



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

分红与回购：国内互联网公司股东 回报对比

国联证券传媒互联网研究团队

证券研究报告

2024年1月28日



回购的价值及海外科技公司回购情况

对回购行为的理解

回购是什么？

回购的定义：

回归指上市公司利用现金等方式，从股票市场上购回本公司发行在外的一定数额的股票的行为。

回购的方式一般包括：

自由现金、债务融资、内部资金调配等。

回购完成后股票的处理方式包括：

- 1) 公司可以将所回购的股票注销；
- 2) 公司将回购的股票作为“库存股”保留，不再属于发行在外的股票，且不参与每股收益的计算和分配。
库存股后续用途包括：发行可转换债券、股权激励计划等，或在需要资金时将其出售。

回购对上市公司的影响？

上市公司回购股份的意义：

- 1) 稳定公司股价，维护公司形象；
- 2) 回报投资者的重要方式；
- 3) 股权激励计划的股票来源；
- 4) 提高资金的使用效率，优化公司资本结构；
- 5) 抵御恶意收购的工具；
- 6) 促进证券市场的规范、稳健运行。

股票回购起源于美国。早在20世纪50年代，美国上市公司就出现了股票回购行为。后续，美国证监会（SEC）对于股票回购行为作为多条规定。

整体来看，回购制度一方面大幅度提升投资者的回报，另一方面强化了证券市场的价格发现功能，并在多次市场波动中对于稳定市场起到重要的作用。

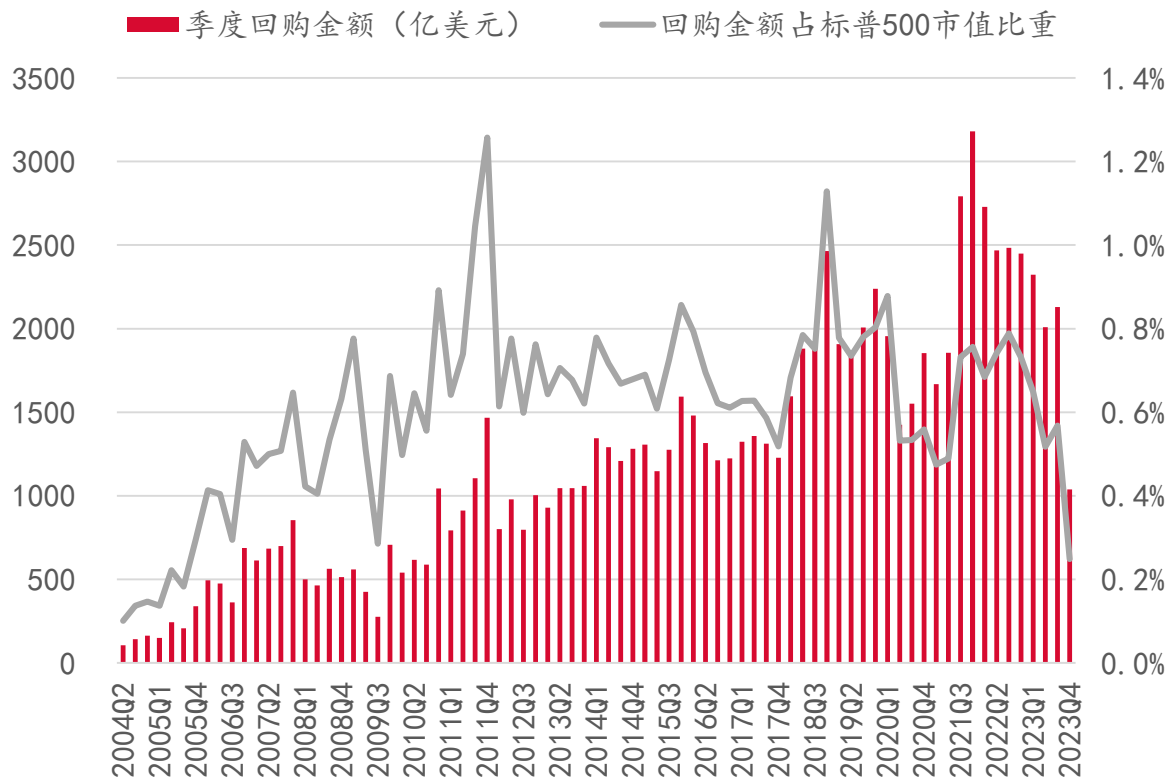
海外：回购是重要的拉升股价、提升股东回报的手段

我们通过复盘标普500成分股回购情况，看美股回购力度和趋势：

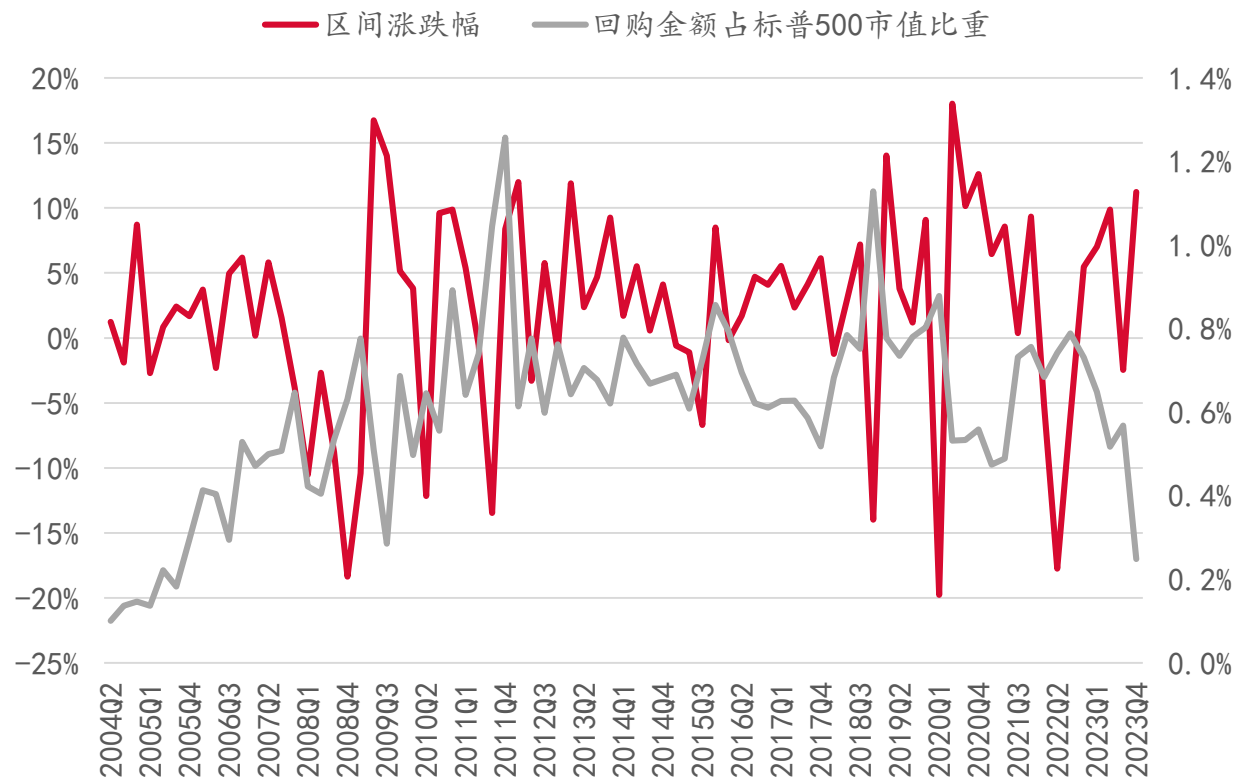
回购力度：从绝对值来看，美股回购金额整体呈现增长趋势，其中2021Q3单季度突破3000亿美元，后逐步回落；从占市值比重来看，自2009年之后整体维持在0.7%的平均水平；

回购趋势：整体来看，美股回购力度和涨跌幅成反向趋势，是在市场低迷时期彰显管理层信心，提升股东回报的重要手段。

标普500指数成分股历史回购金额及占市值比重



标普500指数成分股历史涨跌幅与回购力度关系



海外科技公司的分红及回购

微软：

- 分红：微软实行季度派息，以2023财年为例，每季度派息金额为每股0.68美元（FY2022为0.62美元、FY2021为0.56美元）；**2023财年总分红金额为202亿美元**；
- 回购：2019年11月公司董事会批准了不超过400亿美元的回购计划，改计划于2020年2月开始实施，2021年11月完成；2021年11月，公司再次宣布通过了最高不超过600亿美元的回购计划，2021年11月开始实施，截至2023财年末（2023/6/30）该计划仍有223亿美元回购额度，无到期期限。**2023财年总回购股份数6900万股，总回购金额为184亿美元。**

苹果：

2023年5月，公司宣布了一项新的股权回购计划，最高回购金额900亿美元；同时提高派息金额，将从2023年5月起将每季度的分红由0.23美元/股上调至0.24美元/股。**2023年财年，公司累计回购金额达到776亿美元、总分红金额达到150亿美元。**

谷歌：

2023年4月，公司宣布董事会批准了700亿美元的回购计划，根据公司2023Q3季报，该回购计划仍有523亿美元额度。2023Q3公司回购了1.22亿股、回购金额达到159亿美元；**2022年度整体的回购股份数为5.3亿、回购金额593亿美元。**

海外科技公司的分红及回购

亿美元，比值除外		FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
微软 财年截至6/30	回购总额	197	230	280	184
	分红金额	39	169	186	202
	(回购+分红)/净利润	53.2%	65.0%	64.1%	53.4%
	(回购+分红)/期末市值	15,408	20,369	19,170	25,309
苹果 财年截至9/30	回购总额	724	860	894	776
	分红金额	141	145	148	150
	(回购+分红)/净利润	151%	106%	104%	95%
	(回购+分红)/期末市值	4.40%	4.32%	4.73%	3.46%
谷歌 财年截至12/31	回购总额	311	503	593	
	分红金额	/	/	/	
	(回购+分红)/净利润	77%	66%	99%	
	(回购+分红)/期末市值	2.63%	2.62%	5.18%	

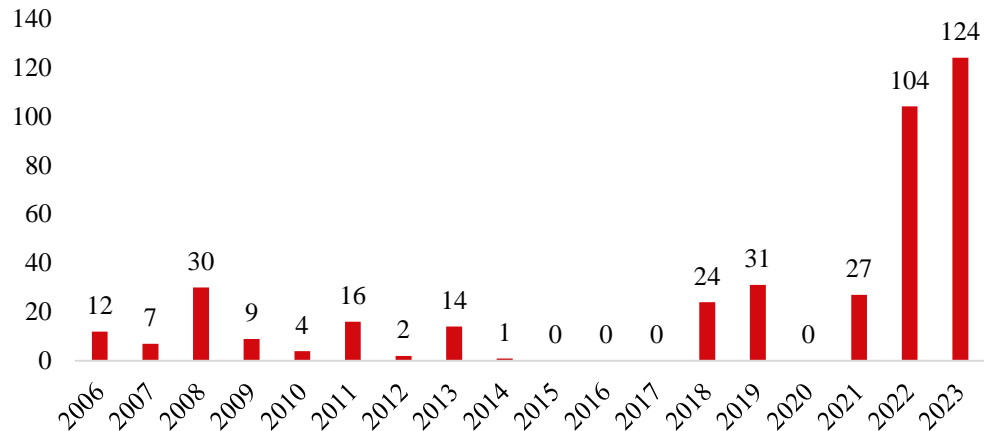


国内互联网公司回购分析

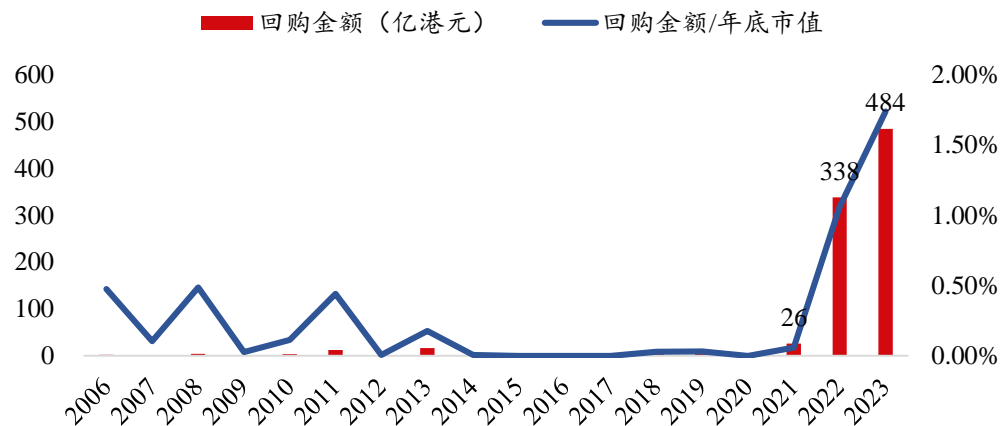
互联网公司在过去一年的回购情况

公司	年份	回购次数	回购股份数 (万股)	回购股数/年底股 份数	回购金额 (亿美元)	回购金额/年底市 值	回购金额/当年净 利润
腾讯	2022年	104	10,708	1.12%	43	1.04%	16.0%
	2023年	124	14,870	1.57%	62	1.74%	/
阿里	FY2023	/	103,917	5.06%	109	4.1%	102%
	2023年	/	89,790	4.41%	95	4.8%	/
美团	2022年	/	/	/	/	/	/
	2023年	/	/	/	/	/	/
百度	2022年	/	/	/	2.76	0.7%	25%
	2023年	/	/	/	3.51	0.8%	/
网易	2022年	/	/	/	11.96	2.5%	41%
	2023年	/	/	/	6.42 (2023年前三季度 回购金额)	1.1%	/

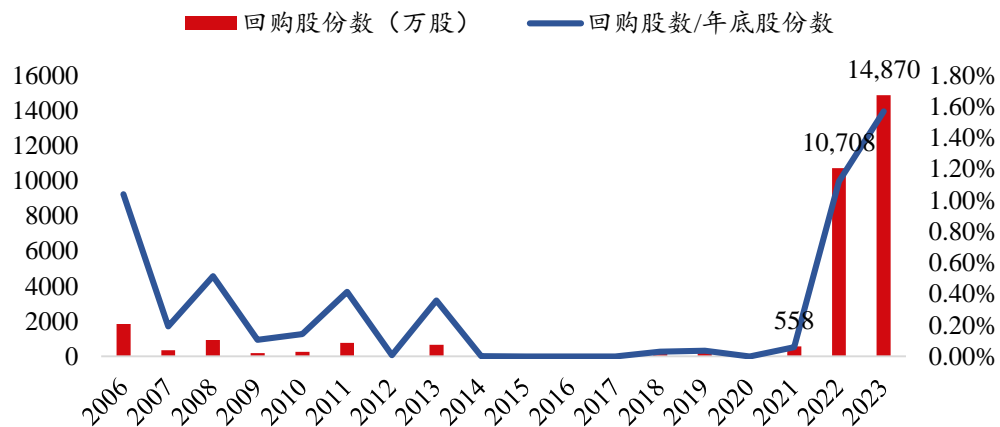
腾讯：各年度回购天数



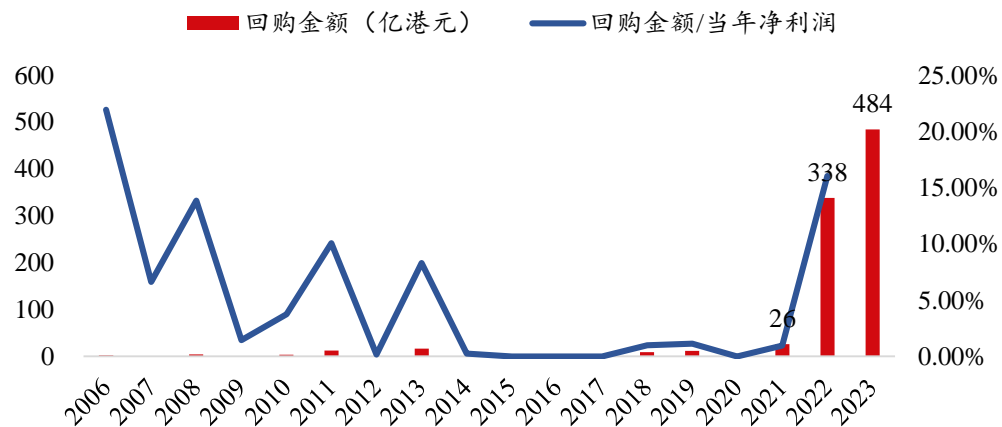
腾讯：各年度回购金额及市值占比



腾讯：各年度回购股份数及占比



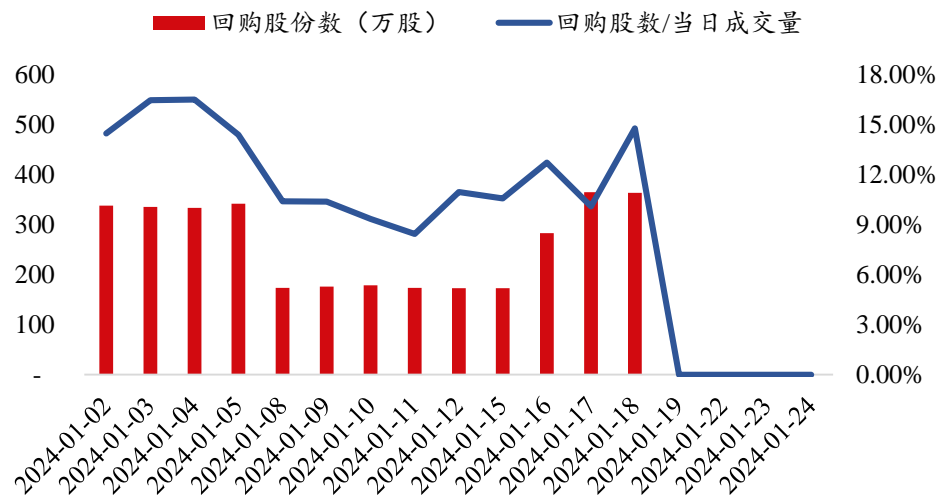
腾讯：各年度回购金额及净利润占比



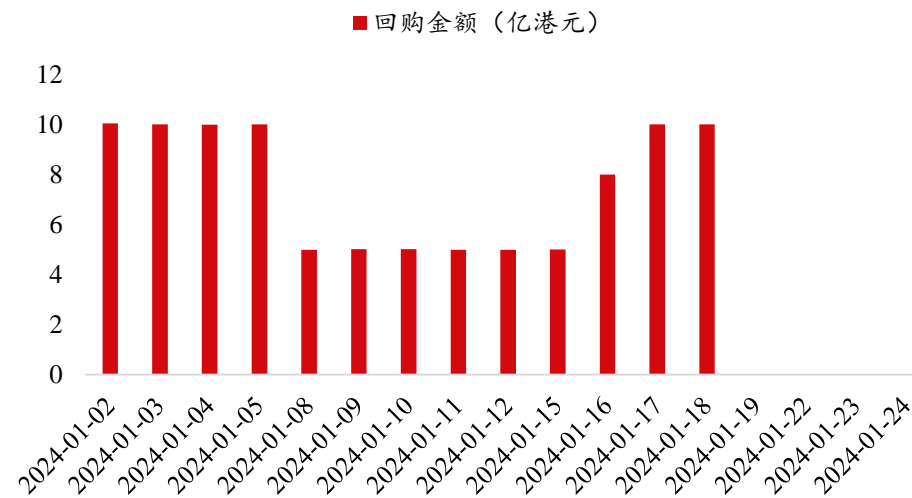
腾讯：2024年已连续13个交易日实施回购，日均回购金额5-10亿港元

1

腾讯：24年1月已连续13个交易日实施回购



腾讯：日均回购金额约5-10亿港元



腾讯：回购旨在提高股东价值，股份回购后被注销

1

根据公司年报披露，公司进行回购的主要目的是长远提高股东价值，回购的股票被注销。

- 以2022年为例，公司在2022年度在市场上回购其107,083,000股股份，其中100,643,000股于2022/12/31已被注销、6,440,000股股份于2022/12/31尚未被注销，其后于2023年1月被注销。
- 以2021年为例，公司在2021年度在市场上回购其5,581,800股股份，其后已被注销。

根据公司每月发布的证券变动月报表（以2023年12月为例），股票回购后将被注销

1. 可发行股份分类 (註5及6)	普通股	股份类别	不适用	可发行股份將於香港聯交所上市 (註1, 5及6)	是	
可发行股份的證券代號(如已於香港聯交所上市) (註1, 5及6)	00700					
多權證券代號	80700	RMB	說明			
發行類別	價格 (如適用)		發行及配發日期 (註5及6)	股東大會通過日期 (如適用)	本月內因此發行的發行人新股份數目 (E)	本月底因此可能發行的發行人新股份數目
	貨幣	價格				
1). 購回股份			2023年12月29日	2023年5月17日	-26,710,000	
2). 購回股份				2023年5月17日		-17,830,000

總數 E (普通股): -26,710,000

備註:

1. 於2023年12月29日，合共26,710,000股普通股予以註銷。該等股份於2023年11月20日至24日、27日至30日、及2023年12月1日、4日至8日、11日至15日及18日已作購回。

2. 於2023年12月19日至22日及27日至29日，合共17,830,000股普通股已作購回但於2023年12月31日尚未註銷。

本月普通股增加/減少 (-)總額 (即A至E項的總和) -25,299,092

腾讯：未披露回购资金的来源，回购资金是否充沛有待进一步判断

1

通常公司进行股票回购的资金来源可能包括几种：公司自由现金、债务融资、内部资金调配

从公司的自由现金流和账面现金水平来看，腾讯回购资金相对充沛；但值得注意的是，腾讯的大部分业务在国内，基于业务的现金流入以人民币为主，而回购其股票需要支付港币，因此需要考虑公司回购时的外币充沛程度。

1. 利用公司自有现金流回购，第一需要考虑公司境外业务（主要是游戏出海）贡献的经营现金流情况；第二需要考虑，若通过换汇是否会有金额上的限制；
2. 通过债务融资筹集资金，则需要考虑海外债权融资的成本。

从公司经营现金和账面资金的充裕程度，看回购的可持续性：

		2019	2020	2021	2022	2023H1
经营性现金流	亿元	1,486	1,941	1,752	1,461	1,030
营业收入	亿元	3,773	4,821	5,613	5,546	2,992
经营性现金流/营业收入	%	39%	40%	31%	26%	34%
自由现金流 (FCFF)	亿元	1,087	829	800	463	-288
归母净利润	亿元	933	1,598	2,248	1,882	520
自由现金流/归母净利润	%	117%	52%	36%	25%	-55%
账面现金	亿元	1,330	1,528	1,680	1,567	1,396
回购总金额	亿元	10.5	0.0	21.6	295.6	148.2

腾讯每年度派发末期股息，2022年度派发每股2.4港元（2021年每股1.6港元）。

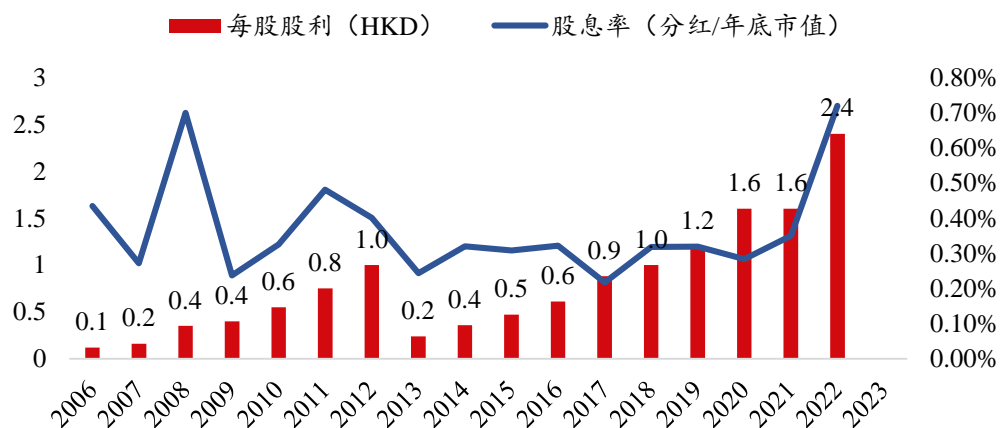
我们根据分红和年底的市值计算股息率，2022年为0.72%，较上一年度有明显提升。

公司回购注销股份/增发股份等会改变股份总数，进而改变每股股息，但根据测算结果回购行为对股息的影响较小

根据公司公告，公司回购股份后均已注销，因此公司用于回购的金额也可以理解为一种提升股东回报的投入。

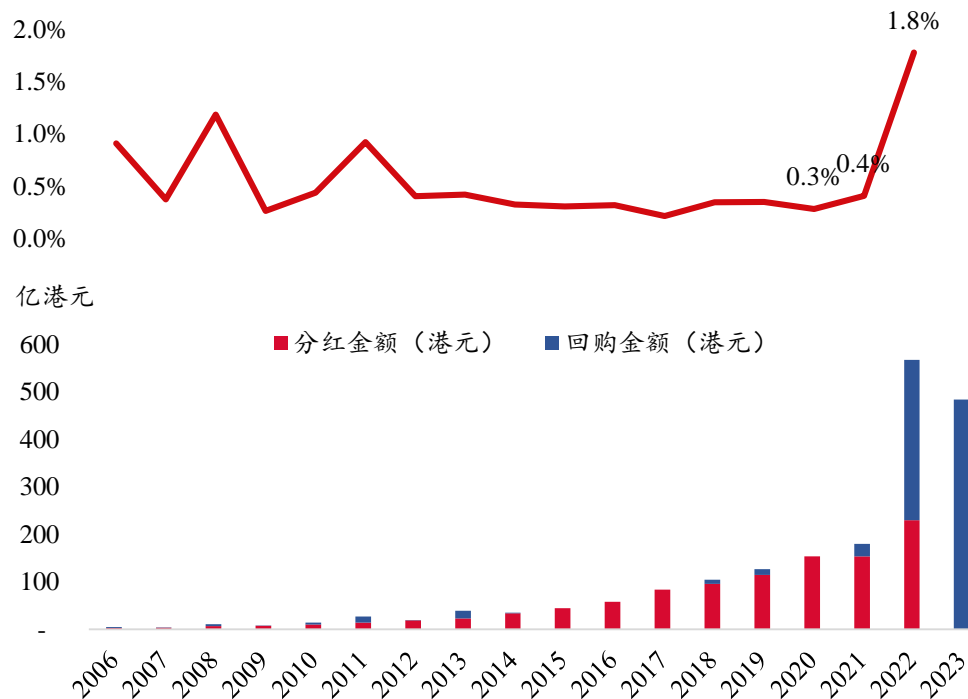
我们用分红金额+回购金额合计占年末市值的占比，来判断公司在股东回报方面的投入情况，腾讯在2022年的分红+回购率约为1.8%。

腾讯：每股股利及EPS占比



		2018	2019	2020	2021	2022
实际每股股利	港元	1.00	1.20	1.60	1.60	2.40
假设：不增发/不回购	港元	1.00	1.20	1.60	1.60	2.40
假设：只增发	港元	1.00	1.20	1.60	1.60	2.37
△股利-来自增发	港元	-0.0003	-0.0005	-0.0002	-0.0015	-0.0313
△股利-来自回购	港元	0.0003	0.0004	-	0.0009	0.0265

腾讯：历年分红及回购金额及在年末市值的占比



阿里：2021财年开始实行回购计划，2022及2023财年回购力度较大

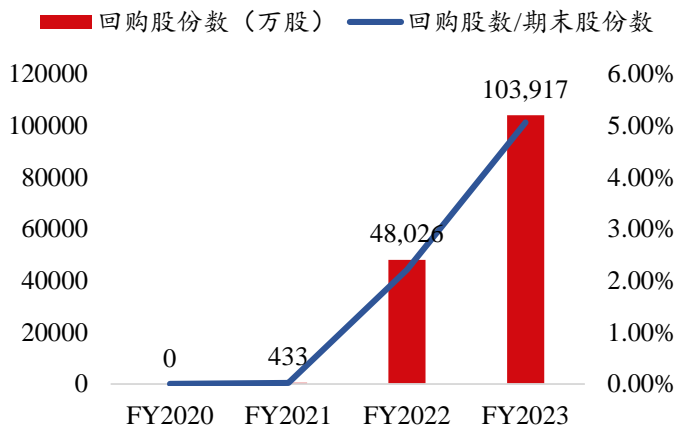
2

公司董事会于2019年5月批准了一项为期两年的股份回购计划，金额最高为60亿美元。此后，董事会多次扩增了该计划的规模并延长期限。根据公司截至2023/3/31的2023财年年度报告，该回购计划进一步扩大至400亿美元，有效期至2025年3月。

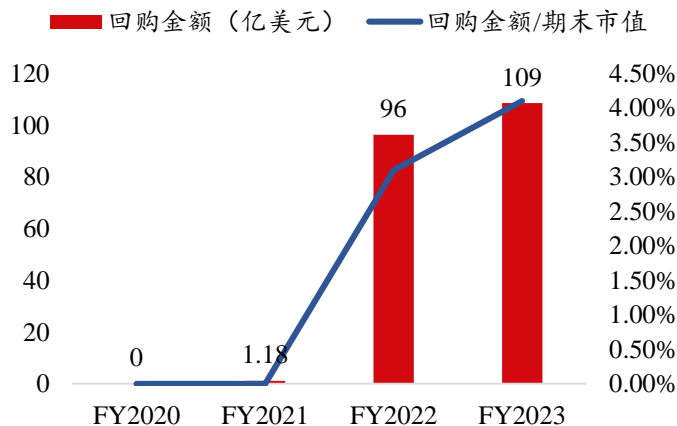
公司自2022年起，回购力度亦显著提升，根据公司2024/1/2发布的公告，截至2023/12/31的12个月期间，公司以95亿美元总购回购了8.979亿股普通股（相当于1.122亿股美国存托股），是回购力度最大的中国互联网公司；23Q4回购金额为29亿美元，总计回购2.827亿股普通股（相当于3660万股美国存托股）。截至2023/12/31，该回购计划仍有117亿美元回购额度，有效期至2025年3月。

阿里各财年的回购情况（截至3/31为阿里的财年）

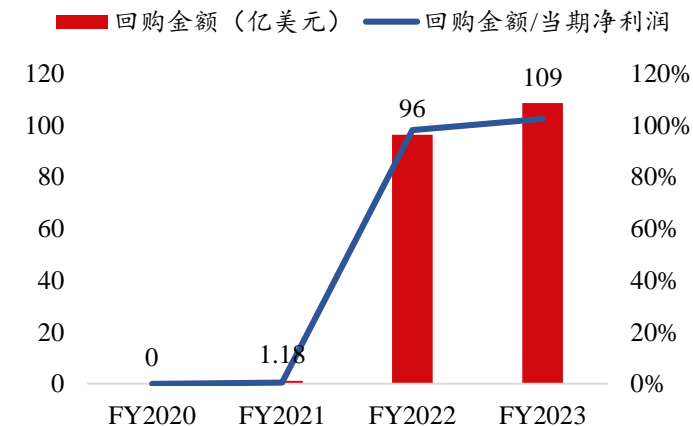
阿里：各财年回购股份数及占比



阿里：各财年回购金额及市值占比



阿里：各财年回购股份数及占比



通常公司进行股票回购的资金来源可能包括几种：公司自由现金、债务融资、内部资金调配

从公司的自由现金流和账面现金水平来看，阿里持续回购的资金相对充沛；但值得注意的是，阿里的大部分业务在国内，基于业务的现金流入以人民币为主，而回购其股票需要支付美元，因此需要考虑公司回购时的外币充沛程度。

1. 利用公司自有现金流回购，第一需要考虑公司境外业务（阿里的出海业务主要是阿里国际数字商业集团的业务，包括Lazada、速卖通、Trendyol等等）贡献的经营现金流情况；第二需要考虑，若通过换汇是否会有金额上的限制；
2. 通过债务融资筹集资金，则需要考虑海外债权融资的成本。

从公司经营现金和账面资金的充裕程度，看回购的可持续性：

		FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
经营性现金流	亿美元	50	71	52	50
营业收入	亿美元	167	217	318	306
经营性现金流/营业收入	%	30%	33%	16%	16%
自由现金流 (FCFF)	亿美元	30	-21	-32	-19
归母净利润	亿美元	31	67	70	34
自由现金流/归母净利润	%	98%	-31%	-45%	-56%
账面现金	亿美元	306	437	452	263
回购总金额	亿美元	0	1	96	109

公司于2023/11/16发布公告宣布就2023财年首次派发年度股息，金额为每股普通股0.125美元或每股美国存托股1美元，以美元支付。

这是公司上市以来首次派息，股息率为1.29%。

公司在2023财年亦开展较大力度回购，我们测算回购行为对股份数的变化因而产生的股利差异约为每股0.006美元

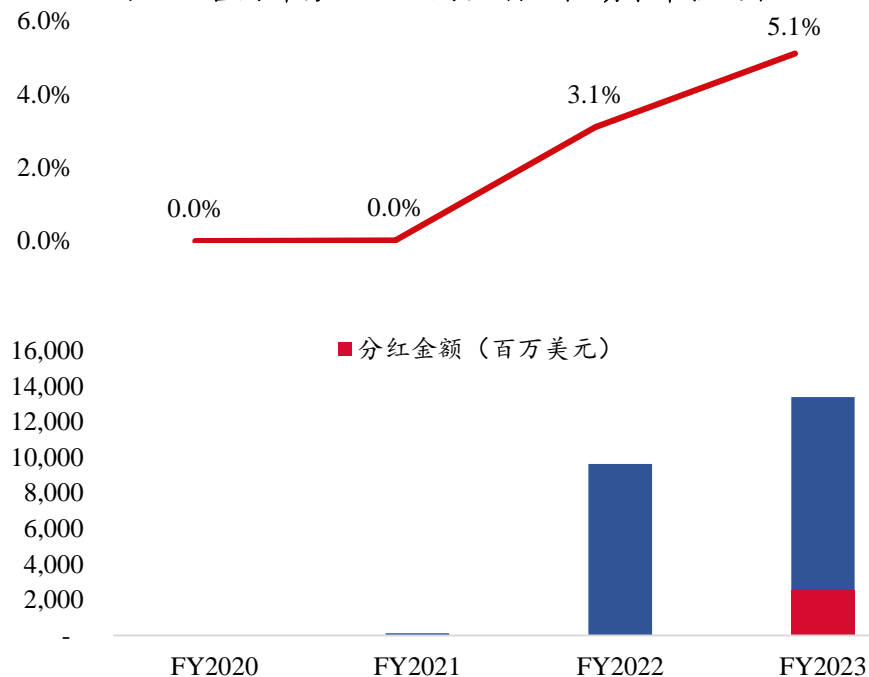
我们用分红金额+回购金额合计占年末市值的占比，来判断公司在股东回报方面的投入情况，阿里在2023财年的分红+回购率约为5.11%。

阿里：各财年分红数据



	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
实际每股股利	美元			0.125
假设：不增发/不回购	美元			0.117
假设：只增发	美元			0.119
△股利-来自增发	美元			0.002
△股利-来自回购	美元			0.006

阿里：各财年分红及回购金额及在期末市值的占比



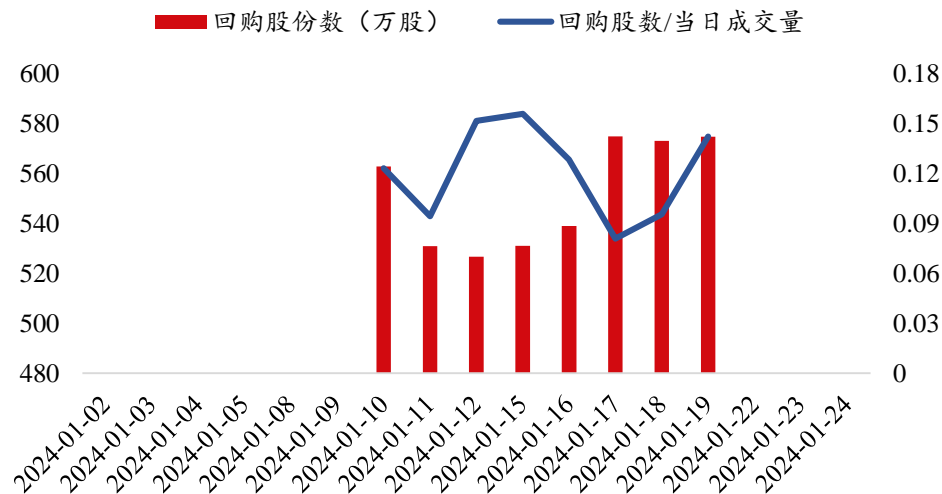
美团：24年1月连续8个交易日施行回购，日均回购金额约4亿港元

2023年11月29日，美团发布公告，宣布自2023年12月1日起，公司将不时在公开市场回购总金额不超过10亿美元的公司股份。

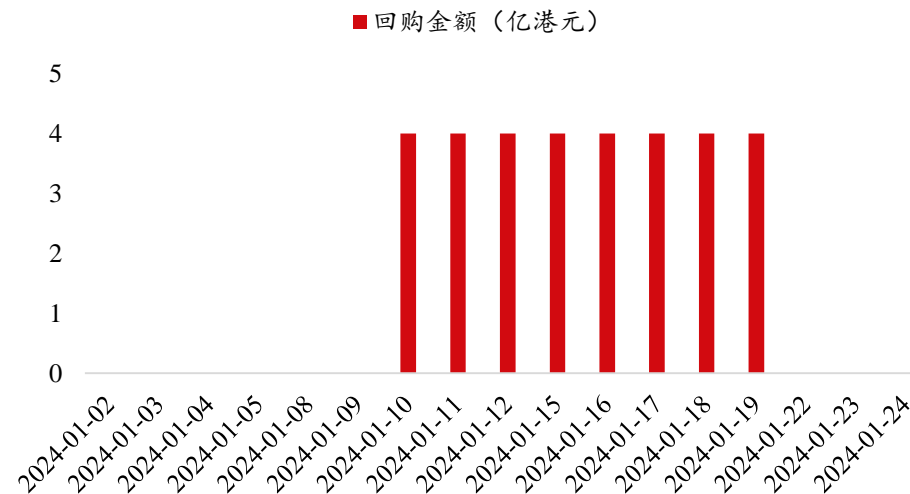
- 2024年1月10日，美团实施上市以来的首次回购，当日回购股份数为563万股，占当天交易量的12%，占总股份数的12.3%，回购金额约4亿港元。

2024年截至2024年1月24日的美团在公开市场回购了8天，合计回购股份数4413万股，回购金额约为32亿港元。

美团：24年1月连续8个交易日实施回购



美团：日均回购金额约4亿港元



从公司的自由现金流和账面现金水平来看，对比计划不超过32亿港元的回购计划，回购资金相对充沛；但值得注意的是，美团的海外业务较少，基于业务的现金流入以人民币为主，而回购其股票需要支付港币，因此需要考虑公司回购时的外币充沛程度。

1. 利用公司自有现金流回购，第一需要考虑公司境外业务，贡献的经营现金流情况（美团海外业务规模较少，预期不会贡献较多外币现金流）；第二需要考虑，若通过换汇是否会有金额上的限制；
2. 通过债务融资筹集资金，则需要考虑海外债权融资的成本。

在公司发布的回购计划公告中提到：“董事会认为，本公司现有财务资源足以支撑股份购回同时维持稳健的财务状况。”

从公司经营现金和账面资金的充裕程度，看回购的可持续性：

		2019	2020	2021	2022	2023H1	
经营性现金流	亿元	56	85	-40	114	189	
营业收入	亿元	976	1,148	1,791	2,201	1,266	
经营性现金流/营业收入	%	6%	7%	-2%	5%	15%	
自由现金流 (FCFF)	亿元	-72	-48	-555	-102	74	
归母净利润	亿元	22	47	-235	-67	80	
自由现金流/归母净利润	%	-320%	-102%	236%	153%	92%	
账面现金	亿元	134	171	325	202	270	
回购总金额	亿元						24年起计划32亿港元

分红情况：网易自2014年起每季度稳定分红。

从分红金额来看，呈现增长趋势，2023年已累计分红11.3亿美元；

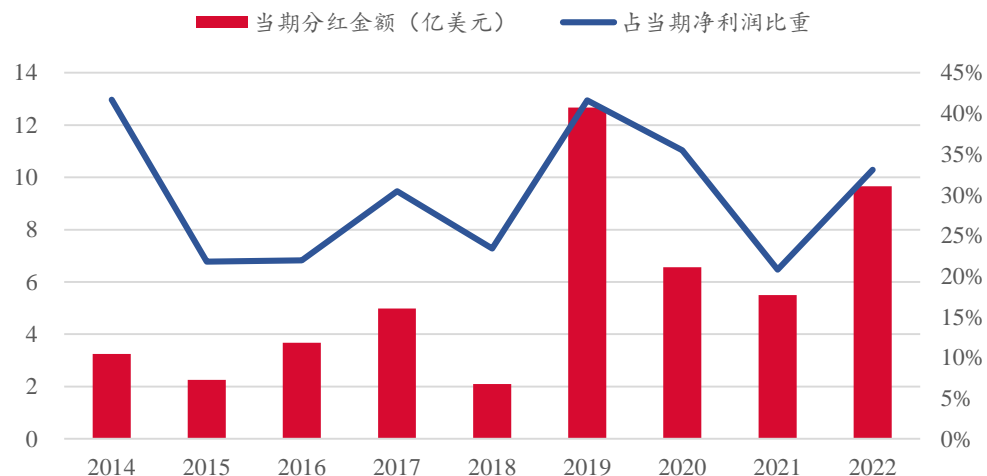
从分红比例来看，据公司财报：自2019Q2起，季度股利将为每季度税后净利润的20%-30%左右。

回购情况：网易自2014年起，基本每年宣布新的回购计划。

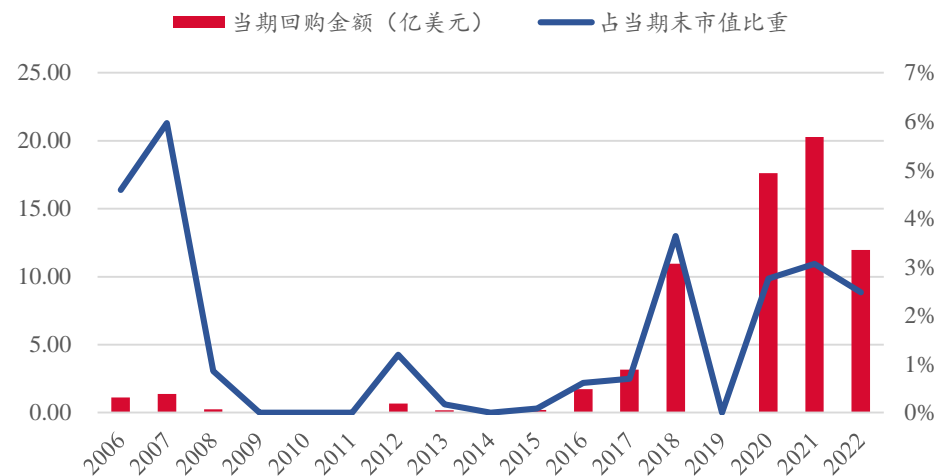
从回购金额来看，自2014年起基本呈现稳定增长趋势。其中2022年宣布将斥资不超过50亿美元回购股票，该计划将持续之多三年；

从回购比例来看，回购金额占年末市值的比重持续增长，2022年达到2.5%。

网易：各年度分红金额及占当年净利润比重



网易：各年度回购金额及占期末市值比重



根据网易年报，其回购资金一般来源于：1) 可赎回非控制权益所得收益；2) 短期/长期贷款。

从公司的自由现金流和账面现金水平来看，网易回购资金相对充沛；但值得注意的是，网易的大部分业务在国内，基于业务的现金流入以人民币为主，而回购其股票需要支付美元，因此需要考虑公司回购时的外币充沛程度。

1. 利用公司自有现金流回购，第一需要考虑公司境外业务（主要是游戏出海）贡献的经营现金流情况；第二需要考虑，若通过换汇是否会有金额上的限制；
2. 通过债务融资筹集资金，则需要考虑海外债权融资的成本。

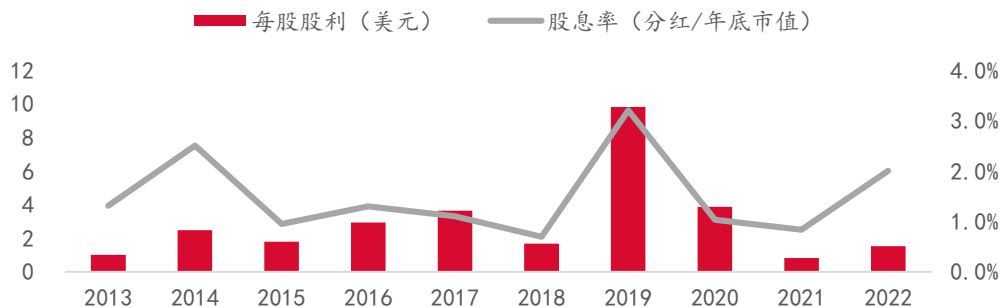
从公司经营现金和账面资金的充裕程度，看回购的可持续性：

单位：亿美元	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
经营性现金流	9.60	12.44	22.33	18.20	19.55	24.68	38.14	39.10	39.79
营业收入	19.14	35.12	55.04	82.80	97.85	84.92	112.90	137.41	138.55
经营性现金流/营业收入	50%	35%	41%	22%	20%	29%	34%	28%	29%
自由现金流 (FCFF)	1.34	11.31	0.13	-7.48	1.59	-11.39	1.22	27.25	13.62
归母净利润	7.77	10.37	16.73	16.39	8.96	30.44	18.49	26.44	29.20
自由现金流/归母净利润	17%	109%	1%	-46%	18%	-37%	7%	103%	47%
账面现金	3.30	9.35	7.84	4.23	7.85	4.65	13.97	22.74	35.74
回购总金额	0	0	2	3	11	0	18	20	12

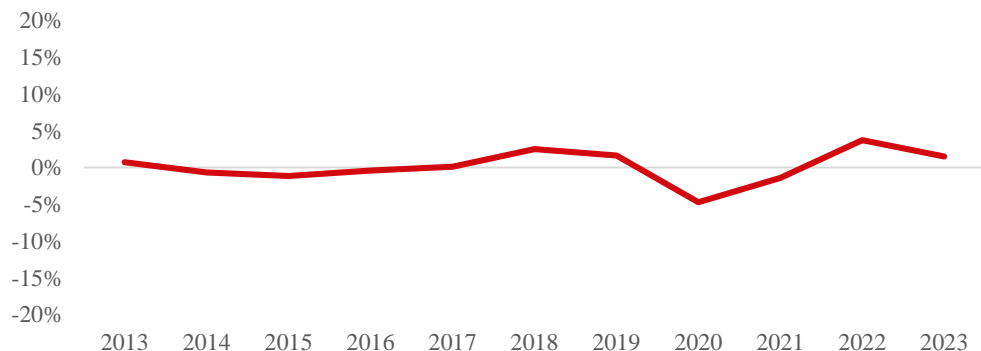
网易每季度派发末期股息，2022年度共派发每股1.5美元（2021年每股0.8美元）。我们根据分红和年底的市值计算股息率，2022年为2%，较上一年度有明显提升。

公司用于回购的金额也可以理解为一种提升股东回报的投入。我们用分红金额+回购金额合计占年末市值的占比，来判断公司在股东回报方面的投入情况，网易在2022年的分红+回购率约为4%。

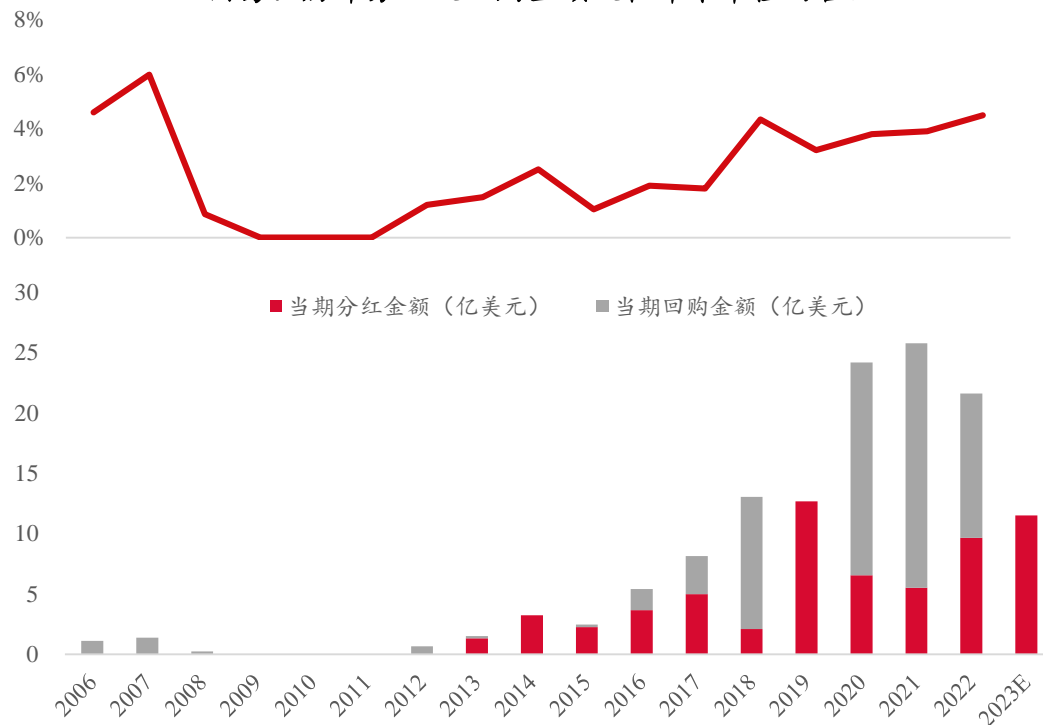
网易：每股股利及EPS占比



年初-年末股份数变化幅度



网易：历年分红及回购金额及在年末市值的占比

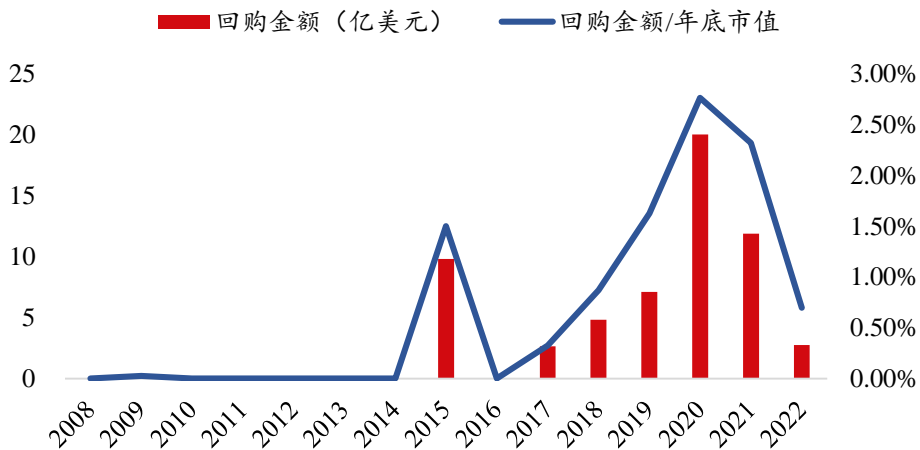


回购情况：

整体来看，百度自2017年以来，每年回购力度逐步加大。其中2020年回购金额达20亿美元，占期末总市值比重2.8%。

2023年2月，百度董事会宣布已批准一项新的股票回购计划。根据该计划，百度可能回购价值高达**50亿美元**的股票，有效期至2025年12月31日。根据百度公司公告披露，自2023年第三季度起，百度股份回购金额为1.26亿美元，目前股份回购计划项下的**累计回购金额达3.51亿美元**。

百度：各年度回购金额及市值占比



通常公司进行股票回购的资金来源可能包括几种：公司自由现金、债务融资、内部资金调配

从公司的自由现金流和账面现金水平来看，百度回购资金相对充沛；但值得注意的是，百度的大部分业务在国内，基于业务的现金流入以人民币为主，而回购其股票需要支付美元，因此需要考虑公司回购时的外币充沛程度。

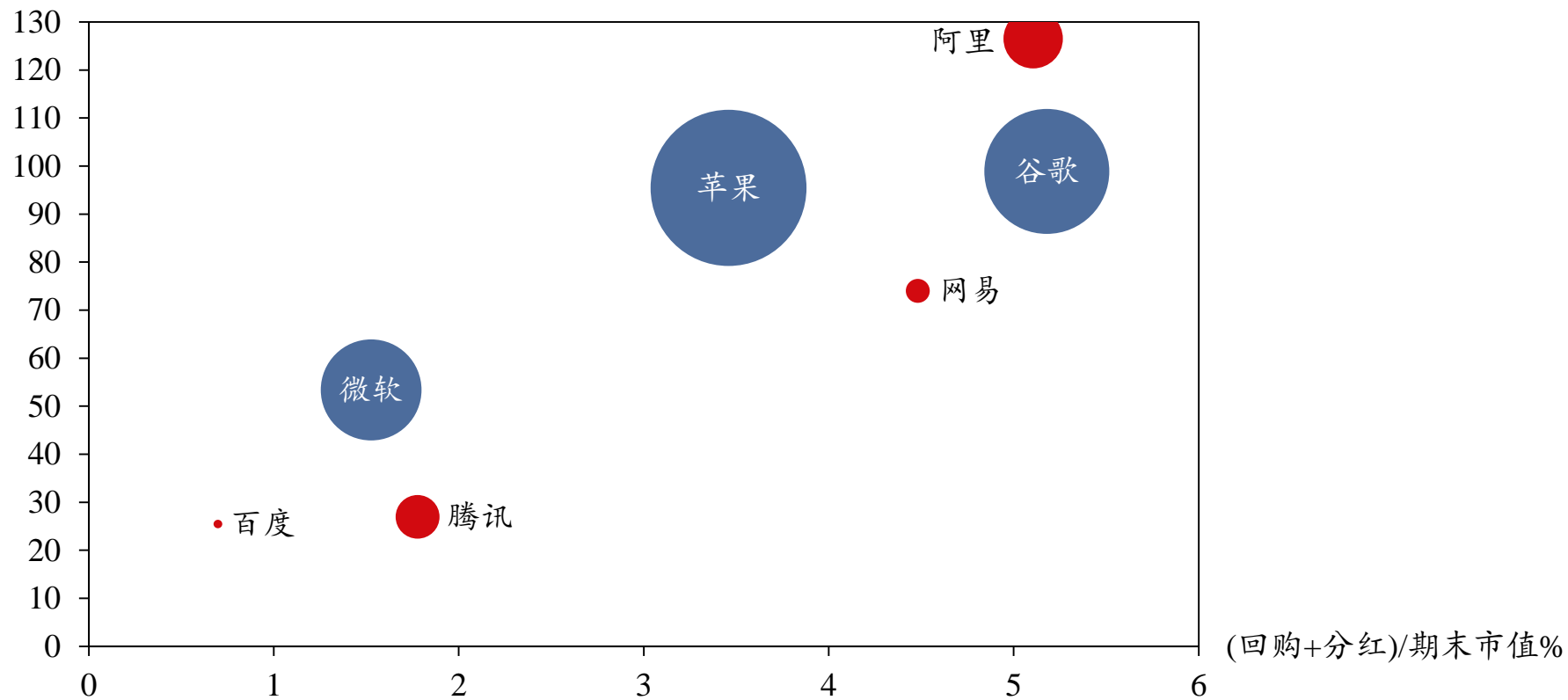
1. 利用公司自有现金流回购，第一需要考虑公司境外业务（目前占比较小）贡献的经营现金流情况；第二需要考虑，若通过换汇是否会有金额上的限制；
2. 通过债务融资筹集资金，则需要考虑海外债权融资的成本。

从公司经营现金和账面资金的充裕程度，看回购的可持续性：

单位：亿美元	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
经营性现金流	2.55	3.34	7.10	12.98	19.09	22.62	29.31	29.91	32.09	50.32	52.41	40.79	37.09	31.56	37.58
营业收入	4.68	6.51	11.95	23.01	35.49	52.39	80.16	102.23	101.70	129.79	149.02	153.97	164.10	195.26	177.58
经营性现金流/营业收入	55%	51%	59%	56%	54%	43%	37%	29%	32%	39%	35%	26%	23%	16%	21%
自由现金流 (FCFF)	1.31	2.46	5.58	-6.49	-1.13	4.18	-4.80	-1.82	-7.16	9.35	-6.03	7.11	19.81	10.90	51.66
归母净利润	1.53	2.17	5.32	10.54	16.64	17.25	21.55	51.84	16.77	28.01	40.18	2.95	34.44	16.04	10.85
自由现金流/归母净利润	85%	113%	105%	-62%	-7%	24%	-22%	-4%	-43%	33%	-15%	241%	58%	68%	476%
账面现金	3.46	6.15	11.75	6.55	18.90	15.90	22.64	15.34	15.71	16.96	40.27	47.94	54.84	57.80	76.32
回购总金额	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.82	0.00	2.64	4.83	7.11	20.01	11.89	2.76

国内外互联网公司年度股东回报投入（分红+回购）对比

(回购+分红)/净利润%



腾讯、网易、百度为2022年度数据；阿里为截至2023/3/31的2023财年数据；微软为截至2023/6/30的2023财年数据；苹果为截至2023/9/30的2023财年数据



风险提示

风险提示

- 宏观经济风险;
- 竞争加剧风险;
- 监管政策风险;

分析师和联系人

分析师 陈梦瑶

SAC:S0590521040005

分析师 丁子然

SAC:S0590523080003

联系人 周砺灵

联系人 楼静波

办公地址

上海

浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37层

北京

东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4层

深圳

福田区益田路4068号卓越时代广场13层

无锡

江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12层

评级说明和声明

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

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；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
	增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
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；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
	中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。



国联证券
GUOLIAN SECURITIES

致 谢!



国联证券股份有限公司
GUOLIAN SECURITIES CO., LTD.