

【广发传媒 & 海外】美团-W (03690.HK)

22Q2 前瞻：主业优于预期，新业务总体稳健

核心观点：

- **预计外卖和到店 Q2 优于预期，上调总体 Q2 增速。**2Q22 总收入预计为 484 亿元，YoY+12%；GAAP 口径运营亏损预计为-22.45 亿元，经调整净盈利预计为-5.4 亿元，经调整盈利率为-1.1%，相较 1Q22/2Q21 经调整盈利率为-7.8%/-6.7%。
- **2Q22 外卖收入预计 260.3 亿元，YoY+12.6%，优于预期。**预计 Q2 外卖单量 36.3 亿单，YoY+2.5%。4-5 月受疫情影响较大，6 月外卖单量恢复好于预期，预计 6 月单量同比增速~10%，预计 Q2 对应日均单量 3988 万单左右。预计 Q2 经调整运营利润 32.7 亿元，对应单均利润为 0.90 元，相较 1Q22/2Q21 单均利润分别为 0.47 元/0.69 元。
- **到店酒旅收入预计 68.24 亿元，YoY-20.7%，略好于预期。**到店业务 6 月复苏好于预期，一定程度抵消了 4-5 月的下滑幅度。预计 Q2 收入同比下滑 20%。维持此前 OPM40.5%，预计调整运营利润 27.66 亿元。
- **新业务总收入预计为 155.46 亿元，YoY+37%，总体稳健。**Q2 新业务经调整运营亏损预计 82.64 亿元，OPM 为-53%，相较 1Q22/2Q21 经营亏损为 90.25 亿元/102.05 亿元。
- **盈利预测与投资建议：**考虑到 6 月公司主业恢复好于预期，带动 Q2 外卖和到店主业盈利的改善，我们上调 22Q2 业绩。同时，7 月份疫情的反复对于短期 Q3 的复苏带来一定的压力。我们预计 2022-23 年收入 2097 亿元、2919 亿元，经调整净利为-61.32 亿元、166.78 亿元。维持 2023 年经营正常状态下 SOTP 方法算得每股合理价值 240.2 港元/股。公司短期业绩受到疫情扰动，但长期主业经营优势明显，壁垒深厚；新业务有序健康发展，具备长期成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**全球疫情，新业务培育速度低于预期，监管等风险。

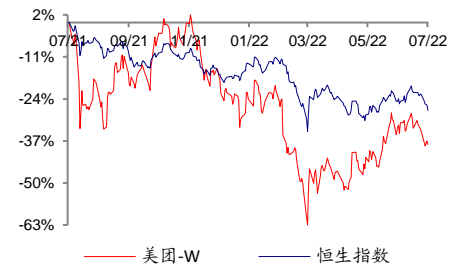
盈利预测：注：净利润、EPS 均为 NON-GAAP 口径，汇率 HKD/CNY 为 1.17

百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	114,795	177,414	209,663	291,872	374,453
增长率（%）	17.70%	54.55%	18.18%	39.21%	28.29%
经调整EBITDA（百万元）	4,738	-11,408	-7,672	22,913	34,204
归母净利润（百万元）	3,121	-17,285	-6,132	16,678	29,872
EPS（元/股）	0.50	-2.79	-0.99	2.70	4.83
市盈率（P/E）	305.41	-	-	57.14	31.91
EV/EBITDA	108.69	-	-	51.55	30.90

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 注：本报告货币为人民币

公司评级	买入
当前价格	179.20 港元
合理价值	240.20 港元
前次评级	买入
报告日期	2022-07-17

相对市场表现



分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005

SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

分析师：

杨琳琳



SAC 执证号：S0260514050004

SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究：

【广发海外】美团-W 2022-07-01
(03690.HK)：优势迁移，持续赋能，闪购 GTV 和盈利能力有望持续提升

联系人：卢丝雨 010-59136610

lusiyu@gf.com.cn

联系人：周喆 010-59136890

zhouzhe@gf.com.cn

表1: 美团点评分业务的营业利润(百万人民币)和营业利润率(%)预测(22Q2E)

	单位	21Q1A	21Q2A	21Q3A	21Q4A	2021A	22Q1	22Q2E	22Q3E	22Q4E	2022E
外卖业务收入	百万 元	20,575	23,125	26,485	26,127	96,312	24,157	26,030	30,763	30,581	111,531
YoY %	%	117%	59%	28%	21%	45%	17.4%	12.6%	16%	17%	15.8%
交易单量	百万	2,903	3,541	4,013	3,911	14,368	3,362	3,630	4,512	4,497	16,001
YoY %	%	111%	59%	25%	17%	42%	16%	2.5%	10%	15%	11%
AOV	元	49	49	49	48	49	50	51	51	50	50
YoY %	%	-5%	0%	4%	3%	1%	1%	3%	3%	4%	3%
运营利润 (non-IFRS)	百万 元	1,116	2,447	876	1,736	6,175	1,577	3,268	1,549	2,381	8,775
到店, 酒店和旅游业务收入	百万 元	6,584	8,602	8,621	8,722	32,530	7,622	6,824	8,882	9,874	33,201
YoY %	%	113%	89%	33%	22%	53%	15.8%	-20.7%	3%	13%	2.1%
在线营销	百万 元	3,329	4,250	4,497	4,656	16,731	3,979	3,400	4,632	5,355	17,365
YoY %	%	75%	73%	42%	31%	51%	20%	-20%	3%	15%	4%
酒店间夜量	百万	101	141	120	115	477	93	84	120	121	418
YoY %	%	136%	81%	5%	-4%	35%	-8%	-40%	0%	5%	-12%
运营利润 (non-IFRS)	百万 元	2,748	3,664	3,784	3,897	14,093	3,474	2,766	3,740	4,135	13,478
运营利润率 (non-IFRS)	%	42%	43%	44%	45%	43%	46%	41%	42%	42%	41%
新业务及其他收入	百万 元	9,856	12,032	13,723	14,674	50,286	13,614	15,546	17,397	18,373	64,931
YoY %	%	136%	114%	67%	59%	84%	38%	37%	32%	30%	34%
运营利润 (non-IFRS)	百万 元	-8,044	-9,238	-10,906	-10,205	-38,394	-9,025	-8,264	-7,466	-6,250	-31,004
运营利润率 (non-IFRS)	%	-82%	-77%	-79%	-70%	-76%	-66%	-53%	-43%	-34%	-48%

数据来源: 美团财报, 广发证券发展研究中心

我们判断, 二季度4、5月受疫情影响比较大, 传统主业下滑幅度较大。6月外卖单量和到店业务的恢复都好于预期, 带动 Q2 外卖和到店主业盈利的改善, 因此上调 22Q2 业绩。我们预计 2Q22 外卖收入预计 260.3 亿元, YoY+12.6%, 预计 Q2 实现运营利润 32.7 亿元, 同比增长 33.55%, 对应单均利润为 0.90 元。到店酒旅收入预计 68.24 亿元, YoY-20.7%。到店业务 6 月复苏好于预期, 一定程度抵消了 4-5 月的下滑幅度。利润率层面, 维持此前到店业务 OPM40.5%的预期, 预计到店业务 Q2 运营利润 27.66 亿元。新业务总收入预计为 155.46 亿元, YoY+37%, 总体稳健。新业务经调整运营亏损预计 82.6 亿元, OPM 为-53%, 相较 1Q22/2Q21 经营亏损为 90.25 亿元/102 亿元。由于 7 月份疫情仍在部分地区反复, 一定程度上影响了第三季度的整体业务复苏, Q3 的总体情况尚待观察。我们预计 2022 年外卖业务实现收入 1115.3 亿元, 同比增长 15.8%, 到店酒旅业务实现收入 332.01 亿元, 同比增长 2.1%, 新业务收入 649.31 亿元, 同比增长 34%。

表 2: 美团分业务的营业收入、营业利润预测(亿元, 人民币)和同比增速(%)

财务指标	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	2022Q1	2022E
餐饮外卖销售收入	205.75	231.25	264.85	261.27	963	241.57	1115.3
增长率(%)	116.80%	59.00%	27.99%	21.30%	45.3%	17.4%	15.8%
到店、酒旅收入	65.84	86.02	86.21	87.22	325.30	76.22	332.01
增长率(%)	112.74%	89.31%	33.08%	22.24%	53.07%	15.8%	2.1%
新业务收入	98.56	120.32	137.23	146.74	502.86	136.14	649.31

增长率 (%)	136.45%	113.57%	66.74%	58.74%	84.35%	38%	34%
营业收入总计	370.16	437.59	488.29	495.23	1791.28	462.69	2096.63
增长率 (%)	120.94%	77.01%	37.93%	30.61%	56.04%	25%	18.2%
餐饮外卖销售 OP	11.16	24.47	8.76	17.36	61.75	15.77	87.75
到店、酒旅 OP	27.48	36.64	37.84	38.97	140.93	34.74	134.78
新业务 OP	-80.44	-92.38	-109.06	-102.05	-383.94	-90.25	-310.04

资料来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: 所属行业其他公司的估值比较 (样本日期: 2022/7/16)

所处行业	公司名称	总市值 (百万 本地货币)	收入 (百万 本地货币)		净利润 (百万 本地货币)		PS		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
外卖行业										
	Delivery Hero	7430	9185.60	12634.40	(1490.80)	(915.80)	0.81	0.59	-	-
	Takeaway.com	2883	5937.10	6743.90	(697.40)	(473.50)	0.49	0.43	-	-
本地生活										
	Groupon	289	695	779.50	8.00	57.00	0.42	0.37	36.10	5.07
	Yelp	1965	1174.10	1286.80	140.30	165.00	1.67	1.53	14.01	11.91
	ANGI	2441	1920.80	2232.40	(99.80)	(53.30)	1.27	1.09	-	-
	Zillow	8504	6342.50	2316.30	397.20	518.00	1.34	3.67	21.41	16.42
	Uber	42553	30049.80	36463.00	(4855.50)	602.40	1.42	1.17	-	70.64
	Lyft	4503	4245.40	5297.80	95.00	374.20	1.06	0.85	47.40	12.03
商户服务行业										
	Square	38302	17765.60	20806.50	511.30	970.30	2.16	1.84	74.91	39.47
	Global Payments	32321	8419.20	9239.10	2646.60	2925.60	3.84	3.50	12.21	11.05
	Fiserv	60864	16517.70	17806.10	4197.90	4667.30	3.68	3.42	14.50	13.04
酒旅 OTA 平台										
	Ctrip.com	16016	2851.20	4486.70	179.00	797.40	5.62	3.57	89.47	20.08
	Booking	69002	17401.20	19923.60	3879.80	5006.30	3.97	3.46	17.79	13.78
	Expedia	14508	11691.10	13383.80	1104.30	1537.00	1.24	1.08	13.14	9.44
	TripAdvisor	2421	1408.20	1665.70	112.70	233.70	1.72	1.45	21.48	10.36
电商平台										
	阿里巴巴	282356	136107.10	153300.50	19605.40	23491.80	2.07	1.84	14.40	12.02
	京东	94145	159742.10	189365.30	2711.20	4113.30	0.59	0.50	34.72	22.89
	拼多多	69175	16283.00	20205.40	2676.10	3832.60	4.25	3.42	25.85	18.05

资料来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议: 考虑到6月公司主业恢复好于预期, 我们适度上调了22Q2业绩。外卖业务方面, 单量在6月同比增速较好拉高了Q2单量增速, 单均盈利方面因补贴和骑手成本降低而提升; 到店、酒旅业务方面, Q2收入端的同比下滑幅度也好于预期, 本地生活需求依然具有强韧劲, 总体而言, 两块主业的优势明显, 壁垒深厚。

同时，考虑7月份疫情的反复对于短期Q3复苏带来一定压力，我们对于Q3主业增速做了一定下修。综合考虑，我们预计2022-23年收入2097亿元、2919亿元，经调整净利为-61.32亿元、166.78亿元。维持2023年经营正常状态下SOTP方法算得每股合理价值240.20港元/股。公司短期业绩受到疫情扰动，过去1-2个月，公司股价波动与疫情走势关联度较高，但公司长期主业经营优势明显，壁垒深厚（疫情期间公司单量受到一定抑制，但展现了较强的盈利能力释放空间）；新业务有序健康发展，部分业务体现极强的成长性和长期盈利空间（例如闪购拥有即配网络履约能力、线上用户流量基数庞大以及线下商户丰富度高的优势，长期在单均盈利和单量上仍有较大空间）。维持“买入”评级。

表4: 美团分部估值情况

业务类型	餐饮外卖	到店、酒店和旅游	闪购、快驴、买菜、出行等新业务	社区团购
23年预计营收(亿元人民币)	1515	552	611	241
23年预计利润(亿元人民币)	158.73	224.04	-122.57	-138.92
估值参考	参考 PE 30x	参考 PE 25x	参考 PS 3x	0.3xPGMV
合理估值(亿元人民币)	4762	5601	1832	579
合理总价值(亿元人民币)	12775			
汇率 HKD/CNY	0.8599			
合理总价值(亿港元)	14856			
总股本(百万股)	6,185			
每股合理价值(港元/股)	240.20			

资料来源：广发证券发展研究中心 注：净利润未经调整

风险提示：

全球疫情：控制时间持续延长，疫情反复对本地生活业务的影响程度超预期。

新业务培育速度低于预期：目前社区团购，供应链管理，企业服务，美团打车等新兴业务尚处于培育期，可能因为相关领域的业务和管理经验不足导致其业务增速低于预期。

监管：政府对外卖行业加强监管，影响公司长期提高核心业务变现率或控制成本的能力。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	88306	147829	124557	170628	237438
货币资金	17094	32513	6207	9571	36483
应收及预付	13971	17075	23861	34915	42855
存货	466	682	850	994	1299
其他流动资产	56775	97559	93638	125148	156800
非流动资产	78269	92825	93647	98222	98619
长期股权投资	23438	28169	28169	28169	28169
固定资产	13917	22814	17379	16673	15334
在建工程	-	-	-	-	-
无形资产	31676	31049	32317	31598	30863
其他长期资产	8018	4760	9749	15749	18221
资产总计	166575	240653	218203	268850	336057
流动负债	51148	68593	82630	118377	149364
短期借款	6395	11565	9228	13585	16285
应付及预收	22524	33566	36200	53223	66552
其他流动负债	14468	16429	27090	38250	49699
非流动负债	17793	46504	29797	35730	43162
长期借款	-	-	-	-	-
应付债券	-	-	-	-	-
其他非流动负债	1221	13126	1543	1726	2104
负债合计	68941	115097	112428	154108	192526
股本	-	-	-	-	-
资本公积	256893	308355	321950	321950	321950
留存收益	-159142	-182683	-216060	-207093	-178304
归属母公司股东权益	97693	125616	105834	114801	143590
少数股东权益	-59	-59	-59	-59	-59
负债和股东权益	166575	240653	218203	268850	336057

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	114795	177414	209663	291872	374453
营业成本	80744	136654	157298	193109	237034
营业税金及附加	0	0	0	0	1
销售费用	20883	40683	41492	47646	56213
管理费用	5594	8613	9666	18965	20595
研发费用	10893	16676	17199	23350	29207
利息支出	518	546	945	1316	1688
利息收入	230	1131	419	584	749
公允价值变动收益	4956	701	400	600	800
投资净收益	3161	-186	2000	2000	2000
营业利润	4438	-25280	-13067	12134	35143
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	4438	-25280	-13067	12134	35143
所得税	-270	-30	-497	1456	5271
国际准则-净利润	4708	-25250	-12569	10678	29872
少数股东损益	-1	-25	-13	11	30
调整后-归母净利润	3121	-17285	-6132	16678	29872
调整后-EBITDA	4738	-11408	-7672	22913	34204
调整后-EPS (元)	0.50	-2.79	-0.99	2.70	4.83

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8475	-4011	882	44714	64621
净利润	4438	-25280	-13067	12134	35143
折旧摊销	5194	6998	8933	8371	8084
营运资金变动	1896	25999	4519	25665	26665
其它	-2966	0	0	0	0
投资活动现金流	-21232	-58492	-8056	-40167	-38745
资本支出	-13360	-13219	-11977	-8657	-7092
投资变动	-4648	-49140	3921	-31510	-31653
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	17418	78598	-19132	-1182	1035
银行借款	10900	4559	-2337	4357	2700
股权融资	499	0	0	0	0
其他	-108	11938	-11440	182	378
现金净增加额	3697	15420	-26306	3364	26911
期初现金余额	13396	17094	32513	6207	9571
期末现金余额	17094	32513	6207	9571	36483

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	17.7	54.5	18.2	39.2	28.3
营业利润增长	110.5	-636.4	50.2	185.0	179.8
归母净利润增长	110.3	-635.7	50.2	184.9	179.8
获利能力					
毛利率	29.7	22.8	26.7	33.8	36.7
净利率	4.1	-14.2	-6.0	3.7	8.0
ROE	4.96	-22.61	-10.86	9.68	23.12
ROIC	6.1	-33.9	-18.5	12.7	41.8
偿债能力					
资产负债率	41.4	47.8	51.5	57.3	57.3
净负债比率	70.6	91.7	106.3	134.3	134.1
流动比率	172.6	215.5	150.7	144.1	159.0
速动比率	61.9	72.3	36.4	37.6	53.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	134.4	125.6	152.5	146.5	150.5
存货周转率	217.7	238.0	205.4	209.5	206.8
每股指标 (元)					
每股收益	0.50	-2.79	-0.99	2.70	4.83
每股经营现金流	0.60	2.49	-4.25	0.54	4.35
每股净资产	15.79	20.30	17.10	18.55	23.21
估值比率					
P/S	8.30	5.37	4.55	3.27	2.55
调整后 P/E	305.41	-	-	57.14	31.91
EV/EBITDA	108.69	-	-	51.55	30.90

广发传媒行业研究小组

- 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。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：高级研究员，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 卢丝雨：研究员，硕士，毕业于上海交通大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张丰淇：研究员，硕士，毕业于伦敦政治经济学院，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 毛玥：研究员，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加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。