

# 金山办公 (688111.SH)

## C 端放缓, 未来更多关注 B 端方向

### 核心观点:

- **公司发布 2021 年中报。**21H1 营业收入 15.65 亿元, 同比+70.9%; 归母公司利润 5.49 亿元, 同比+53.5%; 扣非归母净利润 4.59 亿元, 同比+72.7%。21Q2 单季度营业收入 7.92 亿元, 同比+45.7%; 归母净利润 2.41 亿元, 同比-2.3%; 扣非归母净利润为 2.01 亿元, 同比减少 0.2%。我们判断, Q1 单季度业绩超预期, 主要系 Q1 授权业务收入增速较高, 而费用较平稳; 而 Q2 单季度利润同比下滑, 主要系当季更高毛利率的授权业务收入增速相对较低, 同时公司在 Q2 加强了品牌宣传, 使得单季度销售费用较高, 因此在利润端表现偏弱。
- **办公授权业务:** 21H1 该业务收入 6.40 亿元, 同比增长 200%。我们判断信创业务快速增长对该业务贡献较大, 但也应注意到信创相关订单的释放节奏以及公司确认收入节奏的不确定性较高。
- **办公服务订阅业务:** 21H1 该业务收入 7.35 亿元, 同比增长 38%; 个人订阅业务方面, 月活增长继续趋缓, 但增速的逐渐收窄应在预料之中, 而我们测算付费用户转换率在 21H1 的增长同样趋缓, 后续需持续观察; 机构订阅方面, 公司在商业企业市场继续发力, 考虑到国内企业客户数, 该业务长期发展空间较大, 但考虑到与 C 端采购的较大差异, 该部分市场仍需培育且收入的增长节奏或偏缓慢。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 21-23 年归母净利润分别为 11.10 亿元、14.83 亿元、19.24 亿元。参考可比公司估值, 我们给予公司 5X PEG 估值 (公司归母利润 20 年至 23 年 CAGR 约 29.87%), 以 2021 年 EPS 计算, 对应合理价值 359.67 元/股, 维持“增持”评级。
- **风险提示。**市场化的企业端需求培育周期相对较长; 大型政企市场需求释放的节奏和可持续性; 个人用户的转化率节奏与 ARPU 值空间。

### 盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,580	2,261	3,183	4,316	5,647
增长率 (%)	39.8	43.1	40.8	35.6	30.8
EBITDA (百万元)	356	716	1,189	1,574	2,024
归母净利润 (百万元)	401	878	1,110	1,483	1,924
增长率 (%)	28.9	119.2	26.4	33.5	29.7
EPS (元/股)	0.87	1.90	2.41	3.22	4.17
市盈率 (P/E)	188.62	215.76	117.52	88.00	67.82
ROE (%)	6.6	12.8	13.9	15.7	16.9
EV/EBITDA	210.10	263.40	107.84	80.33	61.30

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

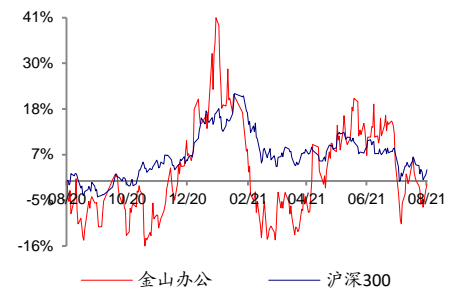
识别风险, 发现价值

### 公司评级

增持

当前价格	283.00 元
合理价值	359.67 元
前次评级	增持
报告日期	2021-08-25

### 相对市场表现



### 分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gflouxuefeng@gf.com.cn

### 相关研究:

- 金山办公 (688111.SH):Q1 2021-04-30  
业绩超预期, 信创贡献较大增量
- 金山办公 (688111.SH):协 2021-03-24  
作战略前景广阔, 大型政企市场需求增厚业绩
- 金山办公 (688111.SH):企 2021-02-25  
业端业务地位将上升, 中短期内信创力促业绩增厚

### 联系人:

雷棠棣 021-38003673

leitangdi@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

## 一、2021 年半年度财务数据分析

公司披露2021年中报，21H1公司实现营业收入15.65亿元，同比增长70.9%；实现归属母公司净利润5.49亿元，同比增长53.5%；实现扣非后归属母公司净利润4.59亿元，同比增长72.7%。

以此计算，21Q2单季度实现营业收入7.92亿元，同比增加45.7%；实现归属母公司净利润2.41亿元，同比减少2.3%；扣非后归母净利润为2.01亿元，同比减少0.2%。

### （一）主要财务数据分析

1. 分业务看：21H1办公软件授权业务收入6.40亿元，同比增长199.8%，较19年同期增长218%；办公服务订阅业务收入7.35亿元，同比增长37.9%，较19年同期增长136%；互联网广告推广及其他业务收入1.90亿元，同比增长12.15%，较19年同期增长10%。
2. 21H1综合毛利率为88.01%，较上一年同期提升1.87个pct。单季度看，21Q1为89.7%，21Q2为86.3%，考虑三类业务不同的毛利率，大部分授权业务收入确认应发生在Q1。
3. 21H1费用方面：
  - (1) 销售费用3.60亿元，同比增加107%；销售费用率23.0%，较上年同期增加4 pct；从具体构成来看，人员薪酬约1.94亿元，同比增长78.8%，宣传推广费用1.12亿元，同比增长194%。而Q2单季度销售费用环比增长45%，同比增长136%。上半年尤其是Q2，公司在品牌影响力及美誉度方面投入较大。
  - (2) 研发费用4.39亿元，同比增加43%；研发费用率为28.0%，较上年同期减少5.4pct。其中人员薪酬3.72亿元，同比增长50%。报告期内公司加大投入，继续云办公套件体系。截至21年中，公司研发人员数量共2188人，占公司总人数的63.2%，年初为1923人，上一年同期为1547人。
  - (3) 管理费用1.34亿元，同比增加108%；管理费用率8.5%，较上年同期增加1.5pct；从具体构成来看，人员薪酬约8492万元，同比增长115%，而股份支付费用1707万元，20H1为400万元。21年6月2日，公司向223名激励对象共授予限制性股票70万股，总共需摊销费用2.46亿元，其中2021年需摊销8706万元。
4. 21H1合同负债10.51亿元，较年初增长26.2%，较21Q1末增长20.4%。
5. 报告期，经营活动现金流净额为7.61亿元，同比增加68.5%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金18.8亿元，同比增加69.3%，体量及增速与报告期营业收入

入表现较匹配；经营活动现金流出12.35亿元，同比增加71.3%。

6. 综合来看：

- (1) 公司21Q1单季度业绩超预期，收入同比增长108%，归母净利润同比增长179%，扣非归母净利润同比增长302%，主要系21Q1授权业务收入增速较高，而费用较平稳；
- (2) 21Q2单季度利润同比下滑，主要系当季更高毛利率的授权业务收入增速相对较低，同时公司在21Q2也加强了品牌宣传，使得单季度销售费用较高，因此在利润端表现偏弱。

表1：半年度财务关键数据（单位：百万元）

	2018H1	2019H1	2020H1	2021H1
营业收入	495.22	685.26	915.77	1,565.08
营业成本	64.03	118.83	126.92	187.69
销售费用	86.74	133.00	174.04	360.07
管理费用	40.19	55.77	64.28	133.71
研发费用	163.60	279.35	306.49	438.84
财务费用	-0.87	-0.82	-3.87	-24.74
投资净收益	26.98	23.40	42.53	58.04
营业利润	186.05	143.04	366.84	589.55
归属于母公司所有者的净利润	182.31	146.90	357.40	548.77
扣非净利润	153.45	118.66	265.73	458.80
<b>主要比率</b>				
毛利率	87.07%	82.66%	86.14%	88.01%
销售费用率	17.52%	19.41%	19.00%	23.01%
管理费用率	8.12%	8.14%	7.02%	8.54%
研发费用率	33.04%	40.77%	33.47%	28.04%
营业利润率	37.57%	20.87%	40.06%	37.67%
归母净利率	36.81%	21.44%	39.03%	35.06%
<b>YOY</b>				
营业收入	—	38.38%	33.64%	70.90%
归母公司净利润	—	-19.42%	143.30%	53.54%
扣非净利润	—	-22.67%	123.94%	72.65%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表2：季度财务关键数据（单位：百万元）

财报数据（百万元）	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
营业收入	537.44	372.27	543.50	587.40	757.80	773.35	791.73
营业成本	60.61	59.13	67.79	70.75	80.46	79.32	108.37
销售费用	122.97	83.67	90.36	132.42	176.35	147.11	212.96
管理费用	47.94	30.57	33.70	48.16	100.11	67.36	66.35

研发费用	160.75	147.28	159.22	217.42	186.97	204.62	234.21
财务费用	-1.13	-0.60	-3.27	-2.29	-3.25	-9.82	-14.91
投资净收益	4.07	19.81	22.73	75.71	25.93	8.16	49.88
营业利润	202.78	111.04	255.80	242.21	326.32	361.01	228.54
归母公司净利润	196.17	110.31	247.09	237.89	282.85	307.40	241.37
扣非净利润	154.17	64.01	201.72	128.57	217.72	257.50	201.30
<b>主要比率</b>							
毛利率	88.72%	84.12%	87.53%	87.96%	89.38%	89.74%	86.31%
销售费用率	22.88%	22.48%	16.63%	22.54%	23.27%	19.02%	26.90%
管理费用率	8.92%	8.21%	6.20%	8.20%	13.21%	8.71%	8.38%
研发费用率	29.91%	39.56%	29.29%	37.01%	24.67%	26.46%	29.58%
营业利润率	37.73%	29.83%	47.06%	41.23%	43.06%	46.68%	28.87%
归母净利率	36.50%	29.63%	45.46%	40.50%	37.33%	39.75%	30.49%
<b>YoY</b>							
营业收入	40.46%	30.90%	35.58%	64.62%	41.00%	107.74%	45.67%
归母公司净利润	94.23%	130.87%	149.30%	313.61%	44.19%	178.65%	-2.31%
扣非净利润	77.76%	99.25%	133.11%	208.37%	41.22%	302.27%	-0.21%
<b>QoQ</b>							
营业收入	50.62%	-30.73%	46.00%	8.08%	29.01%	2.05%	2.38%
归母公司净利润	241.07%	-43.77%	123.98%	-3.72%	18.90%	8.68%	-21.48%
扣非净利润	269.77%	-58.48%	215.14%	-36.26%	69.34%	18.27%	-21.82%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## (二) 简评

- 21H1办公软件授权业务收入6.40亿元，同比增长199.8%，较19年同期增长218%。
  - 报告期内，授权业务增长较高，一方面系伴随信创业务进入成熟期，客户采购力度加大，带动办公软件产品使用授权业务整体呈快速增长，另一方面系20Q3公司对国家标准版式文件OFD公司数科网维实现并表，2019年数科网维收入9692万元，净利润3676万元。
  - 近年来，国内信创行业发展较快。我们判断，公司信创业务将继续增厚公司授权业务收入体量，同时该业务较高的毛利率也将有益于公司整体利润表现。但信创相关订单的释放节奏以及公司确认收入节奏的不确定性较高，因此信创相关业务更易造成公司某单季度业绩超预期。随着公司体量不断增大以及信创需求的持续释放，超预期的程度或边际减弱，同时，商业企业的业务拓展将逐步成为重点。

2. 21H1办公服务订阅业务收入7.35亿元，同比增长37.9%，较19年同期增长136%。办公服务订阅业务主要由2类构成，一是个人订阅，二是机构订阅。从近三年数据看，机构订阅收入在订阅业务中的占比基本在6%上下。

(1) 个人订阅：

- ① 月活方面：截至21年06月，公司主要产品（不含金山文档）MAU达到5.01亿，21年3月/20年12月/20年9月/20年6月/20年3月分别为4.94/4.74/4.57/4.54/4.47亿；其中，WPS office PC版月度活跃用户数1.99亿，21年3月/20年12月/20年9月/20年6月/20年3月分别为1.94/1.85/1.76/1.72/1.68亿；移动版月度活跃用户数2.96亿，21年3月/20年12月/20年9月/20年6月/20年3月分别为2.94/2.82亿/2.74亿/2.75亿/2.71亿；公司其他产品如金山词霸等月度活跃用户数接近0.1亿（近几个季度基本保持稳定）。在当前公司主要产品月活达到如此数量后，增速的逐渐收窄应在预料之中。
- ② 付费用户数方面：截至21年06月，公司累计付费用户数2188万，20年底为1962万，20年6月为1681万，19年底为1202万。估算付费用户转换率（付费用户数/PC版月活），则21年6月转换率为10.99%，20年底为10.61%，20年6月为9.77%，19年底为7.81%。根据公司对付费用户的定义（过去12个月内发生付费行为的个人会员数（不含一次性零售）），单客户在12个月内付费时间增加（例如从续费3个月会员增加到续费6个月会员，但月费不变）或单月付费增加（例如从付费100元/月到付费120元/月，但续费月数不变）均能带来付费用户转换率的提升，从公司产品单价及推广策略（连续多月订阅有价格折扣）来看，付费用户转换率提升的原因更大可能是前者。相对于当前如此数量的月活用户数，付费用户转换率的提升更能促进企业价值提升。从21年上半年来看，付费用户转换率增幅收窄较明显，后续需持续观察。
- ③ ARPU方面，根据公司对付费用户的定义，我们（以最近12个月个人订阅收入/付费用户数）估算ARPU，则21年6月约56.58元，20年底约53.66元，20年6月约50.84元，19年底约53.37元。公司近年ARPU呈缓慢上升趋势，不及付费用户转换率提升明显，这或反映了公司当前在持续提升个人订阅收入方面的主要努力方向。
- ④ 从月活规模看，付费用户数提升的长期空间较大，后续一方面关注公司在提升付费用户转换率方面的措施及效果，而另一方面也需考虑国内整体个人客户付费习惯的培育。

(2) 机构订阅

- ① 报告期内，公司继续发力政企业务。客户拓展方面，公司以云端结合的方式加速解决政企行业的云化转型需求，持续完善办公行业生态及产品渠道的建设。特别是在中小微企业及组织市场，公司通过WPS+

整合旗下WPS Office、在线文档、文档管理、企业后台管理、稻壳儿模板、协作产品（会议/日历/待办/表单）等全线产品，满足用户一站式办公服务需求。

- ② 此前，国内大中型政企客户一般是采用授权销售的模式，同时友商在这部分市场占有较大的市场份额。我们看好公司以企业云服务（如企业云文档和企业中台服务等）、WebOffice、智能PPT、辅助写作、统计表单、金山会议以及文档安全等一揽子办公应用订阅服务的方式切入该市场，但另一方面需注意，不同于消费者端的各类应用，典型如娱乐、影音等，企业端产品的门槛较高，相关采购涉及一套完整的商务流程，客户拓展也需要更长时间，因此该部分收入的增长或需要更多耐心。
- ③ 在中小微企业市场，公司发布WPS+以及在20年底，公司正式宣布了公司全新产品战略“协作”。我们认为，相对于大中型政企客户，中小微企业客户的“C端”属性更强，因此或更应关注客户续费率、续约率以及ARPU天花板等情况。整体上，考虑到国内千万级的中小微企业数，其远期空间仍可积极预期。

## 二、投资建议

预计公司21年~23年营业收入分别为31.83亿元、43.16亿元、56.47亿元，同比增速分别为40.8%、35.6%、30.8%；归母净利润分别为11.10亿元、14.83亿元、19.24亿元，同比增速分别为26.4%、33.5%、29.7%。

因此，综合考虑，公司中长期成长性较高，一方面随着自主可控产业持续推进，公司作为国产办公软件旗帜厂商将获发展良机，另一方面目前付费用户转换率、ARPU 值仍偏低，长期看增长空间较大。参考可比公司估值情况，我们给予公司5X PEG估值（公司归母净利润20年至23年CAGR约29.87%），以2021年EPS计算，对应合理价值359.67元/股，维持“增持”评级。

表3: 金山办公可比公司PEG估值情况（市值统计截止2021.8.25收盘）

公司 名称	公司代码	业务类型	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE				21年 PEG
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
用友 网络	600588	企业ERP、 SAAS	1177	9.89	10.20	12.78	16.86	145	119	95	72	6.1

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 用友网络数据来至 WIND 一致预期

## 三、风险提示

- (一) 市场化的企业端需求培育周期相对较长
- (二) 大型政企市场需求释放的节奏和可持续性
- (三) 个人用户的转化率节奏与 ARPU 值空间

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	<b>6,681</b>	<b>8,088</b>	<b>9,484</b>	<b>11,509</b>	<b>14,136</b>	
货币资金	749	1,004	2,209	4,014	6,374	
应收及预付	352	409	576	780	1,020	
存货	1	1	2	3	4	
其他流动资产	5,577	6,674	6,696	6,711	6,738	
<b>非流动资产</b>	<b>163</b>	<b>423</b>	<b>501</b>	<b>536</b>	<b>571</b>	
长期股权投资	22	36	36	36	36	
固定资产	67	62	89	111	139	
在建工程	0	0	0	0	0	
无形资产	18	59	109	122	130	
其他长期资产	57	267	267	267	267	
<b>资产总计</b>	<b>6,844</b>	<b>8,512</b>	<b>9,984</b>	<b>12,045</b>	<b>14,707</b>	
<b>流动负债</b>	<b>727</b>	<b>1,438</b>	<b>1,790</b>	<b>2,353</b>	<b>3,074</b>	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付及预收	498	140	201	263	333	
其他流动负债	229	1,297	1,588	2,091	2,742	
<b>非流动负债</b>	<b>49</b>	<b>183</b>	<b>183</b>	<b>183</b>	<b>183</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	49	183	183	183	183	
<b>负债合计</b>	<b>775</b>	<b>1,621</b>	<b>1,973</b>	<b>2,536</b>	<b>3,257</b>	
股本	461	461	461	461	461	
资本公积	4,588	4,642	4,642	4,642	4,642	
留存收益	1,013	1,753	2,863	4,345	6,269	
归属母公司股东权益	6,069	6,855	7,965	9,448	11,371	
少数股东权益	0	36	47	61	79	
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,844</b>	<b>8,512</b>	<b>9,984</b>	<b>12,045</b>	<b>14,707</b>	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业收入</b>	<b>1,580</b>	<b>2,261</b>	<b>3,183</b>	<b>4,316</b>	<b>5,647</b>	
营业成本	228	278	399	520	659	
营业税金及附加	16	23	32	44	57	
销售费用	345	483	652	876	1,141	
管理费用	136	213	223	302	395	
研发费用	599	711	971	1,312	1,711	
财务费用	-3	-9	-16	-31	-52	
资产减值损失	0	0	0	0	0	
公允价值变动收益	50	118	0	0	0	
投资净收益	31	144	153	164	175	
<b>营业利润</b>	<b>402</b>	<b>935</b>	<b>1,186</b>	<b>1,582</b>	<b>2,052</b>	
营业外收支	5	0	-3	-2	-2	
<b>利润总额</b>	<b>406</b>	<b>936</b>	<b>1,183</b>	<b>1,580</b>	<b>2,050</b>	
所得税	6	49	62	83	108	
<b>净利润</b>	<b>401</b>	<b>887</b>	<b>1,121</b>	<b>1,497</b>	<b>1,942</b>	
少数股东损益	0	8	11	14	18	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>401</b>	<b>878</b>	<b>1,110</b>	<b>1,483</b>	<b>1,924</b>	
EBITDA	356	716	1,189	1,574	2,024	
EPS (元)	0.87	1.90	2.41	3.22	4.17	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>586</b>	<b>1,514</b>	<b>1,166</b>	<b>1,718</b>	<b>2,267</b>	
净利润	401	887	1,121	1,497	1,942	
折旧摊销	32	47	33	39	45	
营运资金变动	218	844	162	344	453	
其它	-65	-263	-150	-162	-173	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,474</b>	<b>-1,116</b>	<b>40</b>	<b>87</b>	<b>93</b>	
资本支出	-63	-55	-113	-77	-82	
投资变动	-4,456	-1,259	0	0	0	
其他	45	198	153	164	175	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,449</b>	<b>-141</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
银行借款	0	0	0	0	0	
股权融资	4,482	0	0	0	0	
其他	-32	-141	0	0	0	
<b>现金净增加额</b>	<b>562</b>	<b>251</b>	<b>1,206</b>	<b>1,805</b>	<b>2,360</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>186</b>	<b>749</b>	<b>1,004</b>	<b>2,209</b>	<b>4,014</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>749</b>	<b>1,000</b>	<b>2,209</b>	<b>4,014</b>	<b>6,374</b>	

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	39.8%	43.1%	40.8%	35.6%	30.8%
营业利润增长	18.8%	132.9%	26.8%	33.4%	29.7%
归母净利润增长	28.9%	119.2%	26.4%	33.5%	29.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	85.6%	87.7%	87.5%	87.9%	88.3%
净利率	25.4%	39.2%	35.2%	34.7%	34.4%
ROE	6.6%	12.8%	13.9%	15.7%	16.9%
ROIC	5.3%	9.2%	13.7%	15.3%	16.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	11.3%	19.0%	19.8%	21.1%	22.1%
净负债比率	12.8%	23.5%	24.6%	26.7%	28.4%
流动比率	9.19	5.63	5.30	4.89	4.60
速动比率	9.18	5.62	5.29	4.88	4.59
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.23	0.27	0.32	0.36	0.38
应收账款周转率	4.58	5.68	5.68	5.68	5.68
存货周转率	1,106.03	1,677.34	1,273.49	1,323.32	1,367.04
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.87	1.90	2.41	3.22	4.17
每股经营现金流	1	3	3	4	5
每股净资产	13.16	14.87	17.28	20.49	24.67
<b>估值比率</b>					
P/E	188.62	215.76	117.52	88.00	67.82
P/B	12.45	27.64	16.38	13.81	11.47
EV/EBITDA	210.10	263.40	107.84	80.33	61.30

## 广发计算机行业研究小组

刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年1月加入广发证券发展研究中心。

庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。

李傲远：资深分析师，重庆大学金融学硕士，曾任职于国泰君安、安信基金，2020年9月加入广发证券发展研究中心。4年证券行业研究经验。

雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月加入广发证券发展研究中心。

吴祖鹏：高级分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年2月加入广发证券发展研究中心。3年证券行业研究经验。

## 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	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
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。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。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。