

【广发海外】中国软件国际 (00354.HK)

20 年利润超预期，预计 21 年继续高增长

核心观点:

- **公司披露 20 年业绩公告。**20 年实现收入 141.01 亿元(YoY+17.1%)，归母净利 9.55 亿元(YoY+26.5%)；毛利率同比下降 0.6pct 至 29.2%，下半年业绩和毛利率显著回升，高毛利高人均产出的云智能业务收入占比显著提升。
- **基石业务：**收入占比逐渐下降，核心大客户稳定增长。20 年基石业务收入实现 108.29 亿元 (YoY+7.9%)，占收入比重同比下降 6.5pct 至 77%。华为业务持续增长，平安系业务快速增长，汇丰逆势增长，BAT 等互联网大客户快速增长，并向字节、网易、美团、京东等渗透。
- **云智能业务：多年布局，进入快速提升阶段，收入占比升至 23%。**20 年云智能业务收入为 32.72 亿元(YoY+63.1%)，收入占比升至 23.2%。公司构建云管理、云专业服务和云原生业务三角形，提升客户转化率，增强客户黏性，通过云原生技术使能客户数字化转型，为客户提供一站式的“上云”和“云上”服务。公司连续两年稳居 IDC 中国云管理服务市场 TOP3，市占率持续增长。
- **维持“买入”评级。**预测 21~22 年归母净利分别为 12.40 亿元、15.93 亿元，最新股价对应 21~22 年 PE 分别为 15.5 倍和 12.1 倍。公司业绩下半年显著提升；与华为保持深度合作，参与到更多业务中，驱动整体增长，同时非华为客户快速增长，云智能业务受华为云快速渗透、鲲鹏云、大数据业务增长驱动，具有成长前景。参考可比公司估值，给予 21 年 25 倍 PE 估值，得到合理价值 12.8 港元/股。
- **风险提示。**贸易战仍有不确定性，可能对华为业务产生影响；新客户增长不及预期；云智能业务增长不及预期。

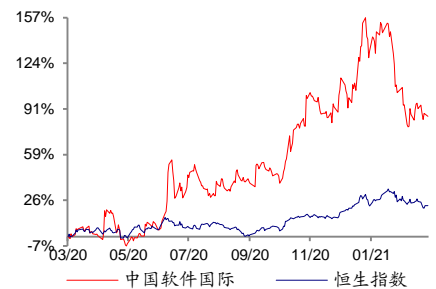
盈利预测:

| (人民币) | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 10,585 | 12,042 | 14,101 | 17,964 | 22,967 |
| 增长率(%) | 14.5% | 13.8% | 17.1% | 27.4% | 27.9% |
| EBITDA(百万元) | 1,006 | 1,090 | 873 | 1,342 | 1,804 |
| 归母净利润(百万元) | 716 | 755 | 955 | 1,240 | 1,593 |
| 增长率(%) | 26.6% | 5.5% | 26.5% | 29.9% | 28.4% |
| EPS(元/股) | 0.25 | 0.26 | 0.33 | 0.43 | 0.55 |
| 市盈率(P/E) | 26.9 | 25.5 | 20.1 | 15.5 | 12.1 |
| ROE(%) | 12% | 12% | 11% | 12% | 14% |
| EV/EBITDA | 28.9 | 26.7 | 33.3 | 21.7 | 16.1 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：EPS 按最新股本摊薄。

| 公司评级 | 买入 |
|------|------------|
| 当前价格 | 7.94 港元 |
| 合理价值 | 12.8 港元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2021-03-30 |

相对市场表现



分析师:

杨琳琳



SAC 执证号: S0260514050004

SFC CE No. BNC117



0755-23480370



yll@gf.com.cn

相关研究:

【广发海外】中国软件国际 2020-08-27
(00354.HK):业务已恢复，
预计下半年提速

备注：报告中汇率为 1 人民币兑换 1.2 港元；
报告中货币若无特别说明均为人民币。

公司披露20年业绩公告。20年实现收入141.01亿元(YoY+17.1%)，归母净利9.55亿元(YoY+26.5%)；毛利率同比下降0.6pct至29.2%，下半年业绩和毛利率显著回升，高毛利高人均产出的云智能业务收入占比显著提升。20年销售费用率微增至5.2%，管理费用率、研发费用率分别略降至9.2%、6.6%。20年经营净现同比增长56.0%。其他收入同比+76%至3.13亿，主要是因为政府补贴增加。减值亏损同比+116%为1.61亿元，主要是公司加大坏账拨备力度。

基石业务：收入占比逐渐下降，核心大客户稳定增长。20年基石业务收入实现108.29亿元(YoY+7.9%)，占收入比重同比下降6.5pct至76.8%，华为业务持续增长，平安系业务快速增长，汇丰逆势增长，BAT等互联网大客户快速增长，并向字节、网易、美团、京东等渗透。

根据公司业绩公告和官方公众号，**华为业务持续增长，公司在华为研发外包供应商绩效测评排名中位列第1，取得份额、质量和效率的绝对领先。**公司围绕鲲鹏、高斯、WeLink、智慧屏等与华为建立了多种产品合作模式，在政企、金融和制造等关键行业成功突破并交付多个项目。公司成为首家与华为签署“HUAWEI HiLink生态方案服务合作协议”的合作伙伴。

根据公司业绩公告和官方公众号，**公司金融与银行业务稳步提升**，新增内外资银行、民营银行、非银行金融机构、海外金融机构等40家客户。

平安系业务快速增长，在银行、壹账通、保险等领域全面发力，新开拓平安系9家客户。根据公司业绩公告和官方公众号，在零售银行领域，公司基于客户Open Bank的“能力开放”目标打造平台，已接入上百个API接口，覆盖账户、理财、支付、保证金等产品能力；公司在智能OMO服务体系下全面推进智慧运营3.0建设，协助平安打造优质的运营体系。在金融壹账通业务领域，公司中标智慧经分、智慧决策平台二期等多个项目。在保险领域，公司与平安产险签署《安责险》解决方案协议，为同行业的业务拓展打下基础。公司在医保科技、智慧医疗、智慧教育、智慧法律、智慧企业等领域中标的项目均顺利交付。此外，公司与平安医疗集团签署合作协议，实现公司在医保科技领域从0到1的突破。

汇丰业务逆势增长。公司持续助力恒生银行的数字化转型，成功上线恒生新商业银行远程开户项目，大幅缩短企业客户的开户时间；公司成功上线cash payout项目，支持香港政府的“现金发放计划”，使得移动银行、网上银行等数字渠道的覆盖率达到90%。公司与欧美、日韩、东南亚、澳洲等数十家外资银行客户保持长期合作，覆盖境内90%以上的外资客户市场。

中国移动业务规模快速增长。在政企业务方面，公司在中移云能力中心、多个产业研究院、政企分公司、物联网等领域持续扩大中标份额。公司承接中国移动的工业互联网及安监云、区域工业云等多个项目，建立起工业互联网领域的交付能力。在新业务方面，公司以咪咕公司为核心，持续提升客户满意度及业务份额。

中国电信业务规模稳健增长，公司在天翼电子商务、中国电信云计算、中国电信电子渠道中心、中国电信集成、甘肃万维的业务份额持续扩大。此外，公司在烽火、鼎桥通信、大唐等客户的业务稳健增长，多个重点客户持续保持份额第一优势，并围绕5G设备产业链完成多个重要客户业务布局。

持续深耕互联网行业，加速腾讯、阿里、百度等大客户渗透，在保持领先位势的同时，不断拓展字节跳动、网易、美团、京东等知名互联网企业客户，深入探索客户业务场景，积累数字运营服务优秀实践，致力于与客户的长期生态合作，推动互联网企业业务升级及运营模式变革。微软业务稳步增长，新拓展与微软Gaming业务及基础数据业务的合作机会。

在智能终端领域的业务进一步突破，与海尔、科大讯飞、OPPO、小米、闻泰等公司深入合作。根据公司官方公众号，公司成功成为海尔十大优选供应商之一，在科大讯飞供应商考核位列第二，公司还在OPPO拓展互联网、COO系统、安第斯系统等新业务领域，业务规模快速提升，此外还与ODM头部厂商客户闻泰签署战略合作协议。

开始布局汽车业务。根据公司业绩公告和官方公众号，公司与中国一汽正式签署战略合作协议，双方在数字化转型咨询、数字化业务场景创新、政企市场产品推广合作、软件工程化管理体系赋能、人才资源服务保障、培养智能网联汽车领域创新复合型人才等六大方面开展战略合作，与一汽红旗、一汽大众、一汽解放、一汽奔腾、一汽控股等一汽集团子公司合作开展软件研发业务。此外，公司还顺利与一汽集团旗下子公司启明信息达成合作，为其提供行业领先的“软件工厂”管理咨询服务，助力一汽集团实现研发管理数字化。

云智能业务：多年布局，业务进入快速提升阶段，收入比重上升至23%。20年公司云智能业务收入为32.72亿元（YoY+63.1%），收入占比升至23.2%。公司构建云管理、云专业服务和云原生业务三角形，提升客户转化率，增强客户黏性，通过云原生技术使能客户数字化转型，为客户提供一站式的“上云”和“云上”服务。根据公司业绩公告和官方公众号，公司成为腾讯云官方指定的区域授权服务中心，并将公司实施服务能力作为标准产品引入到腾讯云千帆中台。公司连续两年稳居IDC中国云管理服务市场TOP3，市占率持续增长。

公司发布“CloudEasy”云管理平台的SaaS版本，支持云管理、云运营、云运维、云监控、云安全等功能，一键纳管多云环境，突破汽车行业头部客户。公司使用自研自动化工具，帮助通信、证券、银行、保险等诸多行业客户实现迁移改造；公司云原生服务持续拓展海内外市场，突破政府、零售、交通、能源等行业客户。

云产品和云解决方案业务在园区、金融、电信、零售、交通、教育等多个领域取得快速增长。公司是华为合作伙伴中首家与华为联合开发5G+智慧园区服务解决方案的厂商，期内公司发布智慧园区应用，并在全国完成多个项目交付。

解放号面向定制软件领域全面发力，升级软件产业互联网平台，围绕垂直场景迭代出一系列触点产品与服务，通过平台、产品、服务间的高效衔接，构建出完整的抵达链路和供需服务闭环。根据公司业绩公告和官方公众号，2020年平台累计聚集注册供应商6.3万家，需求金额76.8亿人民币，已完成4.8万家企业精准画像。解放号政府数字化打造智系列、数系列核心产品能力，全国城市站服务覆盖70个主要城市，累计与23城政府签署平台战略合作协议。解放号云上软件园新拓4个园区，累计为17个城市的软件园区服务。解放号“Z计划”升级业务产品服务能力，累计入驻千余家供应商，累计发包6亿人民币。解放号已经成为后疫情时代数字政府建设、区域数字经济、产业数字化转型的最佳助手，并以ToG、ToB的方式推动鲲鹏等华为

生态在各地落地生根，成为共建区域融合创新生态的关键力量。

维持“买入”评级。预测21~22年归母净利分别为12.40亿元、15.93亿元，最新股价对应21~22年PE分别为15.5倍和12.1倍。公司业绩下半年显著提升；与华为保持深度合作，参与到更多业务中，驱动整体增长，同时非华为客户快速增长，云智能业务受华为云快速渗透、鲲鹏云、大数据业务增长驱动，具有成长前景。A股和美股可比公司2021年平均PE分别为27.7倍和29.1倍，中软国际发展战略及业务对标埃森哲和Infosys，竞争力不断提升，同时结合港股市场对软件公司估值水平，给予21年25倍PE估值，得到合理价值12.8港元/股。

风险提示。贸易战仍有不确定性，可能对华为业务产生影响；新客户增长不及预期；云智能业务增长不及预期。

表 1：中软国际利润表简表

| (百万元人民币) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 19H1 | 19H2 | 20H1 | 20H2 |
|----------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 12,042 | 14,101 | 17,964 | 22,967 | 5,538 | 6,504 | 6,059 | 8,042 |
| 营业成本 | 8,459 | 9,983 | 12,654 | 16,139 | 3,971 | 4,487 | 4,410 | 5,572 |
| 销售费用 | 618 | 729 | 948 | 1,236 | 266 | 352 | 294 | 435 |
| 管理费用 | 1,196 | 1,302 | 1,642 | 2,078 | 833 | 1,172 | 896 | 1,336 |
| 研发费用 | 809 | 930 | 1,185 | 1,515 | | | | |
| 财务费用 | 166 | 151 | 203 | 275 | 85 | 81 | 90 | 61 |
| 除税前溢利 | 799 | 1,035 | 1,339 | 1,729 | 390 | 409 | 442 | 593 |
| 归母净利润 | 755 | 955 | 1,240 | 1,593 | 363 | 392 | 401 | 554 |
| EPS(元/股) | 0.26 | 0.33 | 0.43 | 0.55 | | | | |
| 主要比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 19H1 | 19H2 | 20H1 | 20H2 |
| 毛利率 | 29.8% | 29.2% | 29.6% | 29.7% | 28.3% | 31.0% | 27.2% | 30.7% |
| 销售费用率 | 5.1% | 5.2% | 5.3% | 5.4% | 4.8% | 5.4% | 4.9% | 5.4% |
| 管理费用率 | 9.9% | 9.2% | 9.1% | 9.0% | 15.0% | 18.0% | 14.8% | 16.6% |
| 研发费用率 | 6.7% | 6.6% | 6.6% | 6.6% | | | | |
| 财务费用率 | 1.4% | 1.1% | 1.1% | 1.2% | 1.5% | 1.2% | 1.5% | 0.8% |
| 税前利润率 | 6.6% | 7.3% | 7.5% | 7.5% | 7.0% | 6.3% | 7.3% | 7.4% |
| 所得税率 | 5.3% | 8.4% | 7.0% | 7.5% | 8.0% | 2.7% | 10.2% | 7.0% |
| 归母净利率 | 6.3% | 6.8% | 6.9% | 6.9% | 6.5% | 6.0% | 6.6% | 6.9% |
| YoY | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 19H1 | 19H2 | 20H1 | 20H2 |
| 营业收入 | 13.8% | 17.1% | 27.4% | 27.9% | 15.0% | 12.7% | 9.4% | 23.7% |
| 归母净利润 | 5.5% | 26.5% | 29.9% | 28.4% | 1.1% | 9.8% | 10.7% | 41.1% |

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表 2: A股可比信息技术服务公司估值

| 公司简称 | 股票代码 | 币种 | 总市值 (亿元) | EPS(RMB 元) | | PE (X) | | EPS YoY | |
|------------|-----------|-----|-------------|------------|-------|-------------|-------------|---------|--------|
| | | | | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E |
| 汉得信息 | 300170.SZ | CNY | 60 | 0.13 | 0.29 | 52.9 | 23.8 | 32.4% | 122.1% |
| 东软集团 | 600718.SH | CNY | 115 | 0.13 | 0.25 | 71.0 | 36.8 | 334.8% | 92.8% |
| 东华软件 | 002065.SZ | CNY | 232 | 0.22 | 0.33 | 34.4 | 22.4 | 15.5% | 53.4% |
| 平均值 | | | | | | 52.8 | 27.7 | | |

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 1. 市值为截至 2021 年 3 月 30 日收盘市值; 2. EPS 预测数据来自 Wind 一致预期。

表 3: 美股可比信息技术服务公司估值

| 公司简称 | 股票代码 | 币种 | 总市值(亿美元) | EPS(美元) | | PE (X) | | EPS YoY | |
|------------|--------|-----|----------|---------|-------|-------------|-------------|---------|-------|
| | | | | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E |
| 埃森哲 | ACN.N | USD | 1,861 | 7.67 | 9.05 | 36.4 | 31.4 | 6.9% | 16.0% |
| Infosys | INFY.N | USD | 785 | 0.61 | 0.70 | 30.1 | 26.8 | 12.0% | 12.0% |
| 平均值 | | | | | | 33.2 | 29.1 | | |

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

备注: 1. 市值为截至 2021 年 3 月 30 日收盘市值; 2. EPS 预测数据来自 Bloomberg 一致预期。

| 单位: 百万元人民币 | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 8,225 | 8,198 | 10,394 | 11,469 | 13,359 |
| 货币资金 | 2,646 | 2,526 | 3,787 | 4,387 | 5,382 |
| 应收及预付 | 5,495 | 5,605 | 6,540 | 7,002 | 7,880 |
| 存货 | 64 | 54 | 51 | 64 | 81 |
| 其他流动资产 | 19 | 13 | 16 | 15 | 16 |
| 非流动资产 | 2,264 | 2,547 | 2,693 | 2,824 | 2,983 |
| 长期股权投资 | 196 | 291 | 309 | 349 | 395 |
| 固定资产 | 838 | 802 | 858 | 930 | 1,024 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 148 | 127 | 145 | 163 | 181 |
| 其他长期资产 | 1,082 | 1,327 | 1,381 | 1,382 | 1,383 |
| 资产总计 | 10,488 | 10,746 | 13,087 | 14,293 | 16,342 |
| 流动负债 | 3,726 | 3,150 | 2,718 | 2,586 | 2,942 |
| 短期借款 | 1,676 | 1,523 | 368 | 0 | 0 |
| 应付及预收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 2,050 | 1,626 | 2,350 | 2,586 | 2,942 |
| 非流动负债 | 731 | 1,062 | 1,592 | 1,685 | 1,779 |
| 长期借款 | 0 | 200 | 1,421 | 1,521 | 1,621 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 731 | 862 | 171 | 164 | 158 |
| 负债合计 | 4,457 | 4,211 | 4,311 | 4,271 | 4,721 |
| 股本 | 113 | 116 | 132 | 132 | 132 |
| 资本公积 | 2,906 | 2,674 | 4,129 | 4,129 | 4,129 |
| 留存收益 | 2,948 | 3,677 | 4,492 | 5,732 | 7,325 |
| 归属母公司股东权益 | 5,967 | 6,468 | 8,753 | 9,994 | 11,586 |
| 少数股东权益 | 65 | 66 | 23 | 28 | 35 |
| 负债和股东权益 | 10,488 | 10,745 | 13,087 | 14,293 | 16,342 |

| 单位: 百万元人民币 | | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 10,585 | 12,042 | 14,101 | 17,964 | 22,967 |
| 营业成本 | 7,340 | 8,459 | 9,983 | 12,654 | 16,139 |
| 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 销售费用 | 496 | 618 | 729 | 948 | 1,236 |
| 管理费用 | 1,091 | 1,196 | 1,302 | 1,642 | 2,078 |
| 研发费用 | 739 | 809 | 930 | 1,185 | 1,515 |
| 财务费用 | 118 | 166 | 151 | 203 | 275 |
| 资产减值损失 | 111 | 174 | 244 | 179 | 181 |
| 公允价值变动收益 | (6) | 1 | (15) | (15) | (15) |
| 投资净收益 | 12 | (0) | (24) | 1 | 2 |
| 营业利润 | 696 | 621 | 722 | 1,139 | 1,529 |
| 营业外收支 | 64 | 178 | 313 | 200 | 200 |
| 利润总额 | 760 | 799 | 1,035 | 1,339 | 1,729 |
| 所得税 | 44 | 42 | 87 | 94 | 130 |
| 净利润 | 716 | 757 | 948 | 1,245 | 1,600 |
| 少数股东损益 | 0 | 2 | (7) | 5 | 7 |
| 归属母公司净利润 | 716 | 755 | 955 | 1,240 | 1,593 |
| EBITDA | 1,006 | 1,090 | 873 | 1,342 | 1,804 |
| EPS (元) | 0.25 | 0.26 | 0.33 | 0.43 | 0.55 |

| 单位: 百万元人民币 | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金流 | 161 | 754 | 1,180 | 1,224 | 1,347 |
| 净利润 | 716 | 755 | 955 | 1,240 | 1,593 |
| 折旧摊销 | 192 | 303 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | (852) | (471) | 37 | (239) | (540) |
| 其它 | 106 | 167 | 188 | 222 | 295 |
| 投资活动现金流 | (167) | (224) | (336) | (130) | (158) |
| 资本支出 | (151) | 0 | 0 | (90) | (112) |
| 投资变动 | (16) | (224) | (336) | (40) | (45) |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 853 | (650) | 417 | (493) | (195) |
| 银行借款 | 1,099 | (388) | (171) | (268) | 100 |
| 股权融资 | 99 | (228) | 1,471 | 0 | 0 |
| 其他 | (345) | (34) | (882) | (224) | (295) |
| 现金净增加额 | 847 | (121) | 1,261 | 601 | 995 |
| 期初现金余额 | 1,785 | 2,646 | 2,526 | 3,787 | 4,387 |
| 期末现金余额 | 2,646 | 2,526 | 3,787 | 4,387 | 5,382 |

| 至 12 月 31 日 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长 | 15% | 14% | 17% | 27% | 28% |
| 营业利润增长 | 31% | -11% | 16% | 58% | 34% |
| 归母净利润增长 | 27% | 5% | 26% | 30% | 28% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 31% | 30% | 29% | 30% | 30% |
| 净利率 | 7% | 6% | 7% | 7% | 7% |
| ROE | 12% | 12% | 11% | 12% | 14% |
| ROIC | 10% | 9% | 8% | 11% | 13% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 42.5% | 39.2% | 32.9% | 29.9% | 28.9% |
| 净负债比率 | 16.0% | 16.0% | 13.7% | 10.6% | 9.9% |
| 流动比率 | 2.21 | 2.60 | 3.82 | 4.44 | 4.54 |
| 速动比率 | 2.19 | 2.59 | 3.80 | 4.41 | 4.51 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.01 | 1.12 | 1.08 | 1.26 | 1.41 |
| 应收账款周转率 | 2.82 | 2.18 | 2.33 | 2.66 | 3.10 |
| 存货周转率 | 163.62 | 143.23 | 189.04 | 219.25 | 4.00 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.25 | 0.26 | 0.33 | 0.43 | 0.55 |
| 每股经营现金流 | 0.06 | 0.26 | 0.41 | 0.42 | 0.46 |
| 每股净资产 | 2.05 | 2.23 | 3.01 | 3.44 | 3.99 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 26.9 | 25.5 | 20.1 | 15.5 | 12.1 |
| P/B | 3.22 | 2.97 | 2.20 | 1.92 | 1.66 |
| EV/EBITDA | 28.88 | 26.65 | 33.27 | 21.66 | 16.11 |

广发海外研究小组简介

欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师。

张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。

蒲得宇：CFA，海外电子行业首席分析师。

杨琳琳：海外互联网行业首席分析师。

邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。

张晓飞：海外电子行业高级分析师，统计学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

郑家懿：海外电子分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。

马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

罗捷：约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。

蔡俊韬：研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进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。