

# 中望软件 (688083.SH)

## 短期业绩压力不改国产化替代广阔前景

### 核心观点:

- **公司披露 2022 年半年报。**22 年上半年收入 1.94 亿元,同比减少 5.73%; 归母净利润-3639 万元, 21H1 为 4866 万元; 扣非归母净利润-6945 万元, 21H1 为 1635 万元。
- **受 22 年上半年疫情管控及国内经济增长有所放缓的影响, 收入增长承压。**一方面, 22 年上半年公司重要业务布局区域受到疫情冲击, 公司线下活动受阻, 境内业务受到影响; 另一方面, 22 年上半年国内经济增长也有所放缓, 一定程度上影响了相关企业采购预算。因此, 综合来看, 境内地区在 22 年上半年实现收入 1.60 亿元 (占公司收入的 83.2%), 同比减少 1.80%。但近期以来, 受国际形势、地缘政治等因素影响, 相关领域国产化替代有望提速。作为被国外卡脖子较严重 CAD 领域, 有望迎来加速发展, 龙头公司有望更大程度受益。随着下半年线下推广活动逐步恢复正常, 我们对公司下半年的收入增长亦抱有较乐观预期。
- **着眼未来, 逆势持续扩充研发销售团队, 市场宜放低中短期利润预期。**从研发及销售费用中职工薪酬看, 尽管疫情管控及宏观经济增速放缓使公司产品销售推广存在一定困难, 但公司仍保持了较快的人员增速, 体现出公司对未来中长期成长的积极预期。与此同时, 若考虑到公司当前主要产品较国外厂商产品仍有一段距离以及公司 All-in-One CAx 的战略规划, 我们判断, 公司对研发及销售的投入至少在中短期内仍将保持较高强度。因此, 市场当前宜放低对公司利润的预期。
- **盈利预测与投资建议。**预计 22~24 年公司营业收入分别为 7.53 亿元、9.99 亿元、13.53 亿元。参考可比公司估值, 并考虑到公司在 A 股市场具有较强稀缺性, 我们给予中望软件 2023 年 2.5X PEG 估值, 则每股合理价值为 298.10 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**竞争加剧的风险; 新产品研发及迭代不及预期。

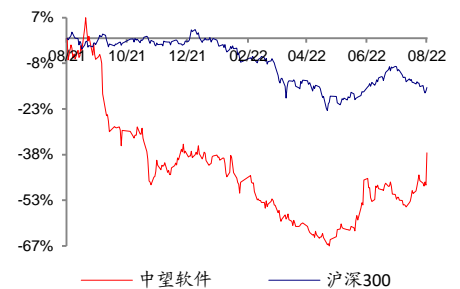
### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	456	619	753	999	1,353
增长率 (%)	26.3	35.6	21.7	32.7	35.5
EBITDA (百万元)	135	177	183	271	357
归母净利润 (百万元)	120	182	160	242	325
增长率 (%)	35.1	50.9	-12.1	51.8	34.1
EPS (元/股)	2.59	2.93	1.84	2.80	3.75
市盈率 (x)	-	119.29	137.57	90.65	67.60
ROE (%)	24.5	6.5	5.5	7.7	9.3
EV/EBITDA (x)	-	120.02	117.73	78.83	59.14

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	253.42 元
合理价值	298.10 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-07

### 相对市场表现



### 分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gflinuxefeng@gf.com.cn

### 相关研究:

中望软件 (688083.SH): 前	2022-04-12
景广阔, 人员扩张, 中短期业绩承压	
中望软件 (688083.SH): 长	2021-10-24
期逻辑不变, 但中短期业绩承压	

### 联系人:

雷棠棣 021-38003673

leitangdi@gf.com.cn

## 一、公司披露 2022 年中报

22年上半年业绩：收入1.94亿元，同比减少5.73%；归母净利润-3639万元，21H1为4866万元；扣非归母净利润-6945万元，21H1为1635万元；

22Q2业绩：收入1.08亿元，同比减少10.6%；归母净利润-1668万元，21Q2为4287万元；扣非归母净利润-3258万元，21Q2为1917万元。

### （一）主要财务数据分析

- 22年上半年，自产软件业务收入1.82亿元，同比减少6.71%，其中：
  - 2D CAD 软件收入1.31亿元，同比减少10.08%，其中，企业板块收入1.11亿元，同比减少5.30%，教育板块收入1948万元，同比减少30.24%；
  - 3D CAD 软件收入5065万元，同比增长3.14%，其中企业板块收入3693万元，同比减少3.04%，教育板块收入1371万元，同比增长24.49%；
  - CAE 软件收入7.43万元，上一年同期为0.83万元；
- 22年上半年，我国境内地区实现收入1.60亿元，同比减少1.80%，其中境内商业市场收入1.19亿元，同比减少1.54%，教育市场收入4091万元，同比减少2.54%；境外地区实现收入3250万元，同比减少11.60%。
- 22年上半年综合毛利率98.21%，21H1为98.14%。
- 22年上半年费用方面：销售费用1.33亿元，同比增加37.7%，其中薪酬福利8706万元，同比增长64.1%，销售费用率68.6%，上一年同期为47.0%；管理费用2834万元，同比增加19.0%，管理费用率14.6%，上一年同期为11.6%；研发费用1.16亿元，同比增加59.6%，其中职工薪酬9153万元，同比增长50.5%，研发费用率59.9%，上一年同期为35.4%。
- 22年上半年研发投入1.30亿元，同比增长78.9%，占收入比例为67.14%，研发投入资本化率为10.76%。研发人员821人，年初为645人。
- 截至22年6月底，应收账款9578万元，较年初减少5.91%。开发支出1403万元，年初为0，主要系本期悟空平台项目开始研发资本化所致。合同负债6287万元，较年初增长11.8%，主要系预收货款中需在一年内确认收入的升级订单增加所致。
- 报告期内，经营活动现金流量净额-1.05亿元，上一年同期为337万元；其中销售产品、提供劳务收到的现金为2.32亿元，同比减少4.1%；支付给职工以及为职工支付的现金2.56亿元，同比增加43.7%。
- 单季度看，22Q2收入1.08亿元，同比减少10.64%，增速较22Q1进一步回落（22Q1同比增速约1.24%）。22Q2经营活动现金流量净额504万元，同比减少72%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金1.33亿元，同比减少7%，支付给职工以及为职工支付的现金1.01亿元，同比增长50%。

表 1: 年度财务关键数据 (单位: 百万元)

	20H1	21H1	22H1
营业收入	140.07	205.99	194.19
营业成本	1.35	3.82	3.47
销售费用	52.66	96.80	133.31
管理费用	14.41	23.81	28.34
研发费用	60.38	72.88	116.35
财务费用	-0.22	-1.00	-2.71
投资净收益	5.43	9.01	5.97
营业利润	30.86	52.87	-39.83
归母净利润	27.92	48.66	-36.39
扣非净利润	18.13	16.35	-69.45
<b>主要比率</b>			
毛利率	99.04%	98.14%	98.21%
销售费用率	37.60%	46.99%	68.65%
管理费用率	10.29%	11.56%	14.59%
研发费用率	43.11%	35.38%	59.91%
营业利润率	22.03%	25.67%	-20.51%
归母净利率	19.93%	23.62%	-18.74%
<b>YOY</b>			
营业收入	-	47.06%	-5.73%
归母净利润	-	74.29%	-174.79%
扣非净利润	-	-9.79%	-524.69%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 2: 季度财务关键数据 (单位: 百万元)

财报数据 (百万元)	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
营业收入	85.21	120.78	150.47	262.22	86.26	107.93
营业成本	2.25	1.57	3.06	6.27	1.82	1.65
销售费用	44.34	52.46	58.48	111.66	61.82	71.49
管理费用	10.67	13.14	13.68	18.69	12.89	15.45
研发费用	34.00	38.88	49.53	80.48	52.86	63.49
财务费用	0.35	-1.35	-1.35	1.34	0.32	-3.02
投资净收益	0.41	8.60	5.71	2.74	2.94	3.03
营业利润	3.98	48.90	57.48	91.65	-21.45	-18.39
归母公司净利润	5.79	42.87	49.76	83.23	-19.71	-16.68
扣非净利润	-2.82	19.17	27.43	55.63	-36.86	-32.58
<b>主要比率</b>						
毛利率	97.36%	98.70%	97.97%	97.61%	97.90%	98.47%
销售费用率	52.04%	43.43%	38.87%	42.58%	71.66%	66.24%
管理费用率	12.52%	10.88%	9.09%	7.13%	14.94%	14.32%
研发费用率	39.90%	32.19%	32.92%	30.69%	61.28%	58.82%

营业利润率	4.67%	40.48%	38.20%	34.95%	-24.86%	-17.04%
归母净利率	6.79%	35.49%	33.07%	31.74%	-22.85%	-15.45%
<b>YoY</b>						
营业收入	52.12%	43.69%	20.10%	37.48%	1.24%	-10.64%
归母净利润	52.83%	77.66%	24.15%	58.89%	-440.78%	-138.90%
扣非净利润	-	-	-23.69%	34.47%	-1206.30%	-269.94%
<b>QoQ</b>						
营业收入	-52.58%	41.75%	24.58%	74.27%	-67.10%	25.12%
归母净利润	-85.68%	641.05%	16.08%	67.25%	-123.69%	15.41%
扣非净利润	-106.82%	779.49%	43.04%	102.82%	-166.27%	11.61%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## (二) 简评

- 受22年上半年疫情管控及国内经济增长有所放缓的影响，收入增长承压。**
  - 境内业务：**一方面，22年上半年公司重要业务布局区域，包括上海、北京等地区，受到疫情冲击，客户拜访、售前演示、产品测试和试用支持等线下活动受阻，境内业务受到影响；另一方面，22年上半年国内经济增长也有所放缓，一定程度上，影响了相关企业采购预算。因此，综合来看，境内地区在22年上半年实现收入1.60亿元，同比减少1.80%。
  - 境外业务：**此前受海外疫情影响，公司业务拓展几乎停滞，22年上半年以来，仍处于逐步恢复中。由于公司当前业务重心已放在国内市场以及境外市场同样需要长时间耕耘，22年上半年境外地区实现收入3250万元，同比减少11.60%。
  - 近期，**受国际形势、地缘政治等因素影响，相关领域国产化替代有望提速。作为被国外卡脖子较严重CAD领域，有望迎来加速发展，龙头公司有望更大程度受益。随着下半年线下推广活动逐步恢复正常，我们对公司下半年的收入增长亦抱有较乐观预期。
- 着眼未来，逆势持续扩充研发销售团队，市场宜放低中短期利润预期。**
  - 截至22年6月底，公司员工数为1687人，较年初1309人增长378人；而研发人员已达到821人，较年初645人增长176人。从研发及销售费用明细看，研发、销售费用中职工薪酬分别同比增长3070万元、3399万元。以此看，在22年上半年，销售人员同样应有较明显增长。尽管疫情管控及宏观经济增速放缓使公司产品销售推广存在一定困难，但公司仍保持了较快的人员增速，体现出公司对未来中长期成长的积极预期。
  - 若考虑到公司当前主要产品在性能、销售体系、行业生态等方面较国外厂商产品仍有一段距离以及公司All-in-One CAx的战略规划，我们判断，公司对研发及销售的投入至少在中短期内仍将保持较高强度，因此，市场当前宜放低对公司利润的预期。

## 二、盈利预测与投资建议

预计22~24年，公司营业收入分别为7.53亿元、9.99亿元、13.53亿元，同比增速分别为21.7%、32.7%、35.5%，归母净利润分别为1.60亿元、2.42亿元、3.25亿元，同比增速分别为-12.1%、51.8%、34.1%。

考虑中望软件在CAD行业的地位、未来发展空间，以及国内CAD行业发展机会较好，其作为头部厂商，将更大程度受益。尽管短期业绩有所波动，但我们仍看好公司中长期投资价值。

后续需持续跟踪公司研发情况以及产品推广情况，若一切进展较顺利，参考可比公司估值，并考虑到公司在A股市场具有较强稀缺性，我们给予中望软件2023年2.5X PEG估值（G为自22年至24年归母净利润的年复合增速，约43%），则每股合理价值为298.10元/股，维持“买入”评级。同时，不可轻视短期成长波动对合理价值实现时间的影响。

表3: 可比公司PEG估值情况（市值统计截止2022.8.5收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	PEG估值水平	归母净利润（百万元）			PE估值水平		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
金山办公	688111.SH	应用软件	932	1.5	1360	1839	2424	69	51	38
用友网络	600588.SH	应用软件	762	2.1	856	1139	1474	89	67	52

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）竞争加剧的风险

（二）新产品研发及迭代不及预期

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>570</b>	<b>2,675</b>	<b>2,731</b>	<b>2,953</b>	<b>3,283</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>151</b>	<b>187</b>	<b>162</b>	<b>275</b>	<b>289</b>
货币资金	475	514	495	669	876	净利润	120	182	160	242	325
应收及预付	61	116	173	211	307	折旧摊销	8	27	38	40	44
存货	1	2	6	5	9	营运资金变动	30	24	-11	24	-43
其他流动资产	32	2,043	2,057	2,067	2,090	其它	-7	-45	-25	-31	-37
<b>非流动资产</b>	<b>110</b>	<b>442</b>	<b>549</b>	<b>640</b>	<b>715</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-54</b>	<b>-2,262</b>	<b>-119</b>	<b>-100</b>	<b>-81</b>
长期股权投资	0	28	28	28	28	资本支出	-13	-274	-141	-128	-115
固定资产	37	63	90	128	173	投资变动	0	-2,030	0	0	0
在建工程	0	13	23	48	63	其他	-42	42	22	28	33
无形资产	9	277	342	366	377	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-24</b>	<b>2,116</b>	<b>-62</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他长期资产	65	61	65	70	74	银行借款	7	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>680</b>	<b>3,117</b>	<b>3,280</b>	<b>3,593</b>	<b>3,997</b>	股权融资	0	2,192	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>154</b>	<b>221</b>	<b>286</b>	<b>356</b>	<b>436</b>	其他	-31	-76	-62	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>72</b>	<b>39</b>	<b>-19</b>	<b>175</b>	<b>207</b>
应付及预收	4	15	17	22	27	<b>期初现金余额</b>	<b>403</b>	<b>475</b>	<b>514</b>	<b>494</b>	<b>669</b>
其他流动负债	149	206	268	334	409	<b>期末现金余额</b>	<b>475</b>	<b>514</b>	<b>494</b>	<b>669</b>	<b>876</b>
<b>非流动负债</b>	<b>36</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</b>	<b>84</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	36	84	84	84	84						
<b>负债合计</b>	<b>189</b>	<b>305</b>	<b>370</b>	<b>440</b>	<b>520</b>						
股本	46	62	87	87	87						
资本公积	224	2,397	2,372	2,372	2,372						
留存收益	221	354	452	695	1,019						
归属母公司股东权益	491	2,812	2,910	3,153	3,477						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>负债和股东权益</b>	<b>680</b>	<b>3,117</b>	<b>3,280</b>	<b>3,593</b>	<b>3,997</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>456</b>	<b>619</b>	<b>753</b>	<b>999</b>	<b>1,353</b>
营业成本	6	13	19	25	32
营业税金及附加	7	8	9	12	17
销售费用	181	267	339	435	582
管理费用	38	56	68	87	116
研发费用	151	203	286	350	468
财务费用	1	-1	-8	-7	-10
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	34	0	0	0
投资净收益	11	17	26	32	38
<b>营业利润</b>	<b>137</b>	<b>202</b>	<b>178</b>	<b>270</b>	<b>362</b>
营业外收支	-1	0	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>136</b>	<b>202</b>	<b>177</b>	<b>269</b>	<b>361</b>
所得税	16	20	18	27	36
<b>净利润</b>	<b>120</b>	<b>182</b>	<b>160</b>	<b>242</b>	<b>325</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>120</b>	<b>182</b>	<b>160</b>	<b>242</b>	<b>325</b>
EBITDA	135	177	183	271	357
EPS (元)	2.59	2.93	1.84	2.80	3.75

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	26.3%	35.6%	21.7%	32.7%	35.5%
营业利润增长	34.9%	47.7%	-11.7%	51.6%	33.9%
归母净利润增长	35.1%	50.9%	-12.1%	51.8%	34.1%
<b>获利能力</b>					
毛利率	98.8%	97.9%	97.4%	97.5%	97.6%
净利率	26.4%	29.4%	21.2%	24.3%	24.0%
ROE	24.5%	6.5%	5.5%	7.7%	9.3%
ROIC	23.0%	4.7%	4.4%	6.5%	8.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.8%	9.8%	11.3%	12.3%	13.0%
净负债比率	38.5%	10.8%	12.7%	14.0%	14.9%
流动比率	3.71	12.11	9.56	8.29	7.53
速动比率	3.57	11.78	9.26	8.04	7.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.67	0.20	0.23	0.28	0.34
应收账款周转率	9.25	6.08	5.05	5.43	5.06
存货周转率	316.05	263.09	121.04	202.58	144.63
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	2.59	2.93	1.84	2.80	3.75
每股经营现金流	4	3	2	3	3
每股净资产	10.57	45.40	33.58	36.37	40.12
<b>估值比率</b>					
P/E	-	119.29	137.57	90.65	67.60
P/B	-	7.71	7.55	6.97	6.32
EV/EBITDA	-	120.02	117.73	78.83	59.14

## 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。
- 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。
- 雷棠棣：高级研究员，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。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：高级研究员，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。

## 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。