

01024.HK 快手-W

港股

买入（维持）

目标价：116.96 港元

现价：85.05 港元

流量保持高增长，购物节或助推电商业务超预期

2022年7月28日

市场数据

| 日期 | 2022-7-28 |
|-----------|-----------|
| 收盘价(港元) | 85.05 |
| 总股本(百万股) | 4,290 |
| 总市值(亿港元) | 3,651 |
| 流通股本(百万股) | 3,530 |
| 流通市值(亿港元) | 2,999 |
| 净资产(百万元) | 40,477 |
| 总资产(百万元) | 85,070 |
| 每股净资产(元) | 9.44 |

数据来源: Wind

相关报告

跟踪-《流量保持高增长，商业化表现优于大盘》-20210526

跟踪-《内容生态助力用户增长，广告和电商变现加速》-20210530

跟踪-《广告占比首超直播，电商持续规模化增长》-20210324

深度-《多元化的活跃社区，变现进入快车道》-20210318

海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SAC: S0190519080002

SFC: BPL829

求培培

qiupei@xyzq.com.cn

SAC: S0190521090003

请注意: 求培培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的活动

主要财务指标

| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|--------|-------|---------|---------|
| 营业收入(亿人民币) | 810.8 | 947.7 | 1,174.3 | 1,417.2 |
| 同比增长(%) | 37.9 | 16.9 | 23.9 | 20.7 |
| 毛利率(%) | 42.0 | 43.7 | 47.3 | 51.0 |
| 经调整净利润(亿人民币) | -188.5 | -88.0 | 55.3 | 215.1 |
| 经调整利润率(%) | -23.3 | -9.3 | 4.7 | 15.2 |

数据来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **总流量预计同比增长约 34%**。平台内容生态不断丰富, 用户精细化管理成效明显, 预计二季度 DAU 有望达 3.45 亿 (YoY+17.7%), MAU 达 5.85 亿 (YoY+15.5%), 留存效率 (DAU/MAU) 进一步提升至 59%, 每日活跃用户日均使用时长达 122 分钟 (YoY+14%), 二季度平台总流量预计同比增长约 34%。
- **广告业务表现好于大盘, 预计增速超 9%**。预计 2022Q2 公司线上营销服务收入 109 亿元 (YoY+9%), 变现明显好于大盘, 主要原因包括: 1) 二季度在疫情宏观环境疲软背景下, 广告主预算虽下降, 但投放结构上更偏向于流量还在持续增长的短视频和直播平台。2) 6 月购物节拉动直播电商表现明显好于传统电商, 电商业务拉动内循环广告和品牌广告增长。
- **物流逐月恢复+购物节推动, 电商 GMV 预计同比提升 25%**。全国 3-6 月快递业务量同比增速分别为 -3.1%/-11.9%/0.2%/5.4%, 二季度快递业务复苏, 商家履约能力有望恢复至疫情常态化水平, 用户复购率和商家入驻数量将显著提升。购物节助推电商 GMV 增长, 购物节期间全网直播电商 GMV 同比增长 124.1%, 显著高于大盘的 8.2%, 淘系主播外溢, 快手市场份额提升, 预计 22Q2 电商 GMV 实现约 25% 增长达 1817 亿元。
- **直播打赏业务政策风险释放, 付费用户数增长驱动收入增长超预期**。二季度由网信办、广电总局等部门出台的直播监管政策属于直播行业常态化监管范畴, 快手作为头部平台内设庞大内容审核团队, 特点为渗透率较高、人均打赏金额较低, 受影响预计较小。平台直播匹配效率改善, 内容质量整体提升, 驱动直播付费用户数健康增长。预计二季度直播收入约 80 亿元 (YOY+11%)。
- **投资建议: 公司流量和商业化表现持续优于大盘, 降本增效逐季度达成, 有望在今年四季度实现国内业务止亏, 同时快招工等新业务快速成长, 预计二季度营业收入将同比增长超 9%, 经调整净亏损同比进一步收窄至约 32 亿元。我们维持公司“买入”评级, 目标价 116.96 港元。**

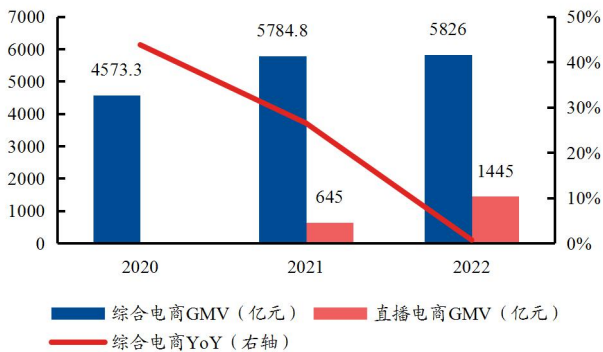
风险提示: 1) 短视频行业竞争加剧; 2) 直播电商监管趋严; 3) 广告行业景气度下降导致公司线上营销增速不及预期; 4) 社区运营不当风险。

报告正文

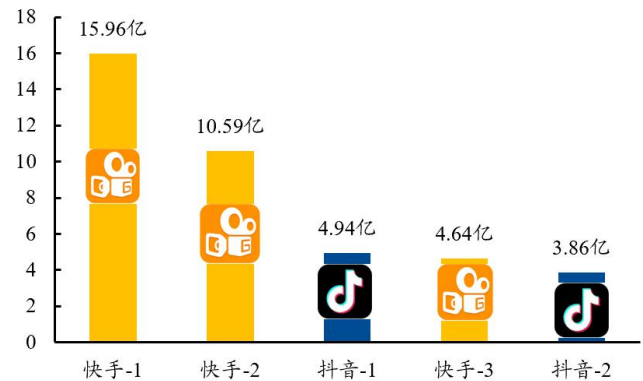
总流量预计同比增长约 34%。平台内容生态不断丰富，用户精细化管理加强，我们预计二季度 DAU 有望达 3.45 亿 (YoY+17.7%)，MAU 有望达 5.85 亿 (YoY+15.5%)，DAU 和 MAU 环比预计均保持稳定，留存效率 (DAU/MAU) 进一步提升至 59%。我们判断，季节性因素将导致每日活跃用户日均使用时长环比略有下降，但同比仍有 14% 的增长，每日活跃用户日均使用时长将达 122 分钟，预计二季度平台总流量同比增长约 34%。7 月 18 日，周杰伦《最伟大的作品》首场独家直播在快手开播，最高在线人数突破 600 万，我们预计，短剧等知识垂类内容运营将持续助力平台获取高线用户，现象级明星在平台进行独播有望加速用户破圈，预计全年流量有望实现 30% 左右的高速增长。

广告业务表现好于大盘，预计增速超 9%。我们预计 2022Q2 公司线上营销服务收入为 109 亿元 (YoY+9.4%，QoQ-4.0%)，变现明显好于大盘，主要原因包括：1) 我们判断，二季度在宏观环境持续疲软背景下，广告主预算虽下降，但投放结构上更偏向于流量还在持续增长的短视频和直播平台，预计外循环广告将企稳。6 月疫情防控成效显著，我们判断电商零售、快消品等行业将率先复苏。2) 6 月购物节拉动直播电商表现明显好于传统电商，我们预计电商业务将拉动内循环广告和品牌广告增长。

物流逐月恢复+购物节推动，电商 GMV 预计同比提升 25%。根据国家邮政局，全国 3-6 月快递业务量同比增速分别为 -3.1%/-11.9%/0.2%/5.4%，业务收入同比增速分别 -4.2%/-10.1%/0.9%/6.6%。我们判断，二季度快递业务逐月复苏，电商商家履约能力有望恢复至疫情常态化水平。2022 年 5 月，快手提出大搞信任电商、大搞快品牌、大搞品牌、大搞服务商战略，计划持续优化用户体验和商家运营，我们预计用户复购率将显著提升，商家入驻数量持续增加。616 实在购物节助推电商 GMV 增长，据星图数据，购物节期间全网直播电商 GMV 同比增长 124.1% 至 1445 亿元，显著高于电商大盘的 8.2%。受淘系头部主播市场份额外溢影响，快手直播电商市场份额超越点淘来到第二位，活动期间全网直播电商 GMV 排名前 5 主播中快手有 3 位上榜。品牌自播继续发力，推动知名品牌 GMV 同比增长 515%；快品牌方面，2022Q1 快品牌月均 GMV 超过 2500 万元，月复购率超过 80%，购物节期间订单量已超 1200 万。服务商体系逐步完善，购物节期间快手服务商助力商家数量同比增长近 40%，贡献 GMV 比例近 60%。我们预计 22Q2 电商 GMV 将实现约 25% 的同比增长达 1817 亿元。

图 1、2020-2022 年购物节综合电商和直播电商 GMV 情况


资料来源：星图数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2022 年购物节期间直播电商 GMV 前五主播所属平台及带货 GMV (单位：亿元)


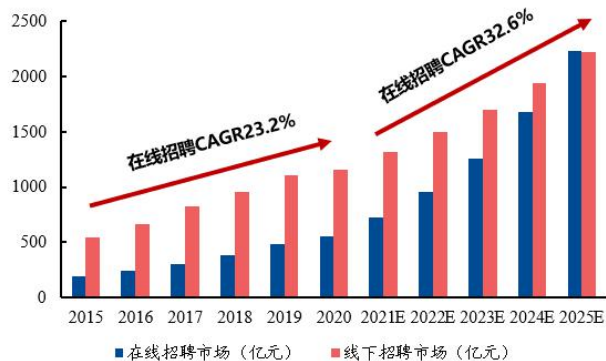
资料来源：星图数据，兴业证券经济与金融研究院整理

注：纵轴为 GMV 金额，横轴（如快手-1 中的 1）为排名

直播打赏业务政策风险释放，付费用户数增长驱动收入增长超预期。二季度由网信办、广电总局等部门出台的直播监管政策属于直播行业常态化监管范畴，快手作为头部平台内设庞大内容审核团队，特点为渗透率较高、人均打赏金额较低。我们判断，快手受直播监管政策影响较小，平台直播匹配效率改善，内容质量整体提升，将驱动直播付费用户数健康增长。我们预计二季度直播收入约 80 亿元，同比增长 11%。

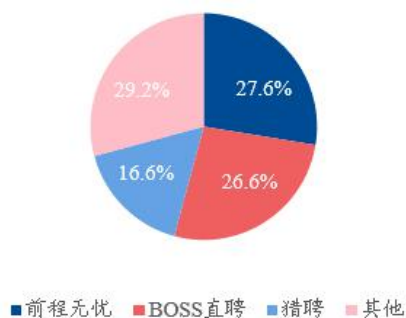
新业务快招工快速成长，直播形式、信任关系与灵活机制为三大优势。2022 年 1 月，快手推出直播招聘平台“快招工”，锚定蓝领招聘市场。据 BOSS 直聘招股说明书，2020 年我国蓝领在线招聘用户渗透率仅为 13.0%，预计 2025 年蓝领在线招聘市场规模将达 1284 亿元，CAGR 达 41.4%。据艾瑞咨询，2021 年在线招聘市场中前程无忧/BOSS 直聘/猎聘市场份额分别为 27.6%/26.6%/16.6%，市场尚未形成寡头垄断格局，快招工有望占据可观市场份额，主因：1) 直播带岗沟通效率高，消除信息不对称。2) 蓝领用户群体基数大，用户与主播信任关系提升转化率。3) 企业招聘更灵活。22Q1 快招工 MAU 超 1 亿，我们预计 2025 年其 MAU 有望达 3.1 亿，收入有望达 400 亿元。

图 3、我国招聘市场规模及增速情况



资料来源: BOSS 直聘招股说明书, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2021 年在线招聘市场竞争格局



资料来源: 艾瑞咨询, 兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示: 1) 短视频行业竞争加剧; 2) 直播电商监管趋严; 3) 广告行业景气度下降导致公司线上营销增速不及预期; 4) 社区运营不当风险。

附表

| 综合财务状况表 | | | | | 综合收益表 | | | | |
|--------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 亿元 | | | | | 单位:人民币亿元 | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 326 | 2003 | 2016 | 2065 | 营业收入 | 810.8 | 947.7 | 1174.3 | 1417.2 |
| 应收账款 | 45 | 36 | 64 | 56 | 成本 | -470.5 | -533.6 | -618.9 | -694.4 |
| 预付款项, 其他应收款及其他流动资产 | 33 | 41 | 48 | 59 | 毛利 | 340.3 | 414.1 | 555.4 | 722.8 |
| 按公允价值计入损益的金融资产 | 88 | 54 | 71 | 92 | 销售及营销开支 | -441.8 | -392.4 | -402.8 | -415.2 |
| 其他流动资产 | 38 | 45 | 55 | 67 | 行政开支 | -34.0 | -33.2 | -30.5 | -34.0 |
| 流动资产 | 530 | 2179 | 2255 | 2339 | 研发开支 | -149.6 | -158.0 | -173.7 | -153.6 |
| 有使用权资产 | 126 | 170 | 207 | 268 | 其他经营收入 | 10.3 | 9.5 | 11.7 | 14.2 |
| 无形资产 | 12 | 33 | 42 | 56 | 其他经营净收益 | -2.3 | -8.0 | 1.2 | 1.4 |
| 按公允价值计入损益的金融资产 | 33 | 20 | 27 | 34 | 营业利润 | -277.0 | -167.9 | -38.6 | 135.5 |
| 固定资产 | 111 | 145 | 163 | 188 | 财务费用 | -0.4 | -0.9 | -1.2 | -1.4 |
| 其他非流动资产 | 114 | 110 | 127 | 145 | 可转换可赎回优先股的公允价值变动收益/(亏损) | -512.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 非流动资产 | 395 | 478 | 565 | 691 | 税前利润 | -791.0 | -168.9 | -39.8 | 134.1 |
| 总资产 | 925 | 2657 | 2820 | 3030 | 所得税费用 | 10.3 | 5.1 | 1.2 | -4.0 |
| 应付账款 | 200 | 169 | 288 | 263 | 税后净利润 | -780.8 | -163.8 | -38.6 | 130.1 |
| 预收款项 | 35 | 44 | 57 | 65 | 非控制性股东应占利润 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他流动负债 | 137 | 167 | 206 | 254 | 经调整净利润 | -188.5 | -88.0 | 55.3 | 215.1 |
| 流动负债 | 373 | 379 | 551 | 582 | EPS(元) | -18.8 | -3.9 | -0.9 | 3.1 |
| 租赁 | 101 | 136 | 166 | 215 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 1 | 1854 | 1854 | 1854 | | | | | |
| 非流动负债 | 102 | 1990 | 2020 | 2069 | | | | | |
| 总负债 | 474 | 2370 | 2571 | 2651 | | | | | |
| 股本 | 0.0014 | 0.0014 | 0.0014 | 0.0014 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本溢价 | 2744 | 2744 | 2744 | 2744 | 会计年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 留存收益 | -2502 | -2666 | -2704 | -2574 | 成长性 | | | | |
| 总权益 | 451 | 287 | 248 | 379 | 营收增长率 | 37.9% | 16.9% | 23.9% | 20.7% |
| 总负债和总权益 | 925 | 2657 | 2820 | 3030 | 盈利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 42.0% | 43.7% | 47.3% | 51.0% |
| | | | | | 经调整净利率 | -23.3% | -9.3% | 4.7% | 15.2% |
| | | | | | ROE | 33.0% | -23.8% | 20.7% | 68.6% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 51.3% | 89.2% | 91.2% | 87.5% |
| | | | | | 流动比率 | 142.3% | 574.4% | 409.0% | 401.9% |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 资产周转率 | 112.1% | 52.9% | 42.9% | 48.5% |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 23.6 | 23.6 | 23.6 | 23.6 |
| | | | | | 每股资料(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | -18.8 | -3.9 | -0.9 | 3.1 |
| | | | | | 每股经营现金流 | -1327.1 | 42.8 | 5.5 | 7.7 |

| 综合现金流量表 | | | | |
|-------------------|----------------|--------------|-------------|-------------|
| 单位: 亿元 | | | | |
| 会计年度 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 净利润 | -791 | -169 | -40 | 134 |
| 固定资产折旧 | 40 | 60 | 86 | 109 |
| 无形资产摊销 | 2 | 3 | 5 | 6 |
| 已付所得税 | -15 | -2 | -11 | -17 |
| 经营活动产生现金流量 | -55193 | 1782 | 228 | 322 |
| 购买物业, 设备和无形资产 | -202 | -189 | -221 | -299 |
| 投资活动产生现金流量 | -183613 | -2007 | -255 | -339 |
| 支付租赁负债 | 79 | 48 | 41 | 66 |
| 融资活动产生现金流量 | 365002 | 1901 | 41 | 66 |
| 现金净增加 | 126 | 1677 | 14 | 48 |
| 现金的期初余额 | 204 | 326 | 2003 | 2016 |
| 现金的期末余额 | 326 | 2003 | 2016 | 2065 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 China Great Wall International Holdings VI Limited.、Coastal Emerald Limited、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、China Shandong Hi-Speed Financial Group Limited、山东黄金集团有限公司、广发控股（香港）有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、东航海外（香港）有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、农银国际控股有限公司、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、许昌市投资总公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南投资集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、远东宏信有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、Linyi City Development International Co., Limited、临沂城市发展集团有限公司、Linyi City Development Group Co., Ltd、信银（香港）投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资（集团）有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、香港國際（青島）有限公司、HONGKONG INTERNATIONAL (QINGDAO) COMPANY LIMITED、晋江市路桥建设开发有限公司、Jinjiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、朗诗绿色生活服务有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、烟台市蓬莱区城市建设投资集团有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、蚌埠博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮南建设发展控股（集团）有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Huzhou Gas Co., Ltd.、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、ENN Natural Gas Co., Ltd.、新奥能源控股有限公司、ENN Energy Holdings Limited、溧源国际有限公司、LIYUAN INTERNATIONAL CO., LIMITED、漳州市交通发展集团有限公司、潍坊滨海投资发展有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、德信服务集团有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 |
|-----------------------------|---------------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元 |
| 邮编：200135 | 邮编：100020 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |
| 深圳 | 香港（兴证国际） |
| 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 | 地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层 |
| 邮编：518035 | 传真：（852）35095929 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：ir@xyzq.com.hk |