

中国互联网行业

视频行业 1Q23 回顾及展望：内容为王，变现提速

1Q23 视频行业月活及时长均呈现稳健增长。其中长视频在爆款剧集加持下，有效实现用户唤醒及时长提升，且全网剧集正片有效播放实现 2% 同比增长。继<狂飙>后，近期<漫长的季节>(腾讯)、<长月烬明>(优酷)、<云襄传>(腾讯、爱奇艺)等头部剧集出圈，预计 5 月及暑假档将迎来精品内容供给提速及加速定档，有望推动会员业务持续上行。看好爱奇艺中台化壁垒、题材精准及利润释放逻辑，近期股价回调提供买点，憧憬 5.10 爱奇艺世界大会剧集分享及 2Q23 精品剧集增量。短视频分流抢时已进入稳态区(1Q23 时长占比稳定在 52%)，注重变现加强，2Q23E 预计有望迎来外循环广告显著复苏，618 大促及本地生活为核心关注点。看好快手广告复苏及电商货币化率提升，潜在催化剂：1) 预计好于预期的 1Q23E；2) 2Q23E 集团扭亏为盈；3) 货架电商增量。

■ **视频行业：流量进入平稳增长区，平台竞合推进。**疫峰过后，全网流量 1Q23 进入平稳增长期(根据 QuestMobile 数据，3 月全网月活 12.1 亿，+2.3% YoY)，粘性略微回落但相对稳定(3 月人均使用时长 -2% YoY)。其中，视频作为线上互娱的主要方式，月活及时长均呈稳健增长。短视频月活规模趋于稳定(3 月 MAU 9.4 亿)，时长占比稳定在 52%。长视频在爆款剧集加持下，有效实现用户唤醒及时长提升(时长占比从 4Q22 12.1% 上升至 1Q23 的 12.3%，基于 QuestMobile 数据)，其中，全网剧集正片有效播放 782 亿，同比上涨 2% (云合数据)。我们认为，当前短视频分流抢时已进入稳态区，注重变现加强，2Q23E 预计有望迎来外循环广告显著复苏，618 大促及本地生活为核心关注点。长视频在优质内容输出下具备溢价能力并发挥片库长尾价值，继<狂飙>后近期<漫长的季节>成功出圈，憧憬 2Q23E 及暑假档多部精品剧集梯度接力。

■ **长视频：流量回暖，憧憬 2Q23E 及暑假档精品内容供给提速。**1Q23 长视频流量回暖，全网剧集正片有效播放量同比上涨 2%，受益于：1) <狂飙> <三体> <去有风的地方>等爆款剧集破圈(<狂飙> <三体> 播放期间，爱奇艺和腾讯视频平均每日新增用户 768 万和 372 万，根据 QuestMobile 数据)；2) 供给提速：云合数据显示，1Q23 上新剧集 92 部(同比增加 12 部)。其中，1Q23 剧集会员内容有效播放同比大涨 27%，会员内容占比提升至 56% (+11ppts)，精品剧集、排播调整、独播自制上升进一步释放会员业务弹性。综艺正片有效播放量同比增长 3%，但供给下降，预计广告招商恢复仍需时间(春节广告预算部分前置到了圣诞及元旦)。分平台，爱奇艺及芒果 1Q23 在有效播放及用户层面均呈上升态势，其中爱奇艺/芒果/腾讯/优酷剧集正片有效播放 +30%/+9%/-30%/-5% YoY (云合数据)，月活 +9%/+17%/-12%/-9% YoY (QuestMobile 数据)。随着 4&5 月上线的<漫长的季节>(腾讯)、<长月烬明>(优酷)、<云襄传>(腾讯、爱奇艺)头部剧集输出，预计腾讯优酷有望恢复上行。继<狂飙>后，爱奇艺上线多部高热度剧集，包括<龙城>、<乘风十三载>、<云襄传>等，憧憬 5.10 爱奇艺世界大会剧集分享及 2Q23 精品剧集增量(如<宁安如梦>、<长风渡>、<无忧渡>等)。

■ **短视频：聚焦广告复苏及电商/本地生活增量。**1Q23 短视频时长趋于稳定，月活及日活稳中有升，其中抖快主站月活分别 +6%/6% YoY，日活 +6%/2% YoY (根据 QuestMobile 数据)。随着 4 月抖音和腾讯达成版权合作，长短视频竞争趋缓，我们认为短视频重心聚焦商业化提速，包括电商商城增量及本地生活扩张。预计 1Q23 直播电商 GMV 同比增长 >25% (其中快手预计 +28% YoY)，市占率持续提升，且受益于服饰回暖。2Q23E GMV 增势将持续，受益于低基数及 618 大促。此外，短视频外循环广告有望从 4 月开始显著恢复，受益于线下及游戏广告预算恢复。抖音本地生活激进投入及扩张，引发美团 3 月开始补贴加大(多项第三方数据显示美团防御相对有效)，竞争格局演进及对美团到店利润率影响为市场核心关注点。

优于大势
(维持)

中国互联网

黄群

(852) 3900 0889

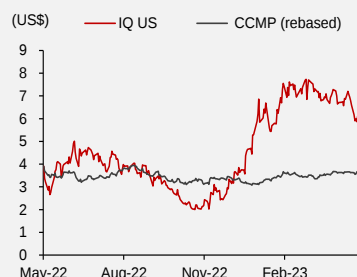
sophiehuang@cmbi.com.hk

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. [Kuaishou \(1024 HK\) – Stronger 1Q23E on better ecommerce & LS – 24 Apr 2023](#)
2. [爱奇艺 \(IQ US\) – 2023 投资日：中台化生态优势凸显，打造匠心内容 – 4 Apr 2023](#)

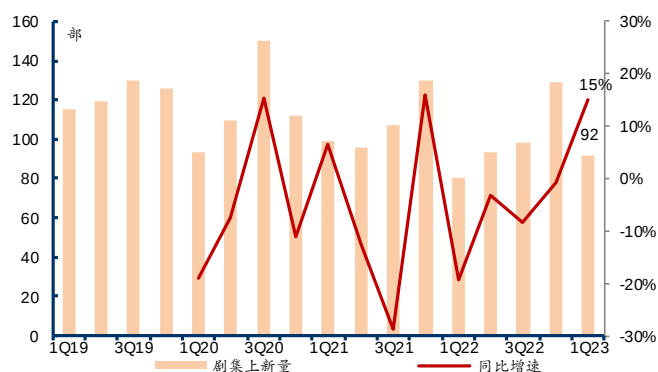
■ **推荐标的: 爱奇艺(IQ US), 快手(1024 HK)。**我们看好长视频提质减量、优质内容驱动会员上行逻辑。首选爱奇艺, 虽然<狂飙>高峰后短期因友商部分剧集出圈而用户回落, 但我们认为其中台化下的爆款制作能力及题材精准把握依然构筑高护城河, 且期待后续精品头部剧集上线。短期股价回调提供潜在买点, 憧憬: 1) 5.10 爱奇艺世界大会; 2) 1Q23E 业绩强劲; 3) 5 月及暑假精品头部剧集加速定档。爱奇艺当前估值为 18/12x FY23/24E P/E (对应调整后净利润 FY23-25 CAGR 27%), 低于最可比公司芒果 (27x FY23E P/E, 调整后净利润 CAGR 12%) 和奈飞 (27x FY23E P/E)。维持买入评级, 目标价 8.6 美元。短视频层面, 看好快手广告复苏及电商货币化率提升, 潜在催化剂: 1) 预计好于预期的 1Q23E; 2) 集团层面预计 2Q23 实现扭亏为盈; 3) 货架电商增量。快手当前估值对应 1.8x FY23E P/S, 估值吸引, 维持买入评级, 目标价 94 港元。

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
爱奇艺	IQ US	5,566	USD	6	BUY	9	17.7	11.8	9.3	1.2	1.1	1.0
快手	1024 HK	28,046	HKD	51	BUY	94	NA	21.6	10.8	1.8	1.5	1.4
头部平台												
腾讯控股	700 HK	415,033	HKD	340	BUY	455	20.0	17.1	14.7	4.6	4.1	3.7
阿里巴巴	BABA US	210,830	USD	81	BUY	154	10.9	9.4	8.4	1.7	1.5	1.4
迪士尼	DIS US	184,254	USD	101	NA	NA	25.9	19.2	15.8	2.0	1.9	1.8
奈飞	NFLX US	141,942	USD	319	NA	NA	27.4	21.6	18.0	4.2	3.7	3.4
平均							18.9	15.2	12.9	3.1	2.8	2.6
音视频及直播												
芒果超媒	300413 CH	9,535	CNY	35	NA	NA	27.3	23.1	21.5	4.1	3.6	3.3
哔哩哔哩	BILI US	7,936	USD	19	BUY	30	NA	NA	45.3	2.2	1.9	1.6
腾讯音乐	TME US	12,150	USD	7	BUY	11	15.2	14.1	12.6	2.8	2.6	2.5
虎牙	HUYA US	758	USD	3	BUY	7	NA	55.1	28.1	0.6	0.6	0.6
斗鱼	DOYU US	356	USD	1	NA	NA	NA	NA	NA	0.5	0.4	0.4
华文集团	MOMO US	1,513	USD	8	HOLD	14	5.3	4.9	4.6	0.9	0.8	0.8
欢聚集团	YY US	2,126	USD	30	BUY	46	15.0	11.3	9.4	0.9	0.8	0.7
阅文集团	772 HK	4,391	HKD	34	NA	NA	19.8	17.2	15.3	3.6	3.3	3.1
平均							16.5	14.1	12.7	1.9	1.8	1.6

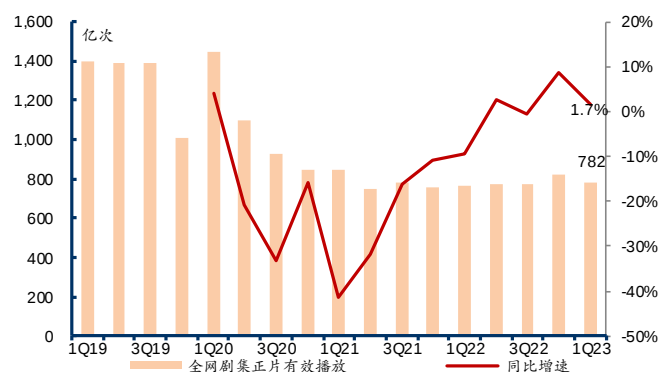
资料来源: 公司数据, 彭博, 招银国际环球市场预测

图 1: 全网国产剧集上新数量



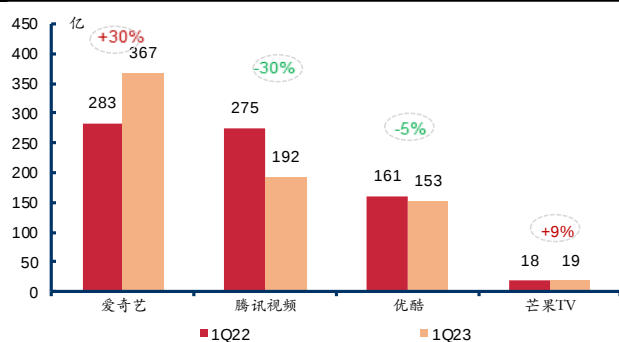
资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 2: 全网剧集正片有效播放量



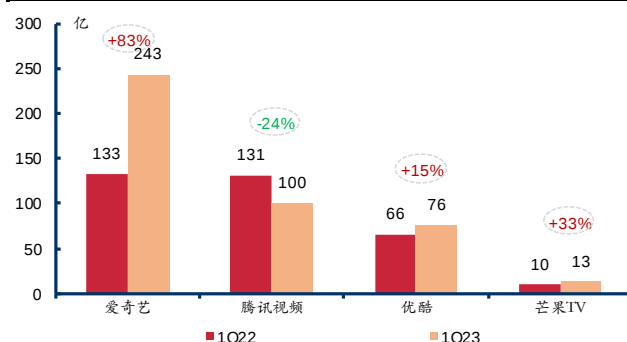
资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 3: 各平台全网剧集正片有效播放



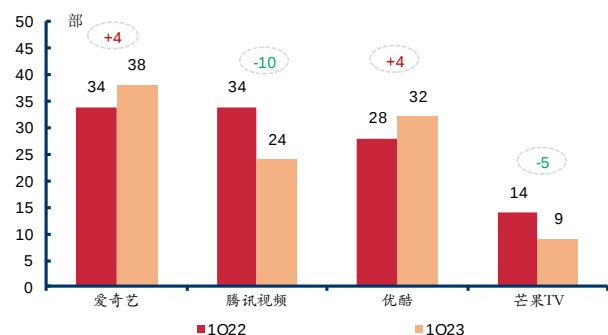
资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 4: 各平台全网剧集会员内容有效播放



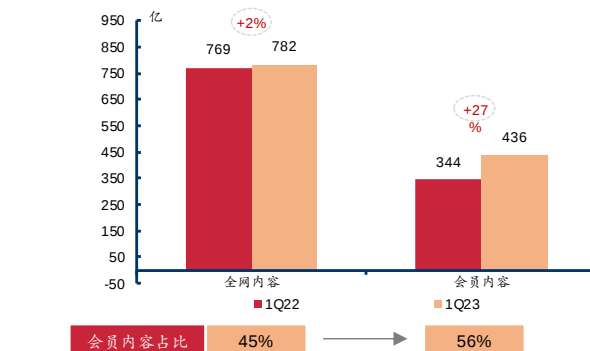
资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 5: 各平台上新剧部数



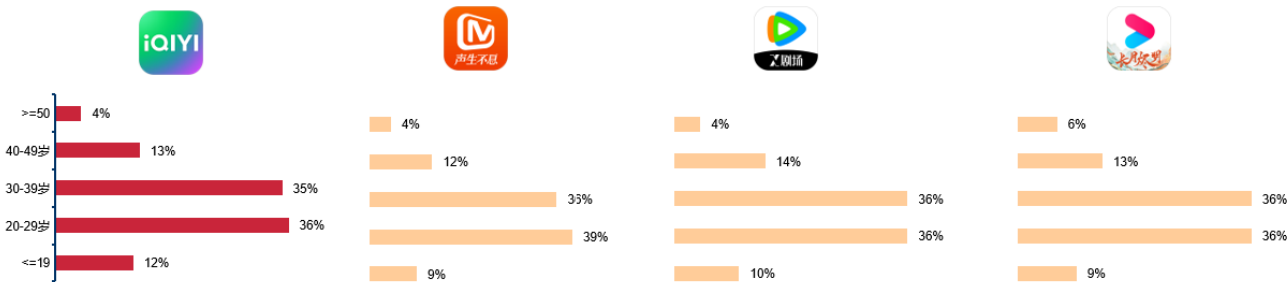
资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 6: 全网剧集正片有效播放中会员内容占比提升



资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 7: 平台上新独播剧用户画像



资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 8: 1Q23 全网剧集有效播放霸屏榜

排名	剧名	正片有效播放	市占率	上线日期	播放平台
1	狂飙	95.4亿	12.2%	1/14/2023	iQIYI
2	向风而行	15.9亿	2.0%	12/26/2022	iQIYI
3	我们的日子	11.8亿	1.5%	2/6/2023	iQIYI
4	纵有疾风起	11.7亿	1.5%	1/1/2023	iQIYI
5	少年歌行	11.0亿	1.4%	12/26/2022	YOUKU
6	三体	11.0亿	1.4%	1/15/2023	YOUKU
7	浮图缘	10.5亿	1.3%	12/27/2022	iQIYI
8	去有风的地方	9.1亿	1.2%	1/3/2023	腾讯视频
9	归路	8.8亿	1.1%	3/14/2023	iQIYI
10	星落凝成糖	8.2亿	1.0%	2/16/2023	YOUKU

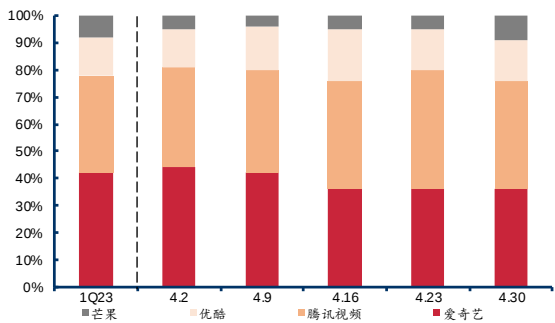
资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 9: 1Q23 有效播放榜单日市占率峰值

排名	剧名	市占率	上线日期	播放平台
1	狂飙	67.9%	2/1/2023	iQIYI
2	向风而行	28.0%	1/8/2023	iQIYI
3	归路	23.8%	3/30/2023	iQIYI
4	我们的日子	20.1%	2/25/2023	iQIYI
5	星落凝成糖	19.5%	3/11/2023	YOUKU
6	他是谁	18.9%	3/21/2023	YOUKU
7	纵有疾风起	17.0%	1/14/2023	iQIYI
8	浮图缘	14.9%	1/1/2023	iQIYI
9	九霄寒夜暖	14.4%	3/12/2023	iQIYI
10	回响	13.9%	3/20/2023	iQIYI

资料来源: 云合, 招银国际环球市场

图 10: 各平台预计会员收入占比 (4 月按周计)



资料来源: Sensor Tower, 招银国际环球市场

图 11: 5.2 全网剧集有效播放霸屏榜

排名	片名	正片有效市占率	上映天数	播出集数/总集数	上线时间	播放平台
1	长月烬明	29.6%	27天	34/40集	4/6/2023	YOUKU
2	云襄传	14.1%	2天	8/36集	5/1/2023	iQIYI
3	漫长的季节	8.8%	11天	12全集	4/22/2023	YOUKU
4	你给我的喜欢	7.6%	9天	14/28集	4/24/2023	YOUKU
5	龙域	6.2%	18天	36全集	4/15/2023	iQIYI
6	破事精英2	3.5%	4天	12/24集	4/29/2023	iQIYI
7	尘封三十载	3.2%	27天	24全集	4/6/2023	iQIYI
8	无眠之境	3.1%	10天	16/24集	4/23/2023	腾讯视频
9	无间	2.9%	34天	40全集	3/30/2023	YOUKU
10	战火中的青春	2.8%	10天	19/39集	4/23/2023	iQIYI

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
骑着鱼的猫	长信影视传媒、梓腾影视文化	爱情	吕小雨、罗正、林妍柔
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
柳叶摘星辰	爱奇艺、睿星娱乐、莱可传媒	爱情	唐晓天、庄达菲、林枫松
外婆的新世界	爱奇艺, 光芒影业, 十间传媒	生活	闫妮、邓恩熙
花溪记	爱奇艺、芭喜满满、华联映画	爱情	邢菲、徐开骋、徐方舟
莲花楼	欢瑞世纪	爱情	成毅、曾舜晞、肖顺尧
漫影寻踪	嘉愉互晓文化传媒	爱情	杨颖、王安宇、匡牧野
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、李春嫒、刘泊潇
消失的十一层	爱奇艺, 新力量文化	悬疑	潘粤明、陈数、果靖霖
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
你好生活	爱奇艺, 煌程影业	生活	热依扎、王阳、啜妮
七时吉祥	爱奇艺, 恒星引力	古装	杨超越、丁禹兮
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
花戎	爱奇艺, 上海丝芭影视	古装	鞠婧祎、郭俊辰、刘冬沁
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
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
长风渡	爱奇艺, 烈火影业, 盛阅影视	古装	白敬亭、宋轶、刘学义
宁安如梦	爱奇艺	古装	白鹿、张凌赫、王星越
不完美受害人	浩瀚影视, 爱奇艺	悬疑	周迅、刘奕君、林允
一念关山	爱奇艺	古装	刘诗诗、刘宇宁

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
玉骨遥	企鹅影视	古装	肖战、任敏、王楚然
长相思	企鹅影视、星莲影视	古装	杨紫、张晚意、檀健次
与凤行	上海阅新	古装	赵丽颖、林更新
繁花	企鹅影视、上海电影、上海繁花里	生活	胡歌、马伊琍、唐嫣
梦中的那片海	西嘻影业、新湃传媒	爱情	肖战、李沁
公诉精英	四川世纪华纳、成都世纪华纳	生活	迪丽热巴、佟大为
暮色心约	浙江东阳宏邦	生活	任嘉伦、杨颖
照亮你	企鹅影视、海棠果影业	生活	陈伟霆、章若楠
好事成双	西嘻影业	爱情	张小斐、黄晓明
平凡之路	中央电视台、企鹅影视、新丽电视文化	爱情	郭麒麟、金晨
西出玉门	企鹅影视	悬疑	倪妮、白宇

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	
后浪	耀客传媒、优酷	生活	吴刚、赵露思、罗一舟
鸣龙少年	优酷、哇唧唧哇	生活	张若昀、黄尧、王锵
安乐传	上海影视	古装	迪丽热巴、龚俊、刘宇宁
护心	优酷、好奇心影业、中广天择、完美世界影	古装	侯明昊、周也、王以纶
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
灿烂！灿烂！	完美世界影视、优酷	生活	郭京飞、任敏、王源
花桥喜事	枫润影视文化	爱情	田曦薇、敖瑞鹏、白冰可
做自己的光	优酷、时代光影	生活	刘涛、秦海璐、刘宇宁

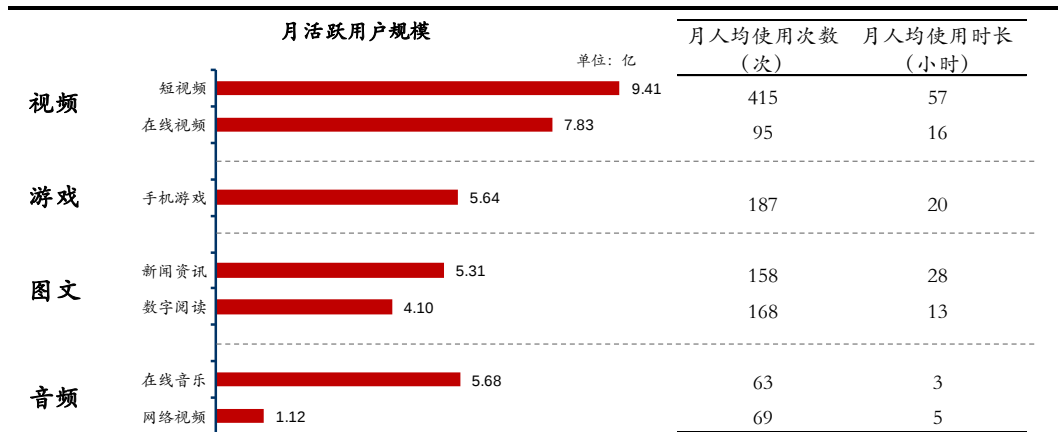
资料来源：公司数据，招银国际环球市场整理

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	
以爱为营	东阳烈火影视	爱情	白鹿、王鹤棣、魏哲鸣
我的人间烟火	东阳悦凯影视	生活	杨洋、王楚然、魏大勋
大宋少年志2	芒果影视文化有限公司	悬疑	张新成、周雨彤、王佑硕
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
亲爱的天狐大人	芒果TV、丝芭影视	古装	王佑硕、吕小雨、杨霖
白日梦我	稻草熊影业	爱情	庄达菲、周翊然、陈鹤一

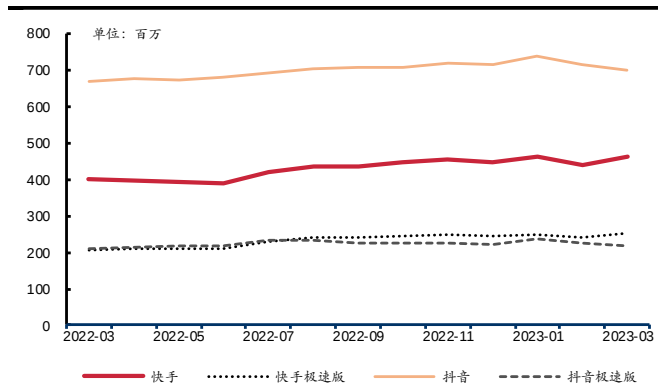
资料来源：公司数据，招银国际环球市场整理

图 16: 2023 年 3 月线上娱乐相关 APP 行业用户规模及用户粘性



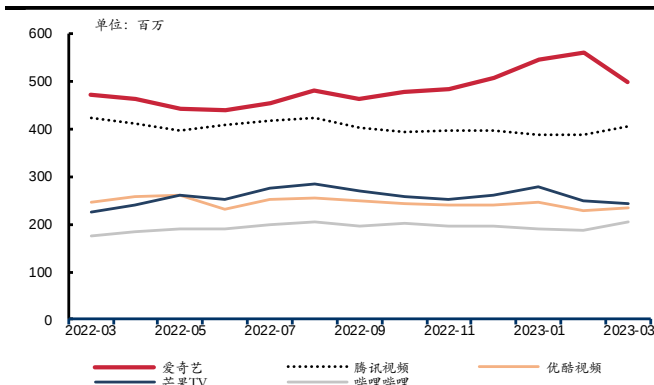
资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

图 17: 短视频头部平台月活趋势



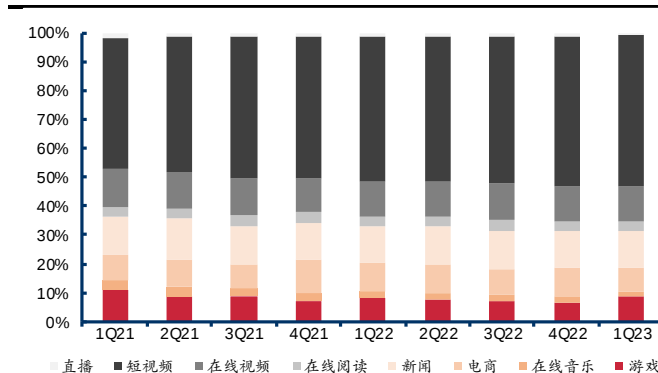
资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

图 18: 长视频头部平台月活趋势



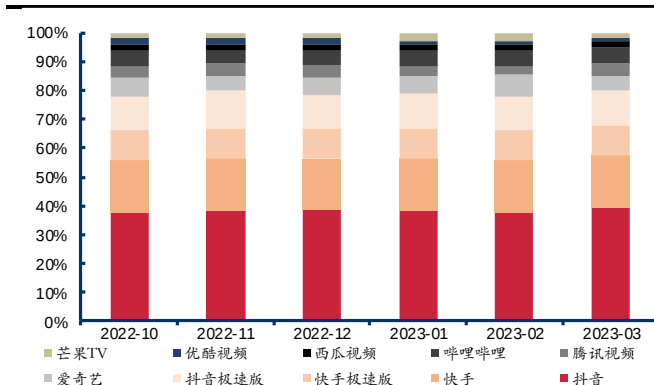
资料来源: QuestMobile, 招银国际环球市场

图 19: 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 20: 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 21: 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			EV/EBIT			FY23-25 EPS CAGR
							FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	
爱奇艺	IQ US	5,566	USD	6	BUY	9	17.7	11.8	9.3	1.2	1.1	1.0	19.3	13.5	10.9	27%
快手	1024 HK	28,046	HKD	51	BUY	94	NA	21.6	10.8	1.8	1.5	1.4	NA	48.8	14.2	287%
头部平台																
腾讯控股	700 HK	415,033	HKD	340	BUY	455	20.0	17.1	14.7	4.6	4.1	3.7	15.7	13.8	12.5	17%
阿里巴巴	BABA US	210,830	USD	81	BUY	154	10.9	9.4	8.4	1.7	1.5	1.4	9.9	8.2	7.1	11%
迪士尼	DIS US	184,254	USD	101	NA	NA	25.9	19.2	15.8	2.0	1.9	1.8	18.6	14.9	12.5	29%
奈飞	NFLX US	141,942	USD	319	NA	NA	27.4	21.6	18.0	4.2	3.7	3.4	23.5	18.6	15.0	27%
平均							18.9	15.2	12.9	3.1	2.8	2.6	16.9	13.9	11.8	21%
音视频及直播																
芒果超媒	300413 CH	9,535	CNY	35	NA	NA	27.3	23.1	21.5	4.1	3.6	3.3	23.7	20.0	17.7	12%
哔哩哔哩	BILI US	7,936	USD	19	BUY	30	NA	NA	45.3	2.2	1.9	1.6	NA	NA	NA	NA
腾讯音乐	TME US	12,150	USD	7	BUY	11	15.2	14.1	12.6	2.8	2.6	2.5	13.0	11.6	10.3	11%
虎牙	HUYA US	758	USD	3	BUY	7	NA	55.1	28.1	0.6	0.6	0.6	NA	NA	NA	NA
斗鱼	DOYU US	356	USD	1	NA	NA	NA	NA	NA	0.5	0.4	0.4	NA	NA	NA	NA
华文集团	MOMO US	1,513	USD	8	HOLD	14	5.3	4.9	4.6	0.9	0.8	0.8	1.3	1.2	1.2	6%
欢聚集团	YY US	2,126	USD	30	BUY	46	15.0	11.3	9.4	0.9	0.8	0.7	NA	NA	NA	26%
阅文集团	772 HK	4,391	HKD	34	NA	NA	19.8	17.2	15.3	3.6	3.3	3.1	17.7	13.9	12.7	12%
平均							16.5	14.1	12.7	1.9	1.8	1.6	10.7	8.9	8.1	10%
影视制作																
柠萌影视	9857 HK	598	HKD	13	NA	NA	10.6	7.3	NA	2.2	1.7	NA	6.3	3.9	NA	NA
猫耳熊娱乐	2125 HK	86	HKD	1	BUY	4	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
平均							10.6	7.3	NA	2.2	1.7	NA	6.3	3.9	NA	NA
广告																
百度	BIDU US	40,794	USD	117	BUY	196	12.7	10.9	9.5	2.1	1.9	1.7	10.0	8.5	7.2	33%
微博公司	WB US	3,821	USD	16	BUY	29	7.2	6.4	5.9	2.0	1.8	1.7	5.6	4.8	3.9	12%
Meta	META US	607,444	USD	237	NA	NA	19.6	16.1	14.9	4.8	4.3	3.9	16.1	13.1	11.7	16%
Snap	SNAP US	12,926	USD	8	NA	NA	NA	NA	37.0	2.8	2.5	2.1	NA	NA	NA	NA
平均							13.2	11.2	10.1	2.9	2.6	2.4	10.5	8.8	7.6	20%
总平均							16.7	13.7	12.5	2.5	2.2	2.0	12.5	10.2	9.4	17%

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）没有在有关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误差、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来进行交易。

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。