



中信证券研究部



姜娅
首席消费产业
分析师
S1010510120056



杨清朴
社会服务分析师
S1010518070001

核心观点

公司拟非公开发行募集不超过 8 亿元资金，用于数字化转型人力资本平台建设项目（4.68 亿元）、集团信息化升级建设项目（3.25 亿元）及补充流动资金（2.4 亿元）。此次募资重点在于加大对 HR SaaS 产品的投入以及对管理系统的信息化升级，通过项目投入，公司有望分享 HR SaaS 赛道的高成长性红利、保持技术驱动的领先地位，维持“增持”评级。

■ **事项。**公司拟面向不超过 35 名非公开发行股票募集不超过 8 亿元资金，用于数字化转型人力资本平台建设项目（4.68 亿元）、集团信息化升级建设项目（3.25 亿元）及补充流动资金（2.4 亿元）。发行价格拟不低于定价基准日前二十个交易日交易均价的百分之八十，非公开发行股份自完成之日起 6 个月内不得转让。按照发行上限测算，发行结束后北京翼马仍处于控股地位。

■ **HR SaaS 行业处于高增长低渗透率阶段。**国内人力资源服务行业近 5 年 CAGR 高达 20.6%，HR SaaS 当前规模尚小，但增速显著领先整体人服行业，处于高速发展阶段。我国企业正处于信息化水平持续提升阶段，2018 年，有 32.8% 的被调查企业实现人力资源管理信息化，但仍显著低于财务管理信息化水平，而在中小企业中，人力资源管理的信息化渗透率仅为 1.7%。在当前企业劳动力成本红利趋弱、市场竞争加剧的环境下，企业有望更主动拥抱 HR SaaS 服务。

■ **募资加码 HR SaaS 建设，信息化升级赋能长远发展。**公司拟募资金中有 4.68 亿元计划用于数字化转型人力资本平台建设项目，项目建设期 2 年，预计税后内部收益率为 15.73%。重点为建设三个应用平台（人力资源供应链生态、智慧云招聘、人力资源管理）及两个支撑性平台（人才数据中台、AI 中台）。在构建前端 HR SaaS 应用平台方面，相较于其他玩家，公司具有综合生态布局能力强、客户资源丰富稳定、技术平台打造经验丰富等方面的优势。同时，拟募资中有 3.25 亿元计划用于集团信息化升级建设项目，有助于打开管理半径、综合人效的长期空间，从而更高效地应对团队扩张、区域拓展、交叉销售等方面的要求。

■ **风险因素：**宏观经济增长不及预期，扩张中管理及人才短缺风险，疫情对海外业务的负面影响超预期，非公开发行进展不及预期，股本摊薄风险等。

■ **投资建议：**公司此次募资重点在于加大对 HR SaaS 产品的投入以及对管理系统的信息化升级。我们认为，当前中国 HR SaaS 行业为高成长性赛道，企业人力资源信息化渗透率仍处于相对低位且具有降低人力成本的需求，同时公司具有综合生态布局能力强、客户资源丰富稳定、技术平台打造经验丰富等方面的优势，有望保持在行业中技术驱动的领先地位。考虑到两大核心项目均存在 2 年建设期，预计短期内对公司盈利影响有限，但我们判断本次募投有望成为业务拓展的重要支撑和打开管理人效空间的重要举措。以 9 月 23 日为定价基准日、募资总额 8 亿元计算，摊薄率约 8%，暂不考虑短期摊薄影响，维持 2020-22 年 1.81/2.20/2.71 亿元盈利预测，对应 EPS 0.99/1.20/1.49 元，维持“增持”评级。

科锐国际	300662
评级	增持（维持）
当前价	57.40 元
总股本	182 百万股
流通股本	180 百万股
52 周最高/最低价	58.61/27.6 元
近 1 月绝对涨幅	-5.03%
近 6 月绝对涨幅	22.63%
近 12 月绝对涨幅	41.05%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2197	3586	4765	6692	8240
营业收入增长率	93.5	63.2	32.9	40.4	23.1
净利润(百万元)	118	152	181	220	271
净利润增长率	58.8	29.4	19.1	21.1	23.6
每股收益 EPS(基本)(元)	0.65	0.84	0.99	1.20	1.49
毛利率%	18.1	14.3	12.2	11.6	11.4
净资产收益率 ROE%	16.2	17.7	18.0	17.9	18.1
每股净资产（元）	4.04	4.73	5.52	6.72	8.21
PE	88	69	58	48	39
PB	14.2	12.1	10.4	8.5	7.0

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

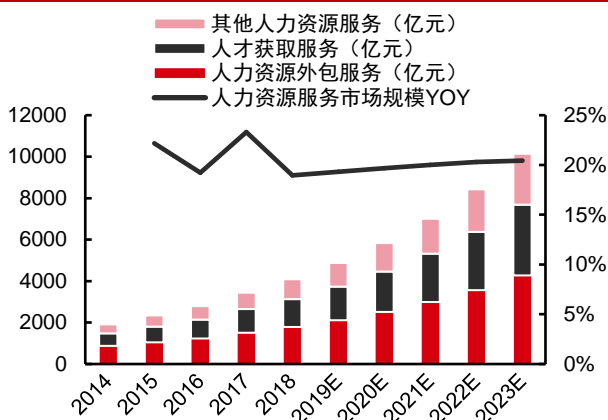
注：股价为 2020 年 9 月 24 日收盘价

■ 技术为翼，助力企业数字化转型

HR SAAS 行业处于高成长阶段

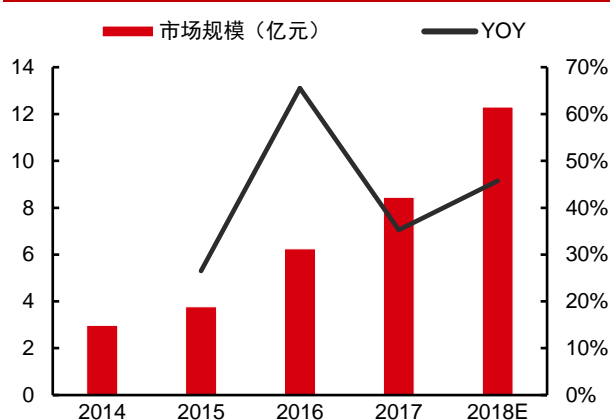
HR SaaS 即为 SaaS 模式的人力资源服务软件，主要作用为数字化赋能人事工作、提高人事管理效率，主要功能基本可分为人力资源规划、员工关系管理、招聘与配置、培训与开发、绩效管理、薪酬福利管理六个方面。整体看，人力资源服务行业处于高速成长阶段，2019 年市场规模近 5000 亿元，近 5 年 CAGR 高达 20.6%。根据 T 研究《2018 年 SaaS HR 市场及用户实践研究报告》，国内 HR SaaS 规模尚小，但增速显著高于整体人服行业，预计 2018 年增速为 45.7%。

图 1：中国人力资源服务市场规模及增速



资料来源：灼识咨询（含预测），中信证券研究部

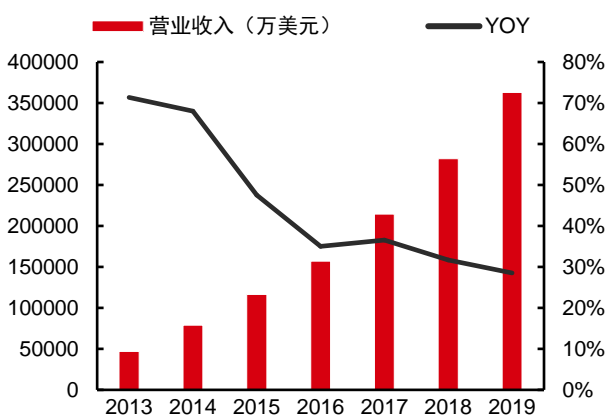
图 2：中国 HR SaaS 市场规模及增速



资料来源：T 研究《2018 年 SaaS HR 市场及用户实践研究报告》，中信证券研究部

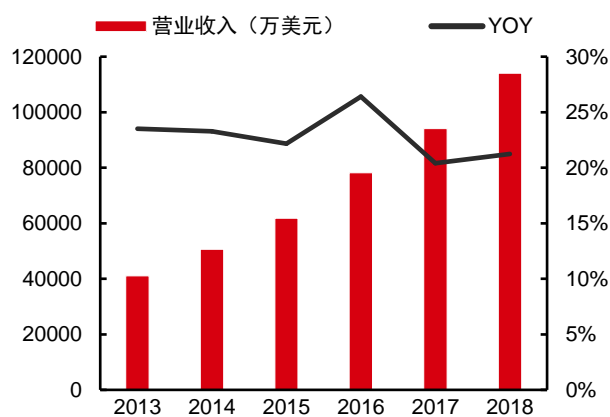
我们结合海外 HR SaaS 龙头 Workday、Ultimate Software 的发展情况，这两家公司均于 21 世纪初开始从事 SaaS 业务，至今亦处于成长期，保持了较高的收入增长，Workday 2019 年收入增长 28.5%，Ultimate Software 2018 年收入增长 21.2%。而国内 HR SaaS 行业仍处于相关企业纷纷融资入局阶段（2019 年上半年行业内有 6 笔融资规模超亿元的项目），预计在未来几年内行业有望维持较高景气度。

图 3：Workday 收入及增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

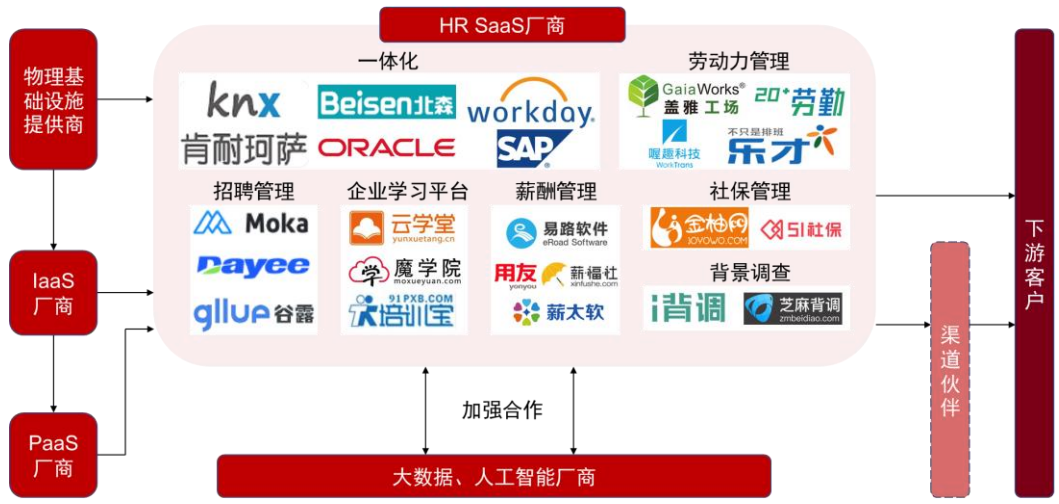
图 4：Ultimate Software 收入及增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

国内 HR SaaS 市场的主要参与者可分为单模块和一体化两大类,目前在劳动力管理、招聘管理、薪酬管理、社保管理等细分领域内均存在一些较头部的垂直玩家,且很多垂直玩家也开始向其他模块渗透、做一体化服务的探索。由于 HR SaaS 包含的产品和服务类型较多样,目前市面上收费价格和模式有较大差异,存在按套餐收费、按员工数收费等多种方式,我们参照万宝盛华官方公众号公布的情况,其 HR SaaS 平台以月为单位按照企业人数计算费用,采用阶梯报价的模式。

图 5: 中国 HR SaaS 产业链结构和产业图谱



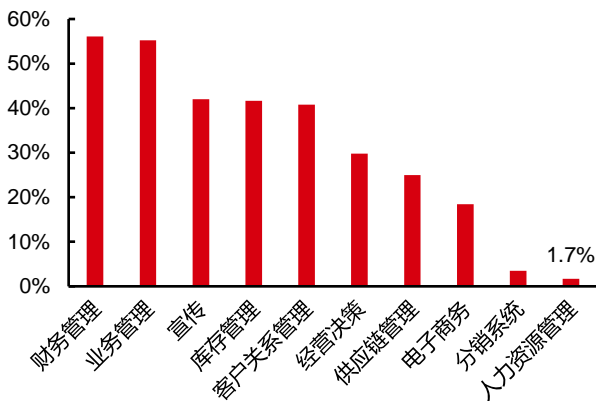
资料来源: 艾瑞咨询, 中信证券研究部

企业人力资源信息化渗透率相对较低

根据国家统计局第四次全国经济普查报告显示,我国企业信息化水平持续提升。调查显示,2018 年有 82.7 万家企业进行信息化投入,占被调查企业的 83.9% (+11.5pcts),信息化投入金额共计 6533.5 亿元 (+18.4%),整体看企业处于积极拥抱信息化阶段。具体看信息化管理的应用内容,84.4%的被调查企业实现了财务管理信息化,32.8%的企业实现人力资源管理信息化。另据工信部数据显示,在中小企业中,人力资源管理的信息化渗透率仅为 1.7%,显著低于财务管理、业务管理、宣传、库存管理等。

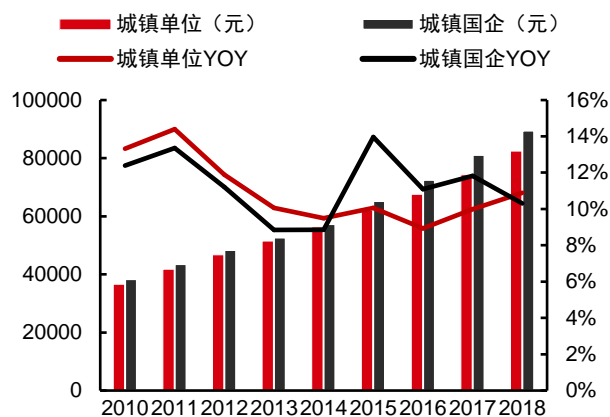
2018 年,中国城镇单位就业人员平均工资水平已超 8.2 万元,其中国有企业接近 9 万元,近几年工资同比增速均维持在 10%左右的较高位置,反映出当前企业劳动力成本红利趋弱,又由于市场竞争不断加强,对企业而言控本增效的意义更为凸显。因此我们判断,出于自身提高效率、压缩成本的考虑,企业在人力资源信息化方面的渗透率提升空间仍较大。

图 6：2018 年中国中小企业信息化渗透率



资料来源：工信部，中信证券研究部

图 7：城镇单位及城镇国企就业人员平均工资情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

面对降低人力成本的需求，企业有多种选择，但我们认为相较于传统方式，HR SaaS 具有明显优势。HR SaaS 模式基于大数据和 AI 进行技术赋能，其数字化、智能化的方式有助于提升数据处理效率、加强系统稳定性和可扩展性，实现互联互通后规模扩张的边际成本较低。

科锐国际募资加码 HR SaaS

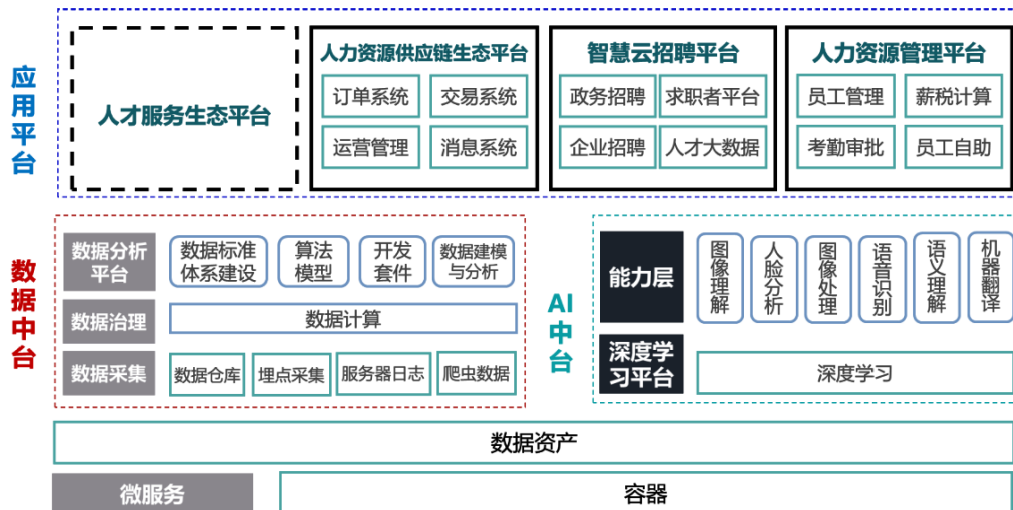
9 月 24 日晚，科锐国际发布公告，拟面向不超过 35 名非公开发行股票募集不超过 8 亿元资金，其中有 4.68 亿元用于数字化转型人力资本平台建设项目，公司预计项目建设期 2 年，预计税后内部收益率为 15.73%，静态投资回收期为 5.36 年（含建设期）。

数字化转型人力资本平台建设项目面向政府职能部门、企事业单位、终端用人单位以及人力资源服务行业中的中小企业，重点为建设三个应用平台（人力资源供应链生态平台、智慧云招聘平台、人力资源管理平台）及两个支撑性平台（人才数据中台、AI 中台）。其中，三个应用平台即采用 SaaS 方式，是直接面向客户提供服务的信息系统，两个支撑性平台为其提供数据基础和技术能力。

具体看三个前端 HR SaaS 应用平台，各自均对应较明确的需求且都面临较广阔的市场空间。1) **人力资源供应链生态平台**：该平台主要赋能人力资源服务行业内的中小企业，构建 B2B 众包生态圈，在 2019 年公司就建立了基于共享众包模式打造的人力资源合作伙伴平台——禾蛙，意在撮合人力资源服务企业的冗余需求、提升长尾协同。我们认为，该供应链生态平台有望加速 B2B 资源共享和服务效率。2) **智慧云招聘平台**：该平台主要应用于政府、事业单位的人员招聘管理，这符合公司加大国内 To G 业务生态布局的思路，今年公司也分别在海南、河南等地成立合资公司，辐射当地人力资源需求，并且增资中测高科，布局人才测评业务。我们认为，政府、事业单位的人力资源服务市场空间广阔、且需求相对较稳定，提升 To G 服务能力利于公司长期稳健发展。3) **人力资源管理平台**：该平台具体功能涵盖组织架构管理、招聘流程管理、员工档案管理、薪资管理、社保公积金管理、考勤管理、数据统计、公司公告管理、员工自助服务管理等。之前，公司已经有布局基于才到的云产品，包括招聘、入职、考勤，薪税等 SaaS 服务。我们认为，加强综合

管理平台建设有利于公司所有业务模块的互联互通，提升自身的产业链赋能实力，帮助企业提升管理效率。

图 8：科锐国际数字化转型人力资本平台建设项目方案架构图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

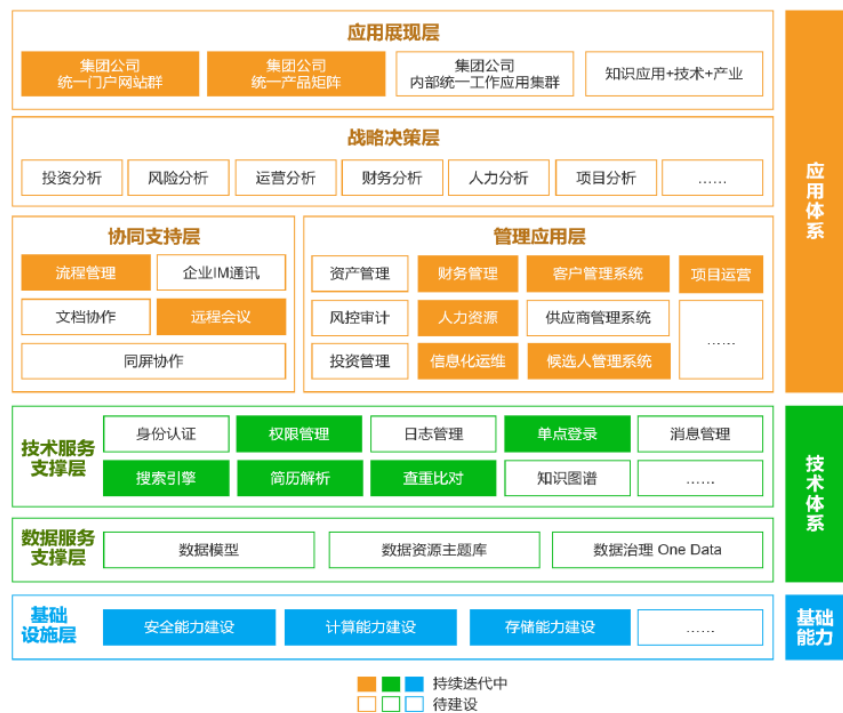
相较于其他 HR SaaS 行业内玩家，我们认为公司具备以下优势：1) **综合一体化生态布局能力强**。目前行业内多数玩家聚焦于单个模块，而公司自身业务产品多元性强，能满足政企客户立体化的需求，从而也具备交叉销售的优势。2) **客户资源丰富、品牌口碑较好**。公司有大量服务时间超 10 年的客户，长期合作关系稳定，拥有良好的人力资源服务口碑，使得客户相对较易接受公司的 SaaS 产品。3) **长期坚持技术驱动**。公司自成立以来就始终坚持技术驱动的战略，走在行业创新前沿，打造有 CTS 系统、“才到”系列云产品、“即派”共享平台、禾蛙众包平台等多个应用数字化、信息化的平台及解决方案，因而在信息化方面已经具备了丰富的经验和技術积累。

集团信息化升级赋能长远发展

公司拟将本次非公开发行募资的 3.25 亿元用于集团信息化升级建设项目，该项目围绕信息化、数据化、智能化对公司基础能力、技术体系、应用体系进行全面升级。具体而言，基础能力旨在提升公司的安全能力、计算能力及存储能力；技术体系建设主要是解决升级企业日常管理中技术服务及数据服务的需求；应用体系建设将围绕公司办公协同支持、集团管理应用、集团战略决策及应用展现等方面进行。

公司预计项目建设期 2 年，由于是信息化平台升级，该项目虽不直接产生经济效益，但我们认为该项目有助于赋能公司自身的长远发展，即对外可以提升三大核心业务（中高端人才寻访、灵活用工、招聘流程外包）的服务能力，对内可以降低组织结构的管理成本，有助于打开管理半径、综合人效的长期空间，从而更高效地应对团队扩张、区域拓展、交叉销售等方面的要求。

图 9：科锐国际集团信息化升级建设项目方案架构图



资料来源：公司公告

另外，本次拟将非公开发行募集资金中的 2.4 亿元用于补充流动资金。由于公司灵活用工等业务需要前期垫付员工工资，因而扩大派遣员工规模对营运资金的周转要求较高，补充流动资金利于公司资金健康循环和业务长期发展。

风险因素

宏观经济增长不及预期，扩张中管理及人才短缺风险，疫情对海外业务的负面影响超预期，非公开发行进展不及预期，股本摊薄风险等。

投资建议

公司此次募资重点在于加大对 HR SaaS 产品的投入以及对管理系统的信息化升级。我们认为，当前中国 HR SaaS 行业为高成长性赛道，企业人力资源信息化渗透率仍处于相对低位且具有降低人力成本的需求，同时公司具有综合生态布局能力强、客户资源丰富稳定、技术平台打造经验丰富等方面的优势，有望保持在行业中技术驱动的领先地位。考虑到两大核心项目均存在 2 年建设期，预计短期内对公司盈利影响有限，但我们判断本次募投有望成为业务拓展的重要支撑和打开管理人效空间的重要举措。以 9 月 23 日为定价基准日、募资总额 8 亿元计算，本次募资对应摊薄率约 8%。暂不考虑短期摊薄影响，维持 2020-22 年 1.81/2.20/2.71 亿元盈利预测，对应 EPS 0.99/1.20/1.49 元，维持“增持”评级。

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,197	3,586	4,765	6,692	8,240
营业成本	1,799	3,073	4,186	5,919	7,299
毛利率	18.12%	14.31%	12.15%	11.55%	11.42%
营业税金及附加	12	19	20	23	24
销售费用	93	114	123	159	199
营业费用率	4.23%	3.17%	2.59%	2.38%	2.42%
管理费用	137	169	181	226	265
管理费用率	6.22%	4.73%	3.79%	3.37%	3.22%
财务费用	-1	-1	15	39	49
财务费用率	-0.02%	-0.03%	0.32%	0.59%	0.60%
投资收益	14	13	10	0	0
营业利润	164	217	250	326	403
营业利润率	7.49%	6.06%	5.24%	4.87%	4.89%
营业外收入	16	17	20	10	10
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	180	234	270	336	413
所得税	43	55	70	92	112
所得税率	23.83%	23.44%	26.05%	27.51%	27.12%
少数股东损益	19	29	18	24	30
归属于母公司股东的净利润	118	152	181	220	271
净利率	5.36%	4.25%	3.81%	3.28%	3.29%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	334	392	715	1,004	1,236
存货	0	0	0	0	0
应收账款	553	774	953	1,205	1,483
其他流动资产	86	83	191	267	327
流动资产	973	1,249	1,859	2,475	3,046
固定资产	12	10	10	10	10
长期股权投资	79	86	86	86	86
无形资产	120	126	126	126	126
其他长期资产	194	213	216	216	216
非流动资产	405	435	437	437	437
资产总计	1,378	1,684	2,296	2,912	3,483
短期借款	60	32	699	960	1,135
应付账款	60	71	13	18	22
其他流动负债	391	554	395	500	590
流动负债	511	658	1,106	1,478	1,747
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	35	38	39	40	41
非流动性负债	35	38	39	40	41
负债合计	546	695	1,145	1,517	1,787
股本	180	182	182	182	182
资本公积	226	225	188	188	188
股东权益合计	728	861	1,006	1,225	1,497
少数股东权益	104	128	146	170	199
负债股东权益总计	1,378	1,684	2,296	2,912	3,483

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	118	152	181	220	271
少数股东损益	19	29	18	24	30
折旧和摊销	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	-505	-217	-244
其他	-4	-58	5	39	49
经营现金流	133	123	-301	66	106
资本支出	-7	-7	0	0	0
投资收益	14	13	10	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-308	-44	-2	0	0
投资现金流	-302	-39	8	0	0
发行股票	0	0	-37	0	0
负债变化	0	0	667	263	175
股息支出	0	0	0	0	0
其他	-9	-27	-15	-39	-49
融资现金流	-9	-27	615	223	126
现金及现金等价物净增加额	-178	58	322	289	232

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	93.5	63.2	32.9	40.4	23.1
营业利润增长率	50.6	32.1	14.9	30.6	23.7
净利润增长率	58.8	29.4	19.1	21.1	23.6
毛利率	18.1	14.3	12.2	11.6	11.4
EBITDA Margin	7.1	5.9	5.3	5.5	5.5
净利率	5.4	4.2	3.8	3.3	3.3
净资产收益率	16.2	17.7	18.0	17.9	18.1
总资产收益率	9.2	9.8	8.4	8.0	8.3
资产负债率	39.6	41.3	49.9	52.1	51.3
所得税率	23.8	23.4	26.1	27.5	27.1
股利支付率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变现以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。