

快手科技 (1024 HK, 买入, 目标价: HK\$63.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$63.00 当前股价: HK\$53.05

股价上行/下行空间 +19%

52 周最高/最低价 (HK\$) 92.60/42.90

市值 (US\$mn) 29,533

当前发行数量(百万股) 4,353

三个月平均日交易额 (US\$mn) 334

流通盘占比 (%) 65

主要股东 (%)

腾讯 16

宿华 10

程一笑 9

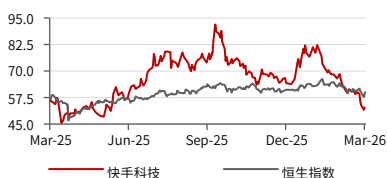
按 2026 年 3 月 25 日收市数据

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\$)	63.00	88.00	-28%
2026E EPS (RMB)	3.87	5.45	-29%
2027E EPS (RMB)	4.19	6.49	-35%
2028E EPS (RMB)	4.51	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)	167,522 (-12%)	181,011 (-15%)
EPS (RMB)	6.19 (-37%)	7.14 (-41%)

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

季迪英, CFA

香港证监会中央编号: BNC702

核心业务疲软, 加码可灵 AI 投资

- 4Q25 业绩表现出色, 但我们预计 2026 年增速放缓。
- 管理层计划 2026 年提供 260 亿元资本开支助力可灵 AI 增长。
- 维持“买入”评级, 目标价下调至 63.00 港元 (核心业务 10 倍 2026E P/E+可灵 AI 每股 9.00 港元估值)。

此港股通报告之英文版本于 2026 年 3 月 26 日下午 1 时 05 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。

快手公告 4Q25 收入同比增长 12%至人民币 396 亿元, 较我们的预测及 Visible Alpha 一致预期高 2%; 调整后净利润为人民币 55 亿元, 较我们的预测及 Visible Alpha 一致预期分别高 1%/2%。在业绩电话会上, 管理层表示, 可灵 AI 在 2026 年 1 月产生的年化经常性收入 (ARR) 为 3 亿美元, 并预计其 2026 年收入将不止翻倍。为此, 公司 2026 年计划资本开支 260 亿元 (同比增加 110 亿元)。尽管如此, 快手的核心业务在 2026 年仍面临诸多挑战, 包括宏观经济不确定性、竞争加剧 (电商业务)、巴西监管政策 (广告业务) 以及更审慎的运营策略 (直播业务)。因此, 我们预测 2026 年收入增长 4%, 调整后营业利润下降 12%。维持“买入”评级。

2025 年业绩亮点: 总流量同比增长 5%, 其中日活用户数增长 3%, 日均使用时长增长 2%。电商 GMV 同比增长 15%至人民币 15,980 亿元, 我们测算综合抽成率 (佣金+内循环广告) 为 3.9%。广告收入同比增长 12%, 其中非电商广告增速相近 (受短剧广告支出快速增加推动)。直播收入同比增长 5%。可灵 AI 方面, 2025 年收入突破人民币 10 亿元, 2025 年 12 月/2026 年 1 月的 ARR 分别为 2.4 亿美元/3 亿美元。2025 年毛利率同比提升 0.4 个百分点, 调整后运营支出仅同比增长 7%, 推动调整后经营利润率扩大 2.0 个百分点。

2026 年展望: 我们预计快手的核心业务将面临多重挑战: 1) 电商业务方面, 宏观经济不确定性及竞争加剧可能迫使快手向商家提供更多支持, 导致 GMV 增速放缓 (同比增长 9%), 综合抽成率下降 (下滑 0.1 个百分点); 2) 巴西监管政策冲击海外广告业务, 而国内广告缺乏爆发性垂类 (比如 2024-2025 年的短剧); 3) 直播业务在 12 月底安全事件后运营转为更审慎。另一方面, 我们预计可灵 AI 收入同比激增 115%至人民币 22 亿元。相比之下, 公司计划新增资本开支 110 亿元。

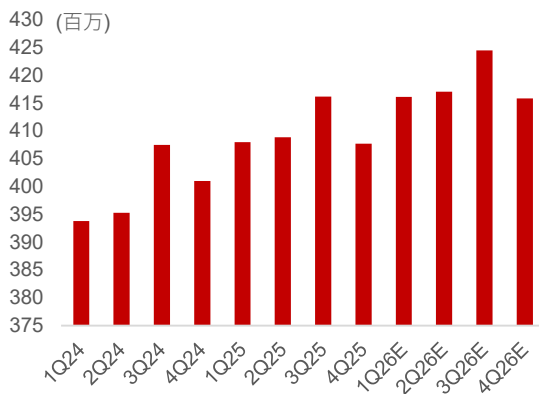
维持“买入”评级, 目标价下调至 63.00 港元: 鉴于各核心业务增速放缓, 我们将 2026-2027 年的收入预测下调 5-7%。因收入预期降低及对可灵 AI 的投资增加, 我们将 2026-2027 年调整后营业利润预测下调 27-34%。考虑到核心业务与可灵 AI 的增长和利润率前景不同, 我们现分别对其进行估值。在调整盈利预测及更新汇率假设后, 我们新的目标价为 63.00 港元, 基于核心业务 10 倍 2026 年预期 P/E 及可灵 AI 估值 53 亿美元, 对应 14 倍 2026 年预期 P/E。**风险提示:** 可灵 AI 资本支出增速超过收入增长、监管政策收紧、销售及营销费用超预期、宏观环境带来挑战。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	126,898	142,776	148,083	154,458	159,953
息税前利润 (RMBmn)	15,287	20,637	16,833	18,416	20,049
归母净利润 (RMBmn)	17,716	20,647	17,306	18,461	19,625
每股收益 (RMB)	4.02	4.69	3.87	4.19	4.51
市盈率 (x)	10.5	11.8	12.1	11.2	10.4

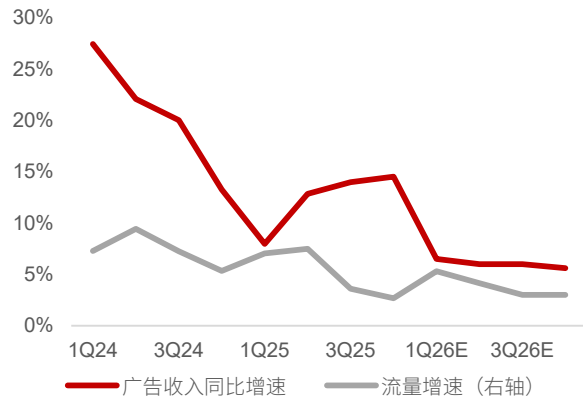
注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。净利润、EPS 和 P/E 按非 IFRS。资料来源: 公司公告, 华兴证券(香港)预测

图表 1: 快手—列报日活跃用户数



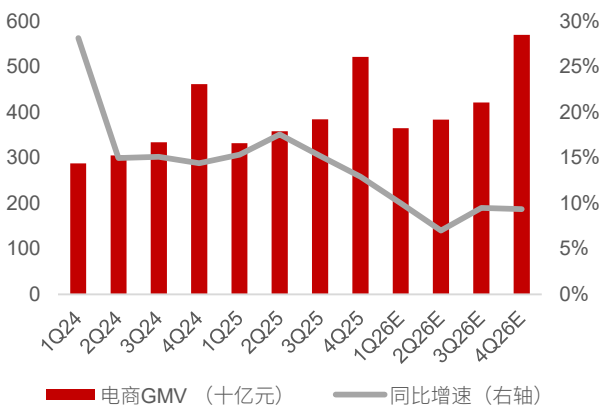
资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 2: 快手—广告收入增速与流量增速对比



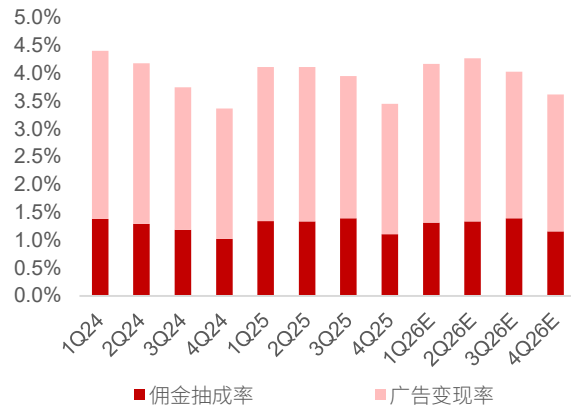
资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 3: 快手—电商 GMV 及同比增速



资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

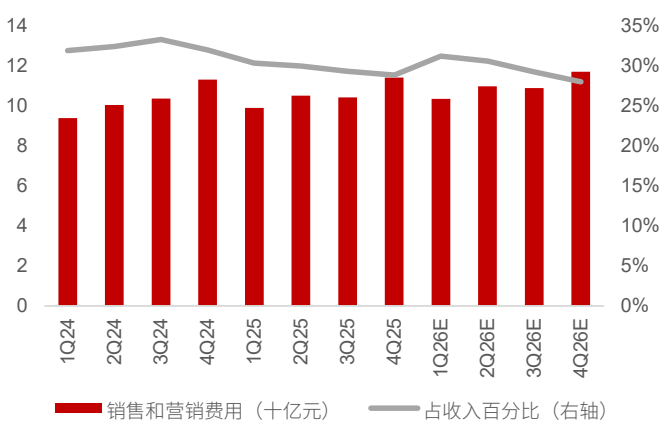
图表 4: 快手—电商抽成率拆解



注: 电商抽成率测算基于实际公告数据。

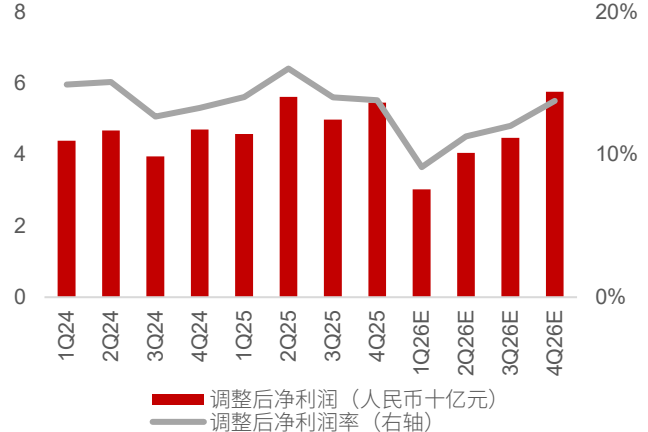
资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 5: 快手—销售和营销费用以及占收入百分比



资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 6: 快手—调整后净利润及调整后净利率



资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 7: 快手—4Q25 业绩回顾

(人民币百万元)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	QoQ	同比	华兴预测	对比 华兴预测	VA 一致预期	对比 一致预期
收入	35,384	32,608	35,046	35,554	39,568	11.3%	11.8%	38,920	2%	38,867	2%
- 直播	9,846	9,814	10,044	9,574	9,655		-1.9%	9,497			
- 线上广告	20,620	17,977	19,765	20,102	23,618		14.5%	23,265			
- 其他	4,918	4,817	5,237	5,878	6,295		28.0%	6,158			
毛利润	19,123	17,792	19,504	19,434	21,819	12.3%	14.1%	21,620			
毛利率	54.0%	54.6%	55.7%	54.7%	55.1%	0.5ppt	1.1ppt	55.5%			
- 研发费用	-3,451	-3,298	-3,400	-3,650	-4,143			-4,251			
- 销售及营销费用	-11,317	-9,897	-10,503	-10,420	-11,409			-11,189			
- 一般及行政费用	-866	-828	-897	-688	-930			-953			
营业利润 (IFRS)	4,268	4,259	5,289	5,299	5,790	9.3%	35.7%	5,679			
- 国内	4,361	4,345	5,401	5,391	6,065						
- 国际	-236	28	19	-64	-59						
- 股权激励和未分配项目	143	-114	-131	-28	-216			5,679			
经营利润率	12.1%	13.1%	15.1%	14.9%	14.6%	-0.3ppt	2.6ppt	14.6%			
净利润 (IFRS)	3,974	3,979	4,922	4,489	5,234	16.6%	31.7%	4,700			
调整后净利润 (非IFRS)	4,701	4,580	5,618	4,986	5,463	9.6%	16.2%	5,429	1%	5,382	2%
调整后净利润率 (非IFRS)	13.3%	14.0%	16.0%	14.0%	13.8%	-0.2ppt	0.5ppt	13.9%		13.8%	
调整后摊薄EPS (人民币元, 非IFRS)	1.06	1.05	1.29	1.13	1.22	7.3%	14.6%	1.24			

资料来源: 公司公告, Visible Alpha 一致预期, 华兴证券 (香港) 预测

预测调整及估值

鉴于各核心业务增速放缓, 我们将 2026-2027 年的收入预测下调 5-7%。因收入预期降低及对可灵 AI 的投资增加, 我们将 2026-2027 年调整后营业利润预测下调 27-34%。我们亦在本篇报告中引 2028 年预测值。

图表 8：快手—预测调整

(人民币百万元)	现值			原值			变动		
	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
净收入总额	148,083	154,458	159,953	155,489	166,518		-5%	-7%	
同比变化%	4%	4%	4%	9%	7%				
毛利润	78,484	82,635	86,374	86,156	93,985		-9%	-12%	
毛利率	53.0%	53.5%	54.0%	55.4%	56.4%		-2.4ppt	-2.9ppt	
营业利润 (IFRS)	16,833	18,416	20,049	24,541	29,953		-31%	-39%	
经营利润率	11.4%	11.9%	12.5%	15.8%	18.0%		-4.4ppt	-6.1ppt	
调整后营业收入 (非 IFRS)	20,033	21,616	23,249	27,376	32,930		-27%	-34%	
同比变化%	-12%	8%	8%	18%	20%				
调整后经营利润率 (非 IFRS)	13.5%	14.0%	14.5%	17.6%	19.8%		-4.1ppt	-5.8ppt	
净利润 (IFRS)	14,106	15,261	16,425	20,659	24,616		-32%	-38%	
同比变化%	-24%	8%	8%	14%	19%				
净利率 (IFRS)	9.5%	9.9%	10.3%	13.3%	14.8%		-3.8ppt	-4.9ppt	
调整后净利润 (非 IFRS)	17,306	18,461	19,625	23,494	27,592		-26%	-33%	
同比变化%	-16%	7%	6%	13%	17%				
调整后净利率 (非 IFRS)	11.7%	12.0%	12.3%	15.1%	16.6%		-3.4ppt	-4.6ppt	
调整后摊薄每股收益 (人民币元, 非 IFRS)	3.87	4.19	4.51	5.45	6.49		-29%	-35%	
同比变化%	-17%	8%	8%	15%	19%				

资料来源：华兴证券（香港）预测

维持“买入”评级，目标价下调至 63.00 港元。鉴于核心业务与可灵 AI 在增长和利润率前景上存在差异，我们现分别对其进行估值。在更新盈利预测和汇率假设后，我们将快手的目标价下调至 63.00 港元，其中核心业务基于 10 倍 2026 年预期 P/E，可灵 AI 基于 53 亿美元估值。我们此前的估值方法为 12 倍 2026 年预期 P/E 加净现金。

我们 10 倍的 P/E 目标倍数相比在线媒体同业公司 2026 年预期平均 P/E 存在折价，主要是因为快手对电商业务的依赖，但较互联网零售同业公司 2026 年预期平均 P/E 存在溢价，反映快手市场份额的提升。我们对可灵 AI 的估值为 53 亿美元，基于 Runway（非上市）公司在 2026 年 2 月的最新一轮估值。据 GetLatka 报道，Runway 主营业务为 AI 视频生成，在 2025 年 10 月 ARR 为 3 亿美元。

图表 9: 快手—P/E 估值表

P/ E 估值		2026E
集团调整后净利润 (人民币百万元)		20,033
加项: 可灵相关亏损		5,183
核心调整后营业收入 (百万元)		25,216
正常化税率 (%)		17.5%
核心调整后税后净营业利润 (百万元)		20,803
目标 P/E 倍数		10x
P/E 估值 (人民币百万元)		208,032
加项: 可灵 AI 估值 (百万美元)		5,300
隐含股价/最新 ARR 估值 (倍)		18x
集团估值 (百万港元)		279,965
目标价 (港元)		63.00
- 核心业务		54.00
- 可灵 AI		9.00
假设		
人民币兑港币汇率		1.15
股份数 (百万股)		4,456

资料来源: 华兴证券 (香港) 预测

图表 10: 快手—同业公司估值对比

股票代码	公司名称	评级	交易货币	收盘价	市值 (十亿美元)	财年0 (FY0)年结	每股收益 (列报货币)			P/E (x)		P/S (x)	
							FY0	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
1024 HK	快手科技	买入	港币	53.05	29.5	12/2025	4.69	3.87	4.19	12.1	11.2	1.4	1.3
在线传媒													
700 HK	** 腾讯	买入	港币	505.50	589.9	12/2025	27.88	29.43	33.33	15.2	13.4	4.9	4.5
BIDU US	* 百度	买入	美元	115.60	39.3	12/2025	76.85	52.28	56.17	15.3	14.2	2.1	2.1
BILI US	哔哩哔哩	买入	美元	23.79	10.0	12/2025	5.84	6.83	9.33	24.1	17.6	2.1	1.9
均值										18.2	15.1	3.0	2.8
互联网零售													
BABA US	* 阿里巴巴	买入	美元	129.87	310.1	03/2025	62.23	60.70	80.37	14.8	11.2	1.8	1.6
PDD US	* 拼多多	持有	美元	102.61	145.7	12/2025	72.38	79.95	101.44	8.9	7.0	2.1	1.9
JD US	* 京东	买入	美元	29.75	43.2	12/2025	18.15	21.07	33.26	9.7	6.2	0.2	0.2
均值										9.3	6.6	1.4	1.2

注: 收盘价截至 2026 年 3 月 25 日。标*公司由季迪英覆盖, 标**由季迪英与张译文共同覆盖。我们在计算平均 P/E 和 P/S 时剔除了异常值。异常值指负数和极大数。FY0 代表上一报告财年, 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) 及华兴证券 (美国) 预测

风险提示

- **可灵AI 资本开支增速超过收入增长：**可灵 AI 处于一个高度竞争的市场（文本生成视频和图像生成视频 AI 模型领域），直接与全球大型互联网公司和初创公司开展竞争。为维持领先地位，快手可能快速消耗资本投入，或导致可灵 AI 的开支增速超过收入增速，由此对利润率的拖累可能会超过预期。
- **政府监管收紧。**政府监管部门仍密切关注娱乐行业（例如网游和直播）。对内容和娱乐行业整体监管的加强会对行业情绪以及供需产生负面影响。
- **销售与营销投入高于预期。**若快手为获客而进一步加大对新业务的销售与营销投入（正如此前为快手极速版获取新用户的投入），那么公司可能会面临利润率增长放慢的风险。
- **宏观环境带来挑战。**我们认为宏观经济持续疲软会对我们的收入预测带来下行风险。在宏观经济放缓期间，商家（尤其是中小企业）往往会缩减营销开支，从而导致快手的广告收入增速放缓。这也可能导致消费者购买力下降，对快手的电商 GMV 产生负面影响。
- **直播行业竞争超预期。**随着越来越多的新竞争者进入市场、原有竞争者发力直播业务，直播行业竞争加剧，可能会使得快手需要加大支出以争得主播。若收入分成费用以及主播的签约奖励增加，那么公司的利润率可能会受到负面影响。
- **盈利的高周期性属性。**与直播收入相似，广告收入具有高周期性并会随着经济周期波动。鉴于直播和广告占快手 2024 年总收入的绝大部分，公司可能会受盈利的高周期性属性影响，从而对我们的增长预测构成风险。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
直播	39,087	36,227	35,506	35,151
线上营销服务	81,462	86,350	90,667	94,022
其他收入	22,227	25,506	28,285	30,780
营业收入	142,776	148,083	154,458	159,953
营业成本	(64,227)	(69,599)	(71,823)	(73,578)
毛利润	78,549	78,484	82,635	86,374
管理及销售费用	(60,063)	(64,152)	(67,070)	(69,527)
其中: 研发支出	(14,491)	(16,991)	(18,491)	(19,491)
其中: 市场营销支出	(42,229)	(43,918)	(45,236)	(46,593)
其中: 管理支出	(3,343)	(3,243)	(3,343)	(3,443)
息税前利润	20,637	16,833	18,416	20,049
息税折旧及摊销前利润	27,832	25,834	28,864	32,196
利息收入	(149)	(120)	(120)	(120)
利息支出	0	0	0	0
税前利润	20,472	16,693	18,276	19,909
所得税	(1,848)	(2,587)	(3,016)	(3,484)
净利润	18,624	14,106	15,261	16,425
调整后息税前利润	23,277	20,033	21,616	23,249
调整后息税折旧及摊销前利润	29,839	29,014	32,044	35,376
调整后净利润	20,647	17,306	18,461	19,625
基本每股收益 (RMB)	4.23	3.15	3.46	3.77
稀释每股调整收益 (RMB)	4.69	3.87	4.19	4.51

资产负债表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	53,103	54,111	55,793	62,405
货币资金	1,562	2,096	3,210	9,331
应收账款	7,509	7,788	8,123	8,412
存货	0	0	0	0
其他流动资产	44,032	44,227	44,460	44,661
非流动资产	88,101	109,652	127,873	134,430
固定资产	25,928	47,479	65,700	72,257
无形资产	1,059	1,059	1,059	1,059
商誉	0	0	0	0
其他	54,510	54,510	54,510	54,510
资产	141,204	163,762	183,666	196,835
流动负债	45,113	54,929	61,387	60,356
短期借款	0	0	0	0
预收账款	6,298	6,321	6,312	6,518
应付账款	14,278	13,328	13,901	14,396
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	18,008	18,008	18,008	18,008
负债	63,134	72,950	79,408	78,377
股份	0	0	0	0
资本公积	265,515	263,720	261,477	258,784
未分配利润	(225,540)	(214,203)	(201,713)	(188,022)
归属于母公司所有者权益	78,050	90,792	104,238	118,438
少数股东权益	20	20	20	20
负债及所有者权益	141,204	163,762	183,666	196,835

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	18,624	14,106	15,261	16,425
折旧摊销	7,195	9,001	10,447	12,148
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	2,640	3,200	3,200	3,200
营运资本变动	(16,131)	(658)	889	979
经营活动产生的现金流量	9,036	21,097	27,128	34,847
资本支出	(15,000)	(26,000)	(26,000)	(20,800)
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	(15,000)	(26,000)	(26,000)	(20,800)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	0	10,000	5,000	(2,500)
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(5,218)	(4,563)	(5,015)	(5,426)
筹资活动产生的现金流量	(5,218)	5,437	(15)	(7,926)
现金及现金等价物净增加额	(11,182)	534	1,114	6,122
自由现金流	24,036	47,097	53,128	55,647

关键假设

	2025A	2026E	2027E	2028E
快手App月活用户数 (百万)	410	418	423	427
电商交易总额 (十亿元)	1,598	1,742	1,864	1,957
可灵收入 (十亿元)	1.0	2.2	3.6	4.8

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	12.5	3.7	4.3	3.6
毛利润	13.4	(0.1)	5.3	4.5
息税折旧及摊销前利润	24.1	(7.2)	11.7	11.5
调整后息税折旧及摊销前利润	20.5	(2.8)	10.4	10.4
净利润	21.4	(24.3)	8.2	7.6
调整后净利润	16.5	(16.2)	6.7	6.3
稀释每股调整收益	21.5	(25.4)	9.7	9.1
调整后稀释每股调整收益	16.7	(17.5)	8.1	7.8
盈利率 (%)				
毛利率	55.0	53.0	53.5	54.0
息税折旧摊销前利润率	19.5	17.4	18.7	20.1
调整后息税折旧摊销前利润率	20.9	19.6	20.7	22.1
息税前利润率	14.5	11.4	11.9	12.5
调整后息税前利润率	16.3	13.5	14.0	14.5
净利率	13.0	9.5	9.9	10.3
调整后净利率	14.5	11.7	12.0	12.3
净资产收益率	23.9	15.5	14.6	13.9
总资产收益率	13.2	8.6	8.3	8.3
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.2	1.0	0.9	1.0
速动比率	1.2	1.0	0.9	1.0
估值比率 (x)				
市盈率	11.8	12.1	11.2	10.4
市净率	3.1	2.3	2.0	1.7
市销率	1.4	1.4	1.3	1.3

附录

分析师声明

本人张译文（CFA 持证人）、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：快手科技（1024 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