

用友网络 (600588.SH)

加大投入，持续推动云转型发展

核心观点:

- 公司披露 2021 年中报: 21H1 实现营业收入 31.77 亿元, 同比增加 7.7%, 较 19H1 减少 4.1%; 归母净利润 2.15 亿元, 同比增加 740%, 较 19H1 减少 55.4%; 扣非归母净利润-8143 万元, 20H1 为-1671 万元, 19H1 为 2.64 亿元。
- 分业务看, 传统软件业务 21H1 收入 14.45 亿元, 同比减少 8.9%, 较 19 年同期减少 35.7%; 云服务业务 (非金融类) 21H1 收入 15.06 亿元, 同比增加 101%, 较 19 年同期增加 219%; 金融服务业务实现收入 2.25 亿元, 同比下降 63.2%。
- 报告期内: 销售费用 7.88 亿元, 同比增长 49.7%; 研发投入 9.54 亿元, 同比增长 38.9%。公司加大投入, 坚定落实用友 3.0-II 战略与经营计划, 持续推动云转型发展, 一方面定向引进高端销售人才及售前咨询专家, 加强市场营销, 抢占市场, 另一方面引进高端研发人才, 持续优化产品性能。从结果看, 报告期内公司云业务收入增速较高。
- 当前, 公司在云相关数据披露方面已有一定改善, 但云业务经营现状仍需更多详细且自洽的运营指标数据以作进一步判断, 典型如不同产品的续费率、客单价以及新客户占比等。
- **盈利预测与投资建议。**预计 21 年~23 年归母净利润分别为 10.04 亿元、11.23 亿元、13.74 亿元, 增速分别为 1.5%、11.9%、22.4%。公司作为传统软件公司积极云端转型, 我们认为应采用分部估值方式评估公司合理价值, 即传统软件业务用 PE 估值、云业务采用 PS 估值。我们维持公司合理价值约为 41.32 元/股的判断, 维持“增持”评级。
- **风险提示。**云端转型不达预期的风险, YonBIP 仍处于推广前期, 用户接受度、盈利能力尚需时间验证; 经济环境带来的下游 IT 支出压力; 来自其他 ERP 厂商的竞争不可忽视。

盈利预测:

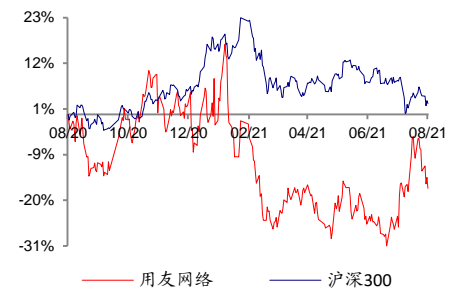
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	8,510	8,525	9,885	12,041	14,623
增长率 (%)	10.5	0.2	16.0	21.8	21.4
EBITDA (百万元)	1,505	1,773	1,476	1,612	1,890
归母净利润 (百万元)	1,183	989	1,004	1,123	1,374
增长率 (%)	93.3	-16.4	1.5	11.9	22.4
EPS (元/股)	0.47	0.30	0.31	0.34	0.42
市盈率 (P/E)	60.11	145.13	117.81	105.31	86.03
ROE (%)	16.5	13.1	11.7	11.6	12.4
EV/EBITDA	45.41	79.11	77.13	69.73	58.54

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	36.15 元
合理价值	41.32 元
前次评级	增持
报告日期	2021-08-20

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gflouxuefeng@gf.com.cn

相关研究:

用友网络 (600588.SH): 重点投入, 云转型进展较大	2021-04-29
用友网络 (600588.SH): 产品矩阵持续完善, 转型稳步推进	2021-03-28
用友网络 (600588.SH): 业务持续恢复, 转型稳步推进	2020-11-03

联系人:

雷棠棣 021-38003673

leitangdi@gf.com.cn

一、2021 年中报财务数据

公司披露2021年中报:

21H1实现营业收入31.77亿元, 同比增加7.7%, 较19年同期减少4.1%;

归母净利润2.15亿元, 同比增加740%, 主要受畅捷通支付股权转让产生的投资收益等非经常性收益同比增加的影响, 较19年同期减少55.4%;

扣非归母净利润-8143万元, 20H1为-1671万元, 19H1为2.64亿元。

以此计算21Q2数据:

21Q2实现营业收入19.63亿元, 同比增加5.5%, 较19年同期减少4.7%; 归母净利润2.28亿元, 同比减少13.4%, 较19年同期减少43.0%; 扣非归母净利润1.29亿元, 较19年同期减少59.6%。

(一) 主要财务数据分析

1. 分业务看:

- (1) 传统软件业务21H1收入14.45亿元, 同比减少8.9%, 较19年同期减少35.7%; 以此计算, 21Q2收入9.0亿元, 同比减少11.7%, 较19年同期减少35.6%。
- (2) 云服务业务(非金融类) 21H1收入15.06亿元, 同比增加101%, 较19年同期增加219%; 以此计算, 21Q2收入9.9亿元, 同比增加86%, 较19年同期增长186%。
- (3) 金融服务业务实现收入2.25亿元, 同比下降63.2%; 报告期内, 公司根据相关行业政策继续调整、控制金融业务的业务开展, 陆续剥离了畅捷通支付等金融业务。

2. 从客户类型看:

- (1) 大型企业: 云服务业务+软件业务收入19.79亿元, 同比增长33.8%, 其中, 云服务业务收入10.62亿元, 同比增长91.5%。报告期内, 大型企业客户续费率94.53%。(大中型客户21Q1续费率94.68%, 20年全年为98.96%)。
- (2) 中型企业: 云服务业务+软件业务收入3.72亿元, 同比增长10.3%, 其中, 云服务业务收入1.06亿元, 同比增长99.1%。报告期内, 中型企业客户续费率71.38%。
- (3) 小微企业: 云服务业务+软件业务收入2.17亿元, 同比增长5.5%, 其中, 云服务业务收入1.89亿元, 同比增长140.4%(21Q1增速为177.5%), 较19年同期增长318%。报告期内, 小微企业客户续费率79.86%。(小微客户21Q1续费率83.31%, 20年全年为71.68%)。
- (4) 政府与其它公共组织: 云服务业务+软件业务收入3.84亿元, 同比增长21.5%, 其中, 云服务业务收入1.50亿元, 同比增长132.5%(21Q1同比

增速为120.6%)。

3. 费用方面,销售费用7.88亿元,同比增长49.7%;销售费用率24.8%(20H1为17.8%);研发费用7.45亿元,同比增长18.8%,研发费用率23.4%(20H1为22.3%);管理费用4.83亿元,同比增长9.1%,管理费用率15.2%(20H1为15.0%)。
4. 研发投入9.54亿元,同比增长38.9%,研发投入营收占比为30.0%,较上年同期增加6.7个百分点。
5. 投资收益3.26亿元,20年同期为2761万元,主要系处置子公司畅捷通支付及原持有的大易云股权按公允价值重新计量的利得产生的投资收益所致。公允价值变动损益1367万元,20年同期为5953万元,主要系非上市股权公允价值变动所致。
6. 预付账款1.51亿元,年初为9549万元,主要系子公司畅捷通预付给服务商的销售推广直接成本所致。合同资产3.56亿元,年初为2.09亿元,主要系已确认收入但尚未达到与客户结算款项时点的收入增加所致。无形资产12.81亿元,年初为7.85亿元,主要系开发支出结项转入无形资产所致。
7. 报告期末合同负债20.54亿元,21Q1\20年\20Q3\20Q2\20Q1末分别为21.40\20.31\22.75\22.48\11.68亿元。云服务业务合同负债为12.43亿元,较上年年末增长14.6%,云服务业务年度经常性收入(简称“ARR”)实现8.34亿元。
8. 短期借款36亿元,年初为23.75亿元;长期借款4亿元,年初为0,主要系本期新增工商银行4亿长期借款所致。
9. 报告期末,公司员工总数为19473人,同比增加2358人,较年初增加1391人。公司战略加大研发投入,加强研发人才引进力度,大幅提升YonBIP研发人员规模。
10. 报告期,经营性现金流净额为-6.88亿元,20H1为-5.98亿元,19H1为-3.22亿元。其中,销售商品、提供劳务收到的现金为30.66亿元,主要由于处置子公司畅捷通支付股权,导致销售商品、提供劳务收到的现金同比减少3.83亿元,子公司用友力合业务规模缩减,导致销售商品、提供劳务收到的现金同比减少0.7亿元所致。剔除畅捷通支付和用友力合影响,公司的销售商品、提供劳务收到的现金同比增长21.5%。(20H1为30.12亿元,19H为35.09亿元。)

表1: 半年度财务关键数据 (单位: 百万元)

	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1	2021H1
营业收入	1,739.77	2,192.31	3,005.70	3,313.01	2,950.33	3,176.95
营业成本	587.82	705.79	934.64	1,126.45	1,365.20	1,361.28
销售费用	480.03	541.33	596.65	584.16	526.12	787.64
管理费用	887.33	997.25	570.58	539.91	442.45	482.60
研发费用	-	-	589.19	739.69	626.70	744.82
财务费用	61.58	116.13	59.08	56.98	65.62	49.82
投资净收益	20.23	17.59	18.78	169.69	27.61	326.22
营业利润	-322.06	-56.80	294.04	594.43	28.81	145.93

归属于母公司所有者的净利润	-179.95	-63.77	123.66	482.38	25.60	215.05
扣非净利润	-196.80	-103.45	103.62	264.30	-16.71	-81.43
主要比率						
毛利率	66.21%	67.81%	68.90%	66.00%	53.73%	57.15%
销售费用率	27.59%	24.69%	19.85%	17.63%	17.83%	24.79%
管理费用率	51.00%	45.49%	18.98%	16.30%	15.00%	15.19%
研发费用率	-	-	19.60%	22.33%	21.24%	23.44%
营业利润率	-18.51%	-2.59%	9.78%	17.94%	0.98%	4.59%
归母净利率	-10.34%	-2.91%	4.11%	14.56%	0.87%	6.77%
YOY						
营业收入	14.84%	26.01%	37.10%	10.22%	-10.95%	7.68%
归母公司净利润	-6.69%	64.56%	293.91%	290.10%	-94.69%	740.02%
扣非净利润	1.94%	47.44%	200.16%	155.10%	-106.30%	-387.37%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：16H1、17H1 管理费用中已包括研发费用

表2：季度财务关键数据（单位：百万元）

财报数据（百万元）	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
营业收入	3,500.57	1,088.69	1,861.64	1,668.89	3,905.37	1,213.73	1,963.22
营业成本	1,033.71	583.60	781.59	736.13	1,219.26	642.18	719.10
销售费用	710.90	232.64	293.48	360.73	649.66	321.98	465.66
管理费用	559.42	202.79	239.66	256.02	261.03	208.61	274.00
研发费用	496.29	340.68	286.02	332.37	499.61	332.59	412.23
财务费用	31.81	35.77	29.85	25.36	19.20	17.52	32.30
投资净收益	35.41	13.40	14.21	-4.43	51.82	286.57	39.65
营业利润	828.29	-255.19	284.00	-38.74	1,130.50	-45.90	191.82
归母公司净利润	736.03	-237.82	263.42	-41.20	1,004.20	-12.97	228.03
扣非净利润	503.54	-250.61	233.90	-39.07	960.18	-210.17	128.74
主要比率							
毛利率	70.47%	46.39%	58.02%	55.89%	68.78%	47.09%	63.37%
销售费用率	20.31%	21.37%	15.76%	21.62%	16.63%	26.53%	23.72%
管理费用率	15.98%	18.63%	12.87%	15.34%	6.68%	17.19%	13.96%
研发费用率	14.18%	31.29%	15.36%	19.92%	12.79%	27.40%	21.00%
营业利润率	23.66%	-23.44%	15.26%	-2.32%	28.95%	-3.78%	9.77%
归母净利率	21.03%	-21.84%	14.15%	-2.47%	25.71%	-1.07%	11.61%
YoY							
营业收入	10.94%	-13.06%	-9.66%	-1.60%	11.56%	11.49%	5.46%
归母公司净利润	59.55%	-389.30%	-34.17%	-16.32%	36.43%	94.55%	-13.44%
扣非净利润	24.36%	-357.61%	-26.69%	56.77%	90.69%	16.14%	-44.96%
QoQ							

营业收入	106.39%	-68.90%	71.00%	-10.35%	134.01%	-68.92%	61.75%
归母公司净利润	2177.95%	-132.31%	210.76%	-115.64%	2537.35%	-101.29%	1857.81%
扣非净利润	657.12%	-149.77%	193.33%	-116.70%	2557.74%	-121.89%	161.26%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

二、盈利预测与投资建议

综合, 预计公司21年~23年收入分别为98.85亿元、120.41亿元、146.23亿元, 增速分别为16.0%、21.8%、21.4%, 归母净利润分别为10.04亿元、11.23亿元、13.74亿元, 增速分别为1.5%、11.9%、22.4%, 2021年EPS为0.31元/股。

公司作为传统软件公司积极云端转型, 我们认为应采用分部估值方式评估公司合理价值, 即传统软件业务用PE估值、云业务采用PS估值。我们维持公司合理价值约为41.32元/股的判断, 维持“增持”评级。

三、风险提示

(一) 云端转型不达预期的风险, YonBIP 仍处于推广前期, 用户接受度、盈利能力尚需时间验证

(二) 经济环境带来的下游 IT 支出压力

(三) 来自其他 ERP 厂商的竞争不可忽视

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	10,168	8,773	11,518	13,707	16,636	
货币资金	7,147	5,605	7,500	8,600	10,300	
应收及预付	1,458	1,247	1,754	2,347	3,020	
存货	23	423	632	910	1,233	
其他流动资产	1,540	1,498	1,633	1,850	2,083	
非流动资产	7,370	8,177	8,291	8,460	8,630	
长期股权投资	1,782	2,473	2,554	2,637	2,722	
固定资产	2,510	2,432	2,469	2,531	2,598	
在建工程	0	75	79	86	86	
无形资产	870	785	775	797	812	
其他长期资产	2,208	2,413	2,415	2,410	2,413	
资产总计	17,538	16,950	19,809	22,167	25,266	
流动负债	9,112	7,950	9,742	10,905	12,543	
短期借款	4,236	2,375	3,091	2,726	2,671	
应付及预收	1,865	563	639	742	838	
其他流动负债	3,012	5,012	6,012	7,436	9,035	
非流动负债	132	453	453	453	453	
长期借款	45	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	87	453	453	453	453	
负债合计	9,244	8,403	10,195	11,358	12,996	
股本	2,504	3,270	3,271	3,271	3,271	
资本公积	1,762	1,096	1,096	1,096	1,096	
留存收益	3,392	3,418	4,422	5,545	6,919	
归属母公司股东权益	7,173	7,543	8,547	9,669	11,043	
少数股东权益	1,122	1,004	1,068	1,139	1,227	
负债和股东权益	17,538	16,950	19,809	22,167	25,266	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	8,510	8,525	9,885	12,041	14,623	
营业成本	2,942	3,321	4,434	5,826	7,380	
营业税金及附加	113	99	115	140	170	
销售费用	1,634	1,537	1,928	2,167	2,632	
管理费用	1,389	959	1,038	1,084	1,170	
研发费用	1,630	1,459	1,779	1,927	2,194	
财务费用	118	110	-16	-33	-61	
资产减值损失	-36	-47	-20	-18	-15	
公允价值变动收益	235	52	0	0	0	
投资净收益	287	75	356	120	146	
营业利润	1,405	1,121	1,142	1,276	1,564	
营业外收支	-1	6	1	3	1	
利润总额	1,404	1,126	1,143	1,279	1,565	
所得税	83	75	76	85	104	
净利润	1,321	1,051	1,067	1,194	1,461	
少数股东损益	138	63	64	71	87	
归属母公司净利润	1,183	989	1,004	1,123	1,374	
EBITDA	1,505	1,773	1,476	1,612	1,890	
EPS (元)	0.47	0.30	0.31	0.34	0.42	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1,533	1,613	1,451	2,052	2,346	
净利润	1,321	1,051	1,067	1,194	1,461	
折旧摊销	334	357	413	438	473	
营运资金变动	113	-118	226	439	464	
其它	-236	323	-256	-19	-53	
投资活动现金流	-183	-894	-189	-500	-509	
资本支出	-296	-575	-462	-542	-568	
投资变动	-170	-537	-81	-83	-85	
其他	283	218	354	125	143	
筹资活动现金流	-155	-2,315	633	-452	-136	
银行借款	4,619	4,287	715	-365	-55	
股权融资	167	425	0	0	0	
其他	-4,940	-7,027	-82	-87	-81	
现金净增加额	1,189	-1,602	1,895	1,100	1,700	
期初现金余额	4,850	6,038	5,605	7,500	8,600	
期末现金余额	6,038	4,436	7,500	8,600	10,300	

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	10.5%	0.2%	16.0%	21.8%	21.4%
营业利润增长	48.9%	-20.2%	1.9%	11.7%	22.6%
归母净利润增长	93.3%	-16.4%	1.5%	11.9%	22.4%
获利能力					
毛利率	65.4%	61.0%	55.1%	51.6%	49.5%
净利率	15.5%	12.3%	10.8%	9.9%	10.0%
ROE	16.5%	13.1%	11.7%	11.6%	12.4%
ROIC	8.7%	12.1%	7.8%	8.1%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	52.7%	49.6%	51.5%	51.2%	51.4%
净负债比率	111.5%	98.3%	106.0%	105.1%	105.9%
流动比率	1.12	1.10	1.18	1.26	1.33
速动比率	1.10	1.00	1.07	1.12	1.17
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.50	0.50	0.54	0.58
应收账款周转率	6.89	8.18	6.76	6.08	5.70
存货周转率	372.26	20.14	15.65	13.23	11.86
每股指标 (元)					
每股收益	0.47	0.30	0.31	0.34	0.42
每股经营现金流	1	0	0	1	1
每股净资产	2.86	2.31	2.61	2.96	3.38
估值比率					
P/E	60.11	145.13	117.81	105.31	86.03
P/B	9.91	19.02	13.83	12.23	10.71
EV/EBITDA	45.41	79.11	77.13	69.73	58.54

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7月始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1月加入广发证券发展研究中心。

庞倩倩：资深分析师，华南理工大学管理学硕士，曾就职于华创证券，2018年加入广发证券发展研究中心。

李傲远：资深分析师，重庆大学金融学硕士，曾任职于国泰君安、安信基金，2020年9月加入广发证券发展研究中心。4年证券行业研究经验。

雷棠棣：研究助理，电子科技大学软件工程学士，哈尔滨工业大学软件工程硕士，悉尼大学商科硕士（金融学与商业分析方向），注册会计师非执业会员。曾在四大行IT部门工作3年，2020年4月加入广发证券发展研究中心。

吴祖鹏：高级分析师，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2月加入广发证券发展研究中心。3年证券行业研究经验。

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。