

买入 (维持)

BILI.O 哔哩哔哩

中概股

目标价: 22.0 美元

现价: 15.73 美元

## 3Q 业绩超预期, 未来增长空间保持乐观

2019 年 11 月 20 日

预期升幅: 39.9%

## 主要财务指标 (Non-GAAP, 人民币元)

## 市场数据

日期	2019-11-19
收盘价 (美元)	15.73
每 ARD 对应股份数	1
总股数 (百万)	312
总市值 (百万美元)	4,905
净资产 (百万美元)	8,081
总资产 (百万美元)	15,851
每股净资产 (元)	25.91

数据来源: Wind

## 相关报告

《三季度收入指引强劲, MAU 增长目标上修》——2019.08.29  
《1Q19 收入超指引, 全年毛利率存在压力》——2019.05.15  
《收入超预期, 继续看好长期价值》——2019.03.02  
《好事成双, 牵手“TA”又遇新游审批正常化》——2018.12.21  
《经营指标超预期, 驱动社区价值成长》——2018.11.21  
《社区复制壁垒高, 多元变现潜力大》——2018.10.14

## 海外 TMT 研究

## 分析师:

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

## 联系人:

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SAC: S0190519080002

曹萌

caomeng@xyzq.com.cn

SAC: S0190118070147

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,129	6,749	10,752	14,876
同比增长	67.3%	63.5%	59.3%	38.4%
归母净利润 (百万元)	-431	-1,108	-1,046	-20
同比增长	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
毛利率	21.4%	17.8%	22.5%	27.4%
净利率	-9.3%	-17.2%	-9.7%	-0.1%
净资产收益率	-5.3%	-19.2%	-20.8%	-0.3%
基本每股收益 (元)	-1.84	-3.41	-3.20	-0.06
每股经营现金流 (元)	3.16	0.16	3.37	8.28

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

## 投资要点

- **3Q19 收入超预期 6.2%, 亏损比预期少 8.5%。**哔哩哔哩 3Q19 业绩: 收入 18.6 亿 (+72%, 人民币, 下同), 比我们此前预测高 6.2%, Non-GAAP 归母净亏损 3.43 亿, 比我们此前预测少 8.5%。平均月活跃用户数达 1.28 亿人 (+38%), 其中移动端平均月活达 1.14 亿 (+43%), 平均日活跃用户数为 3,760 万 (+41%)。平均月付费用户数约 790 万人 (+124%), 其中手游月付费用户数为 150 万 (+64%)。4Q19 业绩指引: 管理层预计 2019 年第四季度收入介于 19.3~19.8 亿 (+67%~71%)。
- **分业务概况: 1) 游戏:** 收入 9.3 亿 (+25%), 占总收入的 50%。联运游戏占比进一步提升, 改善了整体利润率; **2) 直播及 VAS:** 收入 4.5 亿元 (+167%), 占总收入的 24.3%。未来大会员数量及均价均有提升空间, 直播的 ARPPU 仍相对较低, 猫耳和漫画的 VAS 收入贡献会逐渐增加; **3) 广告:** 收入 2.47 亿元 (+80%), 占总收入的 13%。平台价值得到了更多广告主认可, 未来效果及品牌广告均有持续增长的动力; **4) 电商及其他:** 收入 2.26 亿元 (+703%), 环比增长 82.3%。1-10 月 GMV 达 10 亿。
- **投资建议: 上调目标价 17.0% 至 22.0 美元, 维持“买入”评级。**我们看好公司管理层积极促进用户规模增长策略, 本季度 MAU 增长至接近上季度所做全年目标 (1.3 亿)。未来公司用户规模增长空间仍乐观, 包括 1) 向低线城市渗透; 2) 内容和品牌形象的泛娱乐化, 扩大受众基础; 3) 更积极的获客策略, 包括更多品牌形象广告。过去几个季度公司业绩连续超预期, 也说明了公司用户规模增长到营收增长有顺畅的转化, 游戏、直播、VAS、广告、电商等业务构成了多元化的变现方式。未来, 随着公司单用户变现的增加, 单用户成本中版权、服务器及带宽、人员工资等固定成本可产生经营杠杆效应, 驱动公司逐渐走向盈利。我们基于更新的 DCF 模型上调目标价 17.0% 至 22.0 美元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 核心游戏收入不及预期; 新游戏受政策影响上线时间延后; 内容监管风险; 行业竞争加剧影响用户增长。



**3Q19 收入超预期 6.2%，亏损比预期少 8.5%。**哔哩哔哩 3Q19 业绩：收入 18.6 亿（+72%，人民币，下同），比我们此前预测高 6.2%，Non-GAAP 归母净亏损 3.43 亿，比我们此前预测少 8.5%。平均月活跃用户数达 1.28 亿人（+38%），其中移动端平均月活达 1.14 亿（+43%），平均日活跃用户数为 3,760 万（+41%）。平均月付费用户数约 790 万人（+124%），其中手游月付费用户数为 150 万（+64%）。**4Q19 业绩指引：**管理层预计 2019 年第四季度收入介于 19.3~19.8 亿（+67%~71%）。

表1、哔哩哔哩的经营指标跟踪表

Operating metric	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	YoY	QoQ
<b>User</b>									
Total MAU (mn)	77.5	85.0	92.7	92.8	101.3	110.4	127.9	38.0%	15.9%
Total DAU (mn)		23.5	26.9			33.2	37.6	40.0%	13.3%
Total MPU (mn)	2.5	3.0	3.5	4.4	5.7	6.3	7.9	124.5%	27.0%
Mobile MAU (mn)			80.0	79.5	88.6	96.2	114.2	42.8%	18.7%
Avg. daily time spent (excl. mobile game, min)	76.0	75.0	85.0	78.0	81.0	78.0	83.0	-2.4%	6.4%
Interactions generated monthly (bn)	0.3	0.6	1.1	1.0	1.4	1.8	2.5	122.0%	38.9%
<b>Content</b>									
Nr. of monthly avg. active content creators (000)	293	350	574	570	732	854	1,108	93.0%	29.7%
Nr. of monthly video submissions (000)	905	1,161	1,716	1,716	2,081	2,407	3,140	83.0%	30.5%
Total video views contributed by PUG videos		89.0%	89.0%	89.0%	89.0%	90.0%	90.0%	1.1%	0.0%
Avg. daily video views (mn)	266.3	318.0	452.0	436.0	514.0	586.0	725.0	60.4%	23.7%
<b>Game</b>									
Game MPU (mn)	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.5	63.9%	50.0%
APRRU (Rmb)	831	965	813	804	856	920	622	-23.5%	-32.4%
<b>VAS</b>									
Official members (mn)	35	39	42	45	49	54	62	47.6%	14.8%
Big memberships (mn)	2.0	2.0	2.5	3.6	3.8	5.3	6.0	140.0%	13.2%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**分业务概况：**

- **游戏：联运比例进一步提升，改善了利润率。**三季度游戏收入 9.3 亿（+25%），占总收入的 50%。截至三季度，公司有 1 款自研游戏（环比+0），23 款独代游戏（环比+7），800 余款联运游戏（环比+200）。目前公司有近 30 款游戏储备，其中 8 款已拿到版号。近期即将发布的双生视界、大王不高兴有望成为游戏营收增长的驱动力。未来游戏业务增长的主要驱动力在运营游戏数量的增加。
- **直播与 VAS：保持高速增长，占比提升。**三季度直播和 VAS 收入 4.5 亿元（+167%），占总收入的 24.3%。未来增长驱动力：1）大会员折扣活动减少，均价提升。本季度大会员的均价已有所提升，目前月均在 10-11 元，距离 25 元/月的标准定价仍有很大空间；2）大会员数量的增长。本季度大会员数约 600 万人，在正式会员中渗透率仅约 9.7%；3）直播 ARPPU 提升。目前直播季度 ARPPU 仍低于 100 元，距行业平均水平 500-600 元仍有很大空间；4）猫耳和哔哩哔哩漫画的贡献增加。
- **广告：逐渐得到广告主认可。**三季度广告收入 2.47 亿元（+80%），占总收入的 13%。B 站广告业务的逆势增长说明广告主对 B 站用户群体质量和广告转化率的认可。未来增长驱动力：1）通过精准获客以及算法改进提升效果广告效率。2）平台持续泛娱乐化，吸引更多类型的品牌广告主。

- **电商及其他：平台销售继续高速增长。**二季度，电商与其他收入 2.26 亿元 (+703%)，环比增长 82.3%。增长主要来自电商平台付费用户数的增长。截至 10 月末，电商的 GMV 达到 10 亿规模。

**用户参与度与粘性持续提升。**在平均日活跃用户数同比增长 40% 的情况下，三季度日平均视频观看量达 7.25 亿 (+60%)，月平均互动量达 25 亿 (+100%)，用户参与度明显提升。三季度用户日均使用时长为 83 分钟，环比增加 5 分钟，用户粘性有所增加。

**UP 主和粉丝之间的良性循环持续，内容生态不断壮大。**三季度平台 90% 的观看量来自 PUGV，平均月活跃内容创作者达 110 万 (+93%)，月均视频上传量达 310 万 (+83%)。截止至 9 月 30 日，粉丝数量达 1 万以上的人气 up 主数量同比增长 75%。更活跃的粉丝群体激励了更多内容的上传，而更多内容又在吸引更多的粉丝，良性的循环持续。截止至 6 月 30 日，B 站正式会员数达 6,200 万，同比增长 46%。

**多样化优质内容分发提高社区活跃度。**第三季度视频浏览量排名前五的内容分类有生活、娱乐、游戏、动漫和科技。通过与 Up 主的创作合作计划，垂直领域如音乐、舞蹈、动画的供给质量进一步提高。此外，公司积极引入 OGV 补充 PUG 的供给，在动漫、纪录片等不同频道都有充沛的资源储备。随着公司智能分发系统以及运营系统的改善，浏览量 100 万以上的视频数量是去年同期的四倍。未来随着多样化优质内容分发效率的提升，平台用户留存有望进一步提升。

表2、哔哩哔哩的季度盈利预测

(Rmb mn)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19E
P&L (Non-GAAP)	Dec/18	Dec/19	Dec/20	Dec/21	Mar/19	Jun/19	Sep/19	Dec/19
Mobile games	2,936	3,679	4,961	6,644	873	920	933	952
Live broadcasting & VAS	586	1,551	2,971	4,789	292	326	453	480
Advertisement	463	813	1,643	2,081	112	168	247	286
E-commerce & others	143	706	1,177	1,362	96	124	226	260
<b>Total revenue</b>	<b>4,129</b>	<b>6,749</b>	<b>10,752</b>	<b>14,876</b>	<b>1,374</b>	<b>1,538</b>	<b>1,859</b>	<b>1,979</b>
Cost of revenue	-3,245	-5,551	-8,329	-10,800	-1,179	-1,280	-1,501	-1,590
<b>Gross profit</b>	<b>884</b>	<b>1,198</b>	<b>2,423</b>	<b>4,076</b>	<b>194</b>	<b>258</b>	<b>358</b>	<b>388</b>
R&D	-499	-841	-1,039	-1,190	-172	-198	-228	-242
S&M	-574	-1,171	-1,683	-1,718	-178	-236	-360	-396
G&A	-359	-549	-860	-1,190	-115	-124	-141	-168
<b>Operating profit</b>	<b>-548</b>	<b>-1,362</b>	<b>-1,159</b>	<b>-22</b>	<b>-271</b>	<b>-301</b>	<b>-372</b>	<b>-418</b>
Interest income, net	69	131	124	81	24	34	36	36
Investment income	96	117	120	120	82	14	1	20
Others	25	-5	-22	-21	13	-6	-11	-1
<b>Pre-tax profit</b>	<b>-358</b>	<b>-1,120</b>	<b>-938</b>	<b>158</b>	<b>-152</b>	<b>-258</b>	<b>-346</b>	<b>-363</b>
Tax	-26	-38	-102	-171	-8	-13	-8	-9
<b>Net profit</b>	<b>-384</b>	<b>-1,158</b>	<b>-1,039</b>	<b>-14</b>	<b>-160</b>	<b>-271</b>	<b>-354</b>	<b>-372</b>
Minority interest	13	9	-7	-7	10	2	-2	-2
Adjustment	-61	41	0	0	15	14	11	0
<b>Net profit attr. to owners</b>	<b>-431</b>	<b>-1,108</b>	<b>-1,046</b>	<b>-20</b>	<b>-136</b>	<b>-254</b>	<b>-345</b>	<b>-374</b>
<b>Per ADS (Rmb)</b>								
EPADS	-1.84	-3.41	-3.20	-0.06	-0.44	-0.78	-1.05	-1.14
Diluted EPADS	-1.84	-3.41	-3.20	-0.06	-0.44	-0.78	-1.05	-1.14
<b>Growth (YoY)</b>								
Mobile games	42.7%	25.3%	34.9%	33.9%	26.9%	16.3%	25.4%	33.6%
Live broadcasting & VAS	231.9%	164.8%	91.6%	61.2%	204.6%	174.9%	167.1%	138.0%
Advertisement	191.2%	75.5%	102.0%	26.7%	59.7%	75.0%	80.1%	78.9%
E-commerce & others	92.3%	392.2%	66.7%	15.7%	620.8%	489.4%	703.3%	221.2%
Total revenue	67.3%	63.5%	59.3%	38.4%	58.2%	49.8%	72.3%	71.2%
<b>Ratios</b>								
GP margin	21.4%	17.8%	22.5%	27.4%	14.2%	16.8%	19.2%	19.6%
R&D%	-12.1%	-12.5%	-9.7%	-8.0%	-12.5%	-12.9%	-12.2%	-12.2%
S&M%	-13.9%	-17.3%	-15.7%	-11.5%	-13.0%	-15.4%	-19.4%	-20.0%
G&A%	-8.7%	-8.1%	-8.0%	-8.0%	-8.4%	-8.1%	-7.6%	-8.5%
OP margin	-13.3%	-20.2%	-10.8%	-0.2%	-19.8%	-19.6%	-20.0%	-21.1%
Net margin	-9.3%	-17.2%	-9.7%	-0.1%	-11.7%	-17.6%	-19.1%	-18.8%
<b>Assumptions</b>								
Tax/GP	-2.9%	-3.1%	-4.2%	-4.2%	-4.2%	-4.9%	-2.3%	-2.3%
Basic shares					312	326	327	327
Diluted shares					312	326	327	327

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院预测

**投资建议：**上调目标价 17.0%至 22.0 美元，维持“买入”评级。我们看好公司管理层积极促进用户规模增长的策略，本季度 MAU 增长至接近上季度所做的全年目标（1.3 亿）。未来公司用户规模增长空间仍乐观，包括 1）向低线城市渗透；2）内容和品牌形象的泛娱乐化，扩大受众基础；3）更积极的获客策略，包括更多品牌形象广告。过去几个季度公司业绩连续超预期，也说明了公司用户规模增长到营收增长有顺畅的转化，游戏、直播、VAS、广告、电商等业务构成了多元化的变现方式。未来，随着公司单用户变现的增加，单用户成本中版权、服务器及带宽、人员工资等固定成本可产生经营杠杆效应，驱动公司逐渐走向盈利。我们基于更新的 DCF 模型上调目标价 17.0%至 22.0 美元，维持“买入”评级。

**风险提示：**核心游戏收入不及预期；新游戏受政策影响上线时间延后；内容监管

---

风险；行业竞争加剧影响用户增长

## 附表

资产负债表		单位:百万人民币			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
<b>流动资产</b>	<b>6,550</b>	<b>11,038</b>	<b>11,524</b>	<b>13,306</b>	
货币资金	4,289	7,888	7,219	7,931	
应收账款	324	540	860	1,190	
预付账款	991	1,665	2,499	3,240	
短期投资	945	945	945	945	
<b>非流动资产</b>	<b>3,940</b>	<b>4,652</b>	<b>5,079</b>	<b>5,287</b>	
固定资产	395	461	508	538	
无形资产	1,419	1,772	1,896	1,768	
商誉	941	941	941	941	
长期投资	980	1,274	1,529	1,835	
制作成本	204	204	204	204	
<b>资产总计</b>	<b>10,490</b>	<b>15,691</b>	<b>16,603</b>	<b>18,593</b>	
<b>流动负债</b>	<b>3,299</b>	<b>4,448</b>	<b>6,400</b>	<b>8,404</b>	
应付账款	1,308	1,776	2,665	3,456	
应付薪水和福利	247	247	247	247	
应付税款	39	85	186	410	
递延收入	985	1,620	2,580	3,570	
其他	721	721	721	721	
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>5,209</b>	<b>5,209</b>	<b>5,209</b>	
可转债及其他	0	5,209	5,209	5,209	
<b>负债合计</b>	<b>3,299</b>	<b>9,657</b>	<b>11,608</b>	<b>13,613</b>	
归母权益	6,951	5,793	4,754	4,740	
少数股东权益	240	240	240	240	
<b>股东权益合计</b>	<b>6,951</b>	<b>5,793</b>	<b>4,754</b>	<b>4,740</b>	
<b>负债及权益合计</b>	<b>10,490</b>	<b>15,691</b>	<b>16,603</b>	<b>18,593</b>	

现金流量表		单位:百万人民币			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
税前利润	-565	-1,158	-1,039	-14	
折旧和摊销	642	948	1,293	1,663	
财务费用	-69	-131	-124	-81	
营运资金的变动	611	260	798	933	
其他	143	168	225	252	
所得税	-26	-38	-102	-171	
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>737</b>	<b>50</b>	<b>1,051</b>	<b>2,582</b>	
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-3,196</b>	<b>-1,660</b>	<b>-1,720</b>	<b>-1,871</b>	
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>4,975</b>	<b>5,209</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
现金净变动	2,777	3,598	-668	712	
现金的期初余额	763	3,540	7,138	6,470	
现金的期末余额	3,540	7,138	6,470	7,182	

利润表(Non-GAAP)		单位:百万人民币			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
<b>营业收入</b>	<b>4,129</b>	<b>6,749</b>	<b>10,752</b>	<b>14,876</b>	
营业成本	-3,245	-5,551	-8,329	-10,800	
<b>毛利</b>	<b>884</b>	<b>1,198</b>	<b>2,423</b>	<b>4,076</b>	
销售费用	-574	-1,171	-1,683	-1,718	
管理费用	-359	-549	-860	-1,190	
研发支出	-499	-841	-1,039	-1,190	
财务费用	69	131	124	81	
其他	-69	-131	-124	-81	
<b>税前利润</b>	<b>-548</b>	<b>-1,362</b>	<b>-1,159</b>	<b>-22</b>	
所得税	-26	-38	-102	-171	
<b>净利润</b>	<b>-384</b>	<b>-1,158</b>	<b>-1,039</b>	<b>-14</b>	
少数股东损益	13	9	-7	-7	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-431</b>	<b>-1,108</b>	<b>-1,046</b>	<b>-20</b>	
<b>EPS(元)</b>	<b>-1.84</b>	<b>-3.41</b>	<b>-3.20</b>	<b>-0.06</b>	

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
<b>成长性</b>					
营业收入增长率	67.3%	63.5%	59.3%	38.4%	
营业利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
净利润增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
<b>盈利能力</b>					
毛利率	21.4%	17.8%	22.5%	27.4%	
净利率	-9.3%	-17.2%	-9.7%	-0.1%	
ROE	-5.3%	-19.2%	-20.8%	-0.3%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31.4%	61.5%	69.9%	73.2%	
流动比率	198.6%	248.2%	180.1%	158.3%	
速动比率	168.5%	210.7%	141.0%	119.8%	
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.8	
应收帐款周转率	12.7	12.5	12.5	12.5	
<b>每股资料(元)</b>					
每股收益(Non-GAAP)	-1.84	-3.41	-3.20	-0.06	
每股经营现金	3.16	0.16	3.37	8.28	
每股净资产	30.9	19.3	16.0	16.0	
<b>估值比率(倍)</b>					
PE	-60.7	-32.7	-34.9	-1,805.4	
PB	5.0	6.0	7.3	7.3	

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美(控股)有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司和四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。