

审慎增持 (下调)

MOMO.O 陌陌

美股

目标价: 34.9 美元

现价: 30.82 美元

直播行业增速放缓, 成本费用压力升

2018年10月29日

预期升幅: 13.3%

主要财务指标

市场数据

日期	2018-10-26
收盘价(元)	30.82
每ADR对应股数	2
总股数(百万)	409
总市值(百万美元)	6,276
净资产(百万美元)	1,417
总资产(百万美元)	2,103
每股净资产(美元)	3.46

数据来源: Wind

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万美元)	1,318	2,007	2,531	2,908
同比增长	138.3%	52.2%	26.1%	14.9%
归母净利润(百万美元)	319	417	447	519
同比增长	119.3%	30.9%	7.1%	16.2%
毛利率	50.7%	47.1%	45.5%	45.4%
净利率	24.1%	20.7%	17.6%	17.8%
净资产收益率	30.8%	28.7%	23.5%	21.5%
基本每股收益(美元)	0.81	1.03	1.10	1.28
每股经营现金流(美元)	1.08	1.34	1.46	1.56

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **直播行业增速放缓, 直播平台面临存量竞争时代, 头部主播以及公会分成压力逐步显现。**根据 QuestMobile 数据, 2018 年 9 月娱乐直播人数为 6909 万人, 比 6 月环比增长仅 2.1%; 此外娱乐直播时长为 154.8 亿分钟每月, 比 6 月环比增长仅 1.4%。头部主播以及公会在分成方面具有较大的议价能力, 直播平台分成压力逐步显现。
- **三季度活跃用户数逆势上涨, 预计营销投入大幅增加。**2018 年 6 月起陌陌 App 月活人数逆势上涨, 2018 年 Q3 陌陌 App 活跃人数达到 6446 万人, 环比增长 19.7%。我们认为这是公司加大营销投入的结果, 公司三季度冠名“幻乐之城”, 并在多渠道加大广告投入。因此, 我们上调了销售费用率的预期。
- **下调毛利率预期, 上调销售费用率预期。**基于对直播行业的最新判断, 我们修正了此前的盈利预测。我们估计公司为在激烈的竞争环境中争取更多专业化主播, 在直播收入分成上可能向公会和主播更多倾斜。下调 2018/19/20 年毛利率 3.2/5.0/5.1ppts 至 47.1%/45.5%/45.4%。我们认为公司需要提高营销投入以维持营收增长, 相应上调了销售费用率。我们最新预计公司归母净利润(Non-GAAP)在 2018/19/20 年为 4.97/5.58/6.86 亿美元, 归母净利率(Non-GAAP)在 2018/19/20 年为 24.7%/22.0%/23.6%。
- **投资建议: 下调目标价从 60.0 美元至 34.9 美元, 下调至“审慎增持”评级。**DCF 模型得出公司最新目标价每 ADS 34.9 美元 (WACC=12%, Perpetual g=1.5%), 此前目标价为 60.0 美元, 下调至“审慎增持”评级。

风险提示: 用户天花板不明朗、政策监管趋严、现金使用效率较低, 商誉减值

海外 TMT 研究

分析师:

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

王文洲

wangwenzhou@xyzq.com.cn

SFC: ARO923

SAC: S0190118060102

曹萌

caomeng@xyzq.com.cn

SAC: S0190118070147



报告正文

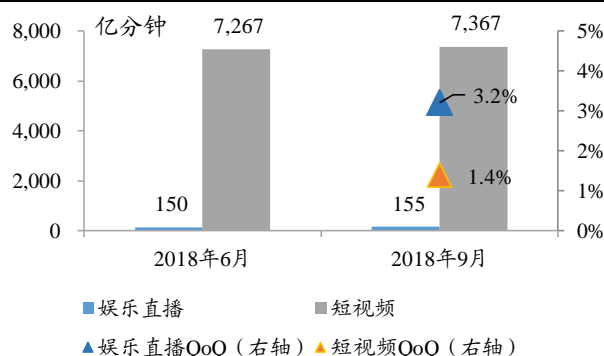
行业增速放缓，存量竞争阶段主播及公会分成压力显现

直播市场红利期已经过去，用户增速开始放缓。根据 QuestMobile 数据，2018 年 9 月娱乐直播人数为 6909 万人，比 6 月环比增长仅 2.1%；此外娱乐直播时长为 154.8 亿分钟每月，比 6 月环比增长仅 1.4%。另外，直播行业用户规模及时长被短视频拉开明显差距，且未见明显更高增速。现阶段直播平台竞争进入存量阶段，而平台对头部主播的依赖程度仍然较高，头部主播以及公会在分成方面具有较大的议价能力，直播平台分成压力逐步显现。

图1、中国娱乐直播用户数及环比增速



图2、中国娱乐直播时长及环比增速



资料来源：QuestMobile，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：QuestMobile，兴业证券经济与金融研究院整理

三季度活跃用户数逆势上涨，预计营销投入大幅增加

2018 年 Q3，公司积极赞助综艺节目以及纪录片，以唯一冠名赞助商赞助了 7 月 20 日开播的“幻乐之城”，与 Vice 合作推出系列公路片“陌路同途”。公司还邀请娄艺潇在 MOMO 上直播，利用粉丝效应进行品牌推广。此外公司在多个渠道增加广告投入，包括线上的 UC 浏览器、微博、今日头条、百度 App，以及线下的地铁站广告等。公司加大宣传投入，并取得了较好的效果，2018 年 6 月起陌陌 App 月活人数逆势上涨，2018 年 Q3 陌陌 App 活跃人数达到 6446 万人，环比增长 19.7%。我们预计用户数的逆势增长离不开营销投入，公司销售费用率高于此前预期。

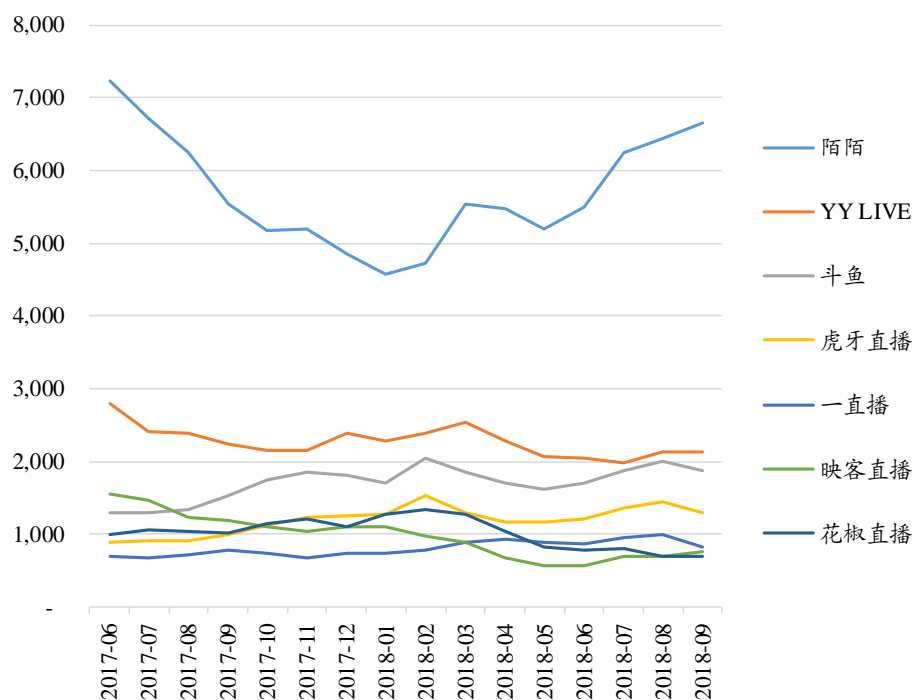
表1、主要娱乐直播平台 3Q18 月均 MAU 环比增速

	2Q18	3Q18	QoQ
陌陌	5,387	6,446	19.7%
YYLIVE	2,135	2,079	-2.6%
一直播	893	916	2.7%
映客直播	596	716	20.2%
花椒直播	882	728	-17.4%
NOW	486	435	-10.5%
秀色直播	306	373	22.1%
酷狗直播	179	158	-11.9%
富聊	196	151	-22.8%

资料来源：易观千帆，兴业证券经济与金融研究院整理

*易观千帆的 MAU 统计口径和各公司披露的口径不一致，陌陌含社交功能用户

图3、主要直播 APP 的月活跃用户数



资料来源：易观千帆，兴业证券经济与金融研究院整理
*易观千帆的 MAU 统计口径和各公司披露的口径不一致

下调毛利率预期，上调销售费用率预期

基于对直播行业的最新判断，我们修正了此前的盈利预测。我们估计公司为在激烈的竞争环境中争取更多专业化主播，在直播收入分成上可能向公会和主播更多倾斜。下调 2018/19/20 年毛利率 3.2/5.0/5.1ppts 至 47.1%/45.5%/45.4%。我们认为公司需要提高营销投入以维持营收增长，相应上调了销售费用率。我们最新预计公司归母净利润(Non-GAAP)在 2018/19/20 年为 4.97/5.58/6.86 亿美元，归母净利率(Non-GAAP)在 2018/19/20 年为 24.7%/22.0%/23.6%。

表2、陌陌的年度盈利预测修正

(美元 百万元) 利润简表	最新预测			此前预测			预测变动		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	2,007	2,531	2,908	2,007	2,531	2,908	0.0%	0.0%	0.0%
毛利	946	1,152	1,320	1,010	1,278	1,469	-6.4%	-9.9%	-10.1%
Non-GAAP 经营利润	557	604	727	642	844	1,035	-13.3%	-28.4%	-29.8%
Non-GAAP 归母净利润	497	558	686	569	756	941	-12.7%	-26.2%	-27.1%
毛利率	47.1%	45.5%	45.4%	50.3%	50.5%	50.5%	-3.2ppts	-5.0ppts	-5.1ppts
Non-GAAP 经营利润率	27.8%	23.9%	25.0%	32.0%	33.4%	35.6%	-4.2ppts	-9.5ppts	-10.6ppts
Non-GAAP 归母净利率	24.7%	22.0%	23.6%	28.3%	29.9%	32.4%	-3.6ppts	-7.8ppts	-8.8ppts

资料来源：兴业证券经济与金融研究院预测

表3、陌陌的盈利预测结果

(美元 百万元)	FY17	FY18E	FY19E	FY20E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
利润表	Dec-17	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Mar-17	Jun-17	Sep-17	Dec-17	Mar-18	Jun-18	Sep-18	Dec-18
直播	1,103	1,654	2,050	2,355	213	259	303	328	371	411	427	444
增值服务	103	248	379	453	23	25	26	29	37	55	75	81
移动营销	76	82	85	86	18	19	17	22	19	22	18	23
游戏	36	21	15	12	12	9	8	7	7	5	5	4
其他	1	2	2	2	0	0	0	0	1	0	0	0
总收入	1,318	2,007	2,531	2,908	265	312	354	386	435	494	525	552
成本	-649	-1,061	-1,379	-1,587	-120	-151	-178	-200	-210	-270	-284	-298
毛利	669	946	1,152	1,320	145	161	176	186	226	225	242	254
研发费用	-51	-84	-109	-131	-9	-10	-14	-19	-18	-25	-20	-21
销售费用	-217	-314	-468	-538	-34	-69	-58	-57	-44	-55	-105	-110
管理费用	-63	-88	-109	-119	-12	-16	-17	-18	-17	-20	-26	-25
其他经营收益	23	17	25	25	1	8	1	14	1	16	0	0
经营利润	361	476	491	557	91	74	89	107	148	141	90	98
利息收入	22	22	31	43	4	5	6	7	8	8	5	7
其他收入	-4	0	0	0	0	-4	0	0	0	0	0	0
税前利润	378	498	522	600	95	74	95	114	155	149	95	105
所得税	-66	-89	-91	-105	-16	-14	-17	-19	-27	-31	-15	-16
权益性投资损益	6	6	15	23	2	1	1	2	1	2	2	2
净利润	318	415	446	518	81	60	79	97	129	119	82	91
少数股东权益	-1	-1	0	-1	0	0	0	0	0	0	0	0
归母净利润	319	417	447	519	81	61	79	98	130	120	82	91
Non-GAAP:												
经营利润	411	557	604	727	101	87	104	120	160	163	113	121
归母净利润	368	497	558	686	91	74	94	110	142	140	103	111
每股盈利(美元)												
EPADS	1.61	2.06	2.20	2.56	0.42	0.30	0.40	0.50	0.66	0.58	0.40	0.44
摊薄 EPADS	1.53	1.97	2.11	2.45	0.40	0.30	0.38	0.46	0.62	0.56	0.38	0.42
Non-GAAP EPADS	1.87	2.45	2.75	3.38	0.47	0.37	0.47	0.55	0.71	0.69	0.51	0.55
摊薄 Non-GAAP EPADS	1.77	2.35	2.64	3.24	0.44	0.35	0.45	0.53	0.69	0.66	0.49	0.53
成长性(同比增速)												
收入	138%	52%	26%	15%	421%	215%	126%	57%	64%	58%	48%	43%
Non-GAAP 经营利润	133%	36%	8%	20%	849%	298%	117%	24%	59%	88%	9%	1%
Non-GAAP 净利润	108%	35%	12%	23%	614%	218%	89%	20%	57%	90%	10%	1%
盈利能力												
毛利率	50.7%	47.1%	45.5%	45.4%	54.6%	51.7%	49.8%	48.2%	51.8%	45.4%	46.0%	46.0%
研发费用率	3.9%	4.2%	4.3%	4.5%	3.2%	3.3%	3.9%	4.9%	4.0%	5.1%	3.8%	3.8%
销售费用率	16.5%	15.7%	18.5%	18.5%	12.8%	22.1%	16.3%	14.7%	10.2%	11.0%	20.0%	20.0%
管理费用率	4.7%	4.4%	4.3%	4.1%	4.6%	5.1%	4.7%	4.6%	4.0%	4.0%	5.0%	4.5%
经营利润率(Non-GAAP)	31.1%	27.8%	23.9%	25.0%	37.9%	27.8%	29.2%	30.9%	36.7%	33.1%	21.5%	21.8%
归母净利率(Non-GAAP)	27.9%	24.7%	22.0%	23.6%	34.2%	23.6%	26.5%	28.5%	32.7%	28.4%	19.5%	20.2%
经营数据												
月活跃用户数(mn, 期末)	99.10	113.97	125.36	131.63	85.20	91.30	94.40	99.10	103.30	108.00	111.39	113.97
直播付费用户数(mn, 期末)	4.30	4.85	5.20	5.46	4.10	4.10	4.10	4.30	4.40	4.60	4.74	4.85
直播 ARPPU (Usd, 季度)	66.30	88.84	102.16	112.38	51.85	63.27	73.80	76.28	84.43	89.34	90.04	91.53

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院预测

下调目标价从 60.0 美元至 34.9 美元，下调至“审慎增持”评级

我们使用 DCF 模型对公司股票进行估值，DCF 模型反馈了盈利预测的下调，并相应地下调了 2021-2028 年税前利润率，得出公司目标价每 ADS 34.9 美元（WACC=12%，永续增长率 1.5% 不变）。下调目标价从 60.0 美元至 34.9 美元，下调至“审慎增持”评级。

表4、陌陌的 DCF 估值表

百万美元	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营收	1318	2007	2531	2908	3299	3693	4079	4444	4775	5059	5284	5440
YoY	138.3%	52.2%	26.1%	14.9%	13.5%	12.0%	10.5%	9.0%	7.5%	6.0%	4.5%	3.0%
税前利润	378	498	522	600	671	740	806	864	914	954	980	993
税前利润率	28.7%	24.8%	20.6%	20.6%	20.3%	20.0%	19.7%	19.4%	19.1%	18.8%	18.5%	18.2%
税后利润	312	410	431	496	554	611	665	713	755	787	809	820
有效税率	-17.4%	-17.5%	-17.5%	-17.5%	-17.5%	-17.5%	-17.5%	-17.5%	-17.5%	-17.5%	-17.5%	-17.5%
折旧和摊销	6	73	79	85	49	55	61	67	72	76	79	82
占营收	0.5%	3.6%	3.1%	2.9%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
营运资本变动	49	56	66	28	40	44	49	53	57	61	63	65
占营收	3.7%	2.8%	2.6%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
资本支出	(35)	(187)	(30)	(30)	(53)	(59)	(65)	(71)	(76)	(81)	(85)	(87)
占营收	-2.7%	-9.3%	-1.2%	-1.0%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%
FCFF	332	351	545	579	590	652	710	762	807	843	867	879
自由现金流比率	25.2%	17.5%	21.5%	19.9%	17.9%	17.7%	17.4%	17.2%	16.9%	16.7%	16.4%	16.2%
YoY		5.7%	55.4%	6.1%	2.0%	10.4%	8.9%	7.4%	5.9%	4.4%	2.9%	1.4%
折现年数		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
折现率		1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
PV of FCFs		3922	488	464	423	418	408	392	372	347	320	290
Terminal Value		2883										
Net Debt		(760)										
少数股东权益 2x		3										
股权价值		7562										
已发行股份数(摊薄) mn		433										
每股目标价(US\$)		17.5										
每 ADS 目标价(US\$)		34.9										

WACC	12%
永续增长率	1.5%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院预测

风险提示：

用户天花板不明朗、政策监管趋严、现金使用效率较低，商誉减值。

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,189	1,599	2,196	2,811	营业收入	1,318	2,007	2,531	2,908
货币资金	1,060	1,395	1,929	2,498	营业成本	-649	-1,061	-1,379	-1,587
应收账款	40	40	46	47	毛利	669	946	1,152	1,320
预付款项	83	138	179	206	销售费用	-217	-314	-468	-538
其他	7	25	42	60	管理费用	-63	-88	-109	-119
非流动资产	113	881	859	839	研发支出	-51	-84	-109	-131
固定资产	40	48	52	51	财务费用	22	22	31	43
无形资产	7	112	59	6	其他	19	17	25	25
商誉	3	633	633	633	税前利润	378	498	522	600
长期股权投资	44	67	93	126	所得税	-66	-89	-91	-105
递延税项资产	7	10	10	11	净利润	318	415	446	518
其他	11	11	11	11	少数股东损益	-1	-1	0	-1
资产总计	1,302	2,480	3,055	3,649	归属母公司净利润	319	417	447	519
流动负债	260	386	516	591	EPS(元)	0.81	1.03	1.10	1.28
应付账款	75	96	110	111					
递延收入	65	124	190	226					
其他	121	167	216	254					
非流动负债	4	640	640	640					
可转债	0	635	635	635					
其他	4	5	5	5					
负债合计	264	1,026	1,156	1,232					
归母权益	1,035	1,452	1,899	2,418					
少数股东权益	3	1	1	0					
股东权益合计	1,038	1,453	1,899	2,418					
负债及权益合计	1,302	2,480	3,055	3,649					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万美元					会计年度				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	2020E
净利润	318	415	446	518	成长性				
折旧和摊销	12	73	79	85	营业收入增长率	138.3%	52.2%	26.1%	14.9%
营运资金变动	49	56	66	28	营业利润增长率	149.8%	32.0%	3.1%	13.5%
其他	48	0	0	0	净利润增长率	118.9%	30.7%	7.4%	16.2%
经营性现金流	428	544	591	631					
资本开支	-35	-187	-30	-30	盈利能力				
其他	8	-659	-27	-33	毛利率	50.7%	47.1%	45.5%	45.4%
投资性现金流	-27	-846	-57	-63	净利率	24.1%	20.7%	17.6%	17.8%
债务变动	0	0	0	0	ROE	30.8%	28.7%	23.5%	21.5%
权益融资/回购	1	635	0	0					
分红	0	0	0	0	偿债能力				
其他	0	0	0	0	资产负债率	25.5%	70.6%	60.8%	50.9%
融资性现金流	0	635	0	0	流动比率	4.57	4.14	4.26	4.75
净现金流	401	333	534	569	速动比率	4.25	3.78	3.91	4.41
汇率变动	28	2	0	0					
现金净变动	428	335	534	569	营运能力(次)				
					资产周转率	1.01	0.81	0.83	0.80
					应收帐款周转率	33.29	50.00	55.56	62.50
					每股资料(元)				
					每股收益	0.81	1.03	1.10	1.28
					每股经营现金	1.08	1.34	1.46	1.56
					每股净资产	2.63	3.58	4.68	5.96
					估值比率(倍)				
					PE	19.8	15.1	14.1	12.1
					PB	6.1	4.3	3.3	2.6

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.xyjq.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/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、掇蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司和成志控股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反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。