

网易云音乐 (9899 HK, 买入, 目标价: HK\$336.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$336.00 当前股价: HK\$280.00

股价上行/下行空间 +20%

52 周最高/最低价 (HK\$) 303.40/87.85

市值 (US\$mn) 7,533

当前发行数量(百万股) 210

三个月平均日交易额 (US\$mn) 35

流通盘占比 (%) 34

主要股东 (%)

网易集团 60

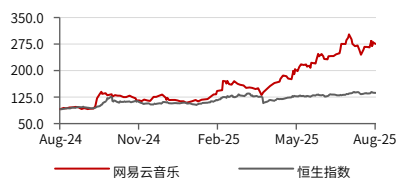
新加坡政府投资公司 6

按 2025 年 8 月 15 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\$)	336.00	123.00	173%
2025E EPS (RMB)	13.35	7.33	82%
2026E EPS (RMB)	9.56	7.88	21%
2027E EPS (RMB)	10.69	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%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	7,880 (-0%)	8,732 (-1%)
EPS (RMB)	13.74 (-3%)	11.07 (-14%)

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。

研究团队
张译文, CFA

香港证监会中央编号: BLM908

1H25 回顾: 音乐订阅用户增长稳健

- 1H25 业绩表现喜忧参半: 收入不及预期、净利润超预期。
- 随着公司优先专注于增长, 音乐订阅用户数增速超越同业。
- 重申“买入”评级, 上调目标价至 336.00 港元 (28 倍 2026 年 P/E 加贴现现金)。

此港股通报告之英文版本于 2025 年 8 月 18 日下午 3 时 55 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。

网易云音乐 1H25 收入较 Visible Alpha (VA) 一致预期低 4%, 但调整后净利润超一致预期 128%, 主要得益于过去累计亏损确认的一次性递延所得税资产。我们认为, 网易云音乐在 2025 年上半年实现了稳健增长 (音乐订阅收入同比增长 15%), 推动整体毛利率达到 36.4%, 高于一致预期的 33.7%。区别于同行业公司, 其订阅收入增长由净新增订阅用户驱动, 但部分因每用户平均收入 (ARPPU) 稀释 (学生订阅占比提升) 而形成抵消。与此同时, 销售及营销费用同比下降 56%, 反映公司用户获取是由优质内容驱动而非流量购买。我们重申“买入”评级, 认为网易云音乐仍处于抢占年轻用户群体的成长阶段, 未来数年利润率将逐步提升。

1H25 业绩摘要: 在线音乐业务收入同比增长 16% 至 30 亿元人民币。订阅收入实现 15% 同比增长, 主要得益于订阅用户数加速增长 (我们测算净增 430 万用户或同比增长 18%), 但部分被 ARPPU 下降而抵消 (1H25 为 6.8 元, 对比 1H24 为 6.9 元)。其他音乐收入在数字专辑销售的推动下同比增长 20%。社交娱乐业务收入为 9 亿元, 同比下滑 43%/环比下降 21%, 原因是公司逐步缩减该业务而转向提升 App 音乐体验。利润率方面: 受益于在线音乐内容成本优化及社交娱乐收入分成减少, 1H25 整体毛利率提升至 36.4% (对比 1H24 为 35.0%)。调整后净利润率上升至 50.8% (对比 1H24 为 21.6%), 若剔除一次性递延所得税资产确认影响则为 29.5%。

以音乐为核心的社区生态吸引年轻群体。 网易云音乐专注于扶持独立音乐人 (截至 1H25 已注册 81.9 万人, 贡献超 480 万首原创作品) 以实现内容差异化, 同时也运营少数几个自建工作室。这些独家内容主要目的为吸引新用户 (市场营销推广围绕此类独家内容), 而非提高付费率。此外, 平台高度重视年轻用户培育, 推出每月 5 元的学生套餐 (主流平台中收费最低)。最后, 得益于最佳的聆听/发现体验及社区氛围加持, 我们测算网易云音乐的用户流失率低于同业。尽管 ARPPU 不及同行, 但这一优势将提升单用户生命周期价值。

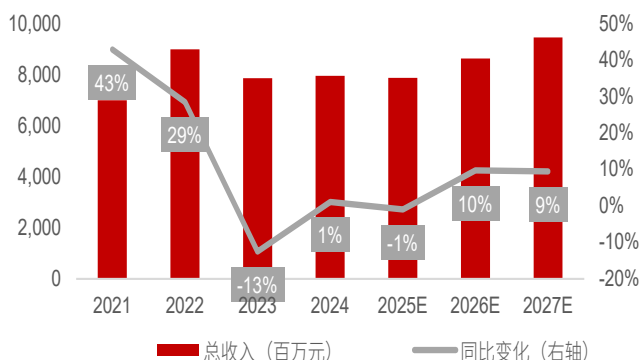
重申“买入”评级, 目标价由 123.00 港元上调至 336.00 港元: 由于音乐收入增长部分被社交娱乐收入下滑抵消, 我们将 2025-26 年的收入预测下调 8%-9%。但基于递延所得税资产确认、毛利率改善及运营费用减少, 我们将 2025/26 年调整后净利润预测分别上调 83%/22%。在调整预测并切换至 2026 年估值基准后, 我们的新目标价对应 28 倍 2026 年预测市盈率 (原为 15 倍 2025 年预测市盈率)。**风险提示:** 利润率扩张不及预期, 订阅增速放缓, 在线音乐市场竞争加剧, 监管政策趋严。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	7,867	7,950	7,870	8,637	9,454
息税前利润 (RMBmn)	330	1,171	1,625	1,909	2,276
归母净利润 (RMBmn)	819	1,704	2,852	2,061	2,325
每股收益 (RMB)	3.86	8.07	13.35	9.56	10.69
市盈率 (x)	19.8	11.6	19.3	26.9	24.1

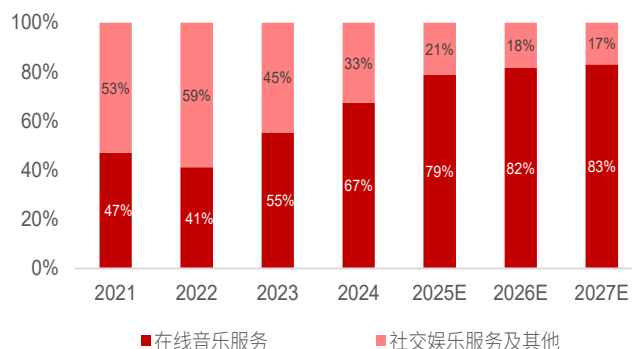
注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。净利润和 EPS 基于 Non-IFRS。资料来源: 公司公告, 华兴证券(香港)预测

图表 1: 网易云音乐—总收入及同比变化



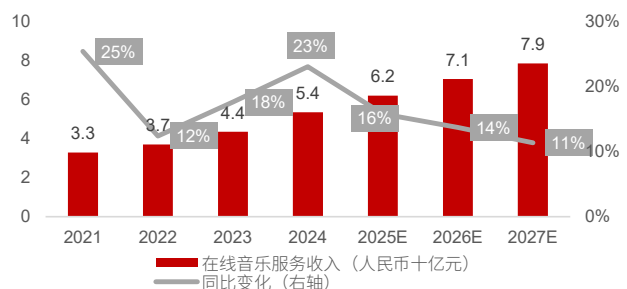
资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 2: 网易云音乐—收入构成



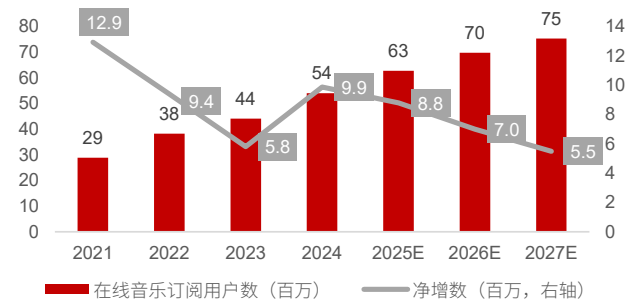
资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 3: 网易云音乐—在线音乐服务收入及同比变化



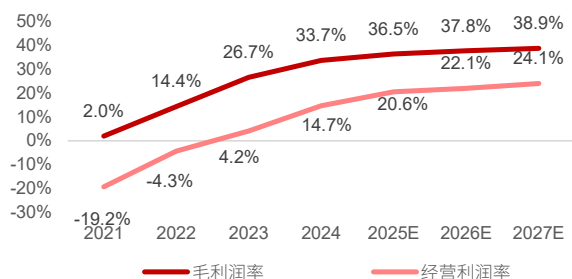
资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 4: 网易云音乐—在线音乐订阅用户数及净增数



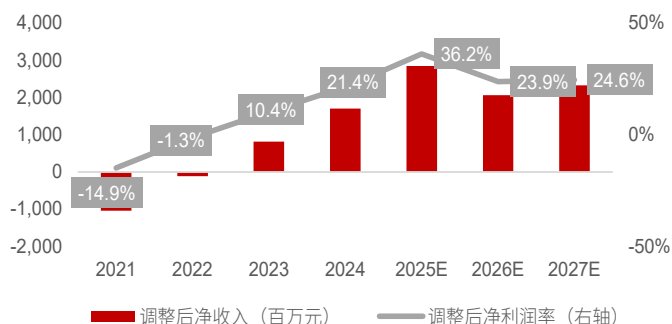
资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 5: 网易云音乐—毛利率及经营利润率



资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 6: 网易云音乐—调整后净收入及调整后净利润率



资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 7: 网易云音乐—1H25 业绩回顾

(百万元)	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	HoH	YoY	VA 一致预期	对比 一致预期
收入	3,908	3,959	4,070	3,880	3,827	-1.4%	-6.0%	3,978	-4%
- 在线音乐	2,021	2,329	2,560	2,795	2,967				
- 社交娱乐	1,887	1,629	1,511	1,085	860				
毛利润	965	1,138	1,426	1,256	1,392	10.9%	-2.3%	1,343	4%
毛利率	24.7%	28.7%	35.0%	32.4%	36.4%	4.0ppt	1.4ppt	33.7%	
- 研发费用	-441	-428	-396	-384	-379				
- 销售及营销费用	-370	-388	-369	-242	-163				
- 一般及行政费用	-73	-93	-90	-95	-93				
营业收入 (IFRS)	105	226	600	571	845	47.9%	40.8%		
经营利润率	2.7%	5.7%	14.7%	14.7%	22.1%	7.4ppt	7.3ppt		
净收入 (IFRS)	294	440	810	752	1,885	150.9%	132.8%		
调整后净收入 (Non-IFRS)	332	487	881	823	1,943	136.1%	120.6%	851	128%
调整后净利润率 (Non-IFRS)	8.5%	12.3%	21.6%	21.2%	50.8%	29.6ppt	29.1ppt	21.4%	
调整后稀释每股收益 (Non-IFRS, 元)	1.57	2.29	4.18	3.89	9.12	134.2%	118.2%		
运营指标									
月活用户 (百万)	207	205	209	213	215	0.7%	2.5%		
音乐订阅用户 (百万)	41.8	46.5	51.5	56.5	60.8	7.6%	18.1%		
净增用户 (百万)	2.8	4.7	5.0	5.0	4.3				
月度 ARPPU (元)	6.8	7.0	6.9	6.8	6.8	-0.8%	-2.4%		

注: 月活用户、音乐订阅用户、净增用户和月度 ARPPU 为我们对 1H24 及之后的预测数据。

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

预测调整

由于音乐收入增长部分被社交娱乐收入下滑抵消，我们将 2025-26 年的收入预测下调 8%-9%。但基于递延所得税资产确认、毛利率改善及运营费用减少，我们将 2025/26 年调整后净利润预测分别上调 83%/22%。我们也在本篇报告中引入 2027 年的预测数据。

图表 8：网易云音乐—预测调整

(百万元)	现值			原值			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
总收入净额	7,870	8,637	9,454	8,652	9,406		-9.0%	-8.2%	
同比变化%	-1.0%	9.7%	9.5%	5.6%	8.7%				
音乐收入	6,202	7,052	7,853	6,097	6,800		1.7%	3.7%	
- 订阅	5,114	5,779	6,416	5,037	5,613				
- 音乐相关其他	1,088	1,272	1,438	1,060	1,187				
社交娱乐收入	1,668	1,585	1,601	2,555	2,606		-34.7%	39.2%	
毛利润	2,872	3,264	3,677	2,986	3,340		-3.8%	-2.3%	
毛利率	36.5%	37.8%	38.9%	34.5%	35.5%		2.0ppt	2.3ppt	
研发费用	-748	-768	-788	-816	-836		-8.4%	-8.2%	
销售及营销费用	-406	-432	-473	-831	-894		-51.1%	51.7%	
一般及行政费用	-195	-205	-215	-197	-207		-0.8%	-0.7%	
营业收入 (IFRS)	1,625	1,909	2,276	1,142	1,404		42.3%	36.0%	
经营利润率	20.6%	22.1%	24.1%	13.2%	14.9%		7.4ppt	7.2ppt	
净收入 (IFRS)	2,730	1,931	2,190	1,442	1,576		89.3%	22.6%	
同比变化%	74.9%	-29.3%	13.4%	8.2%	9.3%				
净利润率 (IFRS)	34.7%	22.4%	23.2%	16.7%	16.8%		18.0ppt	5.6ppt	
调整后净收入 (Non-IFRS)	2,852	2,061	2,325	1,562	1,696		82.5%	21.6%	
同比变化%	67.4%	-27.7%	12.8%	6.7%	8.6%				
调整后净利润率 (Non-IFRS)	36.2%	23.9%	24.6%	18.1%	18.0%		18.2ppt	5.8ppt	
调整后稀释每股收益 (Non-IFRS, 元)	13.35	9.56	10.69	7.33	7.88		82.2%	21.4%	
同比变化%	65.4%	-28.4%	11.7%	5.7%	7.5%				

资料来源：华兴证券（香港）预测

估值

重申“买入”评级，并将目标价从 123.00 港元上调至 336.00 港元：我们的新目标价基于 28 倍 2026 年市盈率（此前为 15 倍 2025 年市盈率）。这一估值倍数与我们给予腾讯音乐（其最可比同业）的倍数一致。我们认为，网易云音乐更乐观的增长前景（2024-2027 年订阅收入 CAGR 为 17%，对比腾讯音乐为 14%）应能弥补其规模较小的不足。在计算目标价时，我们还考虑了 87 亿元人民币的净现金（此前为 62 亿元人民币）。

我们对中国音乐流媒体平台持乐观态度，原因在于竞争态势趋缓，且自 2021 年 8 月内容独家授权终止后行业内容成本持续优化。与此同时，行业前两大平台已形成各自差异化增长战略。我们看好网易云音乐，因其作为以音乐为核心的社区生态具有独特价值主张，且盈利增长前景可观。

图表 9：网易云音乐—P/E 估值

P/E 估值	2026E
调整后净利润（百万元）	2,061
P/E 目标倍数	28x
P/E 估值（百万元）	57,721
加项：30%折价净现金（百万元）	8,698
集团估值（百万元）	66,420
集团估值（百万港元）	72,458
目标价（港元/股）	336.00
- 业务价值	292.00
- 净现金	44.00

假设

人民币/港币汇率	1.09
股份数（百万）	216

资料来源：华兴证券（香港）预测

图表 10：网易云音乐—同业公司估值比较

代码	公司名称	评级	交易货币	收盘价	市值 (十亿美元)	每股收益（列报货币）			P/E			EV/sales		
						2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
9899 HK	网易云音乐	买入	港币	280.00	7.8	3.86	13.35	9.56	31.8	19.3	26.9	5.6	5.7	5.2
TMEUS	腾讯音乐	买入	美元	25.55	39.6	3.74	4.90	6.13	37.5	30.0	26.0	9.1	7.9	7.0

注：收盘价截至 2025 年 8 月 15 日；网易云音乐和腾讯音乐均为华兴证券（香港）预测。

资料来源：华兴证券（香港）预测

风险提示

- **利润率扩张不及预期。**若网易云音乐未能与唱片公司达成有利协议，内容成本的节省可能低于预期。同时，高利润率的广告收入可以提升利润率，但若经济持续放缓，广告需求可能持续疲软，从而拖累利润率扩张进程，最终影响盈利水平并阻碍我们目标价的实现。
- **订阅增速放缓。**若公司放缓收费提价进程或未能有效吸引新用户，可能导致订阅服务/会员的用户渗透率不及预期，进而直接影响网易云音乐的在线音乐收入。
- **在线音乐市场竞争加剧。**短视频平台正逐步进军在线音乐领域。尽管短期内由于短视频的音乐库规模相对有限，我们认为威胁可控，但中长期可能引发行业性价格战，进而影响网易云音乐的净利润表现。若短视频平台成功孵化原创/独家歌曲，网易云音乐还可能面临用户流失风险。
- **监管政策趋严。**近年来监管部门已针对直播业务出台一系列规定。若进一步加强对现有规则的执行审查或颁布新规，网易云音乐的社交娱乐收入或将受到负面影响。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
在线音乐	5,355	6,202	7,052	7,853
社交娱乐	2,596	1,668	1,585	1,601
营业收入	7,950	7,870	8,637	9,454
营业成本	(5,269)	(4,998)	(5,372)	(5,777)
毛利润	2,682	2,872	3,264	3,677
管理及销售费用	(1,576)	(1,349)	(1,405)	(1,476)
其中: 研发支出	(780)	(748)	(768)	(788)
其中: 市场营销支出	(612)	(406)	(432)	(473)
其中: 管理支出	(185)	(195)	(205)	(215)
息税前利润	1,171	1,625	1,909	2,276
息税折旧及摊销前利润	1,188	1,645	1,934	2,305
利息收入	406	423	350	300
利息支出	(0)	(0)	0	0
税前利润	1,570	2,049	2,259	2,576
所得税	(5)	682	(328)	(386)
净利润	1,565	2,730	1,931	2,190
调整后息税前利润	1,309	1,747	2,039	2,411
调整后息税折旧及摊销前利润	1,327	1,767	2,064	2,440
调整后净利润	1,704	2,852	2,061	2,325
基本每股收益 (RMB)	7.50	12.94	8.96	10.06
稀释每股调整收益 (RMB)	8.07	13.35	9.56	10.69

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	11,952	14,691	16,889	19,367
货币资金	10,216	12,969	15,036	17,373
应收账款	1,055	1,044	1,146	1,254
存货	0	0	0	0
其他流动资产	682	679	708	739
非流动资产	1,630	1,640	1,645	1,646
固定资产	20	30	35	36
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
其他	113	113	113	113
资产	13,582	16,331	18,535	21,013
流动负债	3,312	3,209	3,351	3,505
短期借款	0	0	0	0
预收账款	1,235	1,235	1,235	1,235
应付账款	2,074	1,971	2,114	2,267
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	89	89	89	89
负债	3,401	3,298	3,440	3,594
股份	0	0	0	0
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	(8,531)	(5,800)	(3,869)	(1,679)
归属于母公司所有者权益	10,182	13,033	15,095	17,419
少数股东权益	0	0	0	0
负债及所有者权益	13,582	16,331	18,535	21,013

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)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,565	2,730	1,931	2,190
折旧摊销	17	20	25	29
利息 (收入) / 支出	(406)	0	0	0
其他非现金科目	114	121	130	135
其他	11	682	(328)	(386)
营运资本变动	468	(89)	11	14
经营活动产生的现金流量	1,775	2,783	2,097	2,367
资本支出	(4)	(30)	(30)	(30)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	6	6	6	6
其他	270	(6)	(6)	(6)
投资活动产生的现金流量	(1,939)	(30)	(30)	(30)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	0	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(62)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(62)	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	(226)	2,753	2,067	2,337
自由现金流	1,771	2,753	2,067	2,337

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
在线音乐平均月付费用户数 (百万)	54	63	70	75
在线音乐每付费用户平均月度收益	7	7	7	7

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	1.1	(1.0)	9.7	9.5
毛利润	27.5	7.1	13.7	12.7
息税折旧及摊销前利润	239.9	38.5	17.5	19.2
调整后息税折旧及摊销前利润	205.8	33.2	16.8	18.2
净利润	113.2	74.4	(29.3)	13.4
调整后净利润	108.2	67.4	(27.7)	12.8
稀释每股调整收益	114.8	72.7	(30.8)	12.3
调整后稀释每股调整收益	108.9	65.4	(28.4)	11.7
盈利率 (%)				
毛利率	33.7	36.5	37.8	38.9
息税折旧摊销前利润率	14.9	20.9	22.4	24.4
调整后息税折旧摊销前利润率	16.7	22.4	23.9	25.8
息税前利润率	14.7	20.6	22.1	24.1
调整后息税前利润率	16.5	22.2	23.6	25.5
净利率	19.7	34.7	22.4	23.2
调整后净利率	21.4	36.2	23.9	24.6
净资产收益率	15.4	20.9	12.8	12.6
总资产收益率	11.5	16.7	10.4	10.4
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.6	4.6	5.0	5.5
速动比率	3.6	4.6	5.0	5.5
估值比率 (x)				
市盈率	11.6	19.3	26.9	24.1
市净率	1.9	4.2	3.7	3.2
市销率	6.8	6.9	6.3	5.7
企业价值倍数	9.0	23.7	19.6	15.8
调整后企业价值倍数	9.0	23.7	19.6	15.8

附录

分析师声明

本人张译文（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：网易云音乐（9899 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（以下简称为“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（以下简称为“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（以下简称为“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