

公司研究

各业务符合预期，推广开支致营销费用率提升

——快手科技（1024.HK）2024 年三季度业绩点评

要点

事件：2024 年 11 月 20 日快手科技发布 2024 年三季度业绩公告。24Q3 实现总收入 311 亿元人民币，同比+11.4%（vs 一致预期 yoy+11.1%）；经调整净利润 39.5 亿元人民币，小幅超预期（vs 一致预期 39.1 亿元）。

营销费用率有所提升，经调整净利润小超预期：24Q3 公司：1) 在线营销收入为 176 亿元，同比+20%，收入占比 56.6%。2) 直播打赏收入为 93 亿元，同比-3.9%，收入占比 30%。3) 其他服务（主要为电商）收入为 42 亿元，同比+17.5%，收入占比 13.4%。4) 毛利率 54.3%，同比+2.6pcts，巴黎奥运会版权摊销主要在 24Q3-Q4 计入；销售费用率 33.3%，同比+1.3pcts，考虑电商、本地生活市场方面竞争，补贴推广将继续提升；管理费用率 2.6%，同比-0.6pcts，研发费用率 10.0%，同比-0.6pcts，持续降本增效。5) 24Q3 国内经营利润 35.1 亿元，同比+11%；海外经营亏损 1.5 亿元，同比收窄。

DAU 增长优于预期，大模型积累有望得到验证：1) 24Q3 平均 DAU 和 MAU 分别为 4.08 亿以及 7.1 亿（yoy+5.4%/+4.3%）。2) 用户规模持续扩张的同时实现用户高质量增长和内容升级。流量端在高位保持增长，24Q3 快手每 DAU 日均使用时长达 132.2 分钟（yoy+1.8%），社区互动提升用户留存。3) 大模型应用持续深化。最新的可灵 AI1.5 版本实现全方位提升，清晰度达到 1080p；快手搜索月活跃用户超 5 亿，单日搜索次数峰值超 8 亿。

商业化：外循环广告动能持续释放，电商增速符合预期：1) 在线营销：快手 24Q3 外循环营销服务涨势随 AI 工具赋能提升进一步放大，短剧等应用内广告扩大消费用户规模。我们预计后续外循环仍为主要驱动，内循环伴随电商 GMV 提升稳健增长。2) 电商：电商收入稳定增长，GMV 增长符合预期。24Q3 快手电商 GMV 达 3342 亿元，同比+15%，泛货架电商 GMV 24Q3 超大盘增长，占总 GMV 的 27%；宏观经济环境弱恢复背景下，消费情绪预计仍较为疲软，24Q4 快手电商 GMV 或略低于 24Q3 的增长速率。3) 直播打赏：收入下滑速率收窄，多元化直播内容仍持续丰富。职业化、机构化的趋势进一步加强，24Q3 末签约公会机构数量 yoy+超 40%，签约公会主播数量 yoy+超 60%。

盈利预测、估值与评级：考虑 24Q3 利润端超预期，小幅上调公司 2024 年经调整净利润预测至 176.0 亿元（相对上次预测+1.9%）；考虑市场对宏观消费环境复苏的信心偏弱，电商行业竞争下公司在电商补贴等方面的营销费用或有所提升，下调公司 2025-26 年经调整净利润预测至 220.5/262.7 亿元（相对上次预测分别-6.6%/-13.1%）。公司生态系统仍健康，海外&本地生活等业务具备增长潜力，给予公司 2024 年估值倍数直播打赏/在线营销业务 0.6/2.5x PS，电商业务 0.12x PSG，维持目标价 60.3 港元，维持“买入”评级。

风险提示：用户增长不及预期风险，宏观经济复苏不及预期风险，广告收入增长不及预期风险，电商货币化进展不及预期风险，内容监管政策风险

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万人民币元）	94,183	113,470	127,335	140,977	153,625
营业收入增长率	16.2%	20.5%	12.2%	10.7%	9.0%
Non-IFRS 归母净利润（百万人民币元）	-5,751	10,271	17,604	22,048	26,266
Non-IFRS 归母净利润增长率	NA	NA	71.4%	25.2%	19.1%
Non-IFRS EPS（元）	-1.33	2.38	4.08	5.11	6.09
P/S	1.98	1.64	1.46	1.32	1.21
Non-IFRS P/E	NA	18.11	10.57	8.44	7.08

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截至 2024-11-21，汇率 1 港币=0.9293 人民币

买入（维持）

当前价/目标价：46.40/60.3 港元

作者

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：赵越

执业证书编号：S0930524020001

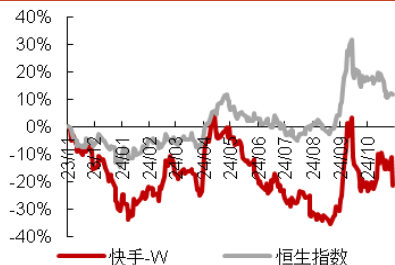
021-52523690

zhaoyuel@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	43.14
总市值(亿港元):	2,001.47
一年最低/最高(港元):	37.55-63.35
近 3 月换手率(%):	134.4

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.1	3.3	-33.4
绝对	-1.5	16.0	-22.9

资料来源：Wind

相关研报

电商 GMV 增长放缓，利润端仍超预期——快手科技（1024.HK）2024 年二季度业绩点评（2024-08-27）

电商驱动 24Q1 利润超预期高增，估值具备向上弹性——快手科技（1024.HK）24Q1 业绩前瞻（2024-4-26）

电商驱动业绩成长，运营提升带来超预期利润弹性——快手科技（1024.HK）23Q3 业绩前瞻（2023-10-31）

利润超预期、成规模释放，广告、电商复苏较理想——快手科技（1024.HK）23Q2 业绩前瞻（2023-8-7）

目 录

1、 财务：营销费用率有所提升，经调整净利润小超预期	4
2、 平台生态：DAU 增长优于预期，大模型积累有望得到验证.....	6
3、 商业化：外循环广告动能持续释放，电商增速符合预期.....	6
3.1 在线营销：AI 拉动营销转化，外循环仍为主引擎	6
3.2 电商：电商收入稳定增长，GMV 增长符合预期	7
3.3 直播打赏：收入下滑速率收窄，多元化直播内容仍持续丰富	8
4、 估值与投资建议	9
5、 风险分析	9

图目录

图 1: 19Q4-24Q3 总收入与同比增速	4
图 2: 20Q1-24Q3 各业务收入占比情况.....	4
图 3: 19Q4-24Q3 毛利率及各项费用率变化	5
图 4: 19Q4-24Q3 经调整净利润及经调整净利率（单位：百万元人民币）	5
图 5: 19Q4-24Q3 快手平均 MAU 和 DAU 与同比增速	6
图 6: 19Q4-24Q3 快手 DAU/MAU 变动.....	6
图 7: 19Q4-24Q3 快手在线营销收入与环比增速	7
图 8: 19Q4-24Q3 快手流量（以单季总用户时长度量）与环比增速	7
图 9: 19Q4-24Q3 快手其他收入（主要为电商）与环比增速	8
图 10: 19Q4-24Q3 快手电商 GMV 与货币化率	8
图 11: 20Q1-24Q3 快手直播打赏收入及环比增速	9

表目录

表 1: 公司盈利预测与估值简表.....	9
-----------------------	---

1、财务：营销费用率有所提升，经调整净利润小超预期

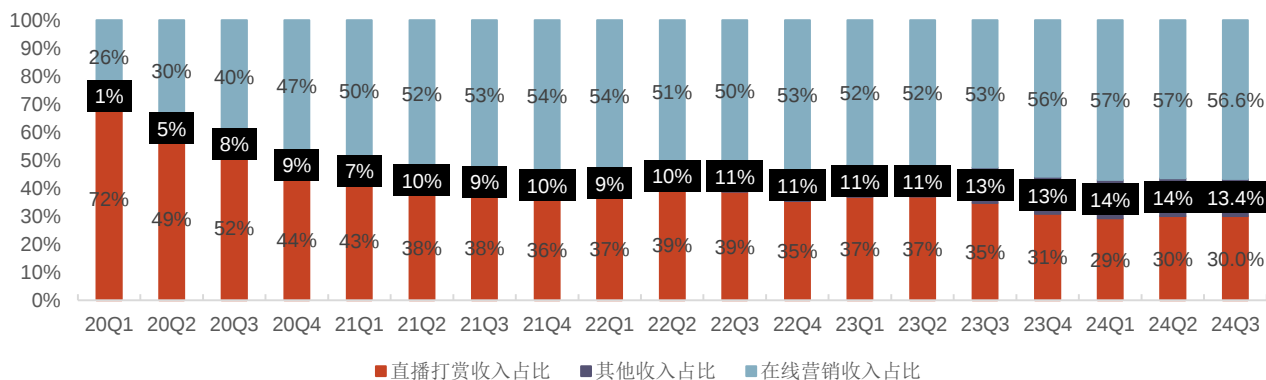
24Q3 快手实现总收入 311 亿元，同比增长 11.4%，基本符合预期（vs 彭博一致预期 yoy+11.0%）。其中：1) 24Q3 在线营销收入为 176 亿元，同比增长 20%，收入占比 56.6%。2) 24Q3 直播打赏收入为 93 亿元，同比下降 3.9%，收入占比 30%。3) 24Q3 其他服务（主要为电商）收入为 41.6 亿元，同比增长 17.5%，收入占比 13.4%。

图 1：19Q4-24Q3 总收入与同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：20Q1-24Q3 各业务收入占比情况



资料来源：公司公告，光大证券研究所

24Q3 公司经调整净利润 39.5 亿元人民币，略超预期（vs 彭博一致预期经调整净利润 39.1 亿元），对比 23Q3 经调整净利润 32 亿元，同比增长 24.4%。

1) 毛利率：公司 24Q3 毛利率 54.3%，同比上升 2.6pcts，环比下降 1pcts。由于巴黎奥运会版权摊销所带来的内容成本主要在 24Q3-Q4 计入，我们预计四季度快手毛利率环比持稳。

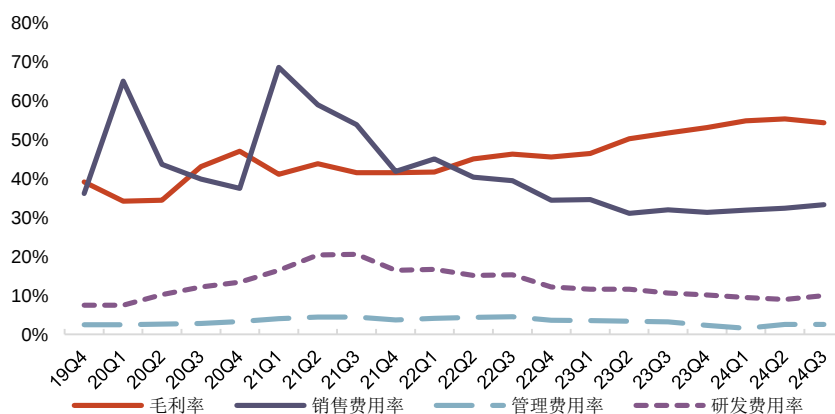
2) 销售及营销开支：销售及营销开支 104 亿元，同比增加 15.9%；销售费用率 33.3%，同比增加 1.3pcts，环比上升 0.9pcts，主要系推广活动开支增加。我

们认为，尽管用户维系和增长费用相对稳健，但随着对于短剧相关的激励投入，以及 24Q4 国内电商市场竞争仍激烈，相关用户补贴或将有所提升，24Q4 快手营销及销售费用同比预计仍将增长。

3) 行政开支：行政开支 8.0 亿元，同比下降 11.4%；管理费用率为 2.6%，同比下降 0.6pcts，环比不变。行政开支减少主要由于雇员以股份为基础的薪酬开支减少。

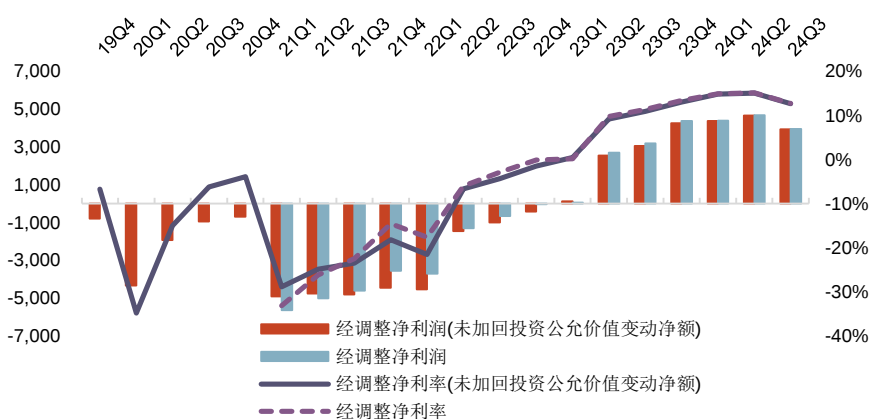
4) 研发开支：研发开支 31 亿元，同比增加 4.5%；研发费用率 10.0%，同比下降 0.6pcts，环比增加 1.0pcts。研发开支增加主要由于雇员以股份为基础的薪酬开支增加。

图 3：19Q4-24Q3 毛利率及各项费用率变化



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 4：19Q4-24Q3 经调整净利润及经调整净利率（单位：百万元人民币）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：21Q4 业绩报告后，公司开始在非国际财务报告准则调整中加回投资公允价值变动净额一项，以更有利于比较不同期间的经营业绩

按分部来看，24Q3 公司实现国内经营利润 35.1 亿元，同比增长 11.1%，环比下降 22.1%，同比增长主要系国内收入增长 9.2%。

24Q3 海外经营亏损 1.5 亿元，同比收窄 75.9%，环比收窄 44.8%，主要系进一步优化流量机制和效率，接入新的流量场景，扩展营销增量收入，24Q3 海外整

体收入同比增长 104.1%；同时秉持以 ROI 驱动的发展模式，有望保持高效运营效率。

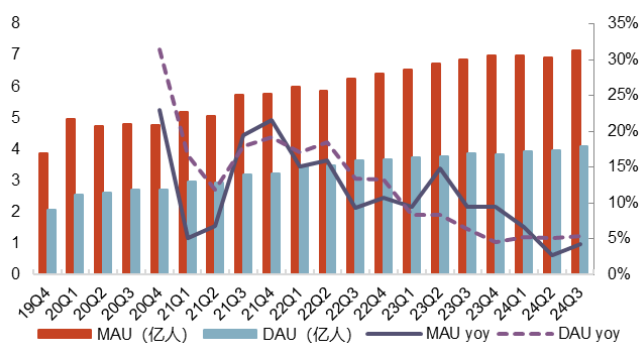
2、平台生态：DAU 增长优于预期，大模型积累有望得到验证

DAU 略好于预期，坚持高质量增长策略。24Q3 快手应用平均 DAU 4.08 亿，同比增长 5.4% (vs 彭博一致预期同比增长 4.3%)，MAU 7.14 亿，同比增长 4.3% (vs 彭博一致预期同比增长 2.5%)。流量端在高位保持增长，单 DAU 人均日使用时长 132.2 分钟，同比增长 1.8%。

快手用户规模持续扩张的同时实现用户高质量增长和内容升级。公司在发展产品 & 科技创新和用户体验提升中兼顾效率与质量，实现单季度平均日活跃用户破 4 亿的里程碑成绩。1) 提升社区互动氛围以增加用户留存，提升算法推荐能力以兼顾用户关注的创作者与优质内容，驱动用户多次打开快手应用；2) 巴黎奥运会转播提供全景赛事点播、独家 IP 内容和用户原创内容等于一体的超级内容矩阵，有望持续构建丰富而具有快手特色的生态系统。

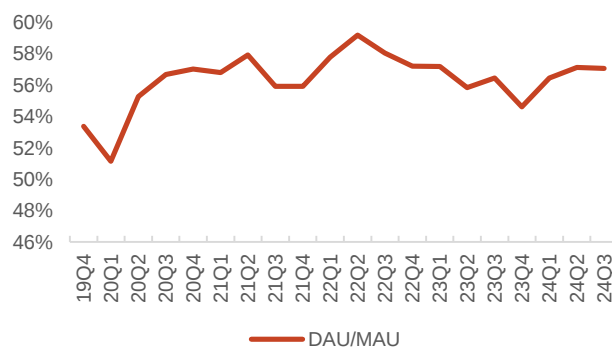
快手持续深化大模型在内容生成、内容理解和推荐方面的应用，赋能整个商业生态。1) 24M9 发布最新的可灵 AI 1.5 版本在画面质量、动态表现和语义响应速度等方面行业领先，清晰度提升至 1080p 且包括运动笔刷等功能；2) 快手优化搜索结果页改善用户体验，大幅提升搜索渗透率，24Q3 月均使用快手搜索的用户超 5 亿，单日搜索次数峰值超 8 亿，海量用户搜索行为驱动搜索相关营收业务高速增长。

图 5：19Q4-24Q3 快手平均 MAU 和 DAU 与同比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 6：19Q4-24Q3 快手 DAU/MAU 变动



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3、商业化：外循环广告动能持续释放，电商增速符合预期

3.1 在线营销：AI 拉动营销转化，外循环仍为主引擎

尽管面临宏观环境挑战，快手 24Q3 在线营销收入 176 亿元，同比增长 20%，环比增长 1%，收入占比同比增长 4.1pcts 至 56.6%。主要：

1) **算法与 AI 加速营销投放和转化。**快手在数据基建、智能投放产品和算法上持久耕耘，为客户提供更好的投放 ROI，也推动营销服务出价。AI 大模型对营销内容和商品特征的语义理解利于精准匹配商家需求，提升营销转化率。

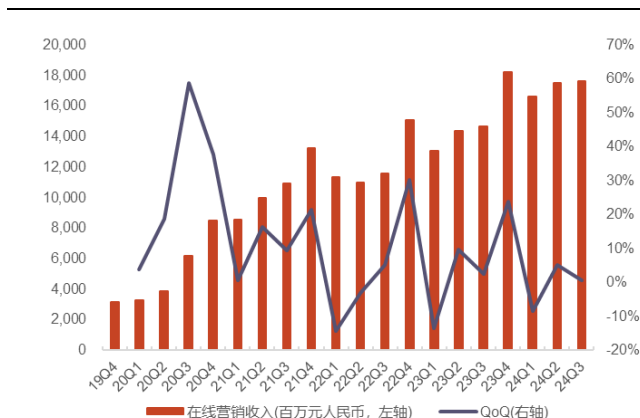
2) **外循环营销服务涨势较快。**24Q3 外循环营销服务同比增幅加速扩大，尤其是在传媒资讯、平台电商和本地生活领域。应用内广告(IAA) 短剧模式扩大消费用户规模。全自动投放解决方案(UAX) 持续撬动投放预算，24Q3 UAX 总营销消耗占整个外循环营销消耗比例提升至近 50%。

3) **内循环营销服务稳健增长。**平台深度赋能商家，月动销投流商家数量同比增长超过 50%。极简自助投流能力，助力中小商家实现 GMV 跃迁，同时智能化投放产品成为商家长效经营的基础工具，提升了经营效率。在内循环总营销消耗中，全站营销解决方案及智能托管产品占比达到约 50%，标志着智能化投放的深入应用和商家依赖度的显现。

4) **品牌营销创新举措。**创新性地结合营销科学、达人种草等方式提供品效合一的营销解决方案。在 2024 巴黎奥运会中，依托“体育+”战略与内容生态与同伊利、中国移动等 150 余品牌商探索营销新模式，助力客户品牌生长。

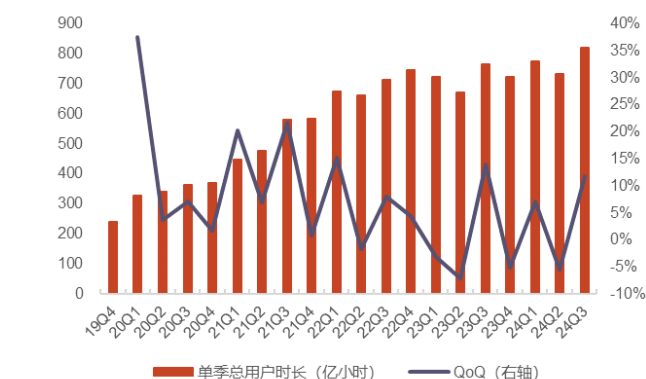
展望后续，24Q4 快手广告增速有望继续维持较高速度正增长：随着通用型全自动投放(UAX) 产品的市场渗透率提高，外循环服务有望继续拉动增长。

图 7：19Q4-24Q3 快手在线营销收入与环比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 8：19Q4-24Q3 快手流量（以单季总用户时长度量）与环比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.2 电商：电商收入稳定增长，GMV 增长符合预期

24Q3 其他服务（主要为电商）收入增至 41.6 亿元，同比增长 17.5%，基本符合预期（vs 彭博一致预期 17.9%），收入占比同比提升 0.7pcts 至 13.4%。快手电商 GMV 达 3342 亿元，同比增长 15.1%，基本符合预期；货币化率 1.24%，同比提升 0.03pcts。

虽处电商淡季，24Q3 电商业务仍展现差异化韧性，主要系：

1) **电商业务整体上看稳定发挥。**立足内容电商，秉持“好内容+好商品”战略，最大化多场景电商协同优势，扩大电商供给，提升用户购买心智，使得 24Q3 电商业务 GMV 同比增长 15.1%至人民币 3342 亿元。

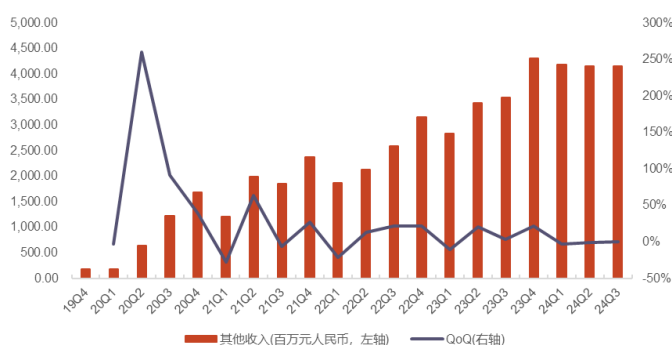
2) **战略推动中小商家供给。**得益于斗金计划、启航计划和扶摇计划等新商策略，中小商家业绩超预期增长，24Q3 新入驻快手商家数量同比增长超 30%。内容电商经营方法论推动商家打磨运营能力，24Q3 月均动销商家数同比增长超 40%。

3) **精细化运营助力内容电商发展。**为提升头部达人开播积极性、放大内容价值，开发包括购物圈、万人团等营销玩法；新星计划与区域服务商协同以扶持中小法人。818 大促期间达人业务 GMV 同比增长超 24%。打通电商与营销素材、引流短视频与直播间等策略推进短视频电商发展，24Q3 短视频引流直播间成交 GMV 实现环比 40% 的大幅增长。

4) **泛货架电商支撑电商增量发展。**泛货架电商对电商业务进行高效补充，24Q3 泛货架电商 GMV 持续超大盘增长，占总电商 GMV 提升至 27%。其主推因素为供需两端协同发力，24Q3 商城场域日均动销商家同比增长近 70%。

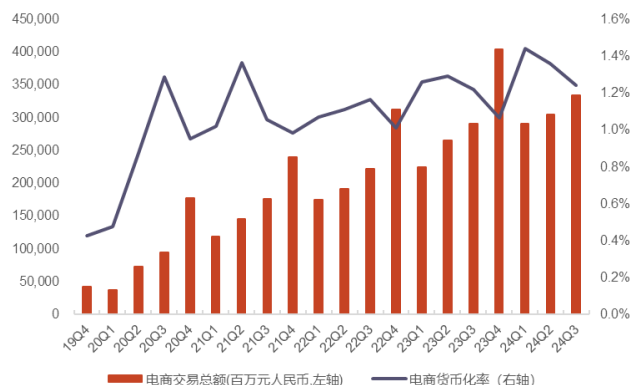
我们认为，24Q4 为双十一旺季，但考虑宏观经济环境弱恢复背景下，消费情绪预计仍较为疲软以及抖音、阿里等电商平台在双十一加大补贴或致竞争加剧的影响，预计第四季度电商 GMV 增速或略低于 24Q3 的增长速率。

图 9：19Q4-24Q3 快手其他收入（主要为电商）与环比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所
注：这里将其他收入全算作电商收入

图 10：19Q4-24Q3 快手电商 GMV 与货币化率



资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.3 直播打赏：收入下滑速率收窄，多元化直播内容仍持续丰富

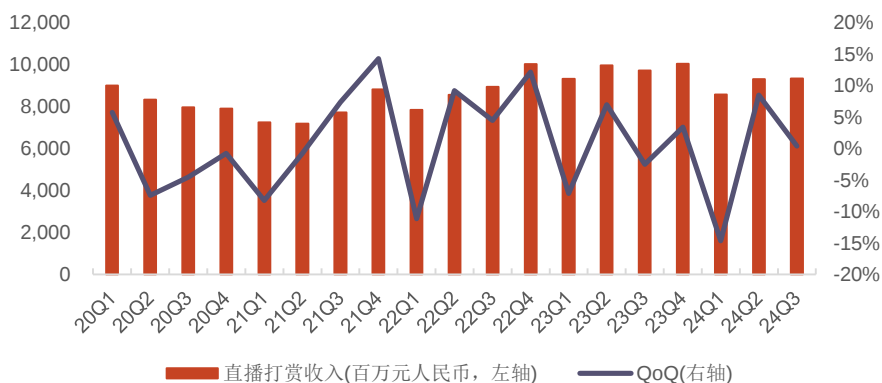
24Q3 直播打赏收入 93 亿元，同比下降 3.9%，同比收入降幅环比进一步收窄；收入占比同比下降 4.8pcts 至 30%。

1) **直播收入下降，推进健康、可持续的直播生态建设。**尽管直播业务收入下降，但通过迭代精细化运营模式和供给侧优化，24Q3 末快手签约公会机构数量同比提升超 40%，签约公会主播数量同比增长超 60%。多人直播等新兴品类也持续贡献价值，平台上的主播职业化、机构化的趋势进一步加强，合作公会的精细化运营能力日益提升，促进更精细、更有效的内容交付。

2) **“直播+”继续赋能传统行业。**快手继续推进“直播+”在招聘、房产交易的落地，24Q3 快聘业务的日均简历投递次数同比增长近 1 倍，双向匹配率同比增长超 20%；理想家业务的日均线索规模同比增加超 4 倍。

我们认为，直播打赏业务由于内容监管和平台生态治理加强等方面影响，24Q4 收入将继续下降，但作为快手底层的内容生态和快手用户重要的打开理由，多元化优质的直播内容仍然在持续丰富，考虑生态治理对内容质量的提升，直播打赏收入增速下滑的速度或将继续有所放缓。

图 11: 20Q1-24Q3 快手直播打赏收入及环比增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

4、估值与投资建议

考虑 24Q3 利润端超预期，我们小幅上调公司 2024 年经调整净利润预测至 176.0 亿元（相对上次预测+1.9%），同时考虑市场对宏观消费环境复苏的信心偏弱，以及电商行业竞争方面的变化，公司后续在电商补贴等方面的营销费用或有所提升，我们下调公司 2025-2026 年经调整净利润预测至 220.5/262.7 亿元（相对上次预测分别-6.6%/-13.1%）。考虑公司流量于高位保持增长，生态系统仍健康，海外&本地生活等业务仍具备增长潜力，给予公司 2024 年估值倍数直播打赏/在线营销业务 0.6/2.5x PS，电商业务 0.12x PSG，维持目标价 60.3 港元，维持“买入”评级。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万人民币元）	94,183	113,470	127,335	140,977	153,625
营业收入增长率	16.2%	20.5%	12.2%	10.7%	9.0%
Non-IFRS 归母净利润（百万人民币元）	-5,751	10,271	17,604	22,048	26,266
Non-IFRS 归母净利润增长率	NA	NA	71.4%	25.2%	19.1%
Non-IFRS EPS（元）	-1.33	2.38	4.08	5.11	6.09
P/S	1.98	1.64	1.46	1.32	1.21
Non-IFRS P/E	NA	18.11	10.57	8.44	7.08

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截至 2024-11-21，汇率 1 港币=0.9293 人民币

5、风险分析

用户增长不及预期风险：国内短视频行业渗透率已趋于饱和，快手的 MAU 和 DAU 增长可能面临减速的风险。

宏观经济复苏不及预期风险：宏观经济复苏和线下消费需求可能不及预期，对整体增长构成压力。

广告收入增长不及预期风险：广告主需求可能下降，导致广告收入增长减缓的风险。

电商货币化进展不及预期风险：电商 GMV 和货币化率的提升速度可能低于预期，进而影响电商收入的增长。

内容监管政策风险:内容监管政策的收紧可能对平台的内容生态和用户活跃度产生负面影响，从而影响整体业务表现。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	94,183	113,470	127,335	140,977	153,625
营业成本	52,051	56,079	57,747	62,876	67,595
折旧和摊销	6,573	6,573	5,428	6,359	7,295
营业税费	0	0	0	0	0
销售费用	37,121	36,496	41,257	44,690	47,624
管理费用	17,705	15,852	15,662	16,071	16,592
财务费用	-166	-539	-517	-619	-683
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-301	384	384	384	384
营业利润	-12,830	5,966	13,612	18,335	22,874
营业外支出	1,248	55	80	80	80
利润总额	-12,531	6,889	15,079	19,612	24,088
所得税	1,158	490	195	254	312
净利润	-13,689	6,399	14,884	19,358	23,776
少数股东损益	1	3	7	9	11
归属母公司净利润	-13,690	6,396	14,877	19,349	23,765
non-ifs 归母净利润	-5,751	10,271	17,604	22,048	26,266

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,198	20,781	18,630	32,742	39,261
投资活动产生现金流	-17,548	-19,865	-9,325	-9,254	-8,988
融资活动现金流	-4,482	-1,364	6,063	6,075	5,743
净现金流	-19,832	-448	15,368	29,563	36,016

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	89,307	106,296	125,088	159,824	199,091
货币资金	21,651	22,907	38,275	67,838	103,854
交易型金融资产	13,087	25,128	25,128	25,128	25,128
应收账款	6,288	6,457	7,578	8,387	9,135
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	726	950	719	797	868
存货	0	0	0	0	0
流动资产	45,859	60,361	76,249	107,101	144,309
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	268	214	214	214	214
固定资产	24,021	22,755	22,295	20,932	18,653
无形资产	1,123	1,073	1,293	1,513	1,783
非流动资产	43,449	45,935	48,839	52,722	54,782
总负债	49,470	57,222	61,130	76,508	91,999
无息负债	49,470	57,222	61,130	76,508	91,999
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	39,838	49,074	63,958	83,316	107,092
股本	0	0	0	0	0
公积金	303,712	306,642	306,642	306,642	306,642
未分配利润	-263,883	-257,491	-242,614	-223,265	-199,500
少数股东权益	8	11	18	27	38
归属母公司权益	39,830	49,063	63,940	83,289	107,054

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP