

聚焦核心业务转型，谋求长期发展

华泰研究

2024年6月25日 | 美国

更新报告

互联网

投资评级(维持):

持有

目标价(美元):

6.50

研究员

SAC No. S0570523100002
SFC No. BTP154

夏路路

xialulu@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523110002
SFC No. BUS698

詹博

zhanbo@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人

SAC No. S0570122030053
SFC No. BTB676

郑裕佳

zhengyujia@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

核心业务运营策略持续优化，为长期发展奠定基础

近年来在外部环境影响下用户付费情绪偏弱、直播监管政策趋严等压力下，公司将战略重点转向有利润的增长，通过削减渠道营销支出、调整产品运营策略、优化社交生态系统等方式为长期可持续发展奠定坚实基础。1Q24 公司实现总营收 25.60 亿元 (yoy-9%/qoq-15%)，调整后营业利润 5.15 亿元，对应利润率 20.1%，同比+1.8pct，反映过去两年降本增效的努力初步见效。综合考虑短期公司收入压力和中长期需求修复潜力，我们预计 24/25/26 年公司 Non-GAAP 归母净利润为 13.18/18.80/19.77 亿元，按 6.5x 24E PE 得到目标价 6.50 美元。维持“持有”。

陌陌：主站转型仍需时日，独立新 App 保持快速增长

1Q24 陌陌业务实现营收 23.19 亿元，yoy-8%，付费用户数 710 万，yoy-9%，下降主要由于：外部环境影响下用户付费意愿减弱；主动收缩低效获客渠道，导致长尾付费客户减少；陌陌主站收入重心从大型激励赛事转向日常运营以改善生态系统健康度。但海外业务的快速发展驱动 1Q24 独立新 APP 收入同比增长 51% 至 3.44 亿元，部分抵消主站收入下降压力。考虑到主站运营转型及用户付费意愿修复需要时间，我们预计 24 年陌陌整体收入延续下降趋势；25-26 年随着外部环境和社区生态的逐步改善、海外业务的稳健发展，陌陌板块收入有望逐步修复。

探探：渠道策略调整逐步见效，或试水加大品牌投放

1Q24 探探业务实现收入 2.41 亿元，yoy-22%，付费用户数为 110 万，yoy-31%。近两年探探对低效渠道投入的严格管控和对直播业务的战略性收缩对付费用户增长带来了较大压力，但有效推动了新用户 ROI、ARPPU 的提升和盈利改善。24 年公司计划在保持 ROI 的前提下适度加大品牌推广投入以稳住用户规模，并进一步提升用户体验，推动 ARPPU 持续改善。考虑到直播业务仍在收缩，品牌投入到用户规模自然增长需要转化周期，我们预计 24-26 年探探收入和利润同比先降后增。

2024 年利润率或同比下降，2025 年有望改善

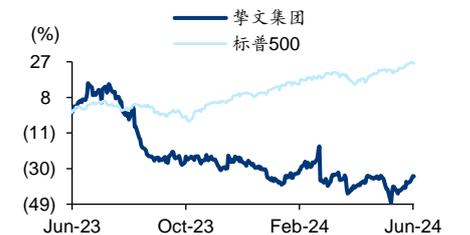
过去两年公司降本增效的努力有效地促进了整体利润率的提升。但考虑到收入端短期仍有压力，费用端进一步节省空间或有限，品牌投入增加，以及一次性税项影响等因素，我们预计 2024 年调整后归母净利率同比下降 6.3pct 至 12.23%，预计 25/26 年利润率随需求复苏和经营杠杆释放逐年提升。

风险提示：上行风险：业绩转型快于预期；下行风险：外部环境复苏缓慢。

基本数据

| | |
|-----------------|------------|
| 目标价(美元) | 6.50 |
| 收盘价(美元 截至6月21日) | 6.17 |
| 市值(美元百万) | 1,142 |
| 6个月平均日成交额(美元百万) | 12.20 |
| 52周价格范围(美元) | 4.79-10.17 |
| BVPS(美元) | 8.88 |

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|----------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(人民币百万) | 12,704 | 12,002 | 10,778 | 10,706 | 10,953 |
| +/-% | (12.84) | (5.52) | (10.20) | (0.67) | 2.31 |
| 归属母公司净利润(人民币百万) | 1,484 | 1,958 | 1,075 | 1,639 | 1,729 |
| +/-% | (150.94) | 31.89 | (45.09) | 52.45 | 5.54 |
| EPS(人民币, 最新摊薄) | 8.02 | 10.58 | 5.81 | 8.85 | 9.34 |
| ROE(%) | 14.02 | 17.34 | 9.06 | 13.13 | 12.81 |
| PE(倍) | 4.85 | 3.68 | 6.69 | 4.39 | 4.16 |
| PB(倍) | 0.67 | 0.61 | 0.60 | 0.55 | 0.52 |
| EV EBITDA(倍) | 3.41 | 2.27 | 3.11 | 2.46 | 1.92 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测和估值

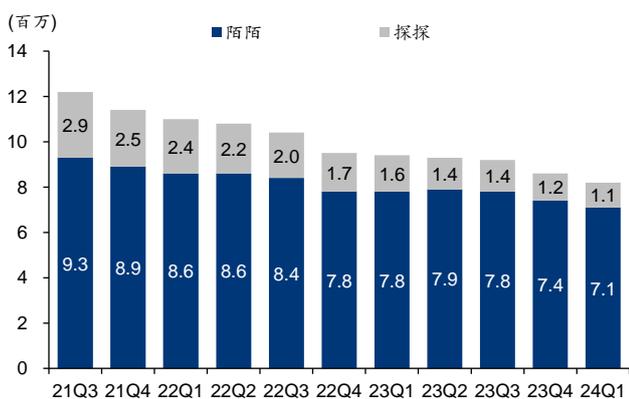
盈利预测

陌陌: 1Q24 陌陌业务实现营收 23.19 亿元, yoy-8%, 其中, 直播业务 yoy-10.8%, VAS yoy-3.7%, 其他业务 yoy-30.2%。1Q24 陌陌付费用户数 710 万, 同比下降约 9%。考虑到短期内付费用户增长受到宏观挑战和营销管控的负面影响, 以及陌陌主站战略性减少大型激励赛事收入, 我们预计 24 全年陌陌直播收入 yoy-13.55%, VAS 收入 yoy-4.0%, 其他业务收入 yoy-24.4%。25-26 年随着外部环境和社区生态的逐步改善、海外业务的稳健发展, 陌陌板块收入有望逐步修复。

探探: 1Q24 探探总收入为 2.41 亿元, yoy-22%, 其中 VAS 业务收入 1.45 亿元, yoy-14%, 直播收入 0.88 亿元, yoy-37%。VAS 收入下滑主因营销管控、反垃圾治理、续费政策调整等导致付费用户减少; 直播业务收入下降系战略性收缩。在渠道策略的调整和付费体验持续优化的加持下, 23 年以来探探 ARPPU 同比持续增长, 我们预计 24 年该趋势有望延续; 另一方面, 24 全年公司计划在保持 ROI 的前提下适度加大品牌推广投入, 以稳住用户规模。以上措施下, 我们预计 24 年探探 VAS 收入同比降幅或显著收窄, 25-26 年有望随品牌营销见效而重回正增长; 直播业务由于战略性收缩, 我们参考 1Q24 收入降幅, 预计 24-26 年收入 yoy-37%/-20%/-10%。

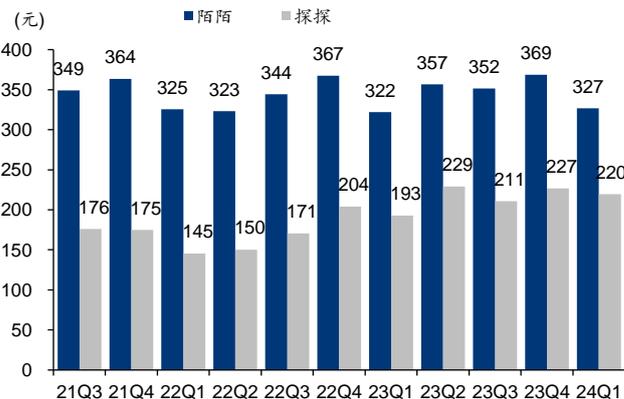
QOOL: 音乐及影视制作, 非重点业务, 暂根据 24Q1 营收水平线性外推, 假设 24-26 年营收为 400/400/400 万元。

图表1: 陌陌&探探: 付费用户数及趋势



资料来源: QuestMobile, 华泰研究

图表2: 陌陌&探探: ARPPU 及趋势



资料来源: QuestMobile, 华泰研究

图表3: 收入预测

| (百万元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 总收入 | 14,575.72 | 12,704.17 | 12,002.32 | 10,777.65 | 10,705.77 | 10,953.49 |
| yoy | -2.98% | -12.84% | -5.52% | -10.20% | -0.67% | 2.31% |
| 陌陌 | 12,541.21 | 11,335.09 | 10,798.51 | 9,805.30 | 9,700.79 | 9,892.60 |
| -直播业务 | 7,475.81 | 5,966.32 | 5,567.89 | 4,813.44 | 4,813.44 | 5,007.90 |
| yoy | -13.46% | -20.19% | -6.68% | -13.55% | 0.00% | 4.04% |
| -增值服务 (VAS) | 4,845.74 | 5,183.30 | 5,085.54 | 4,882.12 | 4,784.48 | 4,784.48 |
| yoy | 29.47% | 6.97% | -1.89% | -4.00% | -2.00% | 0.00% |
| -其他业务 | 219.65 | 185.47 | 145.08 | 109.74 | 102.87 | 100.22 |
| yoy | -12.02% | -15.56% | -21.78% | -24.36% | -6.26% | -2.58% |
| 探探 | 2,029.18 | 1,367.85 | 1,196.56 | 968.35 | 1,000.98 | 1,056.89 |
| -直播业务 | 903.14 | 544.14 | 504.98 | 318.14 | 254.51 | 229.06 |
| yoy | -9.57% | -39.75% | -7.20% | -37.00% | -20.00% | -10.00% |
| -增值服务 (VAS) | 1,126.05 | 823.72 | 667.03 | 628.12 | 725.48 | 807.26 |
| yoy | -17.78% | -26.85% | -19.02% | -5.83% | 15.50% | 11.27% |
| -其他业务 | | | 24.55 | 22.10 | 20.99 | 20.57 |
| yoy | | | NA | -16.67% | 10.00% | 9.09% |
| QOOL | | | | | | |
| 收入 | 5.33 | 1.23 | 7.26 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

毛利率: 公司 2021-2023 年毛利率呈微降趋势, 我们认为主因收入端持续承压, 而成本优化空间相对有限所致。虽然陌陌主站赛事减少带来奖金结余, 但公司计划将其用于提升日常分成, 以弥补运营调整导致的主播收入下降, 因此我们预计主站分成比例整体保持相对稳定。我们参考 24Q1 公司整体毛利率 (41.3%), 考虑后续宏观环境有望逐步修复, 预计 2024-2026 年公司整体毛利率为 41.3%/41.4%/41.4%。

费用率: 2021-2023 年降本增效的努力下, 公司各项经营费用率呈逐年改善趋势。24 年考虑到公司计划适度加大探探品牌推广以维持用户规模, 我们假设 24 年销售费用率同比提升至 15%, 25-26 年随规模效应再逐步优化。1Q24 公司研发费用率为 7.5%, 同比改善 0.9pct, 我们预计 24 全年研发费用率同比略微改善, 规模效应下预计 24-26 年研发费用率为 7%/6.8%/6.6%。1Q24 公司管理费用率为 5.1%, 同比增加 0.2pct, 考虑到 24 年收入下降的压力和管理费用的相对刚性, 我们预计 24-26 年管理费用率为 5%/4.5%/4.3%。

有效所得税率: 公司 1Q24 因一次性事项计提预扣税约 4.5 亿元, 考虑该事项影响, 我们预计 24 年公司有效所得税率同比提升至 47.19%, 25-26 年预计回到正常水平 (参照 23 年假设为 23.75%)。

图表4：毛利、费用及净利润预测

| (百万元) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 毛利 | 6,192.29 | 5,282.75 | 4,976.93 | 4,451.17 | 4,432.19 | 4,534.74 |
| 毛利率 | 42.48% | 41.58% | 41.47% | 41.30% | 41.40% | 41.40% |
| 销售费用 | -2,604.31 | -2,073.62 | -1,414.95 | -1,616.65 | -1,584.45 | -1,599.21 |
| 费用率 | -17.87% | -16.32% | -11.79% | -15.00% | -14.80% | -14.60% |
| 研发费用 | -1,131.78 | -1,006.22 | -884.59 | -754.44 | -727.99 | -722.93 |
| 费用率 | -7.76% | -7.92% | -7.37% | -7.00% | -6.80% | -6.60% |
| 管理费用 | -624.70 | -596.01 | -502.48 | -538.88 | -481.76 | -471.00 |
| 费用率 | -4.29% | -4.69% | -4.19% | -5.00% | -4.50% | -4.30% |
| 所得税 | -822.56 | -562.28 | -630.02 | -956.41 | -508.99 | -537.21 |
| 有效所得税率 | 39.11% | -27.68% | -23.75% | -47.19% | -23.75% | -23.75% |
| 归母净利润 | -2,913.71 | 1,484.27 | 1,957.58 | 1,074.81 | 1,638.58 | 1,729.43 |
| 归母净利率 | -19.99% | 11.68% | 16.31% | 9.97% | 15.31% | 15.79% |
| SBC | 475.77 | 401.48 | 267.10 | 243.22 | 241.60 | 247.19 |
| Non-GAAP 归母净利润 | -2,437.94 | 1,885.76 | 2,224.68 | 1,318.04 | 1,880.19 | 1,976.62 |
| Non-GAAP 归母净利率 | -16.73% | 14.84% | 18.54% | 12.23% | 17.56% | 18.05% |

资料来源：公司公告，华泰研究预测

综上，我们预计公司 24-26 年总收入为 107.78/107.06/109.53 亿元，yoy-10.20%/-0.67%/+2.31%；考虑股权激励费用（SBC）后的 Non-GAAP 归母净利润为 13.18/18.80/19.77 亿元，对应利润率为 12.23%/17.56%/18.05%。

估值分析

我们对挚文集团采用 PE 估值，选取直播业务为主的虎牙、斗鱼、欢聚作为可比公司，考虑到 1) 公司核心业务转型过程较缓，2) 用户付费意愿修复仍需时间，3) 来自短视频平台激烈的竞争可能导致短期内公司收入增长和盈利增长继续承压，因此我们在可比公司彭博一致预期 2024E PE 均值（25.43x）基础上给予较大折价，按 6.5x 2024E PE 估值，目标价 6.50 美元，维持“持有”评级。

图表5：挚文集团：PE 估值

| | |
|----------------------|----------|
| Non-GAAP 归母净利润 (百万元) | 2024E |
| PE | 1,318.04 |
| 股权价值 (百万元) | 6.50 |
| 汇率 | 8567.24 |
| 股权价值 (百万美元) | 7.12 |
| 股份数 (百万股) | 1203.26 |
| ADS (百万份) | 370.16 |
| 目标价 (美元) | 185.08 |
| | 6.50 |

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

图表6：同业估值比较

| 公司 | 股票代码 | 股价 (交易货币) | 市值 (交易货币, 亿) | PE (x) | | | PS (x) | | |
|-----|---------|--------------|-----------------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 虎牙 | HUYA US | 4.04 | 9.2 | 29.11 | 18.70 | 13.87 | 1.30 | 1.20 | 1.14 |
| 斗鱼 | DOYU US | 10.38 | 3.3 | 38.65 | 22.78 | 22.02 | 0.49 | 0.48 | 0.53 |
| 欢聚 | YY US | 29.24 | 17.0 | 8.54 | 7.74 | 6.77 | 0.83 | 0.79 | 0.75 |
| 平均值 | | | | 25.43 | 16.41 | 14.22 | 0.87 | 0.82 | 0.80 |

注：数据截至 2024 年 6 月 21 日

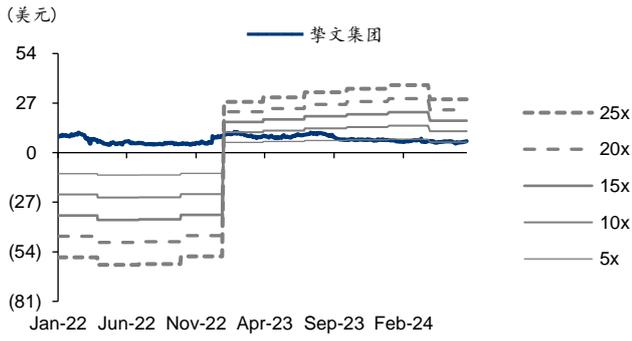
资料来源：彭博一致预期，华泰研究

风险提示

上行风险：探探业务转型快于我们的预期；

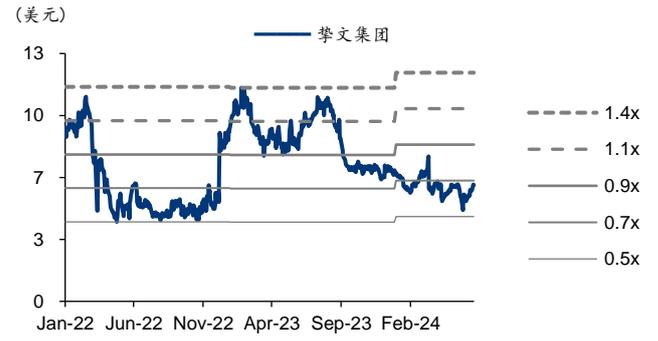
下行风险：宏观环境挑战持续时间超出我们的预期。

图表7: 挚文集团 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表8: 挚文集团 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

| 会计年度 (人民币百万) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 12,704 | 12,002 | 10,778 | 10,706 | 10,953 |
| 销售成本 | (7,421) | (7,025) | (6,326) | (6,274) | (6,419) |
| 毛利润 | 5,283 | 4,977 | 4,451 | 4,432 | 4,535 |
| 销售及分销成本 | (2,074) | (1,415) | (1,617) | (1,584) | (1,599) |
| 管理费用 | (596.01) | (502.48) | (538.88) | (481.76) | (471.00) |
| 其他收入/支出 | (985.59) | (754.49) | (646.66) | (620.93) | (613.40) |
| 财务成本净额 | 285.35 | 374.03 | 404.43 | 424.46 | 437.16 |
| 应占联营公司利润及亏损 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 税前利润 | 2,031 | 2,652 | 2,027 | 2,143 | 2,262 |
| 税费开支 | (562.28) | (630.02) | (956.41) | (508.99) | (537.21) |
| 少数股东损益 | (4.27) | (5.89) | (4.50) | (4.76) | (5.02) |
| 归母净利润 | 1,484 | 1,958 | 1,075 | 1,639 | 1,729 |
| 折旧和摊销 | (232.18) | (225.02) | (229.71) | (218.58) | (252.29) |
| EBITDA | 1,978 | 2,503 | 1,852 | 1,937 | 2,077 |
| EPS (人民币, 基本) | 8.02 | 10.58 | 5.81 | 8.85 | 9.34 |

资产负债表

| 会计年度 (人民币百万) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 存货 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收账款和票据 | 1,008 | 924.88 | 776.59 | 880.58 | 782.60 |
| 现金及现金等价物 | 5,018 | 5,620 | 5,562 | 6,569 | 7,353 |
| 其他流动资产 | 5,698 | 1,288 | 1,288 | 1,288 | 1,288 |
| 总流动资产 | 11,725 | 7,833 | 7,627 | 8,738 | 9,424 |
| 固定资产 | 288.50 | 768.61 | 857.74 | 966.93 | 1,050 |
| 无形资产 | 22.20 | 17.09 | 17.09 | 17.09 | 17.09 |
| 其他长期资产 | 3,794 | 7,609 | 7,609 | 7,609 | 7,609 |
| 总长期资产 | 4,105 | 8,395 | 8,484 | 8,593 | 8,676 |
| 总资产 | 15,830 | 16,228 | 16,111 | 17,331 | 18,100 |
| 应付账款 | 1,415 | 1,247 | 998.90 | 1,092 | 919.94 |
| 短期借款 | 88.35 | 60.01 | 60.01 | 60.01 | 60.01 |
| 其他负债 | 3,235 | 784.71 | 784.71 | 784.71 | 784.71 |
| 总流动负债 | 4,738 | 2,092 | 1,844 | 1,937 | 1,765 |
| 长期债务 | 33.28 | 52.17 | 71.06 | 89.95 | 108.84 |
| 其他长期债务 | 127.42 | 2,097 | 2,097 | 2,097 | 2,097 |
| 总长期负债 | 160.70 | 2,149 | 2,168 | 2,187 | 2,206 |
| 股本 | 7,588 | 7,814 | 7,814 | 7,814 | 7,814 |
| 储备/其他项目 | 3,189 | 3,991 | 4,108 | 5,220 | 6,148 |
| 股东权益 | 10,777 | 11,805 | 11,922 | 13,034 | 13,962 |
| 少数股东权益 | 153.33 | 181.84 | 177.34 | 172.59 | 167.57 |
| 总权益 | 10,931 | 11,987 | 12,099 | 13,207 | 14,129 |

估值指标

| 会计年度 (倍) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE | 4.85 | 3.68 | 6.69 | 4.39 | 4.16 |
| PB | 0.67 | 0.61 | 0.60 | 0.55 | 0.52 |
| EV EBITDA | 3.41 | 2.27 | 3.11 | 2.46 | 1.92 |
| 股息率 (%) | 10.34 | 11.78 | 6.47 | 9.86 | 10.41 |
| 自由现金流收益率 (%) | 11.88 | 19.47 | 12.89 | 14.64 | 15.18 |

现金流量表

| 会计年度 (人民币百万) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| EBITDA | 1,978 | 2,503 | 1,852 | 1,937 | 2,077 |
| 融资成本 | (285.35) | (374.03) | (404.43) | (424.46) | (437.16) |
| 营运资本变动 | (250.85) | (83.69) | (100.11) | (10.74) | (74.22) |
| 税费 | (562.28) | (630.02) | (956.41) | (508.99) | (537.21) |
| 其他 | (21.77) | 2,263 | 404.43 | 424.46 | 437.16 |
| 经营活动现金流 | 857.79 | 3,678 | 795.48 | 1,417 | 1,465 |
| CAPEX | (278.13) | (295.69) | (318.85) | (327.77) | (335.27) |
| 其他投资活动 | (339.22) | (1,845) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资活动现金流 | (617.35) | (2,141) | (318.85) | (327.77) | (335.27) |
| 债务增加量 | (144.42) | (9.45) | 18.89 | 18.89 | 18.89 |
| 权益增加量 | 1,577 | 226.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 派发股息 | (852.74) | (841.00) | (958.05) | (526.02) | (801.93) |
| 其他融资活动现金流 | (577.73) | 161.84 | 404.43 | 424.46 | 437.16 |
| 融资活动现金流 | 1.96 | (462.48) | (534.73) | (82.67) | (345.88) |
| 现金变动 | 242.40 | 1,075 | (58.10) | 1,007 | 784.16 |
| 年初现金 | 5,571 | 5,018 | 5,620 | 5,562 | 6,569 |
| 汇率波动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 年末现金 | 5,018 | 5,620 | 5,562 | 6,569 | 7,353 |

业绩指标

| 会计年度 (倍) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 增长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | (12.84) | (5.52) | (10.20) | (0.67) | 2.31 |
| 毛利润 | (14.69) | (5.79) | (10.56) | (0.43) | 2.31 |
| 营业利润 | (168.11) | 41.63 | (28.46) | 5.83 | 6.08 |
| 净利润 | (150.94) | 31.89 | (45.09) | 52.45 | 5.54 |
| EPS | (150.94) | 31.89 | (45.09) | 52.45 | 5.54 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利润率 | 41.58 | 41.47 | 41.30 | 41.40 | 41.40 |
| EBITDA | 15.57 | 20.86 | 17.18 | 18.09 | 18.96 |
| 净利润率 | 11.68 | 16.31 | 9.97 | 15.31 | 15.79 |
| ROE | 14.02 | 17.34 | 9.06 | 13.13 | 12.81 |
| ROA | 8.75 | 12.21 | 6.65 | 9.80 | 9.76 |
| 偿债能力 (倍) | | | | | |
| 净负债比率 (%) | (45.43) | (46.66) | (45.56) | (49.25) | (51.46) |
| 流动比率 | 2.47 | 3.74 | 4.14 | 4.51 | 5.34 |
| 速动比率 | 2.47 | 3.74 | 4.14 | 4.51 | 5.34 |
| 营运能力 (天) | | | | | |
| 总资产周转率 (次) | 0.75 | 0.75 | 0.67 | 0.64 | 0.62 |
| 应收账款周转天数 | 28.18 | 28.99 | 28.42 | 27.86 | 27.33 |
| 应付账款周转天数 | 74.02 | 68.20 | 63.91 | 60.00 | 56.42 |
| 存货周转天数 | NA | NA | NA | NA | NA |
| 现金转换周期 | NA | NA | NA | NA | NA |
| 每股指标 (人民币) | | | | | |
| EPS | 8.02 | 10.58 | 5.81 | 8.85 | 9.34 |
| 每股净资产 | 58.23 | 63.78 | 64.41 | 70.42 | 75.44 |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，夏路路、詹博，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师夏路路、詹博本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司