

前瞻研究互联网行业2023年下半年投资策略

静待复苏推进估值修复，以回购+分红增强股东回报

廖原

中信证券研究部 前瞻研究互联网分析师

2023年6月1日

CONTENTS

目录

1. 行情回顾：多重因素扰动短期股价，估值处于历史低位
2. 基本面：Top line静待宏观复苏，Bottom line持续受益于降本增效
3. 投资建议：关注低估值+现金流强劲+拓展新技术/新市场的头部公司

行情回顾：交易性因素导致互联网板块整体弱于大盘

2022年至今恒生科技指数复盘



行情回顾：交易性因素导致互联网板块2023年至今弱于美股科技



主要科技指数及重点公司涨跌幅

	近5日	近一个月	年初至今	近一年	2022年涨跌幅	2021年 高点至今
纳斯达克指数	2.2%	6.1%	24.0%	7.0%	-33.1%	-19.2%
恒生科技指数	-1.2%	-6.5%	-11.7%	-16.2%	-27.2%	-66.7%
中概互联网指数	3.0%	-6.7%	-13.6%	-6.2%	-17.2%	-74.8%
网易	7.2%	0.9%	22.6%	-14.8%	-26.0%	-30.1%
贝壳	1.4%	-1.8%	10.3%	34.0%	-30.6%	-79.9%
百度	6.2%	4.5%	10.2%	-9.4%	-23.1%	-62.9%
唯品会	0.3%	-4.3%	10.2%	65.0%	62.4%	-67.0%
腾讯控股	-2.9%	-8.4%	-0.6%	-5.1%	-24.3%	-55.0%
猎聘	-0.2%	-14.0%	-6.1%	-30.7%	-51.5%	-68.7%
阿里巴巴	-1.1%	-5.2%	-9.8%	-18.0%	-27.5%	-70.9%
拼多多	19.0%	4.8%	-12.4%	47.9%	39.9%	-64.8%
爱奇艺	0.2%	-26.2%	-15.1%	13.1%	16.2%	-84.4%
微博	-0.1%	-12.7%	-20.0%	-30.5%	-38.3%	-75.6%
满帮	4.8%	-8.8%	-27.0%	-1.7%	-4.4%	-72.8%
快手-W	-4.8%	-0.2%	-27.9%	-27.8%	-1.4%	-87.7%
哔哩哔哩	2.1%	-17.0%	-28.7%	-20.5%	-48.9%	-89.2%
BOSS直聘	1.7%	-22.8%	-29.9%	-23.4%	-41.6%	-66.1%
美团-W	-8.1%	-12.9%	-33.7%	-33.9%	-22.5%	-74.3%
京东	-1.7%	-5.9%	-41.1%	-41.8%	-17.7%	-68.1%

宏观环境：恒生科技指数与汇率走势基本同步，多因素影响表现

■ 互联网步入成熟阶段，行情演绎更多围绕宏观Beta：

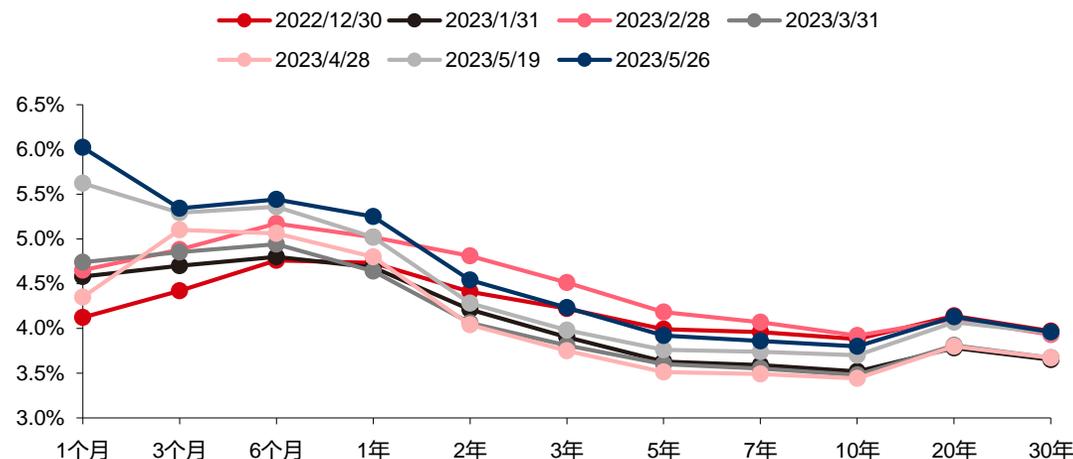
- 国内基本面向上（复苏超预期）-->汇率升值-->外资流入-->互联网反弹
- 海外流动性收缩（通胀超预期）-->汇率贬值-->外资流出-->互联网调整
- 中美关系

恒生科技指数与美元强相关



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国国债收益率曲线



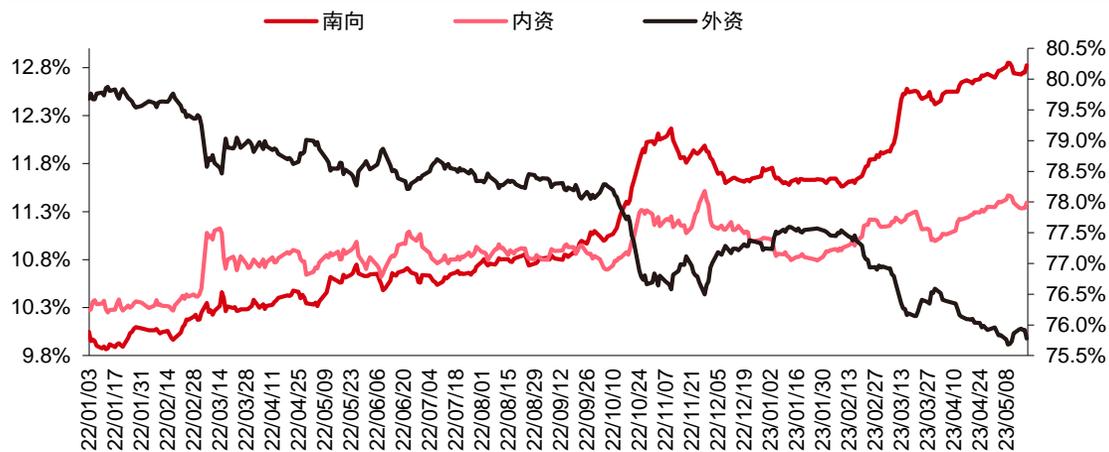
美联储加息利率概率表（5月30日更新）

MEETING PROBABILITIES														
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/6/14							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	40.4%	59.6%	0.0%
2023/7/26		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.4%	52.0%	23.6%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	30.2%	46.0%	18.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.7%	18.4%	38.6%	31.5%	8.8%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	10.4%	28.3%	35.1%	20.4%	4.5%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.2%	22.0%	32.7%	25.5%	10.0%	1.6%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	5.7%	18.5%	30.2%	27.3%	13.8%	3.6%	0.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	5.9%	18.7%	30.1%	27.0%	13.6%	3.5%	0.4%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	3.9%	13.6%	25.6%	28.2%	18.9%	7.5%	1.6%	0.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.3%	12.0%	23.5%	27.8%	20.5%	9.5%	2.6%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.4%	3.1%	11.5%	23.0%	27.6%	20.9%	10.0%	3.0%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.3%	3.0%	11.2%	22.5%	27.4%	21.2%	10.5%	3.3%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

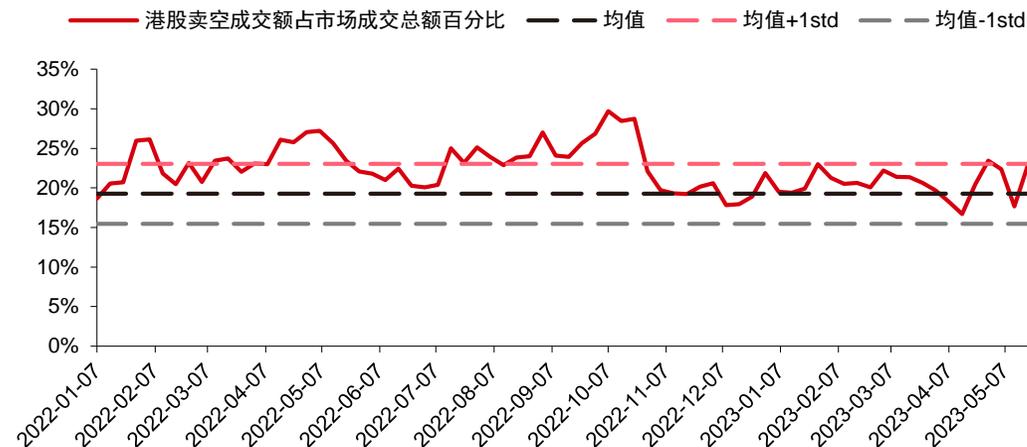
资料来源：CME，中信证券研究部

行情回顾：外资有所流出，对冲基金卖空博弈活跃

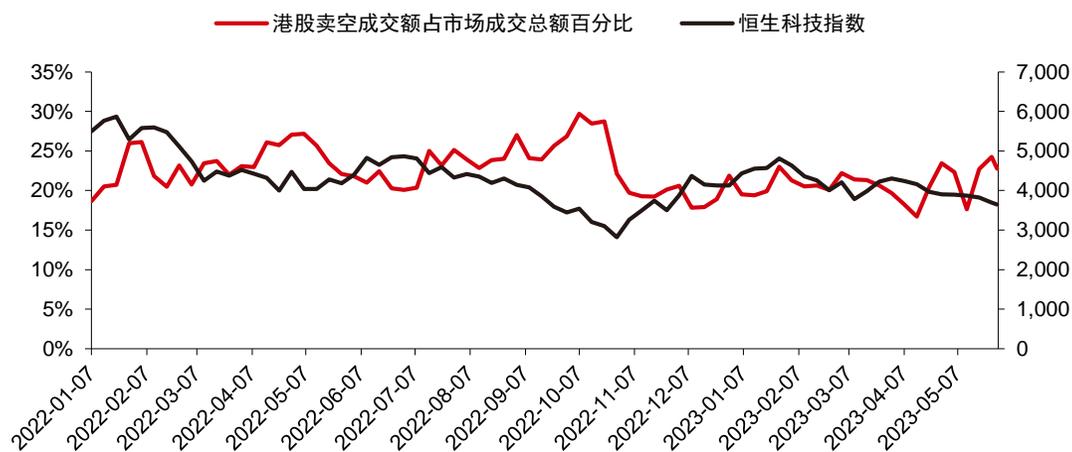
港股市场投资者结构



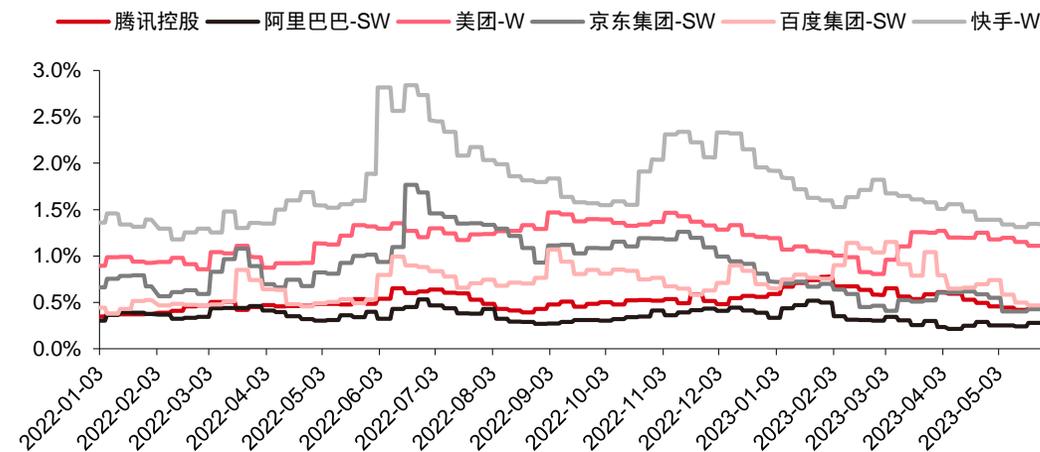
港股卖空成交量占市场成交总量百分比



港股卖空成交量占比与恒生科技指数

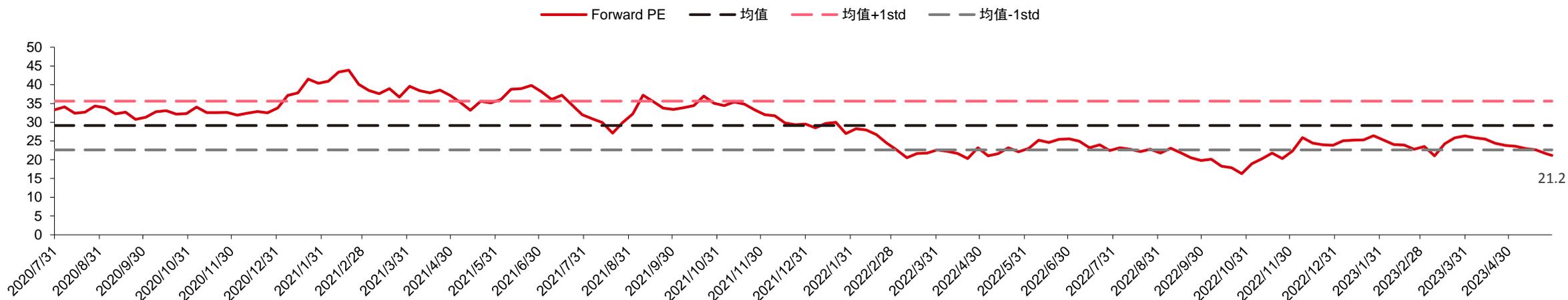


未平仓卖空数占总股本比例

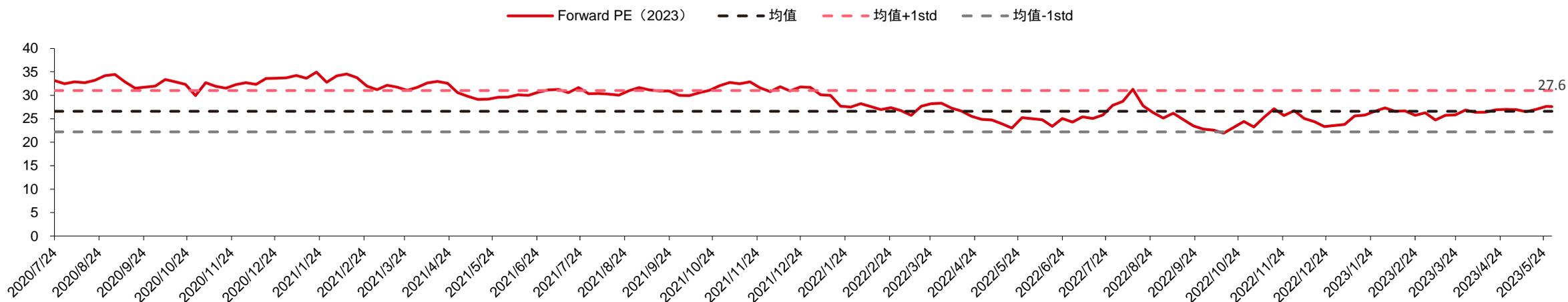


估值水平：对比海外处于低位区间，复苏推进有望驱动估值修复

恒生科技指数估值水平



纳斯达克指数估值水平



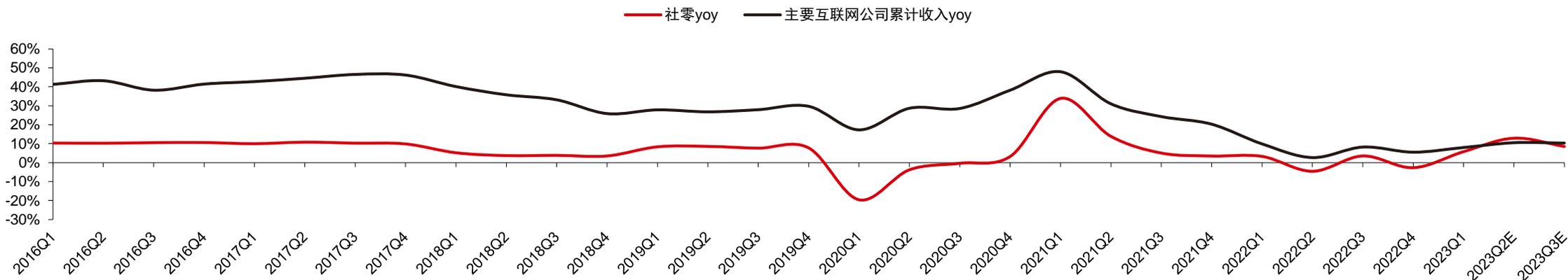
CONTENTS

目录

1. 行情回顾：多重因素扰动短期股价，长期估值处于历史低位
2. 基本面：Top line静待宏观复苏，Bottom line持续受益于降本增效
3. 投资建议：关注低估值+现金流强劲+拓展新技术/新市场的头部公司

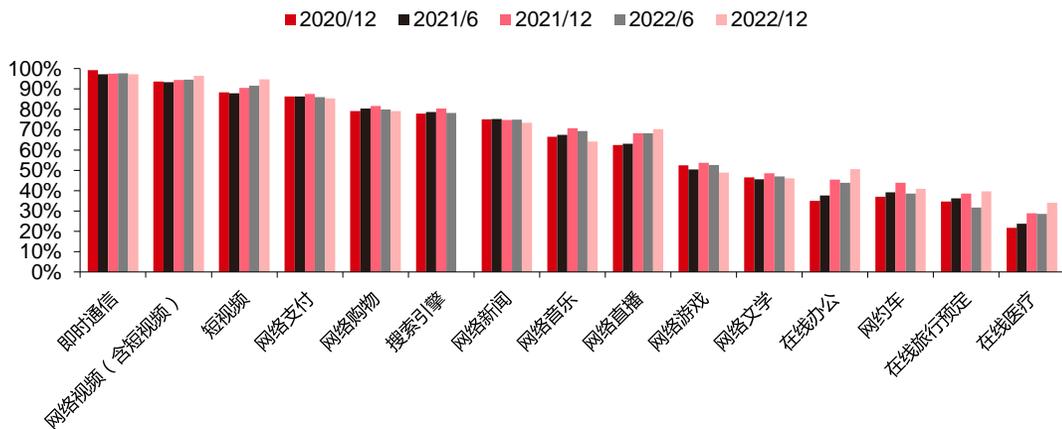
行业趋势：存量业务渗透率已达高位，竞争格局成为市场关注

互联网公司业务增长和宏观相关性加深



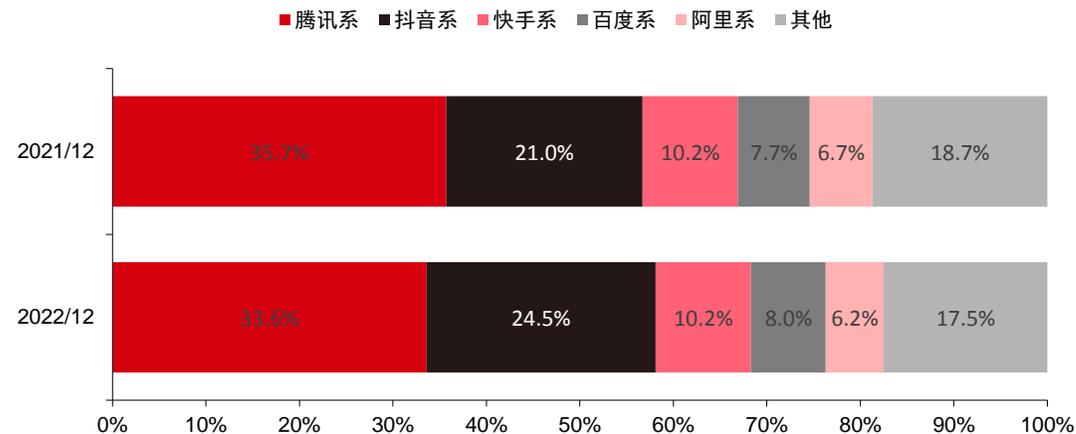
资料来源：各公司公告，彭博一致预期，中信证券研究部 注：样本公司包括阿里、腾讯、京东、百度、唯品会，2017Q3后加入美团，2018Q1后加入拼多多，2019Q3后加入快手

主要互联网子行业网民使用率



资料来源：CNNIC，中信证券研究部

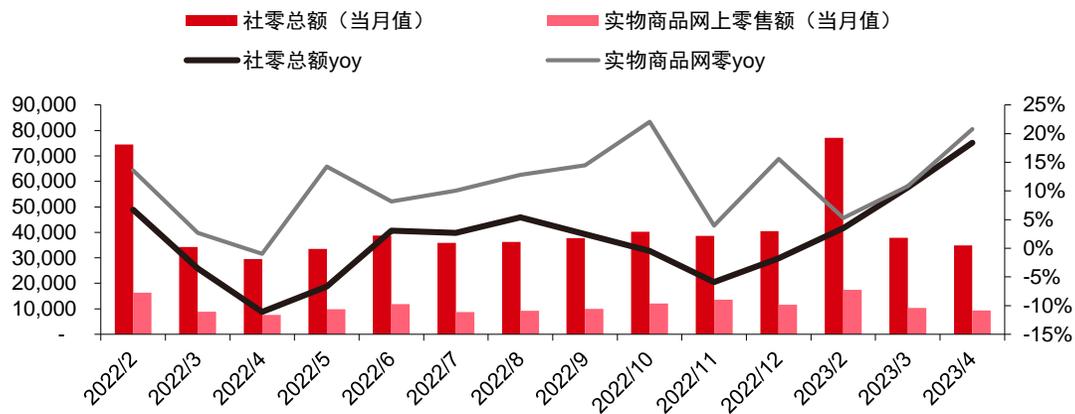
移动互联网巨头系APP使用时长占比



资料来源：QuestMobile，中信证券研究部

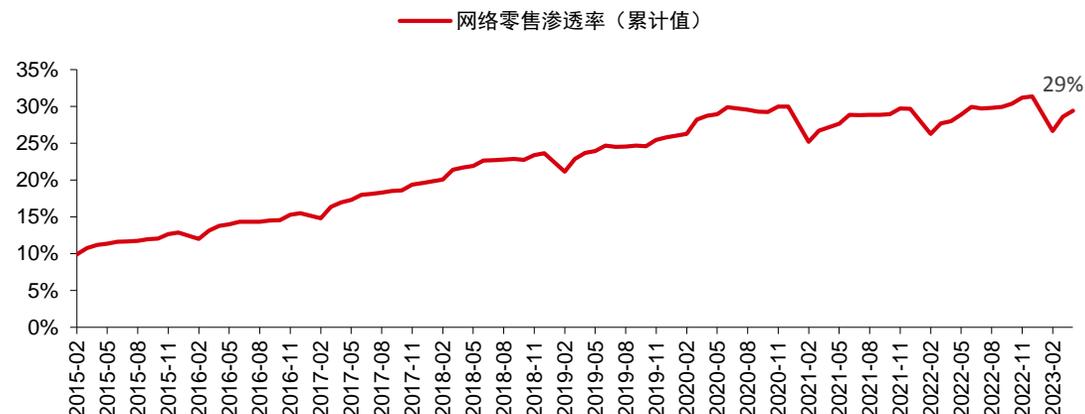
电商：消费者信心逐月修复，消费复苏可期

社零与网零总额（亿元）及增速



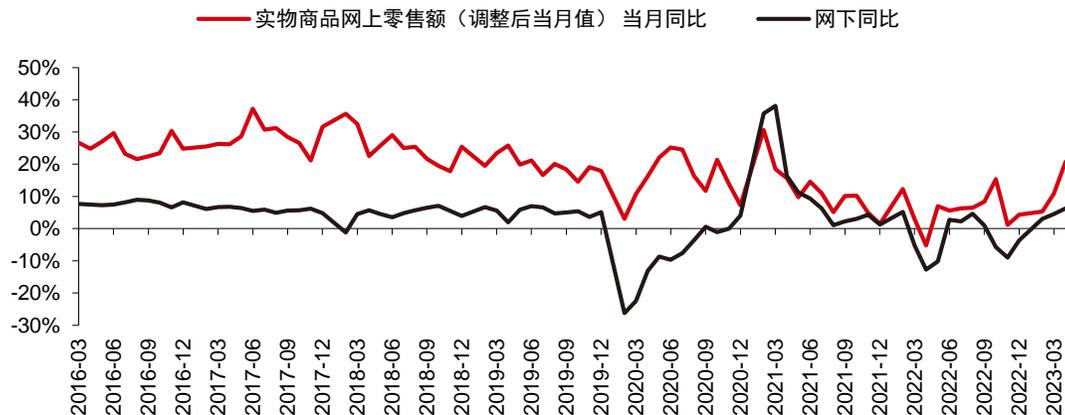
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

网络零售渗透率（累计值）



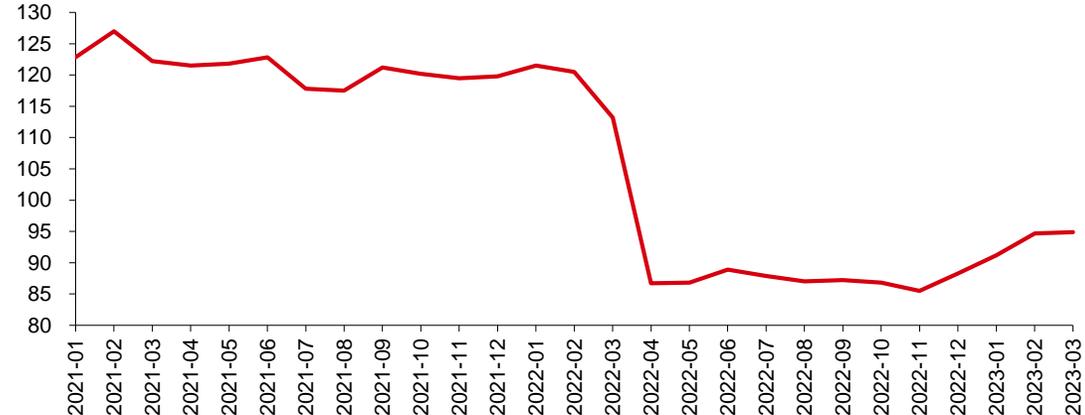
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

线上与线下零售同比增速



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

消费者信心指数（月）



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

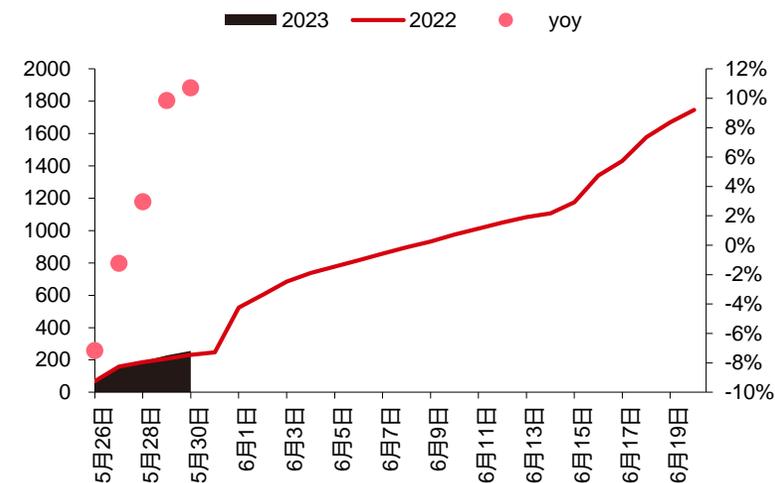
电商：低价竞争抢夺消费者心智，关注618表现

主要电商平台618活动策略

平台	时间周期	运营策略
淘宝	<p>预售期：5月26日20:00-5月31日； 开门红：5月31日20:00-6月3日24:00； 品类日：6月4日-6月13日； 预热期：6月14日-6月15日； 狂欢期：6月15日20:00-6月20日24:00。</p>	<p>史上投入最大：淘天今年618全周期预计实现超600亿流量曝光，阿里妈妈将提供总计23亿红包为超100万商家带来百亿流量； 品牌商家红利：“好货好价”商品在今年618将获得确定性流量支持；平台对新品尖货的扶持力度将继续加大； 上线淘宝好物节，为中小商家提供专属618营销通道； 内容型商家将成为流量倾斜的重要方向。</p>
京东	<p>5月23日20:00开启预售，5月31日20:00全面开启； BIG DAY：超级秒杀日、万店狂欢日、PLUS DAY、百亿补贴日、超级新品日、超级直播日。</p>	<p>重点：低价、直播、新品，参与百亿补贴的商品数量将达3月的10倍以上，每位用户每天最多可以领三张“满200减20”补贴券； 全行业投入力度最大的一次618：面向所有商家投入增加20%，帮助商家平均降低30%运营成本，并实现中小微商家销售增速翻倍； “便宜包邮”频道主要为产业带商品提供低价格带商品流量场，以满足下沉用户的消费需求。</p>
抖音	<p>种草期：5.13-5.24 预热期：5.24-6.1 开门红：6.1-6.3 爆发期：6.16-6.18</p>	<p>商品：平台将根据商品成交、用户、服务等表现优选重点货品，通过0坑位费用、亿级流量激励、多重价格补贴、全域阵地曝光，以及覆盖引流、承接到转化的全链路，助力商品全面爆发，通过优价好物的吸引力，为商家提供优质流量导入与补贴扶持，打造爆款单品。 内容：“好物直播间”将为商家与达人提供流量与货品补贴支持；“精选联盟品类日”通过精选联盟选品广场多重资源位，实现商达高效撮合；“抖客万单计划”将通过站内外内容大体量的曝光，催化商家爆品的诞生。 品牌化：“品牌馆”与“品牌嘉年华”将通过公域流量引流，帮助商家实现人群资产的焕活与沉淀。</p>
快手	<p>预售期：5.18-5.31 正式期：6.1-6.18</p>	<p>快手电商将投入100亿平台流量和10亿商品补贴，助力商家生意增长。快手电商也将推出直播间大牌大补、商品预售、直播间消费金等玩法，帮助商家抓住大促竞争关键窗口期。</p>

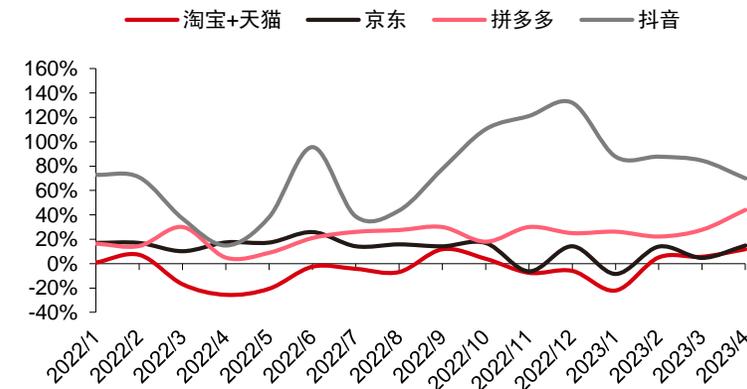
资料来源：淘天集团618商家大会，京东618动员会，巨量引擎微信公众号，快手电商微信公众号，抖音618好物节招商大会，京东黑板报微信公众号，中信证券研究部

天猫618日累计销售额及累计同比增速



资料来源：魔镜，中信证券研究部，截至2023年5月30日

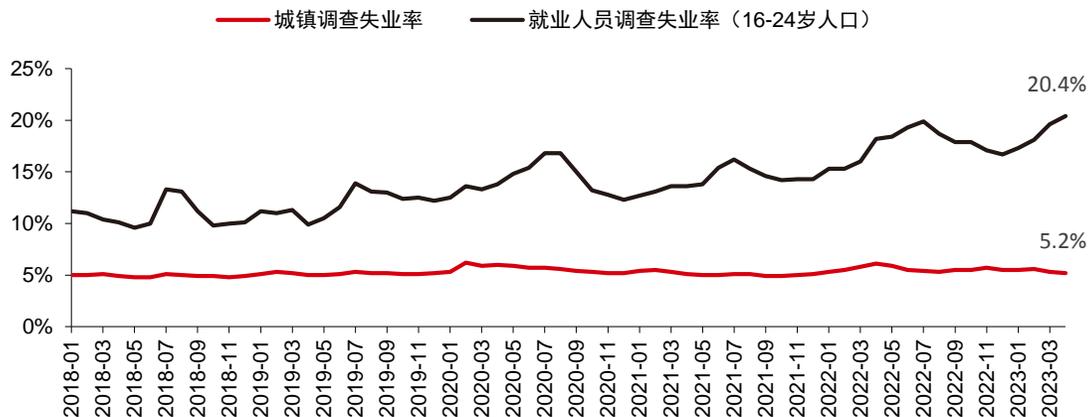
主要电商平台GMV月同比增速



资料来源：魔镜，燃数，专家调研，中信证券研究部

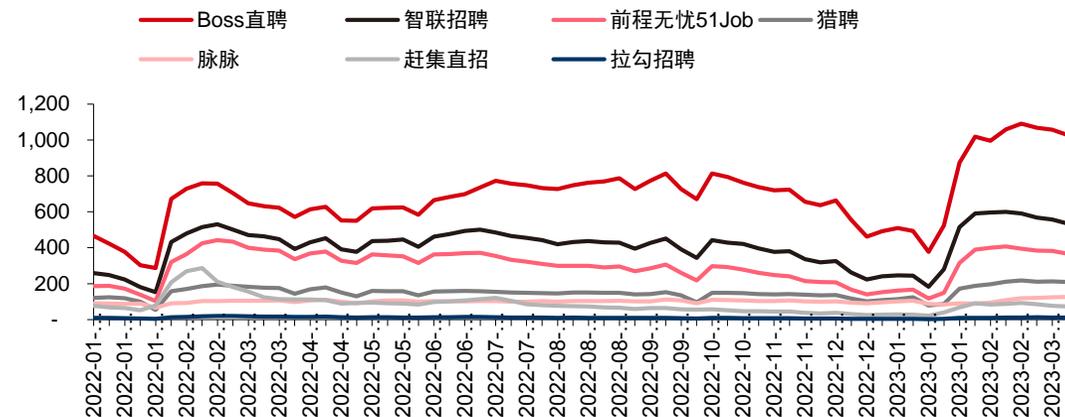
在线招聘：结构性分化，企业端招聘需求逐步恢复

国内劳动力失业率情况



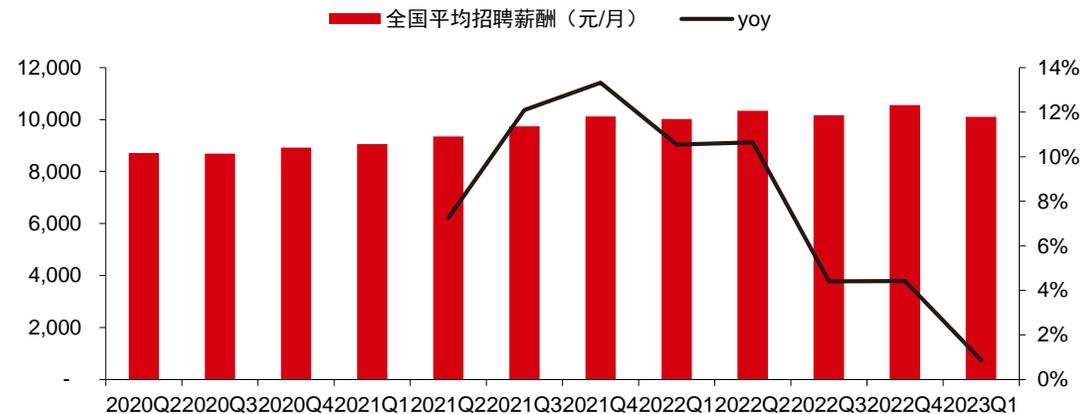
资料来源：国家统计局，中信证券研究部

主要在线招聘平台DAU（万，周度）



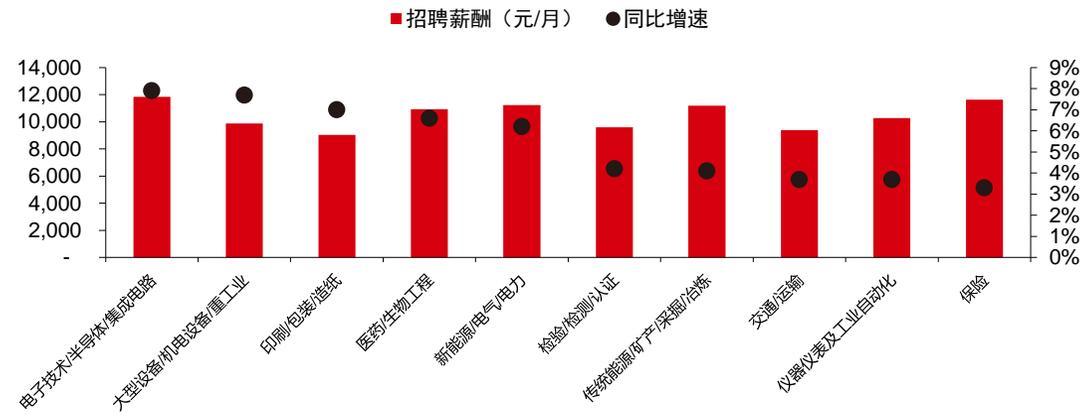
资料来源：QuestMobile，中信证券研究部

全国平均招聘薪酬及增速



资料来源：智联招聘，中信证券研究部

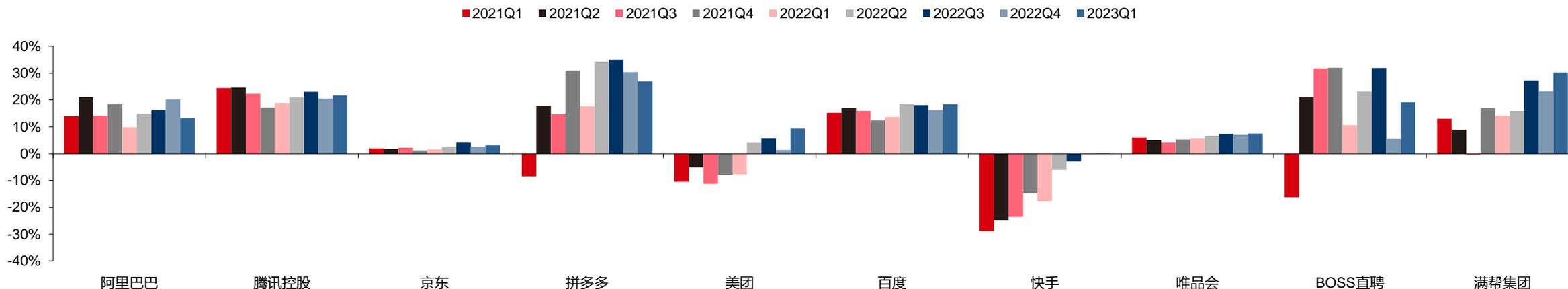
2023Q1招聘薪酬同比增速TOP10行业



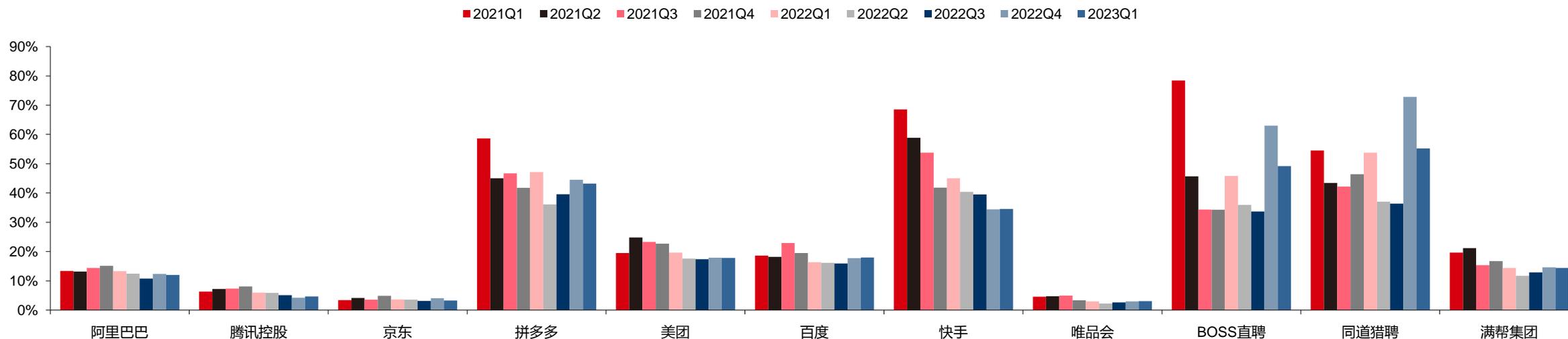
资料来源：智联招聘，中信证券研究部

短期趋势：持续推进降本增效，利润率有望持续改善

主要互联网公司Non-GAAP净利率



主要互联网公司销售费用率



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

百度人工智能的四层架构布局



资料来源：百度文心一言发布会，中信证券研究部

阿里所有产品未来将接入大模型全面升级



资料来源：2023阿里云峰会，中信证券研究部

国内主要互联网公司AI相关进展

公司	时间	事件
百度	2023.3.16	百度正式发布新一代大语言模型、生成式AI产品文心一言，李彦宏出席并展示了文心一言在文学创作、商业文案创作、数理推算、中文理解、多模态生成五个使用场景中的综合能力。
	2023.5.26	百度CEO李彦宏在2023中关村论坛上表示，百度很快会正式推出文心大模型3.5版本。
腾讯	2023.2.3	腾讯科技（深圳）有限公司申请的“人机对话方法、装置、设备及计算机可读存储介质”专利获授权，能够实现机器与用户之间自然且顺畅的沟通。
	2023.2.9	腾讯持续投入AI等前沿技术的研发，基于此前在AI大模型、机器学习算法以及NLP等领域的技术储备，将进一步开展前沿研究及应用探索。
	2023.3.22	腾讯表示会推出后台的基础模式，同时也加强前台用户使用案例。腾讯将通过人工智能的技术来促进产品创新变现以及运营效率。
阿里巴巴	2023.2.8	阿里达摩院类ChatGPT机器人已进入内测阶段
	2023.4.8	阿里云发布通义千问。
	2023.4.11	张勇宣布阿里所有产品未来将接入大模型全面升级。
快手	2023.2.9	快手正在开展大规模语言模型（LLM Large Language Model）相关研究，并启动了相应专项，覆盖LLM模型训练、文案自动创作与生成、对话系统开发等领域。
	2023.2.9	此前小米在AI大模型上已有多路并行尝试，未来将加大相关领域人力和资源投入。小爱拥有庞大数据支撑，会让小米在大模型方面进展更迅速。
小米	2023.4.14	雷军表示，小米在AI领域已经耕耘多年，有AI实验室、小爱同学、自动驾驶等团队。小米将全力以赴，打磨好再向公众展示。
	2023.5.24	小米集团日前宣布，已于今年4月正式组建了AI实验室大模型团队，该团队目前AI领域相关人员超1200人。小米表示，公司将不断挖掘AI相关的用户场景，发挥自身技术优势，并以开放的态度与合作伙伴开拓更多机会。
京东	2023.2.10	京东正式推出产业版ChatGPT，命名“ChatJD”。
	2023.5.6	目前京东云正筹备产业版GPT——言犀大规模预训练语言模型，并以“125”计划作为落地应用路线图，包含1个平台、2个领域、5个应用，加速人工智能技术在产业落地。

资料来源：各公司官网，中信证券研究部

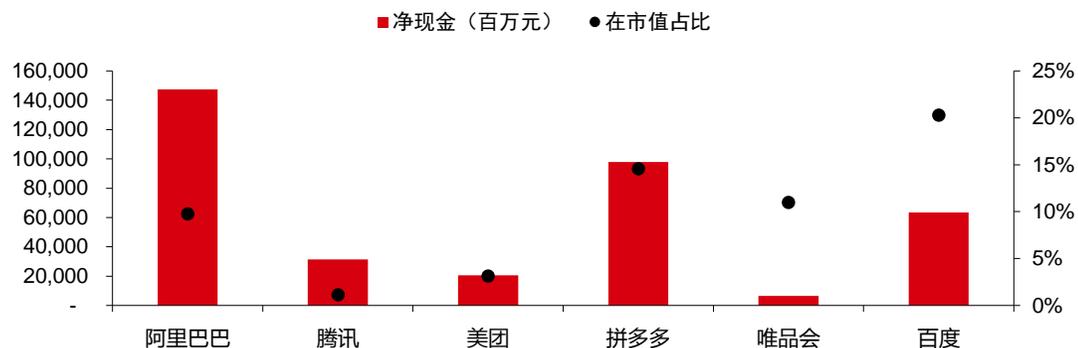
CONTENTS

目录

1. 行情回顾：多重因素扰动短期股价，长期估值处于历史低位
2. 基本面：Top line静待宏观复苏，Bottom line持续受益于降本增效
3. 投资建议：关注低估值+现金流强劲+拓展新技术/新市场的头部公司

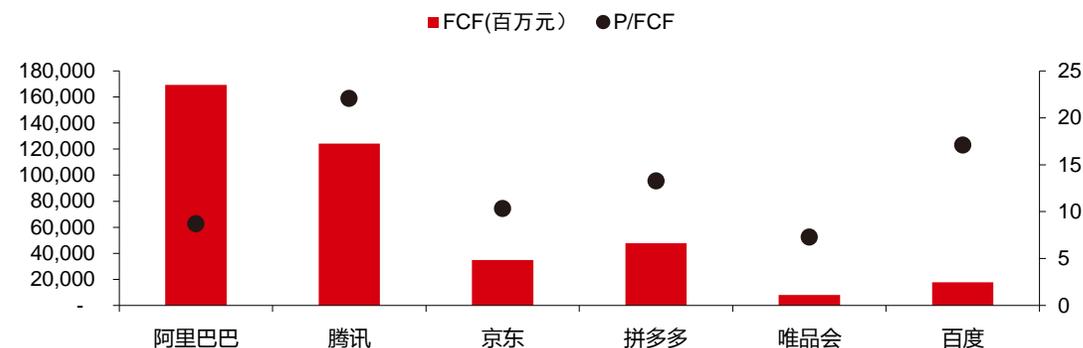
估值：净现金及FCF占市值比处于高位，分红及回购增强股东回报

主要互联网公司净现金（百万元）



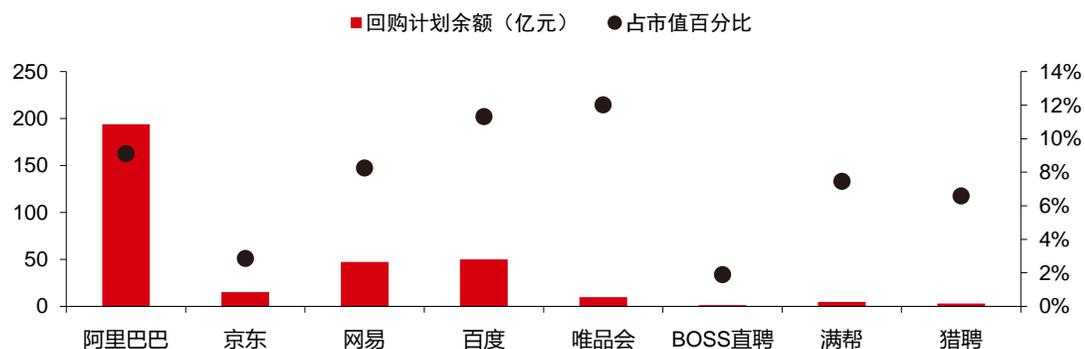
资料来源：各公司公告，彭博，中信证券研究部

主要互联网公司自由现金流（百万元）及P/FCF



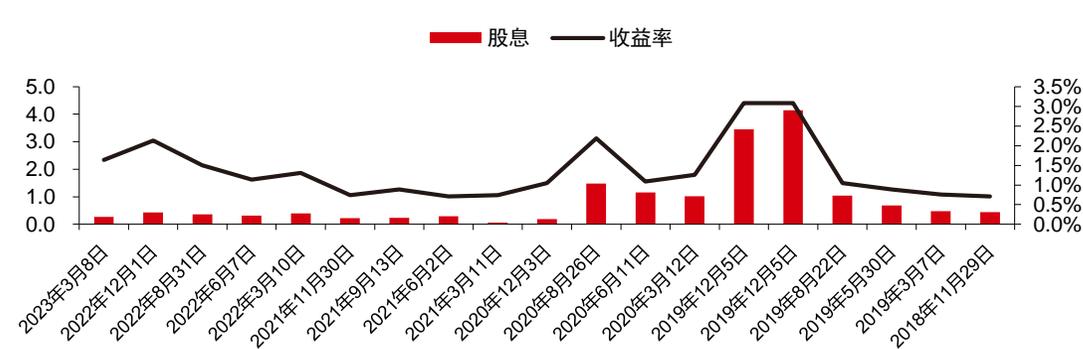
资料来源：彭博，中信证券研究部 注：自由现金流为2022年度

主要互联网公司回购余额（亿元）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部 注：猎聘为亿港元，其他为亿美元

网易股息派发及收益率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

投资建议：关注低估值+现金流强劲+拓展新技术/新市场的头部公司

重点公司盈利预测及评级

公司	市值 (亿美元)	估值方式	营收 (亿元)				营收23-25 CAGR	净利润 (Non-GAAP, 亿元)				净利润 (Non-GAAP) 23-25 CAGR	估值				评级
			22A	23E	24E	25E		22A	23E	24E	25E		22A	23E	24E	25E	
阿里巴巴	2,083	PE	8,687	9,217	9,851	10,448	6.5%	1,414	1,543	1,693	1,795	7.9%	10	10	9	8	买入
腾讯控股	3,873	PE	5,546	6,294	7,040	7,834	11.6%	1,156	1,490	1,698	1,937	14.0%	24	18	16	14	买入
拼多多	899	PE	1,306	1,913	2,391	2,918	23.5%	395	416	570	715	31.2%	16	15	11	9	买入
京东	510	PE	10,462	10,817	11,899	13,187	10.4%	282	334	384	420	12.1%	13	11	9	9	买入
百度	432	PE	1,237	1,366	1,486	1,596	8.1%	207	243	272	297	10.6%	15	13	11	10	买入
快手-W	302	PS	942	1,132	1,321	1,521	15.9%	-189	39	100	197	124.5%	2	2	2	1	买入
BOSS直聘	60	PE	45	60	89	115	38.6%	8	17	27	37	48.5%	53	25	16	11	买入
同道猎聘	6	PE	27	26	30	38	19.7%	3	2	3	4	51.5%	15	22	13	9	买入
满帮集团	62	PE	67	82	99	118	20.5%	14	22	28	36	27.7%	32	20	16	12	买入

- 政策监管超预期导致板块估值进一步下行；
- 宏观经济增长放缓，导致电商、游戏、广告等行业增长不及预期；
- 利率上行或流动性收紧导致市场估值中枢的下移；
- 互联网公司降本增效不及预期导致业绩回暖不及预期；
- 新业务及新市场拓展不及预期，或投资亏损超预期；
- 个人隐私、数据安全新规对广告收入的影响超预期导致广告收入不及预期；
- 核心股东减持风险等。



感谢您的信任与支持！

THANK YOU

廖原（前瞻研究互联网科技融合分析师）

执业证书编号：S1010522030004

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、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。本研究报告仅为参考之用，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。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。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并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。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、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、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。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问<https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由CLSA Europe BV分发；在英国由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由CLSA Limited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSA Limited的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSA Americas, LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则界定且CLSA Americas, LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore Pte Ltd.可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd.豁免遵守《财务顾问法》（第110章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于1994年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解CLSA India“关联方”的更多详情，请联系Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2023版权所有，保留一切权利。