

# 用友网络 (600588.SH)

## 增加投入强度，收入实现较快增长

### 核心观点:

- **公司披露 22H1 财报。**22H1 实现营业收入 35.37 亿元，同比增加 11.33%；归母净利润-2.56 亿元，21H1 为 2.15 亿元；扣非归母净利润-2.06 亿元，21H1 为-8143 万元。
- **继续保持高投入，22H1 收入实现较快增长。**22 年上半年公司员工数较年初增加 2686 人，而 21H1 公司员工较 21 年初净增加 1391 人，21H2 公司员工较 21H1 净增加 1525 人。这样高强度的投入也推动公司收入在企业端市场云及软件收入同比增长 24.6%，同行业中名列前茅。但另一方面，投入也使利润端承压，扣非利润亏损扩大至 2.06 亿元。同时，短期内人员的快速增长也会对企业文化、公司管理、服务质量等产生压力，后续应继续关注公司员工数变动，尤其是人效变化。
- **关注下半年新产品推广以及云收入质量。**公司在 22 年下半年将上线 YonBIP V3，该产品在帮助公司抓住国产化替代机遇、继续扩大在大型企业市场的领先地位等方面有关键作用，需关注该产品的推广情况及客户使用体验反馈。另一方面，合同负债、订阅服务收入、ARR 等相关指标的持续披露和自洽有助于判断公司云收入的合理估值，后续需持续关注。同时，衡量市场份额变化和客户粘性的相关指标，例如新客户占比、客单价等尚未披露，仍需后续观察。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 22 年~24 年营业收入分别为 105.59 亿元、125.94 亿元、150.04 亿元，同比增速分别为 18.2%、19.3%、19.1%。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。综合，我们判断，用友网络合理价值约为人民币 849.58 亿元，对应每股合理价值约为 24.74 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示。**经营效率承压；经济环境带来的下游 IT 支出压力；竞争压力和份额变化趋势。

### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,528	8,932	10,559	12,594	15,004
增长率 (%)	0.2	4.7	18.2	19.3	19.1
EBITDA (百万元)	1,552	1,211	1,272	1,435	1,540
归母净利润 (百万元)	985	708	681	900	1,030
增长率 (%)	-16.7	-28.2	-3.8	32.1	14.5
EPS (元/股)	0.30	0.22	0.20	0.26	0.30
市盈率 (x)	145.59	165.81	102.80	77.80	67.96
ROE (%)	13.0	10.1	6.4	7.8	8.2
EV/EBITDA (x)	90.38	95.78	51.26	44.62	40.89

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

### 公司评级

**增持**

当前价格	20.39 元
合理价值	24.74 元
前次评级	增持
报告日期	2022-08-22

### 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:

雷棠棣



SAC 执证号: S0260522080006



021-38003673



leitangdi@gf.com.cn

请注意，雷棠棣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:

用友网络 (600588.SH):加 2022-03-21  
大云服务投入，净利润下滑

## 一、2022年中报财务数据

公司披露2022年中报:

22H1实现营业收入35.37亿元,同比增加11.33%;归母净利润-2.56亿元,21H1为2.15亿元;扣非归母净利润-2.06亿元,21H1为-8143万元。

22Q2业绩数据:

22Q2实现营业收入22.58亿元,同比增加15.0%;归母净利润1.37亿元,同比减少39.7%;扣非归母净利润1.56亿元,同比增长20.85%。

### (一) 主要财务数据分析

#### 1. 分业务看:

- (1) 传统软件业务22H1收入12.12亿元,同比减少16.1%;以此计算,22Q2收入6.9亿元,同比减少23.6%。
- (2) 云服务业务(非金融类)22H1收入22.99亿元,同比增加52.6%;以此计算,22Q2收入15.51亿元,同比增加56.6%。

#### 2. 报告期内,从客户类型看:

- (1) 大型企业:云服务业务+软件业务收入23.62亿元,同比增长19.3%,其中,云服务业务收入15.62亿元,同比增长47.1%。报告期内,核心产品续费率99.0%。
- (2) 中型企业:云服务业务+软件业务收入5.01亿元,同比增长34.8%,其中,云服务业务收入2.46亿元,同比增长132.7%。报告期内,核心产品续费率82.4%。
- (3) 小微企业:云服务业务+软件业务收入3.38亿元,同比增长55.7%,其中,SaaS订阅收入实现1.78亿元,同比增长77.3%。
- (4) 政府与其它公共组织:云服务业务+软件业务收入3.12亿元,同比减少19.1%,其中,云服务业务收入2.04亿元,同比增长36.7%。

#### 3. 费用方面,销售费用8.64亿元,同比增长9.7%;销售费用率24.4%(21H1为24.8%);研发费用9.69亿元,同比增长30.1%,研发费用率27.4%(21H1为23.4%);管理费用5.06亿元,同比增长4.9%,管理费用率14.3%(21H1为15.2%)。

#### 4. 研发投入13.17亿元,同比增长38.1%,研发投入营收占比为37.2%,报告期内新增开发支出4.89亿元。

#### 5. 应收账款17.20亿元,较年初增长34.4%,主要系收入增长,且第二季度疫情带来客户付款流程递延,收款滞后;预付款项1.86亿元,较年初增长41.1%;存货5.0亿元,较年初增长22.9%;合同资产6.8亿元,较年初增长52.5%,主要系第二季度疫情带来客户结算流程延长所致。

#### 6. 报告期末合同负债21.88亿元,年初为20.58亿元。其中云业务相关合同负债实现17.6亿元,较去年上半年末增长41.4%,订阅相关合同负债实现10.3亿元,较

去年上半年末增长57.5%，公司云服务业务ARR实现16.8亿元，较去年同期增长101.3%。

7. 短期借款40亿元，年初为27.33亿元；长期借款5.8亿元，年初为3.9亿元。
8. 报告期末，公司员工总数为23684人，较年初增加2686人（21H1较年初增加1391人，21H2较21H1增长1525人），主要为研发、销售人员增加。
9. 报告期，经营性现金流净额为-11.23亿元，21H1为-6.89亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金为32.09亿元，同比增长4.7%，扣除畅捷通支付和深圳前海用友力合金融服务有限公司（“友金控股”）等金融业务外，公司的销售商品、提供劳务收到的现金同比增长12.2%；支付给职工以及为职工支付的现金30.51亿元，同比增长21.1%。22Q2单季度经营性现金流净额为-1.19亿元，21Q2为1.68亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为19.76亿元，同比增长5.2%；支付给职工以及为职工支付的现金13.40亿元，同比增长23.5%。

表1：半年度财务关键数据（单位：百万元）

	2017H1	2018H1	2019H1	2020H1	2021H1	2022H1
营业收入	2,192.31	3,005.70	3,313.01	2,950.33	3,176.95	3,536.80
营业成本	705.79	934.64	1,126.45	1,365.20	1,361.28	1,525.96
销售费用	541.33	596.65	584.16	526.12	787.64	863.83
管理费用	997.25	570.58	539.91	442.45	482.60	506.03
研发费用	-	589.19	739.69	626.70	744.82	969.19
财务费用	116.13	59.08	56.98	65.62	49.82	9.50
投资净收益	17.59	18.78	169.69	27.61	326.22	47.28
营业利润	-56.80	294.04	594.43	28.81	145.93	-315.83
归属于母公司所有者的净利润	-63.77	123.66	482.38	25.60	215.05	-255.77
扣非净利润	-103.45	103.62	264.30	-16.71	-81.43	-206.29
<b>主要比率</b>						
毛利率	67.81%	68.90%	66.00%	53.73%	57.15%	56.85%
销售费用率	24.69%	19.85%	17.63%	17.83%	24.79%	24.42%
管理费用率	45.49%	18.98%	16.30%	15.00%	15.19%	14.31%
研发费用率	-	19.60%	22.33%	21.24%	23.44%	27.40%
营业利润率	-2.59%	9.78%	17.94%	0.98%	4.59%	-8.93%
归母净利率	-2.91%	4.11%	14.56%	0.87%	6.77%	-7.23%
<b>YOY</b>						
营业收入	26.01%	37.10%	10.22%	-10.95%	7.68%	11.33%
归母公司净利润	64.56%	293.91%	290.10%	-94.69%	740.02%	-218.93%
扣非净利润	47.44%	200.16%	155.10%	-106.30%	-387.37%	-153.34%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：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)	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2
营业收入	3,905.37	1,213.73	1,963.22	1,755.78	3,999.07	1,279.18	2,257.62
营业成本	1,219.26	642.18	719.10	735.32	1,364.60	651.03	874.93
销售费用	649.66	321.98	465.66	458.83	781.03	374.22	489.61
管理费用	261.03	208.61	274.00	258.53	330.38	230.51	275.52
研发费用	499.61	332.59	412.23	401.48	557.35	468.41	500.78
财务费用	19.20	17.52	32.30	28.61	0.22	-7.76	17.27
投资净收益	51.82	286.57	39.65	-1.37	35.35	24.57	22.71
营业利润	1,130.50	-45.90	191.82	-114.41	747.22	-424.28	108.46
归母公司净利润	1,004.20	-12.97	228.03	-88.11	580.82	-393.21	137.44
扣非净利润	960.18	-210.17	128.74	-96.02	582.55	-361.88	155.58
<b>主要比率</b>							
毛利率	68.78%	47.09%	63.37%	58.12%	65.88%	49.11%	61.25%
销售费用率	16.63%	26.53%	23.72%	26.13%	19.53%	29.25%	21.69%
管理费用率	6.68%	17.19%	13.96%	14.72%	8.26%	18.02%	12.20%
研发费用率	12.79%	27.40%	21.00%	22.87%	13.94%	36.62%	22.18%
营业利润率	28.95%	-3.78%	9.77%	-6.52%	18.68%	-33.17%	4.80%
归母净利率	25.71%	-1.07%	11.61%	-5.02%	14.52%	-30.74%	6.09%
<b>YoY</b>							
营业收入	11.56%	11.49%	5.46%	5.21%	2.30%	5.39%	15.00%
归母公司净利润	36.43%	94.55%	-13.44%	-113.86%	-41.98%	-2931.14%	-39.73%
扣非净利润	90.69%	16.14%	-44.96%	-145.78%	-39.33%	-72.18%	20.85%
<b>QoQ</b>							
营业收入	134.01%	-68.92%	61.75%	-10.57%	127.77%	-68.01%	76.49%
归母公司净利润	2537.35%	-101.29%	1857.81%	-138.64%	759.18%	-167.70%	134.95%
扣非净利润	2557.74%	-121.89%	161.26%	-174.58%	706.68%	-162.12%	142.99%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## (二) 简评

1. **继续保持高投入, 22H1收入实现较快增长。** 22年上半年公司员工数量为23684人, 较2021年末增加2686人, 而在21年上半年, 公司员工较21年初净增加1391人, 21年下半年公司员工较21年上半年净增加1525人。以此看, 尽管受22年上半年疫情的影响, 公司仍在较大程度加大了在研发、销售等领域的投入。这样高强度的投入也推动公司收入在企业端市场云及软件收入同比增长24.6%, 同行业中名列前茅。而另一方面, 投入也使利润端承压, 扣非利润亏损扩大至2.06亿元。同时, 短期内人员的快速增长也会对企业文化、公司管理、服务质量等产生压力, 后续应继续关注公司员工工数变动, 尤其是人效变化。
2. **关注下半年新产品推广以及云收入质量。** 一方面, 根据公司中报, 公司在22年下半年将上线YonBIP V3, YonBIP是公司面向大型企业推出的全新产品, 在帮助公司抓住国产化替代机遇、继续扩大在大型企业市场的领先地位等方面有关

键作用，需关注该产品的推广情况及客户使用体验反馈；另一方面，合同负债、订阅服务收入、ARR等相关指标的持续披露和自洽有助于判断公司云收入的合理估值，后续需持续关注。同时，衡量市场份额变化和客户粘性的相关指标，例如新客户占比、客单价等尚未披露，仍需后续观察。

## 二、盈利预测与投资建议

综合，预计公司22年~24年营业收入分别为105.59亿元、125.94亿元、150.04亿元，同比增速分别为18.2%、19.3%、19.1%；云业务收入分别为77.15亿元、104.15亿元、135.40亿元，同比增速分别为45%、35%、30%。

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。我们对用友网络传统软件业务给予25倍PE（参考可比公司估值），预计该业务2022年实现净利润6.21亿元（预计净利润率22%），合理价值约为155.22亿元。

考虑用友网络云业务仍处于快速发展期，且在A股上市公司无严格可对标企业，具有一定稀缺性，我们给予公司云业务2022年9倍PS估值，预计2022年云业务收入约为77.15亿元，合理价值约为694.36亿元。

综上计算，我们判断，用友网络合理价值约为人民币849.58亿元，对应每股合理价值约为24.74元/股，维持“增持”评级。

表3: 可比公司PE估值情况（市值统计截止2022.08.19收盘）

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	归母净利润（百万元）		PE估值水平	
				2022E	2023E	2022E	2023E
ST泛微	603039.SH	应用软件	99	402.48	537.66	25	18
鼎捷软件	300378.SZ	应用软件	51	157.48	209.54	32	24

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：可比公司盈利预测来自Wind一致预期

### 三、风险提示

#### （一）经营效率承压

公司短期人员增长较快，会对企业文化、公司管理、服务质量等产生压力，可能造成经营效率下降、费用率较高、人效降低等负面影响。

#### （二）经济环境带来的下游 IT 支出压力

公司当前仍以B端企业为主要客户，受外部环境影响，B端企业IT开支可能有所收缩，从而对公司业绩产生负面影响。

#### （三）竞争压力和份额变化趋势

当前行业国产化替代趋势明显，参与者较多，竞争较激烈。如果公司在产品及服务能力等方面不能保持优势，则最终市场份额可能出现下滑。

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>8,792</b>	<b>7,682</b>	<b>12,081</b>	<b>13,545</b>	<b>15,719</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>1,613</b>	<b>1,304</b>	<b>1,790</b>	<b>1,778</b>	<b>1,687</b>
货币资金	5,605	4,616	7,975	9,063	10,068	净利润	1,048	682	724	957	1,096
应收及预付	1,248	1,572	2,197	2,708	3,494	折旧摊销	358	545	589	590	603
存货	426	407	612	640	852	营运资金变动	-114	-38	521	318	119
其他流动资产	1,514	1,088	1,296	1,134	1,305	其它	321	115	-44	-88	-131
<b>非流动资产</b>	<b>8,174</b>	<b>9,647</b>	<b>9,645</b>	<b>9,731</b>	<b>9,886</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-894</b>	<b>-1,230</b>	<b>-447</b>	<b>-501</b>	<b>-545</b>
长期股权投资	2,469	2,553	2,634	2,717	2,802	资本支出	-575	-1,000	-522	-612	-682
固定资产	2,432	2,473	2,404	2,354	2,300	投资变动	-537	-300	-96	-104	-110
在建工程	75	56	60	67	72	其他	218	70	171	215	247
无形资产	785	1,862	1,842	1,894	2,009	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,315</b>	<b>-588</b>	<b>2,712</b>	<b>-188</b>	<b>-137</b>
其他长期资产	2,413	2,703	2,705	2,700	2,703	银行借款	4,287	4,881	-120	-80	-30
<b>资产总计</b>	<b>16,967</b>	<b>17,329</b>	<b>21,726</b>	<b>23,276</b>	<b>25,605</b>	股权融资	425	279	3,283	0	0
<b>流动负债</b>	<b>7,957</b>	<b>8,325</b>	<b>9,053</b>	<b>9,646</b>	<b>10,880</b>	其他	-7,027	-5,748	-451	-108	-107
短期借款	2,375	2,733	2,613	2,533	2,503	<b>现金净增加额</b>	<b>-1,602</b>	<b>-516</b>	<b>4,056</b>	<b>1,088</b>	<b>1,005</b>
应付及预收	566	673	944	917	1,258	<b>期初现金余额</b>	<b>6,038</b>	<b>4,436</b>	<b>3,920</b>	<b>7,975</b>	<b>9,063</b>
其他流动负债	5,016	4,920	5,496	6,196	7,119	<b>期末现金余额</b>	<b>4,436</b>	<b>3,920</b>	<b>7,975</b>	<b>9,063</b>	<b>10,068</b>
<b>非流动负债</b>	<b>453</b>	<b>1,078</b>	<b>1,078</b>	<b>1,078</b>	<b>1,078</b>						
长期借款	0	390	390	390	390						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	453	688	688	688	688						
<b>负债合计</b>	<b>8,410</b>	<b>9,403</b>	<b>10,132</b>	<b>10,724</b>	<b>11,958</b>						
股本	3,270	3,271	3,434	3,434	3,434						
资本公积	1,096	892	4,012	4,012	4,012						
留存收益	3,428	3,489	3,831	4,731	5,761						
归属母公司股东权益	7,552	6,987	10,612	11,512	12,543						
少数股东权益	1,004	939	982	1,039	1,105						
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,967</b>	<b>17,329</b>	<b>21,726</b>	<b>23,276</b>	<b>25,605</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>8,528</b>	<b>8,932</b>	<b>10,559</b>	<b>12,594</b>	<b>15,004</b>
营业成本	3,315	3,461	4,369	5,634	7,066
营业税金及附加	99	106	122	146	174
销售费用	1,540	2,027	2,429	2,695	3,076
管理费用	963	1,072	1,267	1,385	1,575
研发费用	1,466	1,704	2,006	2,267	2,626
财务费用	110	79	42	-11	-29
资产减值损失	-47	-174	-20	-18	-15
公允价值变动收益	52	9	15	21	25
投资净收益	76	360	158	189	225
<b>营业利润</b>	<b>1,117</b>	<b>779</b>	<b>795</b>	<b>1,049</b>	<b>1,203</b>
营业外收支	6	-5	1	3	1
<b>利润总额</b>	<b>1,123</b>	<b>774</b>	<b>796</b>	<b>1,052</b>	<b>1,204</b>
所得税	75	92	72	95	108
<b>净利润</b>	<b>1,048</b>	<b>682</b>	<b>724</b>	<b>957</b>	<b>1,096</b>
少数股东损益	63	-25	43	57	65
<b>归属母公司净利润</b>	<b>985</b>	<b>708</b>	<b>681</b>	<b>900</b>	<b>1,030</b>
EBITDA	1,552	1,211	1,272	1,435	1,540
EPS (元)	0.30	0.22	0.20	0.26	0.30

## 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	0.2%	4.7%	18.2%	19.3%	19.1%
营业利润增长	-20.4%	-30.3%	2.1%	31.9%	14.7%
归母净利润增长	-16.7%	-28.2%	-3.8%	32.1%	14.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	61.1%	61.2%	58.6%	55.3%	52.9%
净利率	12.3%	7.6%	6.9%	7.6%	7.3%
ROE	13.0%	10.1%	6.4%	7.8%	8.2%
ROIC	10.2%	5.2%	4.2%	4.9%	5.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.6%	54.3%	46.6%	46.1%	46.7%
净负债比率	98.3%	118.6%	87.4%	85.4%	87.6%
流动比率	1.10	0.92	1.33	1.40	1.44
速动比率	0.93	0.78	1.19	1.26	1.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.50	0.52	0.49	0.54	0.59
应收账款周转率	8.18	6.98	5.59	5.45	4.96
存货周转率	20.04	21.94	17.24	19.69	17.61
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.30	0.22	0.20	0.26	0.30
每股经营现金流	0	0	1	1	0
每股净资产	2.31	2.14	3.09	3.35	3.65
<b>估值比率</b>					
P/E	145.59	165.81	102.80	77.80	67.96
P/B	19.00	16.80	6.60	6.08	5.58
EV/EBITDA	90.38	95.78	51.26	44.62	40.89

## 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：高级分析师，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。