

网宿科技 - A

新冠疫情后需求减弱；下调目标价至 4.3 元，维持“减持”评级

鉴于网宿科技的股价已接近目标价，我们重新审视了其基本面，并认为该公司有可能会受到两个因素的负面影响：1) 新冠疫情之后内容分发网络 (CDN) 流量正常化/下降；2) 新兴的 5G 需求低于/慢于预期。我们对网宿科技未来业务量增长持更为谨慎的态度。同时，我们认为新的增长驱动因素还尚未成熟，无力提供实质性贡献。通过将 2021 年/2022 年的盈利预测分别下调 33%/35%，并根据不变的 2x 一年动态企业价值/销售额倍数，我们将目标价截止日期延续至 2022 年 6 月，目标价为 4.3 元。维持“减持”评级。

- CDN 业务量增长面临风险。**网宿科技 2021 年 1 季度销售额有些令人失望，同比下降 34%，季度环比下降 16%。我们对 2021 年 CDN 流量增长持更为谨慎的态度，因为我们对中国互联网基础设施供应链的调查显示：新冠疫情之后，中国的需求在逐步走弱。2021 年 1 季度，该行业销售额同比和/或季度环比增长均出现下降，包括：(1) 云服务提供商（如金山云）；(2) 内容提供商（如斗鱼、虎牙）；及 (3) 网络设备制造商（如浪潮）。这表明，在新冠疫情之后，对 CDN 流量/服务的需求放缓，这是网宿科技短期内面临的负面因素。
- 利润率是另外一个令人担忧的问题。**自 2020 年 1 季度以来，由于在新冠疫情期间 CDN 需求快速增长，网宿科技的毛利率一直稳定在 25% 左右。不过，随着业务量下降和云服务竞争对手数量的增加，我们对其未来毛利率持更为谨慎的态度。我们将 2021/2022 年的毛利率预测分别下调 0.3/0.7 个百分点。
- 新的增长驱动因素要发挥作用可能还需要时间。**CDN 基础设施可以自然地用于提供基于云的安全和边缘计算解决方案——同阿里云提供的服务一样。不过，我们认为，网宿科技培养新客户/推出新应用可能需要时间，并需要更高的研发费用，而且近期销售额也会比较低。
- 维持“减持”评级。**我们将 2021/2022 年盈利预测分别下调 33%/35%，以便反映 CDN 流量减少和潜在的毛利率下滑。根据不变的 2x 一年动态企业价值/销售额倍数（历史低点），我们将目标价截止日期延续至 2022 年 6 月，目标价为 4.3 元。维持“减持”评级。

资料来源：风格敞口数据源自摩根大通量化与衍生品策略团队；其他所有图表中的数据均为公司数据或摩根大通数据。

分析师声明及重要披露，包括非美国分析师披露，见第 7 页。

摩根大通与其研究报告所覆盖的公司开展业务，或寻求与这些公司开展业务。因此，投资者应意识到其中可能存在利益冲突，进而可能会影响本报告的客观性。投资者在做出投资决策时，本报告之观点应仅作为投资者的考虑因素之一。

减持

300017.SZ, 300017 CH

股价 (2021 年 6 月 3 日): 5.71 元

▼ 目标价 (2022 年 6 月): 4.30 元
之前 (2021 年 6 月): 6.20 元

证券研究报告

科技

证券分析师: 冯令天 AC

(86-21) 6106 6359

billy.feng@jpmorgan.com

彭博 JPMA BFENG <GO>

登记编号: S1730520030005

证券分析师: 蔡景彦

(86-21) 6106 6368

jingyan.cai@jpmchase.com

登记编号: S1730520090001

分析师助理: 许日

(86-21) 6106 6318

ri.xu@jpmchase.com

摩根大通证券 (中国) 有限公司

重要变更 (财年12月份结束)

	旧	新
调整后的每股收益 - 21E (元)	0.12	0.08
调整后的每股收益 - 22E (元)	0.13	0.09

季度预测 (财年12月份结束)

调整后的每股收益 (元)	2020A			2021E			2022E			
	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	Q1	Q2	Q3	Q4	FY
	0.04	0.04	0.01	0.00	0.09	0.02A	0.03	0.02	0.02	0.09

风格敞口

量化因子	当前排名 (百分位)	历史排名百分位 (表示排名第1)				
		6个月	1年	3年	5年	
价值	76	74	78	72	85	
成长	29	99	97	60	7	
动量	83	76	94	25	11	
质量	92	96	97	74	9	
低波动性	56	72	89	91	86	
ESG量化得分	84	-	-	-	-	

股价表现



	年内迄今	1个月	3个月	12个月
绝对	-17.1%	2.9%	-14.6%	-29.6%
相对	-20.3%	-1.1%	-14.8%	-52.2%

公司数据

已发行股票数 (百万)	2,451
52周股价区间 (元)	11.20-5.36
总市值 (百万美元)	2,194
汇率	6.38
自由流通股比例	76.6%
三个月日均成交量 (百万)	22.73
三个月日均成交额 (百万美元)	21.9
波动性 (90天)	33
指数	SHASHR
彭博买入/持有/卖出	3/1/4

重要指标 (财年12月份结束)

单位: 百万元, 每股数据单位: 元	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
财务预测				
收入	5,687	4,759	4,972	5,003
调整后的息税前利润	159	38	56	66
调整后的息税折旧摊销前利润	708	636	730	821
调整后的净利润	220	197	209	232
调整后的每股收益	0.09	0.08	0.09	0.09
彭博一致预期每股收益	0.12	0.12	0.16	0.23
经营活动现金流	798	722	847	972
公司自由现金流	383	278	285	(0)
利润率和增长率				
收入增长率	(5.3%)	(16.3%)	4.5%	0.6%
息税前利润率	2.8%	0.8%	1.1%	1.3%
息税前利润增长率	(123.1%)	(76.1%)	47.8%	18.6%
息税折旧摊销前利润率	12.5%	13.4%	14.7%	16.4%
息税折旧摊销前利润增长率	(787.1%)	(10.3%)	14.9%	12.4%
净利润率	3.9%	4.1%	4.2%	4.6%
调整后的每股收益增长率	533.0%	(10.3%)	5.9%	11.3%
财务比率				
调整后的有效税率	0.5%	10.2%	10.0%	10.0%
利息覆盖倍数	NM	NM	NM	NM
净债务/净资产	NM	NM	NM	NM
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM
净资产收益率	2.5%	2.2%	2.3%	2.5%
估值				
公司自由现金流收益率	2.7%	2.0%	2.0%	0.0%
股息率	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%
企业价值/收入	2.3	2.7	2.6	2.5
企业价值倍数	18.3	20.5	17.6	15.4
调整后的市盈率	63.7	71.0	67.1	60.3

投资理据和估值概要

我们认为该公司有可能会受到两个因素的负面影响: 1) 新冠疫情之后 CDN 流量正常化/下降; 2) 新兴的 5G 需求低于/慢于预期。我们对网宿科技未来业务量增长持更为谨慎的态度。同时, 我们认为新的增长驱动因素还尚未成熟, 无力提供实质性贡献。维持“减持”评级。

我们利用 2x 一年动态企业价值/销售额, 得出截至 2022 年 6 月的目标价为 4.3 元。我们的目标价估值倍数接近历史低点, 因为我们对其业务前景有些担心。

股价表现驱动因素

市场	17%
地区	2%
宏观	11%
风格	10%
其他	58%

因子	6个月相关性	1年相关性
市场: MSCI亚太 (不含日本)	0.40	0.46
地区: 中国内地	-0.08	0.18
宏观:		
花旗经济意外指数-新兴市场	-0.28	-0.29
摩根大通中国A股市场情绪指数	0.02	0.28
摩根大通全球股票市场情绪指数	0.47	0.19
量化风格:		
规模	-0.55	-0.24
价值	0.28	-0.08
成长	-0.34	0.04

盈利调整

由于新冠疫情之后 CDN 流量正常化/下降，以及新兴的 5G 需求低于/慢于预期，我们将 2021/2022 年销售额预测分别下调 28%/31% 至 48 亿元/50 亿元。为了反映未来竞争加剧的情况，我们还将 2021/2022 年的毛利率假设分别下调至 24.3%/24.3%。因此，我们将 2021/2022 年盈利预测分别下调 33%/35%。

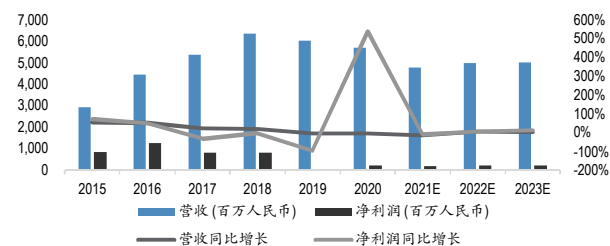
表 1: 预测调整

(百万元)	2020A	调整后 2021E	调整后 2022E	2020E	调整前 2021E	调整前 2022E	2020E	变动 2021E	变动 2022E
收入	5,687	4,759	4,972	6,103	6,632	7,219	-6.8%	-28.2%	-31.1%
增长率	-5.3%	-16.3%	4.5%	1.6%	8.7%	8.9%			
毛利润	1,440	1,156	1,209	1,471	1,629	1,807	-2.1%	-29.0%	-33.1%
毛利率	25.3%	24.3%	24.3%	24.1%	24.6%	25.0%	1.2 pts	-0.3 pts	-0.7 pts
EBITDA	708	636	730	680	813	953	4.2%	-21.8%	-23.3%
EBITDA 利润率	12.5%	13.4%	14.7%	11.1%	12.3%	13.2%	1.3 pts	1.1 pts	1.5 pts
营业利润	159	38	56	96	133	178	66.0%	-71.5%	-68.5%
营业利润率	2.8%	0.8%	1.1%	1.6%	2.0%	2.5%	1.2 pts	-1.2 pts	-1.3 pts
净利润	220	197	209	263	293	323	-16.3%	-32.7%	-35.4%
净利润率	3.9%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	-0.4 pts	-0.3 pts	-0.3 pts

资料来源：摩根大通估算、公司数据。

图 1: 网宿科技的营收/净利润及同比增长率

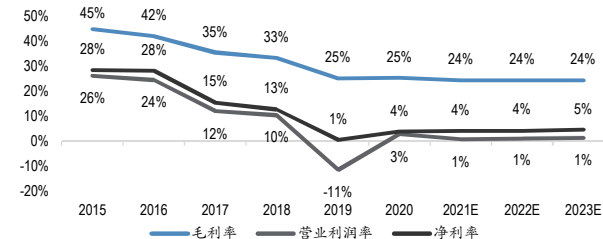
百万元人民币、%



资料来源：摩根大通估算、公司数据。

图 2: 网宿科技的利润率

%



资料来源：摩根大通估算、公司数据。

目标价调整

我们将目标价截止日期延续至 2022 年 6 月，目标价为 4.3 元（此前截至 2021 年 6 月的目标价为 6.2 元）。我们的新目标价以不变的 2x 一年动态企业价值/销售额倍数（接近历史低点）为基础，较 A 股同行折让 50%。维持“减持”评级。

图 3: 网宿科技的历史估值区间 - 企业价值/销售额 (x)



资料来源: 公司数据、万得、摩根大通估算。

表 2: 同行比较

代码	公司名称	评级	目标价 (交易货币)	市值 (交易货币百万)	P/E 21	P/E 22	EV/EBITDA 21	EV/EBITDA 22	EV/销售 额 21	EV/销售 额 22	ROE 21	ROE 22
300017.SZ	网宿科技	减持	4.3	13,898	71.0	67.1	20.5	17.6	2.7	2.6	2%	2%
300383.SZ	光环新网	增持	28.8	23,024	19.2	16.5	15.8	13.3	3.9	3.5	12%	13%
603881.SS	数据港	中性	44.0	11,815	86.0	50.8	18.1	15.1	12.8	10.7	5%	7%
600845.SH	宝信软件	未覆盖	未覆盖	62,785	44.1	33.8	29.7	23.2	5.1	4.0	20%	21%
002335.SZ	科华数据	未覆盖	未覆盖	7,602	15.2	12.0	10.4	8.6	1.9	1.6	14%	16%
300738.SZ	奥飞数据	未覆盖	未覆盖	7,129	34.7	26.2	18.3	12.6	6.0	4.3	13%	15%
	平均				45.0	34.4	18.8	15.1	5.4	4.4	11%	12%

资料来源: 公司数据、万得、摩根大通估算。股价截至 2021 年 6 月 3 日收盘。

投资理据、估值与风险

网宿科技 - A (减持; 目标价: 4.30元)

投资理据

我们认为该公司有可能会受到两个因素的负面影响：1) 新冠疫情之后 CDN 流量正常化/下降；2) 新兴的 5G 需求低于/慢于预期。我们对网宿科技未来业务量增长持更为谨慎的态度。同时，我们认为新的增长驱动因素还尚未成熟，无力提供实质性贡献。维持“减持”评级

估值

我们利用 2x 一年动态企业价值/销售额，得出截至 2022 年 6 月的目标价为 4.3 元。我们的目标价估值倍数接近历史低点，因为我们对其业务前景有些担心。

影响评级与目标价的风险

主要上行风险：

- IDC 业务的利用率和容量提升速度快于预期
- 云服务组合的采用速度快于预期
- 毛利率表现优于预期

主要下行风险：

- CDN 业务平均售价进一步降低
- IDC 业务摊薄毛利润率
- 云服务在中国的采纳速度慢于预期

网宿科技 - A: 财务数据概览

损益表 - 年度	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	损益表 - 季度	1Q21A	2Q21E	3Q21E	4Q21E	
收入	6,007	5,687	4,759	4,972	5,003	收入	1,038	1,199	1,242	1,280	
售出商品成本	(4,497)	(4,247)	(3,603)	(3,762)	(3,785)	售出商品成本	(773)	(906)	(947)	(977)	
毛利	1,511	1,440	1,156	1,209	1,217	毛利	265	293	296	303	
销售费用、一般性费用及管理费用	(731)	(647)	(591)	(602)	(596)	销售费用、一般性费用及管理费用	(166)	(119)	(139)	(166)	
调整后的息税折旧摊销前利润	(103)	708	636	730	821	调整后的息税折旧摊销前利润	116	204	174	142	
折旧和摊销	(583)	(550)	(598)	(674)	(754)	折旧和摊销	(144)	(151)	(152)	(151)	
调整后的息税前利润	(686)	159	38	56	66	调整后的息税前利润	(28)	53	22	(9)	
净利息	34	78	64	56	70	净利息	14	17	18	15	
调整后的税前利润	22	218	219	231	257	调整后的税前利润	47	75	56	41	
所得税	16	1	(22)	(23)	(26)	所得税	(5)	(8)	(6)	(4)	
少数股东损益	(3)	0	1	1	1	少数股东损益	0	0	0	0	
调整后的净利润	34	220	197	209	232	调整后的净利润	42	68	51	37	
报告的每股收益	0.01	0.09	0.08	0.09	0.09	报告的每股收益	0.02	0.03	0.02	0.02	
调整后的每股收益	0.01	0.09	0.08	0.09	0.09	调整后的每股收益	0.02	0.03	0.02	0.02	
每股股息	0.05	0.03	0.01	0.01	0.01	每股股息	0.00	0.01	0.00	0.00	
股息支付率	318.1%	35.6%	12.4%	10.5%	10.0%	股息支付率	0.0%	36.0%	0.0%	0.0%	
发行在外股份数	2,434	2,453	2,453	2,453	2,453	发行在外股份数	2,453	2,453	2,453	2,453	
资产负债表及现金流量表	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E	财务比率分析	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
现金及现金等价物	1,647	1,173	1,049	1,268	1,577	毛利率	25.1%	25.3%	24.3%	24.3%	24.3%
应收帐款	1,671	1,684	1,749	1,807	1,816	息税折旧摊销前利润率	(1.7%)	12.5%	13.4%	14.7%	16.4%
存货	10	6	11	11	11	息税前利润率	(11.4%)	2.8%	0.8%	1.1%	1.3%
其他流动资产	2,709	2,808	3,403	3,415	3,426	净利润率	0.6%	3.9%	4.1%	4.2%	4.6%
流动资产	6,037	5,671	6,211	6,501	6,831	净资产回报率	0.4%	2.5%	2.2%	2.3%	2.5%
不动产、厂房、设备	1,849	1,620	1,480	1,364	1,197	资产回报率	0.3%	2.1%	1.9%	2.0%	2.2%
长期投资	135	217	291	365	441	已动资本回报率	(2.1%)	1.8%	0.4%	0.5%	0.6%
其他非流动资产	2,310	2,653	2,332	2,361	2,391	销售费用、一般性费用及管理费用/收入	12.2%	11.4%	12.4%	12.1%	11.9%
总资产	10,331	10,161	10,314	10,590	10,861	净债务/净资产	NM	NM	NM	NM	NM
短期借款	137	269	201	257	313	市盈率(倍)	403.0	63.7	71.0	67.1	60.3
应付帐款	879	708	760	780	783	市净率(倍)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
其他短期负债	373	424	424	438	440	企业价值倍数	NM	18.3	20.5	17.6	15.4
流动负债	1,390	1,400	1,385	1,475	1,537	股息率	0.8%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%
长期债务	0	0	0	0	0	销售收入/资产(倍)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
其他长期负债	310	66	77	77	77	利息覆盖倍数	3.1	NM	NM	NM	NM
总负债	1,699	1,466	1,462	1,552	1,614	经营杠杆	3917.7%	2305.6%	466.9%	1071.2%	2995.1%
股东权益	8,631	8,695	8,853	9,040	9,249	收入同比增长	(5.2%)	(5.3%)	(16.3%)	4.5%	0.6%
少数股东权益	1	(0)	(1)	(1)	(2)	息税折旧摊销前利润同比增长	(108.6%)	(787.1%)	(10.3%)	14.9%	12.4%
总负债及所有者权益	10,331	10,161	10,314	10,590	10,861	税率	71.9%	0.5%	10.2%	10.0%	10.0%
每股帐面价值	3.55	3.54	3.61	3.69	3.77	调整后的净利润同比增长	(95.7%)	537.9%	(10.3%)	5.9%	11.3%
同比增长	(0.5%)	(0.0%)	1.8%	2.1%	2.3%	每股收益同比增长	(95.7%)	533.0%	(10.3%)	5.9%	11.3%
净债务/(现金)	(1,510)	(904)	(848)	(1,011)	(1,264)	每股股息同比增长	(7.8%)	(29.2%)	(68.8%)	(10.3%)	5.9%
经营活动现金流	611	798	722	847	972						
其中: 折旧和摊销	583	550	598	674	754						
其中: 营运资本变动	(845)	(228)	(612)	(37)	(15)						
投资活动现金流	(741)	(816)	(931)	(661)	(695)						
其中: 资本支出	(804)	(415)	(445)	(561)	(593)						
占销售收入比重	13.4%	7.3%	9.3%	11.3%	11.9%						
融资活动现金流	406	(98)	(136)	33	32						
其中: 支付的股息	(110)	(78)	(24)	(22)	(23)						
其中: 发行的净债务/(偿还额)	(1,216)	(89)	(67)	56	56						
现金变化净额	279	(171)	(347)	219	309						
调整后的公司自由现金流	(193)	383	278	285	(0)						
同比增长	(72.5%)	(298.4%)	(27.4%)	2.7%	(100.0%)						

资料来源: 公司报告与摩根大通估算

注: 单位: 百万元 (每股数据除外)。财年未为 12 月。

分析师声明（简称“AC”）：本报告首页所示姓名右上角带有“AC”标识的证券分析师声明（或者，若多名证券分析师共同对本报告负责，则在首页或文本中出现的带有“AC”标识的分析师各自就本报告中该分析师所覆盖的每支证券或发行人而言，声明）：（1）本报告中表达的所有观点均准确反映了分析师个人对所提及证券或发行人的看法；且（2）任何证券分析师的全部薪酬，无论在过去、现在还是将来均与证券分析师在本报告中所表达的具体建议或观点无直接或间接关系。对于首页所列的所有常驻韩国的证券分析师，如适用，他们还根据韩国金融投资协会（Korea Financial Investment Association，简称“KOFIA”）的要求，确认他们的分析是基于真诚之原则，反映了他们个人的观点，没有受到不当的影响或干预。

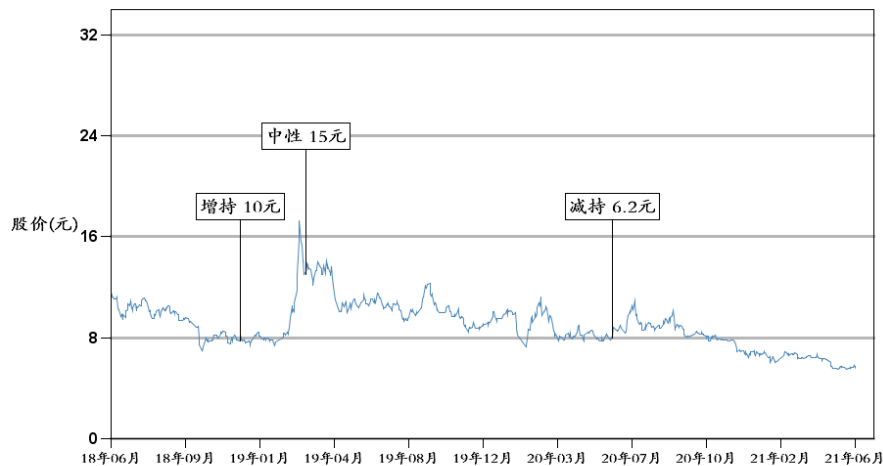
除非另有说明，本报告的全体署名作者均为证券分析师。就欧洲而言，行业专家（销售和交易人员）在本报告中也可能会被列为联系人，但其并不是本报告的作者或研究部成员。

重要披露

- **做市商/流动性提供方：**摩根大通是网宿科技 - A 的金融工具或与网宿科技 - A 相关的金融工具的做市商和/或流动性提供方。
- **债务头寸：**摩根大通可能持有网宿科技 - A 所发行债务证券的头寸。

公司特定披露：重要披露，包括价格图表和过去的信用观点表格，可参见概要性报告，关于摩根大通研究覆盖的所有公司，可访问 <https://jpmc.portal.jpmorgan.com/research/disclosures>，或致电 1-800-477-0406，或发邮件至 research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com 查询。摩根大通的战略、技术以及量化研究团队可能会筛选摩根大通未覆盖的公司。对于这些公司的重要披露，请致电 1-800-477-0406 或发邮件至 research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com。

网宿科技 - A (300017.SZ, 300017 CH) 股价图



资料来源：Bloomberg Finance L.P. 及摩根大通。股价数据已根据股票拆分及股息作出调整。首次覆盖 2018年12月10日。所有股价截至上一个交易日市场收市时。

日期	评级	股价(元)	目标价(元)
2018-12-11	增持	7.73	10
2019-03-17	中性	13.00	15
2020-06-10	减持	7.95	6.2

图表显示了摩根大通对这些股票的持续研究覆盖；目前的分析师可能负责了整个研究覆盖期，也可能没有负责整个覆盖期。
摩根大通评级与评级符号：OW = 增持，N = 中性，UW = 减持，NR = 无评级

股票研究评级和符号之阐释及分析师研究覆盖范围：

摩根大通使用以下评级体系：增持 [在未来 6 至 12 个月，我们预计这只股票的表现将超过分析师（或分析师团队）研究覆盖范围内股票的平均总回报率]。中性 [在未来 6 至 12 个月，我们预计这只股票的表现将与分析师（或分析师团队）研究覆盖范围内股票的平均总回报率相一致。] 减持 [在未来 6 至 12 个月，我们预计这只股票的表现将不及分析师（或分析师团队）研究覆盖范围内股票的平均总回报率。] 无评级（NR）：由于缺乏足够的基本面数据，或基于法律、监管或政策原因，摩根大通已不再对该股票给予评级和目标价格（如适用）。投资者不应再依赖先前的评级和目标价格（如适用）。“无评级”（NR）符号非推荐或评级。就亚洲（不含澳大利亚和印度）和英国的小盘股和中盘股的研究而言，每只股票的预期总回报是与基准国家市场指数的预期总回报进行比较，而不是与相应分析师研究覆盖范围内股票的回报作比较。如果相关分析师的研究覆盖范围未出现在本报告的“重要披露”部分，可访问摩根大通研究部网站 jpmc.portal.jpmorgan.com 查询。

研究覆盖范围：冯今天：光迅科技 - A (002281.SZ), 安洁科技 - A (002635.SZ), 数据港 - A (603881.SS), 东山精密 - A (002384.SZ), 长盈精密 - A (300115.SZ), 兆易创新 - A (603986.SS), 歌尔股份 - A (002241.SZ), 汇顶科技 - A (603160.SS), 大族激光 - A (002008.SZ), 海康威视 - A (002415.SZ), 浪潮信息 - A (000977.SZ), 长电科技 - A (600584.SS), 蓝思科技 - A (300433.SZ), 立讯精密 - A (002475.SZ), 卓胜微 - A (300782.SZ), 光环新网 - A (300383.SZ), 环旭电子 - A (601231.SS), 网宿科技 - A (300017.SZ), 韦尔股份 - A (603501.SS), 闻泰科技 - A (600745.SS), 大华股份 - A (002236.SZ), 中际旭创 - A (300308.SZ)

摩根大通股票研究之评级分布, 截至 2021 年 04 月 03 日

	增持 (买入)	中性 (持有)	减持 (卖出)
摩根大通全球股票研究范围*	49%	38%	12%
投资银行客户**	54%	48%	38%
摩根大通证券有限责任公司(JPMS)股票研究范围	46%	39%	14%
* 投资银行客户**	78%	70%	55%

*请注意, 由于四舍五入的原因, 各百分比相加不一定等于 100%。

***“买入”、“持有”、“卖出”各级别内曾在过去 12 个月接受过摩根大通提供的投资银行服务的“主题”公司的占比。

我们的“增持”评级相当于美国金融业监管局 (FINRA) 评级分布相关条例中所述的“买入”评级, “中性”评级相当于“持有”评级, “减持”评级相当于“卖出”评级。标注“无评级”的股票不包含在上述表格的统计。信息截至最近的自然季度末。

股票估值和风险：与被研究公司或其目标价格相关的估值方法和风险, 请访问 <https://jpmcsc.portal.jpmorgan.com>, 参阅最新的对该公司的研究报告, 联系报告的主笔分析师或您的摩根大通客服代表, 或发邮件至 research.disclosure.inquiries@jpmorgan.com 垂询。有关所使用的自有模型的重要信息, 请参阅公司研究报告中的财务摘要和公司数据集 (Company Tearsheets), 可从我们客户网站的公司页面下载 <https://jpmcsc.portal.jpmorgan.com>。本报告还列出了所使用的重要基本假设。

分析师薪酬：负责编写本报告的证券分析师其获得的薪酬基于各种因素, 包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争因素和公司整体收入。

非美国分析师注册：除非另有说明, 本报告首页列出的非美国分析师是摩根大通证券有限责任公司 (J.P. Morgan Securities LLC) 的非美国附属公司的雇员, 可能没有根据美国金融业监管局 (FINRA) 的规定注册为证券分析师, 可能不是摩根大通证券有限公司的关联人, 还可能不受美国金融业监管局第 2241 条或第 2242 条规定的限制, 即关于分析师与被研究公司的通讯、公开露面以及证券分析师帐户持有的交易类证券的相关限制。

其他披露

摩根大通集团及其在全球各地的子公司和附属公司的投资银行业务以“摩根大通”品牌在市场开展业务。

除非相关法律明确允许, 所有提供给客户的研究材料都可以在我们的客户网站 J.P.Morgan Markets 上同时获得。并不是所有的研究内容都会被重新分发、通过电子邮件发送或提供给第三方内容聚合商。有关某一特定股票的所有研究材料, 请与您的销售代表联系。

本材料文中所称中国、香港、台湾、澳门, 分别指代中国内地、香港特别行政区 (中国)、台湾地区 (中国)、澳门特别行政区 (中国)。

期权和期货相关研究：如果本文所包含的信息涉及期权或期货相关研究, 则此类信息仅供已收到适当的期权或期货风险披露文件的人使用。请联系您的摩根大通客服代表或访问 <https://www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf>, 获取期权清算公司的特征和标准化期权的风险之副本, 或访问 http://www.finra.org/sites/default/files/Security_Futures_Risk_Disclosure_Statement_2018.pdf 获取证券期货风险披露声明之副本。

银行间同业拆借利率 (IBOR) 和其他基准利率的变化：某些利率基准现在或将来可能会受到正在进行的国际性的、国家层面的和其他的监管政策、改革或改革建议的影响。欲了解更多信息, 请查询: https://www.jpmorgan.com/global/disclosures/interbank_offered_rates

对证券研究材料制作和分发负责的法律实体：本材料署名证券分析师姓名下方所示法律实体对本研究材料负责。若本材料有多位署名证券分析师, 则这些分析师姓名下方的法律实体共同对本研究材料负责。来自不同摩根大通子公司的证券分析师可能为制作此材料做出了贡献, 但可能未获得在您的司法管辖范围内进行受监管活动的许可 (并且不认为自己能够这样做)。除非下文另有说明, 否则本材料由负责制作的法律实体分发。如有任何疑问, 请联系您所在司法管辖区的相关证券分析师或您所在辖区内分发本研究材料的法律实体。

私人银行客户：当您作为摩根大通集团及其子公司私人银行业务（简称“摩根大通私人银行”）的客户接收到研究报告时，这些研究报告是由摩根大通私人银行提供给您的，而不是由摩根大通的任何其他部门(包括但不限于摩根大通企业与投资银行部及其研究部门)提供给您的。

法律实体披露及国家/地区特定披露：

阿根廷： JPMorgan Chase Bank N.A. Sucursal Buenos Aires 受阿根廷中央银行(Banco Central de la República Argentina 即 Central Bank of Argentina，简称 BCRA)和阿根廷国家证券委员会(Comisión Nacional de Valores 即 Argentinian Securities Commission, 简称 CNV，经纪交易商牌照 ALYC y AN Integral N°51)监管。**澳大利亚：** J.P. Morgan Securities Australia Limited (简称 JPMSAL) (澳大利亚公司编号: ABN 61 003 245 234 / 澳大利亚金融服务牌照编号(Australian Financial Services License: 238066))受澳大利亚证券和投资委员会(Australian Securities and Investments Commission)监管，是澳大利亚证券交易所股份有限公司(Australian Securities Exchange, 简称 ASX Limited)和 CHI-X 证券交易所的市场、清算及结算参与者。此材料由 JPMSAL 在澳大利亚仅发行及分发给“批发客户 (wholesale clients)” (定义见澳大利亚《2001 年公司法》(Corporations Act 2001) 第 761G 章节之界定)。关于研究覆盖的所有金融产品之清单，请访问 <https://www.jpmm.com/research/disclosures> 摩根大通寻求覆盖所有全球行业分类 (GIC) 项下的所有行业以及一系列市值规模不等的与国内和国际投资者群体息息相关的公司。如适用，在对目标公司进行公开尽职调查过程中，分析团队有时会可能会与公司接洽（例如实地考察，与公司代表进行讨论，管理层演示等）开展尽职调查。JPMSAL 发布的研究报告遵照摩根大通澳大利亚的“研究部独立性”政策制作，关于该政策，可访问：[J.P. Morgan Australia - Research Independence Policy](#)。**巴西：** Banco J.P. Morgan S.A. 受巴西证券交易委员会 (Comissao de Valores Mobiliarios, 简称 CVM) 和巴西央行(Central Bank of Brazil)的监管。摩根大通监察专员: 0800-7700847 / ouvidoria.jp.morgan@jpmorgan.com。**加拿大：** J.P. Morgan Securities Canada Inc. 是注册的投资交易商，受加拿大投资行业监管组织(the Investment Industry Regulatory Organization of Canada)和安大略省证券委员会(the Ontario Securities Commission)监管，是加拿大交易所的参与成员。本材料由 J.P.Morgan Securities Canada Inc.或其代表在加拿大分发。**智利：** Inversiones J.P. Morgan Limitada 是一家在智利注册的不受监管的实体。**中国：** 摩根大通证券(中国)有限公司具有经中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格。**迪拜：** 美国摩根大通银行迪拜分行(JPMorgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch)受迪拜金融服务管理局(Dubai Financial Services Authority, 简称 DFSA)的监管，其注册地址是 Dubai International Financial Centre - The Gate, West Wing, Level 3 and 9 PO Box 506551, Dubai, UAE。本材料已发布给 DFSA 监管条例所定义的专业客户(professional clients)或市场对手方(market counterparties)。**欧洲经济区 (EEA)：** 除非另有说明，本研究材料由 J.P. Morgan AG (简称 JPM AG) 在欧洲经济区分发。JPM AG 是法兰克福证券交易所(Frankfurt Stock Exchange)成员，获欧洲中央银行(简称 ECB)授权，受德国联邦金融监管局(the Federal Financial Supervisory Authority, 简称 BaFin)的监管。JPM AG 是一家在德意志联邦共和国注册的公司，注册地址为 Taunustor 1, 60310 Frankfurt am Main, the Federal Republic of Germany。这些材料已在欧洲经济区分发给被视为专业投资者(或相当于专业投资者)的人士(合称“欧洲经济区专业投资者”)，依据的是 MiFID II 第 4 条第 1 段第 10 款和附件 II 及其在该等人士所属本国司法管辖区的实施情况。非欧洲经济区专业投资者不得依据本材料采取行动，也不得依赖本材料。与本材料相关的任何投资或投资活动仅面向欧洲经济区相关人士，并且只能是欧洲经济区相关人士进行该等活动。**香港：** 摩根大通证券(亚太)有限公司 (J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited) (公司实体编号 AAJ321) 受香港金融管理局及香港证券及期货事务监察委员会监管，J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited 公司 (公司实体编号 AAB027) 受香港证券及期货事务监察委员会监管。美国摩根大通银行香港分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Hong Kong) (公司实体编号 AAL996) 受香港金融管理局及香港证券及期货事务监察委员会监管，是依美国法律成立的有限责任公司。**印度：** J.P. Morgan India Private Limited (公司识别码-U67120MH1992FTC068724)，注册地址为 J.P. Morgan Tower, Off. C.S.T. Road, Kalina, Santacruz - East, Mumbai，邮编 400098，公司在印度证券交易委员会 (Securities and Exchange Board of India, 简称 SEBI) 注册为“证券分析师 (Research Analyst)”，注册编号 INH000001873。J.P. Morgan India Private Limited 同时在 SEBI 注册为印度国家证券交易所有限公司(National Stock Exchange of India Limited)和孟买证券交易所有限公司(Bombay Stock Exchange Limited) (SEBI 注册号: INZ000239730) 的成员，以及证券业务参与行(“Merchant Banker”) (SEBI 注册号-MB/INM000002970)。电话: 91-22-6157 3000，传真: 91-22-6157 3990，网址: www.jpmpi.com。美国摩根大通银行孟买分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A. - Mumbai Branch) 获印度储备银行(the Reserve Bank of India, 简称 RBI) 颁发牌照(牌照编号 53/牌照编号 BY.4/94; SEBI - IN/CUS/014/ CDSL : IN-DP-CDSL-444-2008/ IN-DP-NSDL-285-2008/ INBI00000984/ INE231311239)，该分行作为印度一家商业银行，该等牌照是其主牌照，使得其能在印度开展银行业务和一家银行分行在印度能获得从事的其他活动。对于非本地研究材料，此材料不是由 J.P. Morgan India Private Limited 在印度分发。**印度尼西亚：** PT J.P. Morgan Sekuritas Indonesia 是印度尼西亚证券交易所(Indonesia Stock Exchange)的成员，受 OJK (又称 BAPEPAM LK) 监管。**韩国：** 摩根大通证券(远东)有限公司首尔分公司(J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch) 是韩国交易所 (Korea Exchange, 简称 KRX) 的成员。美国摩根大通银行首尔分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Seoul Branch) 在韩国注册类别为外国银行分支机构。这两家实体受韩国金融服务委员会(Financial Services Commission, 简称 FSC)和韩国金融监管局(Financial Supervisory Service, 简称 FSS) 的监管。非宏观研究材料仅由/通过摩根大通证券(远东)有限公司首尔分公司在韩国分发。**日本：** JPMorgan Securities Japan Co., Ltd. 和美国摩根大通银行东京分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Tokyo Branch) 受日本金融厅(Financial Services Agency) 的监管。**马来西亚：** 本材料由 JPMorgan Securities (Malaysia) Sdn Bhd (18146-X) 在马来西亚发行和分发，该公司是马来西亚股票交易所 (Bursa Malaysia Berhad) 的参与组织，持有马来西亚证券委员会(Securities Commission) 颁发的资本市场服务许可证(Capital Markets Services License)。**墨西哥：** J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V. 和 J.P. Morgan Grupo Financiero 是墨西哥证券交易所(Mexican Stock Exchange) 的成员，并获墨西哥国家银行和证券交易委员会(National Banking and Securities Exchange Commission) 授权，可担任经纪交易商。**新西兰：** 本材料由 JPMSAL 在新西兰发行和分发，仅分发给“批发客户 (wholesale clients)” (定义见《2008 年财务顾问法》(Financial Advisers Act 2008) 之界定)。JPMSAL 依据新西兰的“2008 金融服务提供商注册与争端解决法案”(Financial Service providers (Registration and Dispute Resolution) Act of 2008) 注册为“金融服务提供商” (Financial Service Provider)。**巴基斯坦：** J.P. Morgan Pakistan Broking (Pvt.) Ltd 是卡拉奇证券交易所 (Karachi Stock Exchange) 的成员，受巴基斯坦证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission of Pakistan) 的监管。**菲律宾：** J.P. Morgan Securities Philippines Inc 是菲律宾证券交易所 (Philippine Stock Exchange) 的交易参与者，也是菲律宾证券清算公司 (Securities Clearing Corporation of the Philippines) 和证券投资者保护基金 (Securities Investor Protection Fund) 的成员。它受菲律宾证券交易委员会 (Securities and Exchange

Commission)的监管。**俄罗斯**: CB J.P. Morgan Bank International LLC 受俄罗斯中央银行 (Central Bank of Russia) 监管。**新加坡**: 本材料由 J.P. Morgan Securities Singapore Private Limited (简称 JPMSS) [MCI (P) 018/04/2020, 公司注册编号: 199405335R] 和/或美国摩根大通银行新加坡分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore Branch, 简称 JPMCB Singapore) [MCI (P) 052/09/2020] 在新加坡发行和分发, 亦或是经由这两家实体在新加坡发行和分发。JPMSS 是新加坡证券交易所有限公司 (Singapore Exchange Securities Trading Limited) 的成员, JPMSS 和 JPMCB Singapore 均受新加坡金融管理局 (Monetary Authority of Singapore) 监管。本材料仅在新加坡发行和分发给合格投资者 (accredited investors)、专业投资者 (expert investors) 和机构投资者 (institutional investors), 这些投资者的定义依据新加坡《证券和期货法》(Securities and Futures Act, 简称 SFA) 第 289 章第 4A 部分所界定。本材料无意发行或分发给任何不属于 SFA 第 289 章第 4A 部分所定义的合格投资者、专业投资者和机构投资者类别的散户投资者或任何其他投资者。在新加坡, 本材料的收件人须就该材料所引起或与该材料有关的任何事宜联系 JPMSS 或 JPMCB Singapore。截至本材料发表之日, JPMSS 是新加坡交易所 (Singapore Exchange) 上市的某些结构性权证的指定做市商, 该等权证的标的证券可能是本材料中讨论的证券。鉴于 JPMSS 作为该等结构性权证的指定做市商的角色, JPMSS 可就标的证券进行对冲活动, 并持有或拥有相应标的证券之权益。JPMSS 作为指定做市商的结构性权证最新列表可在新加坡交易所有限公司的网站找到: <http://www.sgx.com>。**南非**: J.P. Morgan Equities South Africa Proprietary Limited 以及美国摩根大通银行约翰内斯堡分行 (JPMorgan Chase Bank, N.A., Johannesburg Branch) 是约翰内斯堡证券交易所 (Johannesburg Securities Exchange) 的成员, 受南非金融服务委员会 (Financial Services Board) 的监管。**台湾**: 摩根大通证券股份有限公司 (J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited) 是台湾证券交易所 (公司类) 的参与者, 受台湾金融监督管理委员会证券期货局监管。与股本证券有关的研究材料由摩根大通证券股份有限公司在台湾发行和分发, 并受许可证范围和在台湾适用的法律法规的限制。请注意, 根据《证券商推介客户买卖有价证券管理办法》(修订或补充版) 第 7-1 条第 2 款和/或其他适用法律法规, 除非“重要披露”部分另有披露, 本材料的接收方不得从事与本材料相关的可能引起利益冲突的任何活动。**泰国**: 本材料由 JPMorgan Securities (Thailand) Ltd 在泰国发行和分发, 该公司是泰国证券交易所 (Stock Exchange of Thailand) 的成员, 受泰国财政部 (Ministry of Finance) 和泰国证券交易委员会 (Securities and Exchange Commission) 的监管, 其注册地址为 3rd Floor, 20 North Sathorn Road, Silom, Bangrak, Bangkok, 邮编 10500。**英国**: 除非另有说明, 本研究材料由摩根大通证券有限责任公司 (J.P. Morgan Securities plc, 简称 JPMS plc) 在英国分发。摩根大通证券有限责任公司是伦敦证券交易所 (London Stock Exchange) 的成员, 获英国审慎监管局 (Prudential Regulation Authority) 授权, 受金融行为监管局 (Financial Conduct Authority) 和审慎监管局监管。摩根大通证券有限责任公司在英格兰及威尔士注册, 编号 2711006。注册办事处为 25 Bank Street, London, E14 5JP。本材料在英国仅发予: (a)“2000 年金融服务及市场法 2005 年 (金融推广) 法令 (Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, 简称 FPO)”第 19(5) 条所述的拥有与投资相关事项专业经验的人士; (b) FPO 第 49 条所述的人士 (高净值公司、未注册的协会或合伙企业、高价值信托的受托人等); 或 (c) 以其他方式可合法接收本通讯的任何人; 所有此三类人士均称为“英国相关人士”。非英国相关人士不得依据本材料采取行动, 也不得依赖本材料。与本材料相关的任何投资或投资活动仅面向英国相关人士, 并且只能是英国相关人士进行该等活动。JPMS plc 发布的研究材料是根据 JPMS plc 关于预防和避免与研究制作相关的利益冲突之政策编写, 这些政策的内容可点击以下链接获取: [J.P. Morgan EMEA - Research Independence Policy](#)。**美国**: 摩根大通证券有限责任公司 (J.P. Morgan Securities LLC, 简称 JPMS) 是纽约证券交易所 (NYSE) 和美国金融业监管局 (FINRA)、美国证券投资者保护公司 (SIPC) 以及美国全国期货协会 (NFA) 的成员。美国摩根大通银行 (JPMorgan Chase Bank, N.A.) 是美国联邦存款保险公司 (FDIC) 的成员。非摩根大通美国附属机构发布的材料由 JPMS 在美国分发, JPMS 对报告内容负责。

一般披露: 可应要求提供更多信息。本材料信息来源据信可靠。虽然已采取一切合理的谨慎措施确保本材料中陈述的事实是准确的以及本材料中包含的预测、观点和预期是公平合理的, 但摩根大通或其附属公司和/或子公司 (统称“摩根大通”) 对所提供材料的完整性或准确性不作任何陈述或担保, 除非涉及与摩根大通有关的任何披露以及证券分析师与本材料涉及的发行人关联关系的任何披露。因此, 不应依赖本材料所含信息的准确性、公正性或完整性。此材料中的任何数据差异都可能是不同计算和/或调整的结果。对于因使用本材料或其内容而造成的任何损失, 摩根大通不承担任何责任, 摩根大通及其任何董事、高级管理人员或员工均不以任何方式对本材料的内容负责, 但相关司法管辖区的相关监管机构或根据相关司法管辖区的监管制度可能对其施加的义务和责任除外。本材料中包含的观点、推测或预测仅代表摩根大通截至材料发布日期时的意见或判断, 可予更改, 而无须另行通知。摩根大通可能会根据有关公司特定的发展或公告、市场状况或任何其他公开信息, 定期提供该公司/行业的最新信息。不能保证未来的结果或事件将与任何这样的观点、推测或预测一致, 因为这些观点、推测或预测只代表一种可能的结果。此外, 这些观点、推测或预测会受到某些风险、不确定因素和假设的影响, 这些风险、不确定因素和假设尚未得到证实, 未来的实际结果或事件可能会大不相同。本材料中提及的任何投资的价值或收入可能会波动和/或受到汇率变化的影响。除非另有说明, 否则所有定价均为所讨论证券的收盘时的示意性定价。过去的业绩并不能作为未来表现的指标。因此, 投资者收回的资金可能比最初投资的少。本材料无意作为购买或销售任何金融工具的要约或邀请。本材料中的观点和建议不考虑个别客户的情况、目标或需求, 也不是针对特定客户的特定证券、金融工具或策略的建议。本材料的接受者必须就本材料提及的任何证券或金融工具作出自己的独立决定, 并应征求他们认为必要的独立金融、法律、税务或其他顾问的意见。摩根大通可能以分析师的观点和研究为基础进行自营交易, 也可能以与本材料所述观点不一致的方式为自己的账户或客户的账户进行交易, 摩根大通没有义务确保此类沟通引起本材料的任何接收者的注意。摩根大通内部的其他人, 包括策略师、销售人员和其他分析师, 可能会采取与本材料中的观点不一致的观点。未参与本材料制作的摩根大通员工可能对本材料中提及的证券 (或此类证券的衍生品) 进行交易, 并可能以与本材料中讨论的观点不一致的方式进行交易。本材料不是任何司法管辖区内任何发行人、其产品或服务或其证券的广告或营销。

“其他披露”部分于 2021 年 04 月 17 日进行了最新修订。

2021 版权所有, 摩根大通证券 (中国) 有限公司保留所有权利。未经摩根大通书面同意, 本材料或本材料的任何部分不得转载、出售或重新分发。