

美图公司(01357)

报告日期: 2026年02月25日

再论美图: 从“替代担忧”到“赋能红利”

——美图公司深度报告

投资要点

□ 核心逻辑

AI技术全线赋能公司产品,国内C端产品付费渗透率提升+B端及海外市场拓展,三轮驱动有望带动公司业绩超预期。

□ 超预期逻辑

1、**市场预期:** AI Agent正在重塑工作模式和工作流,市场针对传统工具软件是否会被AI技术替代存在分歧,担心公司长期壁垒和业绩增长的可持续性。

2、**我们认为:** 公司产品定位为创作平台而非简单的流程化软件,是AI技术的受益者。公司长期护城河在于对美颜修图场景的审美积淀(know-how)、庞大且稳定的用户规模(流量入口)、以及独特的工作流范式(用户粘性)。以上壁垒有望推动公司成为AI+美颜修图领域的创新者,加速公司付费渗透率的提升以及新市场的开拓,从而推动公司业绩持续增长。

1) 驱动因素一: 付费用户数提升

考虑到付费用户数=MAU*付费订阅渗透率,公司付费用户数的提升主要来源于:1)海外市场的开拓,带来MAU提升;2)AI技术加持下用户体验大幅提升,叠加B端生产力工具用户更高的付费意愿,带来付费订阅渗透率整体提升。

从跟踪验证视角来看,根据公司最新发布的2025年业绩预告,公司2025年全球付费订阅用户数快速增加,其中来自国际市场的付费订阅用户增速高于中国内地市场,印证了公司全球化战略的有效性。

2) 驱动因素二: ARPPU提升

ARPPU衡量每付费用户平均收入,考虑到总收入=付费用户数*ARPPU,ARPPU的提升有望进一步拉动公司营收的增长。公司ARPPU自2021年以来维持了上升趋势,我们预计未来ARPPU或仍将稳步提升,主要考虑为:1)海外用户的订阅价格更高;2)B端用户的付费能力以及付费意愿更高。

3、**检验指标:** 1)公司付费渗透率持续提升;2)公司ARPPU持续提升;3)公司海外及B端MAU持续提升。

4、**催化剂:** 1)多模态模型能力持续突破;2)公司付费渗透率持续提升;3)公司B端及海外市场拓展超预期。

□ 盈利预测与估值

1) **盈利预测:** 我们预计公司2025-2027年营收分别为41.85、52.81、64.93亿元,归母净利润分别为9.64、13.34、16.61亿元。

□ 2) **估值:** 我们采用相对估值法对公司进行估值,参考可比公司估值水平以及考虑到不同市场间的估值差异给予一定估值折价,给予公司2026年40x PE,对应目标市值为534亿港元,对应目标价为11.6港元。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 刘雯蜀
 执业证书号: S1230523020002
 liuwenshu03@stocke.com.cn

分析师: 冯翠婷
 执业证书号: S1230525010001
 fengcuiting@stocke.com.cn

分析师: 刘静一
 执业证书号: S1230523070005
 liujingyi@stocke.com.cn

分析师: 徐紫薇
 执业证书号: S1230524120005
 xuziwei@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$5.72
总市值(百万港元)	26,190.20
总股本(百万股)	4,578.71

股票走势图



相关报告

- 《AI赋能,驱动用户数与付费率双升》2025.11.07
- 《成长视角:受益AI时代新红利,再迎阶梯式跃迁》2025.07.02
- 《主业逻辑持续验证,定位大模型应用公司》2024.03.16

3) 评级: 参考 2026 年 2 月 24 日收盘价, 现价对应 2026 年 17x PE。维持“买入”评级。

□ 风险提示

AI 侵入风险、海外或 B 端业务拓展不及预期、市场竞争加剧

财务摘要

单位/百万	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3341	4185	5281	6493
(+/-) (%)	24%	25%	26%	23%
归母净利润	805	964	1334	1661
(+/-) (%)	113%	20%	38%	25%
每股收益(元)	0.18	0.21	0.29	0.36
P/E	14.65	24.17	17.46	14.02

资料来源: 浙商证券研究所

正文目录

1 AI技术对公司产品的影响：赋能而非取代	5
1.1 供给维度：公司产品定位是创作平台，难以被 AI Agent 取代.....	5
1.2 需求维度：主观审美表达是公司粘性用户的核心需求.....	6
2 与其他 AI 产品的竞争：公司产品具有差异化定位	7
3 公司的未来业绩兑现：量价齐升驱动	8
3.1 量的维度：付费用户数的提升.....	8
3.2 价的维度：ARPPU 增加.....	9
4 盈利预测与估值	10
5 风险提示	11

图表目录

图 1: 工具软件分类 vs AI 竞争力	6
图 2: 公司生活场景应用 MAU 合计	6
图 3: 公司付费人数持续增加	6
图 4: 美图公司竞争力矩阵	7
图 5: Wink 月活及收入增长趋势	8
图 6: 公司内地及海外 MAU 变化趋势 (单位: 亿人)	9
图 7: 公司付费用户订阅渗透率变化趋势	9
图 8: 公司产品不同地区订阅价格对比	9
表 1: 美图公司主要产品竞品分析	7
表 2: 美图公司 2025-2027 营收预测 (单位: 百万元)	10
表 3: 可比公司估值分析	11
表附录: 三大报表预测值	12

市场对于美图的核心分歧点在于公司产品未来是否有可能被 AI 取代，我们认为 AI 能力的延伸可能会改变公司产品的交互范式，但不会颠覆公司产品的长期护城河，公司积极拥抱 AI 变革，有望在 AI 浪潮中受益。我们的推荐逻辑为：

- 1) **公司产品不会被 AI 技术取代，反而可以通过整合 AI 功能提升价值量**：AI Agent 整合的是 workflow 而非需求场景本身，AI 可以替代传统流程工具，但公司的产品定位是创作平台，立足于美颜修图的需求场景，workflow 服务于内容创作，故而 AI 能力反而是丰富公司产品功能的羽翼。
- 2) **产品竞争维度，公司的长期护城河具有复用价值，产品创新具备差异化能力**：公司在美颜领域积累的 know-how 以及用户心智标签是公司产品在 AI 时代仍有望保持核心竞争力的关键，使得公司产品定位既领先于传统美颜赛道的竞争者又有别于大厂 AI 模型下的分支产品。
- 3) **从长期成长性来看，公司的业绩兑现有望受益于量价齐升**：量的维度，公司海外市场的开拓有望引入流量增量；价的维度，B 端业务的拓展有望拉动公司 ARPPU 值进一步提升。

1 AI 技术对公司产品的影响：赋能而非取代

本章节讨论 AI 生图/修图技术增强的背景下，公司的产品还有无存在价值。

1.1 供给维度：公司产品定位是创作平台，难以被 AI Agent 取代

Anthropic 在 2026 年初在 Claude Cowork 上推出一款面向企业法务的 AI 插件工具，可执行多项文书工作，包括追踪合规事项、审查合同、撰写简报等。产品发布后，引发市场对于软件行业叙事由“被 AI 赋能”到“被 AI 吞噬”的担忧。

我们认为要从两个层级来看待这个问题：

1) AI 能力层：AI 能力的提升对传统 workflow 的影响

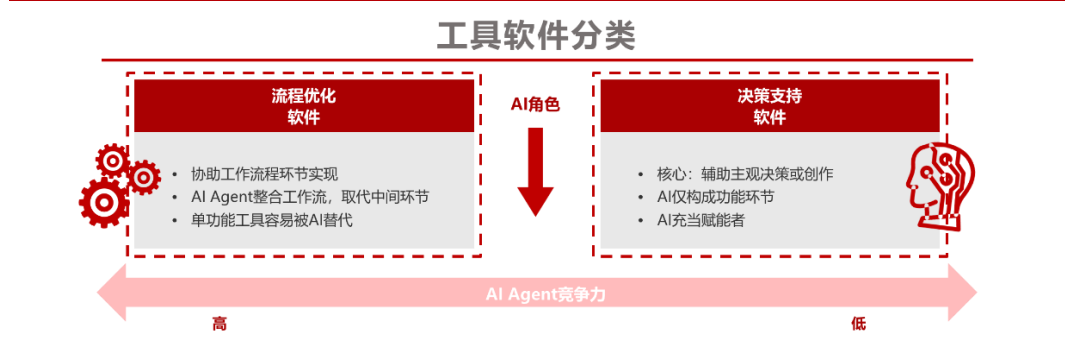
AI Agent 的价值在于整合 workflow，模型能力的提升意味着整合环节数量增加，故而中间的流程性环节被取代。

2) 产品竞争层：产品力评价体系是否因为 AI 被重构

产品力体系由用户体验决定，而用户体验由客观功能实现（比如海报创作）和主观价值判断两部分构成，对于客观功能实现而言，AI Agent 可以大幅提升工作效率，而对于主观价值判断而言，用户仍需掌握主动权，AI 暂且未能触达。

基于以上，我们将工具类软件分为**流程优化类**和**决策支持类**，前者的价值更多在于辅助 workflow 中各环节的实现，后者的价值更多在于辅助用户创作及决策的表达。我们认为 AI Agent 更多与流程优化类软件形成直接竞争，且针对聚焦于单一环节的工具软件而言，更容易被 AI 取代；而决策支持类软件以**服务用户主观判断**为核心，AI 只能构成其中的一个功能环节，更多以**赋能**为主。

图1: 工具软件分类 vs AI 竞争力



资料来源: 浙商证券研究所绘制整理

公司的产品定位在于创作平台, 服务于用户主观审美, 隶属于决策支持软件类别, 故而我们认为更大概率公司产品将实现对 AI 能力的整合, 借力 AI 稳固美颜修图赛道头部市场地位。

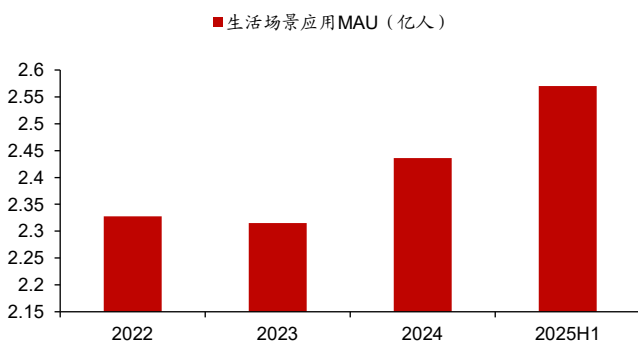
1.2 需求维度: 主观审美表达是公司粘性用户的核心需求

我们认为公司稳定付费用户的核心需求为创作具有主观审美表达的照片, AI 修图之于用户而言类似于公司提供的预设效果模板, 难以撼动公司产品的立足之本。换言之, 公司现有客户群体天然不是类“AI 一键修图”产品的受众, 公司产品的核心竞争力在于提供了审美表达创作平台。

我们通过两个例子来论证以上观点:

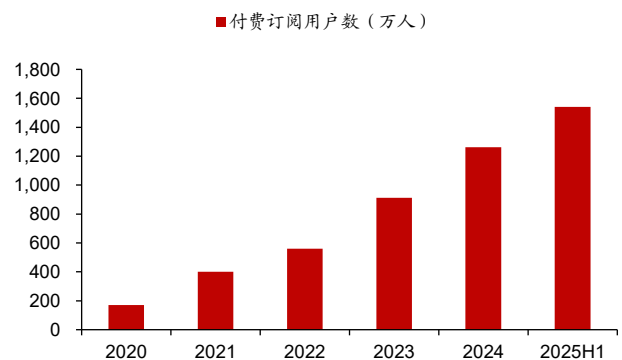
- 1) 公司生活场景 MAU 自 2021 年来维持上升趋势, 尽管智能手机自带的修图功能逐渐丰富并融入 AI 功能;
- 2) 公司产品免费版具有一键美颜功能, 但公司付费用户数持续提升, 说明用户愿意为主观审美表达工具付费。

图2: 公司生活场景应用 MAU 合计



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图3: 公司付费人数持续增加



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

2 与其他 AI 产品的竞争：公司产品具有差异化定位

本章节讨论公司的产品如何与模型大厂衍生出的 AI 生图/修图产品进行竞争。

尽管公司产品难以被 AI 本身取代，但市场的另一层担忧来源于基于 AI 能力封装的 AI 生图/修图产品是否会分流公司用户群体，影响公司产品市占率。

表1: 美图公司主要产品竞品分析

应用名称	所属赛道	主要竞品
美图秀秀	美颜修图	醒图（字节旗下）、各类手机原生相机及相册编辑功能
美颜相机	自拍摄影	轻颜相机（字节旗下）、b612 咔叽、一甜相机（快手旗下）等第三方 App，以及各品牌手机系统自带的美颜相机
Wink	视频剪辑	剪映、Splice、Videoleap 等视频编辑应用
美图设计室	设计工具	Canva、Figma、Adobe Express 等在线设计工具
WHEE	AI 生图	Midjourney、Stable Diffusion、文心一格等 AI 绘画/生成工具
开拍	口播视频创作	说得 AI、快提词
Roboneo	专业设计 Agent	LoveArt、AI Fashion House

资料来源：浙商证券研究所整理总结

我们认为公司的客群分为两类：稳定留存于平台的粘性用户和潜在新客；而公司面对的竞争对手也分为两类：赛道内原有竞争对手和 AI 技术驱动的新进入者。

- 1) 对于粘性用户而言：公司的核心竞争优势在于素材库和用户已习惯的工作流界面，在对 AI 功能包容度同等开放的前提下，客户流失概率不大；
- 2) 对于潜在新客而言：公司通过老产品新功能和全新产品品类引流获取新客，其中老产品公司市占率领先、且在潜在客户认知中享有较高知名度，公司存在先发优势；全新产品品类竞争中，公司基于对美颜赛道的 know-how 有望在功能定位上打出差异化标签，获得优质新增流量。

图4: 美图公司竞争力矩阵

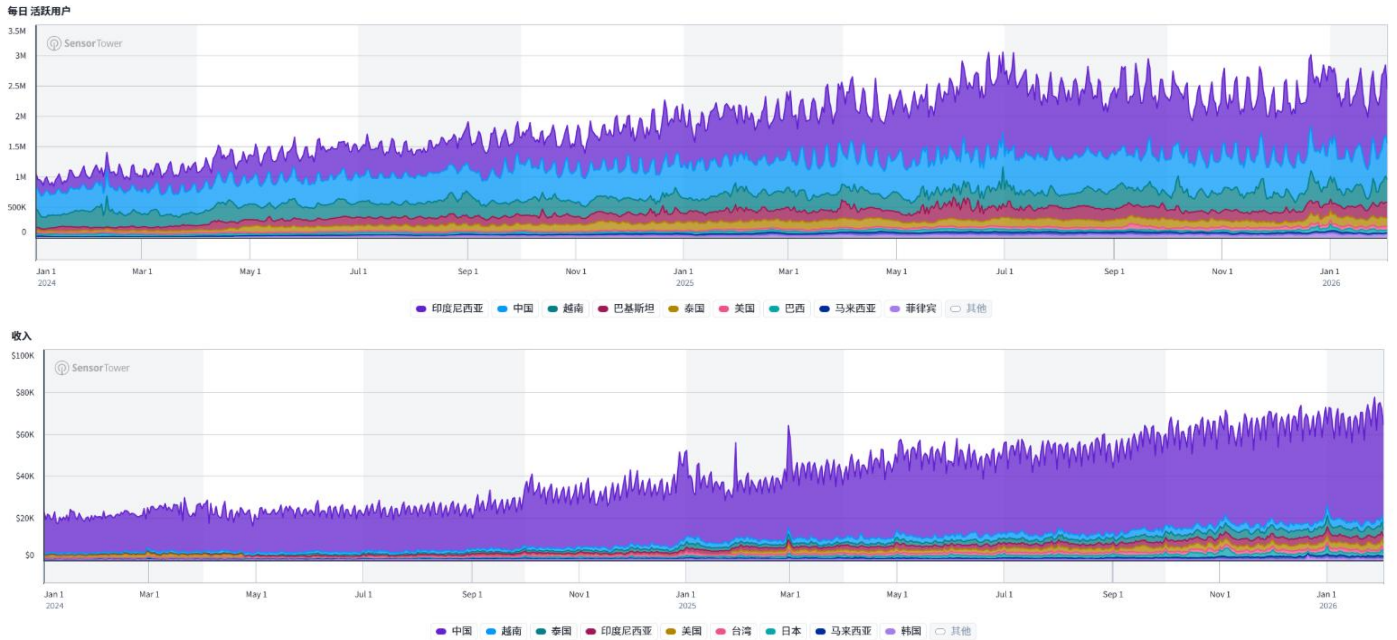


资料来源：浙商证券研究所整理绘制

我们以 Wink 为例，论证公司在新赛道与 AI 驱动型进入者竞争的差异化优势。Wink 是公司旗下视频编辑工具，在垂直赛道内与字节旗下剪映形成竞争。基于在美颜领域的 know-how 沉淀，公司极致聚焦“视频人像美颜+画质修复”细分场景，将 AI 能力从“滤镜

叠加”升维至“画质重建”，并将差异化定位转化为扎实用户增长。根据“i 黑马网”报道，目前 Wink 的全球月活跃用户数已超过 3000 万，成为美图矩阵中仅次于美图秀秀、美颜相机的第三大应用，稳居视频工具赛道第二把交椅。海外市场更是多次登顶印尼、越南 AppStore 总榜，被行业视为少数真正跑通“AI 应用出海”的中国产品样本之一。

图5: Wink 月活及收入增长趋势



资料来源: Sensor Tower、浙商证券研究所

3 公司的未来业绩兑现: 量价齐升驱动

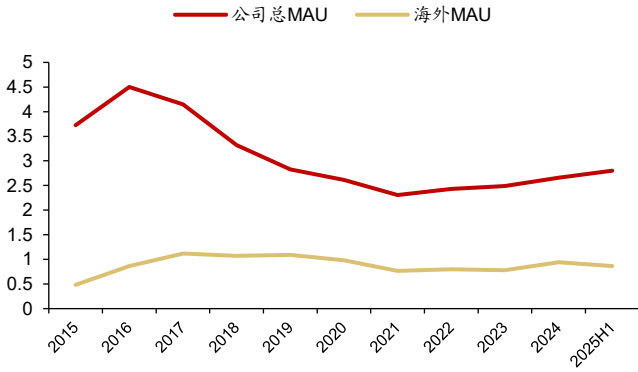
本章节讨论公司业绩增长的可持续性及其驱动力。

3.1 量的维度: 付费用户数的提升

考虑到付费用户数=MAU*付费订阅渗透率，公司付费用户数的提升主要来源于: 1) 海外市场的开拓，带来 MAU 提升; 2) AI 技术加持下用户体验大幅提升，叠加 B 端生产力工具用户更高的付费意愿，带来付费订阅渗透率整体提升。

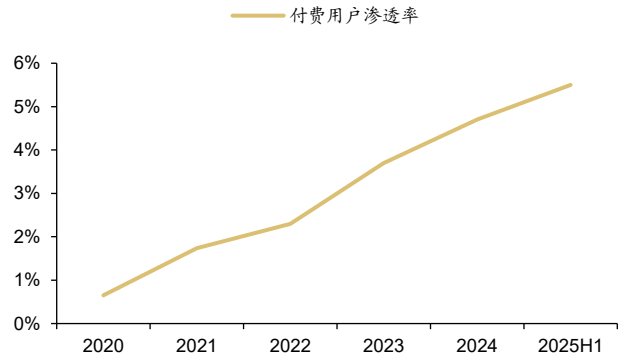
根据公司最新发布的 2025 年业绩预告，公司 2025 年全球付费订阅用户数的快速增加，其中来自国际市场的付费订阅用户增速高于中国内地市场，印证了公司全球化战略的有效性。我们认为，当下公司海外 MAU 与内地 MAU 相比仍有较大潜力，意味着公司远期 MAU 有足够的想象空间。同时公司现有付费订阅渗透率仍在低位水平，随着用户对 AI 的付费意愿提升，付费订阅渗透率提升的趋势仍有望持续。

图6: 公司内地及海外 MAU 变化趋势 (单位: 亿人)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图7: 公司付费用户订阅渗透率变化趋势



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

3.2 价的维度: ARPPU 增加

ARPPU 衡量每付费用户平均收入, 考虑到总收入=付费用户数*ARPPU, ARPPU 的提升有望进一步拉动公司营收的增长。公司 ARPPU 自 2021 年以来维持了上升趋势, 我们预计未来 ARPPU 或仍将稳步提升, 主要考虑为: 1) 海外用户的订阅价格更高; 2) B 端用户的付费能力以及付费意愿更高。

图8: 公司产品不同地区订阅价格对比

热门内购		热门内购		热门内购	
内购名称	价格	内购名称	价格	内购名称	价格
连续包月	¥15.00	Monthly Auto-renew VIP	\$12.99	Meitu VIP-월간 구독	₩ 11,900
美图粉丝VIP-连续包月	¥15.00	Yearly Auto-renew VIP	\$59.99	Meitu VIP-연간 구독	₩ 48,000
美图粉丝VIP-连续包月	¥15.00	Weekly Auto-renew VIP	\$7.99	Yearly Auto-renew VIP	₩ 43,000
美图秀秀粉丝VIP-包月	¥15.00	Yearly Auto-renew VIP	\$47.99	Yearly Auto-renew VIP	₩ 38,000
美图粉丝VIP-连续包年	¥128.00	Yearly Auto-renew VIP	\$47.99	스팩션 기능	₩ 2,500
连续包年	¥128.00	Yearly Auto-renew VIP	\$53.99	Yearly Auto-renew VIP	₩ 33,900
美图粉丝VIP-连续包月	¥15.00	Yearly Auto-renew VIP	\$41.99	Monthly Auto-renew Meitu VIP+	₩ 19,900
美图高级粉丝VIP-连续包月	¥30.00	Monthly Auto-renew Meitu VIP+	\$13.99	Monthly Auto-renew VIP	₩ 11,900
美图粉丝VIP - 1个月	¥18.00	Monthly Auto-renew VIP	\$11.99	美图AI写真	₩ 2,200
				Monthly Auto-renew VIP	₩ 9,500

资料来源: 点点数据、浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

1) **盈利预测**: 我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 41.85、52.81、64.93 亿元, 归母净利润分别为 9.64、13.34、16.61 亿元。

核心假设逻辑:

- **影像与设计产品**: 根据“MAU*订阅渗透率*ARPPU”进行营收预测, 具体而言:
 - MAU: 我们认为 2025-2027 年生活场景应用 MAU 有望受益于海外市场增长、生产力工具 MAU 有望受益于 B 端客户持续拓展。
 - 订阅渗透率: 公司 2025 年上半年付费订阅渗透率为 5.5%, 考虑到公司未来聚焦于 B 端场景变现、且 B 端用户具有更强的付费能力, 我们认为公司订阅渗透率有望持续提升。
 - ARPPU 值: 我们预计公司 ARPPU 的提升主要受益于海外市场的拓展以及 B 端场景的发力, 尤其是 2026 年海外 B 端场景有望获得放量突破。
- **广告业务**: 考虑到公司广告业务成熟稳定, 我们预计广告业务增长维持现趋势。
- **美业设计产品及其他**: 非核心战略业务, 我们预计相关业务维持现状或进一步收缩。

表2: 美图公司 2025-2027 营收预测 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2085.33	2695.74	3340.76	4185.01	5281.09	6493.26
YoY (%)	25.17%	29.27%	23.93%	25.27%	26.19%	22.95%
影像与设计产品	868.76	1327.38	2085.62	3194.85	4246.125	5411.25
YoY (%)	42%	53%	57%	53%	33%	27%
MAU (亿人)	2.43	2.49	2.66	2.95	3.25	3.70
生活场景应用	2.33	2.31	2.44	2.65	2.80	3.00
生产力工具	0.10	0.18	0.22	0.30	0.45	0.70
付费订阅用户数 (万)	560	911	1261	1681.5	2177.5	2775
YoY (%)			38%	33%	29%	27%
订阅渗透率	2.3%	3.7%	4.7%	5.7%	6.7%	7.5%
ARPPU (元)	155.14	145.71	165.39	190	195	195
广告	629.90	758.79	853.47	896.14	940.95	987.99
YoY (%)	-18%	20%	12%	5.0%	5.0%	5.0%
美业设计产品	441.01	569.16	384.57	76.91	76.91	76.91
YoY (%)		29%	-32%	-80.0%	0.0%	0.0%
其他	145.66	40.41	17.10	17.10	17.10	17.10
YoY (%)	23%	-72%	-58%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: wind、浙商证券研究所

- 2) **估值指标:** 我们采用相对估值法对公司进行估值, 参考可比公司估值水平以及考虑到不同市场间的估值差异给予一定估值折价, 给予公司 2026 年 40x PE, 对应目标市值为 534 亿港元, 对应目标价为 11.6 港元。
- 3) **投资评级:** 给予“买入”评级。

表3: 可比公司估值分析

可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	营业收入(亿元)				归母净利润(亿元)				PE		
			24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E	25E	26E	27E
估值日期:	2026/2/24		24	25E	26E	27E	24	25E	26E	27E	25E	26E	27E
1357.HK 美图公司	5.72 港元	233	33	42	53	65	8	10	13	17	24	17	14
可比公司 PE 均值											56	45	36
ADBE.O 奥多比 (ADOBE)	246.68	1,013	215	237	261	288	56	71	76	85	14	13	12
688088 虹软科技	47.28	190	8	10	13	16	2	2	3	4	81	61	45
688111 金山办公	293.81	1,361	51	60	71	85	16	19	23	27	72	60	50

资料来源: wind、浙商证券研究所

*注: Adobe 公司单位为亿美元

5 风险提示

- 1) **AI 侵入风险:** 若公司 AI 产品推广不及预期, 公司产品存在被竞争对手通过更先进的 AI 模型或垂直领域优化方案实现技术反超的风险。
- 2) **海外或 B 端业务拓展不及预期:** 考虑到地缘政治对数据跨境合规的严苛要求, 公司国际化进程存在不及预期的风险; 同时 B 端客户对公司来说是全新客户群体, 可能存在业务拓展不及预期的风险。
- 3) **市场竞争加剧:** 互联网巨头凭借流量入口优势入局影像赛道, 可能引发行业价格战并推高获客成本, 挤压公司利润空间。

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,528	5,616	7,212	9,195	营业收入	3,341	4,185	5,281	6,493
现金	1,301	1,949	2,986	4,471	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	407	465	587	721	营业成本	1,047	1,172	1,426	1,753
存货	73	65	79	97	销售费用	483	677	846	1,041
其他	2,746	3,137	3,560	3,904	管理费用	400	480	576	662
非流动资产	2,519	2,742	2,972	3,202	研发费用	911	1,029	1,235	1,482
固定资产	470	490	520	550	财务费用	(44)	0	0	0
无形资产	572	572	572	572	除税前溢利	823	1,016	1,436	1,848
其他	1,477	1,680	1,880	2,080	所得税	17	51	101	185
资产总计	7,047	8,357	10,183	12,396	净利润	806	965	1,336	1,663
流动负债	1,820	2,178	2,669	3,221	少数股东损益	1	1	2	2
短期借款	267	267	267	267	归属母公司净利润	805	964	1,334	1,661
应付账款及票据	179	195	238	292	EBIT	779	1,016	1,436	1,848
其他	1,374	1,716	2,165	2,662	EBITDA	863	1,016	1,436	1,848
非流动负债	194	184	184	184	EPS (元)	0.18	0.21	0.29	0.36
长期债务	0	0	0	0					
其他	194	184	184	184					
负债合计	2,014	2,361	2,853	3,405	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
普通股股本	0	0	0	0	成长能力				
储备	5,357	6,319	7,651	9,311	营业收入	23.93%	25.27%	26.19%	22.95%
归属母公司股东权益	5,027	5,989	7,322	8,981	归属母公司净利润	112.84%	19.71%	38.40%	24.50%
少数股东权益	6	7	9	11	获利能力				
股东权益合计	5,033	5,996	7,330	8,992	毛利率	68.67%	72.00%	73.00%	73.00%
负债和股东权益	7,047	8,357	10,183	12,396	销售净利率	24.10%	23.03%	25.26%	25.58%
					ROE	16.02%	16.09%	18.22%	18.49%
					ROIC	14.40%	15.41%	17.58%	17.96%
					偿债能力				
现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	28.58%	28.25%	28.02%	27.47%
经营活动现金流	746	873	1,204	1,592	净负债比率	-20.56%	-28.06%	-37.10%	-46.77%
净利润	805	964	1,334	1,661	流动比率	2.49	2.58	2.70	2.85
少数股东权益	1	1	2	2	速动比率	2.35	2.45	2.57	2.72
折旧摊销	84	0	0	0	营运能力				
营运资金变动及其他	(145)	(92)	(131)	(71)	总资产周转率	0.52	0.54	0.57	0.58
投资活动现金流	7	(224)	(166)	(105)	应收账款周转率	8.41	9.60	10.04	9.93
资本支出	(53)	(20)	(30)	(30)	应付账款周转率	6.54	6.25	6.59	6.62
其他投资	60	(204)	(136)	(75)	每股指标(元)				
筹资活动现金流	(104)	0	0	0	每股收益	0.18	0.21	0.29	0.36
借款增加	49	0	0	0	每股经营现金流	0.16	0.19	0.26	0.35
普通股增加	0	0	0	0	每股净资产	1.10	1.31	1.60	1.96
已付股利	(148)	0	0	0	估值比率				
其他	(6)	0	0	0	P/E	14.65	24.17	17.46	14.02
现金净增加额	661	648	1,037	1,485	P/B	2.39	3.89	3.18	2.59
					EV/EBITDA	12.72	21.27	14.32	10.33

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>