

中国传媒与文娱行业

视频行业暑期分析: 文娱韧性复苏, 长尾效应凸显

2023 年暑期文娱消费供需旺盛, 长短视频流量均稳中有升。其中长视频在优质内容+短视频联动营销下, 全网剧集正片有效播放稳健增长且爆款频出, 长尾效应凸显。其中, 腾讯视频《长相思》单日市占率峰值为近两年暑假档最高, 而爱奇艺在《莲花楼》、《长风渡》两部热度破万独播古装剧集下保持差异化优势, 且平台播放量市占率提升。9 月爱奇艺独播古装剧《云之羽》上线后热度快速攀升, 且登顶播放量 TOP1, 憧憬 2H23 及 2024 精品剧增量持续。短期会员波动不改长期增长逻辑, 看好爱奇艺中台化制作能力、题材精准把控能力下会员价值的最大化。短视频行业呈现韧性增长, 且在电商及广告变现市占率持续提升、利润进一步上修。我们预计下半年直播电商仍将保持>30%增速 (预计快手 3Q23 GMV/电商收入将同比增长 30%/36%), 货架电商及本地生活增量空间可期。看好快手利润释放空间、市占率提升逻辑, 潜在催化剂: 1) 9 月投资日大会; 2) 3Q23E 强劲业绩预期; 3) 货架电商增量。展望 2H23, 我们认为板块情绪将有望受益于地产政策放松、且基本面持续边际改善, 源于: 1) 暑期强劲剧集增量贡献; 2) 短视频电商及本地生活增势不减; 3) 广告温和复苏; 4) 利润释放持续。我们持续看好短视频、长视频为代表的泛文娱赛道, 基于宏观高防御性、竞争格局稳定、利润释放逻辑清晰。优选业绩展望向好、市占率提升、估值吸引标的, 首选快手和爱奇艺。

■ **长视频: 优质内容+短视频宣发, 助推暑假档百花齐放; 关注长期会员价值提升。**2023 年暑假档流量稳中有升且古装爆款百花齐放。根据云合及抖音数据, 暑假档全网累计有效播放 772 亿, 同比上涨 6%, 受益于: 1) 剧集上新数量同比增长 28 部 (至 125 部); 2) 精品古装爆款频出 (15 部 S+ 剧集, 同比新增 4 部): 《长相思第一季》(腾讯)、《莲花楼》(爱奇艺)、《长风渡》(爱奇艺)、《玉骨遥》(腾讯) 累计有效播放均破 10 亿, 其中《长相思第一季》单日有效播放破亿、市占率峰值达 35% (为近两年暑假档最高单日市占率), 而《莲花楼》口碑出圈 (豆瓣评分达 8.2 分; 单日市占率峰值超 28%)、长尾效应显著。此外, 暑期档长视频剧集在短视频宣发推广层面实现大幅增长, 助推优质内容加速出圈: 抖音新剧相关视频播放量/相关艺人涨粉实现同比增长 217%/126%。暑假档腾讯视频正片有效播放同比持平, 市占率 33%, 且于 9 月 1 日发布的 2024 片单储备丰富, 重视“头部精品+单元板块创新”: 剧集储备包括《长相思第二季》、《庆余年第二季》、《与凤行》、《神隐》、《玫瑰故事》等, 综艺包括《哈哈哈哈哈 4》、《现在就出发 2》、《五十公里桃花坞 4》等。相较于腾讯强 IP 优势, 我们认为爱奇艺中台化制作能力、题材精准把控能力亦将构筑高壁垒、实现优质内容差异化。爱奇艺暑假档正片有效播放同比增长 14%, 市占率 36%。近期爱奇艺独播古装剧《云之羽》上线后热度快速攀升, 且登顶播放量 TOP1, 憧憬 2H23 及 2024 精品剧增量持续: 包括《宁安如梦》、《一念关山》、《狐妖小红娘》等。爱奇艺将更加兼顾会员长期价值, 短期会员数波动不改长期增长逻辑, 且受益于 2H23 广告加速增长。

■ **短视频: 电商强劲增长, 利润释放空间可期。**因线下消费场景恢复、假期等因素, 7 月短视频月活环比稳健增长, 行业月活攀升至 9.6 亿, 同比增长 4.5%。其中抖快主站月活分别+0.8%/+0.2% QoQ, 日活+0.4%/+0.4% QoQ (根据 QuestMobile 数据)。短视频平台业绩持续强劲, 其中快手 2Q23 利润大幅超预期。展望 3Q23, 快手广告和电商将展现韧性增长, 同时盈利能力不断提升: 1) 电商: 尽管受宏观和竞争影响, 看好快手持续在电商领域获取份额, 预计 3Q23 GMV/电商收入将同比增长 30%/36%。当中, 货架电商 (目前占 GMV 约 10%) 以及平台生态优化将带来更多增量空间。2) 广告: 预计广告在 3Q23 同比增长 25%, 当中内循环广告保持强劲, 外循环广告也将加速增长。直播收入增速有所下降, 源于监管和平台主动治理, 我们预计 3Q/4Q23 同比增速为 5%/0%, 但对估值影响有限。抖音层面, 电商和到店酒旅依旧保持强劲增长 (到店酒旅 7/8 月 GMV 保持环比增长), 持续加码

优于大市
(维持)

中国传媒与文娱

黄群

(852) 3900 0889

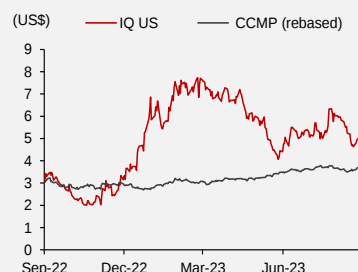
sophiehuang@cmbi.com.hk

许义鑫

(852) 3900 0849

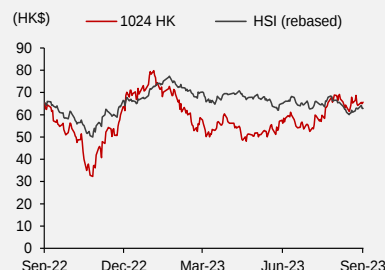
easonxu@cmbi.com.hk

爱奇艺 12 个月内股价表现



资料来源: 彭博

快手 12 个月内股价表现



资料来源: 彭博

相关报告:

1. [iQIYI \(IQ US\) – Prioritizing on long-term subs value](#) – 23 Aug 2023
2. [Kuaishou \(1024 HK\) – Better margin outlook with strong ecommerce](#) – 23 Aug 2023
3. [China Entertainment – Embracing rich pipeline and sector mild re-rating](#) – 19 Jun 2023
4. [Kuaishou \(1024 HK\) – More bullish on 2Q23E momentum](#) – 23 May 2023

跨境电商（如 9 月开展抖音全球购行业盛典、上线“抖音进口超市”）；同时成立文娱部门，整合直播、音乐等多项业务。我们预计下半年短视频增势不减，且长期看好其市占率提升、利润释放逻辑。我们预计直播电商 GMV TAM 达 7 万亿元，货架电商有望成为第二增长曲线（商城及搜索占比提升），且本地生活及海外空间可期。

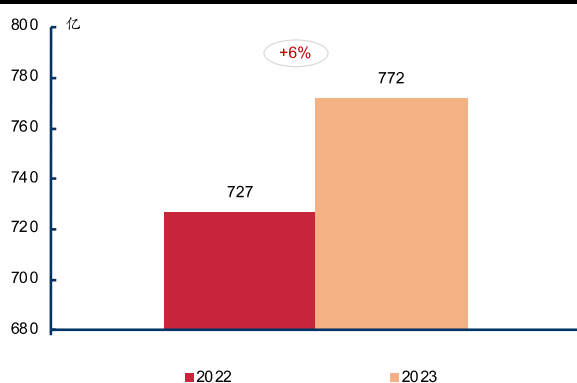
- **推荐标的：快手 (1024 HK), 爱奇艺 (IQ US)。**当前宏观不确定性及竞争加剧环境下，我们认为短视频行业是为数不多的仍旧保持市占率提升及韧性增长的稀缺细分赛道。我们看好短视频 2H23E 流量稳中有升、广告边际复苏，电商及本地生活商业化空间可期。快手预计下半年广告及电商增势不减，且业绩确定性高、利润仍有上修空间。当前估值对应 2.0x FY24E P/S (20x FY24E P/E)，维持买入评级，目标价 97 港元，短期催化剂包括：1) 9 月投资日大会；2) 货架电商推进。长视频暑假档可圈可点，爱奇艺因内容竞争等因素会员数或存在季度波动，但我们认为近期股价已充分反映。我们看好其独播精品内容储备助于长期价值最大化，近期头部剧集《莲花楼》长尾效应凸显，《云之羽》实现梯度接力，有望带动会员及广告边际改善（预计 3Q23E 会员/广告同比增长 20%/37%）。憧憬 2H23E 及 2024 年强劲内容储备，包括《宁安如梦》《狐妖小红娘》等。当前估值为 12x/9x FY23/24E P/E，估值吸引。维持买入评级，目标价 8.6 美元。短期催化剂：1) 9 月悦享会；2) 精品剧集上线。

可比公司估值

公司	代码	市值 (百万美元)	货币	股价	CMBI 评 级	目标价	PE			PS		
							FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
快手	1024 HK	36,461	HKD	64	BUY	97	34.0	20.0	12.0	2.3	2.0	1.8
爱奇艺	IQ US	4,734	USD	5	BUY	8.6	12.4	9.1	8.1	1.0	0.9	0.9
游戏												
腾讯控股	700 HK	399,185	HKD	328	BUY	458	19.7	16.8	14.7	4.7	4.2	3.8
阿里巴巴	BABA US	240,735	USD	95	BUY	157	10.3	9.8	8.9	1.8	1.7	1.5
华特迪士尼	DIS US	148,560	USD	81	NA	NA	21.2	16.3	14.1	1.7	1.6	1.5
奈飞	NFLX US	198,831	USD	449	NA	NA	36.9	28.6	23.0	5.9	5.2	4.7
平均							22.0	17.9	15.2	3.5	3.2	2.9
音视频及直播												
腾讯控股	300413 CH	7,391	CNY	29	NA	NA	22.8	19.3	17.0	3.5	3.1	2.8
哔哩哔哩	BILI US	6,316	USD	15	BUY	26	NA	NA	58.8	2.0	1.7	1.5
腾讯音乐	TME US	11,841	USD	7	BUY	9	14.6	13.8	12.3	3.2	3.1	2.8
虎牙	HUYA US	643	USD	3	BUY	6	NA	55.0	14.6	0.7	0.6	0.6
斗鱼	DOYU US	324	USD	1	NA	NA	31.6	25.1	24.2	0.4	0.4	0.4
华文集团	MOMO US	1,528	USD	8	HOLD	14	5.3	5.1	4.8	0.9	0.9	0.9
欢聚集团	YY US	2,160	USD	35	BUY	46	10.5	9.8	8.7	1.0	0.9	0.8
阅文集团	772 HK	4,106	HKD	32	NA	NA	20.1	17.6	15.6	3.8	3.5	3.2
平均							17.5	15.1	13.9	1.9	1.8	1.6

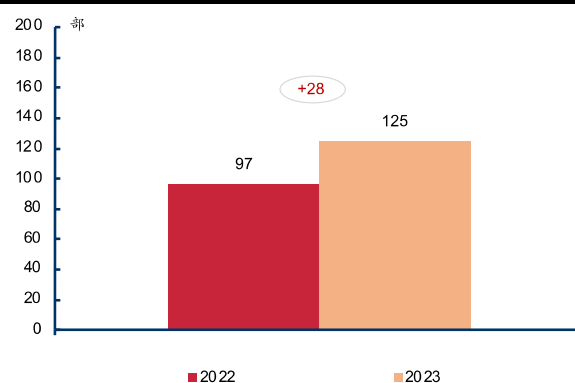
资料来源：公司数据，彭博，招银国际环球市场预测

图 1: 暑期档正片有效播放



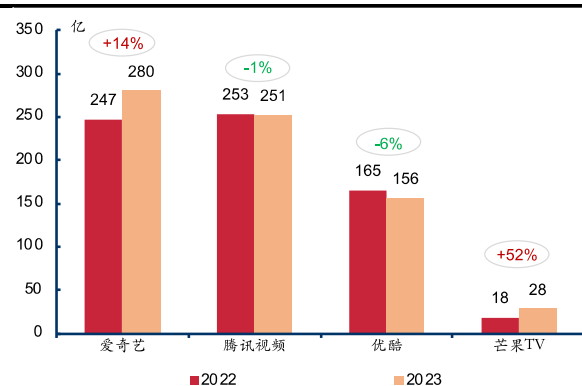
资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 2: 暑期档剧集上新部数



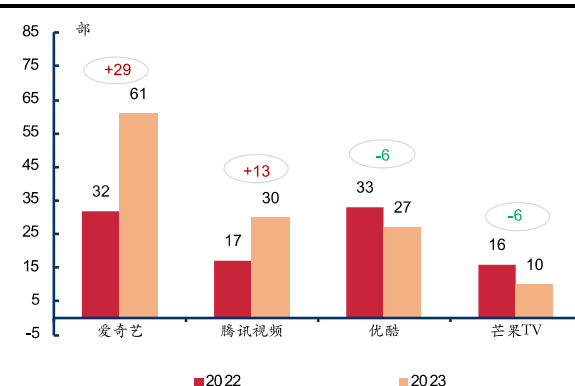
资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 3: 暑期档各平台全网剧集正片有效播放



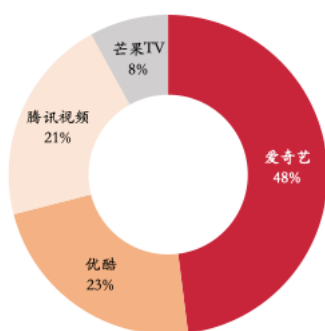
资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 4: 暑期档各平台上新剧目数



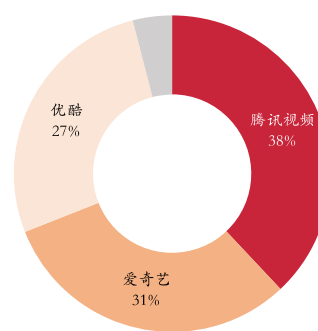
资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 5: 暑期上新剧集占比



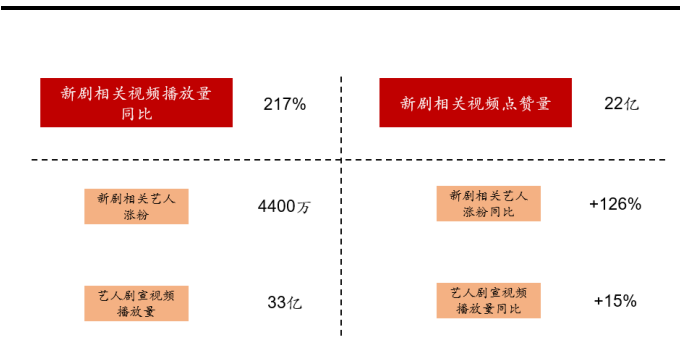
资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 6: 暑期独播播映指数 Top10 占比



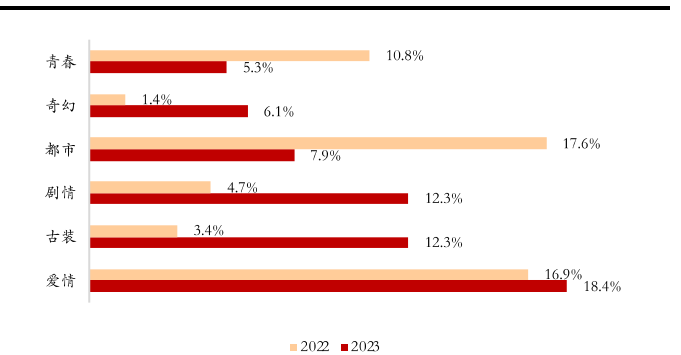
资料来源: 艺恩数据, 招银国际环球市场

图 7: 暑期档剧集数据概览



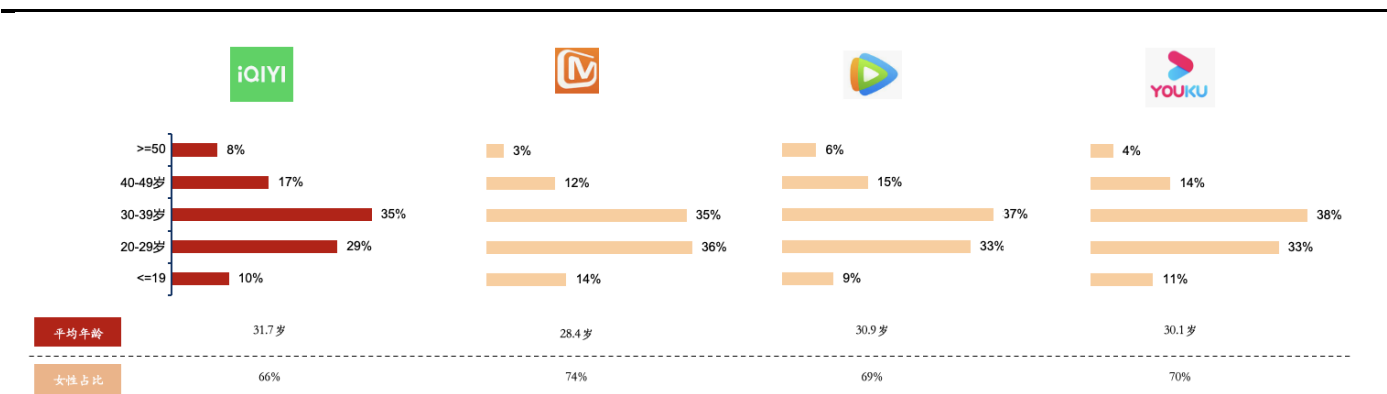
资料来源: 抖音, 招银国际环球市场整理

图 8: 暑期剧集题材类型分布 (2022 vs. 2023)



资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

图 9: 2023 年暑期档上新独播剧用户画像



资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 10: 暑假档全网剧集有效播放霸屏榜

排名	剧名	正片有效播放 (亿)	市占率	上线日期	播放平台
1	长相思第一季	26.5	3.4%	2023/7/24	腾讯视频
2	长风渡	24.9	3.2%	2023/6/18	iQIYI
3	莲花楼	18.4	2.4%	2023/7/23	iQIYI
4	玉骨遥	14.1	1.8%	2023/7/2	腾讯视频
5	偷偷藏不住	11.4	1.5%	2023/6/20	YOUKU
6	曾少年	10.6	1.4%	2023/7/10	iQIYI 腾讯视频
7	公诉	10.4	1.4%	2023/5/29	iQIYI 腾讯视频
8	我的人间烟火	10.2	1.3%	2023/7/5	M
9	不完美受害人	9.6	1.2%	2023/7/17	iQIYI
10	花戎	9.1	1.2%	2023/6/1	iQIYI

资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 11: 暑假档有效播放榜单日市占率峰值

排名	剧名	市占率峰值 (日级峰值)	上线日期	播放平台
1	长相思第一季	34.8%	2023/7/24	腾讯视频
2	莲花楼	28.9%	2023/7/23	iQIYI
3	长风渡	28.1%	2023/6/18	iQIYI
4	梦中的那片海	16.5%	2023/6/1	腾讯视频
5	偷偷藏不住	16.2%	2023/6/20	YOUKU
6	不完美受害人	15.5%	2023/7/17	iQIYI
7	玉骨遥	15.4%	2023/7/2	腾讯视频
8	消失的十一层	15.4%	2023/7/9	iQIYI
9	花戎	14.6%	2023/6/1	iQIYI
10	曾少年	14.6%	2023/7/10	iQIYI 腾讯视频

资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 12: 爱奇艺 2023-24 年部分精品待播剧集储备

电视剧	出品方	题材	主演
无忧渡	爱奇艺	爱情	任嘉伦、宋祖儿
狐妖小红娘	爱奇艺, 腾讯影业, 恒星引力	古装	杨幂、龚俊、郭晓婷
宁安如梦	爱奇艺	古装	白鹿、张凌赫、王星越
一念关山	爱奇艺	古装	刘诗诗、刘宇宁
漫影寻踪	嘉愉互晚文化传媒	爱情	杨颖、王安宇、匡牧野
仿生人间	爱奇艺	科幻	宋威龙、文淇
陌上人如玉	爱奇艺, 中影奇迹影业	爱情	肖燕、翟子路、盛英豪
花溪记	爱奇艺, 芭喜满满, 华联映画	爱情	邢菲、徐开骋、徐方舟
我要逆风去	爱奇艺, 恒星引力	爱情	龚俊、钟楚曦、吴宣仪
开画! 少女漫	爱奇艺	爱情	沈月、王敬轩、赵弈钦
我是刑警	公安部金盾影视	悬疑	于和伟、李春媛、刘泊潇
幻乐森林	爱奇艺, 开快乐文化传	古装	许佳琪、魏哲鸣、吴希泽
老家伙	爱奇艺, 山东影视	生活	张国立、王刚、张铁林
无所畏惧	爱奇艺, 煌程影业	生活	热依扎、王阳、啜妮
天启异闻录	自由酷鲸影业	古装	路阳、乔磊、范川
唐人街探案 2	爱奇艺	悬疑	邱泽、尚语贤、张钧甯
虎鹤妖师录	爱奇艺, 有妖气	古装	蒋龙、张凌赫、王玉雯
仙剑奇侠传 4	爱奇艺, 新媒诚品, 上海新文化传媒	古装	鞠婧祎、陈哲远、茅子俊

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场整理

图 13: 腾讯视频 2023-24 年部分精品待播剧集储备

电视剧	出品方	题材	主演
长相思第二季	企鹅影视	古装	杨紫、张晚意、邓为、檀健次
庆余年第二季	腾讯影业	古装	张若昀、李沁、陈道明
与凤行	上海阅新	古装	赵丽颖、林更新
神隐	西嘻影业、鑫宝源影视投资	古装	赵露思、王安宇
玫瑰故事	新丽电视传媒	爱情	刘亦菲、佟大为、林更新
仙剑六祈今朝	腾讯视频、山东影视、百纳千成、乐星影业	古装	许凯、虞书欣
大奉打更人	新丽电视、腾讯影业、阅文影视	古装	王鹤棣、田曦薇
相思令	腾讯视频、上海影视传媒	古装	杨颖、宋威龙
柳舟记	腾讯视频、嘉行传媒	古装	张晚意、王楚然
紫川	尚世影业、慈文传媒、灵河文化	古装	杨旭宁、刘宇宁
永夜星河	腾讯视频、恒星引力传媒	古装	丁禹兮、虞书欣
流水迢迢	腾讯视频	古装	任嘉伦、李兰迪、徐正溪
乐游原	企鹅影视、琪铄影业、歆光影业、战友文化	古装	徐凯、景甜
我知道我爱你	腾讯视频、光芒影业	爱情	张晚意、孙怡
你比星光美丽	人民法院出版有限公司、北京法信文化传播	爱情	谭松韵、徐凯
好事成双	西嘻影业	爱情	张小斐、黄晓明
很想很想你	企鹅影视、琪铄影业、歆光影业	爱情	檀健次、周也、侯雯元

繁花	企鹅影视、上海电影、上海繁花里	生活	胡歌、马伊琍、唐嫣
大海道	腾讯视频、睿悦影视	生活	尹昉、焦俊艳
小站警事	腾讯视频	警匪	郭京飞、陈数、李浩菲
他的生存之道	腾讯视频	生活	李潇、滕洋编剧，窦靖童
艰难的制造	东阳正午阳光影视有限公司	现代	张新成、宋祖儿、王彦霖
她和她的群岛	西嘻影业	生活	徐帆、马思纯
承欢记	华策克顿、梦见森林、腾讯视频	爱情	杨紫、许凯
小日子	腾讯视频、浩瀚娱乐、浩瀚星光	生活	陈晓、童瑶、萨日娜

资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场整理

图 14: 优酷 2023-24 年部分精品待播剧集储备

电视剧	出品方	题材	主演
鸣龙少年	优酷、哇唧唧哇	生活	张若昀、黄尧、王锵
为有暗香来	东阳欢娱影视	古装	周也、王星越、张逸杰
浣溪沙	天逸盛华文化传播	古装	佟丽娅、韩庚、何润东
南风知我意	欢瑞世纪（东阳）影视传媒	生活	成毅、张予曦、李欣泽

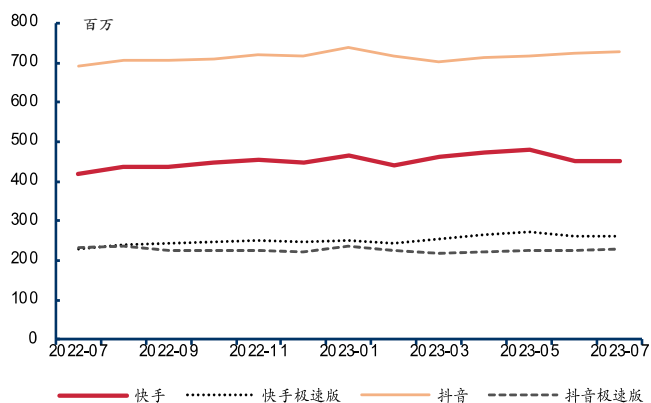
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场整理

图 15: 芒果 TV 2023-24 年部分精品待播剧集储备

电视剧	出品方	题材	主演
火星孤儿	华录百纳、芒果 TV、缤纷异彩	科幻	费启鸣、赵弈钦、罗予彤
千秋令	欢瑞世纪	古装	张予曦、佟梦实、韩栋
落花时节又逢君	芒果 TV、和风清穆影视文化	古装	袁冰妍、刘学义
抱住锦鲤相公	芒果 TV	古装	阚清子、范世錡、苏梦迪
白羽流星	力天影业、快乐阳光互动娱乐	生活	王子奇、付伟伦、姜贞羽

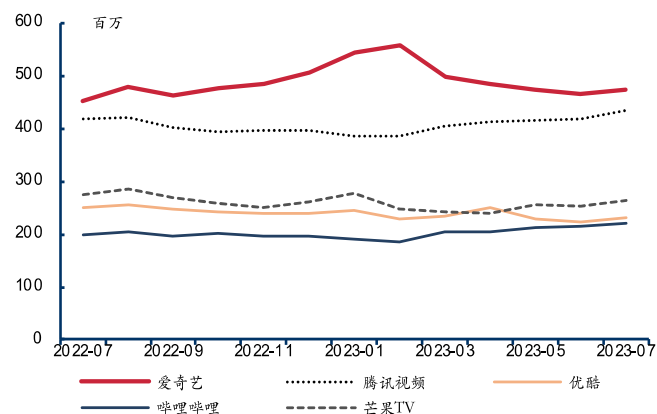
资料来源: 公司数据, 招银国际环球市场整理

图 16: 短视频头部平台月活趋势



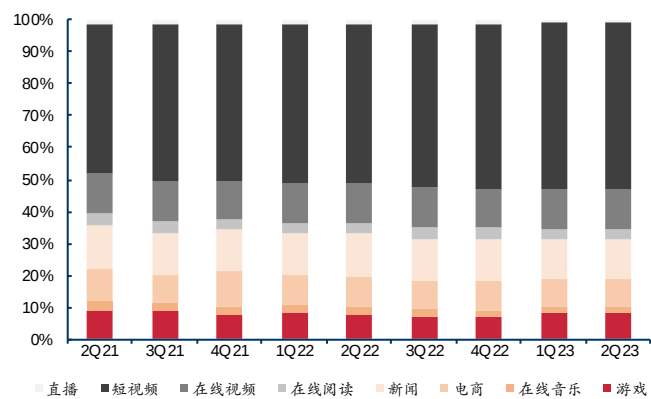
资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

图 17: 长视频头部平台月活趋势



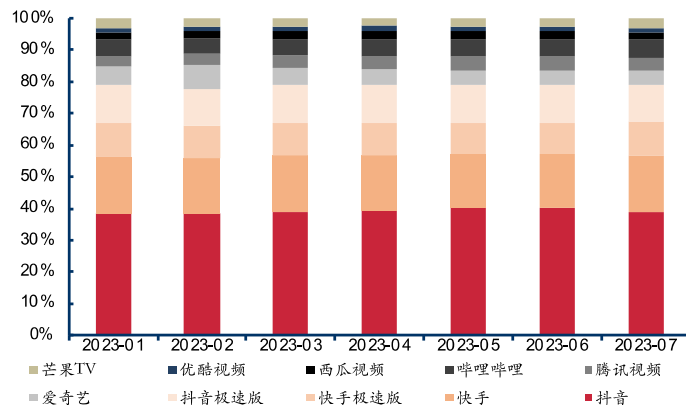
资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

图 18: 互联网行业时长占比中视频进入稳态区



资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

图 19: 视频行业头部平台时长占比趋势



资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

图 20: 可比公司估值

公司	代码	市值 (百万美元)	货币	股价	CMBI评 级	目标价	PE			PS			FY23-25 EPS CAGR
							FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	
快手	1024 HK	36,461	HKD	64	BUY	97	34.0	20.0	12.0	2.3	2.0	1.8	65%
爱奇艺	IQ US	4,734	USD	5	BUY	8.6	12.4	9.1	8.1	1.0	0.9	0.9	24%
游戏													
腾讯控股	700 HK	399,185	HKD	328	BUY	458	19.7	16.8	14.7	4.7	4.2	3.8	15%
阿里巴巴	BABA US	240,735	USD	95	BUY	157	10.3	9.8	8.9	1.8	1.7	1.5	12%
华特迪士尼	DIS US	148,560	USD	81	NA	NA	21.2	16.3	14.1	1.7	1.6	1.5	26%
奈飞	NFLX US	198,831	USD	449	NA	NA	36.9	28.6	23.0	5.9	5.2	4.7	26%
平均							22.0	17.9	15.2	3.5	3.2	2.9	20%
音视频及直播													
腾讯控股	300413 CH	7,391	CNY	29	NA	NA	22.8	19.3	17.0	3.5	3.1	2.8	16%
哔哩哔哩	BILI US	6,316	USD	15	BUY	26	NA	NA	58.8	2.0	1.7	1.5	NA
腾讯音乐	TME US	11,841	USD	7	BUY	9	14.6	13.8	12.3	3.2	3.1	2.8	6%
虎牙	HUYA US	643	USD	3	BUY	6	NA	55.0	14.6	0.7	0.6	0.6	NA
斗鱼	DOYU US	324	USD	1	NA	NA	31.6	25.1	24.2	0.4	0.4	0.4	36%
华文集团	MOMO US	1,528	USD	8	HOLD	14	5.3	5.1	4.8	0.9	0.9	0.9	5%
欢聚集团	YY US	2,160	USD	35	BUY	46	10.5	9.8	8.7	1.0	0.9	0.8	11%
阅文集团	772 HK	4,106	HKD	32	NA	NA	20.1	17.6	15.6	3.8	3.5	3.2	14%
平均							17.5	15.1	13.9	1.9	1.8	1.6	11%
影视行业													
柠檬影视	9857 HK	439	HKD	10	NA	NA	8.6	5.9	NA	1.9	1.4	NA	NA
稻草熊娱乐	2125 HK	63	HKD	1	BUY	4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
平均							8.6	5.9	NA	1.9	1.4	NA	NA
广告													
百度	BIDU US	49,853	USD	143	BUY	201	14.3	13.5	11.8	2.6	2.4	2.2	3%
微博	WB US	3,075	USD	13	BUY	25	6.0	5.4	4.9	1.7	1.6	1.5	11%
Meta	META US	772,334	USD	300	NA	NA	22.1	17.3	15.5	5.8	5.2	4.6	21%
Snap	SNAP US	16,975	USD	10	NA	NA	NA	NA	48.5	3.8	3.3	2.8	NA
平均							14.2	12.1	10.8	2.7	2.4	2.8	12%
总平均							17.3	14.6	13.1	2.4	2.1	1.8	14%

资料来源: 彭博, 招银国际环球市场预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	：股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	：招银国际并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。