019年上半年的7.5%，并计划2019年底完全终止补贴。

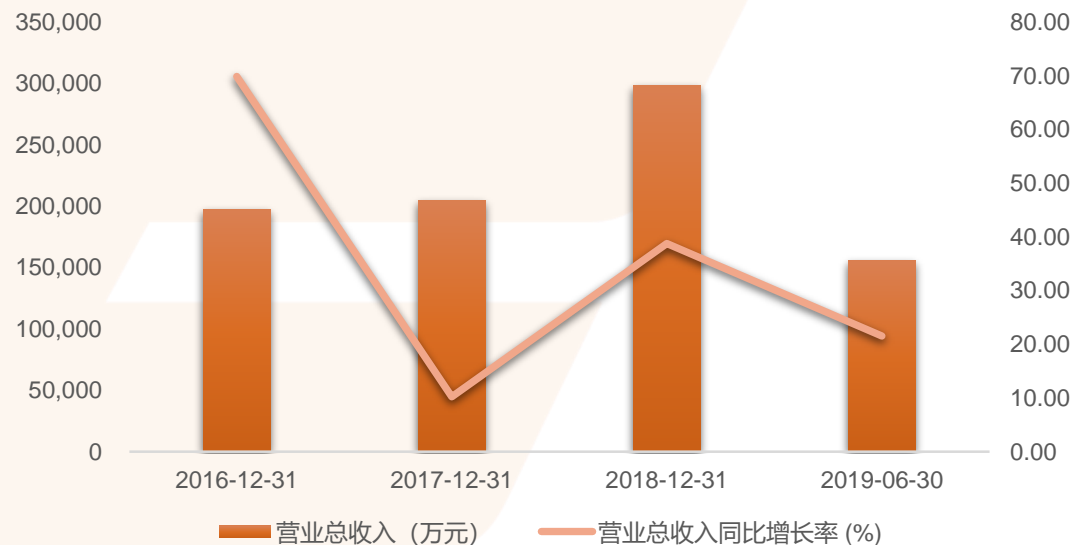
✓ 研发投入持续高增长，同比达到39.4%

- 2019年上半年，公司在数据管理平台、大数据计算、大规模机器学习算法和弹性集群管理等领域形成了自主的研究成果，研发费用投入达到1710万美元，同比增长39.4%；
- 公司强大的技术中台一方面降低了服务器成本，在营业收入大幅增长的情况下，服务器成本同比下降1.5%；另一方面，2019年7月，公司与AWS正式成为合作伙伴关系，公司技术中台形成的技术解决方案将登陆AWS Marketplace，服务AWS背后的广大客户群体。

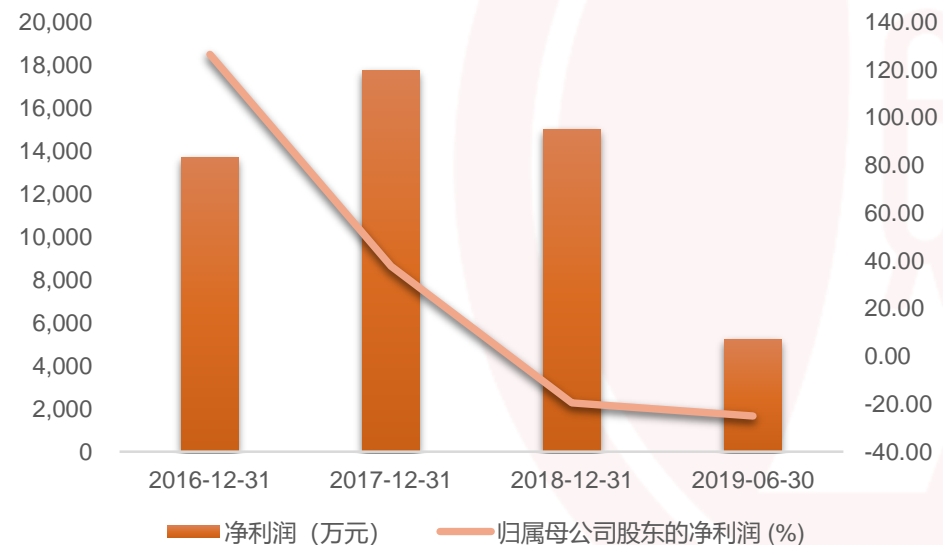
汇量科技：程序化广告业务迅速发展

- 2019H1，公司营业收入达到2.25亿美元，同比增速达到21.56%，继续保持快速增长；但是，盈利方面，继2018年下降-19.56%后，2019H1继续下滑-25.10%，受到公司业务结构调整的影响明显。
- 程序化广告业务继续保持快速发展，营业收入达到1.27亿美元，同比增长43.7%，营收占比达到56.3%，首次超过一半，在程序化广告的战略布局明显。

营业总收入及其同比增长率



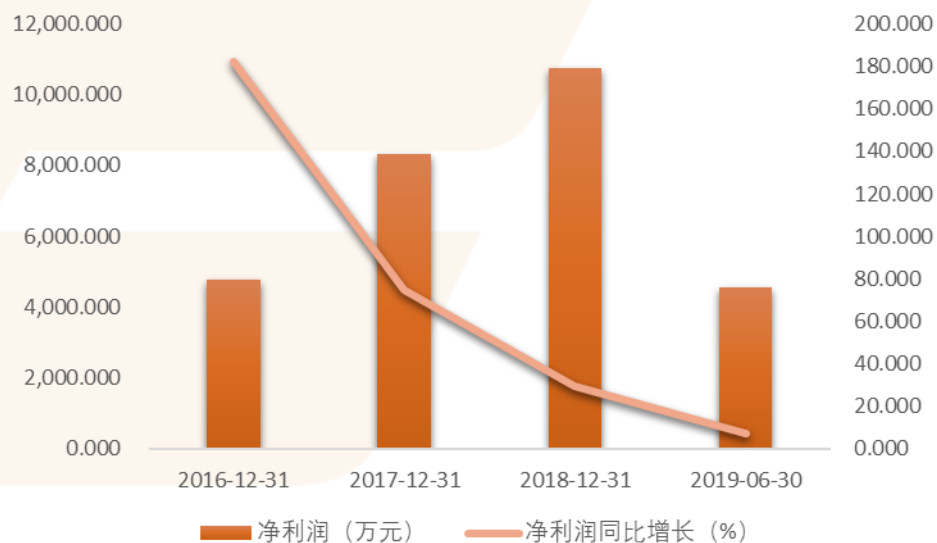
净利润及其归母净利润同比增长率



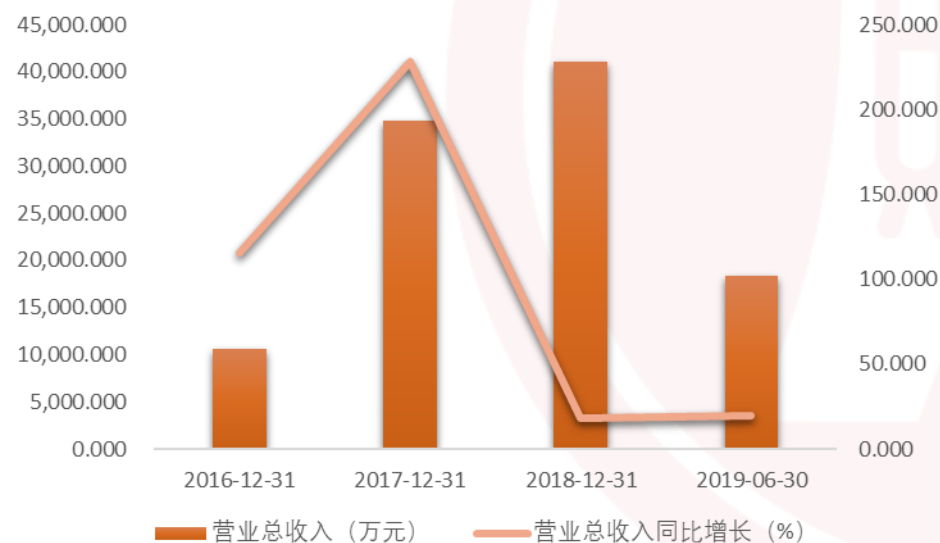
✓ 打造面向自媒体的第三方广告自助投放平台

- 微博和微信的产生与壮大令媒体碎片化趋势愈加明显，为了给广告主和自媒体构建一个低成本、高效率的第三方广告自助投放平台，微传播打造www.weichuanbo.com平台，平台资源均为严格筛选整合的优质自媒体资源，横跨微信、微博等多个平台，有效提升了经营效率。

营业总收入及其同比增长率



净利润及其归母净利润同比增长率





广证恒生

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

敬请关注微信公众号：新三板研究极客



极客在路上未来更精彩

致谢!