

金山办公 (688111.SH)

AI+云协作+国际化战略，三架马车构筑核心竞争力

核心观点:

- **公司披露 2025 年一季度报。**25Q1 公司实现收入 13.0 亿元，同比增长 6.2%，归母净利润 4.0 亿元，同比增加 9.8%。
- **个人业务维持较快增速。**随公司在海外持续发力，产品渗透率抬升，海外业务有望进一步为公司打开成长天花板。伴随相关 AI 应用的持续优化以及消费者在 AI 办公应用对于效率提升的认知逐渐加强的情况下，AI 商业化落地前景可期。
- **WPS 365 开启新的增长引擎。**该业务 25Q1 实现收入 1.51 亿元，同比增长 62.59%。收入的大幅增长主要得益于大语言模型重构办公场景以及协同办公需求持续上涨的双重驱动。具体来看：①在 AI 与办公场景相融合的过程中，将不断帮助用户降低重复性工作时间，提高效率。②协同需求方面，在办公软件与业务流程深度融合的过程中，内置的 BI 工具将逐步把数据转换为可供决策的资产，随着公司产品的持续渗透，用户粘性有望进一步加强并驱动收入的显著增长。
- **WPS 软件业务 25 年增长有望加速。**25Q1 实现收入 2.62 亿元，同比减少 20.99%。结合我们对信创订单数据的持续跟踪，我们判断该部分业务仍具备较大的想象空间，随着财政持续发力以及资金落地，收入也有望于 25H2 集中释放。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 25-27 年归母净利为 17.92 亿元、21.24 亿元、25.38 亿元。对公司采用分部估值法，即订阅业务采用 PS 估值，机构数量授权业务及其他采用 PE 估值。参考可比公司估值，给予订阅业务 25 年 PS 估值 35 倍，给予机构数量授权及其他业务 25 年 PE 估值 35 倍，则每股合理价值约 403.42 元，维持“买入”评级。
- **风险提示。**C 端用户支付意愿仍有待时间考量；国内其他平台公司自研办公应用的潜在竞争可能；企业内部应用效率提升较难量化。

盈利预测:

| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 4556 | 5121 | 5962 | 7332 | 8715 |
| 增长率 (%) | 17.3% | 12.4% | 16.4% | 23.0% | 18.9% |
| EBITDA (百万元) | 1216 | 1496 | 2065 | 2430 | 2816 |
| 归母净利润 (百万元) | 1318 | 1645 | 1792 | 2124 | 2538 |
| 增长率 (%) | 17.9% | 24.8% | 9.0% | 18.5% | 19.5% |
| EPS (元/股) | 2.86 | 3.56 | 3.87 | 4.59 | 5.48 |
| 市盈率 (P/E) | 110.56 | 80.45 | 77.58 | 65.47 | 54.79 |
| ROE (%) | 13.2% | 14.5% | 14.1% | 14.7% | 15.4% |
| EV/EBITDA | 117.30 | 88.00 | 66.67 | 56.49 | 48.66 |

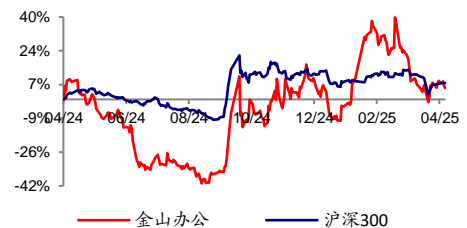
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

| | |
|------|------------|
| 当前价格 | 300.54 元 |
| 合理价值 | 403.42 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2025-04-24 |

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师:

吴祖鹏



SAC 执证号: S0260521040003



wuzupeng@gf.com.cn

请注意，吴祖鹏并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

金山办公 (688111.SH):AI 2025-03-20

赋能下，个人业务稳健增

长，WPS 365 开启增长新引

擎

金山办公 (688111.SH):业 2025-02-28

绩略超预期，坚定看好信创

改善及 AI 应用加速

金山办公 (688111.SH):信 2025-01-24

创加快+AI 应用驱动戴维斯双

击

联系人:

王钰翔 021-38003529

wangyuxiang@gf.com.cn

一、公司披露 2025 年一季度报

(一) 主要财务数据

表 1: 季度财务关键数据 (单位: 百万元)

| 财报数据 (百万元) | 23Q3 | 23Q4 | 24Q1 | 24Q2 | 24Q3 | 24Q4 | 25Q1 |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入 | 1098.22 | 1285.60 | 1225.30 | 1187.70 | 1213.82 | 1,494.02 | 1,301.47 |
| 营业成本 | 166.79 | 200.48 | 186.25 | 177.67 | 176.34 | 220.50 | 182.75 |
| 销售费用 | 237.98 | 253.82 | 215.93 | 226.13 | 244.52 | 304.75 | 217.32 |
| 管理费用 | 131.60 | 104.74 | 112.96 | 105.60 | 95.23 | 88.86 | 104.16 |
| 研发费用 | 358.82 | 396.37 | 404.75 | 402.78 | 454.06 | 433.97 | 470.20 |
| 财务费用 | -18.15 | -15.08 | -13.58 | -3.04 | -0.70 | 1.51 | -0.97 |
| 投资净收益 | 62.54 | 59.50 | 61.40 | 78.78 | 68.07 | 161.68 | 68.60 |
| 营业利润 | 308.47 | 451.09 | 388.66 | 372.75 | 331.90 | 647.75 | 418.06 |
| 归母净利润 | 293.95 | 424.46 | 367.02 | 354.42 | 318.44 | 605.20 | 402.81 |
| 扣非净利润 | 284.25 | 401.87 | 352.09 | 335.55 | 303.17 | 565.52 | 389.84 |
| 主要比率 | | | | | | | |
| 毛利率 | 84.81% | 84.41% | 84.80% | 85.04% | 85.47% | 85.24% | 85.96% |
| 销售费用率 | 21.67% | 19.74% | 17.62% | 19.04% | 20.14% | 20.40% | 16.70% |
| 管理费用率 | 11.98% | 8.15% | 9.22% | 8.89% | 7.85% | 5.95% | 8.00% |
| 研发费用率 | 32.67% | 30.83% | 33.03% | 33.91% | 37.41% | 29.05% | 36.13% |
| 归母净利率 | 26.77% | 33.02% | 29.95% | 29.84% | 26.23% | 40.51% | 30.95% |
| YoY | | | | | | | |
| 营业收入 | 9.40% | 17.99% | 16.54% | 5.98% | 10.53% | 16.21% | 6.22% |
| 归母净利润 | 0.18% | 39.44% | 37.31% | 6.74% | 8.33% | 42.58% | 9.75% |
| 扣非净利润 | 13.36% | 45.49% | 40.56% | 3.03% | 6.66% | 40.72% | 10.72% |
| QoQ | | | | | | | |
| 营业收入 | -2.01% | 17.06% | -4.69% | -3.07% | 2.20% | 23.08% | -12.89% |
| 归母净利润 | -11.47% | 44.40% | -13.53% | -3.43% | -10.15% | 90.05% | -33.44% |
| 扣非净利润 | -12.72% | 41.38% | -12.39% | -4.70% | -9.65% | 86.53% | -31.07% |

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

（二）简评：AI+云协作+国际化战略，三架马车构筑核心竞争力

1. WPS个人业务：25Q1实现收入8.57亿元，同比增长10.86%。

- （1）截至25年Q1，公司主要产品月度活跃设备数为6.47亿，同比增长7.9%。其中WPS Office PC版月度活跃设备数3.01亿，同比增长11.3%；移动版月度活跃设备数3.46亿，同比增长5.1%。
- （2）**个人业务维持较快增速。**根据公司财报，①国内个人业务部分，随公司持续提升AI活跃用户数，推动用户基数及付费用户数的持续增长，实现稳健增长。②国外个人业务部分则通过本地化运营及差异化功能，实现收入高速增长。随公司在海外持续发力，产品渗透率抬升，海外业务有望为公司进一步打开成长天花板。伴随相关AI应用的持续优化以及消费者在AI办公应用对于效率提升的认知逐渐加强的情况下，AI商业化落地前景可期。
- （3）此外，25年期末其他非流动负债9.2亿元（周期超过1年的合同负债为主），同比增长44%，预示长周期会员占比的增加。

2. WPS 365业务：25Q1实现收入1.51亿元，同比增长62.59%。

- （1）WPS 365包含WPS Office，WPS协作及WPS AI企业版，成功打通文档、协作、AI三大能力，实现一站式AI办公。此外，也推出了面向党政客户的WPS AI政务版，为政务场景提供智能化支持。
- （2）**收入的大幅增长主要得益于大语言模型重构办公场景以及协同办公需求持续上涨的双重驱动。**具体来看：①在AI与办公场景相融合的过程中，将不断帮助用户降低重复性工作时间，提高效率。随着AI大模型技术的持续演变，办公软件的能力边界也将得到扩展，并转为向Agent深度演进，提供包括AI自动分析、风险预警等功能。②在协同需求方面，于B端G端用户而言，即时通信、视频会议、在线文档编辑成为标配，在办公软件与业务流程深度融合的过程中，内置的BI工具将逐步把数据转换为可供决策的资产，随着公司WPS 365的持续渗透，企业端以及政务端用户粘性有望进一步加强并驱动收入的显著增长。

3. WPS软件业务：25Q1实现收入2.62亿元，同比减少20.99%。

- （1）从产业逻辑出发，25Q1软件业务下滑主要系确收节奏放缓，根据我们4月初发布的深度报告《从最新招标数据及业绩节奏看信创趋势》，2024H2以来信创产业正迎来实质性的回暖。从季度数据来看，信创单季度招标项目持续环比增长，24Q2、24Q3、24Q4招标数量环比增速分别为134%、74%、55%，且下半年为全年招标重点释放阶段，24Q4招标数量在全年占比高达46%。步入2025年，增速保持高位，25Q1全国信创订单数量同比增速达到104%。
- （2）结合我们对信创订单数据的持续跟踪，我们判断该部分业务仍具备较大的想象空间，随着财政持续发力以及资金落地，收入也有望于25H2集中释放。

二、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

我们维持前期2025-2026年盈利预测，预计公司2025-2027年营业收入分别为59.62亿元、73.32亿元、87.15亿元，同比增速分别为16.4%、23.0%、18.9%；归母净利润分别为17.92亿元、21.24亿元、25.38亿元，同比增速为9.0%、18.5%、19.5%。按照原业务拆分口径，订阅业务（含个人订阅业务、机构订阅及场地授权业务）预计2025-2027年收入分别为49.13亿元、60.26亿元、72.31亿元，同比增速分别为18.0%、22.6%、20.0%。

（二）估值

仍采用已有的估值方法，公司业务主要由两部分构成，一是订阅业务（含个人订阅业务、机构订阅及场地授权业务），二是机构数量授权及其他业务。我们认为，公司合理价值的判断更适用分部估值法，即订阅业务采用PS估值，机构数量授权及其他业务采用PE估值。同时，从两部分收入占比及未来预期收入增速来看，公司合理价值将主要由订阅业务贡献。

1. 机构数量授权及其他业务：预计该业务2025年收入为10.49亿元，公司上市以来，净利润率高点接近40%，同时考虑到该业务毛利率最高（海外业务毛利率远高于国内业务毛利率）且相关产品变化不大，预期该业务净利率为40%，则该业务25年净利润约4.20亿元，且考虑该业务增速及公司在国内党政办公领域的绝对领先地位，参考可比公司估值，给予35X PE估值，则该业务对应2025年业绩的合理价值约146.9亿元。

表 2：可比公司PE估值情况（市值统计截止2025.4.23收盘）

| 公司名称 | 公司代码 | 业务类型 | 市值（亿元） | ROE | | PE估值水平 | |
|------|-----------|---------|--------|-------|-------|--------|-------|
| | | | | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| 博思软件 | 300525.SZ | 财政信息化软件 | 142 | 16% | 17% | 28 | 22 |
| 新点软件 | 688232.SH | 数字招采软件 | 113 | 5% | 6% | 37 | 29 |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

2. 订阅业务（含个人订阅业务、机构订阅及场地授权业务）：公司产品及服务标准化程度高，毛利率高，规模效应强，基于此，我们选取产品属性类似、同样毛利率较高的中望软件、华大九天作为可比公司，两家可比公司估值差异较大主要受行业景气度、竞争格局等多方面的影响，而考虑金山办公的实际情况，我们认为，金山办公的估值可更多参考华大九天。在近期WPS会员升级及持续的AI加持下，订阅业务有望实现更快增长。参考可比公司估值，给予公司订阅业务35X PS估值倍数，则该业务2025年收入的合理价值为1719.7亿元。

综上，公司2025年合理价值约为1866.5亿元，对应最新总股本数，则每股合理价值约403.42元，维持“买入”评级。

表 3：可比公司PS估值情况（市值统计截止2025.4.23收盘）

| 公司名称 | 公司代码 | 业务类型 | 市值（亿元） | ROE | | PS估值水平 | |
|------|-----------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|
| | | | | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| 中望软件 | 688083.SH | CAD软件 | 108 | 4% | 6% | 10 | 8 |
| 华大九天 | 301269.SZ | EDA软件 | 658 | 4% | 6% | 40 | 31 |

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

三、风险提示

（一）C端用户支付意愿仍有待时间考量

需持续观察提价后续的用户数据表现，如果用户数据表现不达预期，可能在一定程度上影响后续的商业化进程。

（二）国内其他平台公司自研办公应用的潜在竞争可能

国内市场上依旧存在不少开发自有办公协同应用产品的公司，与金山办公相关产品有潜在竞争可能。

（三）企业内部应用效率提升较难量化

深入到企业内部应用后效率提升的量化比较比B端复杂，比C端的接受节奏或许略慢。

资产负债表

单位: 百万元

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 10,147 | 6,105 | 7,674 | 9,759 | 12,407 |
| 货币资金 | 3,478 | 898 | 1,419 | 1,855 | 2,096 |
| 应收及预付 | 591 | 524 | 690 | 736 | 737 |
| 存货 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 其他流动资产 | 6,076 | 4,682 | 5,563 | 7,166 | 9,572 |
| 非流动资产 | 3,827 | 9,808 | 9,907 | 10,186 | 10,261 |
| 长期股权投资 | 1,094 | 1,563 | 1,563 | 1,563 | 1,563 |
| 固定资产 | 69 | 297 | 394 | 590 | 666 |
| 在建工程 | 248 | 135 | 205 | 280 | 280 |
| 无形资产 | 87 | 79 | 81 | 89 | 89 |
| 其他长期资产 | 2,329 | 7,734 | 7,663 | 7,663 | 7,663 |
| 资产总计 | 13,974 | 15,913 | 17,580 | 19,944 | 22,668 |
| 流动负债 | 3,154 | 3,462 | 3,747 | 4,425 | 5,072 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付及预收 | 453 | 446 | 464 | 509 | 505 |
| 其他流动负债 | 2,700 | 3,016 | 3,284 | 3,916 | 4,568 |
| 非流动负债 | 801 | 1,014 | 995 | 995 | 995 |
| 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 | 801 | 1,014 | 995 | 995 | 995 |
| 负债合计 | 3,954 | 4,476 | 4,742 | 5,420 | 6,068 |
| 股本 | 462 | 463 | 463 | 463 | 463 |
| 资本公积 | 5,178 | 5,441 | 5,471 | 5,471 | 5,471 |
| 留存收益 | 4,294 | 5,533 | 6,886 | 8,551 | 10,602 |
| 归属母公司股东权益 | 9,949 | 11,356 | 12,739 | 14,404 | 16,455 |
| 少数股东权益 | 71 | 81 | 99 | 121 | 146 |
| 负债和股东权益 | 13,974 | 15,913 | 17,580 | 19,944 | 22,668 |

利润表

单位: 百万元

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 4556 | 5121 | 5962 | 7332 | 8715 |
| 营业成本 | 670 | 761 | 835 | 1018 | 1212 |
| 营业税金及附加 | 37 | 49 | 60 | 73 | 87 |
| 销售费用 | 967 | 991 | 1181 | 1474 | 1743 |
| 管理费用 | 444 | 403 | 500 | 594 | 697 |
| 研发费用 | 1472 | 1696 | 1866 | 2310 | 2737 |
| 财务费用 | -95 | -16 | -9 | -14 | -19 |
| 资产减值损失 | -7 | -8 | -9 | -11 | -13 |
| 公允价值变动收益 | -3 | -18 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 219 | 370 | 179 | 183 | 218 |
| 营业利润 | 1401 | 1741 | 1912 | 2265 | 2707 |
| 营业外收支 | -11 | 9 | 2 | 3 | 3 |
| 利润总额 | 1390 | 1750 | 1914 | 2268 | 2710 |
| 所得税 | 75 | 95 | 103 | 122 | 146 |
| 净利润 | 1314 | 1655 | 1811 | 2145 | 2563 |
| 少数股东损益 | -3 | 10 | 18 | 21 | 26 |
| 归属母公司净利润 | 1318 | 1645 | 1792 | 2124 | 2538 |
| EBITDA | 1216 | 1496 | 2065 | 2430 | 2816 |
| EPS (元) | 2.86 | 3.56 | 3.87 | 4.59 | 5.48 |

现金流量表

单位: 百万元

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 2,058 | 2,196 | 1,519 | 1,974 | 1,920 |
| 净利润 | 1,314 | 1,655 | 1,811 | 2,145 | 2,563 |
| 折旧摊销 | 125 | 115 | 160 | 176 | 125 |
| 营运资金变动 | 807 | 732 | -281 | -177 | -577 |
| 其它 | -189 | -307 | -171 | -170 | -190 |
| 投资活动现金流 | -5,210 | -4,274 | -497 | -1,069 | -1,179 |
| 资本支出 | -166 | -175 | -327 | -452 | -197 |
| 投资变动 | -5,171 | -4,361 | -400 | -800 | -1,200 |
| 其他 | 127 | 262 | 230 | 183 | 218 |
| 筹资活动现金流 | -385 | -501 | -497 | -470 | -500 |
| 银行借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 22 | 62 | 30 | 0 | 0 |
| 其他 | -406 | -563 | -528 | -470 | -500 |
| 现金净增加额 | -3,539 | -2,579 | 525 | 435 | 241 |
| 期初现金余额 | 7,013 | 3,474 | 895 | 1,419 | 1,855 |
| 期末现金余额 | 3,474 | 895 | 1,419 | 1,855 | 2,096 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 17.3% | 12.4% | 16.4% | 23.0% | 18.9% |
| 营业利润 | 17.1% | 24.3% | 9.8% | 18.5% | 19.5% |
| 归母净利润 | 17.9% | 24.8% | 9.0% | 18.5% | 19.5% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 85.3% | 85.1% | 86.0% | 86.1% | 86.1% |
| 净利率 | 28.9% | 32.3% | 30.4% | 29.3% | 29.4% |
| ROE | 13.2% | 14.5% | 14.1% | 14.7% | 15.4% |
| ROIC | 10.2% | 11.3% | 14.0% | 14.6% | 15.3% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 28.3% | 28.1% | 27.0% | 27.2% | 26.8% |
| 净负债比率 | 39.5% | 39.1% | 36.9% | 37.3% | 36.5% |
| 流动比率 | 3.22 | 1.76 | 2.05 | 2.21 | 2.45 |
| 速动比率 | 2.11 | 0.83 | 1.04 | 1.17 | 1.31 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.35 | 0.34 | 0.36 | 0.39 | 0.41 |
| 应收账款周转率 | 8.57 | 9.56 | 10.20 | 10.67 | 12.32 |
| 存货周转率 | 521.12 | 686.97 | 688.40 | 613.41 | 652.04 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 2.86 | 3.56 | 3.87 | 4.59 | 5.48 |
| 每股经营现金流 | 4.46 | 4.75 | 3.28 | 4.27 | 4.15 |
| 每股净资产 | 21.55 | 24.55 | 27.53 | 31.13 | 35.56 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 110.56 | 80.45 | 77.58 | 65.47 | 54.79 |
| P/B | 14.67 | 11.67 | 10.92 | 9.65 | 8.45 |
| EV/EBITDA | 117.30 | 88.00 | 66.67 | 56.49 | 48.66 |

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年加入广发证券发展研究中心。

吴祖鹏：资深分析师，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年加入广发证券发展研究中心。

李婉云：资深分析师，西南财经大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

周源：资深分析师，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。

王钰翔：研究员，哥伦比亚大学运筹学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

戴亚敏：研究员，北京大学金融硕士，2024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47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 | 香港湾仔骆克道81号广发大厦27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，，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。