



国金证券
SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

国金证券 掘金 · 中报业绩总结

传媒与互联网： 降本增效、晨曦破晓，关注后续结构性机会

分析师：陆意

执业编号：S1130522080009

联系人：许孟婕/廖馨瑶/马晓婷

DATE: 2022/9/1

会议核心观点

- 上半年业绩：宏观经济增速放缓叠加疫情反复，整体承压，尤其广告业务，降本增效提升盈利水平是行业主线。
 - ✓ 分板块看，
 - 1) 电商：受益于疫后消费修复及物流逐步恢复正常运营，2Q22迎来不同业绩增幅，其中拼多多超市市场预期；
 - 2) 互联网平台：腾讯、美团表现出业绩韧性，盈利水平提升；
 - 3) 短视频：快手社区生态持续繁荣，电商及内循环广告给予一定业绩支撑，2Q国内业务单季度盈利；
 - 4) 长视频：广告业务承压，步入提价周期，内容为王，ARPU提升是会员收入增长的主要驱动。
 - ✓ 各公司通过人员优化、业务整合等措施降本增效，盈利水平几乎均有不同程度的提升。
- 投资建议：
 - ✓ 降本增效提升盈利水平仍是未来主线之一。宏观经济大背景下，粗放式发展基本已成过去式，精细化运营是对各子板块的共同要求，同时也是各上市公司上半年重点推进的事情，我们认为，未来降本增效会继续推进，人员优化等措施的效果会逐步显现，关注降本增效成效及盈利端表现。
 - ✓ 关注后续结构性机会。随着互联网红利的消逝，不同互联网公司的业绩成长性或将因其所处赛道、模式、壁垒、经营能力等要素而出现分化。若海外中概股退市风险消除，建议关注成长性较好的海外互联网标的。
- 风险提示：
 - ✓ 消费需求不及预期；疫情反复或对供应链通畅和内容制作带来影响；市场竞争加剧；用户增长或客单价增长不及预期；行业政策不确定性；数据统计结果与实际情况偏差风险。

会议观点提炼

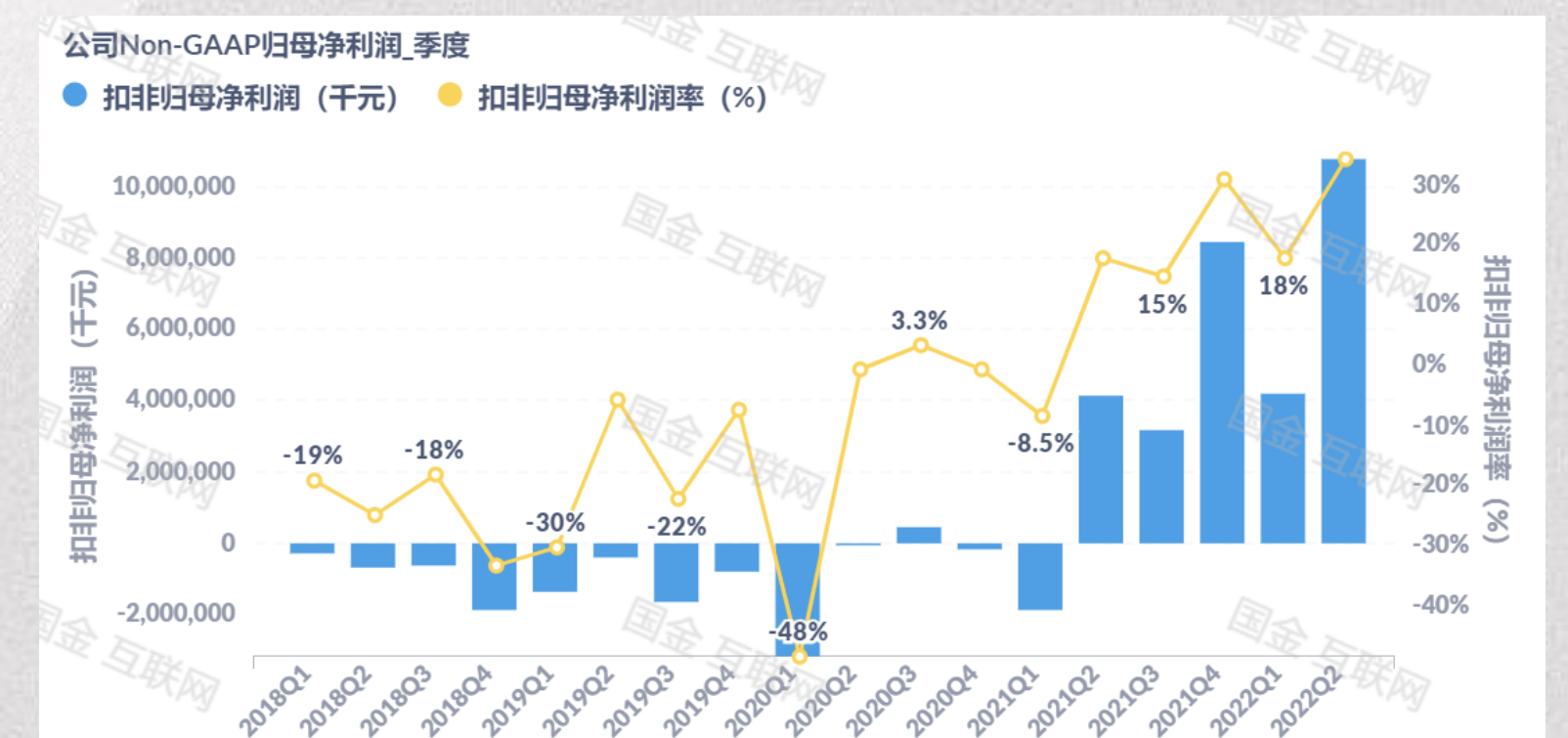
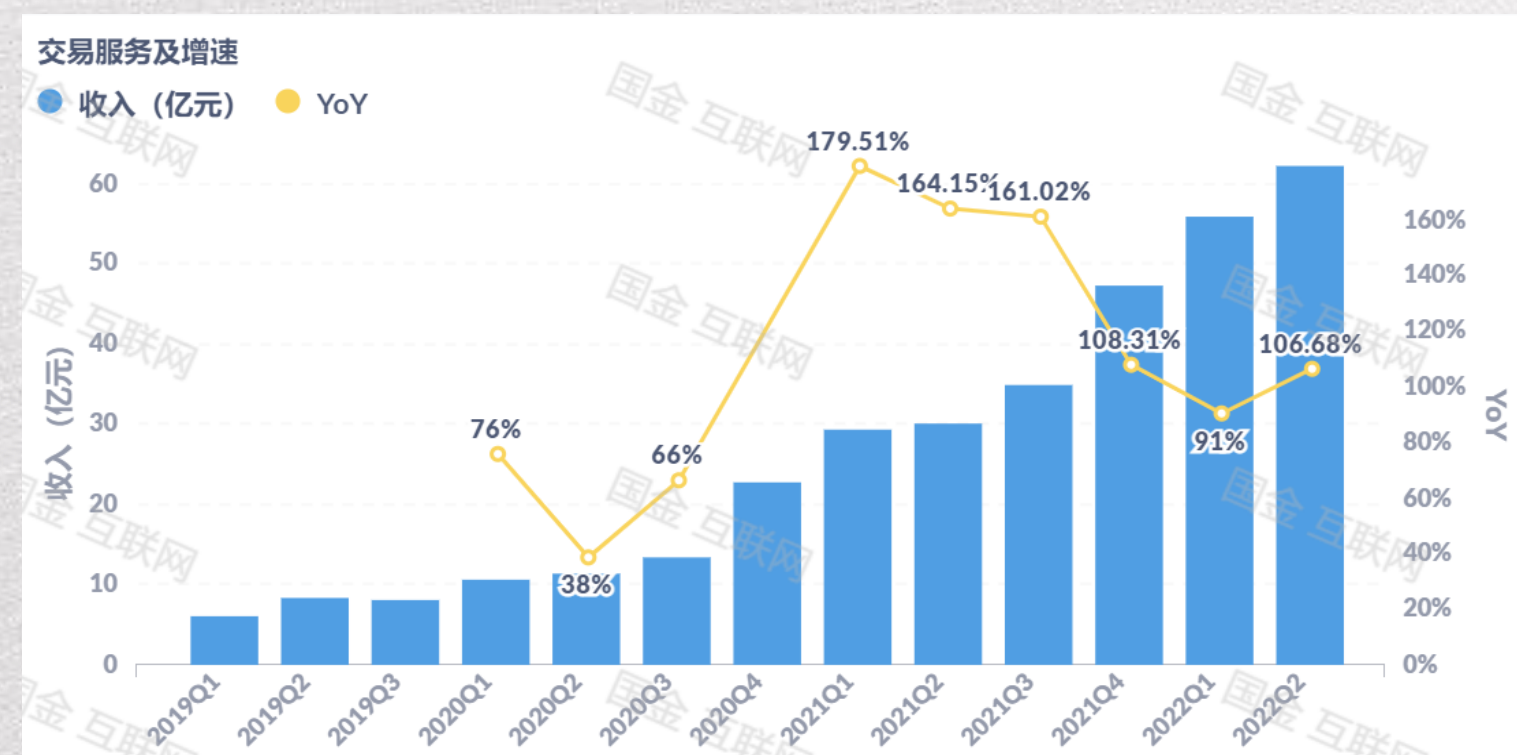
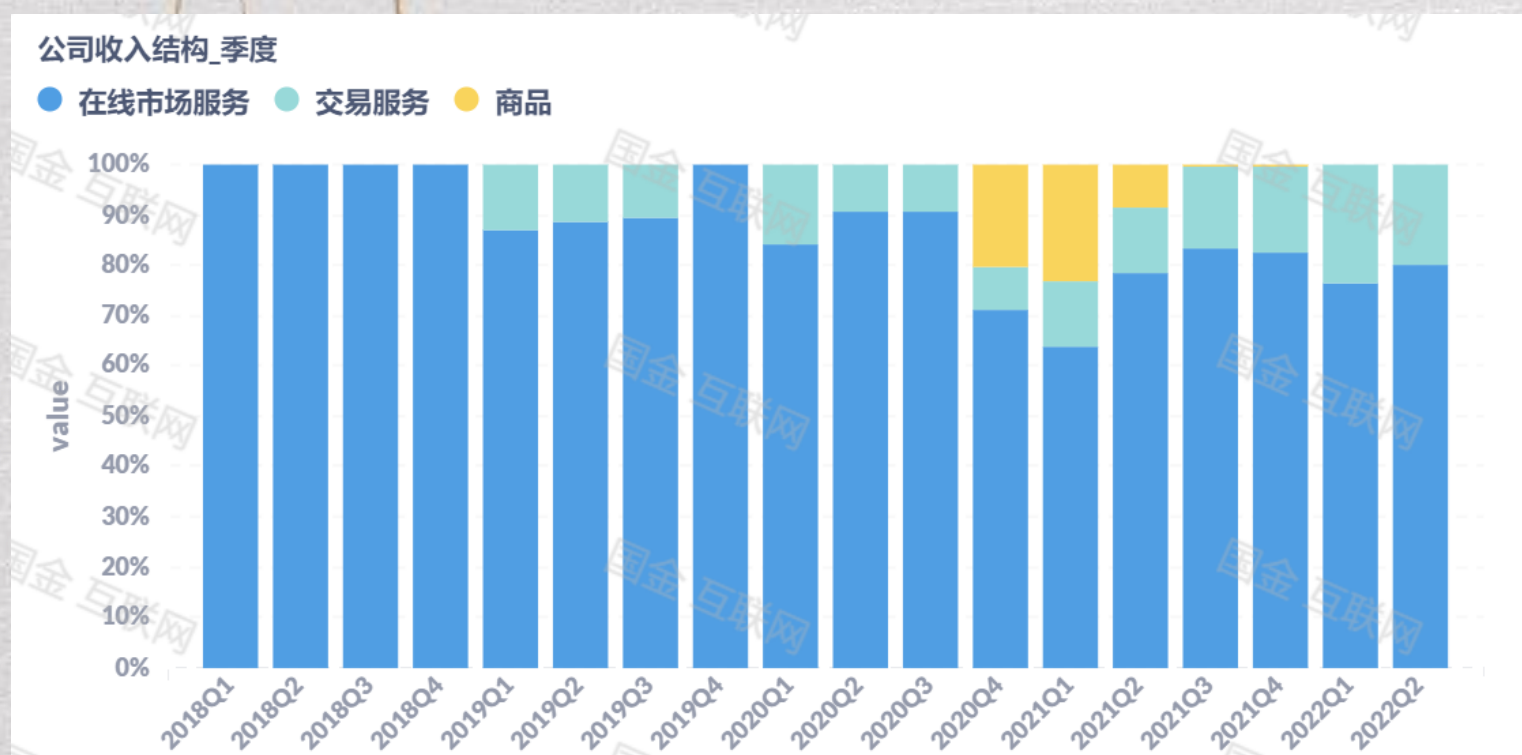
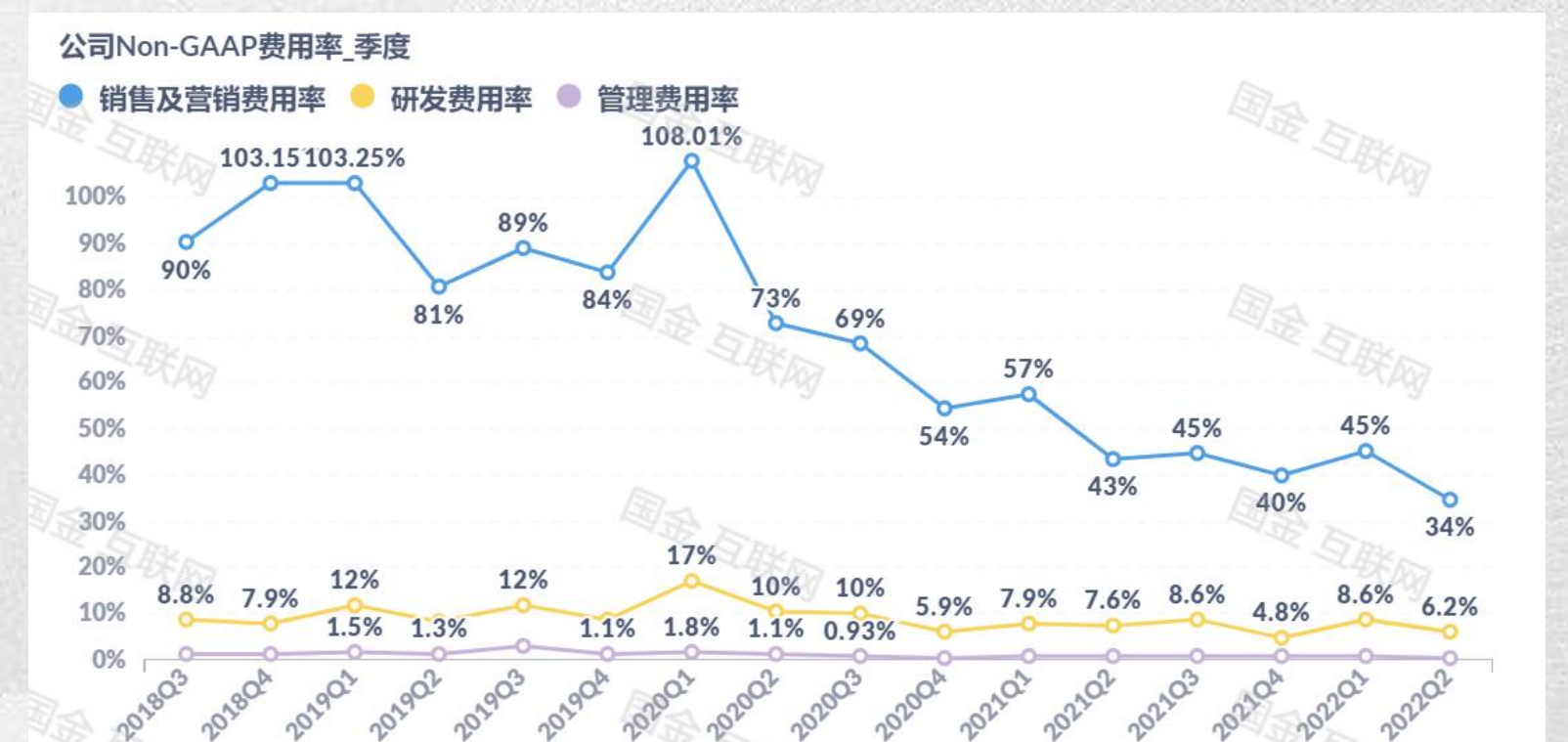
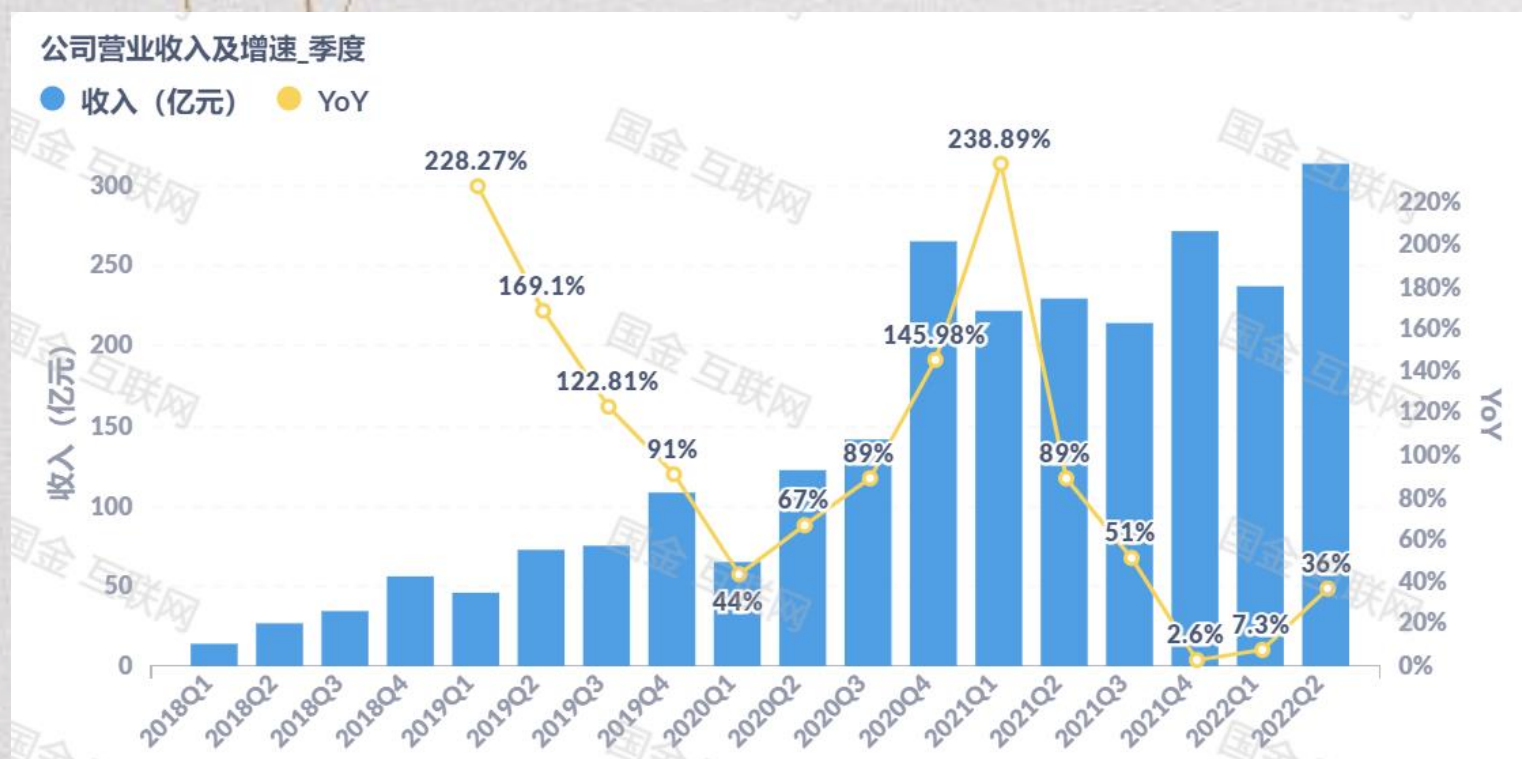
- 上半年业绩：宏观经济增速放缓叠加疫情反复，整体承压，尤其广告业务，但各赛道龙头公司业绩表现出一定韧性；降本增效提升盈利水平是上半年主线，各公司通过人员优化、业务整合等措施降本增效，盈利水平几乎均有不同程度的提升。
- 投资建议：降本增效提升盈利水平仍是未来主线之一，随互联网红利消逝，各公司业绩成长性或将出现分化，关注结构性机会。
- 风险提示：消费需求不及预期；疫情反复或对供应链通畅和内容制作带来影响；市场竞争加剧；用户增长或客单价增长不及预期；行业政策不确定性；数据统计结果与实际情况偏差风险。

单位：百万元人民币		覆盖公司中报业绩及估值汇总							
公司名称	Wind代码	1H22 预期净利润	1H22 实际净利润	超预期比例	预测 2022 净利润	预测 2023 净利润	预测 2022 PE	预测 2023 PE	财报发布后至8月31日涨幅
拼多多	PDD.O	2910.73	8896.34	205.64%	23616.43	31248.16	13.94	10.53	9.62%
京东	9618.HK	1675.24	4376.00	161.22%	15670.54	17834.15	44.09	38.75	8.63%
快手	1240.HK	-6629.87	-5034.17	-	-8192.00	-999.00	-	-	-8.39%
美团	3690.HK	-5759.19	-1528.48	-	-2675.00	10912.00	-	94.48	4.34%
腾讯控股	0700.HK	49933.00	53684.00	7.51%	117410.00	140268.00	23.93	20.03	7.92%
阅文集团	0772.HK	475.82	665.96	39.96%	1950.57	2193.00	16.81	14.96	1.27%
心动公司	2400.HK	-370.00	-381.00		-710.00	-26.00	-	-	-
芒果超媒	300413.SZ	-	1190.76		2426.58	2891.09	21.43	17.99	-9.50%
分众传媒	002027.SZ	-	1403.45		4332.58	5818.73	20.20	15.04	4.48%

数据来源：各公司公告，国金证券研究所，注：港股及美股净利润均为经调整后净利润

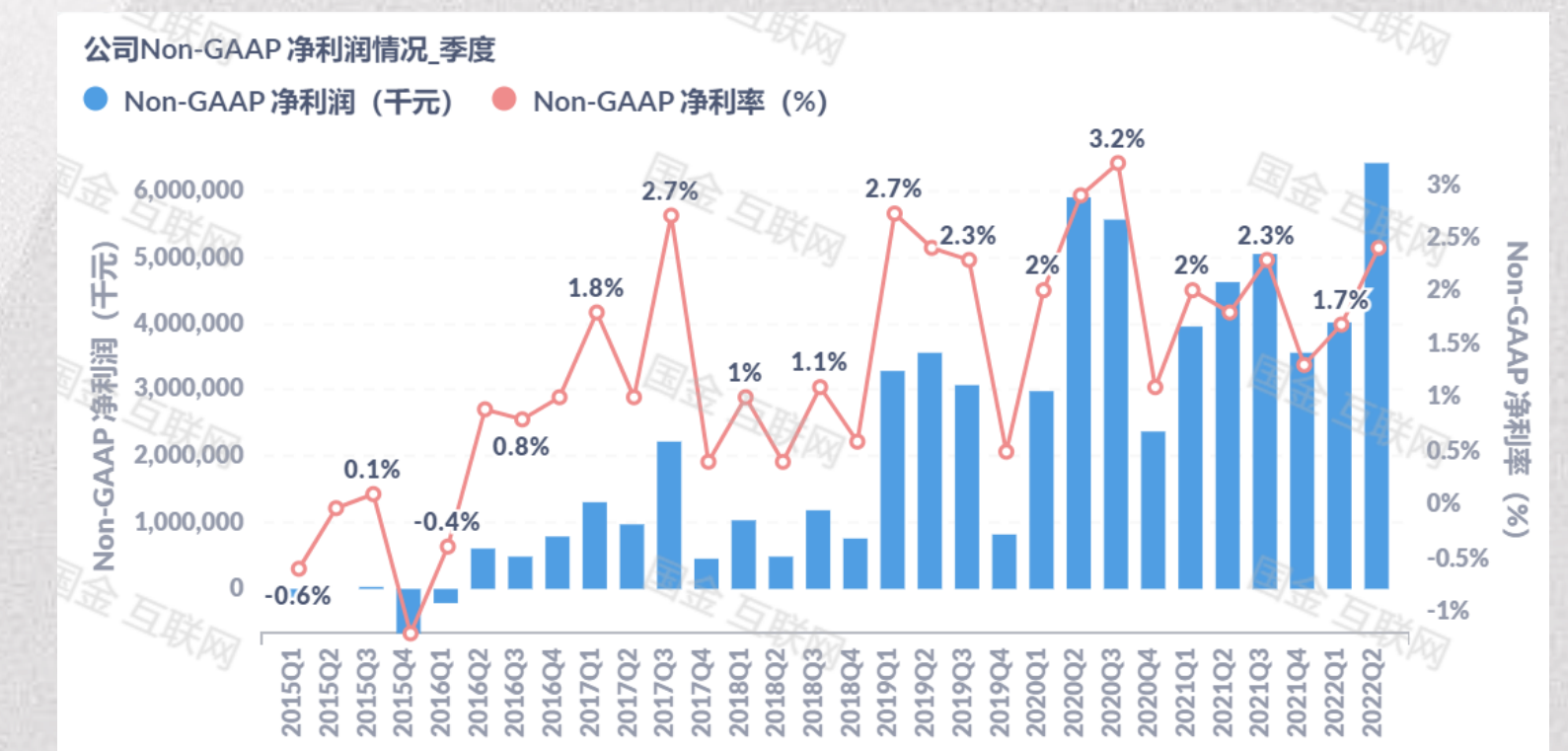
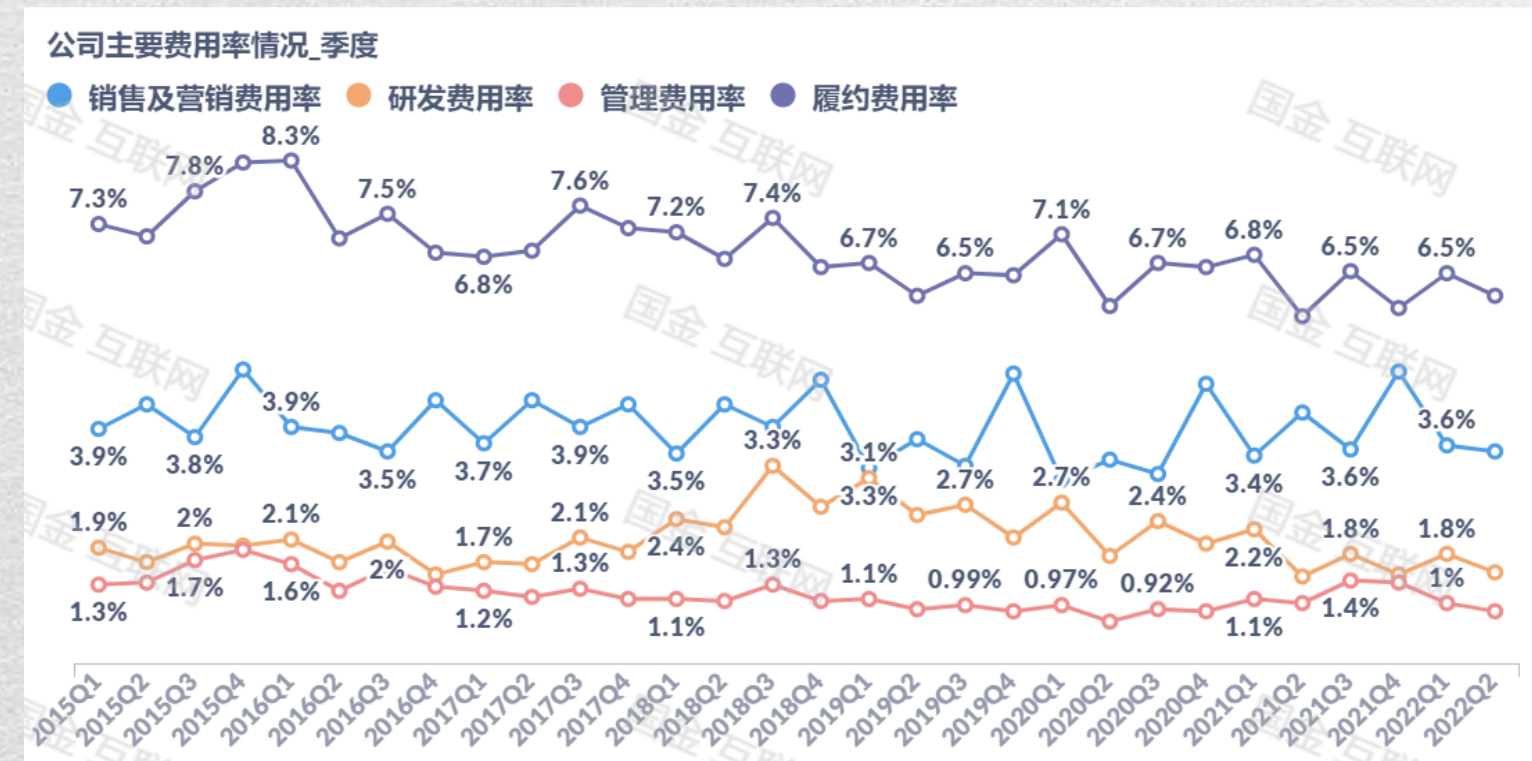
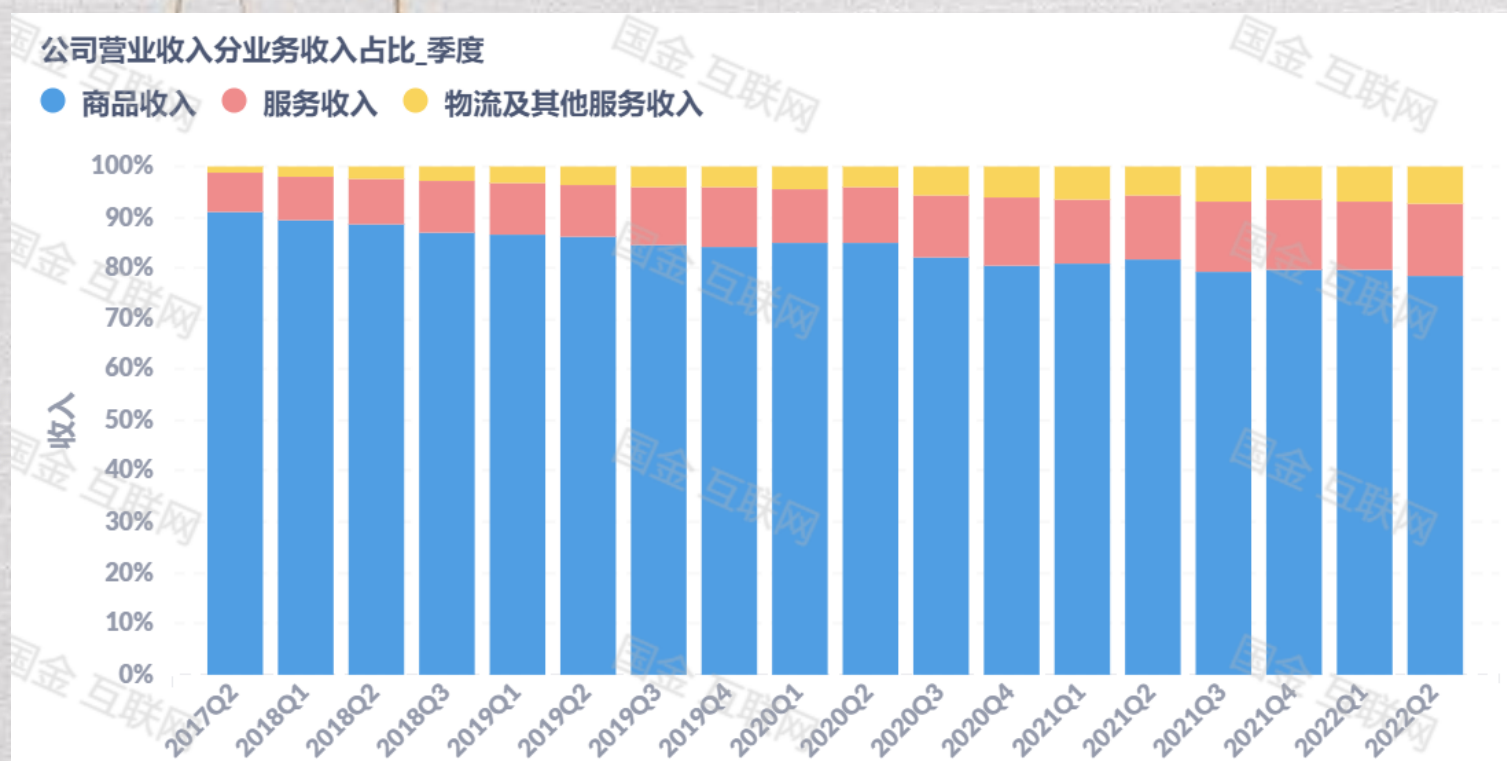
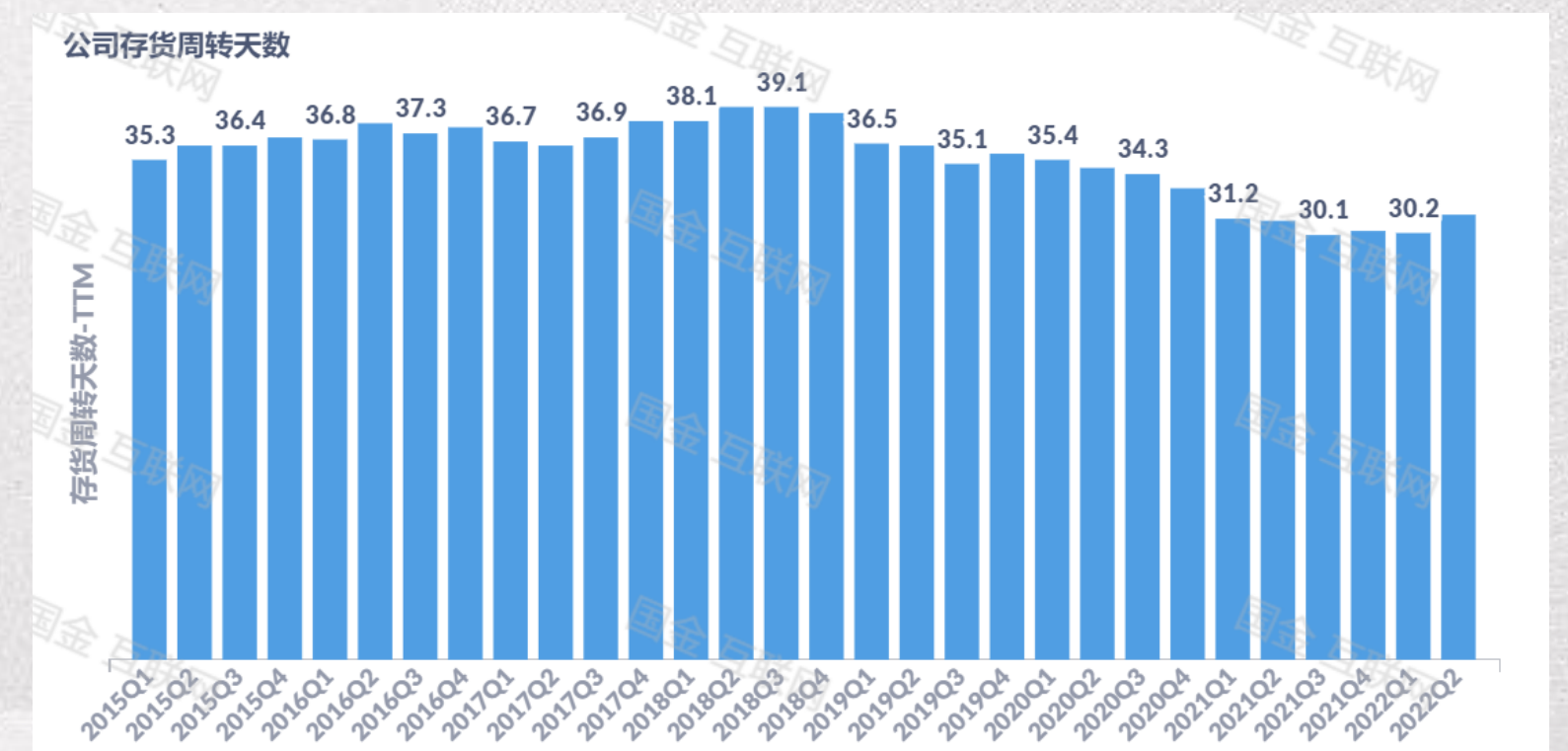
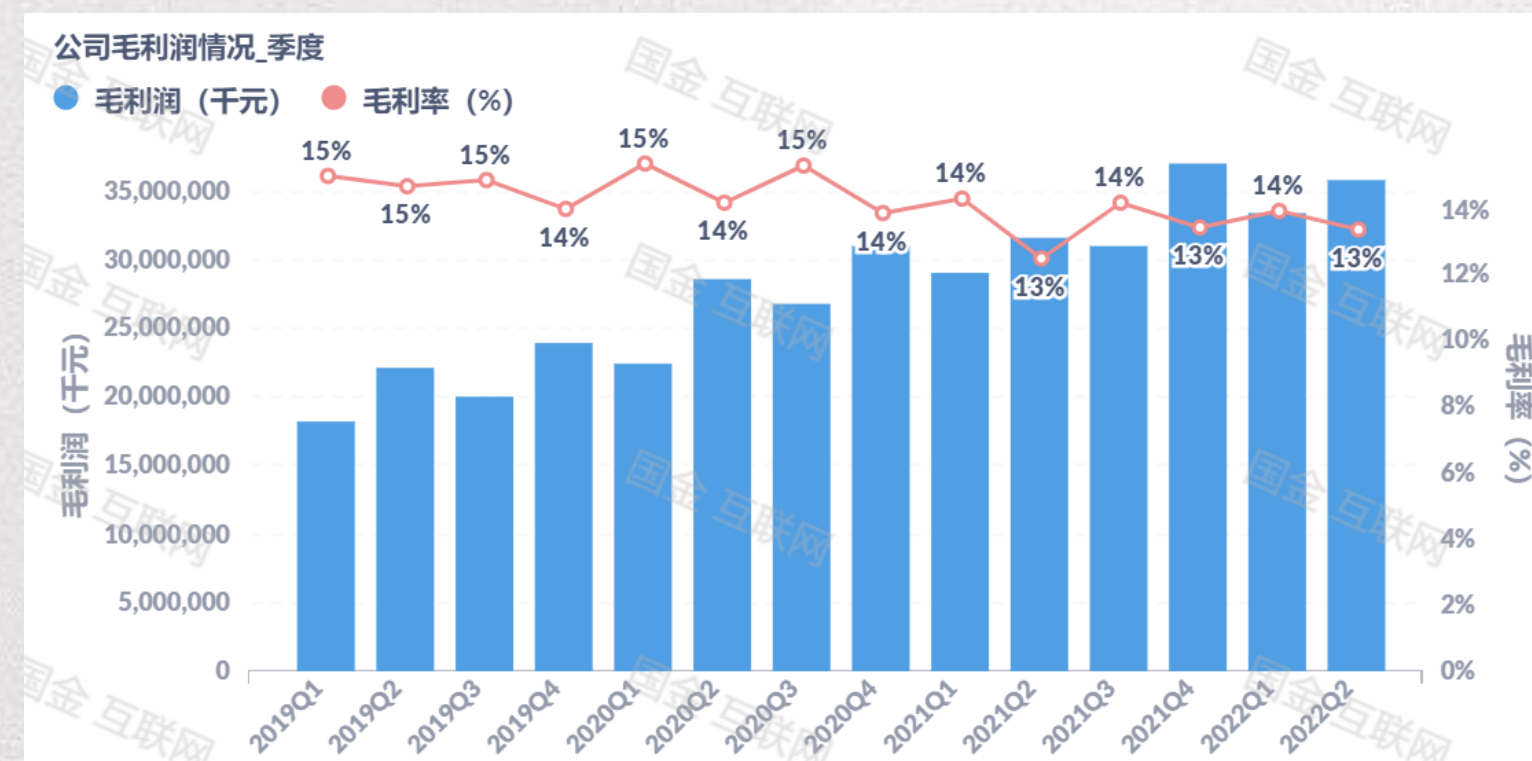
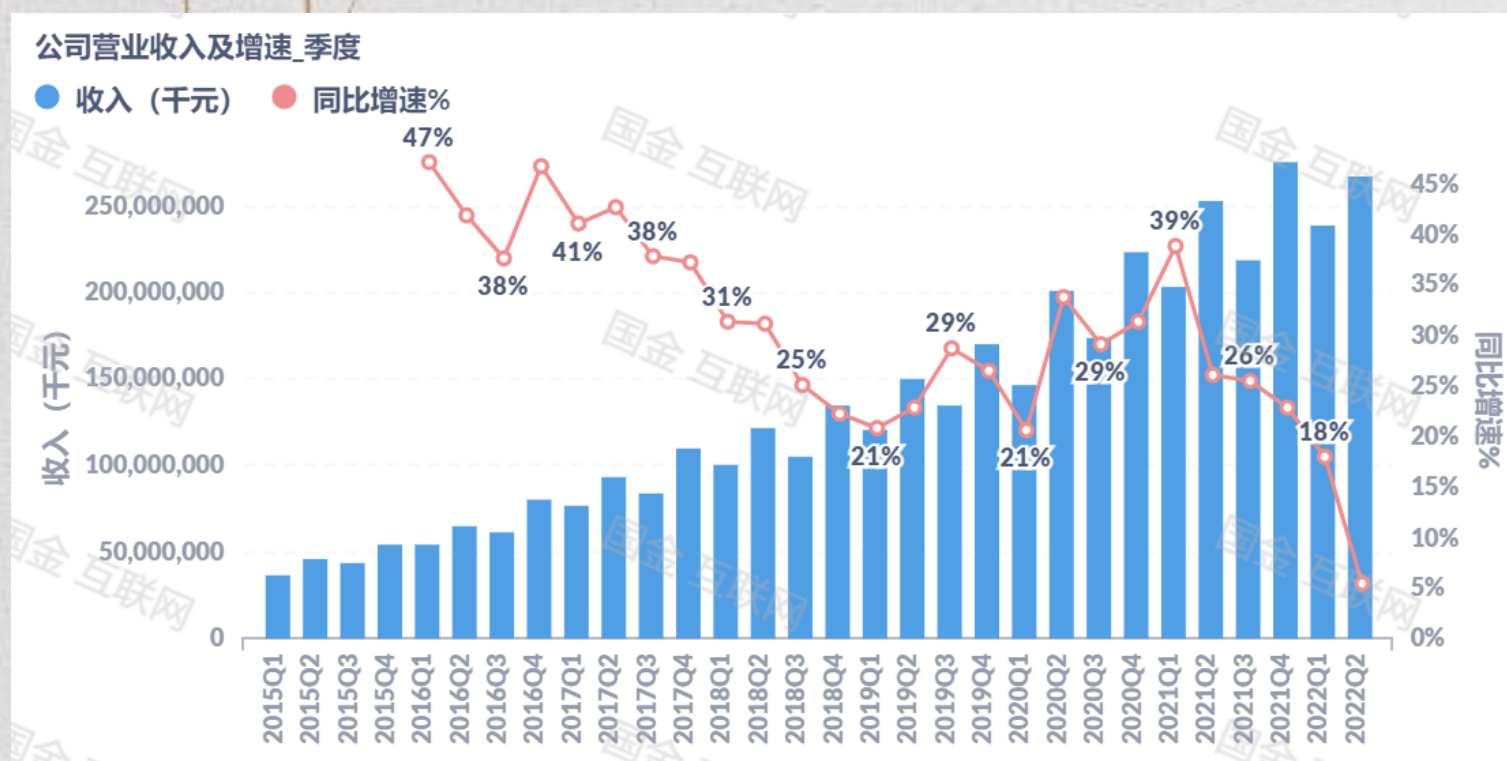
拼多多：坚持农研，收入利润均超预期

- 政策端：中美签署跨境监管合作协议，若合作持续落地，或可消除海外投资者对中概股退市的担忧，提升交易活跃度、增强流动性；
- 收入端：受益于疫后消费的回暖及消费者信心的回升，公司收入增长超预期。Q2收入314.40亿元，同比36.42%；
- 利润端：经营杠杆持续显现，费用率收窄。22Q2费用率整体47.01%（同比-10.05pct），其中销售费用率36.08%（同比-8.99pct），主要由于疫情期间投放缩减，长期公司仍将保持一定投放巩固竞争力。Non-GAAP净利润107.41亿元，同比198.16%；
- 长期发展：长期坚持农研战略，同时尝试海外业务探索。



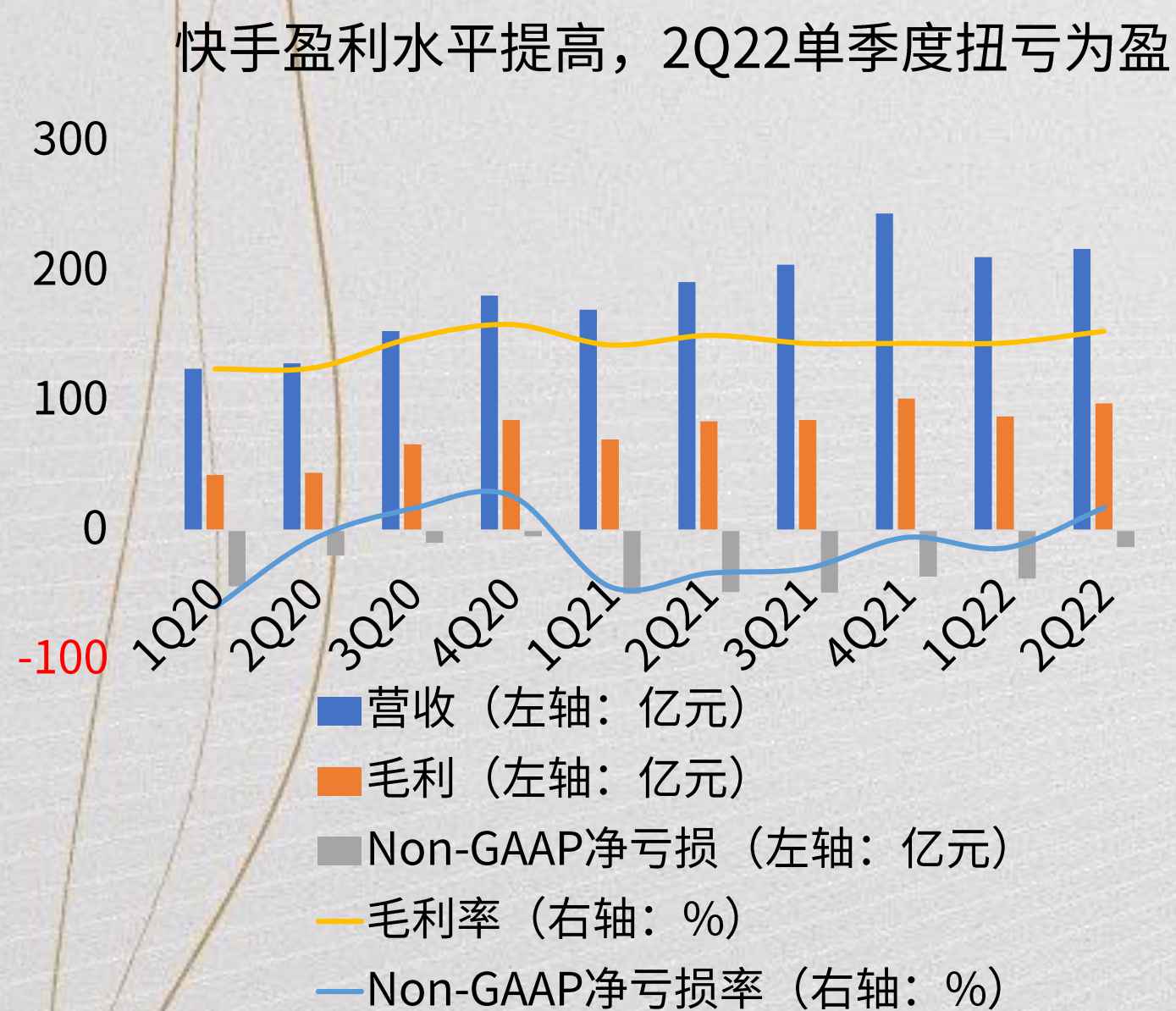
京东集团：疫情不改韧性，收入利润均超预期

- 收入端：Q2收入2676.0亿元，同比5.4%；商品收入中，刚需品占比提升，实现品类互补，3C家电/日用品占比分别为60.4%/39.6%；服务收入中，物流在疫情下彰显韧性，平台及广告服务/物流服务占比分别为49.9%/50.1%；
- 利润端：降本增效见成效，毛利提升，费用下降，新业务亏损收窄。新业务经营亏损由21Q2的30.2亿元下降到22Q2的20.3亿元。京东物流经营利润率转正为0.1%；
- 长期发展：全渠道布局：“新百货”线上线下齐发力，即时零售布局加码，达达22Q2收入22.8亿元，同比55.1%。

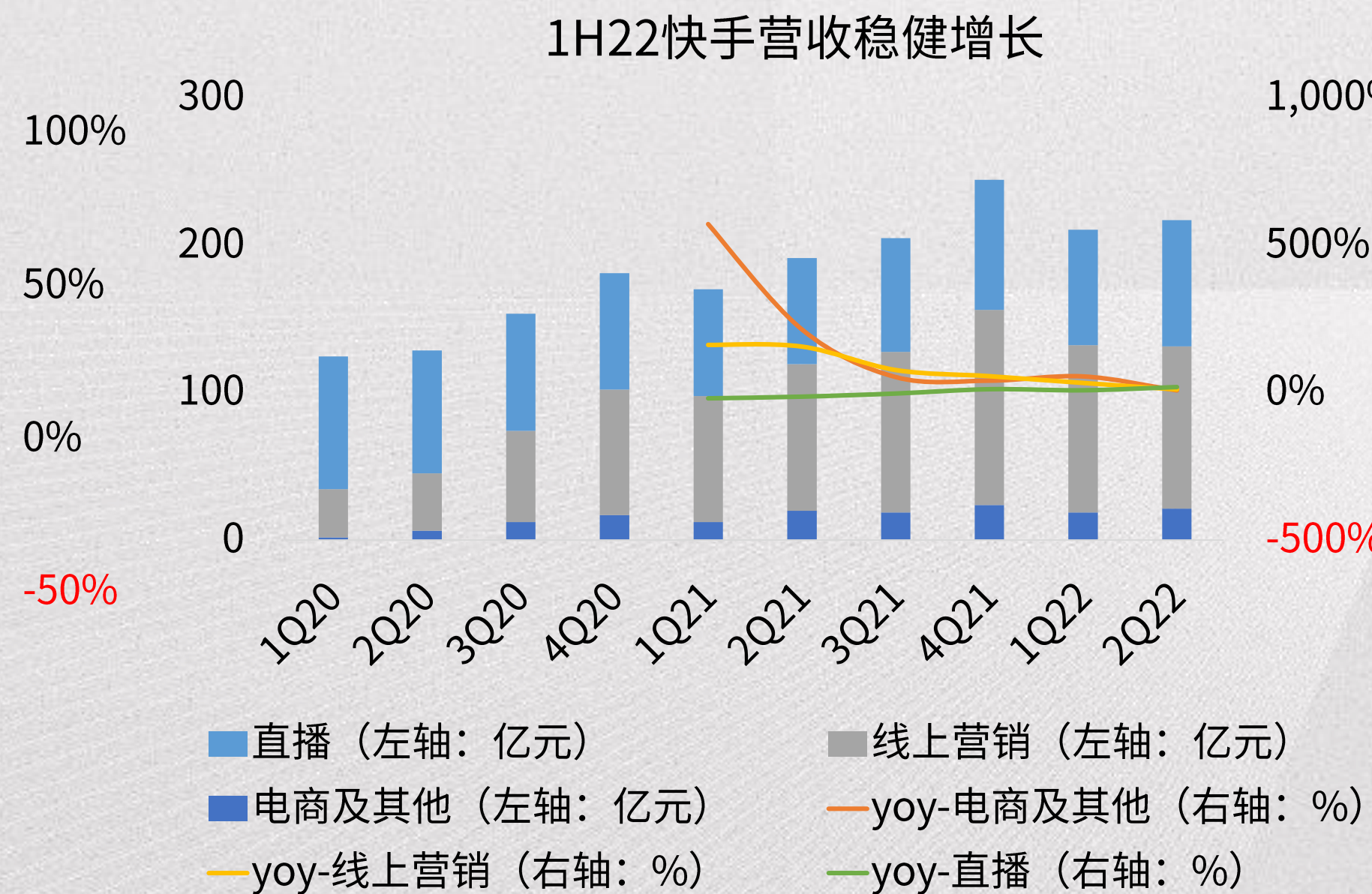


快手：降本增效成果显著，业绩超预期，2Q22国内业务实现单季度盈利

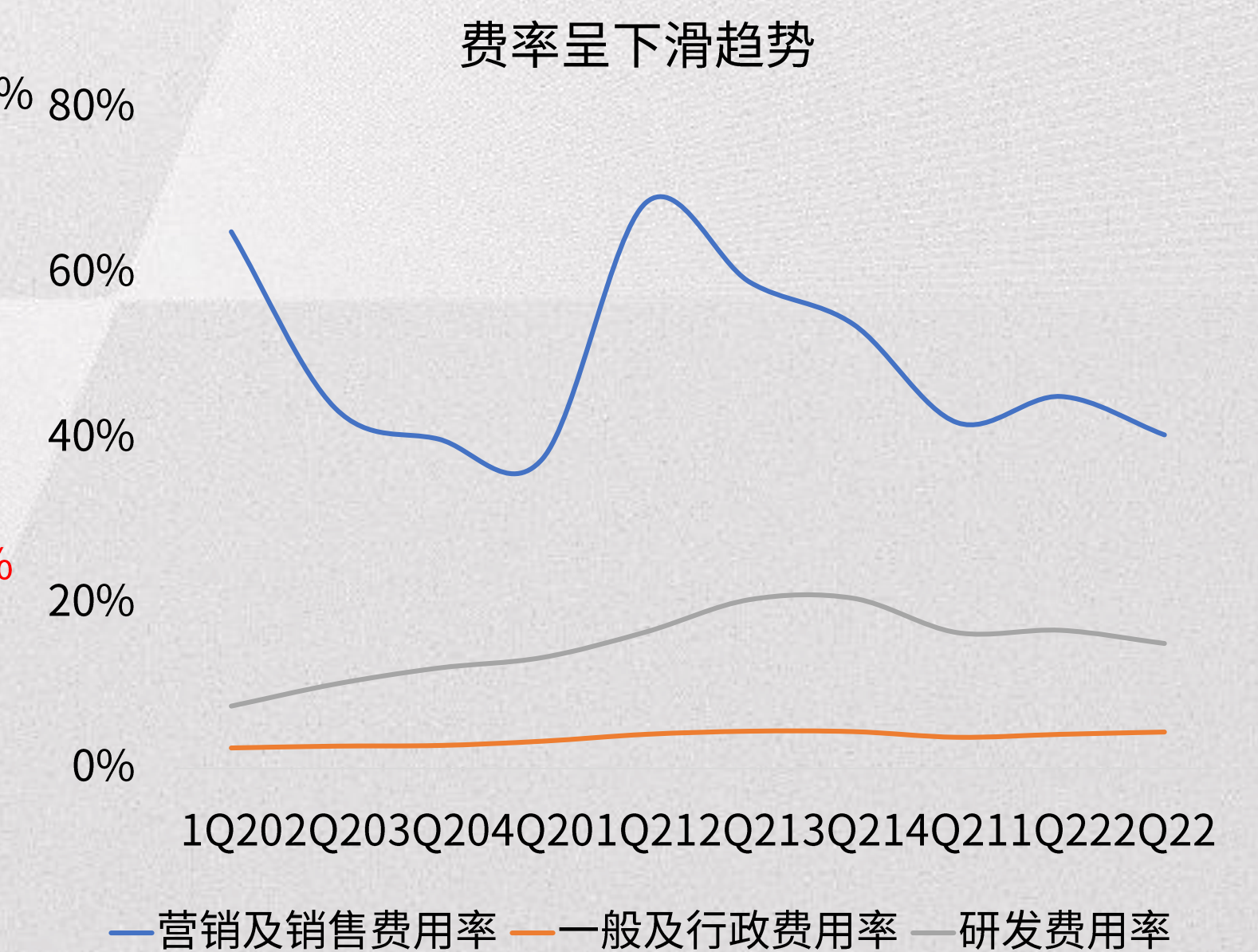
- 2Q22公司营收收入216.95亿元，同比+13.4%，NON-GAAP净亏损-13.12亿元，亏损率6%。国内业务单季度NON-GAAP经营利润0.94亿元，首次实现国内业务盈亏平衡。分业务来看，2Q22直播业务营收85.7亿元，yoy+19.2pct；线上营销业务疫情后有所恢复，平台广告主数量数量及留存皆同比增长，营收达110.1亿元，yoy+10.5pct；电商及其他业务营收21.2亿元，yoy+7.1%。
- 降本增效成果显著，毛利率提升，费用率优化。毛利率提升：2Q22公司毛利率达到45%，同比+1.22pct，环比+3.35pct，费用率优化明显：2Q22公司销售费用率40.39%，同比-18.5pct，环比-4.65pct，研发费用率15.13%，同比-5.31pct，环比-1.59pct。



数据来源：快手财报，国金证券研究所



数据来源：快手财报，国金证券研究所

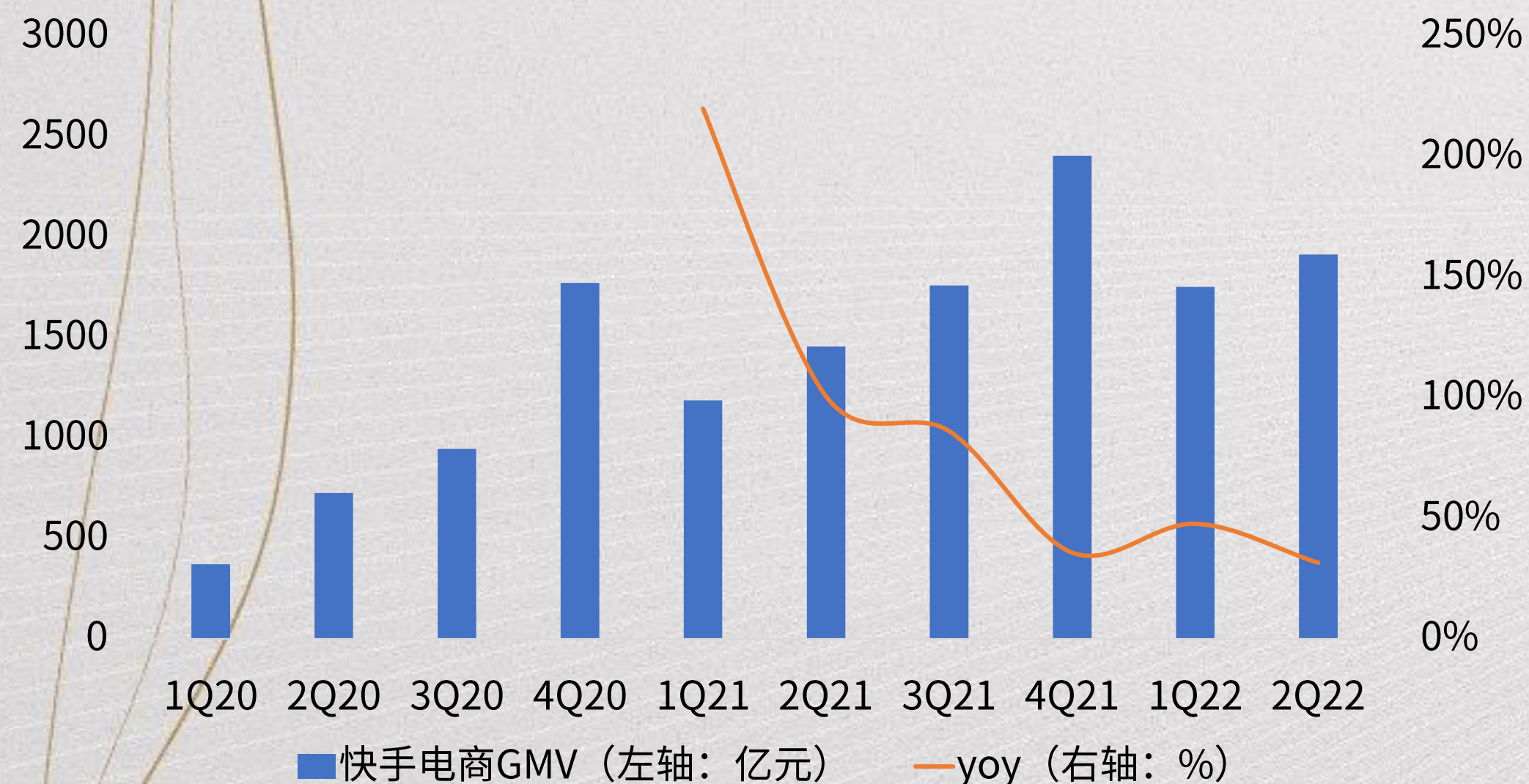


数据来源：快手财报，国金证券研究所

快手：直播电商GMV增长迅速，用户规模稳定，看好后续快招工模块发展

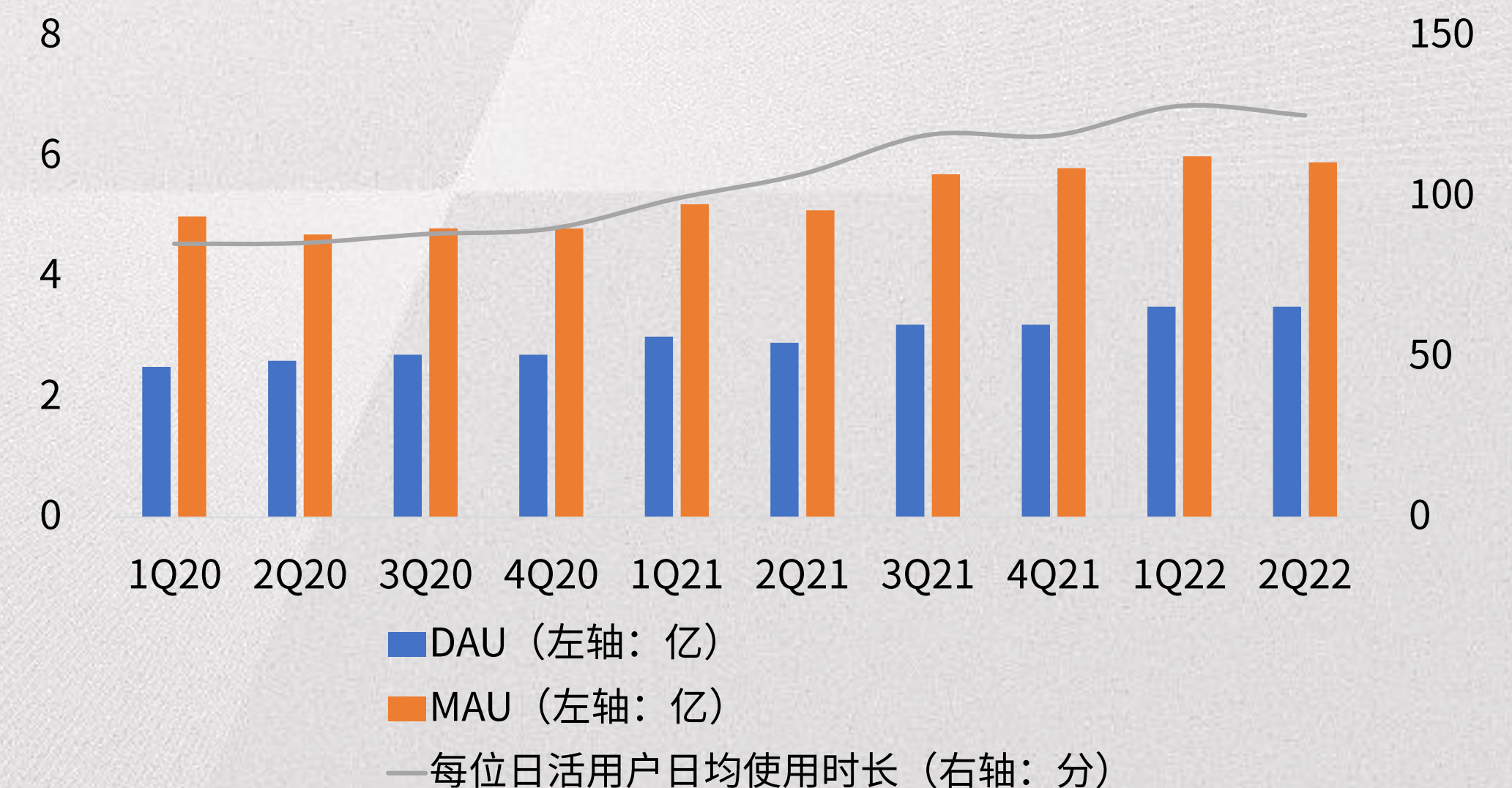
- 直播电商GMV保持较高增速，带动内循环广告在电商恢复情况下增长，后续公域电商有望带动GMV持续增长。2Q22公司电商GMV达1912亿元，同比+31.5%。快品牌和快手服务商的健康发展推动GMV增长；品类供给侧：除服装与化妆品外，在食品饮料及家电数码产品有所突破。
- 用户规模和使用时长流量稳定，同比增长稳健。截止2Q22，快手单季DAU/MAU为3.5/5.9亿，YoY+18.5pct/15.9pct。日均使用时长125.2分钟，yoy+17.1pct。后续随Q3流量旺季来临，预计将实现同环比增长。快招工模块依托快手流量快速发展，后续有望成为公司新增长点。2Q22公司快招工越活用户数达到2.5亿人，环比+90%，目前已开启小规模广告变现，后续随用户规模、合作企业数量增加有望带动广告业务增长。

快手电商GMV保持较高增速



数据来源：快手财报，国金证券研究所

生态持续繁荣，流量扩大

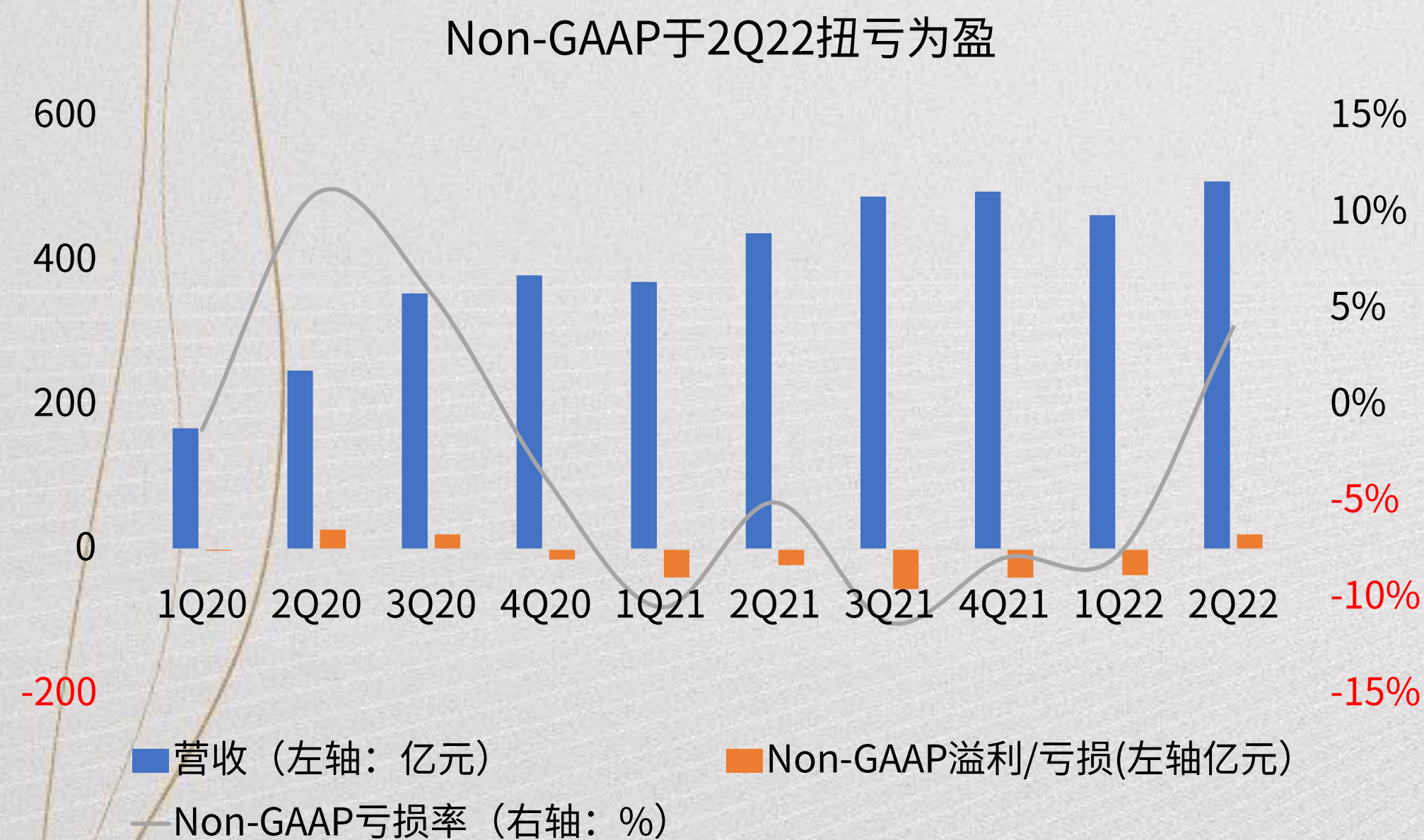


数据来源：腾讯财报，国金证券研究所

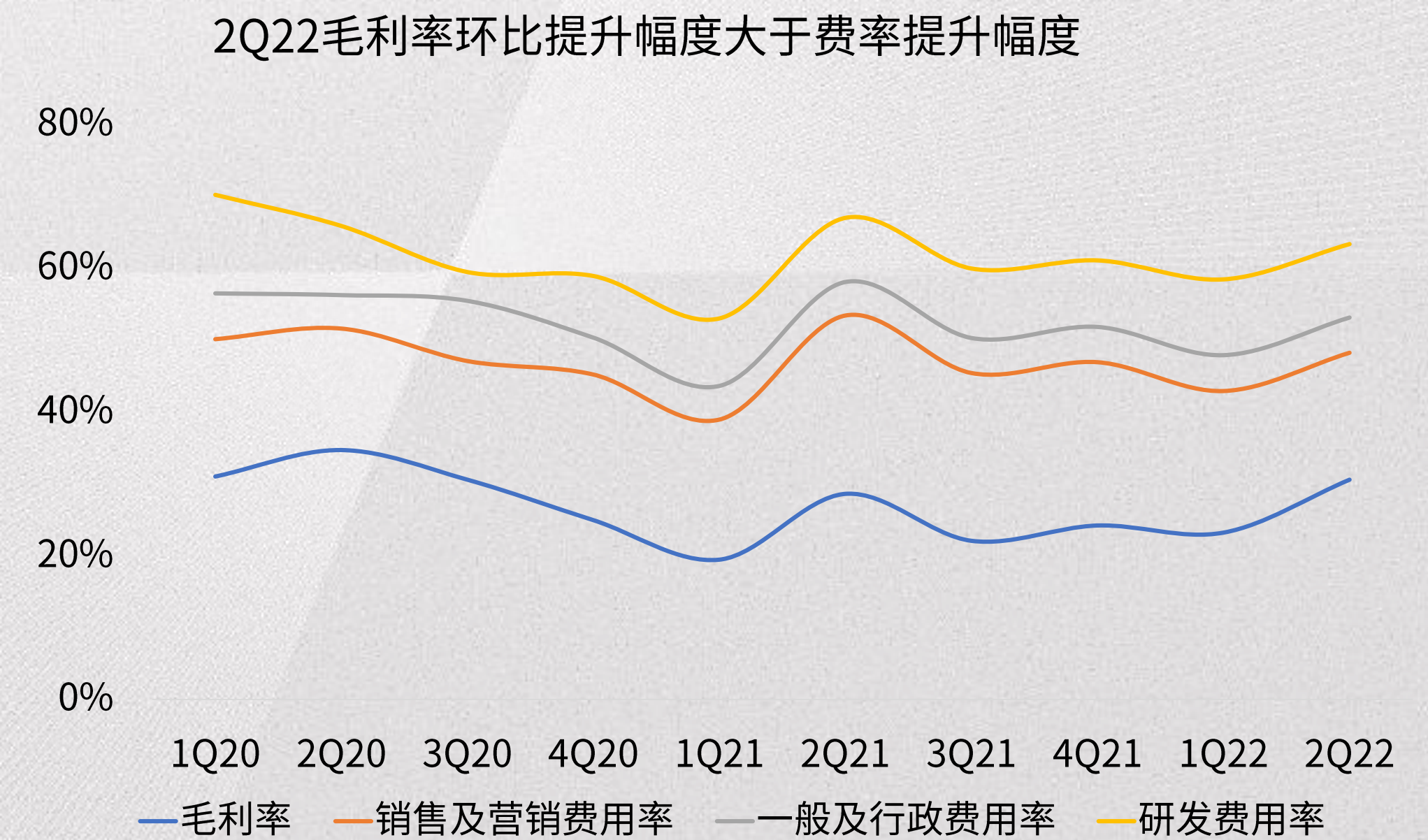
美团：疫情下业务模式韧性犹存，Q2实现单季盈利，降本增效效果显著

□疫情下美团业务模式表现坚韧，2Q22公司营收509.4亿元，同比+16.4pct，NON-GAAP单季盈利为20.6亿元，表现超预期。经营亏损及经调整EBITDA同环比增长，经营亏损收窄为-4.92亿，2022Q1/2021Q2分别为-55.8亿/-32.5亿。经调整EBITDA扭亏为盈，为38.03亿，2022Q1/2021Q2分别为-18.41亿/-12.4亿。

□降本增效成果显著，毛利率提升，主要系销售费用率持续降低和交易用户激励金额下降所致。毛利率提升：2Q22公司毛利率达到30.57%，同环比增长，2022Q1/2021Q2为23.21%/28.60%，毛利额绝对值达到155.7亿元，同比+24.5pct，环比+45.0pct，销售费用率优化明显：2Q22销售费用额同比-17.2pct，环比-1.3%。销售费用率降低为17.64%，



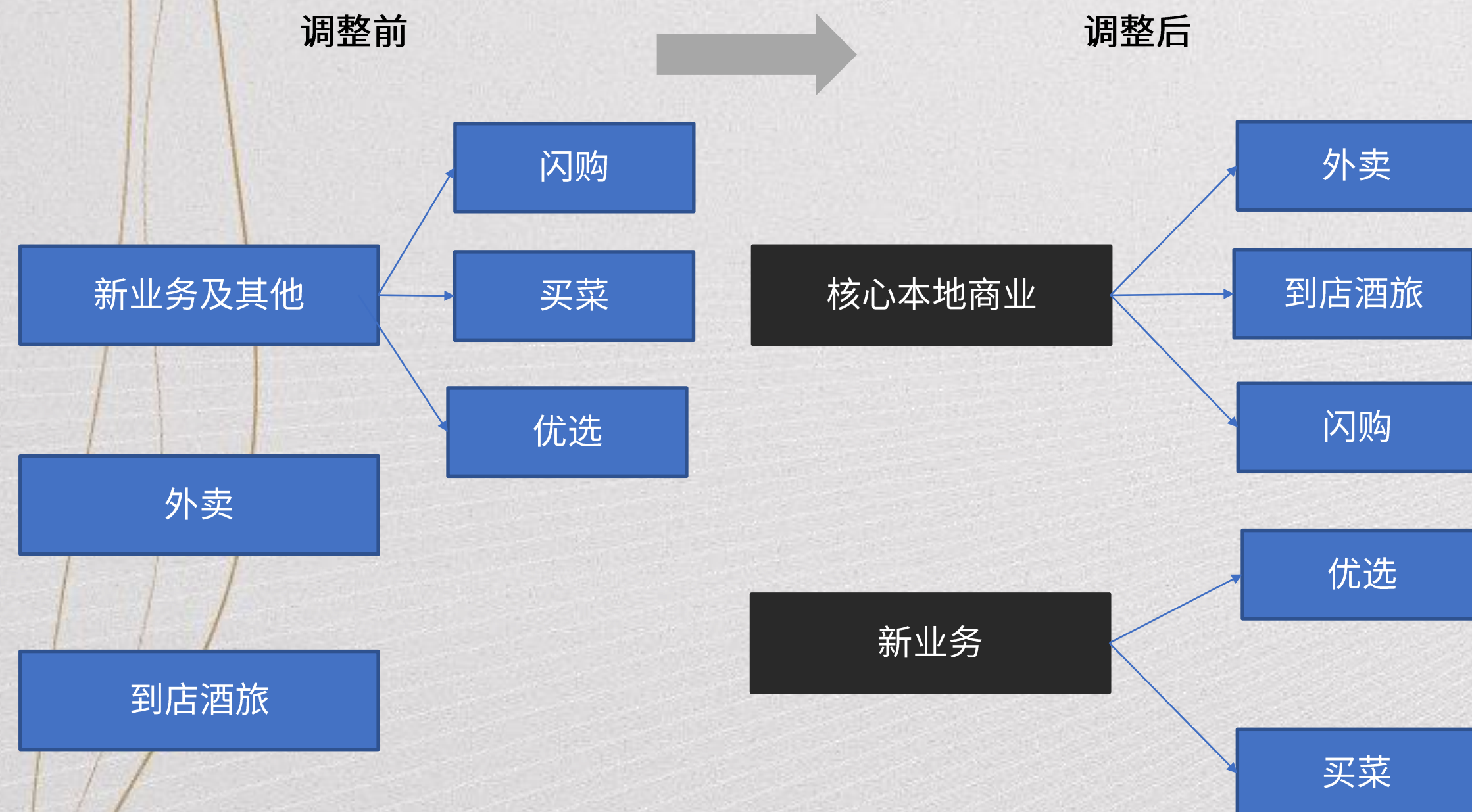
数据来源：美团财报，国金证券研究所



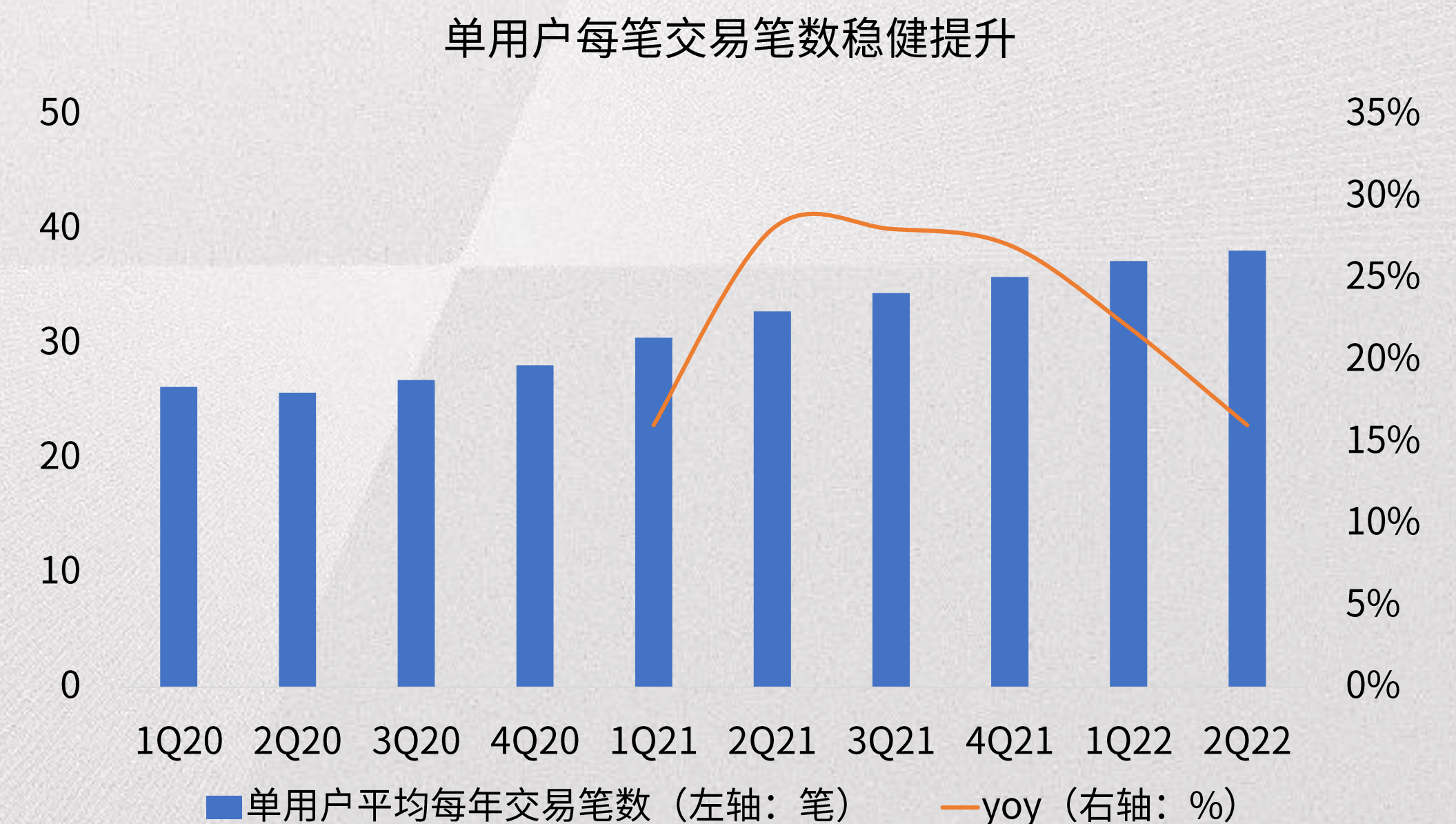
数据来源：美团财报，国金证券研究所

美团：业务分部调整，闪购纳入本地核心业务板块，用户行为高频化趋势明显

- 美团业务分别重新调整。由原先外卖、到店酒旅、新业务及其他，三驾马车重新合并为核心本地商业（包含外卖、到店酒旅、闪购）和新业务。2022Q2核心本地商业营收367.8亿元，yoy+9.2%，经营盈利 82.6亿元，yoy+40.7%；经营利润率22.5%，yoy+4.9pct，qoq+8.5pct，主要系外卖及美团闪购季节性单均补贴降低，毛利率改善及到店酒旅控制成本所致。新业务营收141.6亿元，同比+40.7pct，经营盈利 -67.9亿元，同比+22.7%，经营利润率-48.0%，yoy+23pct，qoq+21.9%，主要得益于公司运营效率提升推动商品零售经营亏损收窄。
- 疫情带动订单数及交易频次增长。公司Q2外卖及闪购总订单量同比增长7.6%达41.02亿单，美团闪购延续高速增长，Q2日均订单数达430万。截止2022Q2，年活跃商家数达9.2百万，yoy+18.5pct，年均单用户交易频次38.1单，yoy+16.2%。



数据来源：美团财报，国金证券研究所绘制

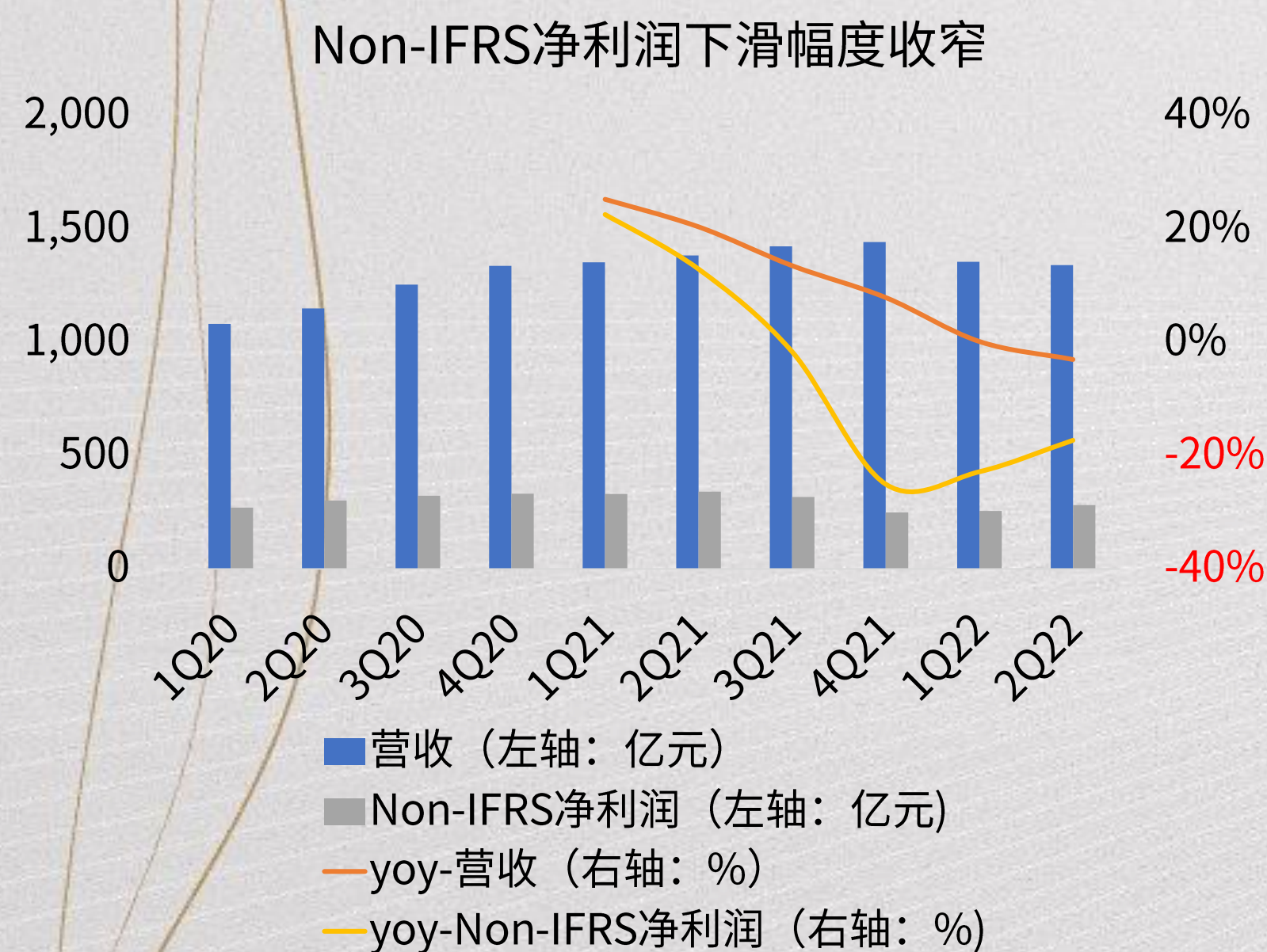


数据来源：美团财报，国金证券研究所

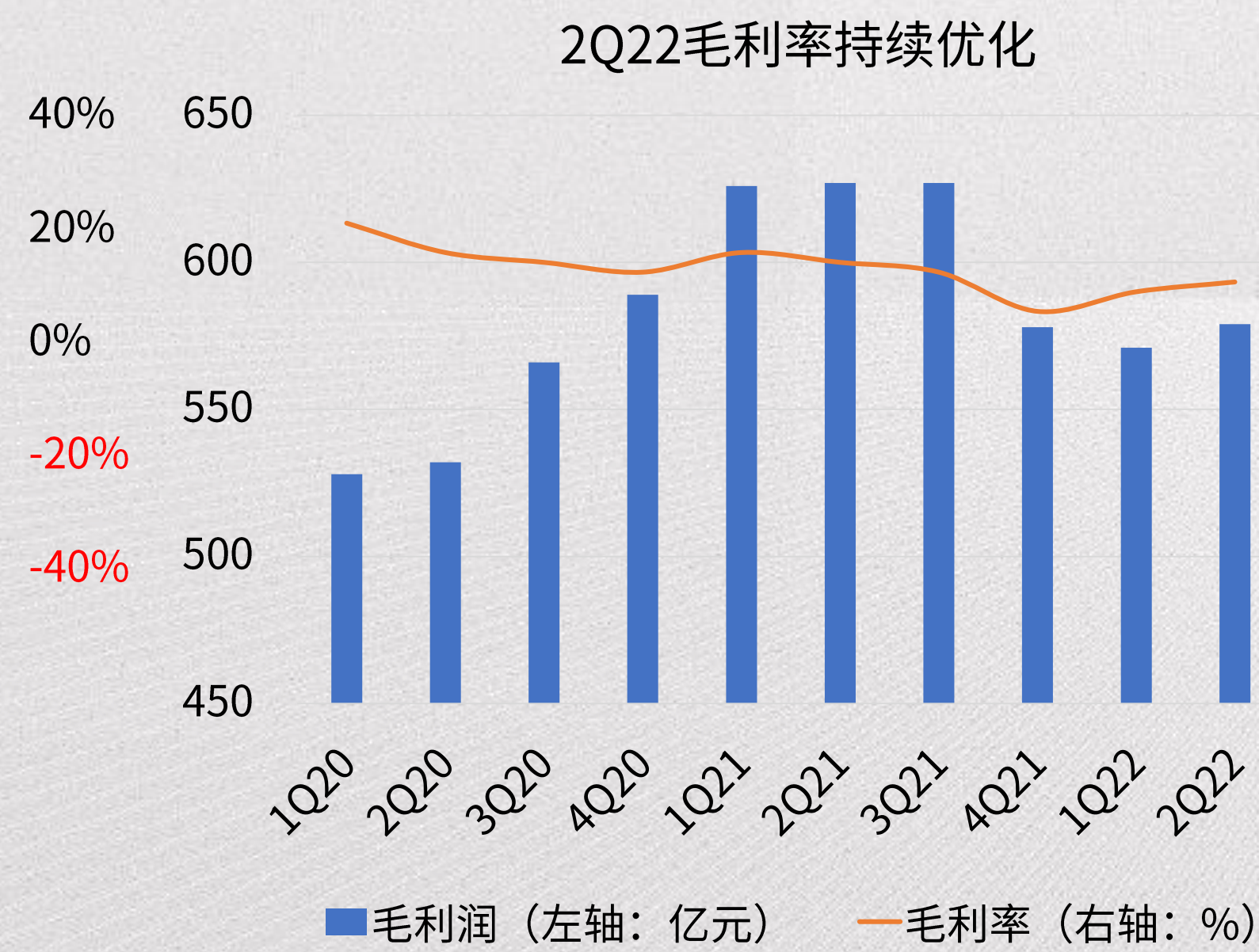
腾讯控股：毛利率持续优化，Non-IFRS净利润下滑幅度持续收窄，关注后续持续降本增效成效

□ 2022年二季度公司实现营收1340亿元，同比-3%，NON-IFRS净利润281亿元，同比-17%，实现连续两个月跌幅收窄。分业务来看：增值服务营收717亿元（YoY-0.46pct），金融科技及企业服务营收422亿元（YoY+0.75pct），网络广告营收186亿元（YoY-18.37pct），其他业务营收15亿元（YoY-1.05pct）

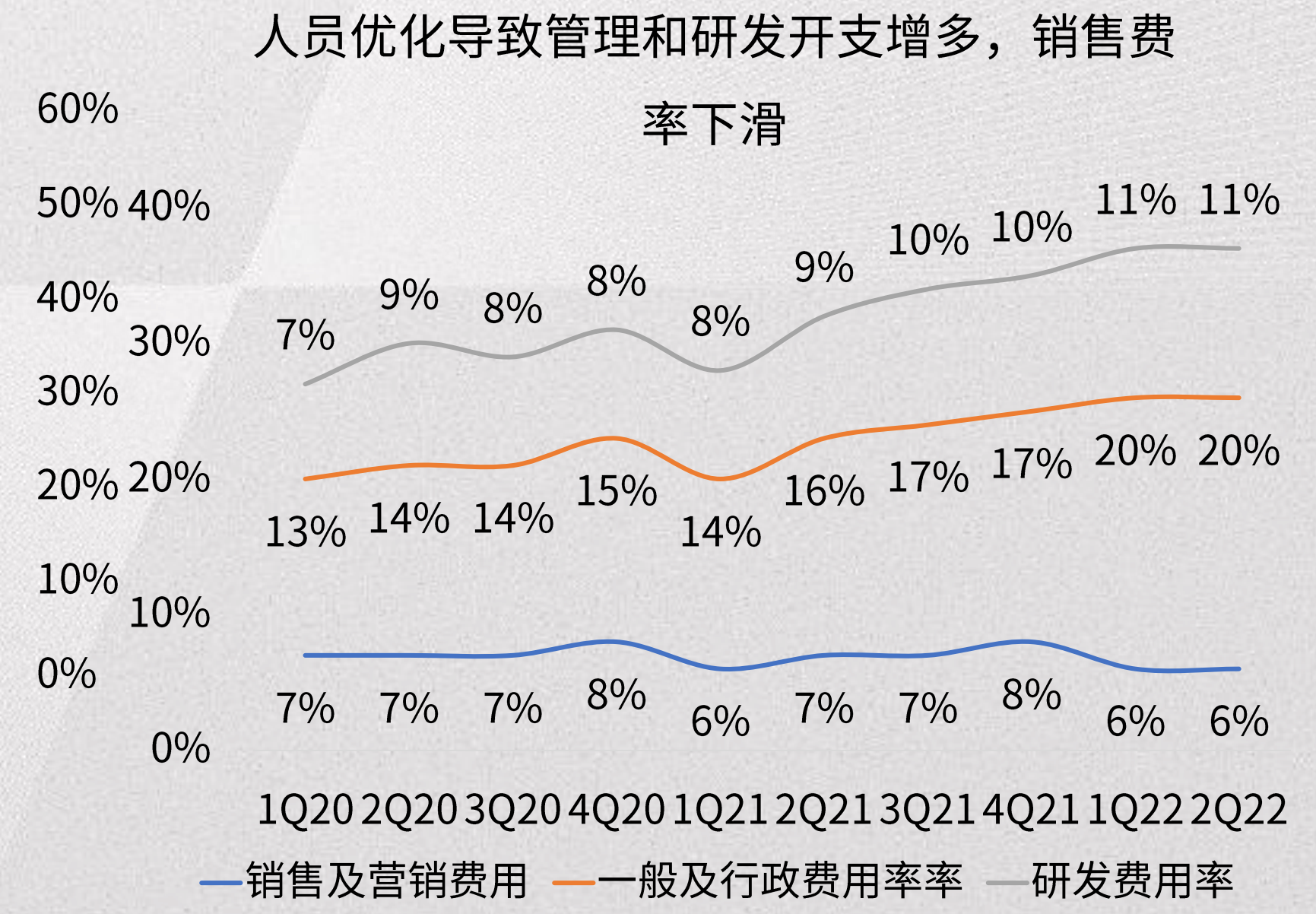
□ 毛利率环比优化，管理及研发费用环比稳定、同比大幅增长，后续季度降本增效带来的经营效率提升有望逐步体现。2Q22公司综合毛利率达到43.17%，环比+1.04pct，移动广告联盟相关渠道成本及内容成本的严格管理带动广告业务毛利率环比+3.94pct，金融科技及企业服务毛利率环比+1.78pct；人员优化带来的费用支出拉动管理及研发费用增长，人员稳定后该项费用在后续季度有望改善：2Q22一般及行政开支262亿元，同比+15.88%，其中研发费用率11.20%，同比+1.92pct，环比-0.16pct，其他管理费用率8.37%，同比+1.28pct，环比+0.04pct。



数据来源：腾讯财报，国金证券研究所



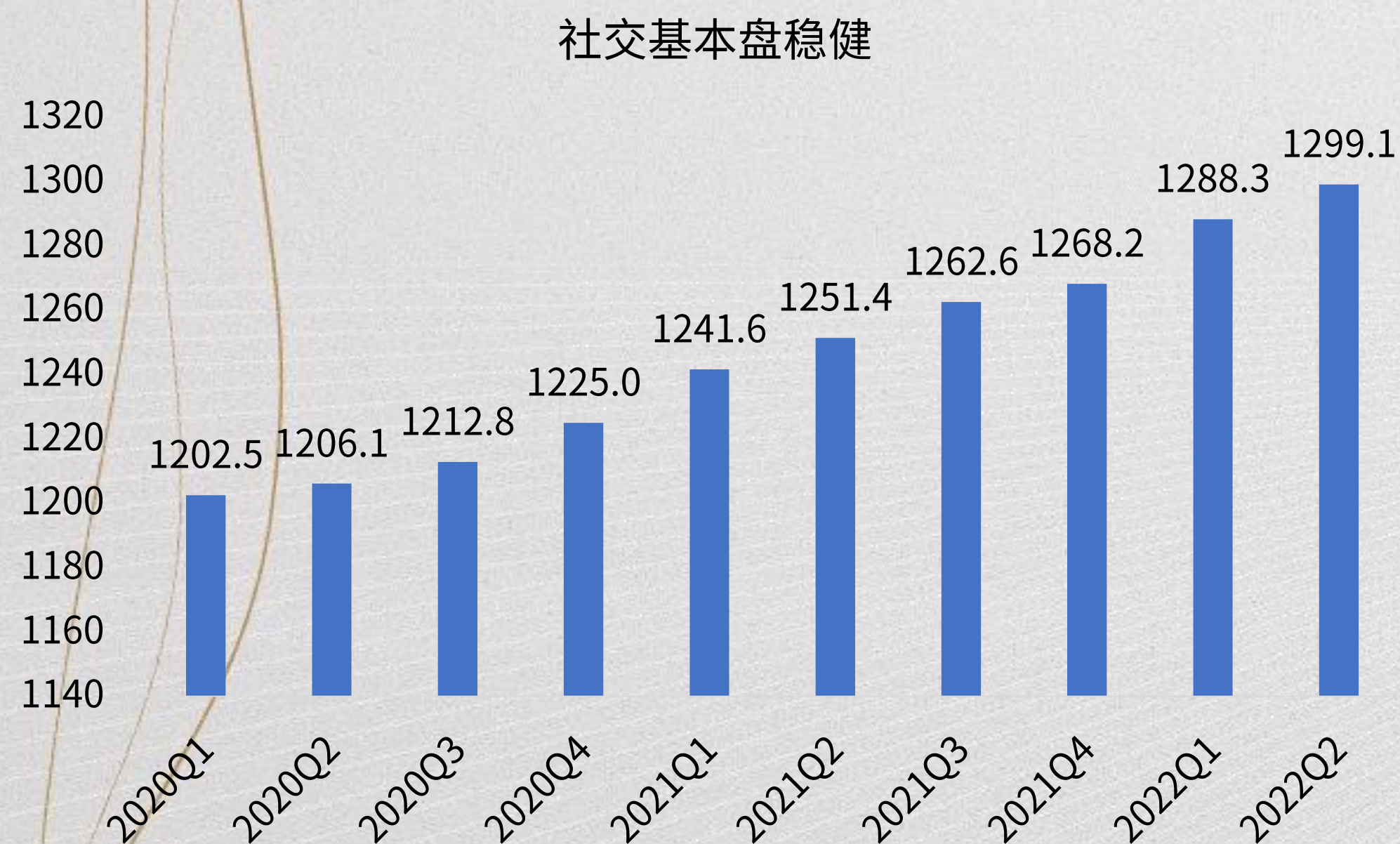
数据来源：腾讯财报，国金证券研究所



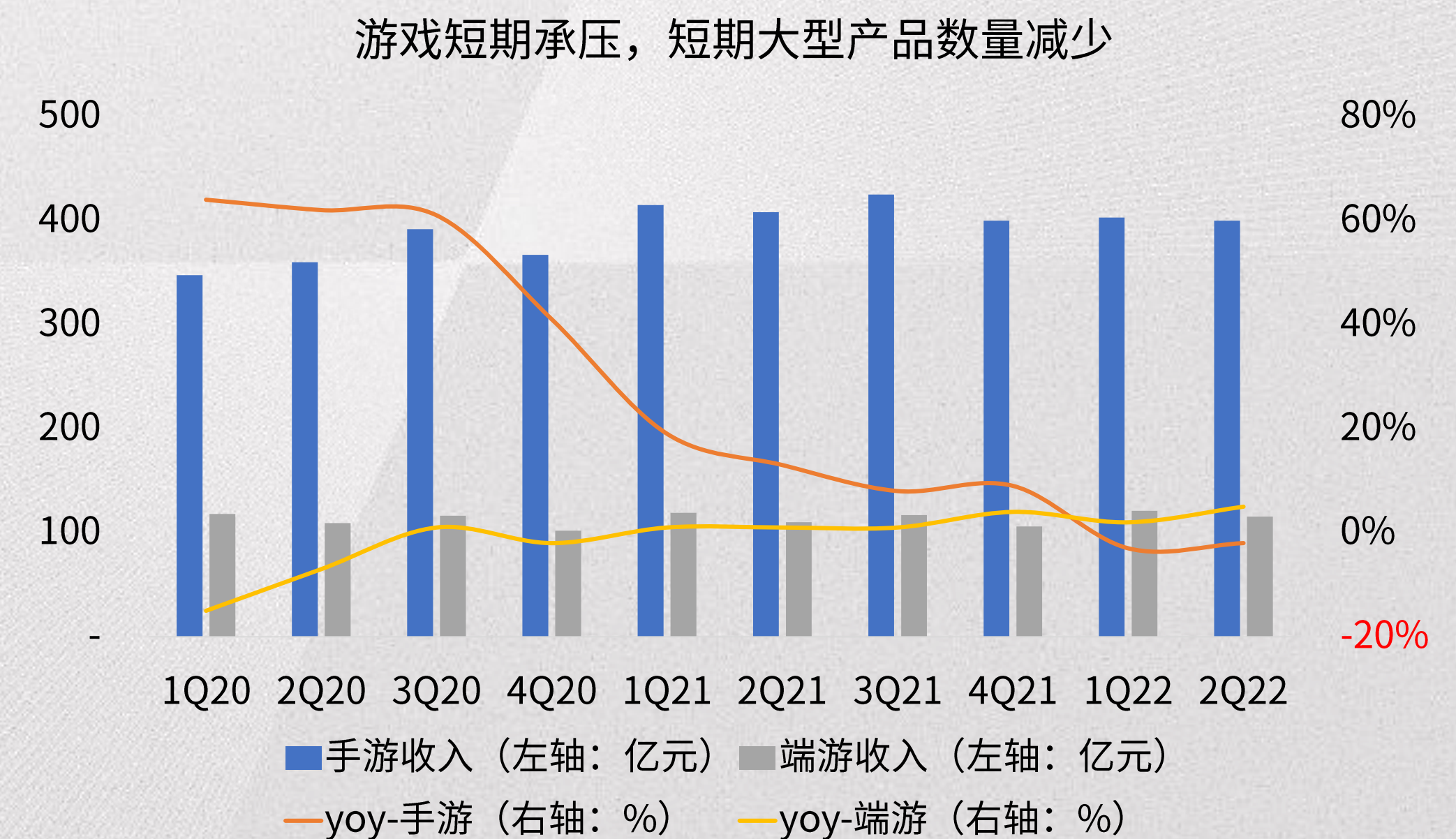
数据来源：腾讯财报，国金证券研究所

腾讯控股：视频号用户数据亮眼，开启信息流广告变现，游戏业务短期承压

- 视频号用户数据表现亮眼，由此带来的服务器带宽成本持续增加，7月开启的信息流广告变现有望带动网络广告业务恢复。1) 视频号总用户使用时长超过朋友圈总用户时长的80%，视频播放量同比增长超过200%，2Q22带宽及服务器托管费用同比增长21%；2) 公司7月开始推出视频号信息流广告，视频号中的新广告位将为广告收入贡献新增量。
- 游戏业务短期仍然承压，金融科技随疫情修复在下半年有望迎来改善。2Q22国内及海外游戏业务收入均下降1%，在短期大型产品发布数量减少情况下仍然承压；金融科技受疫情影响收入增速放缓，在疫后恢复情况下3Q22有望获得边际改善。



数据来源：腾讯财报，国金证券研究所

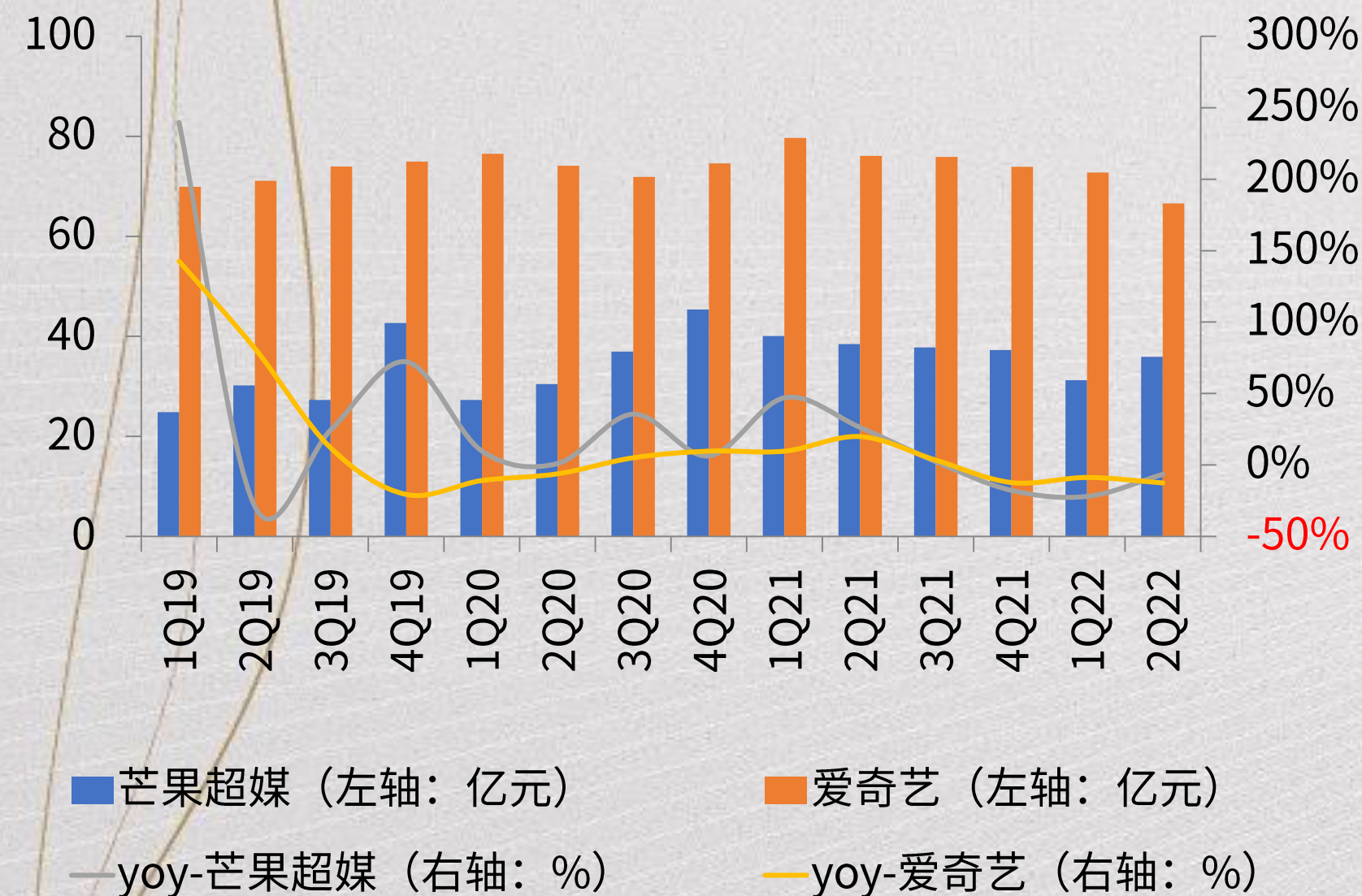


数据来源：腾讯财报，国金证券研究所

长视频：广告整体承压，关注内容上线拉动会员及降本增效推进

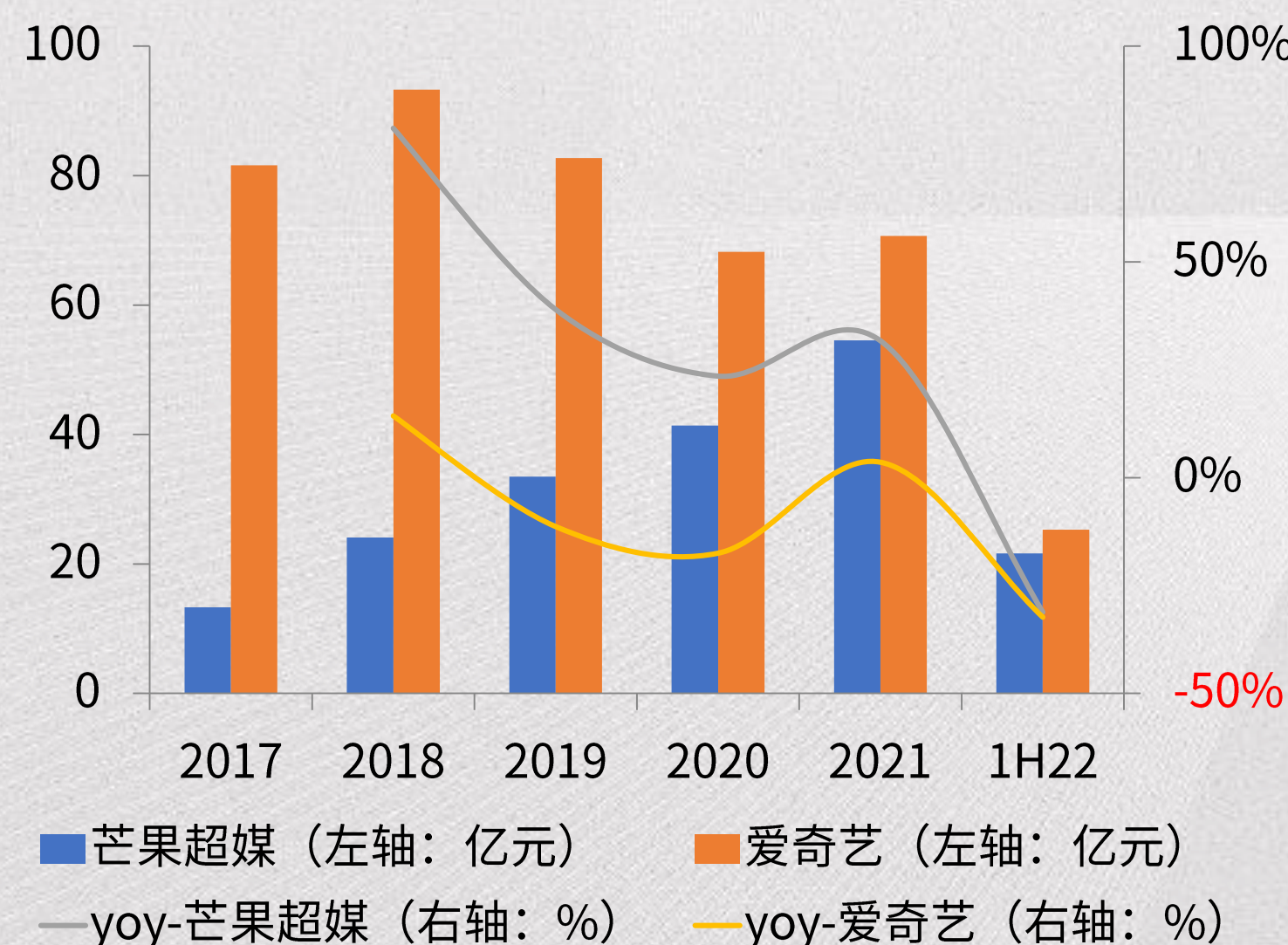
□宏观经济增速放缓叠加疫情反复致使广告业务承压，提价周期下关注内容上线对会员的拉动。1H22芒果超媒、爱奇艺分别实现营收67.1、139.3亿元，同比-14.5%/-10.5%，其中2Q营收分别同比-6.6%/-12.5。1) 广告：1H22芒果超媒、爱奇艺收入分别为21.63/25.3亿元，yoy-31.2%/-32.4%，主要由于经济增长趋缓+疫情反复，广告景气度下行；2) 会员：1H22芒果超媒、爱奇艺收入分别为18.58/87.57亿元，yoy+6.5%/+5.4%，主要系提价+优质内容上线的拉动。3) 其他：值得注意的是，1H22芒果超媒运营商收入12.06亿/yoy+19.31%，表现亮眼，且芒果超媒已与小鹏等车企达成合作，关注长视频渗透入大屏、车载视频等其他终端对收入的拉动；此外，1H22芒果超媒内容电商收入9.45亿元/yoy+1.43%，疫情下逆势增长，未来或将成为新增长极。

广告承压致使上半年总收入下滑



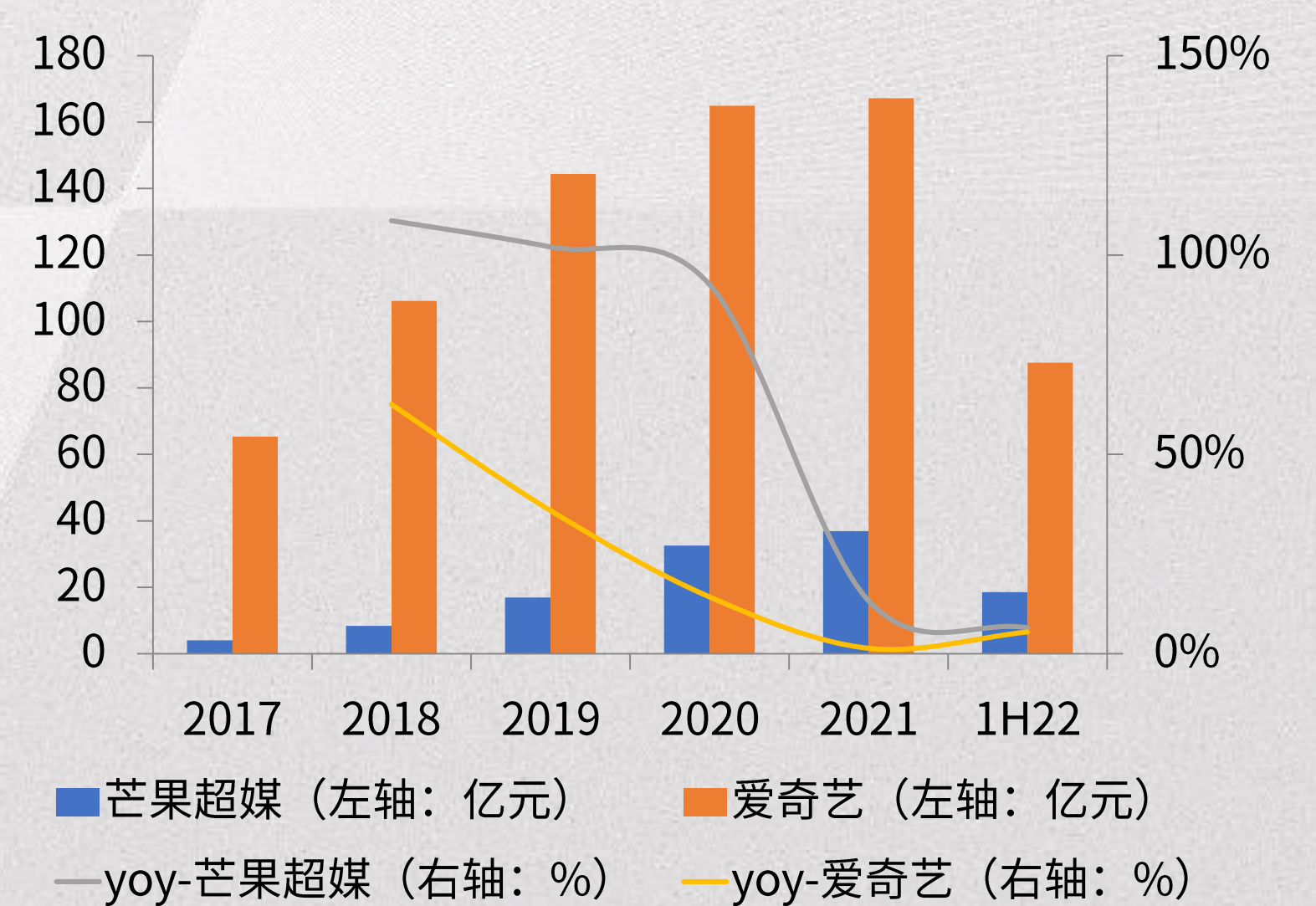
数据来源：各公司财报，国金证券研究所

1H22广告市场低景气度，有所承压



数据来源：各公司财报，国金证券研究所

会员业务展现出一定韧性



数据来源：各公司财报，国金证券研究所

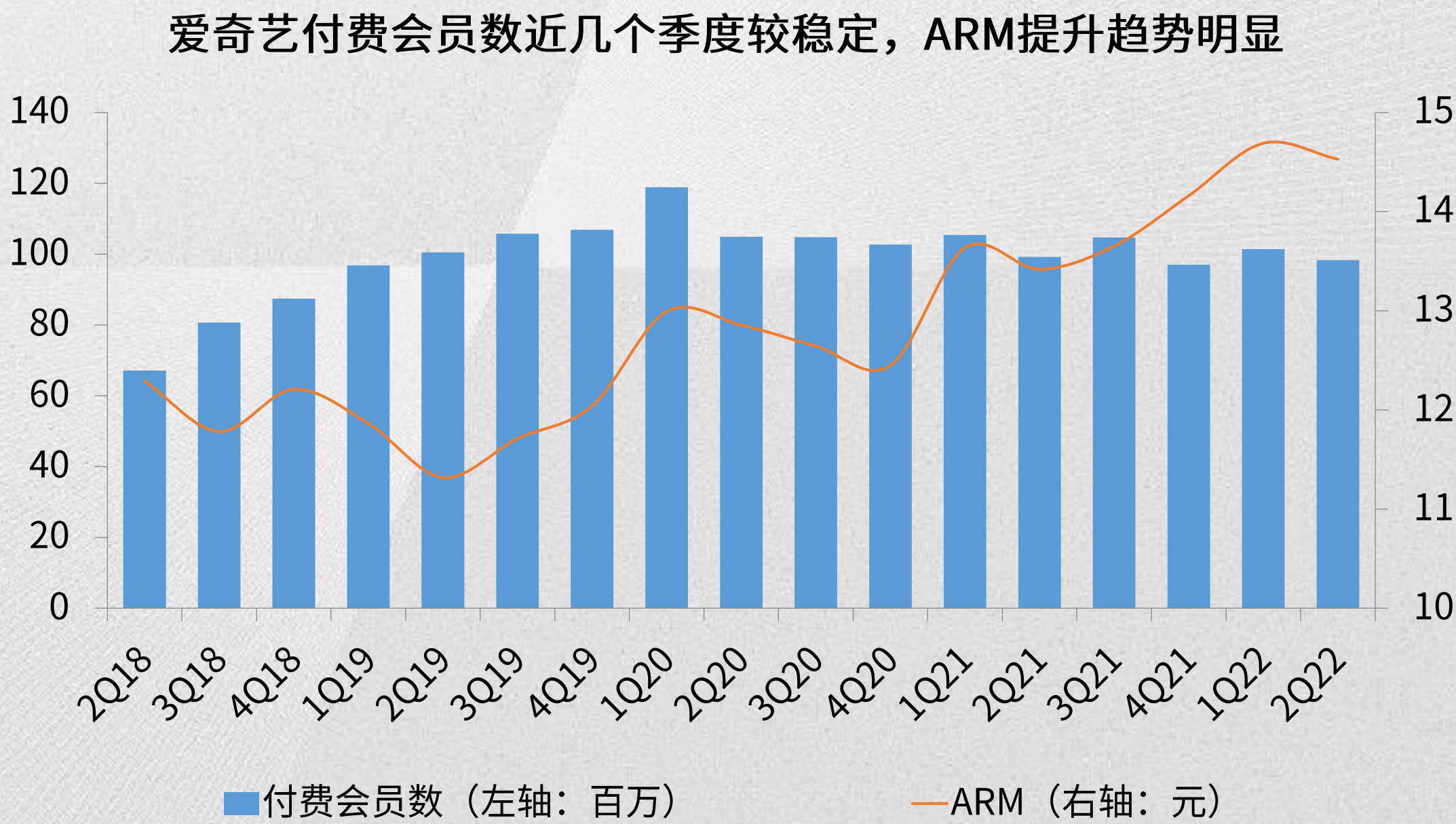
长视频：广告整体承压，关注内容上线拉动会员及降本增效推进

□关注疫后广告修复及内容陆续上线对会员收入的拉动。CTR数据显示1H22广告花费同比增速于5月触底，6月环比提升，观望2H22广告修复情况；2Q22芒果超媒营收环比+14.9%，同比降幅较1Q22收缩15.5pct，归母净利环比+34.6%，同比增速较1Q22提高35.2pct，业绩优于1Q22，我们认为主要是提价+内容陆续上线提高会员收入所致。爱奇艺数据显示近几个季度付费会员数量较稳定，ARM提升明显，价为主要驱动因素的逻辑初显。下半年《密室大逃脱4》（芒果超媒）、《披荆斩棘的哥哥2》（芒果超媒）、《苍兰诀》（爱奇艺）、《二十不惑2》（爱奇艺）等内容已播出，《女儿们的恋爱5》（芒果超媒）、《新川日常》（爱奇艺）等有望下半年上线，预计2H22储备仍较丰富，提价周期下ARPPU有望提升。

长视频平台步入提价周期					
单位：元	芒果TV			腾讯视频	
	2022.1.2前	2022.1.2-2022.8.9	2022.8.9-至今	2021.4.10前	2021.4.10-至今
连续包月	15	19	22	15	20
连续包季	45	58	63	45	58
连续包年	178	218	218	178	218
单月	20	25	30	20	20
单季	55	68	78	58	68
单年	198	248	248	198	253

单位：元	爱奇艺			优酷	
	2020.11.13前	2020.11.13-2021.12.15	2021.12.16-至今	2022.6.21前	2022.6.21-至今
连续包月	15	19	22	15	25
连续包季	--	58	63	--	68
连续包年	178	218	218	--	238
单月	19.8	25	30	--	30
单季	58	68	78	--	78
单年	198	248	248	198	258

数据来源：各视频平台网站，国金证券研究所

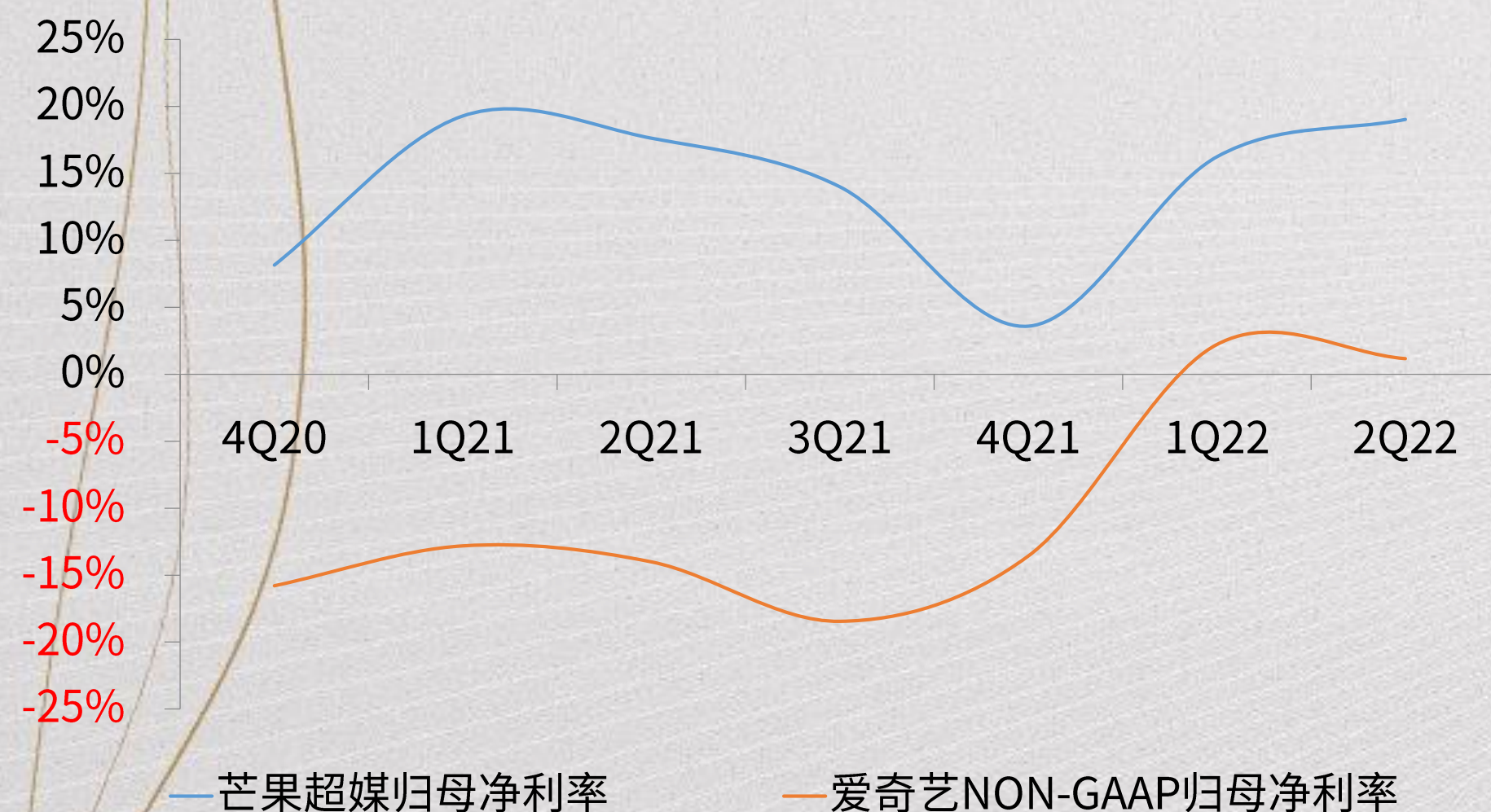


数据来源：爱奇艺财报，国金证券研究所，注：4Q20开始是日均付费会员数，之前是截止当期末的会员数

长视频：降本增效持续推进，关注对盈利水平的拉动

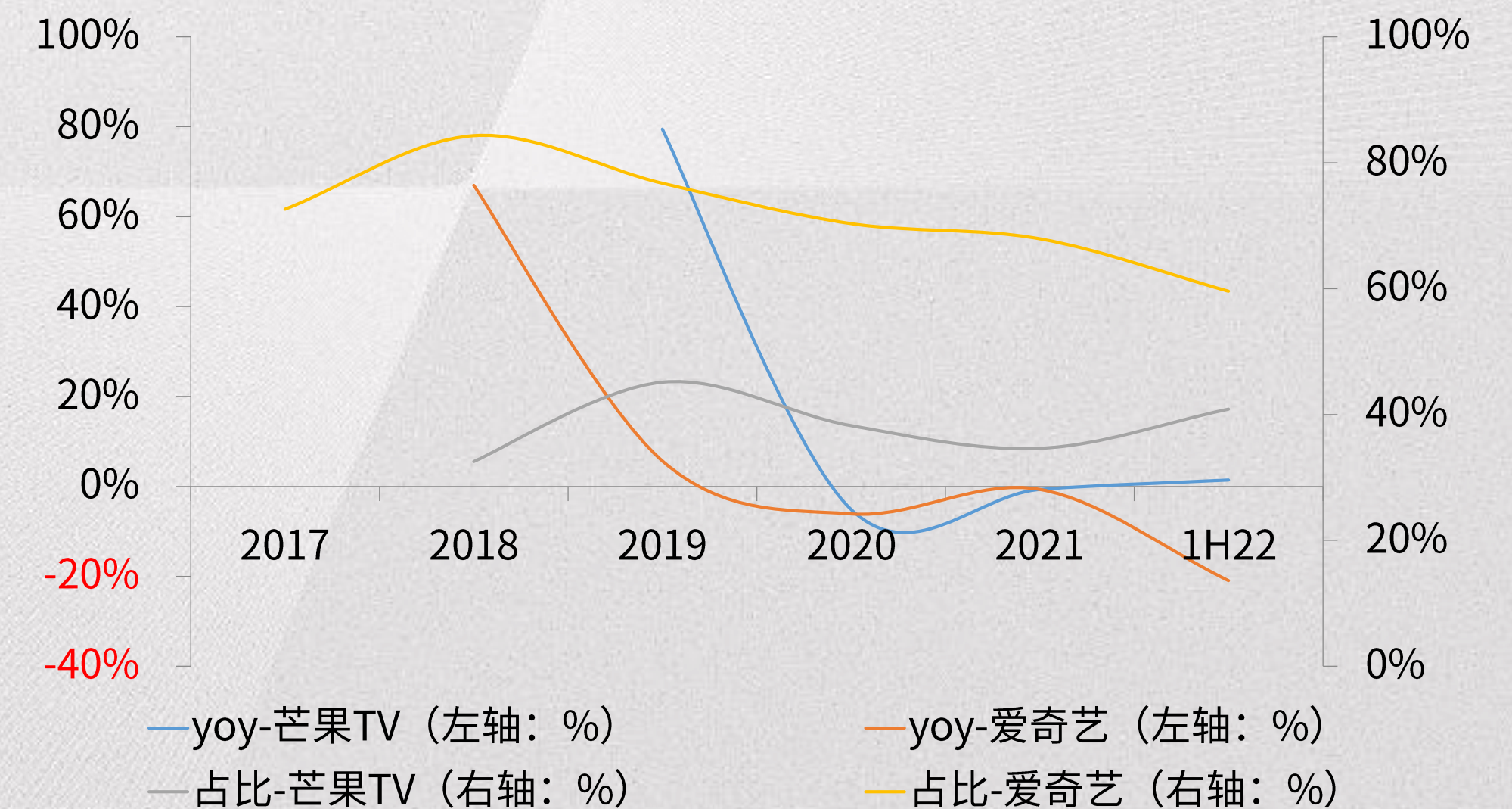
□关注降本增效优化经营效率，提升盈利水平。长视频行业大举投入资金和资源购买版权的阶段已逐渐成为过去式，整体更重视投入产出比，对应至内容成本端，芒果超媒自制内容比例较大，以往版权购买相对有限，内容成本占比相对稳健，不过仍保持一定的降幅；而爱奇艺以往内容投入较大，成本缩减明显，进而带来盈利水平提高，1Q22扭亏为盈。我们认为，宏观大背景下，降本增效将是重要主线，建议关注盈利水平的提高。

近2个季度盈利水平提升较为明显



数据来源：各公司财报，国金证券研究所

内容成本同比增速及占收入比重整体下滑

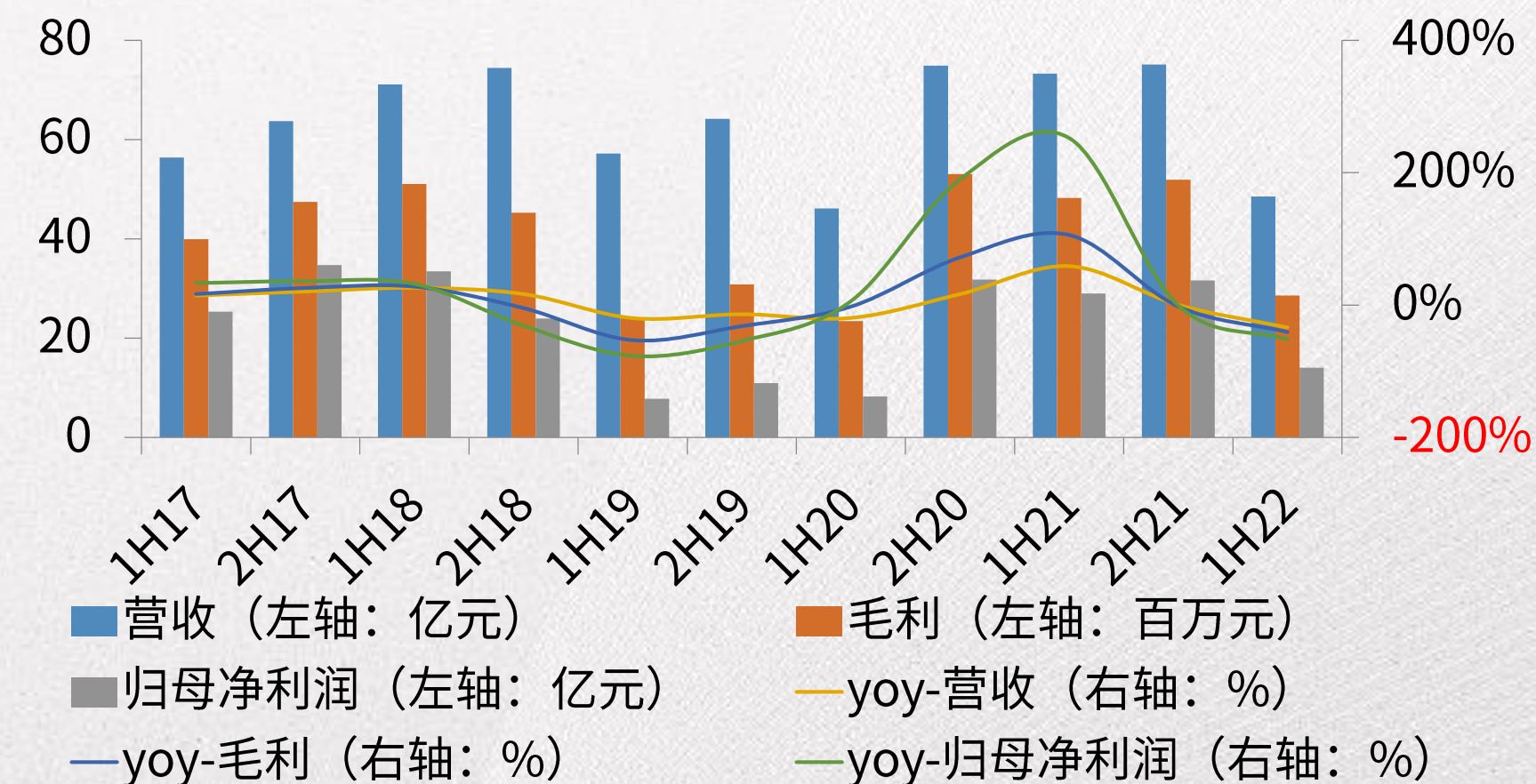


数据来源：各公司财报，国金证券研究所

分众传媒：疫情不改长期逻辑，短期关注疫后消费复苏

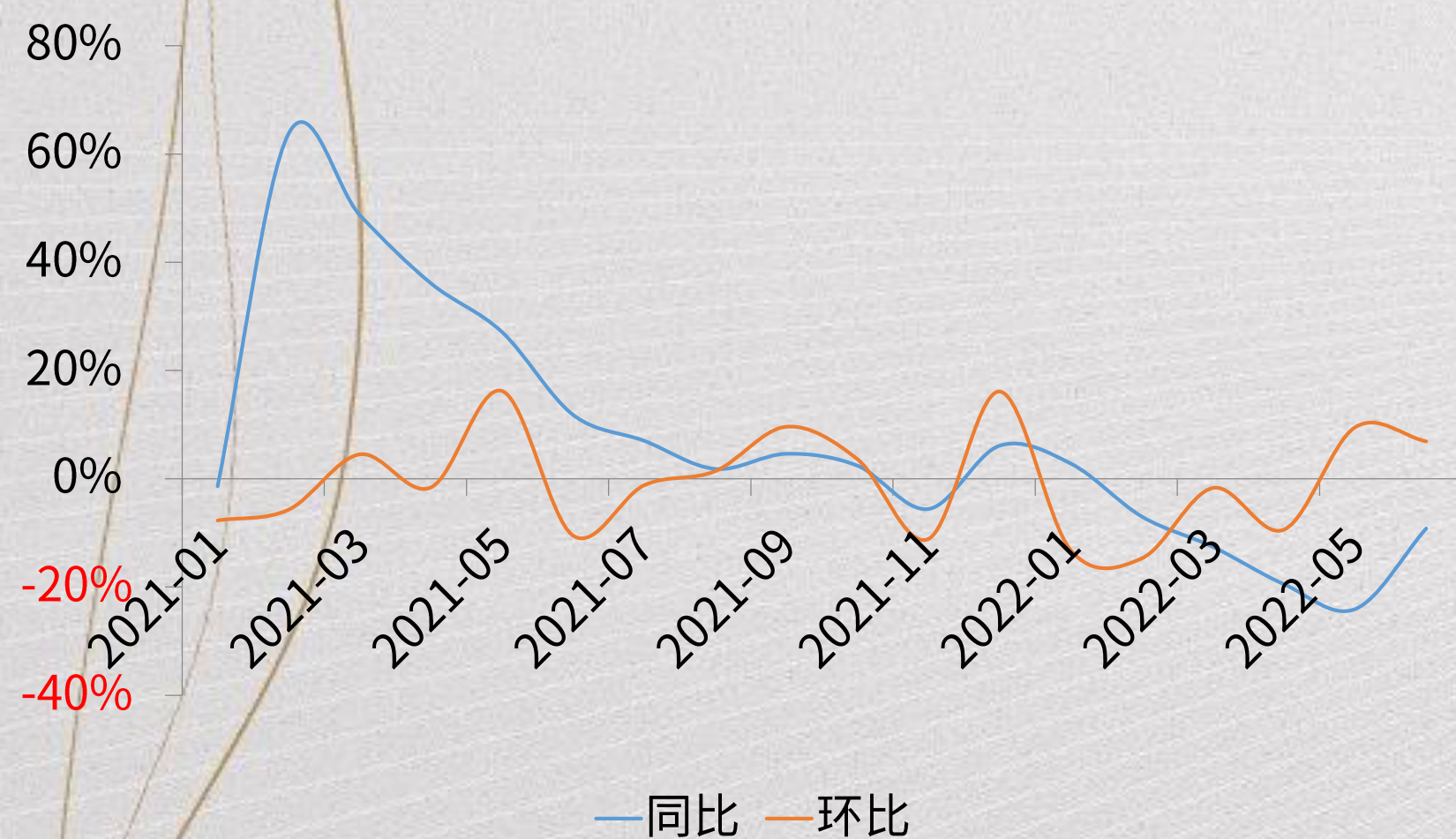
□上半年疫情反复致使业绩短期承压，整体符合市场预期。1) 收入端：1H22营收48.52亿元，同比-33.77%，主要由于3月以来疫情点状反复，广告需求疲软，CTR数据显示3-5月广告花费同比降幅均大于10%，且逐月拉大。2) 盈利端：H1毛利润同比-40.7%，毛利率同比-6.9pct至59.0%，归母净利润14.03亿元，同比-51.6%，净利率同比-10.7pct，主要由于媒体资源租赁等成本较刚性，Q1人员优化补偿计提导致H1管理费用同比+16.0%，管理费率同比+2.5pct。

上半年业绩承压，整体符合市场预期



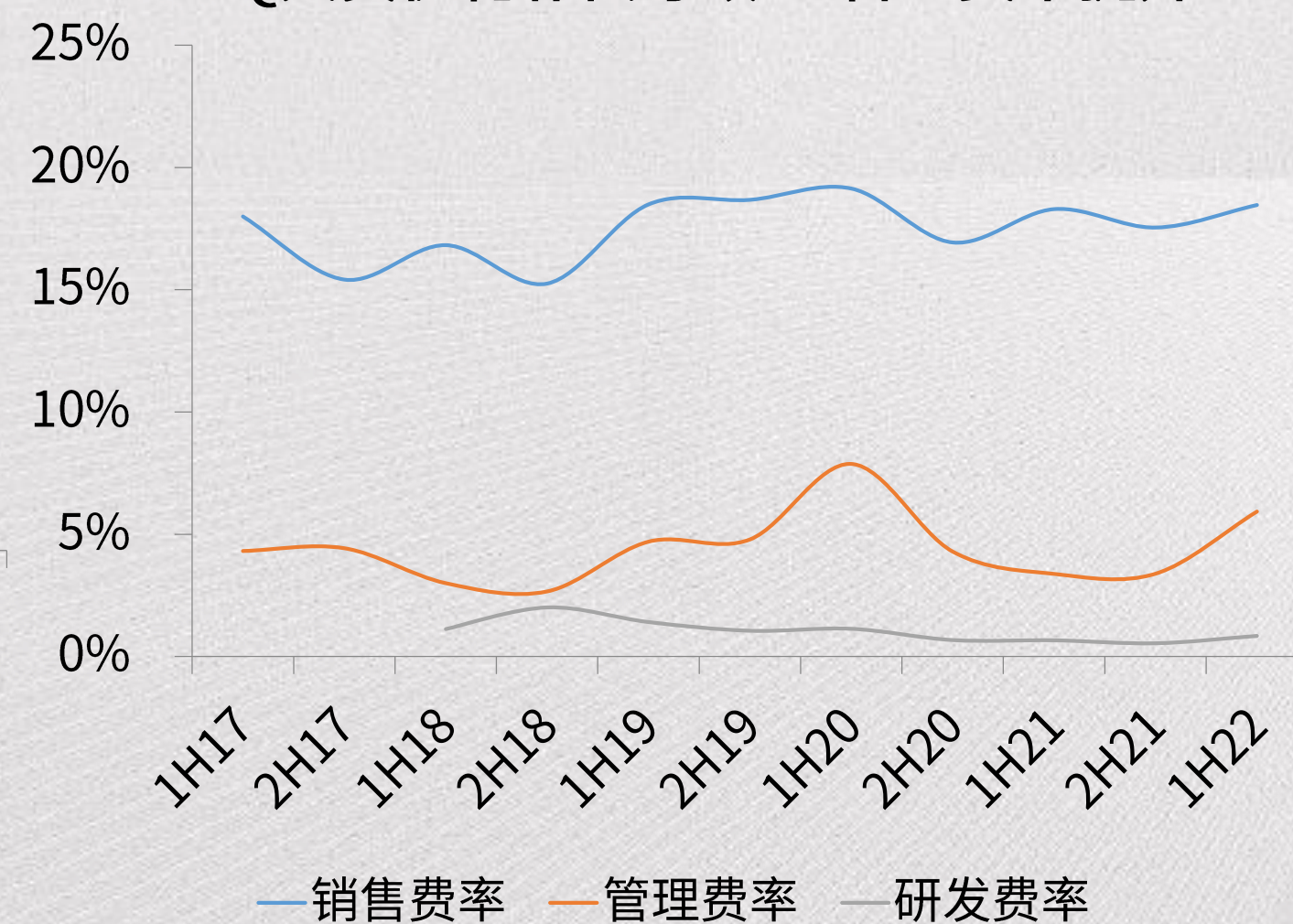
数据来源：公司财报，国金证券研究所

6月广告花费环比上涨，同比降幅收窄



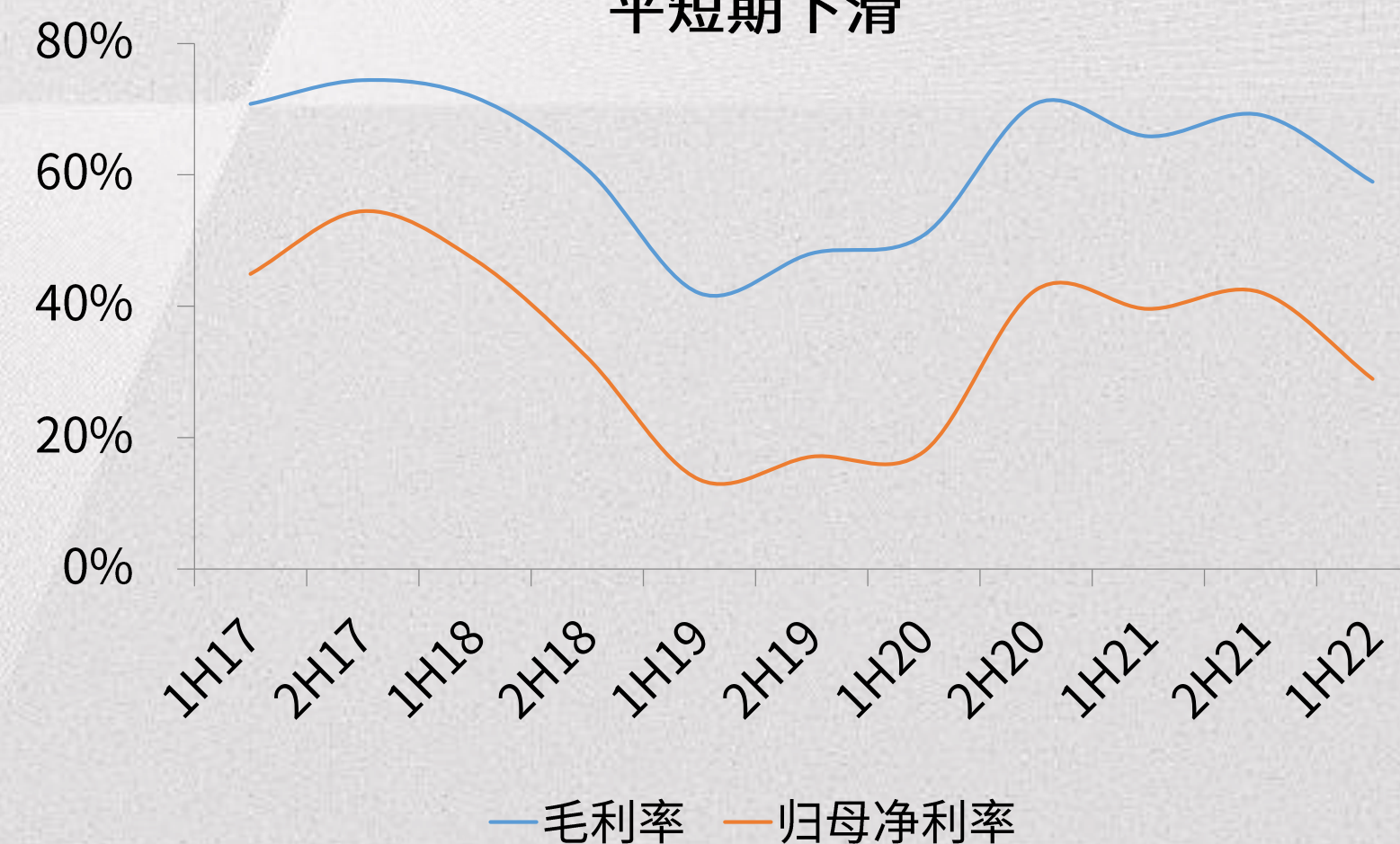
数据来源：CTR，国金证券研究所

1Q人员优化补偿导致H1管理费率提升



数据来源：公司财报，国金证券研究所

租赁成本刚性+管理费率提升，H1盈利水平短期下滑



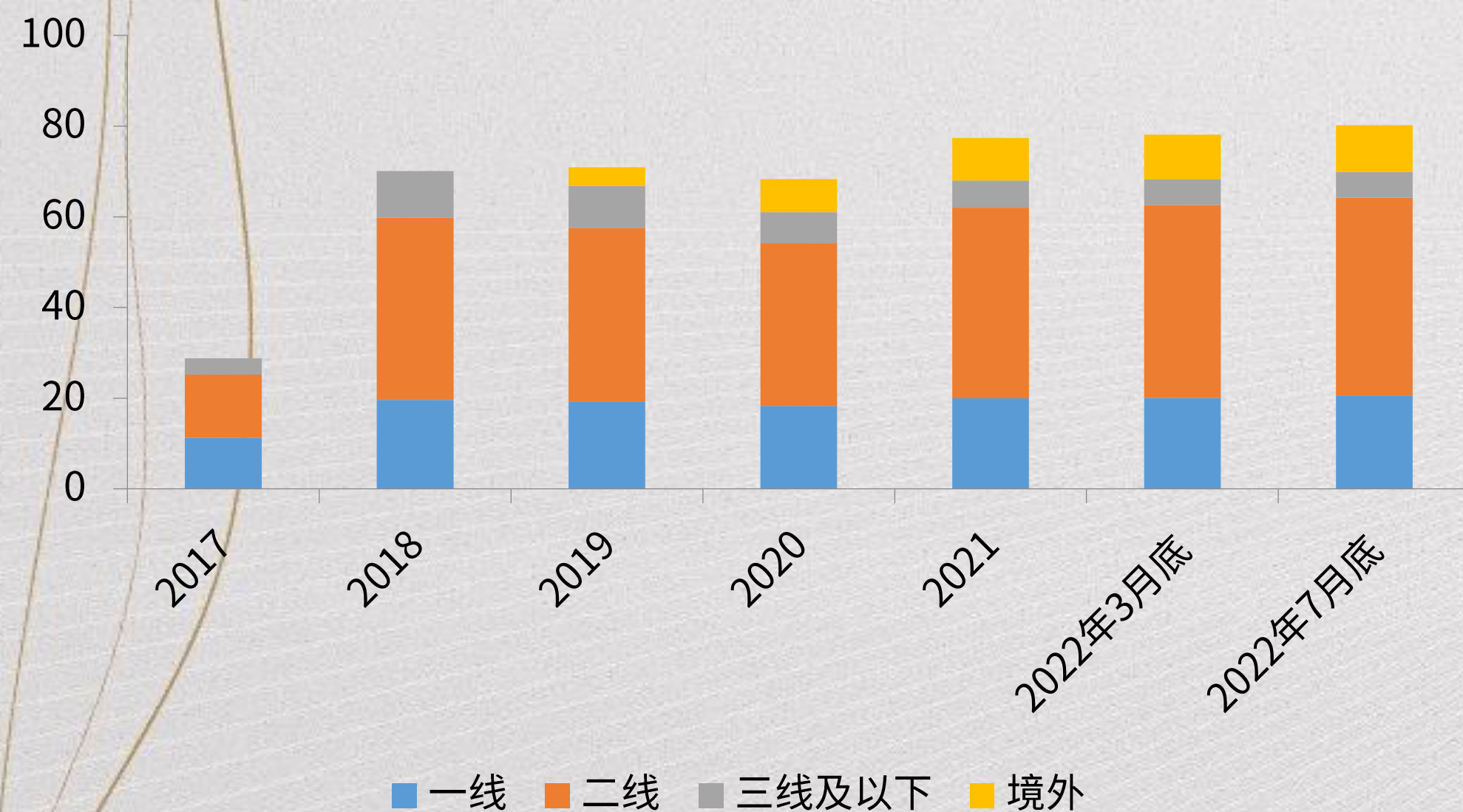
数据来源：公司财报，国金证券研究所

分众传媒：疫情不改长期逻辑，短期关注疫后消费复苏

□短期：下半年关注疫后消费复苏及宏观景气度。6月以来防疫趋于常态化，广告投放也有所回暖，CTR数据显示H1广告花费同比增速于5月触底，6月延续5月环比提升的态势；公司业绩与宏观景气度关联度较高，收入占比最高的行业是日用消费品和互联网，消费属性较强。随疫情形势好转，下半年消费有望有所复苏，关注宏观经济态势走势。

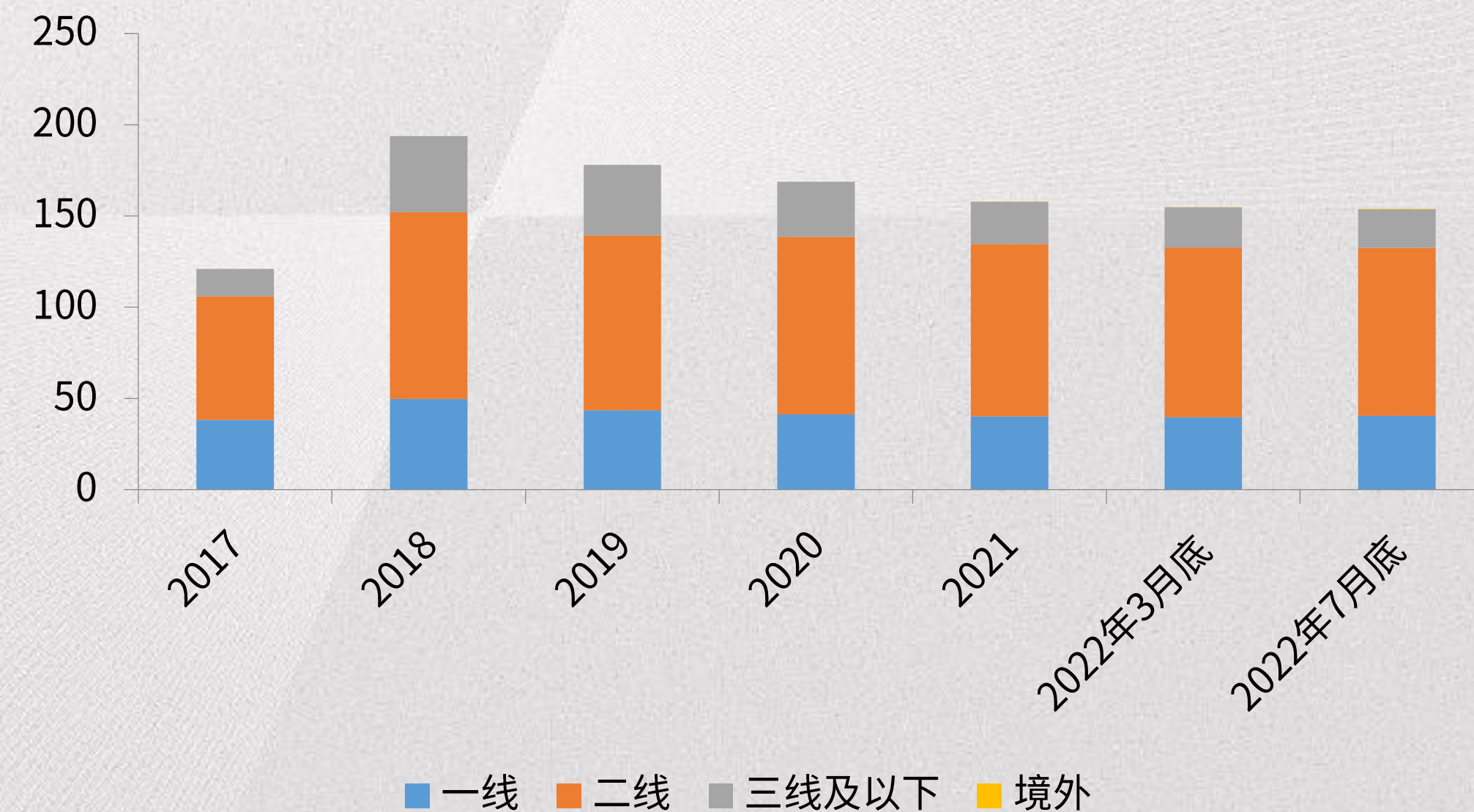
□长期：媒体资源基础扎实，梯媒龙头地位稳固，看好对客户品牌建设的重要性。截止22年7月底，公司电梯电视媒体设备84.4万台，较21年底增长4.0%，电梯海报设备181.7万个，较21年底小幅下跌，为-2.2%；覆盖影厅1.3万个，较21年底减少约600个，整体稳健，于点位覆盖上占据绝对领先地位。梯媒/影院媒体所呈现的广告具有强势触达、低干扰的效果，且楼宇电梯为必经之地，于品牌曝光方面具备异于互联网广告的优势，品牌迭代及新能源等新兴行业的出现均会为公司带来业绩弹性。

电梯电视媒体点位近几年较稳健



数据来源：公司财报，国金证券研究所

电梯海报媒体点位持续优化中

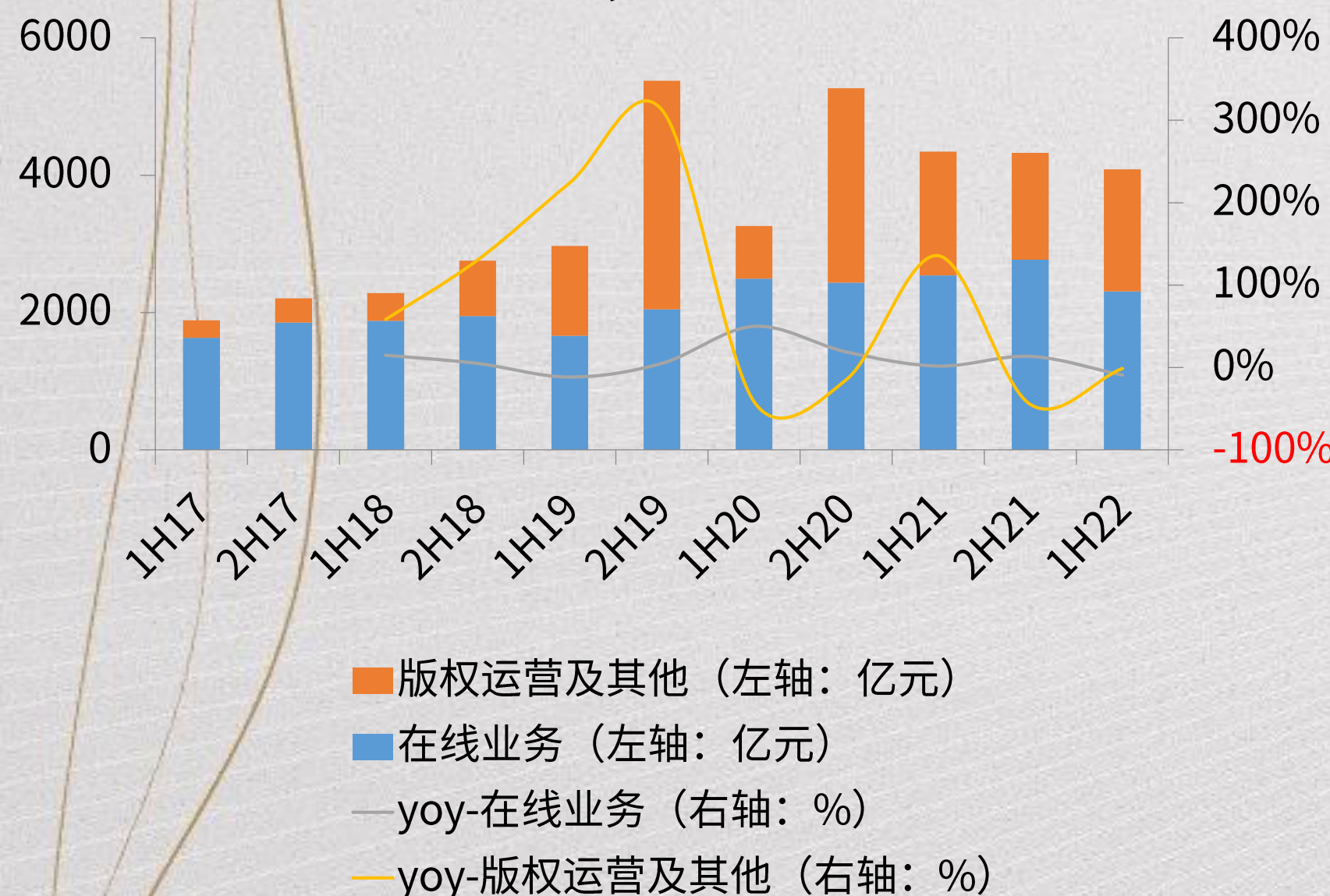


数据来源：公司财报，国金证券研究所

阅文集团：降本增效提升经营效率，关注后续盈利端表现

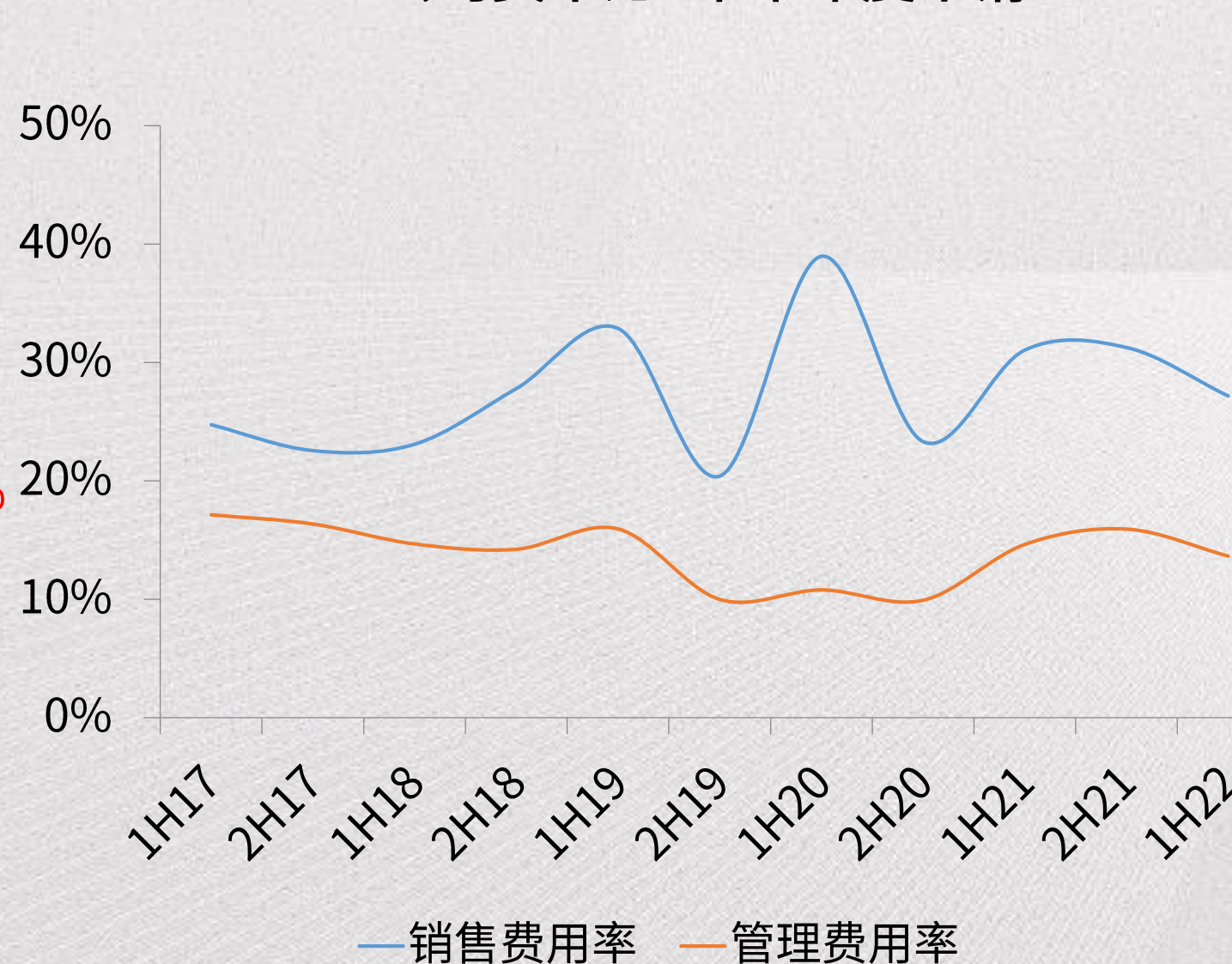
□整体收入在宏观经济影响下承压，降本增效过程中毛利率稳健、费用率优化，关注盈利端表现。1H22公司总收入40.87亿元，同比-5.9%，其中在线业务收入23亿元，同比-9.2%，版权运营及其他收入17.8亿元，同比-1.2%；毛利率52.5%，同比-0.2pct，整体稳健；销售及营销费用率27.2%，同比-3.9pct，一般及行政开支费用率13.6%，同比-1.0pct，经调整归母净利润率16.3%，同比+1.0pct。宏观经济增长趋缓，加之新丽收入确认方式调整，建议将关注点更多放于盈利端。

1H22业绩整体承压，版权运营同比降幅收窄



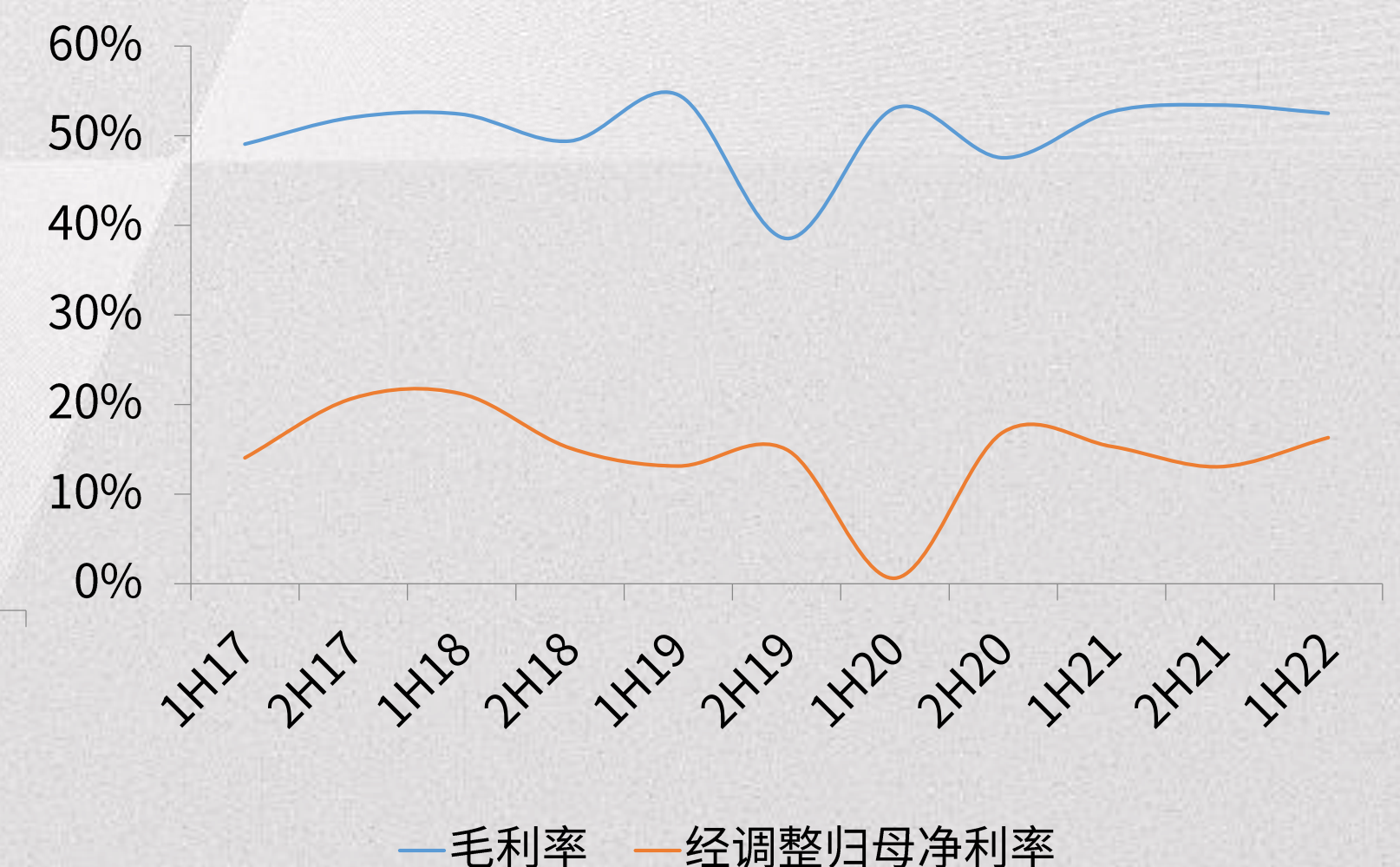
数据来源：公司财报，国金证券研究所

公司费率近2个半年度下滑



数据来源：公司财报，国金证券研究所

公司毛利率稳健，1H22经调整归母净利润率提升

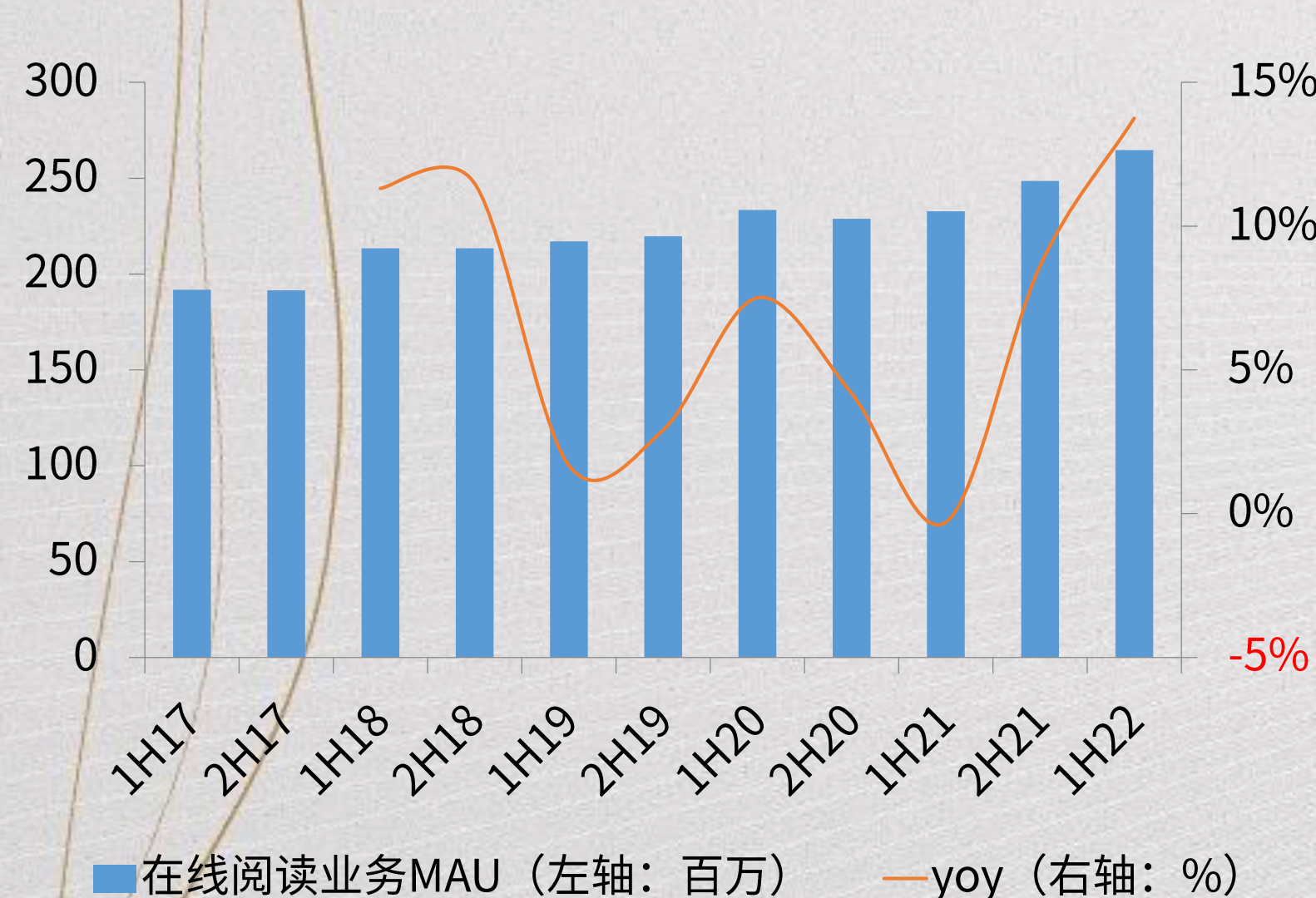


数据来源：公司财报，国金证券研究所

阅文集团：IP可视化稳步推进，网文基础扎实，长期看好IP运维

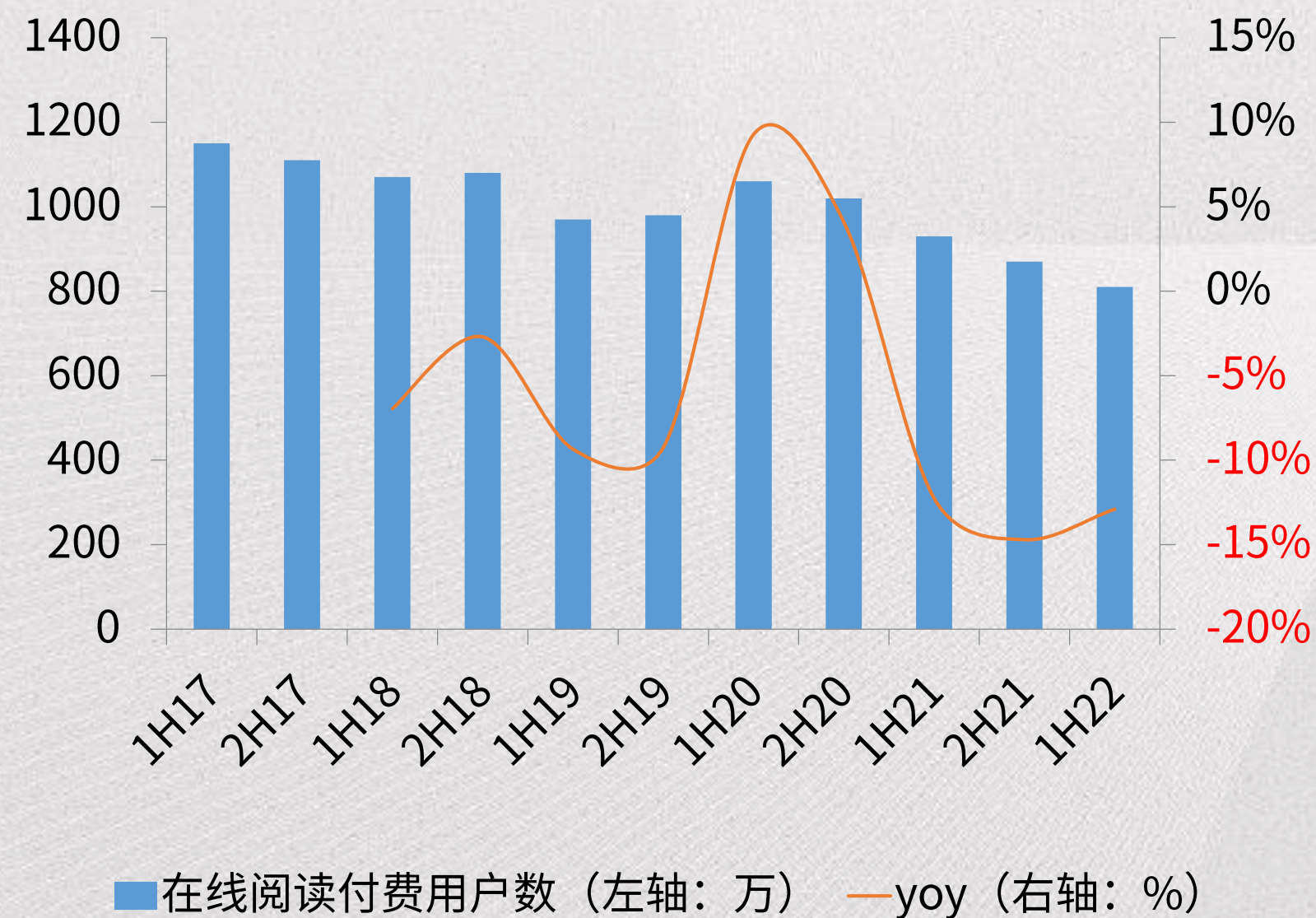
- IP可视化稳步推进，新丽传媒精品内容制作优势显著，下半年剧集储备丰富，关注内容逐步上线。新丽聚焦精品制作，1H22出品的电影《这个杀手不太冷静》及电视剧《人世间》、《风起陇西》、《心居》等均获好评，再次印证了新丽的制作优势；下半年剧集中《玫瑰之战》已上线，《纵有疾风起》、《与凤行》、《潜伏者》等剧集均出现在腾讯视频2022片单中，关注下半年剧集有序上线。
- 阅读用户数持续增长，轻度用户数量增长优于重度付费用户，付费用户ARPU值进一步提升。轻度免费阅读发展为在线阅读用户增长的主要驱动，1H22公司在线阅读MAU达2.65亿，同比+13.8%，其中自有平台用户1.2亿，同比+4.5%，腾讯渠道用户1.45亿，同比+22.7%；免费阅读用户数1400万人，同比+7.7%，平均月付费用户数810万，同比-12.9%，付费用户月度ARPU达38.8元/月，同比+6.6%。
- 长期看点：网文IP池庞大，可视化基础扎实，IP衍生品发展稳步推进，有望逐渐贡献收入，IP运维链条顺畅。

在线阅读月活稳健增长



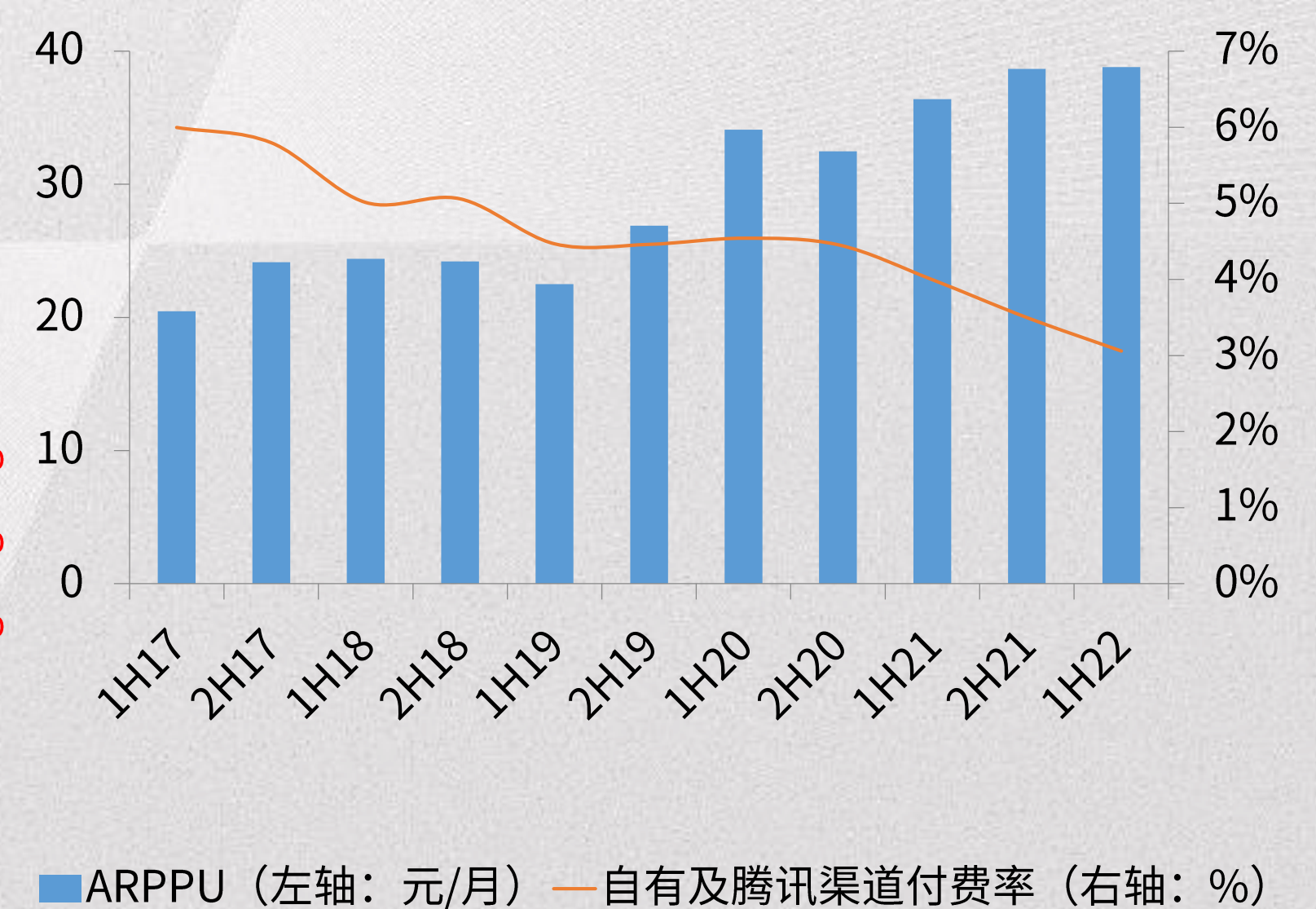
数据来源：公司财报，国金证券研究所

付费用户数同比下滑



数据来源：公司财报，国金证券研究所

留存的付费用户重度居多，ARPPU提升



数据来源：公司财报，国金证券研究所

风险提示

- **消费需求不及预期。**疫情反复影响可支配收入，或导致消费需求减弱，对电商及各行业复苏均造成一定影响，进而影响消费意愿和企业广告投放意愿。
- **疫情反复或对供应链通畅和内容制作带来影响。**受疫情反复影响，部分地区出现工厂停工、货品运输路线不畅等现象，或出现供应链不畅的风险；同时对于内容制作者来说，影响线下正常开机/制作，进而影响内容上线。
- **市场竞争加剧。**由于电商行业竞争对手增多，可能对经营业绩造成影响。线下消费券刺激或导致线上消费分流；同时快手等其他平台切入长视频领域，视频号数据表现亮眼，或将加剧原来长视频/短视频的市场竞争。
- **用户增长或客单价增长不及预期。**下沉市场为各电商平台新增用户的主要来源，用户增长会受到平台资源的投入、营销力度以及产品对下沉市场用户需求的理解等因素影响。补贴力度调整或影响价格敏感用户的消费行为。
- **行业政策的不确定性。**当前互联网行业处于政策加强监管时期，中美审计监管合作协议的推进以及行业政策的不确定性可能会对相关公司的业务开展产生一定影响；其他细分领域同时存在一定政策不确定性，比如内容领域、游戏版号等。
- **数据统计结果与实际情况偏差风险。**报告结论基于我们的线上数据跟踪，数据的样本情况以及统计方式与实际情况有可能有所偏差。

特别声明

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。