

|     |                 |                  |                |
|-----|-----------------|------------------|----------------|
| 互联网 | 收盘价<br>港元 92.85 | 目标价<br>港元 120.00 | 潜在涨幅<br>+29.2% |
|-----|-----------------|------------------|----------------|

2024年8月23日

## 云音乐 (9899 HK)

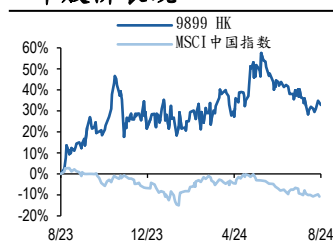
### 上半年利润超预期，核心音乐会员业务维持稳健

- ⊕ **2024 上半年利润超预期。**2024 上半年云音乐收入 40.7 亿元（人民币，下同），同/环比增 4%/3%，主要受音乐业务拉动，基本符合我们/市场预期。剔除版权成本一次性调整影响，毛利率同/环比扩 8/4 个百分点，受益于在线音乐规模效应、自制增加以及社交收入分成比例收窄。经调整净利润 8.8 亿元，好于市场预期的 6.2 亿元，主要因费用优化好于预期。
- ⊕ **音乐业务维持稳健增长，持续聚焦规模扩张及用户体验优化：**1) 会员订阅收入同比增 25%，公司不再披露 MAU、会员等运营数据，但分享将通过增加差异化内容供给及升级产品/会员功能发力用户和会员规模增长，预计人均付费（ARPPU）或相对持稳。2) 非会员收入同比增 33%，主要受广告拉动，激励广告开始贡献收入增量。
- ⊕ **展望：**我们预计 2024 年在线音乐收入同比增 21%，其中会员订阅收入受会员规模拉动或增 21%，预计 ARPPU 相对持平，高端会员占比提升的积极影响或被学生会会员、88VIP 转化增加等因素抵消，长期对标同业及其他内容付费平台，仍有优化空间。社交娱乐发展侧重与音乐结合的模式探索，短期商业化或继续承压，我们预计 2024 年收入同比降 19%。考虑公司将增加版权投入，或部分抵消音乐规模效应及社交分成优化带来的改善，同时考虑下半年潜在营销投入或加大，我们预计全年调整后净利润 14.8 亿元。
- ⊕ **估值：**我们上调 2024/2025 年经调整净利润，基于可比文娱公司平均 16 倍 2025 年市盈率，维持目标价 120 港元。低客单价音乐订阅受外部环境影响较小，行业竞争格局稳定，持续看好音乐付费会员长期增长潜力。云音乐付费墙仍有较大运营空间，预计会员增长趋势不变，看好利润率改善拉动利润持续释放，维持**买入**。**风险：**版权竞争加剧用户增长不及预期，社交娱乐收缩超预期。

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

|              |           |
|--------------|-----------|
| 52周高位 (港元)   | 110.10    |
| 52周低位 (港元)   | 69.45     |
| 市值 (百万港元)    | 19,512.43 |
| 日均成交量 (百万)   | 0.01      |
| 年初至今变化 (%)   | 3.45      |
| 200天平均价 (港元) | 95.31     |

资料来源: FactSet

#### 赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8054

#### 谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8045

#### 孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8048

#### 蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8041

#### 财务数据一览

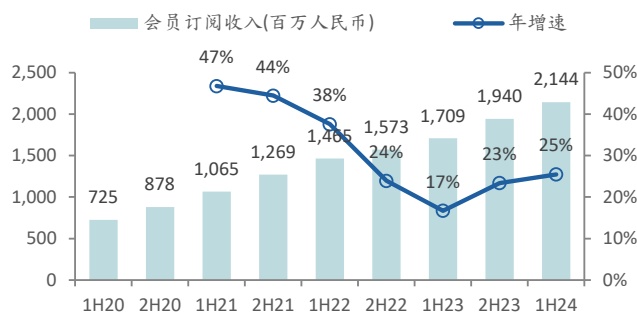
| 年结12月31日      | 2022   | 2023   | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 收入 (百万人民币)    | 8,992  | 7,867  | 8,117 | 8,679 | 9,409 |
| 同比增长 (%)      | 28.5   | -12.5  | 3.2   | 6.9   | 8.4   |
| 净利润 (百万人民币)   | (115)  | 819    | 1,476 | 1,451 | 1,707 |
| 每股盈利 (人民币)    | (0.55) | 3.89   | 7.07  | 6.95  | 8.18  |
| 同比增长 (%)      | -93.2  | -809.5 | 81.7  | -1.7  | 17.6  |
| 前EPS预测值 (人民币) |        |        | 5.44  | 6.05  | 7.70  |
| 调整幅度 (%)      |        |        | 30.0  | 14.9  | 6.2   |
| 市盈率 (倍)       | NA     | 21.8   | 12.0  | 12.2  | 10.4  |
| 每股账面净值 (人民币)  | 37.42  | 40.12  | 46.46 | 52.83 | 60.37 |
| 市账率 (倍)       | 2.27   | 2.12   | 1.83  | 1.61  | 1.41  |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

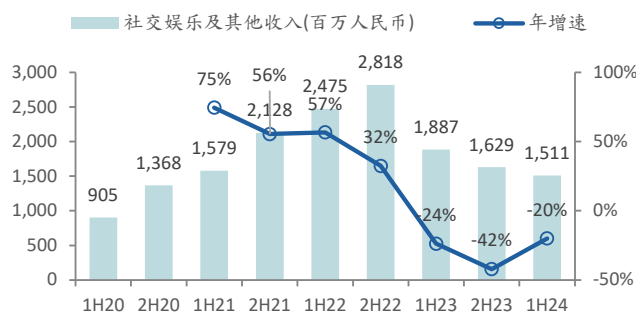
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 音乐付费订阅收入维持稳健增势



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 社交娱乐及其他收入持续收缩



资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 3: 2024上半年业绩回顾

| 百万人民币             | 1H23         | 2H23         | 1H24         | 环比  | 同比  | 交银国际<br>预测   | 差异  | 点评                |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|-----|-----|--------------|-----|-------------------|
| <b>总收入</b>        | <b>3,908</b> | <b>3,959</b> | <b>4,070</b> | 3   | 4   | <b>3,973</b> | 2   |                   |
| <i>彭博一致预期</i>     |              |              | <u>4,006</u> |     |     |              |     |                   |
| 在线音乐              | 2,021        | 2,329        | 2,560        | 10  | 27  | 2,476        | 3   |                   |
| 会员订阅              | 1,709        | 1,940        | 2,144        | 11  | 25  | 2,107        | 2   | 受会员增长驱动           |
| 非订阅               | 312          | 389          | 415          | 7   | 33  | 369          | 13  |                   |
| 社交娱乐及其他           | 1,887        | 1,629        | 1,511        | -7  | -20 | 1,497        | 1   |                   |
| 营业成本              | -2,943       | -2,821       | -2,645       |     |     | -2,556       | 3   |                   |
| <b>毛利</b>         | <b>965</b>   | <b>1,138</b> | <b>1,426</b> | 25  | 48  | <b>1,416</b> | 1   |                   |
| 毛利率               | 25%          | 29%          | 35%          |     |     | 36%          |     | 剔除内容版权一次性影响为32.4% |
| 营销费用              | 370          | 388          | 369          | -5  | 0   | 390          | -5  |                   |
| 一般管理费用            | 73           | 93           | 90           | -3  | 24  | 93           | -3  |                   |
| 研发费用              | 441          | 428          | 396          | -8  | -10 | 429          | -8  |                   |
| <b>运营利润/亏损</b>    | <b>105</b>   | <b>226</b>   | <b>600</b>   | 166 | 473 | <b>504</b>   | 19  |                   |
| 运营利润率             | 3%           | 6%           | 15%          |     |     | 13%          |     |                   |
| <b>经调整运营利润/亏损</b> | <b>143</b>   | <b>272</b>   | <b>671</b>   | 147 | 370 | <b>551</b>   | 22  |                   |
| 经调整运营利润率          | 4%           | 7%           | 16%          |     |     | 14%          |     |                   |
| <b>税前利润/亏损</b>    | <b>312</b>   | <b>456</b>   | <b>814</b>   | 79  | 161 | <b>624</b>   | 30  |                   |
| 所得税               | -18          | -15          | -4           | NA  | NA  | -62          | -94 |                   |
| <b>净利润/亏损</b>     | <b>294</b>   | <b>440</b>   | <b>810</b>   | 84  | 176 | <b>562</b>   | 44  |                   |
| 净利率/亏损率           | 8%           | 11%          | 20%          |     |     | 14%          |     |                   |
| <b>经调整净利润/亏损</b>  | <b>332</b>   | <b>487</b>   | <b>881</b>   | 81  | 165 | <b>608</b>   | 45  |                   |
| 经调整净利率/亏损率        | 8%           | 12%          | 22%          |     |     | 15%          |     |                   |
| <i>彭博一致预期</i>     |              |              | <u>623</u>   |     |     |              |     |                   |
| <b>经调整每股盈利/亏损</b> | <b>1.6</b>   | <b>2.3</b>   | <b>4.2</b>   | 82  | 169 | <b>2.9</b>   | 46  |                   |

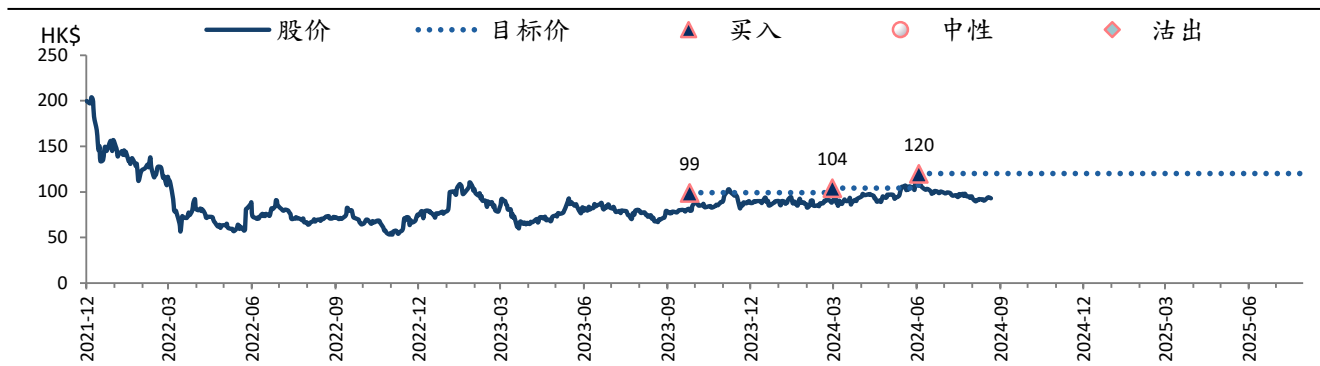
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 4: 财务预测

| 百万人民币         | 2022   | 2023   | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|---------------|--------|--------|--------------|--------------|--------------|
| 总收入           | 8,992  | 7,867  | 8,117        | 8,679        | 9,409        |
| <i>彭博一致预期</i> |        |        | <u>8,217</u> | <u>9,062</u> | <u>9,927</u> |
| 在线音乐          | 3,699  | 4,351  | 5,261        | 5,921        | 6,572        |
| 会员订阅          | 3,037  | 3,649  | 4,416        | 4,994        | 5,561        |
| 非订阅           | 662    | 702    | 845          | 927          | 1,011        |
| 社交娱乐及其他       | 5,293  | 3,516  | 2,857        | 2,758        | 2,838        |
| 营业成本          | -7,699 | -5,764 | -5,350       | -5,696       | -6,048       |
| 毛利            | 1,293  | 2,103  | 2,767        | 2,983        | 3,361        |
| 毛利率           | 14%    | 27%    | 34%          | 34%          | 36%          |
| 营销费用          | -635   | -758   | -790         | -831         | -849         |
| 一般管理费用        | -172   | -165   | -179         | -191         | -207         |
| 研发费用          | -1,011 | -869   | -804         | -877         | -950         |
| 运营利润/亏损       | -385   | 330    | 1,023        | 1,084        | 1,355        |
| 运营利润率         | -4%    | 4%     | 13%          | 12%          | 14%          |
| 经调整运营利润/亏损    | -278   | 414    | 1,164        | 1,235        | 1,519        |
| 经调整运营利润率      | -3%    | 5%     | 14%          | 14%          | 16%          |
| 税前利润/亏损       | -204   | 768    | 1,396        | 1,444        | 1,715        |
| 所得税           | -17    | -33    | -62          | -144         | -171         |
| 净利润/亏损        | -221   | 734    | 1,334        | 1,300        | 1,543        |
| 净利率/亏损率       | -2%    | 9%     | 16%          | 15%          | 16%          |
| 经调整净利润/亏损     | -115   | 819    | 1,476        | 1,451        | 1,707        |
| 经调整净利率/亏损率    | -1%    | 10%    | 18%          | 17%          | 18%          |
| <i>彭博一致预期</i> |        |        | <u>1,066</u> | <u>1,313</u> | <u>1,577</u> |
| 经调整每股盈利/亏损    | -0.5   | 3.9    | 7.1          | 7.0          | 8.2          |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 5: 云音乐 (9899 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 交银国际互联网行业覆盖公司

| 股票代码    | 公司名称    | 评级 | 收盘价<br>(交易货币) | 目标价<br>(交易货币) | 潜在涨幅   | 最新目标价/评级<br>发表日期 | 子行业   |
|---------|---------|----|---------------|---------------|--------|------------------|-------|
| BIDU US | 百度      | 买入 | 85.79         | 119.00        | 38.7%  | 2024年08月23日      | 广告    |
| BILI US | 哔哩哔哩    | 买入 | 12.96         | 19.00         | 46.6%  | 2024年08月23日      | 文娱内容  |
| IQ US   | 爱奇艺     | 买入 | 2.60          | 3.80          | 46.2%  | 2024年08月23日      | 文娱内容  |
| 1024 HK | 快手      | 买入 | 40.80         | 54.00         | 32.4%  | 2024年08月21日      | 文娱内容  |
| TME US  | 腾讯音乐    | 买入 | 10.25         | 14.00         | 36.6%  | 2024年08月14日      | 文娱内容  |
| 9899 HK | 云音乐     | 买入 | 92.85         | 120.00        | 29.2%  | 2024年06月04日      | 文娱内容  |
| MOMO US | 挚文集团    | 中性 | 6.77          | 5.90          | -12.9% | 2024年05月29日      | 文娱内容  |
| YY US   | 欢聚集团    | 中性 | 34.20         | 33.00         | -3.5%  | 2024年05月29日      | 文娱内容  |
| 772 HK  | 阅文集团    | 中性 | 23.60         | 29.00         | 22.9%  | 2024年02月21日      | 文娱内容  |
| JD US   | 京东      | 买入 | 26.64         | 41.00         | 53.9%  | 2024年08月16日      | 电商    |
| PDD US  | 拼多多     | 买入 | 147.19        | 213.00        | 44.7%  | 2024年05月23日      | 电商    |
| BABA US | 阿里巴巴    | 买入 | 82.96         | 111.00        | 33.8%  | 2024年04月11日      | 电商    |
| 1797 HK | 东方甄选    | 中性 | 10.88         | 13.40         | 23.2%  | 2024年06月26日      | 电商    |
| GOTU US | 高途      | 买入 | 4.12          | 7.50          | 82.0%  | 2024年08月08日      | 教育    |
| TAL US  | 好未来教育   | 买入 | 8.59          | 13.80         | 60.7%  | 2024年08月02日      | 教育    |
| 9901 HK | 新东方教育科技 | 买入 | 52.90         | 80.00         | 51.2%  | 2024年08月01日      | 教育    |
| DAO US  | 有道      | 买入 | 3.35          | 5.00          | 49.3%  | 2024年05月24日      | 教育    |
| NTES US | 网易      | 买入 | 82.25         | 113.00        | 37.4%  | 2024年08月23日      | 游戏    |
| 700 HK  | 腾讯控股    | 买入 | 375.60        | 486.00        | 29.4%  | 2024年08月15日      | 游戏    |
| 3888 HK | 金山软件    | 买入 | 20.40         | 30.00         | 47.1%  | 2024年05月22日      | 游戏    |
| 777 HK  | 网龙网络    | 买入 | 10.54         | 15.00         | 42.3%  | 2024年03月28日      | 游戏    |
| 9690 HK | 途虎      | 买入 | 17.36         | 24.00         | 38.2%  | 2024年08月12日      | 本地生活  |
| 3690 HK | 美团      | 买入 | 107.50        | 129.00        | 20.0%  | 2024年06月07日      | 本地生活  |
| 2618 HK | 京东物流    | 买入 | 9.42          | 11.30         | 20.0%  | 2024年08月16日      | 物流    |
| 9699 HK | 顺丰同城    | 买入 | 10.90         | 13.50         | 23.9%  | 2024年07月12日      | 物流    |
| DADA US | 达达集团    | 中性 | 1.16          | 1.50          | 29.3%  | 2024年08月21日      | 物流    |
| 9878 HK | 汇通达网络   | 中性 | 21.20         | 30.00         | 41.5%  | 2024年03月28日      | 商户服务  |
| 9923 HK | 移卡      | 中性 | 10.60         | 14.00         | 32.1%  | 2024年03月27日      | 商户服务  |
| 780 HK  | 同程旅行    | 买入 | 13.38         | 23.00         | 71.9%  | 2024年08月21日      | 在线旅行社 |
| 9961 HK | 携程集团    | 买入 | 331.20        | 509.00        | 53.7%  | 2024年05月21日      | 在线旅行社 |

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年8月23日

## 财务数据

| 损益表 (百万元人民币)     |              |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 年结12月31日         | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 收入               | 8,992        | 7,867        | 8,117        | 8,679        | 9,409        |
| 主营业务成本           | (7,699)      | (5,764)      | (5,350)      | (5,696)      | (6,048)      |
| <b>毛利</b>        | <b>1,293</b> | <b>2,103</b> | <b>2,767</b> | <b>2,983</b> | <b>3,361</b> |
| 销售及管理费用          | (806)        | (923)        | (969)        | (1,022)      | (1,056)      |
| 研发费用             | (1,011)      | (869)        | (804)        | (877)        | (950)        |
| 其他经营净收入/费用       | 140          | 20           | 29           | 0            | 0            |
| <b>经营利润</b>      | <b>(385)</b> | <b>330</b>   | <b>1,023</b> | <b>1,084</b> | <b>1,355</b> |
| Non-GAAP标准下的经营利润 | (278)        | 414          | 1,164        | 1,235        | 1,519        |
| 财务成本净额           | 183          | 438          | 374          | 360          | 360          |
| 应占联营公司利润及亏损      | (3)          | (0)          | (1)          | 0            | 0            |
| 其他非经营净收入/费用      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>税前利润</b>      | <b>(204)</b> | <b>768</b>   | <b>1,396</b> | <b>1,444</b> | <b>1,715</b> |
| 税费               | (17)         | (33)         | (62)         | (144)        | (171)        |
| <b>净利润</b>       | <b>(221)</b> | <b>734</b>   | <b>1,334</b> | <b>1,300</b> | <b>1,543</b> |
| 作每股收益计算的净利润      | (221)        | 734          | 1,334        | 1,300        | 1,543        |
| Non-GAAP标准的净利润   | (115)        | 819          | 1,476        | 1,451        | 1,707        |

| 资产负债表 (百万元人民币) |               |               |               |               |               |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 截至12月31日       | 2022          | 2023          | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| 现金及现金等价物       | 2,917         | 4,020         | 5,218         | 6,969         | 8,284         |
| 有价证券           | 6,192         | 5,485         | 5,485         | 5,485         | 5,485         |
| 应收账款及票据        | 558           | 923           | 411           | 1,016         | 531           |
| 其他流动资产         | 809           | 895           | 862           | 959           | 1,026         |
| <b>总流动资产</b>   | <b>10,475</b> | <b>11,323</b> | <b>11,976</b> | <b>14,429</b> | <b>15,325</b> |
| 物业、厂房及设备       | 46            | 33            | 33            | 49            | 60            |
| 合资企业/联营公司投资    | 79            | 79            | 79            | 79            | 79            |
| 其他长期资产         | 291           | 175           | 170           | 194           | 210           |
| <b>总长期资产</b>   | <b>416</b>    | <b>287</b>    | <b>282</b>    | <b>322</b>    | <b>348</b>    |
| <b>总资产</b>     | <b>10,891</b> | <b>11,611</b> | <b>12,258</b> | <b>14,752</b> | <b>15,674</b> |
| 应付账款           | 2,235         | 2,015         | 1,210         | 2,224         | 1,422         |
| 其他短期负债         | 776           | 1,084         | 1,268         | 1,409         | 1,550         |
| <b>总流动负债</b>   | <b>3,010</b>  | <b>3,100</b>  | <b>2,478</b>  | <b>3,633</b>  | <b>2,972</b>  |
| 长期贷款           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他长期负债         | 61            | 70            | 82            | 91            | 101           |
| <b>总长期负债</b>   | <b>61</b>     | <b>70</b>     | <b>82</b>     | <b>91</b>     | <b>101</b>    |
| <b>总负债</b>     | <b>3,071</b>  | <b>3,170</b>  | <b>2,560</b>  | <b>3,724</b>  | <b>3,073</b>  |
| 股本             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 储备及其他资本项目      | 7,820         | 8,441         | 9,698         | 11,027        | 12,601        |
| <b>股东权益</b>    | <b>7,820</b>  | <b>8,441</b>  | <b>9,698</b>  | <b>11,027</b> | <b>12,601</b> |
| <b>总权益</b>     | <b>7,820</b>  | <b>8,441</b>  | <b>9,698</b>  | <b>11,027</b> | <b>12,601</b> |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

| 现金流量表 (百万元人民币) |              |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 年结12月31日       | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 税前利润           | (204)        | 768          | 1,396        | 1,444        | 1,715        |
| 合资企业/联营公司收入调整  | 3            | 0            | 1            | 0            | 0            |
| 折旧及摊销          | 25           | 19           | 12           | 18           | 21           |
| 营运资本变动         | 2,094        | (264)        | (261)        | 312          | (384)        |
| 利息调整           | (183)        | (438)        | (374)        | (360)        | (360)        |
| 税费             | (11)         | (35)         | (62)         | (144)        | (171)        |
| 其他经营活动现金流      | 120          | 138          | 141          | 151          | 164          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,843</b> | <b>189</b>   | <b>853</b>   | <b>1,421</b> | <b>984</b>   |
| 资本开支           | (26)         | (6)          | (30)         | (30)         | (30)         |
| 投资活动           | 38           | 813          | 0            | 0            | 0            |
| 其他投资活动现金流      | 147          | 419          | 375          | 360          | 360          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>159</b>   | <b>1,227</b> | <b>345</b>   | <b>330</b>   | <b>330</b>   |
| 负债净变动          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 权益净变动          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他融资活动现金流      | (3)          | (308)        | 0            | 0            | 0            |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(3)</b>   | <b>(308)</b> | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     |
| 汇率收益/损失        | 64           | (5)          | 0            | 0            | 0            |
| <b>年初现金</b>    | <b>853</b>   | <b>2,917</b> | <b>4,020</b> | <b>5,218</b> | <b>6,969</b> |
| <b>年末现金</b>    | <b>2,917</b> | <b>4,020</b> | <b>5,218</b> | <b>6,969</b> | <b>8,284</b> |

| 财务比率                         |         |        |        |        |        |
|------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 年结12月31日                     | 2022    | 2023   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| <b>每股指标(人民币)</b>             |         |        |        |        |        |
| 核心每股收益                       | (1.060) | 3.489  | 6.392  | 6.226  | 7.392  |
| 全面摊薄每股收益                     | (1.060) | 3.489  | 6.392  | 6.226  | 7.392  |
| Non-GAAP标准下的每股收益             | (0.548) | 3.890  | 7.069  | 6.950  | 8.177  |
| 每股账面值                        | 37.419  | 40.116 | 46.460 | 52.829 | 60.368 |
| <b>利润率分析(%)</b>              |         |        |        |        |        |
| 毛利率                          | 14.4    | 26.7   | 34.1   | 34.4   | 35.7   |
| EBITDA利润率                    | (4.0)   | 4.4    | 12.7   | 12.7   | 14.6   |
| EBIT利润率                      | (4.3)   | 4.2    | 12.6   | 12.5   | 14.4   |
| 净利率                          | (2.5)   | 9.3    | 16.4   | 15.0   | 16.4   |
| <b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b> |         |        |        |        |        |
| 毛利率                          | 14.4    | 26.7   | 34.1   | 34.4   | 35.7   |
| EBITDA利润率                    | (2.8)   | 5.5    | 14.5   | 14.4   | 16.4   |
| 经营利润率                        | (3.1)   | 5.3    | 14.3   | 14.2   | 16.1   |
| 净利率                          | (1.3)   | 10.4   | 18.2   | 16.7   | 18.1   |
| <b>盈利能力(%)</b>               |         |        |        |        |        |
| ROA                          | (1.1)   | 7.3    | 12.4   | 10.7   | 11.2   |
| ROE                          | (1.5)   | 10.1   | 16.3   | 14.0   | 14.4   |
| ROIC                         | (5.3)   | 3.7    | 10.1   | 8.8    | 9.7    |
| <b>其他</b>                    |         |        |        |        |        |
| 流动比率                         | 3.5     | 3.7    | 4.8    | 4.0    | 5.2    |

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**



## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银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交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。