

东方甄选 (1797 HK, 持有, 目标价: HK\$23.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$23.00 当前股价: HK\$26.40

股价上行/下行空间 -13%

52 周最高/最低价 (HK\$) 75.55/22.65

市值 (US\$mn) 3,424

当前发行数量(百万股) 1,014

三个月平均日交易额 (US\$mn) 45

流通盘占比 (%) 31

主要股东 (%)

新东方教育科技集团 56

腾讯控股 9

俞敏洪 3

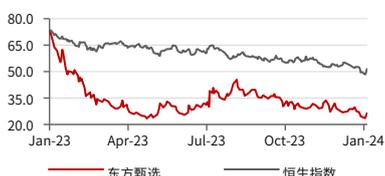
按 2024 年 1 月 24 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	持有	N/A
目标价 (HK\$)	23.00	29.00	-21%
2024E EPS (RMB)	0.85	1.26	-33%
2025E EPS (RMB)	1.14	1.41	-19%
2026E EPS (RMB)	1.35	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)

	2024E	2025E
营收 (RMBmn)	5,408 (+15%)	6,077 (+27%)
EPS (RMB)	1.06 (-20%)	1.32 (-13%)

注: 所示市场预测来源于 Visible Alpha。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

预计 2024 财年为转型之年, 盈利能力或将承压

- 2024 财年上半年收入符合预期, 但调整后净利润较一致预期低~13%。
- 我们预计 2024 财年是东方甄选提升自营产品及自有应用程序渠道 GMV 的转型之年, 这可能会拖累盈利能力。
- 维持“持有”评级, 下调目标价至 23.00 港元 (较 20 倍 2025 财年 P/E 折价 1 年)。

此港股通报告之英文版本于 2024 年 1 月 25 日下午 15 时 33 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的赵冰 (证券分析师登记编号: S1680519040001) 审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

东方甄选公布 2024 财年中期业绩, 收入同比增长 34%至 28 亿元 (符合 Visible Alpha 一致预期)。由于营销费用增加, 调整后净利润为 5.09 亿元 (较一致预期低~13%)。管理层在电话会上指出, 尽管公司受到舆论风波影响, 但 2023 年 12 月至 2024 年 1 月的商品交易总额 (GMV) 仍然稳健。我们预计东方甄选 2024 财年下半年收入将同比增长 41%, 得益于新账号“与辉同行”的强势表现以及主号表现趋稳。同时, 我们预计 2024 财年下半年调整后净利润将同比下降 13%, 主要原因是公司在自营产品 (公司目标是到 2024 年底自营品 SKU 数量达 400 款)、App 开发 (包括基础设施和新户获取) 方面的投入, 以及较高的员工费用 (公司称 2024 财年下半年将增加员工股权激励)。我们对东方甄选维持“持有”评级, 主要是考虑到公司正处转型阶段, 面临利润率压力。

按板块划分, 2024 财年上半年自营产品和直播电商收入同比增长 37%, 达 24.1 亿元。GMV 同比增长 19%至 57 亿元, 其中我们估算自营产品 GMV 同比增长逾 70%, 达到约 19 亿元 (收入占比从 2023 财年上半年的 23%增至 33%)。由于自有应用程序渠道的 GMV 占比增加以及平均售价可能增加, 抖音上已付订单数量同比下滑 15%至 5,960 万单。利润率方面, 由于营销费用增加, 2024 财年上半年调整后营业利润率由 2023 财年上半年的 32.3%降至 20.1% (销售及营销费用比率由 11%增至 20%)。调整后净利润为 5.09 亿元, 同比下降 15%。

东方甄选表示, 公司自有应用程序现有 360 万注册用户, 日净增约 5,000-8,000 人。东方甄选于 2023 年 10 月推出了会员制 (定价 199 元/年), 目前已有超过 20 万名会员, 付费会员人均每月消费 800 元。同时, 我们注意到东方甄选自 2023 年 12 月起在抖音和自有应用程序上对自营产品加大了补贴力度。截至 1 月 24 日, 公司新推出的抖音账号“与辉同行”已有 1,300 万粉丝 (对比主号“东方甄选”为 3,100 万粉丝)。“与辉同行”在 1 月 9 日的首次直播实现 GMV 逾 1.5 亿元。公司其他账号亦维持稳健表现。我们预计, 2024 财年下半年 GMV 将同/环比增长 31%/ 19%。

维持“持有”评级, 小幅下调目标价至 23.00 港元 (此前为 29.00 港元)。基于 GMV 增长强劲的预期, 我们将 2024/ 25 财年收入预测分别上调 15%/26%。不过, 考虑到收入结构变化及营销费用增加, 我们将调整后净利润率下调 10/8.5 个百分点。我们将估值基准年份后移至 2025 财年, 我们预计东方甄选将于该年实现更常态化的收入和利润率。我们的目标价基于 20 倍 2025 财年市盈率 (与中国 MCN、电商服务商及消费品行业平均估值倍数一致), 以 10%的折现率往回折一年。风险提示: 下行风险——宏观经济复苏慢于预期, 营销费用高于预期, 品控风险; 上行风险——宏观经济复苏快于预期, 自营产品 GMV 增速超预期, 产品组合及利润率改善, 品牌认知度提升。

财务数据摘要

摘要 (年结: 05 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	601	4,510	6,228	7,728	8,576
息税前利润 (RMBmn)	(158)	1,071	547	884	1,236
归母净利润 (RMBmn)	110	1,089	922	1,242	1,472
每股收益 (RMB)	0.11	1.02	0.85	1.14	1.35
市盈率 (x)	45.4	30.1	28.2	21.0	17.8

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。归母净利润和每股收益按非国际财务报告准则。

研究团队

张译文, CFA

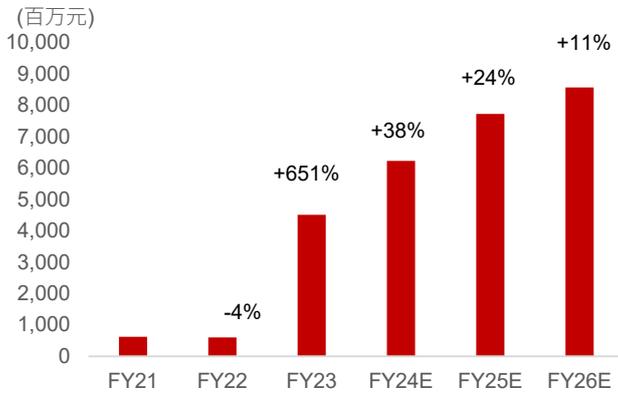
香港证监会中央编号: BLM908

林汝函

香港证监会中央编号: BNX931

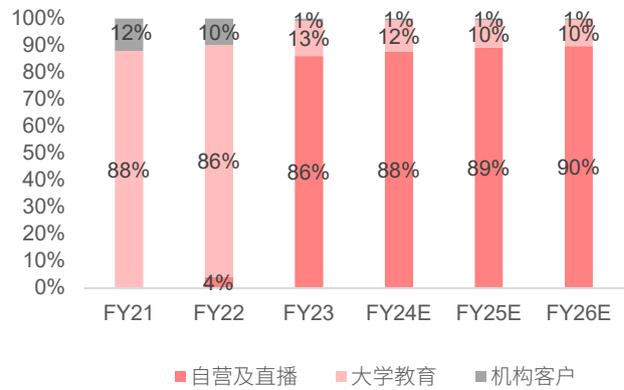
焦点图表

图表 1: 东方甄选—总营收及同比增速



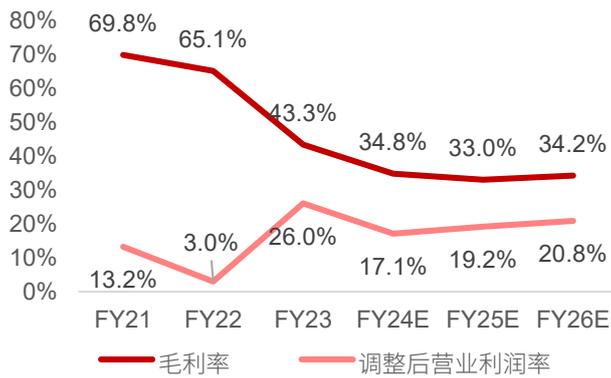
资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 2: 东方甄选—营收结构变化



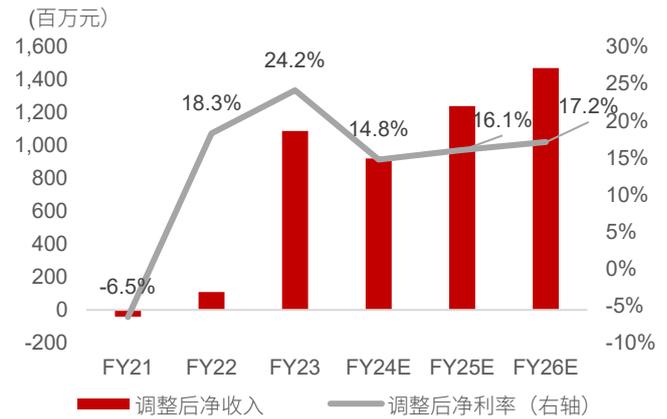
资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 3: 东方甄选—毛利率及调整后营业利润率



资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 4: 东方甄选—调整后净收入及调整后净利率



资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 5: 抖音 GMV 前十大自营品牌产品

	产品名 (中文)	产品名 (英文)	价格 (人民币)	累计销售单位 (百万)
1	爆汁烤肠	Sausage	49.90	6.1
2	南美白虾	Shrimp	88.00	5.9
3	香煎鸡胸肉	Chicken breast	56.00	2.9
4	吐司	Toast	42.90	2.4
5	谷物鲜鸡蛋	Egg	39.90	2.2
6	果冻橙	Orange	32.80	2.2
7	意大利面	Pasta	58.00	1.9
8	新疆和田灰枣	Dried jujube fruit	26.90	1.2
9	奥尔良鸡翅	Chicken wings	48.90	0.3
10	智力车厘子	Cherry	228.00	0.4

资料来源: 抖音

图表 6: 东方甄选—业绩回顾 (2024 财年上半年)

(百万元)	截至 2021 年 11 月	截至 2022 年 5 月	截至 2022 年 11 月	截至 2023 年 5 月	截至 2023 年 11 月	环比	同比
	1HFY22	2HFY22	1HFY23	2HFY23	1HFY24		
营收	301	299	2,080	2,430	2,795	15.0%	34.4%
费用	-121	-88	-1,098	-1,457	-1,701		
毛利润	180	211	982	972	1,094	12.5%	11.4%
毛利率	59.7%	70.5%	47.2%	40.0%	39.1%	-0.9ppt	-8.1ppt
- 研发费用	-31	-34	-48	-61	-76		
- 销售及营销费用	-116	-154	-228	-392	-560		
- 一般及管理费用	-159	-55	-62	-92	-143		
营业收入	-125	-32	644	427	316	-25.9%	-50.9%
营业利润率	-41.6%	-10.9%	31.0%	17.6%	11.3%	-6.3ppt	-19.7ppt
调整后净收入 (非IFRS)	27	80	601	488	509	4.1%	-15.4%
调整后净利率 (非IFRS)	9.0%	26.8%	28.9%	20.1%	18.2%	-1.9ppt	-10.7ppt
调整后摊薄每股收益 (人民币)	0.027	0.080	0.565	0.458	0.470	2.5%	-16.9%

资料来源: 公司公告, Visible Alpha, 华兴证券 (香港) 预测

盈利预测调整和估值

考虑到 GMV 增长更为强劲，我们对 2024/25 财年的营收预测上调 15%/ 26%，但因营销费用增加，我们将同期调整后净利率下调 10/8.5 个百分点。我们也引入了对 2026 财年的盈利预测。

图表 7: 东方甄选—预测调整

(百万元)	调整后			调整前			变化		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
净营收总额	6,228	7,728	8,576	5,433	6,145		14.6%	25.8%	
同比变化%	38.1%	24.1%	11.0%	21.5%	13.1%		16.6ppt	11.0ppt	
- 自营及直播电商	5,469	6,891	7,698	4,718	5,395				
- 大学教育	721	793	832	672	706				
- 机构客户	39	44	46	42	44				
毛利润	2,165	2,551	2,933	2,044	2,297		5.9%	11.1%	
毛利率	34.8%	33.0%	34.2%	37.6%	37.4%		-2.9ppt	-4.4ppt	
营业收入 (IFRS)	547	884	1,236	1,317	1,527		-58.5%	-42.1%	
营业利润率	8.8%	11.4%	14.4%	24.2%	24.8%		-15.5ppt	-13.4ppt	
营业收入 (非IFRS)	1,068	1,484	1,786	1,627	1,837		-34.4%	-19.2%	
营业利润率	17.1%	19.2%	20.8%	30.0%	29.9%		-12.8ppt	-10.7ppt	
净收入 (IFRS)	401	642	922	1,038	1,203		-61.4%	-46.6%	
同比变化%	-59%	60.1%	43.6%	2%	15.9%				
净利率 (IFRS)	6.4%	8.3%	10.8%	19.1%	19.6%		-12.7ppt	-11.3ppt	
净收入 (非IFRS)	922	1,242	1,472	1,348	1,513		-31.6%	-17.9%	
同比变化%	-15.4%	34.7%	18.5%	21.2%	12.2%				
净利率 (非IFRS)	14.8%	16.1%	17.2%	24.8%	24.6%		-10.0ppt	-8.5ppt	
调整后摊薄每股收益 (非IFRS, 人民币)	0.85	1.14	1.35	1.26	1.41		-32.6%	-19.1%	
同比变化%	-16.9%	34.2%	18.1%	20.7%	11.8%				

资料来源: 华兴证券 (香港) 预测

维持“持有”评级，下调目标价至 23.00 港元（之前为 29.00 港元）。我们采用 P/E 法对东方甄选进行估值。我们将估值基准年份后移至 2025 财年，我们预计东方甄选将于该年实现更常态化的收入和利润率。我们的目标价基于 20 倍 2025 财年市盈率（之前为 20 倍 2024 财年市盈率），与中国 MCN/电商服务商及消费品行业平均估值倍数一致（之前预测为存在 15% 的折价）。我们选取线上渠道贡献大部分销售收入的消费品公司作为可比对象是因为我们认为它们与东方甄选的自营业务性质最为相似。我们也选取了与东方甄选针对第三方产品线上直播有相似业务的 MCN/电商服务提供商作为可比公司。由于东方甄选自营产品 GMV 贡献占比从 2023 财年上半年的 23% 提高到了 2024 财年上半年的 33%，我们去除了以上折价。

我们认为东方甄选会因持续投资自营品牌和自有 app 而使得利润率承压，仍处于过渡期，故维持“持有”评级。

图表 8: 东方甄选—P/E 估值

P/E估值	2025财年
调整后净利润 (百万元人民币)	1,242
目标倍数	20x
P/E估值	24,841
折现率 (一年)	0.91
折现集团估值 (百万元人民币)	22,582
集团估值 (百万港元)	25,163
目标价 (港元/股)	23.00
假设	
股份数 (百万)	1,114
人名币兑港元汇率	1.11

注: 美元兑港币汇率采用 7.8。

资料来源: 华兴证券 (香港) 预测

图表 9: 东方甄选—中国 MCN/电商服务提供商及消费品同业公司估值对比

股票代码	公司名称	评级	交易货币	最新价格	市值 (十亿美元)	财年截至	EPS (列报货币)			P/E			P/S		
							FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
1797 HK	东方甄选	持有	港元	26.40	3.4	5月	1.05	0.85	1.14	23.1	28.2	21.0	5.5	3.9	3.1
中国MCN/ 电商服务提供商															
002291 CH	遥望科技	未覆盖	人民币	7.11	0.9	12月	(0.31)	0.30	1.01	(22.9)	23.7	7.0	1.4	1.1	0.9
300792 CH	壹网壹创	未覆盖	人民币	20.39	0.7	12月	0.59	0.72	0.83	34.6	28.3	24.6	3.4	2.9	2.5
002878 CH	元隆雅图	未覆盖	人民币	15.54	0.6	12月	0.55	0.90	1.32	28.3	17.3	11.8	1.2	1.0	0.9
300785 CH	值得买	未覆盖	人民币	17.91	0.5	12月	0.53	0.89	1.20	34.1	20.2	15.0	2.5	2.1	1.8
均值										18.5	22.4	14.6	2.1	1.8	1.5
中国消费品企业															
2145 HK	上美股份	未覆盖	港元	28.25	1.4	12月	0.87	1.23	1.57	29.6	21.0	16.5	2.8	2.1	1.8
300783 CH	三只松鼠	未覆盖	人民币	18.06	1.0	12月	0.51	0.68	0.87	35.2	26.4	20.8	1.1	0.8	0.7
603719 CH	良品铺子	未覆盖	人民币	17.79	1.0	12月	0.72	0.92	1.12	24.7	19.4	15.8	0.8	0.7	0.6
YSG US	逸仙电商	未覆盖	美元	0.72	0.4	12月	(0.25)	0.48	1.00	(20.2)	10.7	5.1	0.7	0.6	0.6
均值										29.8	19.4	14.5	1.3	1.1	0.9

注: 现价按 2024 年 1 月 24 日收盘价。未覆盖公司数据为彭博一致预期, 我们在计算平均市盈率及市销率时剔除了异常值。异常值指负数和极大数。

资料来源: 彭博, 华兴证券 (香港) 预测

风险提示

下行风险：

- **宏观经济复苏慢于预期：**若中国的经济复苏慢于我们的预期且消费者购买欲减弱，东方甄选的电商 GMV 可能会承压，这将对我们的营收预测构成下行风险。
- **营销费用高于预期：**东方甄选目前不为直播平台购买流量；相反，其凭借优质内容驱动粉丝数量和 GMV 增长。考虑到消费者兴趣的动态变化，若其流媒体热度下降且粉丝数增长放缓，东方甄选可能需要购买流量或扩大营销投入。销售及营销费用的增加或将压缩利润率，导致东方甄选的收益低于预期。
- **品牌声誉与产品质量风险：**产品质量与品牌声誉是东方甄选自营品牌成功的关键。鉴于东方甄选销售第三方产品且自营产品为代工生产，公司的品控能力存在风险。此外，任何与东方甄选产品有关的负面新闻或争议都可能严重损害品牌形象和声誉，导致公司的电商 GMV 下降。

上行风险：

- **宏观经济复苏快于预期：**若中国经济快速复苏，消费者购买欲可能会提升且价格敏感度有望降低。在这种情况下，东方甄选的 GMV 可能会超出我们的预期，由此为我们的营收预测带来上行风险。
- **自营产品 GMV 增速快于预期：**公司的目标为到 2024 年年末拥有 400 个 SKU，以满足消费者的不同需求。如果东方甄选能够以快于计划的速度拓展其自营产品品类，同时优化供应链管理，公司粉丝量增长或将快于预期且顾客忠诚度有望好于预期，从而使得自营产品 GMV 高于预期。
- **产品升级进展超预期：**如果东方甄选升级其自营品牌/及第三方产品、以及提升产品利润表现的速度快于我们的预期，集团层面净利润率的提升或将超出我们的预期。
- **品牌认可度提升：**如果公司对东方甄选品牌的推广带动消费者认可度提升，公司的内生性流量或将加速增长，可能会让公司更易于将直播间观众转化为购买者。

附：财务报表

年结: 05月

利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
销售收入-直播电商	3,881	5,469	6,891	7,698
销售收入-大学教育	591	721	793	832
销售收入-机构客户	38	39	44	46
营业收入	4,510	6,228	7,728	8,576
营业成本	(2,555)	(4,063)	(5,177)	(5,643)
毛利润	1,955	2,165	2,551	2,933
管理及销售费用	(884)	(1,619)	(1,667)	(1,697)
其中: 研发支出	(109)	(161)	(177)	(191)
其中: 市场营销支出	(620)	(1,160)	(1,180)	(1,180)
其中: 管理支出	(154)	(298)	(310)	(326)
息税前利润	1,071	547	884	1,236
息税折旧及摊销前利润	1,089	556	895	1,249
利息收入	0	0	0	0
利息支出	(2)	(2)	(2)	(2)
税前利润	1,173	654	1,003	1,350
所得税	(201)	(253)	(361)	(427)
净利润	971	401	642	922
调整后息税前利润	1,174	1,068	1,484	1,786
调整后息税折旧及摊销前利润	1,192	1,077	1,495	1,799
调整后净利润	1,089	922	1,242	1,472
基本每股收益 (RMB)	0.91	0.37	0.59	0.84
稀释每股调整收益 (RMB)	1.02	0.85	1.14	1.35

资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,437	4,696	6,186	7,759
货币资金	1,962	3,108	4,500	6,017
应收账款	219	302	375	416
存货	141	141	141	141
其他流动资产	1,115	1,144	1,170	1,185
非流动资产	416	427	436	443
固定资产	34	45	54	61
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
其他	141	141	141	141
资产	3,853	5,123	6,622	8,202
流动负债	1,029	1,377	1,634	1,742
短期借款	0	0	0	0
预收账款	254	403	514	560
应付账款	672	870	1,016	1,078
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	18	18	18	18
负债	1,049	1,397	1,654	1,762
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	2,804	3,725	4,967	6,440
归属于母公司所有者权益	2,804	3,726	4,968	6,440
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	3,853	5,123	6,622	8,202

注: 历史估值比率以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券(香港)预测

现金流量表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	971	401	642	922
折旧摊销	18	9	11	13
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	(155)	277	250	135
其他	(18)	(9)	(11)	(13)
营运资本变动	247	235	159	52
经营活动产生的现金流量	1,264	1,166	1,412	1,537
资本支出	(13)	(20)	(20)	(20)
收购及投资	(2,387)	0	0	0
处置固定资产及投资	1,708	0	0	0
其他	(46)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(738)	(20)	(20)	(20)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	0	0	0	0
发行 (回购) 股份	88	0	0	0
其他	(32)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	56	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	618	1,146	1,392	1,517
自由现金流	1,252	1,146	1,392	1,517

关键假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
商品交易总额 (十亿元)	10.0	12.5	14.4	15.4

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	651.0	38.1	24.1	11.0
毛利润	400.1	10.8	17.8	15.0
息税折旧及摊销前利润	987.4	(48.9)	61.0	39.5
调整后息税折旧及摊销前利润	2,149.2	(9.7)	38.9	20.3
净利润	1,468.1	(58.7)	60.1	43.6
调整后净利润	890.3	(15.4)	34.7	18.5
稀释每股调整收益	1,386.1	(59.4)	59.5	43.1
调整后稀释每股调整收益	831.0	(16.9)	34.2	18.1
盈利率 (%)				
毛利率	43.3	34.8	33.0	34.2
息税折旧摊销前利润率	24.1	8.9	11.6	14.6
调整后息税折旧摊销前利润率	26.4	17.3	19.4	21.0
息税前利润率	23.7	8.8	11.4	14.4
调整后息税前利润率	26.0	17.1	19.2	20.8
净利率	21.5	6.4	8.3	10.8
调整后净利率	24.2	14.8	16.1	17.2
净资产收益率	34.6	10.8	12.9	14.3
总资产收益率	25.2	7.8	9.7	11.2
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.3	3.4	3.8	4.5
速动比率	3.2	3.3	3.7	4.4
估值比率 (x)				
市盈率	30.1	28.2	21.0	17.8
市净率	11.7	7.0	5.3	4.1
市销率	5.4	3.9	3.1	2.8
EV/EBITDA	21.0	21.2	15.3	12.8
调整后企业价值倍数	21.0	21.2	15.3	12.8

附录

分析师声明

本人张译文（CFA 持证人）、林汝函兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：东方甄选（1797 HK）。

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其他部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，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注册为证券分析师，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888