

京东物流 (2618 HK, 买入, 目标价: HK\$20.67)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$20.67 **当前股价: HK\$14.88**

股价上行/下行空间 +39%

52 周最高/最低价 (HK\$) 16.84/6.61

市值 (US\$mn) 9,487

当前发行数量(百万股) 4,963

三个月平均日交易额 (US\$mn) 30

流通盘占比 (%) 26

主要股东 (%)

京东科技集团 64

天作之合有限公司 5

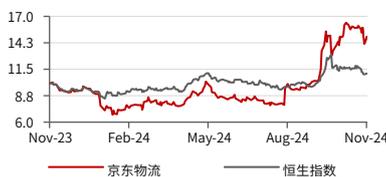
Jungle Den Limited 3

按 2024 年 11 月 18 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	20.67	17.68	17%
2024E EPS (RMB)	0.93	0.68	36%
2025E EPS (RMB)	1.07	0.86	24%
2026E EPS (RMB)	1.19	0.99	20%

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)	181,242 (-2%)	196,066 (-2%)
EPS (RMB)	0.95 (-3%)	1.09 (-2%)

注: 所示市场预测来源于彭博。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。

研究团队
陈亚雷

香港证监会中央编号: ARW897

季迪英, CFA

香港证监会中央编号: BNC702

3Q24 回顾: 利润率持续提升

- 尽管中国宏观环境疲软, 但公司效率提升驱动净利润增长强劲。
- 接入天猫/淘宝商家以及海外拓展或是两大长期增长因子。
- 重申“买入”评级, 上调目标价至 20.67 港元。

此港股通报告之英文版本于 2024 年 11 月 19 日上午 6 时由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的姜雪峰 (证券分析师登记编号: S1680519070001) 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。

持续的经营杠杆驱动净利润强劲增长: 京东物流 3Q24 持续录得强劲盈利, 归属于股东的非 IFRS 净利润率从 3Q23 的 1.3% 提升至 5.2%, 同比增长 3.9 个百分点。尽管上一季度京东物流的收入仅同比增长 6.6%, 但利润率强劲扩张, 尤其是毛利率, 驱动经调整净利润同比高增 313%。

物流行业竞争持续激烈, 但公司接入天猫/淘宝平台应会有利于长期收入增长: 京东物流 3Q24 来自京东集团和第三方的收入分别同比增长 8.1% 和 5.9%。我们认为来自京东集团渠道的强势增长可能是由中国政府近期推出的家电补贴项目驱动。阿里巴巴集团近期宣布向包括京东物流在内的由竞争对手运营的物流公司开放其两大主要电商平台--淘宝和天猫。尽管京东物流管理层不认为短期内公司收入会有明显提升, 但认为京东物流将能够通过长期加大销售和营销投入从这些平台获取一部分高质量顾客。

加大海外扩张投入: 京东物流管理层确认公司计划在 2025 年前将其国际业务下的自营仓储空间增至两倍, 且公司已经同国外品牌和国外电商平台开展合作, 表示亚太地区将是短期内焦点。鉴于京东物流国际业务规模相对较小, 我们认为公司的资本支出将保持平稳, 海外扩张对公司盈利的负面影响将会较小。我们预计这将成为公司长期的收入增长推手。

重申“买入”评级, 将 DCF 目标价从 17.68 港元上调至 20.67 港元: 基于公司 3Q24 的强劲业绩带来健康的利润率提升趋势, 我们对盈利预测进行更新, 并根据 DCF 模型将我们的目标价上修至 20.67 港元, 其中永续增长率为 2%、WACC 为 12.1% 不变。

风险提示: 宏观经济持续疲软; 利润率扩张慢于预期; 大额关联方交易, 一体化供应链物流业务增长慢于预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	137,402	166,625	178,442	191,517	205,635
息税前利润 (RMBmn)	(234)	1,487	6,781	7,278	8,637
归母净利润 (RMBmn)	383	1,985	5,844	6,743	7,501
每股收益 (RMB)	0.06	0.32	0.93	1.07	1.19
市盈率 (x)	247.9	34.3	14.6	12.6	11.4

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。归母净利润和 EPS 按非 IFRS 准则。资料来源: 彭博, 华兴证券(香港)预测

图表 1: 京东物流—年度和季度损益表摘要

人民币百万元	2023	2024E	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
收入	166,625	178,442	191,517	36,728	41,033	41,663	47,201	42,137	44,207	44,396	47,702
…来自京东集团	50,063	53,067	56,251	11,213	12,652	11,826	14,373	12,883	13,533	12,358	14,293
…来自其他	116,561	125,375	135,266	25,516	28,381	29,836	32,828	29,255	30,674	31,543	34,896
收入增速	21.3%	7.1%	7.3%	34.3%	31.2%	16.5%	9.7%	14.7%	7.7%	6.6%	1.1%
…关联方	3.7%	6.0%	6.0%	-1.5%	-3.1%	8.4%	11.3%	14.9%	7.0%	4.5%	-0.6%
…外部客户	30.8%	7.6%	7.9%	59.8%	55.8%	20.0%	9.1%	14.7%	8.1%	5.7%	6.3%
销货成本	(153,942)	(159,527)	(170,451)	(35,093)	(37,639)	(38,362)	(42,848)	(38,906)	(38,955)	(39,198)	(42,468)
毛利润	12,683	18,915	21,067	1,636	3,394	3,300	4,353	3,231	5,253	5,197	5,233
毛利率	7.6%	10.6%	11.0%	4.5%	8.3%	7.9%	9.2%	7.7%	11.9%	11.7%	11.0%
运营成本	(11,923)	(13,026)	(14,364)	(2,937)	(2,917)	(3,030)	(3,040)	(3,144)	(3,042)	(3,160)	(3,680)
销售及营销	(4,999)	(5,889)	(6,320)	(1,142)	(1,212)	(1,355)	(1,291)	(1,412)	(1,368)	(1,392)	(1,717)
研发	(3,571)	(3,747)	(4,213)	(904)	(921)	(867)	(880)	(862)	(881)	(913)	(1,091)
行政	(3,353)	(3,390)	(3,830)	(891)	(784)	(809)	(869)	(870)	(794)	(856)	(871)
运营成本占收入百分比	-7.2%	-7.3%	-7.5%	-8.0%	-7.1%	-7.3%	-6.4%	-7.5%	-6.9%	-7.1%	-7.7%
销售及营销	-3.0%	-3.3%	-3.3%	-3.1%	-3.0%	-3.3%	-2.7%	-3.3%	-3.1%	-3.1%	-3.6%
研发	-2.1%	-2.1%	-2.2%	-2.5%	-2.2%	-2.1%	-1.9%	-2.0%	-2.0%	-2.1%	-2.3%
行政	-2.0%	-1.9%	-2.0%	-2.4%	-1.9%	-1.9%	-1.8%	-2.1%	-1.8%	-1.9%	-1.8%
其他收益	727	892	575	285	148	276	17	206	165	496	25
营业利润	1,487	6,781	7,278	(1,015)	626	547	1,330	294	2,376	2,533	1,578
非经营性项目	132	241	380	3	5	45	79	110	110	92	(71)
税前利润	1,619	7,021	7,657	(1,013)	631	592	1,409	403	2,486	2,625	1,507
税费	(452)	(1,404)	(1,531)	(24)	(123)	(137)	(168)	(81)	(241)	(181)	(902)
税率	-27.9%	-20.0%	-20.0%	2.4%	-19.5%	-23.2%	-11.9%	-20.0%	-9.7%	-6.9%	-59.8%
含少数股东权益净利润	1,167	5,617	6,126	(1,037)	508	454	1,242	322	2,245	2,445	605
少数股东权益	551	750	850	(48)	156	240	203	84	219	240	207
股东应占溢利	616	4,867	5,276	(989)	352	214	1,039	238	2,026	2,205	398
按非国际财务报告准则口径											
调整项	(1,594)	(1,077)	(1,567)	(325)	(318)	(389)	(562)	(340)	(210)	(128)	(398)
含少数股东权益净利润	2,761	6,694	7,693	(712)	826	843	1,804	663	2,456	2,573	1,003
净利率 (含少数股东权益)	1.7%	3.8%	4.0%	-1.9%	2.0%	2.0%	3.8%	1.6%	5.6%	5.8%	2.1%
股东应占溢利	1,985	5,844	6,743	(712)	617	554	1,527	541	2,198	2,288	817
净利率	1.2%	3.3%	3.5%	-1.9%	1.5%	1.3%	3.2%	1.3%	5.0%	5.2%	1.7%
同比增速	418.5%	194.4%	15.4%	-18.4%	235.7%	117.7%	86.7%	NA	256.4%	312.6%	-46.5%

资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

盈利预测

我们维持我们的收入预测不变，但将 2024-26 年的毛利润率上调 0.4-0.6 个百分点，以反映京东物流提效举措的作用超过预期。我们也对 2024-26 年的经调整净利润率上调 0.6-0.9 个百分点，以反映运营成本更大的节省力度。由此，我们将 2024/25/26 年经调整每股收益上调 36.2%/24.4%/20.4%。

图表 2：京东物流—预测调整

人民币(百万元)	调整后			调整前			变动		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
收入	178,442	191,517	205,635	178,442	191,517	205,635	0.0%	0.0%	0.0%
毛利润	18,915	21,067	23,442	17,844	20,109	22,620	6.0%	4.8%	3.6%
毛利率	10.6%	11.0%	11.4%	10.0%	10.5%	11.0%	0.6 ppt	0.5 ppt	0.4 ppt
经调整净利润	5,844	6,743	7,501	4,291	5,421	6,231	36.2%	24.4%	20.4%
经调整净利率	3.3%	3.5%	3.6%	2.4%	2.8%	3.0%	0.9 ppt	0.7 ppt	0.6 ppt
经调整每股收益 (元)	0.93	1.07	1.19	0.68	0.86	0.99	36.2%	24.4%	20.4%

资料来源：华兴证券（香港）预测

估值

我们继续采用贴现现金流（DCF）对京东物流估值。基于盈利调整，我们的目标价从 17.68 港元上调至 20.67 港元。我们维持 12.1% 的 WACC 和 2.0% 的永续增长率不变。我们认为京东物流的股票看上去具有吸引力，当前交易水平较我们上调后的目标价存在 28.0% 的折价，并且对应 14.6 倍 2024 年 P/E 或 12.6 倍 2025 年 P/E（分别对应 2024/25 年经调整净利润的 194.4%/ 15.4%），要达到目标价难度不大。我们重申“买入”评级。

图表 3：京东物流—DCF 模型

WACC假设		人民币百万元	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	终值
β系数	1.2									
无风险利率 (Rf)	4.5%	经营性现金流	21,527	23,086	23,408	25,749	27,680	29,064	30,517	
风险溢价 (Rp)	7.0%	经营性现金流同比增速	31.6%	7.2%	1.4%	10.0%	7.5%	5.0%	5.0%	
要求市场回报率	11.5%	资本支出	-14,275	-13,406	-14,394	-14,826	-15,271	-15,729	-16,201	
股权成本	12.9%	资本支出同比增速	168.3%	-6.1%	7.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	
债务成本	6.0%	自由现金流	7,251	9,680	9,014	10,923	12,409	13,335	14,316	145,156
税率	25.0%	自由现金流同比增速	-34%	33%	-7%	21%	14%	7%	7%	
股份数 (百万)	6,275									
市值 (百万元)	72,377	折现因子	1.01	1.14	1.27	1.43	1.60	1.79	2.01	
债务		现值	7,152	8,520	7,080	7,656	7,760	7,441	7,129	72,283
债务 / (债务+股权)	0.0%	企业价值 (百万元)		125,022						
最佳杠杆率	10.0%	减项：净债务		(25,116)						
WACC	12.1%	减项：少数股东权益		7,216						
永续增长率	2.0%	= 股权价值 (百万元)		117,806						
		目标价 (港元)					20.67			

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

风险提示

- **宏观经济持续疲软：**我们认为物流行业是反映一国经济整体健康状况的晴雨表。如果中国经济增速持续低迷，人们对物流服务的需求可能会减少，进而对京东物流的业务前景和收入增长造成不利影响。
- **利润率扩张慢于预期：**京东物流控本举措初步取得成功推动 1H24 毛利率大幅提升，也拉高了投资者对其未来利润率走势的预期。如果京东物流无法持续实现利润率提升，那么股票估值及股价也会受到负面影响。
- **大额关联方交易：**截至 2024 年前 9 个月，母公司京东集团的相关交易贡献了京东物流总收入的 30%左右。京东物流对母公司的议价能力可能相对弱于针对非关联方的议价能力，使得向京东集团提供高于预期的折扣，如此可能会对京东物流的利润率造成不利。
- **一体化供应链物流业务的整合增速慢于预期**可能会拖累京东物流的仓储及自动化系统开工率处于低位，令日常开支高企。由于规模扩张为实现经营杠杆和利润率提升的主要推手，该业务增速慢于预期可能会削弱京东物流的利润率并放慢其利润率提升的步伐。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
一体化供应链客户	80,430	86,475	93,369	100,868
其他客户	48,875	52,785	57,008	61,569
营业收入	166,625	178,442	191,517	205,635
营业成本	(153,942)	(159,527)	(170,451)	(182,192)
毛利润	12,683	18,915	21,067	23,442
管理及销售费用	(11,923)	(13,026)	(14,364)	(15,423)
其中: 研发支出	(3,571)	(3,747)	(4,213)	(4,524)
其中: 市场营销支出	(4,999)	(5,889)	(6,320)	(6,786)
其中: 管理支出	(3,353)	(3,390)	(3,830)	(4,113)
息税前利润	1,487	6,781	7,278	8,637
息税折旧及摊销前利润	13,170	21,490	22,187	22,922
利息收入	1,404	1,371	1,555	1,784
利息支出	(1,037)	(1,050)	(1,100)	(1,100)
税前利润	1,619	7,021	7,657	9,246
所得税	(452)	(1,404)	(1,531)	(2,311)
净利润	616	4,867	5,276	6,014
调整后净利润	1,985	5,844	6,743	7,501
基本每股收益 (RMB)	0.10	0.77	0.84	0.95
稀释每股调整收益 (RMB)	0.32	0.93	1.07	1.19

资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	56,658	62,706	72,913	82,585
货币资金	17,207	15,093	21,642	29,526
应收账款	14,709	14,666	15,741	16,901
存货	624	656	700	749
其他流动资产	24,118	32,291	34,829	35,409
非流动资产	56,243	56,046	54,761	55,152
固定资产	16,060	17,177	16,514	15,827
无形资产	3,803	3,191	2,578	1,966
商誉	6,849	6,849	6,849	6,849
其他	19,097	17,546	16,706	17,502
资产	112,902	118,752	127,673	137,738
流动负债	39,331	39,065	40,860	42,790
短期借款	0	0	0	0
预收账款	380	380	380	380
应付账款	17,761	17,482	18,680	19,966
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	16,742	16,742	16,742	16,742
负债	57,528	57,261	59,057	60,987
股份	1	1	1	1
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	(26,041)	(20,674)	(14,398)	(7,184)
归属于母公司所有者权益	48,158	53,525	59,801	67,015
少数股东权益	7,216	7,966	8,816	9,736
负债及所有者权益	112,902	118,752	127,674	137,738

注: 历史估值倍数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	616	4,867	5,276	6,014
折旧摊销	11,683	14,709	14,910	14,285
利息 (收入) / 支出	(321)	(455)	(684)	0
其他非现金科目	(5,466)	1,122	1,617	1,817
其他	0	0	0	0
营运资本变动	(7,438)	(972)	(667)	(729)
经营活动产生的现金流量	16,352	21,527	23,086	23,408
资本支出	(5,469)	(14,275)	(13,406)	(14,394)
收购及投资	(1)	0	0	0
处置固定资产及投资	441	0	0	0
其他	(10,622)	(17,207)	(11,576)	(10,282)
投资活动产生的现金流量	(15,099)	(22,591)	(15,436)	(14,424)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	3,460	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(8,432)	(1,050)	(1,100)	(1,100)
筹资活动产生的现金流量	(5,547)	(1,050)	(1,100)	(1,100)
现金及现金等价物净增加额	(4,288)	(2,114)	6,550	7,884
自由现金流	10,883	7,251	9,680	9,014

关键假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
一体化供应链客户收入增速 (%)	4	8	8	8
其他业务收入增速 (%)	6	8	8	8

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	21.3	7.1	7.3	7.4
毛利润	25.6	49.1	11.4	11.3
息税折旧及摊销前利润	41.7	63.2	3.2	3.3
净利润	144.1	689.9	8.4	14.0
调整后净利润	418.5	194.4	15.4	11.2
稀释每股调整收益	142.9	674.4	8.4	14.0
调整后稀释每股调整收益	404.0	188.6	15.4	11.2
盈利率 (%)				
毛利率	7.6	10.6	11.0	11.4
息税折旧摊销前利润率	7.9	12.0	11.6	11.1
息税前利润率	0.9	3.8	3.8	4.2
净利率	0.4	2.7	2.8	2.9
调整后净利率	1.2	3.3	3.5	3.6
净资产收益率	1.3	9.1	8.8	9.0
总资产收益率	0.5	4.1	4.1	4.4
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.4	1.6	1.8	1.9
速动比率	1.4	1.6	1.8	1.9
估值比率 (x)				
市盈率	34.3	14.6	12.6	11.4
市净率	1.4	1.6	1.4	1.3
市销率	0.4	0.4	0.4	0.3

附录

分析师声明

本人陈亚雷、季迪英（CFA 持证人）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：京东物流（2618 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的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，或在本报中讨论交易策略，其中提及可能会对本报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，与本报署名分析师的观点不一致。

本报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