

|     |                 |                   |                |
|-----|-----------------|-------------------|----------------|
| 互联网 | 收盘价<br>美元 71.42 | 目标价<br>美元 107.00个 | 潜在涨幅<br>+49.8% |
|-----|-----------------|-------------------|----------------|

2023 年 5 月 27 日

## 拼多多 (PDD US)

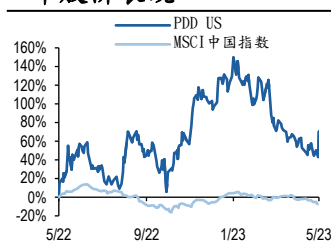
### 主站盈利释放带动 1 季度业务超预期；预计全年利润仍可实现增长

- ④ **2023 年 1 季度业绩超预期**，收入超过我们/市场预期 22%/16%，利润超出我们/市场预期 45%/69%。电商平台/广告收入同比增 58%/50%，我们估算主站 GMV 增~30%，用户消费意愿逐步回暖，主站广告货币化率同比提升超过 40 个基点；佣金收入增 86%，得益于 TEMU 收入贡献（约 11 亿元，参照买菜业务记账模式，占佣金收入/总收入比例 11%/3%）。调整后净利润 101 亿元人民币（下同），对应利润率 27%（对比去年 1 季度 18%），调整后营销费用率同比下降 3 个百分点至 42%。
- ④ **我们估算 1 季度 TEMU 亏损 33 亿元**，其中物流及营销费用各约为 20 亿元的量级。扣除 TEMU 和买菜业务亏损后，我们估算主站核心经营利润 130 亿元，对应利润率 41%，运营杠杆效应带动费用率下降和利润率优化。
- ④ **展望**：我们预计 2023 年主站 GMV/收入/核心运营利润同比增 25%/32%/37%，公司货币化率季度间或仍有波动，但考虑去年 2 季度行业履约率较低，2023 年 2 季度货币化率大概率会保持提升的态势，全年在新的广告产品及商家投放积极性的带动下有望提升 0.2 个百分点。预计 2023 年公司整体利润增 12%至 440 亿元，其中 TEMU/买菜业务合计亏损 250 亿元，主站利润释放可弥补新业务投入增加。
- ④ **估值**：我们上调公司 2023 年收入/利润 14%/11%，基于核心主站业务 20 倍 2023 年市盈率，我们将目标价从 100 美元上调至 107 美元。现价对应 2023 年公司整体/核心主站业务市盈率 17 倍/13 倍。考虑拼多多作为内地增速最快的货架电商平台，团队执行能力强，在激烈的市场竞争中仍在获取用户心智和客户投入增加，维持公司**买入**评级。TEMU 正加快欧洲覆盖范围，以减轻地缘政治风险，主站盈利能力持续释放可覆盖 TEMU 增量投入，中长期 TEMU 通过提升加价率、优化物流成本可缩减亏损。

#### 个股评级

#### 买入

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

|              |           |
|--------------|-----------|
| 52周高位 (美元)   | 104.68    |
| 52周低位 (美元)   | 44.46     |
| 市值 (百万美元)    | 94,245.12 |
| 日均成交量 (百万)   | 26.06     |
| 年初至今变化 (%)   | (12.42)   |
| 200天平均价 (美元) | 80.44     |

资料来源: FactSet

#### 孙梦琪

mengqi.sun@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8048

#### 谷馨瑜, CPA

connie.gu@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8045

#### 赵丽, CFA

zhao.li@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8054

#### 蔡涵

hanna.cai@bocomgroup.com  
(86) 10 8800 9788-8041

#### 财务数据一览

| 年结12月31日      | 2021   | 2022    | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 收入 (百万人民币)    | 93,950 | 130,558 | 177,071 | 217,012 | 252,436 |
| 同比增长 (%)      | 57.9   | 39.0    | 35.6    | 22.6    | 16.3    |
| 净利润 (百万人民币)   | 13,830 | 39,530  | 44,222  | 51,264  | 66,912  |
| 每股盈利 (人民币)    | 9.56   | 27.45   | 29.48   | 32.04   | 39.36   |
| 同比增长 (%)      | -483.9 | 187.1   | 7.4     | 8.7     | 22.8    |
| 前EPS预测值 (人民币) |        |         | 26.68   | 31.64   | 37.02   |
| 调整幅度 (%)      |        |         | 10.5    | 1.3     | 6.3     |
| 市盈率 (倍)       | 52.7   | 18.4    | 17.1    | 15.7    | 12.8    |
| 每股账面净值 (人民币)  | 51.94  | 81.77   | 117.79  | 144.00  | 176.34  |
| 市账率 (倍)       | 9.70   | 6.16    | 4.28    | 3.50    | 2.86    |

资料来源：公司资料，交银国际预测 ^净利润和每股盈利基于 Non-GAAP 基础

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2023 年 1 季度损益表概览

| (百万人民币)<br>年结 12 月 31 日 | 1Q22     | 4Q22     | 1Q23          | 环比<br>(%) | 同比<br>(%) | 交银国际<br>预期 | 差异<br>(%) | 点评                       |
|-------------------------|----------|----------|---------------|-----------|-----------|------------|-----------|--------------------------|
| 收入                      | 23,794   | 39,820   | 37,637        | -5        | 58        | 30,726     | 22        |                          |
| <u>彭博一致预测</u>           |          |          | <u>32,320</u> |           |           |            |           |                          |
| 电商平台服务                  | 23,794   | 39,820   | 37,637        | -5        | 58        | 30,726     | 22        |                          |
| 线上营销服务                  | 18,202   | 31,023   | 27,244        | -12       | 50        | 23,416     | 16        | 用户消费意愿回暖，货币化率提升超过 40 个基点 |
| 佣金                      | 5,591    | 8,797    | 10,393        | 18        | 86        | 7,310      | 42        |                          |
| 营业成本                    | (7,160)  | (8,927)  | (11,125)      | 25        | 55        | (7,851)    | 42        |                          |
| 毛利                      | 16,634   | 30,893   | 26,512        | -14       | 59        | 22,875     | 16        |                          |
| 毛利率 (%)                 | 70       | 78       | 70            |           |           | 74         |           |                          |
| 运营开支                    | (14,480) | (21,780) | (19,583)      | -10       | 35        | (17,651)   | 11        |                          |
| 营销                      | (11,219) | (17,732) | (16,260)      | -8        | 45        | (13,398)   | 21        | 促销和营销活动费用增加              |
| 一般及行政                   | (592)    | (1,641)  | (816)         | -50       | 38        | (1,509)    | -46       | 因员工人数增加                  |
| 研发                      | (2,669)  | (2,407)  | (2,507)       | 4         | -6        | (2,744)    | -9        |                          |
| 占收入比例                   |          |          |               |           |           |            |           |                          |
| 营销 (%)                  | -47      | -45      | -43           |           |           | -44        |           |                          |
| 一般及行政 (%)               | -2       | -4       | -2            |           |           | -5         |           |                          |
| 研发 (%)                  | -11      | -6       | -7            |           |           | -9         |           |                          |
| 运营利润                    | 2,154    | 9,114    | 6,929         | -24       | 222       | 5,224      | 33        |                          |
| 经调整运营利润                 | 3,677    | 11,600   | 8,462         | -27       | 130       | 7,170      | 18        |                          |
| 经调整运营利润率 (%)            | 15       | 29       | 22            |           |           | 23         |           |                          |
| 经调整普通股股东应占利润            | 4,200    | 12,106   | 10,126        | -16       | 141       | 7,007      | 45        | 收入增长超预期带来经营杠杆            |
| <u>彭博一致预测</u>           |          |          | <u>5,999</u>  |           |           |            |           |                          |
| 经调整净利润率 (%)             | 18       | 30       | 27            |           |           | 23         |           |                          |
| 经调整摊薄每股盈利 (元)           | 3.0      | 8.3      | 6.9           | -17       | 134       | 4.7        | 46        |                          |
| <u>彭博一致预测</u>           |          |          | <u>4.4</u>    |           |           |            |           |                          |

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 2023 年 2 季度损益表预测

| (百万人民币)<br>年结 12 月 31 日 | 2Q22     | 1Q23     | 2Q23E         | 环比 (%) | 同比 (%) | 2022     | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
|-------------------------|----------|----------|---------------|--------|--------|----------|----------------|----------------|----------------|
| 收入                      | 31,440   | 37,637   | 43,581        | 16     | 39     | 130,558  | 177,071        | 217,012        | 252,436        |
| <u>彭博一致预测</u>           |          |          | <u>39,163</u> |        |        |          | <u>166,593</u> | <u>200,622</u> | <u>233,948</u> |
| 电商平台服务                  | 31,389   | 37,637   | 43,581        | 16     | 39     | 130,558  | 177,071        | 217,012        | 252,436        |
| 线上营销服务                  | 25,223   | 27,244   | 33,315        | 22     | 32     | 102,931  | 133,789        | 160,201        | 183,580        |
| 佣金                      | 6,216    | 10,393   | 10,266        | -1     | 65     | 27,626   | 43,282         | 56,811         | 68,856         |
| 营业成本                    | (7,962)  | (11,125) | (11,330)      | 2      | 42     | (31,462) | (50,337)       | (65,785)       | (72,413)       |
| 毛利                      | 23,478   | 26,512   | 32,251        | 22     | 37     | 99,095   | 126,734        | 151,227        | 180,023        |
| 毛利率 (%)                 | 75       | 70       | 74            |        |        | 76       | 72             | 70             | 71             |
| 运营开支                    | (14,781) | (19,583) | (22,429)      | 15     | 52     | (68,693) | (94,245)       | (112,171)      | (124,991)      |
| 营销                      | (11,343) | (16,260) | (18,540)      | 14     | 63     | (54,344) | (78,597)       | (94,834)       | (106,114)      |
| 一般及行政                   | (826)    | (816)    | (1,057)       | 29     | 28     | (3,965)  | (4,076)        | (4,278)        | (4,396)        |
| 研发                      | (2,611)  | (2,507)  | (2,832)       | 13     | 8      | (10,385) | (11,572)       | (13,058)       | (14,481)       |
| 占收入比例                   |          |          |               |        |        |          |                |                |                |
| 营销 (%)                  | -36      | -43      | -43           |        |        | -42      | -44            | -44            | -42            |
| 一般及行政 (%)               | -3       | -2       | -2            |        |        | -3       | -2             | -2             | -2             |
| 研发 (%)                  | -8       | -7       | -6            |        |        | -8       | -7             | -6             | -6             |
| 运营利润                    | 8,697    | 6,929    | 9,823         | 42     | 13     | 30,402   | 32,489         | 39,056         | 55,032         |
| 经调整运营利润                 | 10,542   | 8,462    | 12,402        | 47     | 18     | 38,120   | 42,211         | 51,530         | 69,575         |
| 经调整运营利润率 (%)            | 34       | 22       | 28            |        |        | 29       | 24             | 24             | 28             |
| 经调整普通股股东应占利润            | 10,776   | 10,126   | 12,310        | 22     | 14     | 39,530   | 44,222         | 51,264         | 66,912         |
| 经调整净利润率 (%)             | 34       | 27       | 28            |        |        | 30       | 25             | 24             | 27             |
| 经调整摊薄每股盈利 (元)           | 7.5      | 6.9      | 8.3           | 20     | 10     | 27.5     | 29.5           | 32.0           | 39.4           |
| <u>彭博一致预测</u>           |          |          | <u>7.1</u>    |        |        |          | <u>27.4</u>    | <u>33.2</u>    | <u>40.2</u>    |

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 拼多多 (PDD US) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4: 交银国际互联网行业覆盖公司

| 股票代码    | 公司名称  | 评级 | 收盘价<br>(交易货币) | 目标价<br>(交易货币) | 潜在涨幅   | 最新目标价/评级<br>发表日期 | 子行业   |
|---------|-------|----|---------------|---------------|--------|------------------|-------|
| BIDU US | 百度    | 买入 | 28.21         | 38.00         | 34.7%  | 2023 年 05 月 17 日 | 广告    |
| 1024 HK | 快手    | 买入 | 4.50          | 9.40          | 108.9% | 2023 年 05 月 23 日 | 文娱内容  |
| MOMO US | 挚文集团  | 买入 | 7.40          | 10.00         | 35.1%  | 2023 年 03 月 17 日 | 文娱内容  |
| YY US   | 欢聚集团  | 买入 | 16.89         | 33.00         | 95.4%  | 2023 年 03 月 16 日 | 文娱内容  |
| IQ US   | 爱奇艺   | 买入 | 30.15         | 37.00         | 22.7%  | 2023 年 02 月 23 日 | 文娱内容  |
| TME US  | 腾讯音乐  | 买入 | 71.42         | 107.00        | 49.8%  | 2023 年 01 月 12 日 | 文娱内容  |
| BILI US | 哔哩哔哩  | 买入 | 80.97         | 128.00        | 58.1%  | 2023 年 01 月 11 日 | 文娱内容  |
| 772 HK  | 阅文集团  | 中性 | 33.10         | 41.00         | 23.9%  | 2022 年 08 月 16 日 | 文娱内容  |
| PDD US  | 拼多多   | 买入 | 89.51         | 107.00        | 19.5%  | 2023 年 05 月 27 日 | 电商    |
| BABA US | 阿里巴巴  | 买入 | 322.40        | 450.00        | 39.6%  | 2023 年 02 月 24 日 | 电商    |
| JD US   | 京东    | 中性 | 14.18         | 20.00         | 41.0%  | 2023 年 05 月 12 日 | 电商    |
| NTES US | 网易    | 买入 | 28.70         | 30.00         | 4.5%   | 2023 年 05 月 26 日 | 游戏    |
| 700 HK  | 腾讯控股  | 买入 | 126.00        | 220.00        | 74.6%  | 2023 年 05 月 18 日 | 游戏    |
| 777 HK  | 网龙网络  | 买入 | 11.82         | 17.00         | 43.8%  | 2023 年 03 月 28 日 | 游戏    |
| 3888 HK | 金山软件  | 中性 | 20.10         | 28.00         | 39.3%  | 2023 年 03 月 22 日 | 游戏    |
| 3690 HK | 美团    | 买入 | 29.40         | 38.00         | 29.3%  | 2023 年 03 月 27 日 | 本地生活  |
| 2618 HK | 京东物流  | 买入 | 15.40         | 22.00         | 42.9%  | 2023 年 05 月 12 日 | 物流    |
| 9923 HK | 移卡    | 买入 | 244.00        | 372.00        | 52.5%  | 2023 年 05 月 10 日 | 商户服务  |
| 9878 HK | 汇通达网络 | 买入 | 28.21         | 38.00         | 34.7%  | 2023 年 04 月 12 日 | 商户服务  |
| 780 HK  | 同程旅行  | 买入 | 4.50          | 9.40          | 108.9% | 2023 年 05 月 25 日 | 在线旅行社 |
| 9961 HK | 携程集团  | 买入 | 7.40          | 10.00         | 35.1%  | 2023 年 05 月 09 日 | 在线旅行社 |

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 5 月 25 日

## 财务数据

| 损益表 (百万元人民币)     |               |               |                |                |                |
|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 年结12月31日         | 2021          | 2022          | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
| 收入               | 93,950        | 130,558       | 177,071        | 217,012        | 252,436        |
| 主营业务成本           | (31,718)      | (31,462)      | (50,337)       | (65,785)       | (72,413)       |
| <b>毛利</b>        | <b>62,232</b> | <b>99,095</b> | <b>126,734</b> | <b>151,227</b> | <b>180,023</b> |
| 销售及管理费用          | (46,342)      | (58,309)      | (82,673)       | (99,113)       | (110,510)      |
| 研发费用             | (8,993)       | (10,385)      | (11,572)       | (13,058)       | (14,481)       |
| 其他经营净收入/费用       | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              |
| <b>经营利润</b>      | <b>6,897</b>  | <b>30,402</b> | <b>32,489</b>  | <b>39,056</b>  | <b>55,032</b>  |
| Non-GAAP标准下的经营利润 | 11,671        | 38,120        | 42,211         | 51,530         | 69,575         |
| 财务成本净额           | 1,831         | 3,945         | 5,681          | 5,659          | 5,658          |
| 其他非经营净收入/费用      | 976           | 1,916         | 2,008          | 920            | 920            |
| <b>税前利润</b>      | <b>9,704</b>  | <b>36,264</b> | <b>40,178</b>  | <b>45,635</b>  | <b>61,610</b>  |
| 税费               | (1,935)       | (4,726)       | (6,170)        | (6,845)        | (9,241)        |
| 非控股权益            | 0             | 0             | 0              | 0              | 0              |
| <b>净利润</b>       | <b>7,769</b>  | <b>31,538</b> | <b>34,008</b>  | <b>38,790</b>  | <b>52,368</b>  |
| 作每股收益计算的净利润      | 7,769         | 31,538        | 34,008         | 38,790         | 52,368         |
| Non-GAAP标准的净利润   | 13,830        | 39,530        | 44,222         | 51,264         | 66,912         |

| 资产负债表 (百万元人民币) |                |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 截至12月31日       | 2021           | 2022           | 2023E          | 2024E          | 2025E          |
| 现金及现金等价物       | 66,044         | 92,300         | 146,122        | 180,205        | 244,542        |
| 有价证券           | 86,517         | 115,113        | 138,135        | 165,762        | 182,338        |
| 应收账款及票据        | 4,924          | 6,907          | 9,358          | 10,575         | 12,612         |
| 其他流动资产         | 3,425          | 2,298          | 4,777          | 3,534          | 5,873          |
| <b>总流动资产</b>   | <b>160,909</b> | <b>216,618</b> | <b>298,392</b> | <b>360,076</b> | <b>445,365</b> |
| 投资物业           | 16,426         | 16,862         | 18,548         | 20,403         | 22,443         |
| 物业、厂房及设备       | 2,203          | 1,045          | 1,878          | 2,586          | 3,188          |
| 无形资产           | 701            | 134            | 390            | 752            | 1,006          |
| 其他长期资产         | 970            | 2,461          | 2,953          | 3,544          | 4,253          |
| <b>总长期资产</b>   | <b>20,301</b>  | <b>20,502</b>  | <b>23,770</b>  | <b>27,286</b>  | <b>30,891</b>  |
| <b>总资产</b>     | <b>181,210</b> | <b>237,120</b> | <b>322,162</b> | <b>387,362</b> | <b>476,256</b> |
| 应付账款           | 65,639         | 66,383         | 111,966        | 123,645        | 140,715        |
| 其他短期负债         | 28,090         | 50,507         | 30,864         | 32,039         | 35,751         |
| <b>总流动负债</b>   | <b>93,730</b>  | <b>116,889</b> | <b>142,830</b> | <b>155,684</b> | <b>176,466</b> |
| 长期贷款           | 11,789         | 1,576          | 1,576          | 0              | 0              |
| 其他长期负债         | 577            | 884            | 1,061          | 1,273          | 0              |
| <b>总长期负债</b>   | <b>12,365</b>  | <b>2,460</b>   | <b>2,636</b>   | <b>1,273</b>   | <b>0</b>       |
| <b>总负债</b>     | <b>106,095</b> | <b>119,349</b> | <b>145,466</b> | <b>156,957</b> | <b>176,466</b> |
| 股本             | 95,341         | 99,251         | 124,173        | 139,093        | 156,109        |
| 储备及其他资本项目      | (20,226)       | 18,520         | 52,523         | 91,313         | 143,681        |
| <b>股东权益</b>    | <b>75,115</b>  | <b>117,771</b> | <b>176,696</b> | <b>230,406</b> | <b>299,790</b> |
| 记作权益的金融工具      | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>总权益</b>     | <b>75,115</b>  | <b>117,771</b> | <b>176,696</b> | <b>230,406</b> | <b>299,790</b> |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

| 现金流量表 (百万元人民币) |                 |                 |                 |                 |                 |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 年结12月31日       | 2021            | 2022            | 2023E           | 2024E           | 2025E           |
| 税前利润           | 9,704           | 36,264          | 40,178          | 45,635          | 61,610          |
| 折旧及摊销          | 1,495           | 2,224           | 342             | 461             | 676             |
| 营运资本变动         | 13,562          | 7,423           | 35,498          | 12,880          | 16,406          |
| 利息调整           | (147)           | (606)           | (5,681)         | (5,659)         | (5,658)         |
| 税费             | (1,935)         | (4,726)         | (6,170)         | (6,845)         | (9,241)         |
| 其他经营活动现金流      | 6,104           | 7,929           | 15,403          | 18,133          | 20,201          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>28,783</b>   | <b>48,508</b>   | <b>79,570</b>   | <b>64,605</b>   | <b>83,993</b>   |
| 资本开支           | (3,287)         | (636)           | (990)           | (990)           | (990)           |
| 投资活动           | (32,721)        | (25,282)        | (24,709)        | (29,482)        | (18,617)        |
| 其他投资活动现金流      | 445             | 3,556           | 0               | 0               | 0               |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(35,562)</b> | <b>(22,362)</b> | <b>(25,699)</b> | <b>(30,472)</b> | <b>(19,607)</b> |
| 负债净变动          | (1,875)         | 0               | 0               | 0               | 0               |
| 权益净变动          | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               |
| 其他融资活动现金流      | 0               | 10              | 0               | 0               | 0               |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>(1,875)</b>  | <b>10</b>       | <b>0</b>        | <b>0</b>        | <b>0</b>        |
| 汇率收益/损失        | (145)           | 100             | (50)            | (50)            | (50)            |
| <b>年初现金</b>    | <b>74,844</b>   | <b>66,044</b>   | <b>92,300</b>   | <b>146,122</b>  | <b>180,205</b>  |
| <b>年末现金</b>    | <b>66,044</b>   | <b>92,300</b>   | <b>146,122</b>  | <b>180,205</b>  | <b>244,542</b>  |

| 财务比率                         |        |        |         |         |         |
|------------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 年结12月31日                     | 2021   | 2022   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
| <b>每股指标(人民币)</b>             |        |        |         |         |         |
| 核心每股收益                       | 6.199  | 24.944 | 25.039  | 26.601  | 33.609  |
| 全面摊薄每股收益                     | 5.372  | 21.897 | 22.671  | 24.242  | 30.803  |
| Non-GAAP标准下的每股收益             | 9.560  | 27.450 | 29.479  | 32.038  | 39.358  |
| 每股账面值                        | 51.942 | 81.767 | 117.790 | 143.995 | 176.337 |
| <b>利润率分析(%)</b>              |        |        |         |         |         |
| 毛利率                          | 66.2   | 75.9   | 71.6    | 69.7    | 71.3    |
| EBITDA利润率                    | 8.9    | 25.0   | 18.5    | 18.2    | 22.1    |
| EBIT利润率                      | 7.3    | 23.3   | 18.3    | 18.0    | 21.8    |
| 净利率                          | 8.3    | 24.2   | 19.2    | 17.9    | 20.7    |
| <b>利润率分析(%) - Non-GAAP标准</b> |        |        |         |         |         |
| 毛利率                          | 66.2   | 75.9   | 71.6    | 69.7    | 71.3    |
| EBITDA利润率                    | 14.0   | 30.9   | 24.0    | 24.0    | 27.8    |
| 经营利润率                        | 12.4   | 29.2   | 23.8    | 23.7    | 27.6    |
| 净利率                          | 14.7   | 30.3   | 25.0    | 23.6    | 26.5    |
| <b>盈利能力(%)</b>               |        |        |         |         |         |
| ROA                          | 4.6    | 15.1   | 12.2    | 10.9    | 12.1    |
| ROE                          | 11.3   | 32.7   | 23.1    | 19.1    | 19.8    |
| ROIC                         | 7.2    | 25.1   | 18.6    | 16.2    | 17.6    |
| <b>其他</b>                    |        |        |         |         |         |
| 流动比率                         | 1.7    | 1.9    | 2.1     | 2.3     | 2.5     |
| 应收账款周转天数                     | 16.5   | 14.8   | 15.0    | 15.0    | 15.0    |
| 应付账款周转天数                     | 30.8   | 21.1   | 21.1    | 21.1    | 21.1    |

## 交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银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交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、Qiniu Ltd.、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司及上海小南国控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。