

阅文集团 (772 HK, 买入, 目标价: HK\$35.40)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$35.40 当前股价: HK\$30.32

股价上行/下行空间 +17%

52 周最高/最低价 (HK\$) 46.88/22.40

市值 (US\$mn) 3,942

当前发行数量(百万股) 1,019

三个月平均日交易额 (US\$mn) 33

流通盘占比 (%) 39

主要股东 (%)

腾讯 57

曹华益 4

按 2026 年 3 月 17 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\$)	35.40	34.00	4%
2026E EPS (RMB)	1.40	1.59	-12%
2027E EPS (RMB)	1.61	1.74	-8%
2028E EPS (RMB)	1.80	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%)

	2026E	2027E
营收 (RMBmn)	9,373 (-14%)	0 (N/A)
EPS (RMB)	1.95 (-28%)	0.00 (N/A)

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

2H25 回顾: IP 可视化及商品化稳步推进

- 业绩基本符合预期, IP 可视化与商品化稳步推进, 部分抵消新丽传媒疲软表现。
- 预计 2026 年短剧与 AI 漫剧将维持快速增长。
- 重申“买入”评级, 微调目标价至 35.40 港元 (基于 22 倍 2026 年预期 P/E)。

此港股通报告之英文版本于 2026 年 3 月 18 日下午 4 时 50 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。

阅文集团公布 2H25 业绩, 收入同比增长 6%至人民币 42 亿元 (较 Visible Alpha 一致预期高 1%), 调整后净利润同比下降 20%至人民币 3.51 亿元 (符合此前盈利预警的 2.92 亿元-3.92 亿元区间)。净利润的同比波动反映了新丽传媒面临的压力, 而阅文集团的自有 IP 运营依然稳健, 在短剧 (2025 年上线 120 部, 已实现数千万元利润)、AI 漫剧 (2H25 上线近千部, 贡献收入 1 亿元) 及 IP 商品化 (2025 年商品交易总额达 11 亿元) 方面均取得稳步进展。我们认为, 阅文集团有望借助行业 AI 能力为其腰部 IP 生产更多可视化产品, 有望为释放更大价值铺平道路。重申“买入”评级。2025 年业绩概要如下。

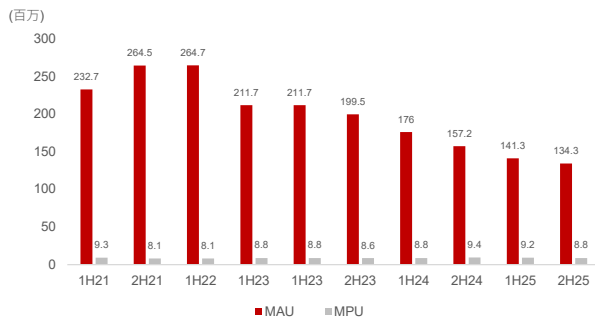
- 2025 年 IP 运营收入同比下降 20%。我们估算, 剔除新丽传媒的 IP 运营业务同比增长 10%, 而新丽传媒收入因发行节奏影响同比下降 63%。推动该板块增长的新因子包括短剧 (公司预计 2026 年将扩产至 200 部) 和 AI 漫剧 (2H25 启动的新业务, 预计 2026 年将加速发展)。与此同时, 阅文集团正在为 IP 商品化孵化新款爆品, 并在新品类 (如搪胶毛绒) 中实现了一定突破。
- 2025 年在线阅读平台收入持平, 板块毛利率稳定在 51.3%。近期 iOS 渠道佣金率下调对盈利影响有限, 因阅文集团拥有多元渠道, 且作者收入分成在扣除渠道佣金与运营成本后结算。
- 2025 年调整后净利润为人民币 8.59 亿元, 同比减少 2.83 亿元。同比下降主要由新丽传媒亏损所致, 但阅文集团业务保持稳健。我们预计, 随着 IP 运营利润持续改善以及新丽传媒项目管线恢复正常 (6-8 部剧集及 2 部电影), 2026 年调整后净利润将恢复至人民币 14 亿元。

重申“买入”评级, 微调目标价至 35.40 港元: 由于更多新丽传媒项目将按净额法而非总额法确认收入, 我们将 2026-2027 年收入预测下调 8-10%。考虑新业务相关成本增加, 我们将调整后净利润预测下调 7-11%。在更新盈利预测后, 我们将估值基准切换至 2026 年, 并基于 22 倍 2026 年预期 P/E (不变), 得到新目标价 35.40 港元。催化因子: 旗舰 IP 系列开发的成功展示、爆款短剧/AI 漫剧的推出。**主要风险提示:** 主要作品发行延期、与腾讯泛娱乐生态系统的整合慢于预期, 来自其他娱乐业态的竞争愈发激烈。

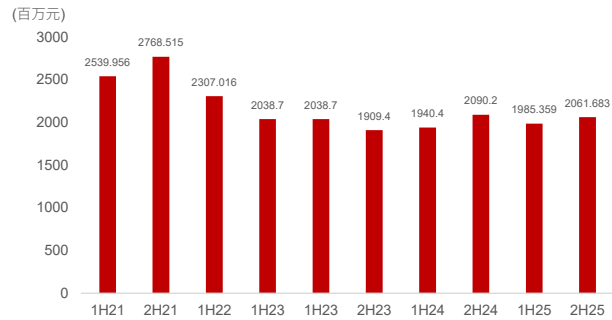
财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	8,121	7,366	8,021	8,631	9,213
息税前利润 (RMBmn)	(514)	(971)	1,165	1,443	1,685
归母净利润 (RMBmn)	1,142	858	1,439	1,663	1,861
每股收益 (RMB)	1.13	0.84	1.40	1.61	1.80
市盈率 (x)	20.7	33.3	19.0	16.5	14.8

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

图表 1: 阅文集团—在线业务月活用户和月付费用户


资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 2: 阅文集团—在线业务收入


资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 3: 阅文集团—IP 改编作品储备

序号	英文名	中文名	发行日期	IP 所有方
1	A Lifelong Journey	人世间	2022 年 1 月	其他
2	The Wind Rise on Long Xi	风起陇西	2022 年 4 月	阅文集团
3	Please Call Me Director	请叫我总监	2022 年 4 月	其他
4	Wars of the Roses	玫瑰之战	2022 年 8 月	其他
5	Daily Life in Xinchuan	卿卿日常	2022 年 11 月	其他
6	Even If Wind Blows	纵有疾风起	2023 年 1 月	其他
7	The Road to Ordinary	平凡之路	2023 年 5 月	其他
8	The Infiltrator	潜行者	2023 年 7 月	其他
9	Sunshine by My Side	骄阳伴我	2023 年 9 月	其他
10	Battle Through the Heavens 2	斗破苍穹 2	2023 年 12 月	阅文集团
11	Story of Qinglian	岁岁青莲	2023 年 12 月	其他
12	The Legend of Shen Li	与凤行	2024 年 3 月	阅文集团
13	Joy of Life 2	庆余年 2	2024 年 5 月	阅文集团
14	Rose Story	玫瑰故事	2024 年 6 月	其他
15	Dafeng Guardian	大奉打更人	2024 年 12 月	阅文集团
16	Sao Du Feng Bao	扫毒风暴	2025 年 7 月	其他
17	Ya She	哑舍	2025 年 12 月	其他
18	Nian Shao You Wei	年少有为	2026 年 2 月	其他
19	Chu E	除恶	2026 年 2 月	其他
20	Lovely Liberty	爱情没有神话	2026 年	其他
21	Xing Jing Shi Ke	刑警时刻	2026 年	其他
22	Sword Coming	剑来	2026 年	阅文集团
23	Qian Li Jiang Shan Tu	千里江山图	2026 年	其他
24	Ci Ke De Sheng Huo	此刻的生活	2026 年	其他
25	Shang Gong Zhu	尚公主	2026 年	其他
26	Joy of Life 3	庆余年 3	待定	阅文集团
27	A Beautiful Destiny	月都花落, 沧海花开	待定	其他
28	Sword Snow Stride 2	雪中悍刀行 2	待定	其他
29	My Heroic Husband 2	赘婿 2	待定	阅文集团
30	Guardians of the Dafeng 2	大奉打更人 2	待定	阅文集团

资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 汇编

图表 4: 阅文集团--2H25 业绩与一致预期对比

(百万元人民币)	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25	HoH	YoY	VA 一致预测	对比 一致预测
收入	3,729	4,191	3,930	3,191	4,176	30.9%	6.2%	4,123	1%
- 在线业务	1,909	1,940	2,090	1,985	2,062				
- 版权运营 (新丽传媒)	717	1,050	589	60	540				
- 版权运营 (非新丽传媒)	1,103	1,200	1,251	1,145	1,574				
毛利润	1,767	2,083	1,839	1,612	1,784	10.7%	-3.0%		
毛利率	47.4%	49.7%	46.8%	50.5%	42.7%	-7.8ppt	-4.1ppt		
销售及营销费用	-897	-1,159	-1,102	-922	-1,089				
一般及行政费用	-627	-545	-599	-485	-523				
营业利润 (IFRS)	399	454	-791	876	-1,680	nm	nm		
经营利润率	10.7%	10.8%	-20.1%	27.4%	-40.2%	-67.7ppt	-20.1ppt		
净利润 (IFRS)	428	504	-713	850	-1,626	nm	nm		
调整后净利润 (非 IFRS)	527	702	440	508	351	-30.9%	-20.3%		
调整后净利润率 (非 IFRS)	14.1%	16.7%	11.2%	15.9%	8.4%	-7.5ppt	-2.8ppt		
调整后经摊薄每股收益 (非 IFRS, 元)	0.516	0.688	0.435	0.498	0.338	-32.2%	-22.4%		

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

盈利预测调整及估值

我们预期更多新丽传媒项目将按净额法而非总额法确认收入, 从而将 2026-2027 年收入预测下调 8-10%。由于新业务启动相关成本增加, 我们将调整后净利润预测下调 7-11%。我们也在本报告中引入 2028 年预测。

图表 5: 阅文集团—预测调整

(百万元人民币)	现值			原值			变化		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
总收入净额	8,021	8,631	9,213	8,907	9,391		-9.9%	-8.1%	
% 同比变化	8.9%	7.6%	6.7%	6.9%	5.4%				
- 在线业务	4,067	4,143	4,220	4,234	4,333				
- 版权运营及其他	3,954	4,488	4,993	4,673	5,057				
毛利润	4,249	4,581	4,898	4,893	5,168		-13.2%	-11.4%	
毛利率	53.0%	53.1%	53.2%	54.9%	55.0%		-2.0ppt	-2.0ppt	
销售及营销费用	-2,061	-2,111	-2,161	-2,311	-2,411		-10.8%	-12.4%	
一般及行政费用*	-1,032	-1,057	-1,082	-1,244	-1,294		-17.0%	-18.3%	
营业利润 (IFRS)	1,325	1,593	1,825	1,428	1,634		-7.2%	-2.5%	
经营利润率	16.5%	18.5%	19.8%	16.0%	17.4%		0.5ppt	1.1ppt	
净利润 (IFRS)	1,294	1,518	1,716	1,463	1,633		-11.6%	-7.1%	
% 同比变化	-266.8%	17.3%	13.1%	9.8%	11.6%				
净利润率 (IFRS)	16.1%	17.6%	18.6%	16.4%	17.4%		-0.3ppt	0.2ppt	
调整后净利润 (非IFRS)	1,439	1,663	1,861	1,618	1,788		-11.1%	-7.0%	
% 同比变化	67.7%	15.5%	11.9%	9.1%	10.5%				
调整后净利润率 (非IFRS)	17.9%	19.3%	20.2%	18.2%	19.0%		-0.2ppt	0.2ppt	
调整后净摊薄每股收益 (非IFRS, 元)	1.40	1.61	1.80	1.59	1.74		-11.6%	-7.6%	
% 同比变化	66.3%	15.0%	11.4%	8.6%	9.9%				

注: *阅文集团将研发费用归入一般及行政费用。

资料来源: 华兴证券 (香港) 预测

估值

重申“买入”评级，上调目标价至 35.40 港元。我们将估值基准切换至 2026 年。我们的目标 P/E 倍数维持 22 倍不变，相比 2023 年起（后疫情时代）的历史远期 P/E 低一个标准差，反映了在线阅读及新丽传媒业务增长的停滞。

我们给予的 22 倍目标估值倍数高于全球 IP 运营公司当前 19.5 倍的远期 P/E 均值（图表 8）。我们认为这一溢价是合理的，主要是基于阅文集团在上游 IP 获取（平台拥有数百万作家）和相对轻资产模式（从低成本动画/漫画/短剧/AI 动画改编切入，再选择性开发为剧集）方面的优势。

鉴于阅文集团在上游电子阅读领域的强势地位、在中游 IP 改编的实力（比如动画、电视剧、游戏）、以及在下游借助于腾讯生态的内容分发优势，我们认为公司具备 IP 价值链的全面优势地位，重申“买入”评级。

图表 6: 阅文集团 P/E 估值

P/E 估值	2026E
调整后净收入 (百万元人民币)	1,439
P/E 目标倍数	22x
P/E 估值 (百万元人民币)	31,658
目标价 (港元/股)	35.40
假设	1,027
股份数 (百万股)	
港币/人民币汇率	0.87

资料来源：华兴证券（香港）预测

图表 7: 阅文集团--历史远期 P/E



注：数据截至 2026 年 3 月 17 日。

资料来源：彭博，华兴证券（香港）预测

图表 8: 阅文集团相对估值

股票代码	公司名称	评级	交易货币	最新价格	市值	财年 (FY0)	EPS (列报货币)			P/E (x)		
							FY0	FY1	FY2	FY0	FY1	FY2
772 HK	阅文集团	买入	港元	30.32	4.0	12/2025	0.84	1.40	1.61	31.6	19.0	16.5
DIS US	迪士尼	未覆盖	美元	100.30	177.7	09/2025	5.93	6.59	7.28	16.9	15.2	13.8
9992 HK	泡泡玛特	持有	港元	215.40	36.9	12/2024	2.57	9.59	12.84	73.8	19.7	14.7
7832 JP	万代南梦宫娱乐	未覆盖	日元	4,235.00	17.3	03/2025	197.88	204.87	219.75	21.4	20.7	19.3
HAS US	孩之宝	未覆盖	美元	93.28	13.1	12/2025	5.54	5.71	6.26	16.8	16.3	14.9
8136 JP	三丽鸥	未覆盖	日元	5,586.00	9.0	03/2025	176.62	219.63	248.57	31.6	25.4	22.5
均值										21.7	19.5	17.0

注：收盘价截至 2026 年 3 月 17 日。阅文集团由华兴证券（香港）预测，其他公司来自彭博一致预期。FY0 代表前一个列报财年，FY1 代表当前财年，FY2 代表下一财年。

资料来源：彭博，华兴证券（香港）预测

风险提示

- **主要作品发行延期。**尽管我们看到 2025 年阅文集团和子公司新丽传媒有丰富的作品储备，但任意一部重要作品延期发行都可能导致 IP 收入下降，进而影响公司盈利。
- **与腾讯泛娱乐生态系统的整合慢于预期。**尽管我们承认阅文集团当前的管理团队与腾讯有关，但阅文集团 IP 库、合作及相关利益的联合变现潜力可能相比我们预期的时间更长，特别是对两家公司资产的调度及整合的进度可能慢于我们的假设。
- **来自其他娱乐业态的竞争愈发激烈。**虽然在线阅读时间占数字娱乐总时长的比重过去一直保持稳定，但我们看到来自其他娱乐形式（如短视频）的竞争正在不断加大。公司的免费阅读业务主要吸引休闲读者，也面临了激烈竞争，因为用户很容易会转移至消费其他提供最高效用的内容。考虑到长篇小说作品的形式更持久且主要用户一般是忠诚度更高的超级读者，付费阅读或许更具韧性，但也面临用户会选择其他可替代方式打发闲暇时间的风险。
- **政府加强对不当内容的审查。**如果中国政府继续对内容施加限制（始于 2019 年），阅文集团付费用户和每付费用户平均收入（ARPPU）的增速可能会低于预期。政府加强对内容的审查力度也可能影响 IP 业务，包括电视、电影、动画和游戏。
- **如果宏观经济疲软的时间长于预期，**用户的购买能力可能会受到影响，从而导致阅文付费阅读业务表现疲软。这也可能导致电影市场复苏放缓，使得新丽传媒业务承压。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
在线业务	4,047	4,067	4,143	4,220
版权运营	3,192	3,830	4,368	4,877
其他	127	124	120	116
营业收入	7,366	8,021	8,631	9,213
营业成本	(3,969)	(3,772)	(4,050)	(4,315)
毛利润	3,397	4,249	4,581	4,898
管理及销售费用	(3,018)	(3,093)	(3,168)	(3,243)
其中: 研发支出	0	0	0	0
其中: 市场营销支出	(2,011)	(2,061)	(2,111)	(2,161)
其中: 管理支出	(1,007)	(1,032)	(1,057)	(1,082)
息税前利润	(971)	1,165	1,443	1,685
息税折旧及摊销前利润	(832)	1,387	1,690	1,952
利息收入	167	160	150	140
利息支出	(13)	(5)	(5)	(5)
税前利润	(616)	1,540	1,828	2,080
所得税	(160)	(246)	(311)	(364)
净利润	(776)	1,294	1,518	1,716
调整后息税前利润	568	1,290	1,568	1,810
调整后息税折旧及摊销前利润	708	1,512	1,815	2,077
调整后净利润	858	1,439	1,663	1,861
基本每股收益 (RMB)	(0.76)	1.27	1.49	1.67
稀释每股调整收益 (RMB)	0.84	1.40	1.61	1.80

资产负债表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9,544	10,657	12,317	14,240
货币资金	1,619	2,530	3,863	5,473
应收账款	2,210	2,406	2,589	2,764
存货	737	802	863	921
其他流动资产	4,978	4,919	5,002	5,082
非流动资产	11,571	11,334	11,029	10,651
固定资产	128	167	217	282
无形资产	6,215	5,940	5,585	5,142
商誉	0	0	0	0
其他	3,802	3,802	3,802	3,802
资产	21,115	21,990	23,346	24,891
流动负债	3,386	3,343	3,557	3,761
短期借款	0	0	0	0
预收账款	737	802	863	921
应付账款	1,191	1,132	1,215	1,294
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	118	118	118	118
负债	3,633	3,590	3,804	4,008
股份	1	1	1	1
资本公积	16,249	16,374	16,499	16,624
未分配利润	(731)	63	1,081	2,297
归属于母公司所有者权益	17,480	18,399	19,542	20,883
少数股东权益	1	1	1	1
负债及所有者权益	21,115	21,990	23,346	24,891

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)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	(776)	1,294	1,518	1,716
折旧摊销	139	221	247	267
利息 (收入) / 支出	154	155	145	135
其他非现金科目	131	125	125	125
其他	(155)	(155)	(145)	(135)
营运资本变动	(1,769)	(246)	(114)	(108)
经营活动产生的现金流量	(2,275)	1,395	1,775	1,999
资本支出	(226)	16	58	111
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(226)	16	58	111
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	(250)	(500)	(500)	(500)
筹资活动产生的现金流量	(250)	(500)	(500)	(500)
现金及现金等价物净增加额	(2,751)	910	1,333	1,611
自由现金流	(2,501)	1,410	1,833	2,111

关键假设

	2025A	2026E	2027E	2028E
平均月活用户数量 (百万)	138	139	141	141
平均月付费用户数量 (百万)	9.0	8.9	8.9	8.9
每名月付费用户在线阅读年度付费	395	402	408	414

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	(9.3)	8.9	7.6	6.7
毛利润	(13.4)	25.1	7.8	6.9
息税折旧及摊销前利润	(162.8)	266.7	21.8	15.5
调整后息税折旧及摊销前利润	(29.6)	113.6	20.0	14.4
净利润	(270.9)	266.8	17.3	13.1
调整后净利润	(24.8)	67.7	15.5	11.9
稀释每股调整收益	(268.7)	267.2	16.7	12.5
调整后稀释每股调整收益	(25.3)	66.3	15.0	11.4
盈利率 (%)				
毛利率	46.1	53.0	53.1	53.2
息税折旧摊销前利润率	(11.3)	17.3	19.6	21.2
调整后息税折旧摊销前利润率	9.6	18.8	21.0	22.5
息税前利润率	(13.2)	14.5	16.7	18.3
调整后息税前利润率	7.7	16.1	18.2	19.6
净利率	(10.5)	16.1	17.6	18.6
调整后净利率	11.7	17.9	19.3	20.2
净资产收益率	(4.4)	7.0	7.8	8.2
总资产收益率	(3.7)	5.9	6.5	6.9
流动资产比率 (x)				
流动比率	2.8	3.2	3.5	3.8
速动比率	2.6	2.9	3.2	3.5
估值比率 (x)				
市盈率	33.3	19.0	16.5	14.8
市净率	1.6	1.5	1.4	1.3
市销率	3.7	3.4	3.1	2.9
企业价值倍数	39.4	16.2	12.9	10.5
调整后企业价值倍数	39.4	16.2	12.9	10.5

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：阅文集团（772 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“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