

金山软件 (3888 HK, 买入, 目标价: HK\$39.62)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$39.62 **当前股价: HK\$31.20**

股价上行/下行空间 +27%

52 周最高/最低价 (HK\$) 42.35/17.30

市值 (US\$m) 5,449

当前发行数量(百万股) 1,370

三个月平均日交易额 (US\$m) 29

流通盘占比 (%) 69

主要股东 (%)

雷军 23

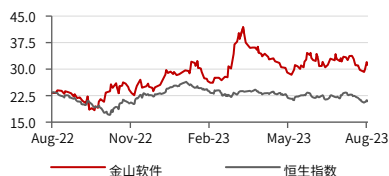
腾讯 8

按 2023 年 8 月 25 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	39.62	35.97	10%
2023E EPS (RMB)	0.83	0.64	30%
2024E EPS (RMB)	1.37	1.01	36%
2025E EPS (RMB)	1.69	N/A	N/A

股价表现


资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)

	2023E	2024E
营收 (RMBmn)	9,714 (-9%)	11,481 (-12%)
EPS (RMB)	0.65 (+28%)	1.06 (+30%)

注: 所示市场预测来源于 Visible Alpha。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

2Q23 回顾: 现金流依旧充裕

- 在线游戏和办公软件板块经营性利润增长稳健, 现金储备持续增长。
- 我们认为公司需制定更详实的计划提高股东回报, 以增加投资价值。
- 重申“买入”评级; 上调 SOTP 目标价至 39.62 港元。

此港股通报告之英文版本于 2023 年 8 月 28 日上午 6 时 20 分由华兴证券 (香港) 发布。中文版由华兴证券的徐浩瀚 (证券分析师登记编号: S1680520080002) 审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

现金充足, 但要提高股东回报仍缺少进一步计划: 截至 2Q23 末, 金山软件在手现金和流动性投资约为 240 亿元人民币, 高于 2022 年的 210 亿元, 增长部分主要来自办公软件和在线游戏两个板块经营性利润的稳步增长。在公司业绩说明会上, 管理层未透露有关如何提高股东回报的详细计划, 一定程度上削弱了我们的投资主旨。金山软件较其控股公司折价 40%, 我们仍将其视作替代金山云控股的具有吸引力的标的。针对以上两大业务, 金山软件公告如下:

- **在线游戏:** 考虑到年初至今的行业表现及当前宏观环境, 管理层 2023 年指引保守, 营收单位数增长。现有 IP 和数据包将成为今年的主要增长推手, 而 2024 年新游戏或将支撑营收增长。我们预测 2022-25 年板块营收的年复合增速为 8%, 经营性毛利率稳定在 27-28%。我们预计下半年将因为流量获取支出加大而相比上半年面临更大压力。
- **办公软件:** 我们预计 1H23 政府和企业板块疲软态势将延续至全年, 而金山办公的降本努力, 尤其是研发方面, 已开始反映在经营性利润率上。

财务调整: 我们下调 2023/24 年营收预测 6%/9%, 以反映我们对板块的最新预测, 同时上调整体经营性利润率 0-1 个百分点。由于联营公司的亏损收窄, 我们将 2023/24 年净利润预测上调 29%/36%, 反映了在金山云控股发布 2Q23 业绩公告后我们对其上调预测。

重申“买入”评级, 上调目标价至 39.62 港元: 我们更新分部加总估值: 1) 办公软件为 1,260 亿元人民币; 2) 金山云控股为 33 亿元人民币; 3) 在线游戏为 66 亿元人民币, 对应 8 倍的 2024 年 P/E (之前为 12 倍的 2022 年 P/E); 4) 猎豹移动 (CMCM US, 未覆盖) 为 4.29 亿元人民币, 基于 30 天市值均值; 5) 预计 2023 年末净现金 121 亿元人民币。我们给予控股公司折价为 40% (之前为 30%), 以反映要提高股东回报而面临的挑战更大。

风险提示: 办公软件的本地化进展不及预期; 办公软件的变现速度不及预期; 在线游戏开发慢于预期且营销开支高于预期; IaaS 行业竞争加剧; 分红少于预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (RMBmn)	6,371	7,637	8,814	10,152	11,449
息税前利润 (RMBmn)	1,361	1,869	2,298	2,741	3,158
归母净利润 (RMBmn)	395	(6,048)	1,140	1,879	2,307
每股收益 (RMB)	0.29	(4.43)	0.83	1.37	1.69
市盈率 (x)	156.8	N/A	37.3	22.6	18.4

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

研究团队
刘睿

香港证监会中央编号: BPE527

林朗程

香港证监会中央编号: BSH202

预测调整

下表总结了我们的主要预测更新：

图表 1：金山软件—预测调整（人民币百万元）

	现值			原值		变化	
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2023E	2024E
办公软件收入	4,741	5,753	6,698	4,741	5,753	0%	0%
同比变化%	22%	21%	16%	22%	21%		
在线游戏及其他业务	4,073	4,399	4,751	4,073	4,399	0%	0%
同比变化%	9%	8%	8%	9%	8%		
总收入净额	8,814	10,152	11,449	8,814	10,152	0%	0%
同比变化%	15%	15%	13%	15%	15%		
毛利润	7,317	8,436	9,526	7,317	8,436	0%	0%
毛利率 (%)	83%	83%	83%	83%	83%		
经营利润	2,298	2,741	3,158	2,298	2,741	0%	0%
经营利润率 (%)	26%	27%	28%	26%	27%		
归属于母公司所有者净利润	1,140	1,879	2,307	1,140	1,879	0%	0%
净利率 (%)	13%	19%	20%	13%	19%		
每股收益	0.83	1.37	1.69	0.64	1.01		

资料来源：华兴证券（香港）预测

我们将金山软件 2023/24 年的收入预测下调 6%/ 9%。我们更新了对办公软件分部的收入预测，基于我们对金山办公的最新盈利预测：2023/24 年收入预测下调 8%/ 11%，主要原因是个人订阅的每用户平均收入（ARPU）增长低于预期，以及企业和政府领域增长放缓。我们将在线游戏及其他业务的收入预测下调 5%，以反映管理层针对 2023 年该分部收入增长的最新指引。

我们的毛利率预测保持不变。我们上调 2023 年营业利润率预测，主要原因是 1H23 在线游戏分部的营业利润率高于预期。我们将 2023/24 年净利润预测上调 29%/ 36%，主要原因是关联公司亏损收窄（主要体现在我们对金山云控股净亏损的最新预测）。

我们在本篇报告中引入 2025 年盈利预测。

估值

我们仍采用分部加总法 (SOTP) 对控股公司金山软件进行估值, 我们的分部加总法拆分包括:

- 金山办公:** 我们仍采用市盈率法 (P/E) 对金山办公 (688111 CH) 进行估值。基于我们最新发布的金山云 2Q23 业绩回顾, 我们的目标倍数为 63.8 倍的 2024 年市盈率。同时, 我们预测金山办公 2024 年净利润为 19.68 亿元, 由此得到权益估值为 1,255.56 亿元 (此前为 710.63 亿元)。办公软件分部的估值为 650.63 亿元 (此前为 374.57 亿元)。
- 金山云控股:** 我们现采用现金流折现法 (此前为市销率法) 对金山软件所持金山云控股 (KC US) 的权益进行估值。我们预计金山云控股截至 2023 年底的现金净值为 41.58 亿元, 我们采用 20% 的折价系数并得到 33.26 亿元的权益估值 (此前为 73.50 亿元)。金山软件所持权益的价值为 12.44 亿元 (此前为 28.67 亿元)。
- 在线游戏:** 我们仍采用市盈率法 (P/E) 对金山软件的在线游戏业务进行估值, 得到该部分估值 65.99 亿元 (此前为 76.27 亿元), 对应 8 倍的 2024 年调整后净利润 (此前为 12 倍的 2022 年调整后净利润)。我们上调目标倍数以反映公司新获批在线游戏牌照所带来的正面影响, 我们认为这将有助于该板块收入增长。
- 猎豹移动:** 我们采用 30 日平均市值对猎豹移动 (CMCM US, 未覆盖) 进行估值, 得到权益价值 4.29 亿元, 其中金山软件所持权益的价值为 1.99 亿元 (此前为 3.27 亿元)。

在我们的 SOTP 估值中, 办公软件业务占总估值的 78% (此前为 62%), 金山云控股占 1% (此前为 5%), 我们对 2023 年底现金净值的预测 (121 亿元) 占 15%。我们的 SOTP 估值法得出金山软件的股权价值为 830 亿元 (约合 901 亿港元)。我们将控股公司折现系数调整为 40% (此前为 30%), 以反映股东回报增长的难度有所加大。

我们的新目标价为 39.62 港元, 较 2023 年 8 月 25 日收盘价存在 27% 的潜在上行空间。我们重申对金山软件的“买入”评级, 因为考虑到市场愈发关注现金价值和资产负债表, 我们认为金山软件充裕的现金头寸令其对投资者的吸引力提升。

图表 2: 金山软件—分部加总法估值

板块及投资	股权	股权价值 (百万元)	股权价值 (人民币百万)	总股本占比%	每股价值 (港元)	估值方法
办公软件	51.8%	125,556	65,063	78%	55.81	采用63.8倍2024财年P/E
金山云	37.4%	3,326	1,244	1%	1.07	净现金较2023财年净现金折价20%
猎豹移动	46.5%	429	199	0%	0.17	采用30日市值均值
线上游戏	72.0%	6,599	4,751	6%	4.08	采用8倍2024财年P/E
净现金 (2023年)			12,136	15%	10.41	
股权价值(百万元)			83,394			
股权价值 (百万港元)			90,066			
流通股数量 (百万股)			1,364			
每股价值 (港元)			66.03			
控股公司折价			40%			
目标价 (港元)			39.62			
现价			31.20			
上行空间			27.0%			

注: 股价截至 2023 年 8 月 25 日; 美元兑人民币汇率为 7.3, 人民币兑港元汇率为 1.08。

资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

办公软件分部—P/E 估值

我们采用市盈率法对办公软件分部进行估值，因为考虑到金山办公现处于盈利状态且利润率稳定，我们认为盈利增长是其最关键的财务指标。我们的目标市盈率为 63.8 倍的 2024 年每股收益，较其一年期历史交易均值低一个标准差。结合我们的 2024 年净利润预测（19.68 亿元），我们得出权益价值为 1,255.56 亿元。

图表 3：金山软件—P/E 估值

	人民币 百万元
2024 年归母净利润	1,968
目标 P/E 倍数 (x)	63.8
股权价值	125,556

资料来源：华兴证券（香港）预测

金山云控股—P/S 估值

在我们最新发布的金山云控股 2Q23 业绩回顾中，我们采用现金流折现法对金山云控股进行估值，因为我们认为净现金头寸是反映金山云当前财务状况的关键指标。我们对金山云控股截至 2023 年底的净现金头寸采用 20% 的折价，由此得到 33.26 亿元的权益估值。

图表 4：金山云控股—P/S 估值

	人民币 百万元	百万美元
2023 年净现金头寸	4,158	
净现金折让	20%	
净现金价值折让	3,326	456

注：美元兑人民币汇率取 7.3。

资料来源：华兴证券（香港）预测

在线游戏分部—P/E 估值

我们仍采用市盈率法（P/E）对金山软件的在线游戏分部进行估值，因为我们认为：1）盈利是该业务最重要的财务指标；2）我们采用已上市在线游戏公司的盈利指标作为基准。我们现预测在线游戏分部的 2024 年调整后净利润为 8.91 亿元（同比增长 6.5%）。我们的新目标倍数为 8 倍的 2024 年调整后净利润（此前为 12 倍的 2022 年调整后净利润），由此得出分部估值 71 亿元。

金山软件旗下在线游戏业务的已上市同行（见图表 6）当前股价平均对应 11.9 倍/9.4 倍的 2023/2024 年净利润（基于彭博一致预期），或 17.1 倍/ 16.6 倍的 2023/2024 年净利润（基于加权市值）。我们的目标倍数为 8 倍的 2024 年在线游戏分部调整后净利润，较小盘股平均目标倍数（5.7 倍的 2024 年市盈率）存在 40% 的溢价，反映了我们对于该分部更高的增长展望。我们的目标倍数较网易（NTES US）存在 52% 的折价，反映了低市值公司的估值折让以及金山软件旗下在线游戏储备不及网易。

图表 5：金山软件—在线游戏估值

	人民币 百万元
2024 年调整后净利润	825
目标 P/E 倍数 (x)	8
股权价值	6,599

资料来源：华兴证券（香港）预测

图表 6: 金山软件—在线游戏可比公司估值

股票代码	公司名称	市值 (百万美元)	近三个月交易量 (百万美元)	现价 (当地货币)	营收增速 (同比)		净利润增速 (同比)		P/E (倍)		
					FY 23E	FY 24E	FY 23E	FY 24E	FY 23E	FY 24E	
金山软件在线游戏部分											
302 HK	中手游	519	3	1.48	79.8%	32.7%	NA	27.5%	6.5	5.1	
799 HK	IGG	522	1	3.42	22.9%	10.3%	45.1%	333.3%	NA	6.2	
NTES US	网易	63,586	204	98.59	9.8%	10.3%	19.8%	3.1%	17.3	16.8	
									均值	11.9	9.4
									小市值均值	6.5	5.7
									市值加权平均值	17.1	16.6

注：股价截至 2023 年 8 月 24 日。金山软件在线游戏预测来自华兴证券（香港），其他来自彭博一致预测。

资料来源：彭博，华兴证券（香港）预测

风险提示

对目标价构成下行风险的主要因素包括：

- **办公软件的本地化进展不及预期。**本地化是办公软件业务营收增长的重要推手，但如果政府主导的本地化落地速度不及预期，则公司营收增速可能会遭受不利影响。
- **办公软件的变现速度不及预期。**通过优化会员计划和产品定价策略，金山办公持续深化产品变现。如果该战略的发展速度不及我们的预期，金山办公的付费率提升和收入增长可能会低于预期，这可能会对金山办公的收入增长产生负面影响。
- **在线游戏的开发速度慢于预期以及营销开支高于预期。**在线游戏的开发和营销周期需要一定的前置时间。若新游发布因开发进展不及预期而意外延后，在线游戏收入增长可能会受到负面影响。此外，新游戏的推出依赖于第三方的发行。如果相关营销费用高于预期，公司的营业利润可能会受到负面影响。
- **IaaS 行业竞争加剧。**基础设施即服务（IaaS）行业的竞争相当激烈，业内领先企业正在逐年降低主要产品的价格。若竞争加剧，金山云的产品定价、收入增长和毛利率可能会面临更大的下行压力。金山云还可能不得不增加销售和营销方面的投入，这可能导致运营利润率低于预期。
- **分红少于预期。**过去七个财年当中，公司有六年进行了分红。分红被视为股东从其对公司的投资中增加回报的重要途径，如果未来分红少于我们预期或没有分红，则会对股东的投资回报带来负面影响。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
网络游戏及其他业务	3,746	4,073	4,399	4,751
办公软件业务	3,891	4,741	5,753	6,698
营业收入	7,637	8,814	10,152	11,449
营业成本	(1,460)	(1,497)	(1,716)	(1,923)
毛利润	6,177	7,317	8,436	9,526
管理及销售费用	(4,414)	(4,905)	(5,634)	(6,285)
息税前利润	1,869	2,298	2,741	3,158
息税折旧及摊销前利润	2,142	2,962	3,470	3,973
利息收入	449	546	563	625
利息支出	(157)	(120)	(8)	(17)
税前利润	(5,721)	2,140	2,996	3,562
所得税	380	(257)	(300)	(356)
净利润	(6,048)	1,140	1,879	2,307
基本每股收益 (RMB)	(4.43)	0.84	1.38	1.69

资产负债表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	23,540	28,072	30,738	33,853
货币资金	21,327	25,648	28,134	30,887
应收账款	861	1,087	1,252	1,568
存货	18	18	18	19
其他流动资产	1,334	1,319	1,334	1,379
非流动资产	8,348	8,694	9,231	9,811
固定资产	2,212	2,430	2,716	3,046
无形资产	110	110	110	110
商誉	186	186	186	186
其他	121	0	0	0
资产	31,888	36,766	39,969	43,663
流动负债	6,888	10,386	11,472	12,621
短期借款	0	0	0	0
预收账款	0	0	0	0
应付账款	1,800	2,050	2,300	2,550
长期借款	0	120	239	358
非流动负债	845	965	1,084	1,203
负债	7,733	11,471	12,794	14,182
股份	19,501	20,641	22,521	24,828
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	19,501	20,641	22,521	24,828
少数股东权益	4,654	4,654	4,654	4,654
负债及所有者权益	31,888	36,766	39,969	43,663

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券(香港)预测

现金流量表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	(6,048)	1,140	1,879	2,307
折旧摊销	273	664	729	815
利息 (收入) / 支出	(242)	(205)	(240)	(285)
其他非现金科目	7,872	1,120	912	883
其他	75	95	115	135
营运资本变动	392	584	635	473
经营活动产生的现金流量	2,574	4,301	5,032	5,448
资本支出	(508)	(881)	(1,015)	(1,145)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	4,929	(750)	(750)	(750)
投资活动产生的现金流量	4,422	(1,631)	(1,765)	(1,895)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	(20)	(40)	(60)	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(120)	(119)	(119)	0
筹资活动产生的现金流量	(140)	(159)	(179)	0
现金及现金等价物净增加额	6,944	2,511	3,088	3,553
自由现金流	2,066	3,420	4,017	4,303

关键假设

	2022A	2023E	2024E	2025E
WPS PC端月活 (百万)	242	258	271	281

财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
YoY (%)				
营业收入	19.9	15.4	15.2	12.8
毛利润	18.5	18.5	15.3	12.9
息税折旧及摊销前利润	36.1	38.3	17.1	14.5
净利润	(1,629.9)	118.9	64.8	22.8
稀释每股调整收益	(1,634.7)	118.9	64.8	22.8
盈利率 (%)				
毛利率	80.9	83.0	83.1	83.2
息税折旧摊销前利润率	28.0	33.6	34.2	34.7
息税前利润率	24.5	26.1	27.0	27.6
净利率	(79.2)	12.9	18.5	20.2
净资产收益率	(31.0)	5.5	8.3	9.3
总资产收益率	(19.0)	3.1	4.7	5.3
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.4	2.7	2.7	2.7
速动比率	3.4	2.7	2.7	2.7
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	37.3	22.6	18.4
市净率	1.9	2.1	1.9	1.7
市销率	5.6	4.9	4.2	3.7

附录

分析师声明

本人刘睿、林朗程兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：金山云（KC US）、金山办公（688111 CH）、金山软件（3888 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其他部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888