

证券研究报告
公司研究
点评报告
用友网络 (600588. SH)

鲁立 计算机行业分析师

执业编号: S1500520030003

联系电话: +86 13916253156

邮箱: luli@cindasc.com

罗云扬 计算机行业分析师

执业编号: S1500521010001

联系电话: +86 17806712169

邮箱: luoyunyang@cindasc.com

相关研究

【信达计算机】用友网络：企业服务新时代，国产龙头强者恒强
202104

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

类金融资产剥离，聚焦企业云服务主业

2021年07月18日

- **事件：**7月16日公司公告拟将持有的控股子公司深圳前海用友力合金融服务有限公司（以下简称“友金控股”）44.6153%的股权转让给北京用友企业管理研究所有限有限公司（以下简称“用友研究所”），转让价格为1.86亿元。转让完成后公司不再持有友金控股股权，不再持有类金融资产，用友研究所将以货币资金方式支付转让价款。
- **聚焦企业云服务主业，平台化转型进行时。**“友金控股”主要提供互联网金融信息中介服务，为借款人与出借人(包括机构和个人)之间的直接借贷提供信息撮合等中介服务，依据协议在提供信息中介服务时确认服务费收入，20年公司投融资信息业务收入为2.6亿元。此次剥离是继畅捷通支付后，公司再次剥离类金融资产，自此将精力聚焦于企业数字化主业。我们认为，公司目前专注于平台深耕、核心产品研发以及生态赋能，公司凭借其多年业务经验与客户渠道，正转型成为企业数字化的产业平台型服务商，中长期看收入可持续性较强。
- **定增项目有望加速落地。**根据公司最新修订稿，公司YonBIP平台建设定增项目总金额为52.98亿元，其中YonBIP平台建设投入45.97亿元，以打造数据智能落地，企业服务平台领先，商业创新生态繁荣，形成亚洲第一生态的商业创新平台为目标，为期3年。我们认为，公司类金融业务作为主要阻碍因素，此次剥离后，定增项目有望加速落地，YonBIP产品将获得大量研发资金，技术壁垒将持续提升。
- **盈利预测与估值评级。**我们看好公司长期发展价值：（1）中台优势助力平台型转型，从数字化底座开始赋能，客户粘性将大幅提升，单客户服务可持续深化（2）国产化机遇大，超大型客户项目经验为新产品研发提供珍贵样板（3）赋能生态伙伴，中小客户覆盖或加快。我们预计公司2021-2023年营业收入分别为101.94/147.16/213.38亿元，归母净利润分别为11.92/14.32/17.77亿元，市盈率P/E为88/73/59倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**1、产品研发不及预期；2、竞争加剧；3、国产替代不及预期；4、宏观经济下行。

| 重要财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元) | 8,510 | 8,525 | 10,194 | 14,716 | 21,338 |
| 增长率 YoY % | 10.5% | 0.2% | 19.6% | 44.4% | 45.0% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,183 | 989 | 1,192 | 1,432 | 1,777 |
| 增长率 YoY% | 93.3% | -16.4% | 20.6% | 20.1% | 24.1% |
| 毛利率% | 65.4% | 61.0% | 62.1% | 62.3% | 62.8% |
| 净资产收益率ROE% | 16.5% | 13.1% | 13.7% | 14.1% | 14.9% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.36 | 0.30 | 0.36 | 0.44 | 0.54 |
| 市盈率 P/E(倍) | 78.52 | 145.13 | 87.75 | 73.08 | 58.89 |
| 市净率 P/B(倍) | 12.95 | 19.02 | 12.04 | 10.34 | 8.79 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 股价为 2021 年 7 月 16 日收盘价: 31.99 元

表 1: 用友定增项目投向

| 序号 | 项目名称 | 项目投资总额 (亿元) | 募集资金投入额 (亿元) |
|----|---------------------|----------------|-----------------|
| 1 | 用友商业创新平台YonBIP建设项目 | 45.97 | 45.97 |
| 2 | 用友产业园(南昌)三期研发中心建设项目 | 6.28 | 6.28 |
| 3 | 补充流动资金及归还银行借款 | 0.73 | 0.73 |
| 合计 | | 52.98 | 52.98 |

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 2: 用友定增 YonBIP 平台建设项目中软件开发成本细则

| 岗位 | 2020年7-12月 | | 2021年 | | 2022年 | | 2023年1-6月 | |
|--------------|------------|--------|-------|--------|-------|--------|-----------|--------|
| | 人数 | 金额(亿元) | 人数 | 金额(亿元) | 人数 | 金额(亿元) | 人数 | 金额(亿元) |
| 产品管理 | 125 | 0.33 | 199 | 1.01 | 258 | 1.52 | 280 | 1.00 |
| 用户体验 | 48 | 0.08 | 105 | 0.41 | 150 | 0.73 | 176 | 0.53 |
| 架构 | 84 | 0.23 | 121 | 0.65 | 156 | 0.92 | 175 | 0.59 |
| 运维 | 26 | 0.04 | 66 | 0.22 | 96 | 0.40 | 110 | 0.29 |
| 开发 | 889 | 1.43 | 1324 | 4.59 | 1722 | 6.99 | 1856 | 4.53 |
| 测试 | 231 | 0.28 | 451 | 1.18 | 627 | 2.00 | 722 | 1.37 |
| 合计 | 1403 | 2.39 | 2266 | 8.06 | 3009 | 12.57 | 3319 | 8.31 |
| 直接人力成本总计(亿元) | | | | | 31.33 | | | |
| 间接成本总计(亿元) | | | | | 2.21 | | | |
| 总计(亿元) | | | | | 33.54 | | | |

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 3: 用友 YonBIP 平台建设计划

| 年度 | 第1年 | 第2年 | 第3年 |
|------|--|---|---|
| 主题 | 夯实基础、补齐短板, YonBIP产品线基本完整, 支撑生态创新 | 平台生态运营, 海外拓展, 产业互联网开花, 数据智能突破 | 数据智能落地, 企业服务平台领先, 商业创新生态繁荣, 形成亚洲第一生态 |
| 关键任务 | 1、夯实平台底座-数字化建模、社会化、全球化、打磨功能、提升体验, 快速交付。补充应用构建, 开放连接平台加强API、连接器运营, 健全生态支撑, 启动生态运营。2、数据智能服务加速应用融合, 价值变现, 确立数据智能服务新模式。3、大型企业级云服务产品线基本完整, 智能财务领域、人力云、供应链云大力突破 4、Yonsuite成熟, 初步规模化 5、基于营销云、采购云、供应链云孵化产业互联网业务原型。 | 1、应用构建持续成熟, 开放连接, 嵌入/被嵌入持续推进, 交付生态成熟, 开发者运营, 实现生态规模快速增长。2、财务、人力、供应链通用领域云服务产品成熟。能力化全域中台初步成熟, 平台化交付模式确定。3、建立大型企业级全面数字化云服务客户样板客户20家, 财税、营销、采购领域规模化增长。构建全球化产品能力增强, 支撑全球化业务。4、智能制造工业互联网基本成型。5、Yonsuite高速增长, 服务业, 规模化 6、社会化全产业链打通, 产业互联网批量落地, 带动云服务客户规模快速增长, 实现营销、采购云1-5家样板。7、数据服务规模化, 精准营销突破, 企业智能大脑初步能支持业务。 | 1、大型企业企业级云服务产品完整、成熟、规模化。能全面国产化替代推广, 和全球化推广, 财税能成为国内首选云服务 2、YonSuite全球化, 规模化运营 3、实现3-5个行业产业互联网平台、工业互联网平台, 产业互联网运营业务创新发展, 商业模式创新, 高增长 4、数据服务成为数智化核心竞争力和客户价值, 智能大脑能成为我们产业互联网核心引擎, 竞争力。 |

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

估值：

我们选取国内云化进展较快的 2B 信息服务商：广联达、金蝶国际、明源云、金山办公作为可比公司，公司 YonBIP 基于云原生技术，为企业提供商业创新服务，中台优势助力平台型转型，从数字化底座开始赋能，客户粘性将大幅提升，单客户服务可持续深化。参考相关公司估值，给予公司总体 11-13 倍 PS 估值，对应市值在 1600-1900 亿元。

表 4：可比估值

| 股票代码 | 公司名称 | 日期：2021/07/16 | | 营业收入(亿元) | | | PS | | |
|-----------|------|---------------|---------|----------|--------|--------|------|-------|-------|
| | | 收盘价(元) | 总市值(亿元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2020 | 2021E | 2022E |
| 002410.SZ | 广联达 | 71.49 | 848.6 | 40.05 | 49.91 | 61.58 | 21.2 | 17.0 | 13.8 |
| 0268.HK | 金蝶国际 | 21.20 | 735.6 | 34.3 | 42.1 | 52.5 | 21.4 | 17.5 | 14.0 |
| 0909.HK | 明源云 | 31.65 | 623.1 | 17.31 | 23.74 | 33.31 | 36.0 | 26.2 | 18.7 |
| 688111.SH | 金山办公 | 397.25 | 1,831.3 | 22.61 | 34.25 | 47.24 | 81.0 | 53.5 | 38.8 |
| | 平均值 | | | | | | 39.9 | 28.6 | 21.3 |
| 600588.SH | 用友网络 | 31.99 | 1,046.2 | 85.25 | 101.94 | 147.16 | 12.3 | 10.3 | 7.1 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

分部估值

云业务：SAP 在 20 年报披露 2025 年的 "Ambition" 是：“2025 年云业务收入超过 220 亿美元，20-25 复合增速 17.23%。目前 SAP 的 PS 在 4.5-5 倍左右，2020 年云业务收入占比约为 30%，(占软件+云可比口径比例约为 35%)。我们认为市场给予 SAP 云业务估值理应远高于整体 PS。公司云服务收入预期增速在 SAP 云业务增速的 3 倍以上，同时中台化、智能化、生态化产品布局有望解决收入可持续性问题的。给予公司云服务业务 12-15 倍左右 PS，以 2022 年云业务收入 107.8 亿元计算，对应市值约 1300-1600 亿元。

非云业务：我们选取几家云转型较缓慢的 IT 服务商 PE 作为基准，2022 年平均 PE 为 49 倍，考虑其中亦有对相应公司云转型预期，我们给予公司传统软件等业务 20 倍左右 PE，以 2022 年归母净利润 14.32 亿元计算（假设 2022 年公司云业务达到盈亏平衡），对应市值为 286 亿元。

综合两部分估值，公司 2022 年目标市值约 1600-1900 亿元。

表 5：公司云业务估值

| 云业务部分估值 | 12-15倍PS，市值1300-1600亿元 | | | |
|-------------|------------------------|--------|--------|--------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| SAP云收入(亿美元) | 99.38 | 116.50 | 136.58 | 160.11 |
| 增速/复合增速 | 27.93% | 17.23% | 17.23% | 17.23% |
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 用友云服务收入(亿元) | 34.23 | 61.78 | 107.79 | 174.78 |
| 增速 | 73.8% | 80.5% | 74.5% | 62.2% |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

表 6：公司非云业务估值

| 非云业务部分估值 | 20倍PE，市值约286亿元 | | | | | | | |
|----------|----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | EPS | | | PE | |
| 公司名称 | 收盘价(元) | 总市值(亿元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |
| 鼎捷软件 | 20.35 | 0.00 | 0.46 | 0.55 | 0.72 | 44.2 | 36.8 | 28.3 |
| 宝信软件 | 60.01 | 0.00 | 1.13 | 1.14 | 1.49 | 53.1 | 52.5 | 40.2 |
| 石基信息 | 21.55 | 0.00 | -0.06 | 0.18 | 0.32 | -359 | 121.0 | 68.4 |
| 泛微网络 | 73.90 | 0.00 | 1.07 | 0.97 | 1.22 | 69.1 | 76.1 | 60.7 |
| 平均值 | | | | | | -48.2 | 71.6 | 49.4 |
| 用友网络 | 32.0 | 0.0 | 0.30 | 0.36 | 0.44 | 105.8 | 87.8 | 73.1 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心

针对云计算，我们亦提出另一种估值方式，将公司云计算业务分为三部分：1. 小微云业务是较为纯粹的订阅模式，参考海外云计算公司 PS 估值，给予 25-30 倍 PS 估值。2. 公司 BIP 类云服务是基于云原生技术，帮助企业进行商业创新，其中台优势显著，带来高客户粘性与单客户价值持续深挖空间，参考海外云计算公司 PS 估值，给予 20-25 倍 PS 估值。3. 公司 ERP 类、政府类云业务，仍以项目制为主，提供软件开发、技术服务，给予 5 倍 PS 估值。综上，结合 2022 年公司相应云业务收入预计，公司云业务估值约 1350-1650 亿元。

表 7：云计算业务分部估值

| 公司 | 主营 | 总市值(美元) | 营业收入(美元)与增速 | | | PS (最新年) |
|----------------------|--------------------|----------|-------------|-------|-------|-------------|
| | | | 2018 | 2019 | 2020 | |
| SHOPIFY | 中小企业云端 商务平台 | 1,766.3 | 10.73 | 15.78 | 29.29 | 60.3 |
| | | | 59.4% | 47.0% | 85.6% | |
| COUPA SOFTWARE | 基于云的支出管理平 台 | 166.2 | 2.60 | 3.90 | 5.42 | 30.7 |
| | | | 39.4% | 49.7% | 39.0% | |
| DATADOG | 云业务监控与分析平 台 | 319.1 | 1.98 | 3.63 | 6.03 | 52.9 |
| | | | 96.6% | 83.2% | 66.3% | |
| SERVICENOW | 自动化相关业务流程 服务 | 1,102.0 | 26.09 | 34.60 | 45.19 | 24.4 |
| | | | 36.0% | 32.6% | 30.6% | |
| ZSCALER | 云安全服务 | 300.4 | 1.90 | 3.03 | 4.31 | 69.7 |
| | | | 51.3% | 59.2% | 42.4% | |
| OKTA | 基于云的 IT 应用管 理平台 | 315.0 | 3.99 | 5.86 | 8.35 | 37.7 |
| | | | 55.6% | 46.8% | 42.5% | |
| DOCUSIGN | 基于云的自动化协议 流程管理 | 539.7 | 7.01 | 9.74 | 14.53 | 37.1 |
| | | | 35.2% | 38.9% | 49.2% | |
| 平均值 | | 644.1 | 7.76 | 10.93 | 16.16 | 39.9 |
| | | | 43.7% | 40.9% | 47.8% | |
| 公司云收入情况(市值与收入单位为人民币) | | | 2021E | 2022E | 2023E | 给予 PS |
| 用友小微云 | 公有订阅式 财税等基础服务 | 230-280 | 4.83 | 9.27 | 17.16 | 25-30 |
| | | | 100% | 92.0% | 85.0% | |
| 用友 BIP | 基于云原生的 商业创新 | 850-1070 | 23.22 | 42.96 | 74.32 | 20-25 |
| | | | 90.5% | 85.0% | 73.0% | |
| 用友云 ERP 行业云、政府云 | 主要以混合云 的模式服务 | 277.8 | 33.64 | 55.56 | 83.32 | 5 |
| | | | 71.5% | 65.1% | 49.9% | |

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

财务附表

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位: 百万元 | | | | | | 单位: 百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 10,168 | 8,773 | 12,101 | 17,134 | 23,553 | 营业总收入 | 8,510 | 8,525 | 10,194 | 14,716 | 21,338 |
| 货币资金 | 7,147 | 5,605 | 8,510 | 11,911 | 15,852 | 营业成本 | 2,942 | 3,321 | 3,865 | 5,550 | 7,939 |
| 应收票据 | 133 | 110 | 144 | 206 | 296 | 营业税金及附加 | 113 | 99 | 128 | 182 | 263 |
| 应收账款 | 1,234 | 1,042 | 1,396 | 2,298 | 3,683 | 销售费用 | 1,634 | 1,537 | 1,835 | 2,649 | 3,841 |
| 预付账款 | 90 | 95 | 116 | 194 | 318 | 管理费用 | 1,389 | 959 | 1,121 | 1,619 | 2,347 |
| 存货 | 23 | 423 | 424 | 684 | 1,087 | 研发费用 | 1,630 | 1,459 | 1,835 | 2,796 | 4,268 |
| 其他 | 1,540 | 1,498 | 1,511 | 1,840 | 2,317 | 财务费用 | 118 | 110 | 115 | 165 | 225 |
| 非流动资产 | 7,370 | 8,177 | 7,901 | 7,901 | 7,901 | 减值损失合计 | -36 | -47 | -50 | -54 | -57 |
| 长期股权投资 | 1,782 | 2,473 | 2,473 | 2,473 | 2,473 | 投资净收益 | 287 | 75 | 51 | 51 | 52 |
| 固定资产(合计) | 2,510 | 2,432 | 2,432 | 2,432 | 2,432 | 其他 | 469 | 53 | 97 | -102 | -394 |
| 无形资产 | 870 | 785 | 785 | 785 | 785 | 营业利润 | 1,405 | 1,121 | 1,392 | 1,651 | 2,057 |
| 其他 | 2,208 | 2,488 | 2,211 | 2,211 | 2,211 | 营业外收支 | -1 | 6 | 5 | 5 | 5 |
| 资产总计 | 17,538 | 16,950 | 20,002 | 25,034 | 31,454 | 利润总额 | 1,404 | 1,126 | 1,397 | 1,656 | 2,062 |
| 流动负债 | 9,112 | 7,950 | 9,761 | 13,254 | 17,760 | 所得税 | 83 | 75 | 108 | 117 | 149 |
| 短期借款 | 4,236 | 2,375 | 3,375 | 4,875 | 6,375 | 净利润 | 1,321 | 1,051 | 1,289 | 1,539 | 1,913 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 138 | 63 | 96 | 107 | 137 |
| 应付账款 | 597 | 549 | 635 | 912 | 1,305 | 归属母公司净利润 | 1,183 | 989 | 1,192 | 1,432 | 1,777 |
| 其他 | 4,280 | 5,026 | 5,750 | 7,466 | 10,080 | EBITDA | 1,136 | 1,507 | 1,409 | 1,921 | 2,681 |
| 非流动负债 | 132 | 453 | 453 | 453 | 453 | EPS(当年) | 0.36 | 0.30 | 0.36 | 0.44 | 0.54 |
| 长期借款 | 45 | 0 | 0 | 0 | 0 | (元) | | | | | |
| 其他 | 87 | 453 | 453 | 453 | 453 | | | | | | |
| 负债合计 | 9,244 | 8,403 | 10,213 | 13,707 | 18,213 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,122 | 1,004 | 1,101 | 1,208 | 1,344 | | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 7,173 | 7,543 | 8,688 | 10,120 | 11,897 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 17,538 | 16,950 | 20,002 | 25,034 | 31,454 | | | | | | |

| 重要财务指标 | | | | | |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | | | | | |
| 主要财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 8,510 | 8,525 | 10,194 | 14,716 | 21,338 |
| 同比(%) | 10.5% | 0.2% | 19.6% | 44.4% | 45.0% |
| 归属母公司净利润 | 1,183 | 989 | 1,192 | 1,432 | 1,777 |
| 同比(%) | 93.3% | -16.4% | 20.6% | 20.1% | 24.1% |
| 毛利率(%) | 65.4% | 61.0% | 62.1% | 62.3% | 62.8% |
| ROE(%) | 16.5% | 13.1% | 13.7% | 14.1% | 14.9% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.36 | 0.30 | 0.36 | 0.44 | 0.54 |
| P/E | 78.52 | 145.13 | 87.75 | 73.08 | 58.89 |
| P/B | 12.95 | 19.02 | 12.04 | 10.34 | 8.79 |
| EV/EBITDA | 60.14 | 93.08 | 70.65 | 50.84 | 35.51 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 1,533 | 1,613 | 1,734 | 2,009 | 2,609 |
| 净利润 | 1,321 | 1,051 | 1,289 | 1,539 | 1,913 |
| 折旧摊销 | 334 | 357 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 153 | 139 | 115 | 165 | 225 |
| 投资损失 | -287 | -75 | -51 | -51 | -52 |
| 营运资金变动 | 113 | -118 | 337 | 308 | 471 |
| 其它 | -101 | 259 | 44 | 48 | 51 |
| 投资活动现金流 | -183 | -894 | 333 | 57 | 58 |
| 资本支出 | -296 | -575 | 282 | 6 | 6 |
| 长期投资 | -170 | -537 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 283 | 218 | 51 | 51 | 52 |
| 筹资活动现金流 | -155 | -2,315 | 838 | 1,335 | 1,275 |
| 吸收投资 | 167 | 425 | 0 | 0 | 0 |
| 借款 | 909 | -1,950 | 1,000 | 1,500 | 1,500 |
| 支付利息或股息 | -798 | -929 | -115 | -165 | -225 |
| 现金净增加额 | 1,189 | -1,602 | 2,905 | 3,401 | 3,942 |

研究团队简介

鲁立，国防科技大学本硕，研究方向计算机科学。六年产业经验，曾担任全球存储信息技术公司研发、解决方案部门团队负责人，2016年加入海通证券，17、19年所在团队新财富第四，2020年加入信达证券，任计算机行业首席分析师。

罗云扬，北京科技大学，研究方向应用物理。曾担任世纪证券研究所，计算机行业研究员，三年行业经验。2020年加入信达证券，担任计算机行业分析师。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|------------------------|-----|-------------|--------------------------|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售副 总监(主持工 作) | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北区销售 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华东区销售副 总监(主持工 作) | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东区销售 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华南区销售总 监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南区销售 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南区销售 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。