

# 卫宁健康 (300253.SZ)

## 盈利受疫情影响, 收入与创新业务快速增长

### 核心观点:

- **公司披露2020年中报。**1. 20H1 营业总收入 7.9 亿元, 同比增长 18.5%; 归母净利润 7465 万元, 同比下降 54.0%; 扣非归母净利润 7253 万元, 同比下降 43%。2. 软件销售收入 4.5 亿元, 同比增加 23.7%; 技术服务收入 1.7 亿元, 同比增加 23.9%; 3. 综合毛利率 49.0%, 同比减少 2.5pct; 4. 报告期内, 期权摊销成本 1746 万元, 限制性股票摊销成本 5190 万元, 合计摊销成本 6936 万元, 而 2019 年全年期权和限制性股票摊销成本约 2358 万元。若加回摊销费用, 可推测 20H1 净利润相较于 19H1 仅小幅下滑; 5. 应收账款 5.81 亿, 较期初增加 0.3%。
- **2020 年上半年, 创新业务发展迅速。**1. **纳里健康:** 报告期内, 在线服务超过 107 万单 (同比增长超过 8 倍), 与一季度相比增长约 2 倍; 其中收费服务超过 49 万单 (同比增长超过 3 倍); 医生注册量超过 7 万人, 同比增长 3 倍, 累计医生注册量超过 28 万人; 患者注册量超过 500 万人, 同比增长 1.6 倍, 累计患者注册量超过 1,500 万人。2. **云险:** 报告期内, 卫宁互联网新增覆盖医疗机构百余家, 新增交易笔数 4,900 多万笔, 新增交易金额 130 多亿元, 同比大幅增长, 累计交易金额已超过 430 亿元。3. **云药:** 截至报告期末, 管理保费总金额超过 40 亿元, 整体交易金额累计超过 10 亿元, 累计用户 180 多万。我们判断, 疫情期间的特殊性可能是公司主营费用增长, 创新业务的业务量好过相关收入增速的重要原因之一。这一因素后续将逐步回归正常。
- **预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.24 元/股、0.38 元/股及 0.53 元/股。**传统业务商业模式仍然为项目制, 主要采用 PE 估值。互联网业务采用 PS 估值。分部估值法下合理价值 25.17 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进和细则实施力度有不确定性; 商保、社保和卫生体系的协进涉及面较广, 协调和投入存在不确定性; 互联网业务在医、药、险等行业内的渗透不及预期的风险。

### 盈利预测:

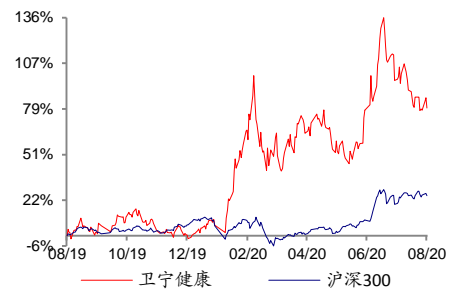
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,439	1,908	2,520	3,342	4,436
增长率 (%)	19.5	32.6	32.1	32.6	32.8
EBITDA (百万元)	296	425	531	825	1,123
归母净利润 (百万元)	303	398	513	820	1,127
增长率 (%)	32.4	31.4	28.6	60.0	37.5
EPS (元/股)	0.19	0.24	0.24	0.38	0.53
市盈率 (P/E)	66.63	61.70	85.85	53.67	39.04
ROE (%)	9.7	10.7	10.6	14.5	16.7
EV/EBITDA	67.21	56.74	81.10	51.75	37.74

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	买入
当前价格	20.62 元
合理价值	25.17 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-27

### 相对市场表现



### 分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-60750605



gflouxuefeng@gf.com.cn

### 相关研究:

- 卫宁健康 (300253.SZ): 医疗 IT 新逻辑: 云化战略与互联网医疗 2020-07-22
- 卫宁健康 (300253.SZ): 2020Q1 疫情之下收入维持增长, 订单快速恢复增长 2020-04-25
- 卫宁健康 (300253.SZ): 年报表现巩固领先地位, 一季度以两个月之力收获收入正增长与订单同比小幅下降 2020-04-05

### 联系人:

雷棠棣

leitangdi@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

## 一、2020 年半年报业绩

公司披露2020年中报。20H1营业总收入7.9亿元，同比增长18.5%；归母净利润7465万元，同比下降54.0%；扣非归母净利润7253万元，同比下降43%。

20Q2营业总收入5.2亿元，同比增长22.0%；归母净利润6291万元，同比减少39.9%；扣非归母净利润6176万元，同比减少15.6%。

### （一）财报分析

1. 分行业看：医疗卫生信息化行业收入7.9亿，同比增长20.8%；其他行业收入157万，同比下降88.8%。
2. 分产品看：软件销售收入4.5亿元，同比增加23.7%；硬件销售收入1.7亿元，同比增加10.9%；技术服务收入1.7亿元，同比增加23.9%；其他业务收入157万元，同比下降88.8%。
3. 毛利率方面：综合毛利率49.0%，同比减少2.5pct；软件销售、硬件销售、技术服务同比分别减少2.8pct、4.8pct、7.0pct。
4. 报告期内，期权摊销成本1746万元，限制性股票摊销成本5190万元，合计摊销成本6936万元，而2019年全年期权和限制性股票摊销成本约2358万元。若加回摊销费用，可推测20H1净利润相较于19H1仅小幅下滑。
5. 销售费用率、管理费用率、研发费用率同比分别上升1.2pct；下降0.7pct；下降0.2pct。
6. 研发投入2.2亿元，同比增加40.0%，占营业总收入的28%，主要是报告期内业务增长带来人工成本增长、创新型业务研发投入增加所致。
7. 信用减值损失5353万元，绝对值占利润总额107%，上年同期为2815万元。
8. 合同负债1.53亿元，较期初减少13.4%。
9. 应收账款5.81亿，较期初增加0.3%。
10. 经营活动产生的现金流量净流出2.24亿元，上年同期净流出2.04亿元，净流出同比增加9.8%。
11. 投资活动产生的现金流量净流出8083万元，上年同期净流出1.02亿元，净流出同比减少20.7%。
12. 筹资活动产生的现金流量净流入4411万元，上年同期净流入7911元，净流入同比减少44.2%。

表 1: 公司 Q2 主要财务数据拆分

(百万元)	19Q1	19Q2	19Q2 环比	20Q1	20Q2	20Q2 环比	20Q2 同比
营业收入	247	423	71%	278	515	85%	22%
营业毛利	115	229	98%	123	265	116%	16%
销售费用	42	58	37%	47	81	73%	40%
管理费用	31	34	11%	35	36	1%	5%
研发费用	39	50	28%	49	55	12%	10%
财务费用	0	0	-167%	1	1	-20%	-407%
营业利润	40	89	125%	13	55	327%	-38%
归属母公司净利润	57	105	82%	12	63	435%	-40%
扣非净利润	55	73	34%	11	62	473%	-16%
主要比率	19Q1	19Q2	+/-	20Q1	20Q2	+/-	
毛利率	47%	54%	7 pct	44%	52%	7 pct	
销售费用率	17%	14%	-3 pct	17%	16%	-1 pct	
管理费用率	12%	8%	-4 pct	13%	7%	-6 pct	
研发费用率	16%	12%	-4 pct	18%	11%	-7 pct	
归母净利率	23%	25%	2 pct	4%	12%	8 pct	
YOY	19Q1	19Q2	+/-	20Q1	20Q2	+/-	
收入	20%	24%	4 pct	13%	22%	9 pct	
归属母公司净利润	42%	34%	-8 pct	-80%	-40%	40 pct	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 2: 公司上半年经营数据对比

(百万元)	19H1	20H1	20H1 同比
营业收入	670	793	18%
营业毛利	344	389	13%
销售费用	100	129	28%
管理费用	65	71	10%
研发费用	89	104	17%
财务费用	0	2	1295%
营业利润	129	68	-47%
归属母公司净利润	162	75	-54%
扣非净利润	128	73	-43%
主要比率	19H1	20H1	+/-
毛利率	51%	49%	-2 pct
销售费用率	15%	16%	1 pct
管理费用率	10%	9%	-1 pct
研发费用率	13%	13%	0 pct
归母净利率	24%	9%	-15 pct

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表 3: 2020H1 分产品收入及毛利率变化**

(百万元)	营业收入	营业成本	毛利率	收入 YOY	毛利率+/-
软件销售	450	160	64.41%	23.68%	-2.76 pct
硬件销售	168	147	12.35%	10.90%	-4.78 pct
技术服务	173	96	44.63%	16.35%	-6.96 pct
其他	2	1	8.69%	-88.83%	-1.91 pct

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表 4: 公司非经常性收入与营业外收入对比**

(百万元)	18 年	19 年	18H1	19H1	20H1
非经常性损益/利润总额	8%	14%	8%	27%	4%
营业外收入/利润总额	0%	0%	0%	0%	0%
非经常性损益	25	57	8	34	2
利润总额	310	413	100	129	50
营业外收入	0	0	0	0	0

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表 5: 公司经营性现金流对比**

(百万元)	18 年	19 年	18H1	19H1	20H1
经营性现金流净额	124	233	-274	-204	-224
经营性现金流净额同比增速	55%	88%	-24%	25%	-10%
经营性现金流净额/营业总收入	9%	12%	-50%	-30%	-28%
营业总收入	1439	1908	547	670	793

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**表 6: 公司现金及现金等价物数据对比**

(百万元)	18 年	19 年	18H1	19H1	20H1
现金及现金等价物净增加额	30	198	-315	-227	-261
现金及现金等价物净增加额/营业总收入	2%	10%	-58%	-34%	-33%
营业总收入	1439	1908	547	670	793
期末现金及现金等价物余额	507	705	161	280	444

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## （二）创新业务发展情况

**【纳里健康】**：报告期内，纳里健康累计承建7个省级互联网医院监管平台，约占全国建成/在建省级互联网医院监管平台案例的1/3；纳里健康平台累计接入国内医疗机构5,000余家，开通互联网问诊功能的医疗机构1,300余家，助力400余家医院/卫健委上线远程会诊平台，包括武汉火神山、雷神山医院等。与实体医疗机构已签订合作共建协议（含已取得医疗机构执业许可证）的互联网医院累计260余家；

报告期内，在线服务超过107万单（同比增长超过8倍），与一季度相比增长约2倍；其中收费服务超过49万单（同比增长超过3倍），因政策落地时间差异等尚未收费服务超过58万单（上年同期尚未开展此类服务）；医生注册量超过7万人，同比增长3倍，累计医生注册量超过28万人；患者注册量超过500万人，同比增长1.6倍，累计患者注册量超过1,500万人。

2020年上半年，纳里健康实现营业收入1329万元，同比增长24%，净利润-2034万元，同比下降43%。卫宁互联网单体报表实现营业收入498万元，同比减少46%，净利润-331万元，同比增长8.4%；

**【云险】**：“云险”以医疗支付为主线，构建统一支付平台以及保险风控体系为核心，解决医疗场景中遇到的自费、商保、医保支付问题，为客户打造统一多渠道的支付服务、商保快速理赔服务以及企业年金的保险升级服务。报告期内，卫宁互联网新增覆盖医疗机构百余家，新增交易笔数4,900多万笔，新增交易金额130多亿元，同比大幅增长，累计交易金额已超过430亿元。

2020年上半年，卫宁科技实现营业收入454万元，同比增长34%，净利润-2454万元，同比增长2%。

**【云药】**：“云药”持续打造一个融“处方流转、药险联动、B2B赋能、健康服务”于一体的“药联体”，推动钥世圈云药平台与卫宁医疗健康业务的搭载与延伸。截至报告期末，管理保费总金额超过40亿元，整体交易金额累计超过10亿元，累计用户180多万。持续向全国范围全面推进以“互联网+药联体+处方流转”为核心的互联互通工作，建立和运营基于一站式用药服务的健康服务新模式，已对接天津、上海、重庆、杭州，黑龙江等地多家三级医院的云药房，为在医院线上、线下就诊患者提供了院外取药、送药到家的服务。另外，通过对接药品第三方物流配送企业，协助医院实现多仓库存，多点发货的高效药品配送服务体系，云药房上线2个多月，已服务一万余人次。

2020年上半年，钥世圈实现营业收入9261万元，同比增长10.4%，净利润-376万元，上一年同期为-521万元。

**表 7：2020年中报公司创新业务板块相关子公司收入及利润（单位：万元）**

子公司名称	卫宁持股比例	收入			净利润		
		20H1	19H1	同比	20H1	19H1	同比
卫宁互联网（单体）	70%	498	922	-46%	-331	-362	8%
纳里健康（云医）	69.37%	1329	1073	24%	-2034	-1423	-43%
钥世圈（云药）	34.62%	9261	8385	10%	-376	-521	28%
卫宁科技（云险）	42.86%	454	339	34%	-2454	-2503	2%
<b>合计</b>		<b>11542</b>	<b>10719</b>	<b>8%</b>	<b>-5195</b>	<b>-4809</b>	<b>-8%</b>

数据来源：公司半年报、广发证券发展研究中心

注：（1）卫宁持股比例指卫宁健康及其控股子公司合计持股比例；（2）2019年12月中国人寿大健康基金向卫宁科技增资2亿元导致卫宁持股比例由50.00%摊薄为42.86%（详见公司2019-097号公告），自2020年1月1日起执行，报告期内仍按50.00%核算。

我们判断，疫情期间的特殊性可能是公司主营费用增长，创新业务的业务量好过相关收入增速的重要原因之一。这一因素后续将逐步回归正常。

## 二、盈利预测与估值

预计2020-2022年EPS分别为0.24元/股、0.38元/股及0.53元/股。传统业务商业模式仍然为项目制，主要采用PE估值。互联网业务采用PS估值。维持此前合理价值25.17元/股的判断，维持“买入”评级。

## 三、风险提示

- （一）政策推进和细则实施力度有不确定性
- （二）商保、社保和卫生体系的协进涉及面较广，协调和投入存在不确定性
- （三）互联网业务在医、药、险等行业内的渗透不及预期的风险

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>2,067</b>	<b>2,606</b>	<b>3,326</b>	<b>4,207</b>	<b>5,491</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>124</b>	<b>233</b>	<b>315</b>	<b>726</b>	<b>713</b>
货币资金	515	715	913	1,289	1,635	净利润	307	396	509	814	1,119
应收及预付	1,224	1,516	1,978	2,344	3,112	折旧摊销	30	53	86	103	112
存货	158	175	180	257	337	营运资金变动	-273	-301	-276	-158	-470
其他流动资产	170	200	255	317	408	其它	60	86	-3	-33	-47
<b>非流动资产</b>	<b>2,170</b>	<b>2,513</b>	<b>2,898</b>	<b>3,178</b>	<b>3,481</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-250</b>	<b>-262</b>	<b>-463</b>	<b>-350</b>	<b>-368</b>
长期股权投资	541	589	671	671	671	资本支出	-167	-191	-389	-381	-415
固定资产	435	430	590	785	1,023	投资变动	-90	-68	-82	0	0
在建工程	1	0	20	42	66	其他	6	-2	8	31	47
无形资产	117	382	466	528	576	<b>筹资活动现金流</b>	<b>157</b>	<b>226</b>	<b>345</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他长期资产	1,077	1,113	1,152	1,152	1,146	银行借款	176	254	-224	0	0
<b>资产总计</b>	<b>4,237</b>	<b>5,119</b>	<b>6,225</b>	<b>7,385</b>	<b>8,972</b>	股权融资	235	201	493	0	0
<b>流动负债</b>	<b>882</b>	<b>1,106</b>	<b>1,128</b>	<b>1,474</b>	<b>1,942</b>	其他	-254	-229	77	0	0
短期借款	151	224	0	0	0	<b>现金净增加额</b>	<b>30</b>	<b>198</b>	<b>198</b>	<b>376</b>	<b>345</b>
应付及预收	402	464	584	761	1,004	<b>期初现金余额</b>	<b>467</b>	<b>503</b>	<b>715</b>	<b>913</b>	<b>1,289</b>
其他流动负债	329	418	544	713	938	<b>期末现金余额</b>	<b>503</b>	<b>696</b>	<b>913</b>	<b>1,289</b>	<b>1,635</b>
<b>非流动负债</b>	<b>81</b>	<b>105</b>	<b>105</b>	<b>105</b>	<b>105</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	81	105	105	105	105						
<b>负债合计</b>	<b>963</b>	<b>1,211</b>	<b>1,233</b>	<b>1,579</b>	<b>2,047</b>						
股本	1,622	1,641	2,134	2,134	2,134						
资本公积	535	752	834	834	834						
留存收益	1,073	1,496	2,009	2,828	3,955						
归属母公司股东权益	3,134	3,733	4,821	5,640	6,767						
少数股东权益	140	175	171	165	157						
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,237</b>	<b>5,119</b>	<b>6,225</b>	<b>7,385</b>	<b>8,972</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>1,439</b>	<b>1,908</b>	<b>2,520</b>	<b>3,342</b>	<b>4,436</b>
营业成本	691	927	1,198	1,565	2,048
营业税金及附加	16	22	29	39	51
销售费用	201	242	311	401	523
管理费用	118	140	272	264	350
研发费用	147	206	265	351	452
财务费用	8	3	7	5	5
资产减值损失	-60	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	13	0	0	0
投资净收益	-8	-20	8	31	47
<b>营业利润</b>	<b>310</b>	<b>413</b>	<b>514</b>	<b>821</b>	<b>1,129</b>
营业外收支	-1	0	0	1	1
<b>利润总额</b>	<b>310</b>	<b>413</b>	<b>515</b>	<b>822</b>	<b>1,130</b>
所得税	3	17	6	8	11
<b>净利润</b>	<b>307</b>	<b>396</b>	<b>509</b>	<b>814</b>	<b>1,119</b>
少数股东损益	4	-3	-4	-6	-8
<b>归属母公司净利润</b>	<b>303</b>	<b>398</b>	<b>513</b>	<b>820</b>	<b>1,127</b>
EBITDA	296	425	531	825	1,123
EPS (元)	0.19	0.24	0.24	0.38	0.53

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	19.5%	32.6%	32.1%	32.6%	32.8%
营业利润增长	20.5%	32.9%	24.7%	59.6%	37.6%
归母净利润增长	32.4%	31.4%	28.6%	60.0%	37.5%
<b>获利能力</b>					
毛利率	52.0%	51.4%	52.5%	53.2%	53.8%
净利率	21.3%	20.7%	20.2%	24.4%	25.2%
ROE	9.7%	10.7%	10.6%	14.5%	16.7%
ROIC	7.7%	8.6%	8.8%	12.3%	14.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.7%	23.7%	19.8%	21.4%	22.8%
净负债比率	29.4%	31.0%	24.7%	27.2%	29.6%
流动比率	2.34	2.36	2.95	2.85	2.83
速动比率	2.12	2.17	2.75	2.64	2.62
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.34	0.37	0.40	0.45	0.49
应收账款周转率	1.22	1.29	1.30	1.46	1.46
存货周转率	9.11	10.90	13.96	12.99	13.18
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.19	0.24	0.24	0.38	0.53
每股经营现金流	0.08	0.14	0.15	0.34	0.33
每股净资产	1.93	2.27	2.26	2.64	3.17
<b>估值比率</b>					
P/E	66.63	61.70	85.85	53.67	39.04
P/B	6.45	6.58	9.13	7.80	6.50
EV/EBITDA	67.21	56.74	81.10	51.75	37.74

## 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。

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。

## 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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
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。