

# 牧高笛 (603908.SH)

## 露营装备龙头，业绩连续高增长

### 核心观点：

- **公司公告 2022 年半年度业绩预增公告，业绩自 2021 年以来连续高增长。**公司预计 2022 年上半年实现归母净利润 11333.60 万元，同比增长 112.12%，其中第二季度单季归母净利润 7656.21 万元，同比增长 137.62%，对比第一季度单季归母净利润同比增长 73.38%，2021 年全年归母净利润同比增长 70.99%，连续高增长。
- **公司 2022 年上半年受益国内外露营行业需求增长，营收与利润大幅增长。**2022 年上半年，公司主营业务收入 8.64 亿元，同比增长 60.77%。其中，外销业务预计收入 5.18 亿元，同比增长 24.81%，品牌业务预计收入 3.46 亿元，同比增长 182.46%。公司 2022 年第一季度外销业务收入同比增长 43.98%，品牌业务收入同比增长 98.16%。2022 年第二季度外销业务收入增长较第一季度放缓，预计主要由于品牌业务销售畅旺，公司主动调整了部分外销业务的产能用于品牌业务。2022 年第二季度品牌业务收入增速较第一季度继续提速，预计主要由于露营行业高景气，公司作为行业龙头充分享受行业红利。2022 年上半年归母净利润增速高于主营业务收入增速主要由于品牌业务收入占比提升，且公司毛利率提升。
- **看好公司未来业绩有望保持高增长。**海外通胀高企，经济面临下行压力，迫使海外居民选择更省钱、更可控的近郊露营，公司外销业务增长有望保持。国内露营设备市场空间大，景气度高，公司品牌业务具备先发优势，且持续发力，内销业务业绩未来有望保持高速增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计 22-24 年 EPS 分别为 2.67 元/股、4.14 元/股、5.58 元/股。采用分部估值法，22 年外销和品牌业务分别给予 20 倍、65 倍 PE，给予公司合理价值 118.25 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**国际政治经济环境变化的风险；市场竞争加剧的风险。

### 盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	643	923	1,626	2,320	3,098
增长率（%）	21.4	43.6	76.1	42.6	33.5
EBITDA（百万元）	59	99	250	379	504
归母净利润（百万元）	46	79	178	276	372
增长率（%）	12.7	71.0	126.3	55.0	34.8
EPS（元/股）	0.69	1.18	2.67	4.14	5.58
市盈率（x）	33.76	35.21	35.68	23.02	17.07
ROE（%）	10.5	16.8	27.5	29.9	28.7
EV/EBITDA（x）	27.17	29.74	25.64	16.47	11.82

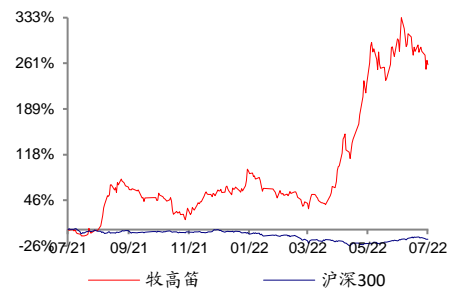
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

**买入**

当前价格	95.20 元
合理价值	118.25 元
前次评级	买入
报告日期	2022-07-20

### 相对市场表现



### 分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

### 相关研究：

牧高笛 (603908.SH) : 露营装备行业龙头 2021 年业绩高速增长	2022-04-12
牧高笛 (603908.SH) : 清明假期露营热持续，行业高景气龙头有望受益	2022-04-06
牧高笛 (603908.SH) : 公告 2021 年年度业绩预增公告，业绩大幅增长	2022-01-26

## 一、公司公告 2022 年半年度业绩预增公告，业绩自 2021 年以来连续高增长

公司公告2022年半年度业绩预增公告。公司预计2022年上半年实现归母净利润11333.60万元，同比增长112.12%，其中第二季度单季归母净利润7656.21万元，同比增长137.62%，对比第一季度单季归母净利润同比增长73.38%，2021年全年归母净利润同比增长70.99%，连续高增长。

公司2022年上半年受益国内外露营行业需求增长，营收与利润大幅增长。2022年上半年，公司主营业务收入8.64亿元，同比增长60.77%。其中，外销业务预计收入5.18亿元，同比增长24.81%，品牌业务预计收入3.46亿元，同比增长182.46%。公司2022年第一季度外销业务收入同比增长43.98%，品牌业务收入同比增长98.16%。2022年第二季度外销业务收入增长较第一季度放缓，预计主要由于品牌业务销售畅旺，公司主动调整了部分外销业务的产能用于品牌业务。2022年上半年归母净利润增速高于主营业务收入增速主要由于品牌业务收入占比提升，且公司毛利率提升。

公司2022年上半年品牌业务收入高速增长，第二季度较第一季度继续加速。品牌业务中，2022年上半年，公司大牧线上自营渠道收入1.47亿元，同比增长248.21%，大牧线下专业装备分销与大客户渠道收入1.68亿元，同比增长338.45%，直营店和加盟店收入0.32亿元，同比下降20%。公司2022年第一季度，品牌业务中，大牧线上自营渠道收入同比增长119.19%，大牧线下专业装备分销与大客户渠道收入同比增长252.92%，直营店和加盟店业务收入同比下降10.63%。2022年第二季度品牌业务收入增速较第一季度加快，预计主要由于露营行业高景气，公司作为行业龙头充分享受行业红利。

## 二、看好公司未来业绩有望保持高增长

海外通胀高企，经济面临下行压力，迫使海外居民选择更省钱、更可控的近郊露营，公司外销业务增长有望保持。国内露营设备市场空间大，景气度高，公司品牌业务具备先发优势，且持续发力，内销业务业绩未来有望保持高速增长。

## 三、盈利预测和投资建议

我们对公司盈利做出如下假设：

**(1) 外销业务：**海外通胀高企，经济面临下行压力，迫使海外居民选择更省钱、更可控的近郊露营，公司作为国内规模排名前列的帐篷出口龙头，外销业务竞争力强，有望保持稳定增长。预计公司2022-2024年营收分别为7.69亿元（yoy+25%）、8.46

亿元 (yoy+10%)、9.31亿元 (yoy+10%)。预计公司2022-2024年外销业务毛利率均为21.42%，2022年外销业务毛利率预计较2021年提升，主要由于受益海运费下降。

**(2) 品牌业务:** 未来随着国内露营市场持续景气、公司露营装备及周边销售收入高速增长，自有品牌知名度和市场占有率不断提升。预计公司2022-2024年品牌业务道营收分别为8.57亿元 (yoy+180%)、14.73亿元 (yoy+72%)、21.67亿元 (yoy+47%)。其中，大牧线上自营渠道收入2022-2024年预计分别为3.26亿元 (yoy+200%)、5.86亿元 (yoy+80%)、8.79亿元 (yoy+50%)，2022年收入预计高增长主要基于上半年大牧线上自营渠道收入增长248.21%，2023-2024年预计随着基础扩大，增速有所放缓。大牧线下专业装备分销与大客户渠道收入2022-2024年预计分别为4.45亿元 (yoy+300%)、8.01亿元 (yoy+80%)、12.02亿元 (yoy+50%)，2022年收入预计高增长主要基于上半年大牧线下专业装备分销与大客户渠道收入增长338.45%，2023-2024年预计随着基础扩大，增速有所放缓。直营店和加盟店收入2022-2024年预计保持平稳。预计公司2022-2024年品牌业务毛利率为34.55%、35.26%、35.18%。其中，大牧线上自营渠道2022-2024年毛利率为42.36%、43.36%、43.36%，2022年毛利率较2021年提升，主要基于2022年第一季度大牧线上自营渠道毛利率41.17%，较上年同期增加4.48个百分点，2023年预计伴随品牌力提升，毛利率仍有上升空间。大牧线下专业装备分销与大客户渠道2022-2024年毛利率为27.88%、28.88%、28.88%，2022年毛利率较2021年提升，主要基于2022年第一季度大牧线下专业装备分销与大客户渠道毛利率30.61%，较上年同期增加3.59个百分点，2023年预计伴随品牌力提升，毛利率仍有上升空间。直营店和加盟店2022-2024年毛利率预计保持平稳。

**(3) 费用率方面:** 预计公司2022-2024年销售费用率分别为5.25%、6.25%、7.25%，销售费用率2022年较2021年小幅下降预计主要由于收入高增长，且部分费用较为固定，2022年之后有所提升，主要由于销售费用率占比较高的品牌业务收入占比提升。预计公司2022-2024年管理费用率分别5.95%、5.85%、5.75%，研发费用率分别为2.75%、2.75%、2.75%。

**(4) 所得税率:** 预计公司2022-2024年所得税率小幅提升，主要由于品牌业务收入占比提高，品牌业务未有享受优惠税率。

表 1: 公司收入关键假设 (单位: 亿元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
外销	4.81	6.15	7.69	8.46	9.31
YOY	29.10%	28.00%	25.00%	10.00%	10.00%
毛利率	23.04%	20.42%	21.42%	21.42%	21.42%
品牌	1.61	3.06	8.57	14.73	21.67
YOY	3.80%	90.03%	179.97%	71.94%	47.07%
毛利率	32.94%	33.94%	34.55%	35.26%	35.18%
总营收	6.43	9.23	16.26	23.20	30.98
YOY	21.41%	43.64%	76.14%	42.64%	33.55%
毛利率	24.49%	24.83%	28.34%	30.21%	31.04%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

综上，我们预计公司2022-2024年收入分别为16.26亿元、23.20亿元、30.98亿元，同比增长76.14%、42.64%、33.55%，归母净利润分别为1.78亿元、2.76亿元、3.72亿元，同比增长126.34%、55.00%、34.82%，EPS分别为2.67元/股、4.14元/股、5.58元/股。

估值方面，采取分部估值法，分为外销和品牌两个部分：（1）外销：我们预计公司2022-2024年外销业务净利率分别为10.6%、11.1%、11.1%。2022-2023年净利率预计小幅提升，主要基于一方面，海运费回落，另一方面，2022年第一季度公司整体净利率11.23%，2022年上半年公司整体净利率13.12%（基于主营业务收入）。对应净利润分别为0.82亿元、0.94亿元、1.04亿元，参考可比公司华利集团和浙江自然，同时基于公司是国内帐篷出口龙头，外销业务有望保持稳健增长，2022年给予外销业务20XPE，对应合理市值为16.35亿元。（2）品牌：我们预计公司2022-2024年品牌业务净利率分别为11.2%、12.3%、12.4%。2022年净利率预计大幅提升，主要基于一方面，2021年上半年公司品牌业务净利率为4.23%，2021年全年为5.32%，不断提升，2022年第一季度公司整体净利率11.23%，2022年上半年公司整体净利率13.12%（基于主营业务收入），2022年第一季度公司品牌业务收入占主营业务收入比重28.39%，2022年上半年公司品牌业务收入占主营业务收入比重40.08%，另一方面，国内露营行业持续景气，公司露营装备及周边销售高增长，且品牌力不断提升。对应净利润分别为0.96亿元、1.82亿元、2.68亿元，参考可比公司探路者和三夫户外，同时考虑到国内露营行业高景气，公司品牌业务具备先发优势，且持续发力，未来有望保持高速增长，2022年给予品牌业务65XPE，对应合理市值为62.51亿元。牧高笛2022年对应合理市值为78.86亿元，对应合理价值为118.25元/股。维持“买入”评级。

**表 2: 公司分渠道净利率情况**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
外贸渠道净利率	13.08%	12.54%	13.32%	11.39%	10.13%	10.6%	11.1%	11.1%
内销渠道净利率	4.14%	-4.84%	-5.69%	-5.47%	5.32%	11.2%	12.3%	12.4%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**表 3: 可比公司估值表**

公司	代码	收盘价(元)	每股收益(元)				市盈率			
		2022/7/19	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
华利集团	300979.SZ	64.34	2.45	2.98	3.67	4.40	26.26	21.56	17.55	14.62
浙江自然	605080.SH	58.34	2.37	2.90	3.76	4.69	24.62	20.09	15.53	12.44
平均值							25.44	20.83	16.54	13.53
探路者	300005.SZ	7.69	0.06	0.08	0.19	0.28	124.84	92.76	41.12	27.63
三夫户外	002780.SZ	12.32	-0.18	0.19	0.38	0.45	-68.44	64.71	32.36	27.35
平均值							28.20	78.73	36.74	27.49

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

备注：每股收益为 Wind 一致预测

## 四、风险提示

### （一）国际政治经济环境变化的风险

公司海外业务分布在六大洲的20余个国家及地区，在与公司产品相关的产业政策、贸易政策或一定程度的外汇管制发生不利变化时，将影响公司产品的出口，从而给公司业绩带来较大影响。

### （二）市场竞争加剧的风险

近年来，国内户外用品市场规模增速持续放缓。加上运动、休闲、时尚品牌陆续跨界户外市场，进一步加剧了市场竞争激烈程度。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>918</b>	<b>1,077</b>	<b>1,431</b>	<b>1,866</b>	<b>2,492</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>18</b>	<b>-55</b>	<b>160</b>	<b>198</b>	<b>307</b>
货币资金	240	171	300	444	776	净利润	46	79	178	276	372
应收及预付	79	106	168	226	275	折旧摊销	7	17	20	25	31
存货	301	531	687	914	1,152	营运资金变动	-42	-161	-56	-120	-109
其他流动资产	298	269	276	282	288	其它	7	10	18	16	14
<b>非流动资产</b>	<b>58</b>	<b>109</b>	<b>116</b>	<b>119</b>	<b>116</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-91</b>	<b>25</b>	<b>-19</b>	<b>-16</b>	<b>-12</b>
长期股权投资	0	10	10	10	10	资本支出	-8	-13	-27	-27	-27
固定资产	33	39	45	45	41	投资变动	-82	37	-2	-2	-2
在建工程	2	0	2	4	6	其他	-1	1	10	14	17
无形资产	11	11	11	10	10	<b>筹资活动现金流</b>	<b>234</b>	<b>-37</b>	<b>-11</b>	<b>-38</b>	<b>37</b>
其他长期资产	13	49	49	49	49	银行借款	522	1,016	2	-25	50
<b>资产总计</b>	<b>976</b>	<b>1,186</b>	<b>1,547</b>	<b>1,984</b>	<b>2,607</b>	股权融资	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>530</b>	<b>690</b>	<b>873</b>	<b>1,034</b>	<b>1,285</b>	其他	-288	-1,054	-13	-13	-13
短期借款	289	324	325	300	350	<b>现金净增加额</b>	<b>157</b>	<b>-69</b>	<b>129</b>	<b>144</b>	<b>333</b>
应付及预收	196	301	447	599	761	<b>期初现金余额</b>	<b>71</b>	<b>229</b>	<b>171</b>	<b>300</b>	<b>444</b>
其他流动负债	45	65	101	135	174	<b>期末现金余额</b>	<b>229</b>	<b>160</b>	<b>300</b>	<b>444</b>	<b>776</b>
<b>非流动负债</b>	<b>6</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</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	6	28	28	28	28						
<b>负债合计</b>	<b>536</b>	<b>718</b>	<b>901</b>	<b>1,062</b>	<b>1,313</b>						
股本	67	67	67	67	67						
资本公积	229	229	229	229	229						
留存收益	144	173	350	626	998						
归属母公司股东权益	440	469	646	922	1,294						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>负债和股东权益</b>	<b>976</b>	<b>1,186</b>	<b>1,547</b>	<b>1,984</b>	<b>2,607</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>643</b>	<b>923</b>	<b>1,626</b>	<b>2,320</b>	<b>3,098</b>
营业成本	479	694	1,165	1,619	2,136
营业税金及附加	3	3	5	7	10
销售费用	39	53	85	145	225
管理费用	41	56	97	136	178
研发费用	21	25	45	64	85
财务费用	9	8	6	1	-5
资产减值损失	-10	-12	-15	-17	-19
公允价值变动收益	8	2	2	2	2
投资净收益	7	17	8	12	15
<b>营业利润</b>	<b>59</b>	<b>93</b>	<b>224</b>	<b>352</b>	<b>479</b>
营业外收支	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>59</b>	<b>93</b>	<b>224</b>	<b>352</b>	<b>478</b>
所得税	13	15	46	76	107
<b>净利润</b>	<b>46</b>	<b>79</b>	<b>178</b>	<b>276</b>	<b>372</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>46</b>	<b>79</b>	<b>178</b>	<b>276</b>	<b>372</b>
EBITDA	59	99	250	379	504
EPS (元)	0.69	1.18	2.67	4.14	5.58

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	21.4%	43.6%	76.1%	42.6%	33.5%
营业利润增长	11.4%	58.6%	139.8%	57.4%	35.9%
归母净利润增长	12.7%	71.0%	126.3%	55.0%	34.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.5%	24.8%	28.3%	30.2%	31.0%
净利率	7.2%	8.5%	10.9%	11.9%	12.0%
ROE	10.5%	16.8%	27.5%	29.9%	28.7%
ROIC	5.6%	8.4%	18.2%	22.1%	21.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	54.9%	60.5%	58.2%	53.5%	50.4%
净负债比率	121.9%	153.2%	139.4%	115.1%	101.5%
流动比率	1.73	1.56	1.64	1.80	1.94
速动比率	1.14	0.76	0.81	0.87	0.99
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.66	0.78	1.05	1.17	1.19
应收账款周转率	9.53	10.82	12.17	13.04	14.60
存货周转率	2.14	1.74	2.37	2.54	2.69
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.69	1.18	2.67	4.14	5.58
每股经营现金流	0	-1	2	3	5
每股净资产	6.60	7.03	9.69	13.83	19.40
<b>估值比率</b>					
P/E	33.76	35.21	35.68	23.02	17.07
P/B	3.53	5.91	9.82	6.88	4.91
EV/EBITDA	27.17	29.74	25.64	16.47	11.82

## 广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。

左 琴 琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

李 咏 红：研究助理，上海交通大学会计硕士，2021 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。