

2021年5月7日

乐享互动 (6988.HK)

乘自媒体变现之风，拥抱兴趣电商浪潮

乐享互动 (6988.HK) 是国内领先的效果类自媒体营销服务提供商，通过数据收集和算法技术为客户的产品、项目在自媒体流量上实现精准营销。截止 2020 年底，公司新媒体资源库内接入的微信公众号达 4.1 万个，抖音号达 2.2 万个，微信视频号达 8763 个，可变现接入点总计 47 万个；截止 2020 年底，公司产品库中的游戏产品达 209 款，网络文学作品达 1111 部，电商产品达 183 款。

报告摘要

自媒体效果营销市场规模快速增长，短视频营销成为最大增量。自媒体发布者已成为互联网最大的内容产出者，拥有强烈的变现需求。效果类自媒体市场规模将由 2020 年的人民币 446 亿元增至 2025 年的 1439 亿元，CAGR 为 26.4%，其中电商成为增长最快的细分赛道。短视频行业自 2017 年兴起以来，已累积大量用户流量，商业变现进程不断加速，短视频和直播平台的移动广告市场规模预计到 2025 年将达到 4653 亿元，直播电商 GMV 规模将于 2025 年达到 64172 亿元。

互娱业务持续向好，抖音小游戏带来发展新机遇。公司在游戏发行方面具备丰富的经验，并将业务范围拓展至应用、H5 网络文学和小程序等其他互娱产品领域。2020 年，公司互娱类产品 ARPU 达到 1.43 元，同比增长 123%，是公司在互娱类产品方面发行能力的最好佐证。2021 年抖音开始“游戏发行人计划”，我们相信凭借公司长期积累的丰富的游戏发行经验，公司将有望在抖音的游戏发行市场开拓新的业务。

兴趣电商概念兴起，电商产品营销业务持续爆发。2018 年底，抖音“购物车”（抖音小黄车）功能刚上线，公司就开始积极布局基于小黄车的非直播电商市场，经过两年的发展已经初具规模。2020 年，公司非直播电商 GMV 达到 5.94 亿港元，同比增长 354%。2021 年，抖音提出兴趣电商的概念，并推出三大扶持计划，标志着抖音全面电商化的开始，我们预计公司电商产品营销业务将持续受益于此。

积极布局微信视频号，有望赢得先发优势。微信视频号上线后，公司积极行动开始接入微信视频号，并提前开始进行数据的积累和推荐模型的开发。截止 2020 年底，公司合作的微信视频号已达 8763 个。

预计未来 3 年经调整净利润复合增速达 34%。我们相信中国数量庞大的自媒体发布者拥有强烈的变现需求，且头部短视频平台的持续商业化将孕育广阔商业机会。我们预计公司 2021E-2023E 经调整净利润分别为 3.0 亿港元、4.2 亿港元和 5.3 亿港元，未来三年复合增速为 34%。

首予“买入”评级，目标价 4.00 港元。我们以 EV/EBITDA 方式为公司估值，以 2022E EV/EBITDA 15x 计算，我们预计公司企业价值为 76.7 亿港元，调整净负债后，我们预计公司市值为 87.5 亿港元，或每股 4.00 港元。首予“买入”评级，目标价 4.00 港元，较现价有 48% 上涨空间。

风险提示：自媒体行业监管趋严；电商营销业务增速不及预期；利润率不及预期。

(31/12 年结；百万港元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	538	924	1,411	1,866	2,310
增长率 (%)	73.2	71.7	52.7	32.2	23.8
经调整净利润	100	221	304	419	528
增长率 (%)	77.8	121.5	37.8	37.9	26.0
经调整净利润率 (%)	18.5	23.9	21.5	22.5	22.9
经调整每股收益 (港元)	0.06	0.12	0.14	0.19	0.24
每股净资产 (港元)	0.28	1.21	1.13	1.32	1.56
经调整市盈率	44.9	22.9	20.3	14.7	11.7
市净率	9.9	2.3	2.5	2.1	1.8
净资产收益率 (%)	28.8	16.9	13.2	15.7	16.8
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源：Wind，安信国际预测

公司深度分析

证券研究报告

广告科技

投资评级： 买入

目标价格： 4.00 港元

现价 (2021-5-7)： 2.70 港元

总市值(百万港元)	6,184.31
流通市值(百万港元)	6,184.31
总股本(百万股)	2,185.27
流通股本(百万股)	2,185.27
12个月低/高(港元)	2.83/4.36
平均成交(百万港元)	48.28

股东结构

朱子南	39.3%
张之的	3.1%
Shenzhen Nanhai Growth	5.7%
NT Balance Capital Ltd	5.4%
其他	46.5%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-15.45	-22.88	-14.24
绝对收益	-17.25	-25.92	4.81

数据来源：彭博、港交所、公司

王煜 TMT 行业分析师

+86-21-35082192

wangyu2@essence.com.cn

目录

乐享互动：国内领先的效果类自媒体营销服务提供商	3
乐享互动的历史沿革	3
乐享互动的业务概览	3
乐享互动的股东结构及管理团队	5
自媒体效果营销市场快速增长，短视频成为最大增量	6
新冠影响下，效果广告市场渗透率持续提升	6
自媒体效果营销市场规模快速增长	7
短视频营销成为最大增量	9
乘自媒体变现之风，拥抱兴趣电商浪潮	11
互娱业务持续向好，抖音小游戏带来发展新机遇	11
兴趣电商概念兴起，电商产品营销业务持续爆发	13
积极布局微信视频号，有望赢得先发优势	15
打造营销 SaaS 工具，持续研发保障数据及算法的领先	16
财务分析	17
预计未来 3 年经调整净利润复合增速达 34%	18
首予“买入”评级，目标价 4.00 港元	19
风险提示	19
附表：财务报表预测	20

乐享互动：国内领先的效果类自媒体营销服务提供商

乐享互动是国内领先的效果类自媒体营销服务提供商，通过数据收集和算法技术为客户的产品、项目在自媒体流量上实现精准营销。公司使用专有技术及平台在行业客户与自媒体发布者之间架设纽带，通过在优质及多样化的自媒体上分析及分发公司行业客户的产品，为他们提供效果类营销服务。公司亦向自媒体发布者提供变现服务，利用基于算法的产品推荐技术为其用户粉丝网络流量配对合适产品。

乐享互动的历史沿革

成立于 2008 年，乐享互动长期耕耘于数字营销行业。公司前身北京乐享互动网络科技股份有限公司于 2008 年 10 月成立。2008-2017 年，公司主要从事数字营销服务，并在 2014 年成立北京伍游并在手机游戏行业开展业务。2017 年后，公司调整了业务策略，专注于提供效果类营销服务。北京乐享于 2016 年 10 月在新三板挂牌；2018 年 11 月，北京乐享为筹备于联交所主板上市，自新三板摘牌。2019 年 2 月，公司完成重组，成立了乐享互动。2020 年 9 月，公司在香港联交所主板上市。

表 1：乐享互动的历史沿革

时间	事件
2008 年 10 月	乐享集团成立，开始经营数字营销服务业务；
2013 年 6 月	推出文本类自媒体发布者变现服务；
2014 年 7 月	开展 Html 5 手机游戏发行及联运业务；
2014 年 11 月	正式开展效果类自媒体营销服务业务；
2015 年 6 月	开展发行小程序发行服务业务；
2018 年 12 月	开始布局短视频领域的 1P 流量；
2019 年 1 月	开始非直播电商带货等短视频变现业务；
2019 年 5 月	公司完成网络文化经营许可资质的全国布局；
2020 年 9 月	乐享互动香港联交所主板上市；
2020 年 12 月	结合抖音新功能开放，开始布局在抖音平台上的小游戏及小程序发行及联运业务。

资料来源：公司资料，安信国际

乐享互动的业务概览

乐享互动主要提供效果营销服务。公司自主研发的技术平台将需要推广服务的客户与需要变现服务的自媒体发布者精确对接，并收集分析海量数据以增强算法的精确度和广告效果。对于行业客户，公司在帮助其实现商业转化的过程中获取收入分成，对于自媒体流量提供者，公司接入微信公众号、抖音等自媒体平台，为自媒体发布者提供最优产品组合，最终实现内容与用户的精准匹配。

在客户侧，乐享互动主要服务于提供互娱及其他数字产品和电商商品的行业客户。截止 2020 年底，公司效果营销业务服务的行业客户覆盖约 20 个行业，总数达 276 个。公司服务的互动及其他数字产品主要包括移动应用、Html5 网络文学、Html5 游戏、小程序等；截止 2020 年底，公司产品库中收入的游戏产品达到 209 款，较 2019 年增加 65 款，网络文学作品 1111 部，覆盖 84 个类别，分别较 2019 年增加 529 部和 17 个类别。公司服务的电商商品目前以数码 3C 类产品为主；截止 2020 年底，公司产品库中收入的电商产品达到 183 款，较 2019

年增加了 91 款，正在向日化及美妆等品类拓展。

在媒体端，乐享主要为微信及抖音生态内的自媒体发布者提供流量变现服务。公司通过自己开发的营销 SaaS 平台接入微信公众号和抖音上的自媒体发布者，并通过流量变现获取收益分成。公司的互娱类产品主要通过微信公众号上的广告位发布，而电商类产品主要通过抖音短视频下的电商链接（抖音小黄车）发布。截止 2020 年底，公司接入的微信公众号达 40890 个，是 2019 年底的 1.83 倍，接入的抖音号达 21771 个，是 2019 年底的 10.5 倍，且公司也已开始与微信视频号发布者合作，接入的微信视频达 8763 个。截止 2020 年底，公司合作的移动新媒体营销接入点位数量为 47 万个，较 2019 年底增长 106.1%。

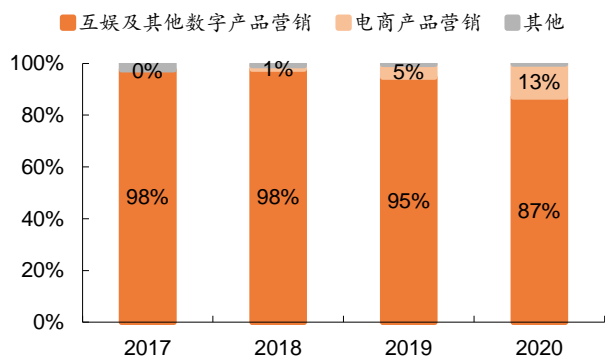
图 1：乐享互动的业务模型



资料来源：公司资料，安信国际

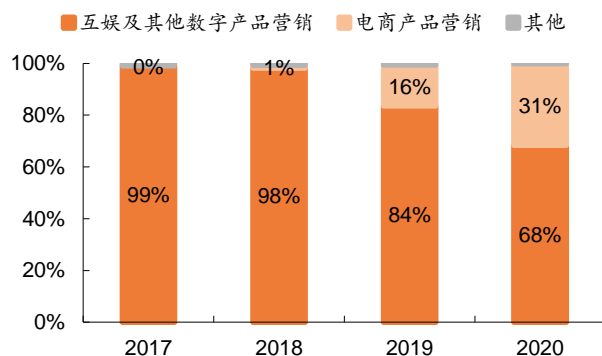
互娱及其他数字产品营销业务为主体，电商产品营销业务占比持续提升。2018 年以前，公司业务完全为互娱及其他数字产品营销服务。随着抖音小黄车在 2019 年推出，并在 2020 年取得高速发展，公司电商产品营销业务也在过去几年实现快速增长。2020 年，公司互娱及其他数字产品营销业务收入占比为 87%，电商产品营销业务收入占比为 13%。在毛利率端，由于电商产品营销的毛利率更高，2020 年公司互娱及其他数字产品营销业务毛利占比为 68%，电商产品营销业务收入占比为 31%。

图 2：2017-2020 年乐享互动收入结构



资料来源：公司资料，安信国际

图 3：2017-2020 年乐享互动毛利结构



资料来源：公司资料，安信国际

乐享互动的股东结构及管理团队

公司管理团队经验丰富。公司管理层年富力强，且在数字营销及游戏行业拥有多年运营管理经验。目前公司创始人朱子南先生持股约 39.0%，一致行动人张之的先生持股约 3.6%，合计持股比例超过 40%，对公司拥有较强控制权。

朱子南先生：39 岁，公司创始人，任公司主席、执行董事、行政总裁兼提名委员会，负责公司整体管理、策略规划和决策事务；于 2012 年 6 月任北京乐享行政总裁，并于 2014 年 7 月任北京伍游的执行董事；拥有线上运营行业近 11 年经验；于 2005 年 8 月至 2007 年 4 月任魔龙国际副总裁，该公司主营业务为手游开发运营，于 2007 年 4 月至 2012 年 6 月任职凤凰在线（北京）信息技术有限公司业务部总经理。

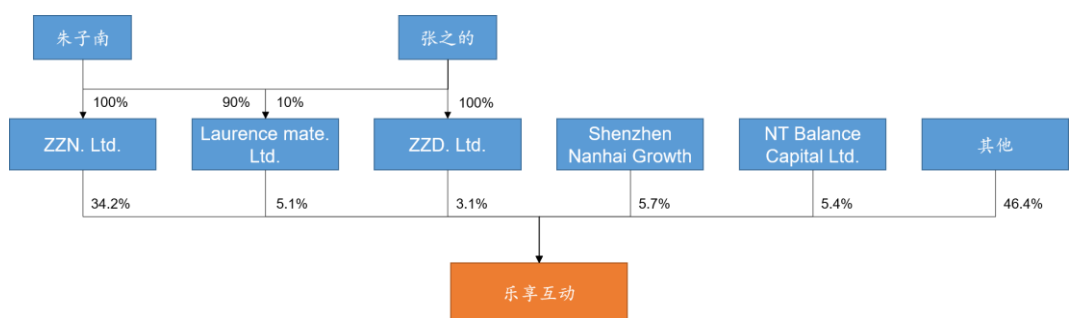
张之的先生：35 岁，公司执行董事兼总经理，负责监督公司日常业务营运及协助整体管理，在集团附属子公司担任多个职务；于马耳他大学获得管理学学士学位，并于伦敦大学取得理学硕士学位；于 2010 年 9 月至 2011 年 12 月期间曾任 Betwandwin (BWIN) 远东地区总裁，于 2012 年 1 月至 2013 年 1 月曾任网络游戏公司 Vera&John China 总裁，于 2013 年 2 月至 2016 年 6 月曾任北京慧群之地营运总监。

成林先生：37 岁，公司执行董事、副总裁，负责监督销售及营销事务、媒体及出版商关系，协助整体管理；在销售、营销及营运有近 14 年经验；毕业于沈阳大学；于 2005 年至 2008 年于索尼爱立信（中国）任职业务主管，于 2009 年至 2011 年任北京普天太力业务主管，于 2011 年至 2013 年于北京源彩科技任首席运营官，于 2013 年 4 月至 2013 年 12 月任北京慧群之地营运总监。

秦佳鑫女士：31 岁，公司执行董事、董事会秘书及联席公司秘书，负责公司的信息披露及法律合规监管与审查、投资者关系管理及投融资相关事宜；于中央兰开夏大学取得国际金融与管理硕士学位；曾于 2014 年 5 月至 2014 年 12 月担任北京千和资本投资管理有限公司总裁助理，于 2015 年 4 月至 2016 年 10 月任北京正辰科技发展股份有限公司监事会主席。

盛世伟先生：42 岁，公司执行董事兼首席传播官，负责公司投资者关系管理、公众关系管理等工作；于在美国纽约州立大学布法罗分校取得金融科学硕士学位；曾于 2011 年 4 月至 2013 年 3 月任北京中金华创投资管理有限公司投资总监，于 2015 年 8 月至 2017 年 1 月任汉能投资集团投资银行部副总裁，于 2017 年 2 月至 2020 年 11 月任交银国际控股有限公司企业融资及环球资本市场部（北京）总经理。

图 4：乐享互动股权结构图



资料来源：公司资料，安信国际

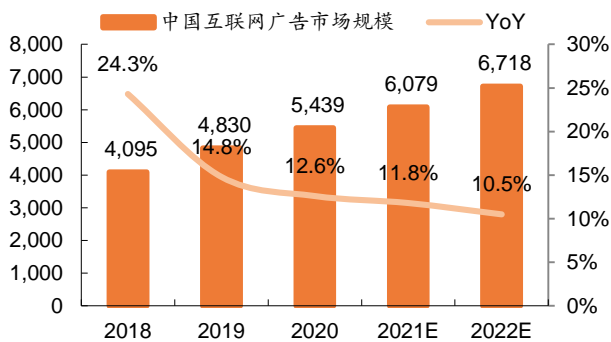
自媒体效果营销市场快速增长，短视频成为最大增量

新冠影响下，效果广告市场渗透率持续提升

互联网广告市场在疫情下持续增长，移动端保持统治地位。根据 Quest Mobile 数据，2020 年中国互联网广告市场在疫情下保持较快速增长，市场规模达到 5439 亿元，同比增长 12.6%，增速较 2019 年下滑 2.2 pct；预计未来互联网广告市场将持续增长，到 2022 年市场规模将达到 6718 亿元，未来 2 年将保持双位数增速增长。

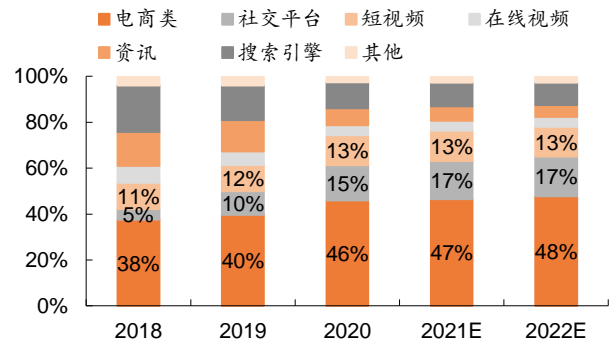
电商、社交及短视频媒介占比持续提高。受疫情影响，传统广告媒体如资讯类和搜索引擎的媒介占比在 2020 年受到大幅挤压，而新媒介如电商类、社交平台和短视频的渠道占比大幅提升；预计未来电商、社交及短视频媒介的占比将持续提升。

图 5：2018-2022E 互联网广告市场规模（人民币亿元）



资料来源：Quest Mobile, 安信国际

图 6：2018-2020E 互联网广告各媒介占比

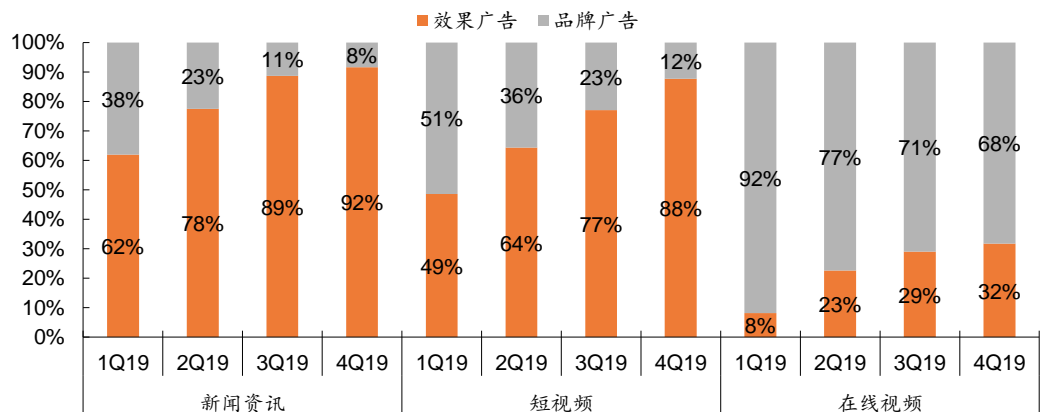


资料来源：Quest Mobile, 安信国际

长期来看，效果广告市场占比将不断扩大。当经济下行时，广告主对于营销费用的支出更加谨慎，对于广告投放的精准度和效果要求更高；效果广告的 ROI 可以量化计算，因而受到广告主的偏好。效果广告占比提升的趋势在疫情发生前已经明确，根据 Quest Mobile 数据，2019 年效果广告在新闻资讯平台、短视频平台及在线视频平台的广告中的占比均持续提升。

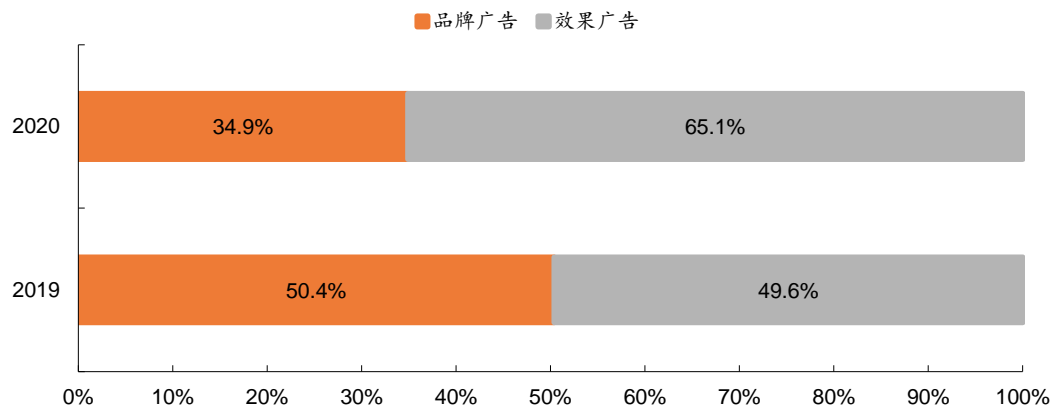
疫情促进效果广告占比在 2020 年大幅增长。受疫情影响，电商、游戏、直播、在线教育等行业在 2020 取得较快增长，进一步促进效果广告市场的发展。根据 Quest Mobile 数据，2020 年效果广告在全渠道的占比达到 65.1%，较 2019 年大幅提升 15.5 pct。

图 7：2019 年典型媒介行业品牌效果广告曝光占比



资料来源：Quest Mobile, 安信国际

图 8: 2019-2020 效果广告占比



资料来源: Quest Mobile, 安信国际

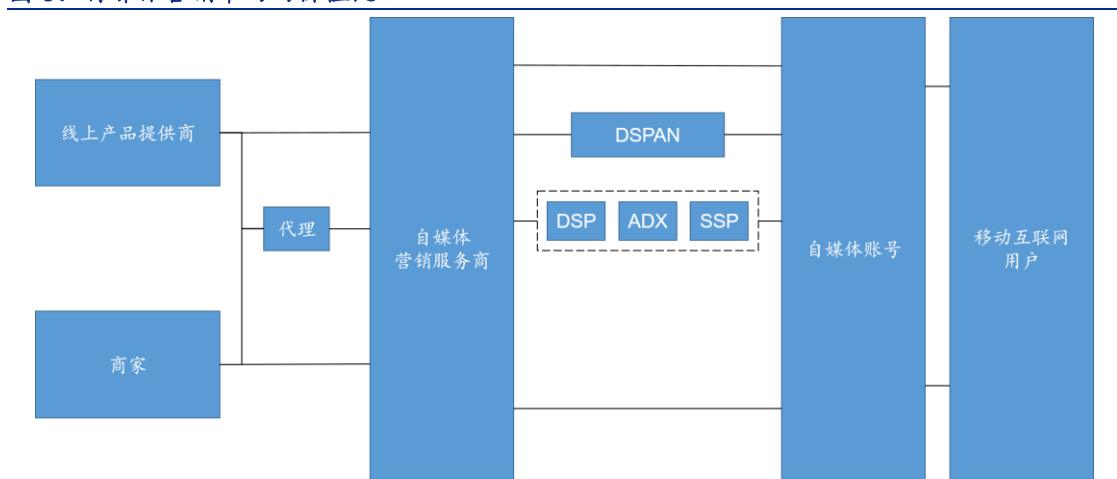
自媒体效果营销市场规模快速增长

自媒体发布者已成为互联网最大的内容产出者。我们认为国内自媒体行业发展历程可分为 5 个阶段, 经历了内容形式由图文到视频化、创作者由个人到专业化、变现途径由广告到电商化的发展历程:

- 萌芽期 (2002-2008 年):** 2000 年前后博客 (Blog) 的概念在海外开始流行, 2002 年 8 月国内最早的专业博客网站博客网 (原名博客中国) 成立, 此后天涯、新浪、搜狐等网站纷纷成立自己的博客网站。这些博客网站为个人创作者提供了以文字为主要媒介的创作平台, 内容分发方式由门户网站时期的广分发变为具备一定针对特定人群的分发, 因此具备了一定的自媒体特征。
- 探索期 (2009-2012 年):** 2009 年 8 月新浪微博成立, 此后搜狐微博、腾讯微博等纷纷跟进。与博客网站相比, 微博的内容篇幅短, 但图文结合的展示形式较博客更为生动, 且更新频率高、用户交流更为活跃。早期的微博内容产出者以大 V 和 KOL 为主, 通常为个人副业, 没有系统化的经营理念, 商业变现方式也较为单一, 以广告或软文为主。
- 成长期 (2013-2015 年):** 2013 年是中国 4G 网络元年, 网速的提升叠加智能手机的渗透率提升, 使得用户可以在移动端访问网站, 大幅提升了用户对于内容的触达率。微信公众号的推出带来了私域流量的概念, 使得内容创作者对于粉丝属性的挖掘更加深入。在内容端, 视频化内容逐步兴起, 开始替代传统图文形式的内容。在发布者端, 专业的全职内容创作者开始出现, 变现方式逐步多元化, 出现了定制化的内容和营销事件等。
- 爆发期 (2016-2018 年):** 以抖音的崛起和“千播大战”为标志, 视频化浪潮全面袭来。与此同时, 专业的 MCN 机构开始涌现, 传统的个人创作者逐步被专业化团队替代, 成熟的专业自媒体作者 (如 Papi 酱、李子柒) 获得大量关注, 流量分配逐步由百花齐放向头部靠拢。在用户端, 随着移动互联网渗透率持续提升, 目标群体逐步向下沉市场拓展, 带来内容普适性的提升。
- 成熟期 (2019 年至今):** 各大平台加速内容布局, 优质内容创作者成为平台的核心资产。大型 MCN 机构兴起, 商业变现路径不断拓展, 电商化 (包含直播或非直播) 成为众多自媒体创作者的共同选择。与此同时, 监管对于内容、版权等方面的关注度提升, 也对平台和 MCN 的经营带来了新的要求。

自媒体营销的发展和中小自媒体变现需求的增长为自媒体营销服务商创造了机会。随着自媒体平台的发展，自媒体行业客户营销及推广品牌和产品的主要渠道；而自媒体营销服务商为行业客户和自媒体发布者搭建了联系的渠道。另一方面，中小型自媒体发布者占自媒体平台总流量的约 70%，但由于较为分散，缺乏独立变现的能力，也广泛依赖于自媒体营销服务商为其提供变现服务。从价值链分布看，一般而言，营销代理获得约 15% 的营销预算总额，自媒体营销服务商获得约 20% 的营销预算总额，自媒体平台或自媒体发布者代理获得约 5% 的营销预算总额，而自媒体平台及自媒体发布者占有约 60% 的营销预算总额。

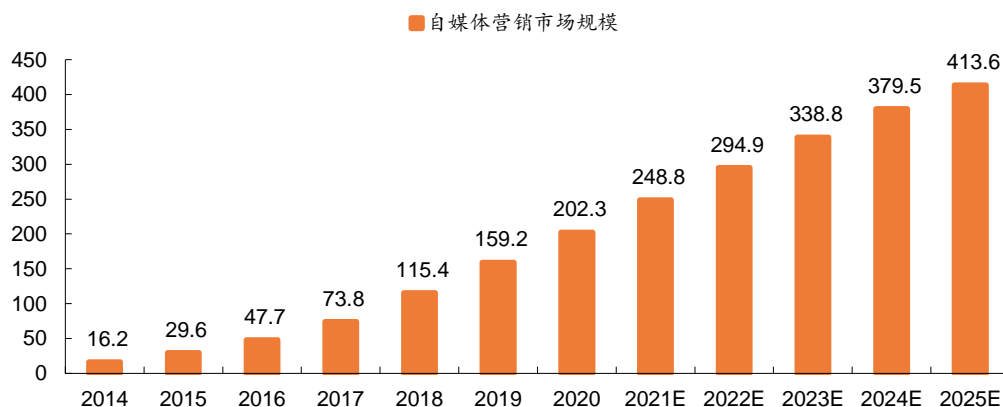
图 9：自媒体营销市场的价值链



资料来源：Frost & Sullivan，安信国际

自媒体营销市场规模持续增长，效果类占比持续提升。2019 年，自媒体营销市场规模约占移动广告市场总额的三分之一。根据 Frost & Sullivan 数据，以收益计的自媒体营销市场规模由 2014 年的人民币 162 亿元增加至 2020 年的人民币 2023 亿元，CAGR 为 52%，并预计将于 2025 年达到人民币 4136 亿元，CAGR 为 15.4%。尽管 2020 年效果类营销市场规模仅占自媒体营销市场规模的 22%，但效果类营销具有更高的增长潜力，预计到 2024 年将占到自媒体营销市场规模的 35%。

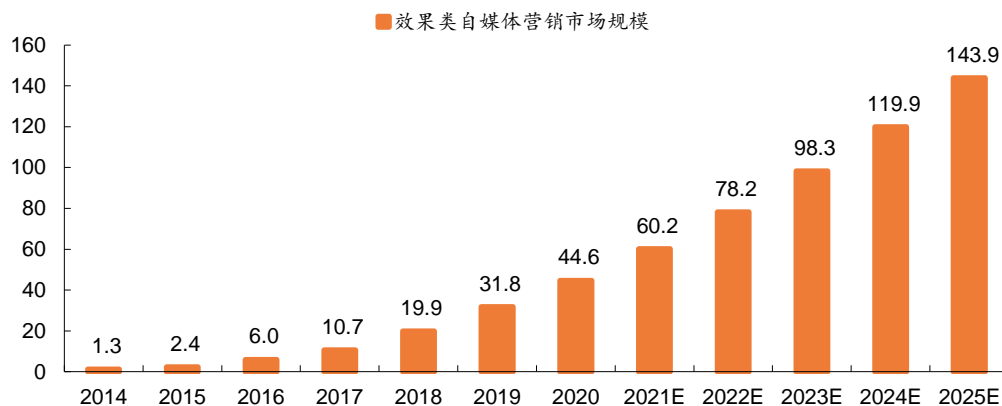
图 10：2014-2025E 中国自媒体营销市场规模（人民币十亿元）



资料来源：Frost & Sullivan，安信国际

电商成为效果类自媒体营销市场增长最快的细分赛道。根据 Frost & Sullivan 数据，效果类自媒体营销市场的市场规模由 2014 年的人民币 13 亿元增加至 2020 年的人民币 446 亿元，CAGR 为 80%，并预计于 2025 年达到人民币 1439 亿元，CAGR 为 26.4%。电子商务营销自于 2015 年首次出现后便成为增长最快的分部，市场规模由 2015 年的人民币 0.4 亿元快速增长至 2019 年的人民币 26 亿元，占效果类自媒体营销服务市场的比重达到 8.2%。

图 11：2014-2025E 中国效果类自媒体营销市场规模（人民币十亿元）



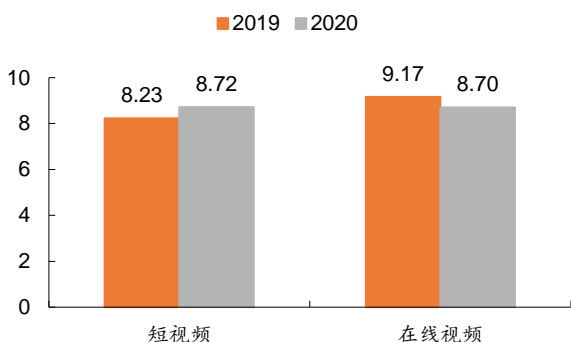
资料来源：Frost & Sullivan, 安信国际

市场格局分散，流量入口、数据和算法能力、内容资源将成为竞争关键。自媒体营销及效果类自媒体营销行业高度分散，前五大参与者在 2020 年所占的市场份额均不到 2.0%。分散的市场格局也带来了广阔的增长空间。我们预计未来拥有优质流量入口、优秀的数据和算法能力、高质量的内容资源的公司将在竞争中胜出。乐享互动是效果类自媒体营销市场的行业龙头，根据 Frost & Sullivan 数据，公司市场份额由 2019 年的 1.5% 增长至 2020 年的 1.8%。

短视频营销成为最大增量

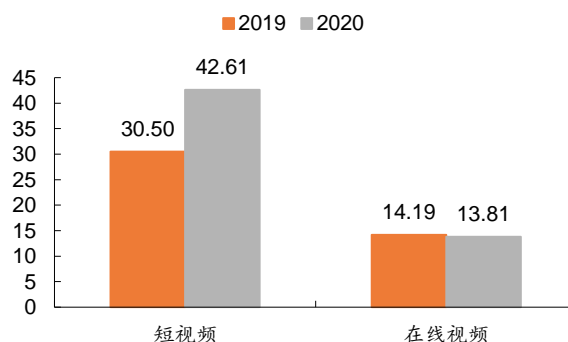
短视频平台快速崛起。得益于移动互联网的快速发展，视频类内容获得了更多的用户关注。得益于短视频更好的娱乐性以及更适合用户零散时间消遣的形式，自 2017 年兴起以来，短视频平台的用户规模和用户粘性持续增长。在疫情下，由于传统线下娱乐活动受到限制，线上娱乐获得了更多的用户倾斜，其中短视频平台是最受益的。根据 Quest Mobile 数据，2020 年 12 月短视频平台 MAU 达到 8.72 亿人，同比增长 6%；2020 年 12 月用户月平均使用时长达到 42.6 小时，同比增长 40%。

图 12：2019-2020 视频类平台月活跃用户规模（亿）



资料来源：Quest Mobile, 安信国际

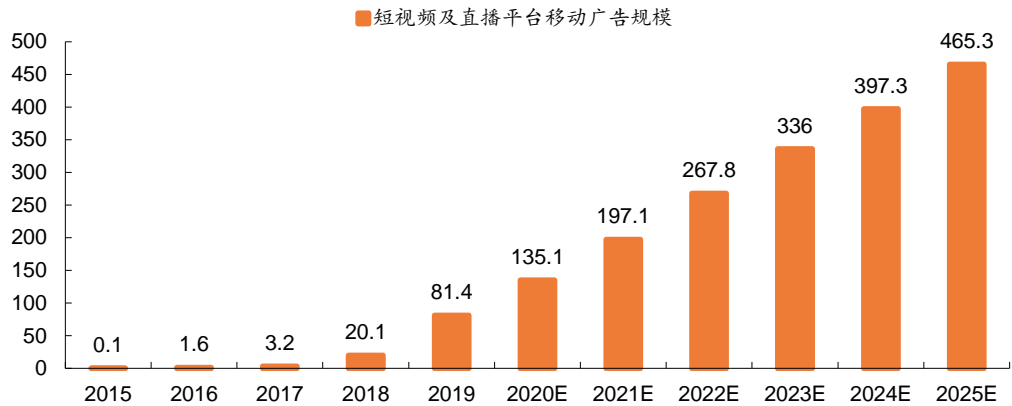
图 13：2019-2020 视频类平台用户月均使用时长（小时）



资料来源：Quest Mobile, 安信国际

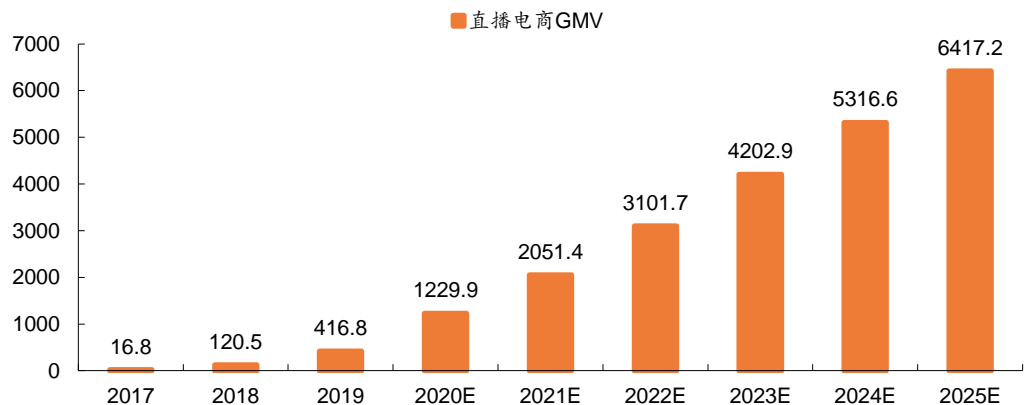
短视频变现市场规模快速增长，成为最大增量。传统上，短视频和直播平台主要通过虚拟礼物打赏及在线营销服务进行变现；随着这些平台的发展，在电商、网络游戏、在线教育、本地服务等领域也探索出了新的商业化机会。根据艾瑞咨询数据，短视频和直播平台的移动广告市场规模由2015年的1亿元增长至2019年的814亿元，2015-2019年CAGR为399%，预计到2025年将达到4653亿元，2019-2025E CAGR为34%。近年来，短视频平台全面电商化，带动直播电商市场规模快速增长。根据艾瑞咨询数据，直播电商GMV规模将由2019年的4168亿元增至2025年的64172亿元，2019-2025E CAGR将达到58%。

图 14: 2015-2025E 中国短视频及直播平台移动广告市场规模 (人民币十亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 安信国际

图 15: 2017-2025E 中国直播电商 GMV 规模 (人民币十亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 安信国际

乘自媒体变现之风，拥抱兴趣电商浪潮

互娱业务持续向好，抖音小游戏带来发展新机遇

微信生态内流量资源丰富，公众号变现潜力巨大。早在2018年微信公众号数量就已超过2000万个，80%以上的微信用户订阅了一个或多个微信公众号。微信公众号内容覆盖广泛，包括兴趣、生活、时政、情感等多个领域，多样化的内容覆盖带来的多元的变现机会。目前，公众号的变现方式主要包括与公众号内容调性相符的广告、符合粉丝用户画像的电商销售以及知识付费变现（包括付费课程、咨询服务等）。

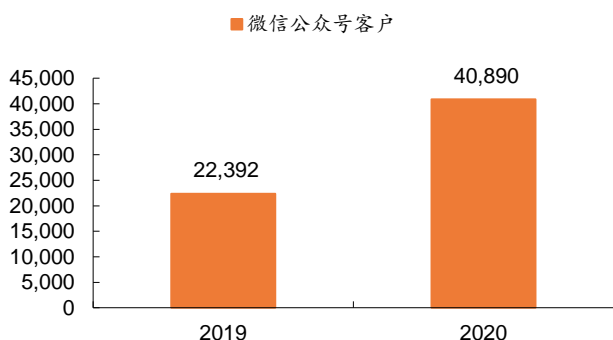
依托于微信公众号生态，乐享互动拥有丰富的营销接入点位。作为腾讯生态内最大的营销服务公司之一，公司拥有多个营销接入点位，覆盖公众号、小程序、朋友圈、及其他主流信息流平台。截止2020年底，公司移动新媒体资源库中接入的微信公众号达到40890个，较2019年增长83%，活跃微信公众号留存率达到85%，同比提升3 pct。

图 16：乐享互动营销点位入口展示



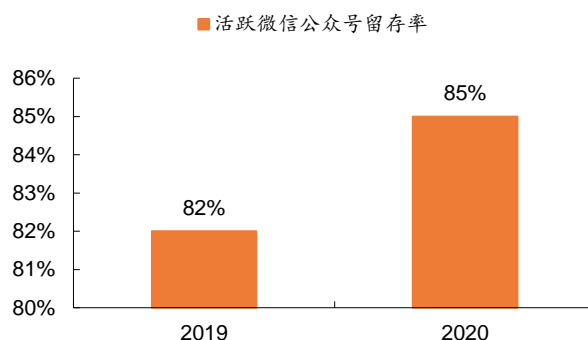
资料来源：公司资料，安信国际

图 17：2019-2020 公司接入微信公众号客户数



资料来源：公司资料，安信国际

图 18：2019-2020 公司活跃微信公众号留存率

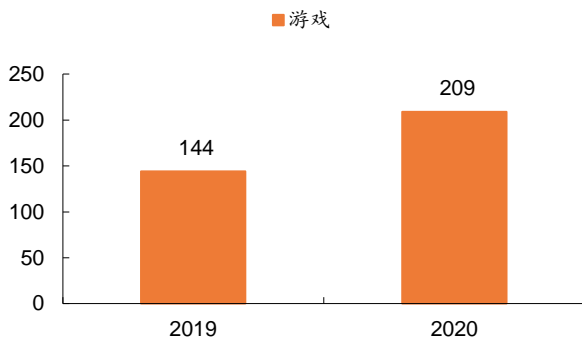


资料来源：公司资料，安信国际

从游戏起家，乐享互动在互娱及数字产品营销方面拥有深厚经验。公司主要管理层都有游戏行业从业经验，且曾在手机游戏行业开展业务，在游戏发行等方面具备丰富的经验。此后公司将业务范围拓展至应用、H5 网络文学和小程序等其他互娱产品领域，大幅拓展了公司互娱及其他数字产品营销的服务能力。截止2020年，公司产品库内互娱及其他数字产品数量达到1320款，同比增长82%，其中游戏209款，网络文学作品1111部。

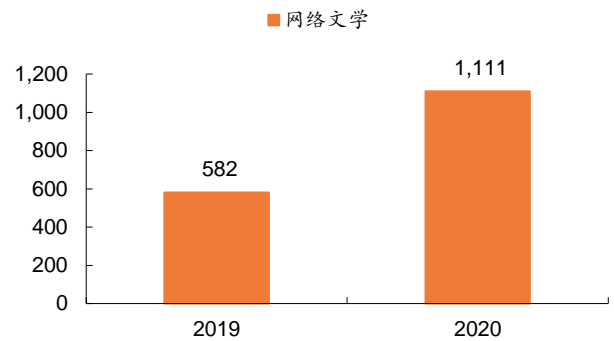
持续深挖产品和用户价值。由于公司拥有较强的游戏和互娱产品发行能力，公司通常与客户采取 CPS 的方式定价，直接参与游戏和互娱产品的发行，并获得流水分成。2020 年，公司游戏产品平均收入达到 185.2 万元，同比增长 48%，网络文学作品平均收入达到 12.2 万元，同比增长 20%。2020 年，公司互娱类产品 ARPU 达到 1.43 元，同比增长 123%。单产品收入和 ARPU 的提升反映了公司模型和算法在不断优化，也是公司在互娱类产品方面发行能力的最好佐证。

图 19: 2019-2020 公司产品库中游戏类产品数量



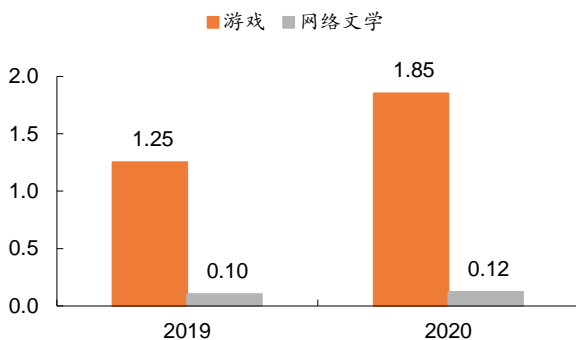
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 20: 2019-2020 公司产品库中网络文学作品数量



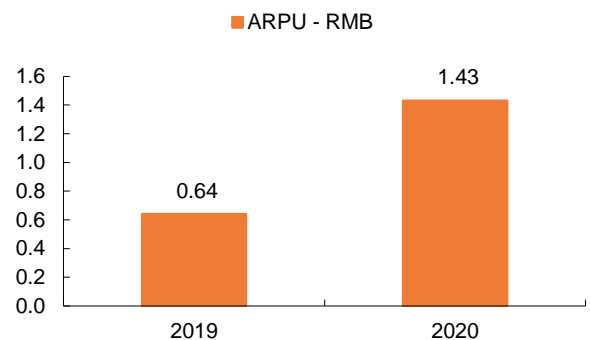
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 21: 2019-2020 公司互娱类产品单产品收入 (百万元)



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 22: 2019-2020 公司互娱类产品 ARPU (元)



资料来源: 公司资料, 安信国际

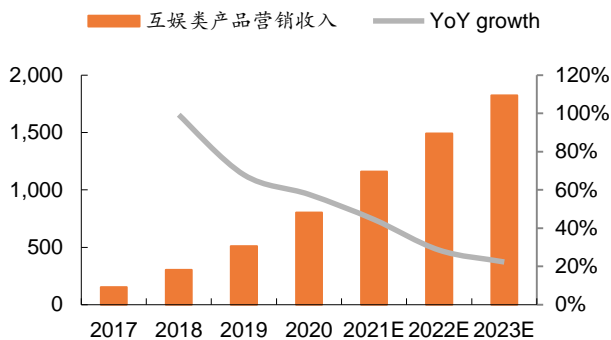
抖音开放小游戏功能, 有望带来行业新增量。早在 2019 年 2 月 18 日, 抖音就上线了一款名为“音跃球球”的休闲小游戏。2020 年起, 抖音开始邀请厂商上传小游戏, 并扶持游戏 MCN 和 KOL 做短视频推广, 正式开启了抖音游戏化的进程。由于抖音的短视频生态主要迎合用户的碎片化时间, 和小游戏本身碎片化的游戏体验高度重合, 因此小游戏非常吻合抖音生态的用户群体。我们相信抖音的小游戏生态具有巨大的发展潜力, 将为行业带来新的增量。

依托丰富的游戏发行经验, 公司有望充分受益于抖音小游戏的新业务机会。2021 年 4 月, 以“NEW PLAY”为主题的 OEGC 2021 巨量引擎游戏大会在广州举行, 抖音“游戏发行人计划”正式上线。游戏发行人计划是连接创意内容与游戏产品的推广平台, 通过高效、精准地整合抖音流量及创作者资源, 推出多样化的营销玩法和结算方式。游戏发行人计划透露, 目前平台已与超过 200 家抖音官方 MCN 机构合作, 吸纳了超过 160 万的优质创作者入驻, 积累了大量创作者资源。我们相信凭借公司长期积累的丰富的游戏发行经验, 公司将有望在抖音的游戏发行市场开拓新的业务, 带来互娱及其他数字产品营销业务的持续增长。

预计未来3年互娱及其他数字产品营销业务收入维持稳健增长。互娱及其他数字产品营销业务在过去几年持续快速增长，收入由2017年的1.52亿港元增长至2020年的8.04亿港元，2017-2020年CAGR为74.1%；得益于微信公众号生态内营销机会的持续发掘以及抖音小游戏带来的新增量，我们预计互娱及其他数字产品营销业务的收入将在2023年达到18.24亿港元，未来3年CAGR为31.4%。

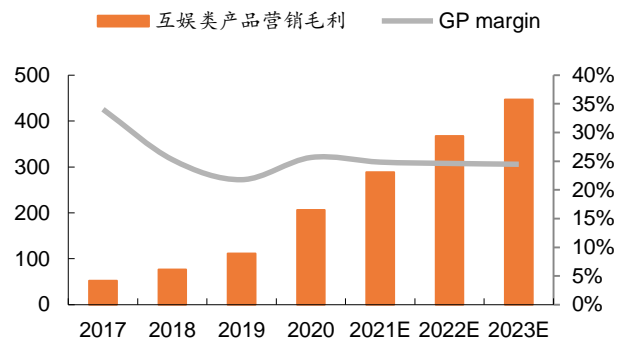
毛利率将保持稳定。2017-2019年公司互娱及其他数字产品营销业务的毛利率持续下滑主要因业务模式由线上推广活动向效果类营销服务过渡导致，随着业务转型完成，毛利率在2020年已回升至25.7%，我们预计将在未来3年维持稳定。随着公司用户数据的积累和推荐算法的优化，我们预计互娱及其他数字产品营销业务的毛利率存在进一步上升的可能性。

图 23: 2017-2023E 互娱产品营销业务收入 (百万港元)



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 24: 2017-2023E 互娱产品营销业务毛利 (百万港元)

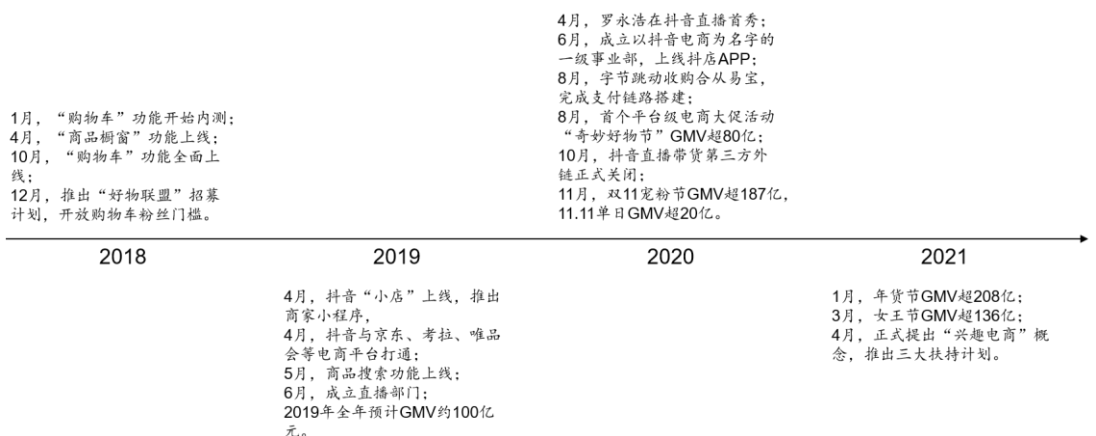


资料来源: 公司资料, 安信国际

兴趣电商概念兴起，电商产品营销业务持续爆发

抖音全面电商化的契机已经成熟。早在2018年，抖音就已开始试水电商业务，18年10月抖音购物车（“小黄车”）功能上线，允许发布者在视频下方添加商品购买链接。2019-2020年，抖音不断丰富电商生态内的产品功能，先后上线抖音小店、商品搜索、直播带货、商家管理App 抖音等功能或应用，并在20年9月收购了合众易宝，取得了支付牌照，进一步完善了电商生态的闭环。2020年6月，抖音成立了以“电商”为名字的一级事业部，我们认为抖音电商生态的硬件功能已经完备，且拥有大量的用户和KOL等软件资源，全面电商化的契机已经成熟。

图 25: 抖音电商业务发展历程及里程碑



资料来源: 公司资料, 安信国际

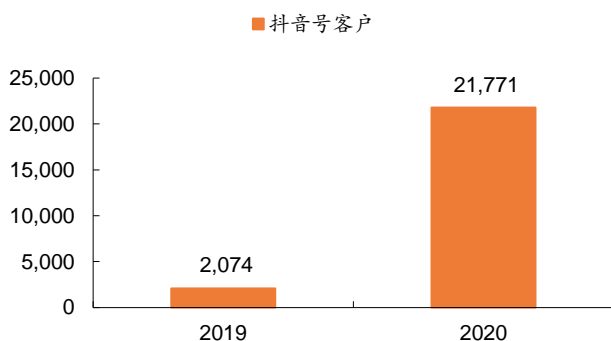
提出**兴趣电商**概念，**抖音大力扶持电商生态发展**。2021年4月，在2021年抖音电商生态大会上，抖音电商总裁康泽宇进一步提出了兴趣电商的概念，认为兴趣电商是基于用户对美好生活的追求，核心是主动帮助用户发现他潜在的需求。同时，抖音电商也将推出三大扶持计划，未来一年，将帮助1000个商家实现年销破亿元，其中100个新锐品牌年销破亿元；帮助10万个优质达人实现年销10万元，其中1万个达人年销破千万元；帮助100款优质商品年销破亿元。

兴趣电商 GMV 将在 2023 年超过 9.5 万亿，有望成为电商营销模式的第二次革新。过去几年，电商营销模式经历了由传统电商向直播电商的革新，区别主要在于消费者获取商品信息的方式由传统的页面推荐+搜索转变为**主播和 KOL 的直接推荐**，这使得信息的传播方式由被动变为了主动，商家可以针对特定客群有选择地进行投放，营销效率大幅提升。但同时，消费者的情感纽带也由对于平台的信任转为对于主播的信任，这导致流量的分配逐步向头部主播倾斜，进而导致平台的内容生态受到影响。相比于直播电商，兴趣电商在信息传播方面更进一步，通过模型和算法针对消费者在当下对于特定题材内容的偏好进行选品和营销，一方面可以进一步提升转化率，另一方面也给予了中长尾流量更多的变现机会，有利于整体生态的持续发展。根据抖音预测，兴趣电商的 GMV 到 2023 年会超过 9.5 万亿，将带来电商影响模式的第二次革新。

非直播电商是兴趣电商理念的最佳载体，适应中长尾流量市场。基于抖音小黄车的非直播电商主要通过数据和算法判断短视频内容用户的特征和兴趣，并自动为其加载符合用户即时浏览兴趣的商品链接。非直播电商与直播电商在模式上有很大不同：一方面，直播电商的购买行为主要基于用户对主播的信任感，而非直播电商则是基于数据和算法将用户兴趣与购买行为相结合，因此具有更高的转化率；另一方面，直播电商的流量会自发地聚焦于头部主播，而非直播电商则可以实现真正基于内容的推荐，因此给与了头部和中长尾流量同等的变现机会，更适宜中长尾流量的变现市场。

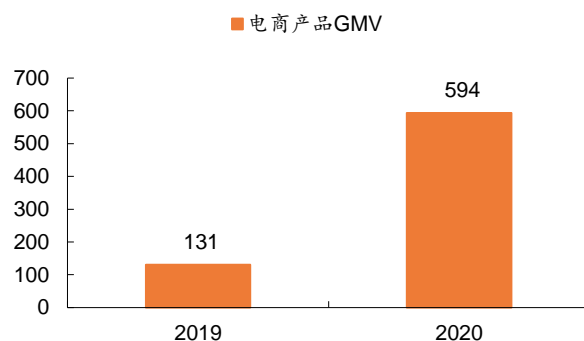
乐享互动积极布局于抖音非直播电商市场，业务规模发展迅速。2018 年底，抖音“购物车”（抖音小黄车）功能甫一上线，公司就开始积极布局基于小黄车的非直播电商市场。由于公司较早开始了相关数据的积累及模型算法的开发，公司非直播电商营销业务在过去两年快速爆发，且已经初具规模。截止 2020 年底，公司平台接入的抖音号达到 21771 个，为 2019 年的 10.5 倍；截止 2020 年底，公司产品库中收录的电商带货产品达到 183 个，较 2019 年底的 92 款增加了 91 款，并且正在从电子类产品向日化及美妆等更多消费品类拓展。2020 年，公司非直播电商 GMV 达到 5.94 亿港元，同比增长 354%。

图 26: 2019-2020 公司平台接入的抖音号数量



资料来源：公司资料，安信国际

图 27: 2019-2020 公司非直播电商 GMV (百万港元)

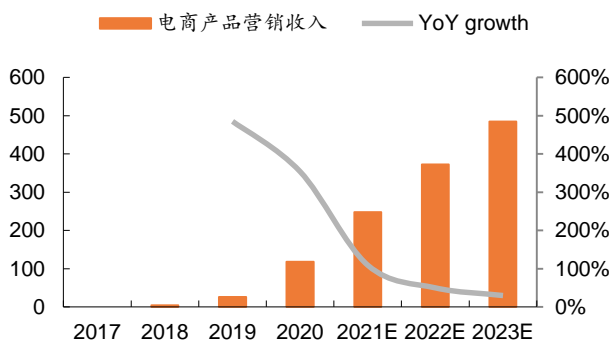


资料来源：公司资料，安信国际

预计未来 3 年电商产品营销业务收入将持续爆发。电商产品营销业务在过去几年取得爆发增长，收入由 2018 年的 447 万港元快速增长至 2020 年的 1.19 亿港元，2018-2020 年 CAGR 为 415.1%；得益于抖音的全面电商化，我们预计公司电商产品营销业务将持续受益，电商产品营销业务的收入在 2023 年将达到 4.8 亿港元，未来 3 年 CAGR 为 60%。

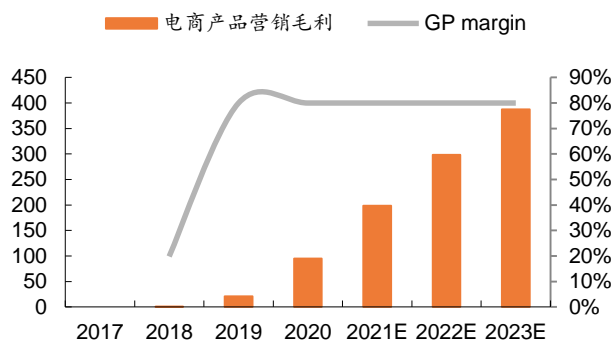
预计高毛利率将可持续。2018 年公司刚开始电商产品营销业务时毛利率较低，但随着公司业务规模快速增长，电商产品营销业务毛利率已稳定在 80%左右。由于公司采取收入分成的模式，并按照净额法确认收入，因此业务毛利率较高，我们预计电商产品营销业务的高毛利率水平是可以持续的。

图 28: 2017-2023E 电商产品营销业务收入 (百万港元)



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 29: 2017-2023E 电商产品营销业务毛利 (百万港元)



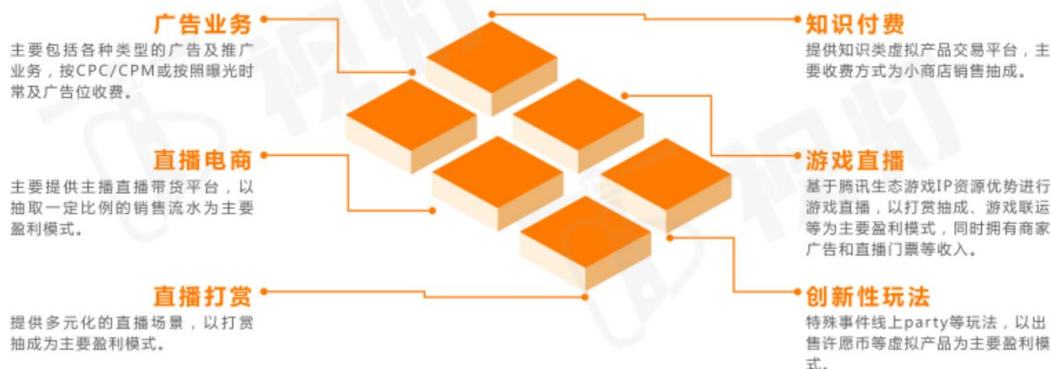
资料来源: 公司资料, 安信国际

积极布局微信视频号，有望赢得先发优势

微信视频号快速成长，已成为短视频领域第三极。视频号是微信战略级产品，一级入口位于朋友圈下方，充分享受了微信 12 亿 DAU 的流量加成。微信视频号于 2020 年 1 月正式开始内测，经过 1 年时间，经历了 4 次大版本更新，取得了快速发展。根据视灯研究院数据，2020 年 6 月，微信视频号日活跃用户（DAU）已超过 2 亿，到 2020 年底时 DAU 已超过 2.8 亿，并在 2021 年春节期间超过 4 亿；平均用户日均使用时长达 19 分钟；截止 2020 年底，微信视频号已拥有超过 3000 万个视频号，覆盖了 27 类内容类型。尽管目前在平均用户日均使用时长方面，微信视频号仍远低于抖音和快手，但从用户规模看，微信视频号已成为当下发展最快的短视频行业第三极。

商业化尚处早期，发展潜力巨大。基于微信对于商业变现较为克制的传统，目前微信视频号还未开始商业变现，但微信视频号庞大的用户规模和基于熟人社交的用户关系蕴含了巨大的商业化潜力：一方面，视频内容信息密度高、营销价值大，微信视频号完善了微信整体生态内的内容层级，并引入了直播等互动性更强的交互模式，将在微信生态内形成从引流到转化到复购的商业闭环；另一方面，基于与微信朋友圈相同的渗透率假设，微信视频号的潜在用户规模将达 8 亿，而日均使用时长有望超过朋友圈，可带来更丰富的广告位及营销点位资源。

图 30: 微信视频号拥有多元商业变现潜力



资料来源: 视灯研究院, 安信国际

乐享互动积极布局于微信视频号市场。微信视频号上线后，公司积极行动开始接入微信视频号，并提前开始进行数据的积累和推荐模型的开发。截止 2020 年底，公司合作的微信视频号已达 8763 个。我们相信公司作为微信公众号生态内的头部玩家，将充分受益于微信视频号的潜在商业化进程；通过提前积累数据和开发推荐模型，我们相信公司将在未来微信视频的商业化中取得先发优势。

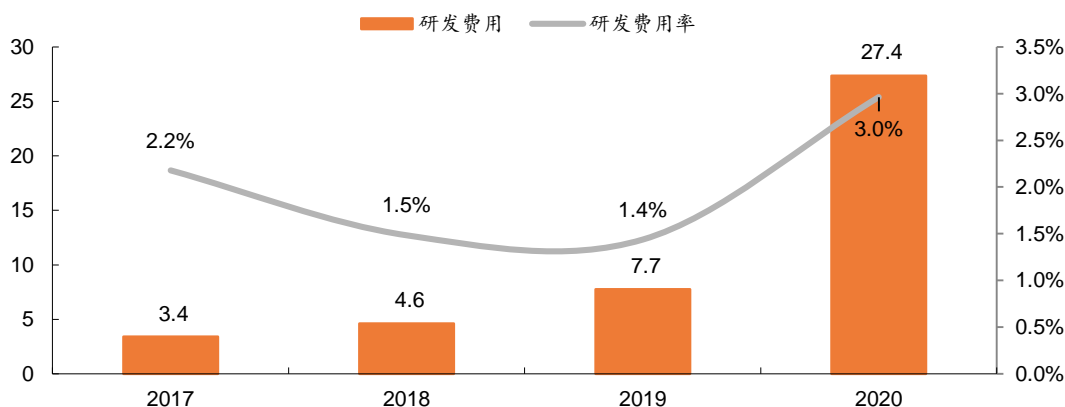
打造营销 SaaS 工具，持续研发保障数据及算法的领先

打造营销 SaaS 工具，助力新媒体发布者变现。公司在 2013 年开始向移动新媒体发布者提供营销 SaaS 变现服务。公司开发的 SaaS 平台向内容发布者提供接口，帮助其接入公司的产品库，并用基于兴趣推荐的技术向其订阅者推荐产品组合，最终帮助内容发布者实现流量变现。目前公司的 SaaS 工具本身并不收费，而是通过流量变现过程取得收益分成。截至 2020 年底，公司营销 SaaS 服务客户包含微信公众号共 40890 个，抖音号共 21771 个，新增合作微信视频号 8763 个。截至 2020 年底，公司合作的移动新媒体营销接入点位数量为 47 万个，较 2019 年底增长 106%。

打造围绕算法的大数据竞争优势。由于公司主要服务于中长尾流量，因此非常依赖数据和算法的积累以保障转化效率，不断积累的用户数据将可不断优化公司推荐算法，并形成公司的竞争优势。截至 2020 年底，公司数据库中收录的匿名用户行为数据累计达到 19 亿条，较 2019 年新增 5.5 亿条；公司依据不同产品品类建立的数据模型达到 148 套，较 2019 年的 109 套增长 35.8%；公司智能推荐耦合模型所采用的数据标签达到 1923 个，较 2019 年的 1392 个增长 38.2%。

持续研发投入，保障数据及算法的领先。公司的研发开支主要用于数据获取及算法建模。公司于 2013 年开始针对微信公众号平台效果营销业务及营销 SaaS 业务投入研发，积累的数据及模型算法已相对成熟，因此公司研发开支在 2019 年以前保持在较低水平；随着公司视频电商业务兴起，公司对于视频内容的数据采集、数据拆分和算法建模等方面的研发开支也在逐步增加。2020 年，公司研发费用达到 2737 万港元，同比大幅增长 254%，研发费用率也上升至 3%。我们相信必要的研发开支增长将保障公司在数据及算法方面的领先。

图 31：2017-2020 乐享互动研发开支（百万港元）



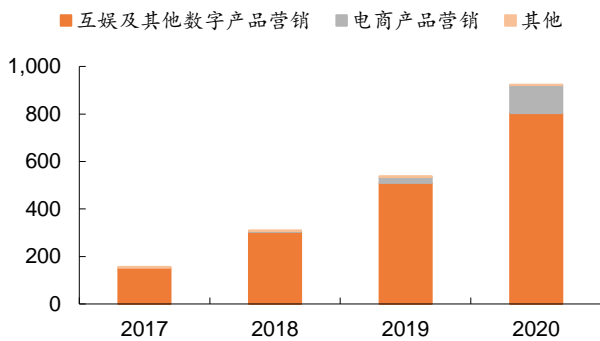
资料来源：公司资料，安信国际

财务分析

收入和毛利润持续高速增长。得益于公司互娱及其他数字产品营销收入的稳健增长和电商产品营销收入在 2020 年的爆发，公司营业收入持续高速增长，由 2017 年的 1.56 亿港元增长至 2020 年的 9.24 亿港元，2017-2020 年 CAGR 达 81%。

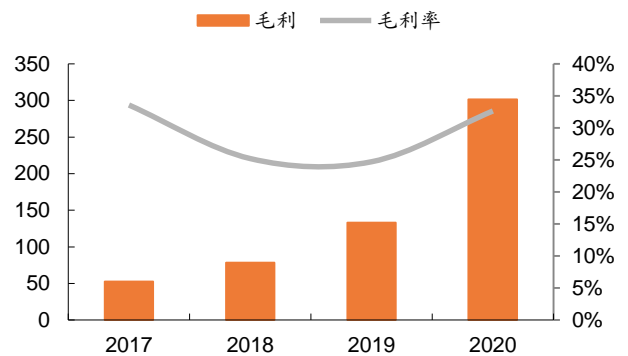
电商产品营销占比提升带动毛利率改善。2017-2019 年间，公司毛利整体维持增长，但毛利率较 2017 年有所下滑。2020 年公司高毛利的电商产品营销业务爆发，全年实现毛利 3.02 亿港元，同比增长 127%，带动整体毛利率由 2019 年的 25% 提升至 2020 年的 33%。

图 32: 2017-2020 乐享互动收入 (百万港元)



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 33: 2017-2020 乐享互动毛利 (百万港元)

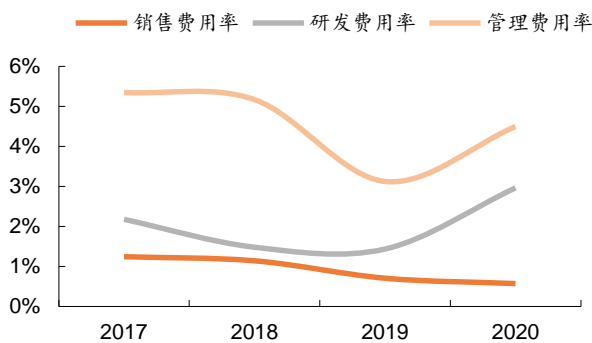


资料来源: 公司资料, 安信国际

销售费用率下降, 管理及研发费用率上升。公司的费用率在 2017-2019 年间均有不同程度下降, 整体费用率由 2017 年的 8.8% 下降至 2019 年的 5.3%。2020 年公司管理和研发费用率都有一定程度上升, 销售费用率仍维持在较低水平并略有下降, 公司整体费用率仍低于 2017 年的水平。

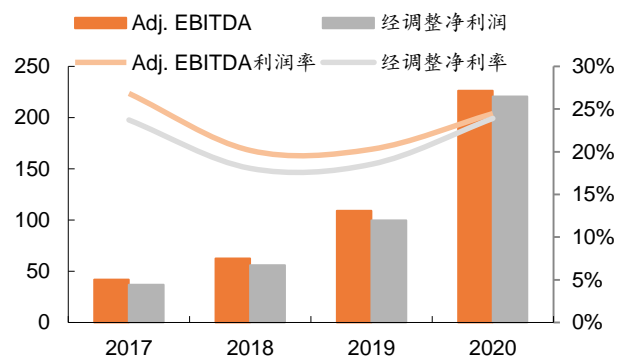
经调整 EBITDA 利润率和经调整净利率回升。尽管公司费用率在 2017-2019 年间持续下降, 但由于毛利率的下滑, 公司经调整 EBITDA 利润率和经调整净利率分别由 26.8% 和 23.7% 下滑至 20.3% 和 18.5%。随着公司的毛利率在 2020 年大幅回升, 公司的经调整 EBITDA 利润率和经调整净利率都分别提升 4.2 pct 和 5.4 pct。

图 34: 2017-2020 乐享互动费用率



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 35: 2017-2020 乐享互动 EBITDA 和净利 (百万港元)



资料来源: 公司资料, 安信国际

预计未来 3 年经调整净利润复合增速达 34%

预计 2023E 收入达到 23.1 亿港元。我们相信中国数量庞大的自媒体发布者拥有强烈的变现需求，且头部短视频平台的持续商业化将孕育广阔商业机会。我们预计随着公司互娱及其他数字产品营销业务将稳健增长并将受益于抖音小游戏业务带来的新增量，电商产品营销业务将依托于抖音电商化进程而持续爆发，带动整体收入持续快速增长。我们预计公司 2021E-2023E 收入将分别为 14.1 亿港元、18.7 亿港元和 23.1 亿港元。

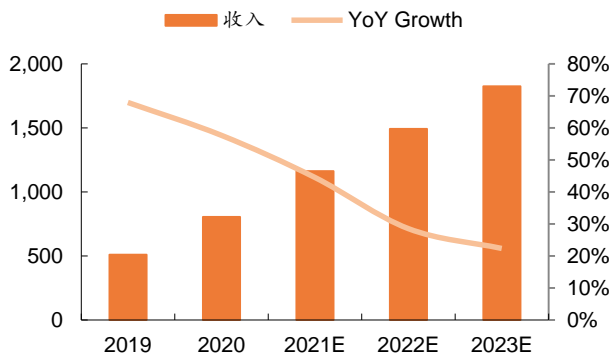
表 2：乐享互动盈利假设

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
互娱及数字产品营销	收入增速	67.9%	57.6%	44.5%	28.5%	22.3%
	毛利率	21.8%	25.7%	24.9%	24.6%	24.5%
电商产品营销	收入增速	485.2%	353.9%	109.2%	50.0%	30.0%
	毛利率	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%

资料来源：公司资料，安信国际

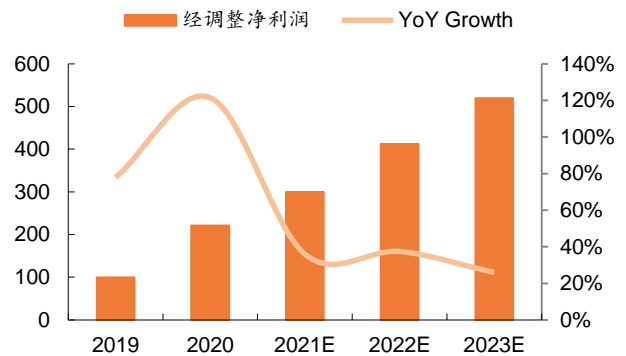
预计公司未来三年经调整净利润复合增速达 34%。我们预计高毛利的电商产品营销业务的占比提升将带动公司毛利以更快速度增长，但随着公司在研发方面的投入增加，整体费用率会有一定程度上升。综合而言，我们预计公司 2021E-2023E 经调整净利润分别为 3.0 亿港元、4.2 亿港元和 5.3 亿港元，未来三年复合增速为 34%。

图 36：2019-2023E 乐享互动营业收入（百万港元）



资料来源：公司资料，安信国际

图 37：2019-2023E 乐享互动经调整净利润（百万港元）



资料来源：公司资料，安信国际

首予“买入”评级，目标价 4.00 港元

首予“买入”评级，目标价 4.00 港元。我们以 EV/EBITDA 方式为公司估值，以 2022E EV/EBITDA 15x 计算，我们预计公司企业价值为 76.7 亿港元，调整净负债后，我们预计公司市值为 87.5 亿港元，或每股 4.00 港元。首予“买入”评级，目标价 4.00 港元，较现价有 48% 上涨空间。

表 3：乐享互动估值表

(单位：百万港元)	2022E	估值方法	估值倍数	估值
经调整 EBITDA	511	EV/EBITDA	15x	7,667
企业价值				7,667
减：净负债				1,083
市值				8,750
总股数（百万）				2,185
目标价（港元）				4.00

资料来源：公司资料，安信国际

风险提示

- 1) 自媒体行业监管趋严；
- 2) 电商营销业务增速不及预期；
- 3) 利润率不及预期。

附表：财务报表预测

(31/12 年结; 百万港元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表					
主营业务收入	538	924	1,411	1,866	2,310
营业成本	-405	-622	-923	-1,200	-1,476
毛利	133	302	488	666	835
其他收益	4	5	7	11	14
其他收益及亏损	1	-61	3	4	5
销售费用	-4	-5	-8	-11	-14
研发费用	-8	-27	-56	-75	-92
销售费用	-17	-42	-71	-93	-116
上市费用	-23	-24	0	0	0
营业利润	86	147	362	502	631
减值损失	-6	-13	0	0	0
财务费用	0	-1	-4	-8	-10
税前利润	80	133	358	493	621
所得税	-3	5	-54	-74	-93
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	77	139	304	419	528
经调整净利润	100	221	304	419	528
经调整 EPS	0.063	0.124	0.139	0.192	0.242
EBIT	80	134	362	502	631
EBITDA	86	144	375	515	645
经调整 EBITDA	109	226	372	511	640
同比 (%)					
收入	73.2	71.7	52.7	32.2	23.8
毛利	69.8	127.0	61.7	36.5	25.3
营业利润	55.0	71.0	146.3	38.5	25.8
经调整 EBITDA	74.4	107.1	64.7	37.3	25.2
经调整净利润	77.8	121.5	37.8	37.9	26.0
现金流量表					
税前利润	80	133	358	493	621
折旧和摊销	6	10	13	13	13
营运资本变动	-164	-610	-409	-387	-382
其他	2	55	-49	-66	-83
经营性现金净流量	-76	-411	-88	54	169
资本开支	-19,536	-28,174	-30	-30	-30
其他	0	8	0	0	0
投资性现金净流量	-20	-21	-30	-30	-30
新发股份	-16	0	0	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
新增债务	5	8	117	25	30
利息支出	0	-1	-4	-8	-10
其他	142	1,488	0	0	0
融资性现金净流量	130	1,495	112	16	20
净现金流	34	1,064	-5	40	159
汇兑损益	0	0	0	0	0
期初现金余额	112	147	1,210	1,205	1,245
期末现金余额	147	1,210	1,205	1,245	1,404
FCFF	-96	-439	-118	24	139
FCFE	-91	-432	-5	40	159

(转下页...)

财务报表预测 (续)

(31/12 年结; 百万港元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资产负债表					
现金	147	1,210	1,205	1,245	1,404
应收账款	92	332	510	674	834
预付款项	194	611	898	1,167	1,435
其他流动资产	34	37	37	37	37
流动资产合计	466	2,191	2,650	3,123	3,711
固定资产	6	20	36	52	68
无形资产	21	27	28	29	30
商誉	0	0	0	0	0
其他长期资产	18	42	42	42	42
非流动资产合计	45	90	106	123	140
总资产合计	511	2,281	2,756	3,246	3,851
应付账款	47	99	154	200	246
短期借款	5	6	41	49	58
其他流动负债	2	1	1	1	1
流动负债合计	53	106	196	250	305
长期借款	8	15	96	114	135
递延税及其他	1	1	1	1	1
非流动负债合计	9	15	97	114	135
负债合计	62	122	293	364	440
股本	0	0	0	0	0
储备	449	2,159	2,463	2,882	3,411
少数股东权益	0	0	0	0	0
所有者权益合计	449	2,159	2,463	2,882	3,411
负债及所有者权益合计	511	2,281	2,756	3,246	3,851
主要财务比率					
P/E (x)	44.9	22.9	20.3	14.7	11.7
P/B (x)	9.9	2.3	2.5	2.1	1.8
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
GP margin (%)	24.7	32.6	34.6	35.7	36.1
Adj. EBITDA margin (%)	20.3	24.5	26.4	27.4	27.7
Adj. NP margin (%)	18.5	23.9	21.5	22.5	22.9
R&D/sales (%)	1.4	3.0	4.0	4.0	4.0
SG&A/sales (%)	3.8	5.1	5.6	5.6	5.6
Effective tax rate (%)	4.0	-4.0	15.0	15.0	15.0
ROE (%)	28.8	16.9	13.2	15.7	16.8
ROA (%)	25.2	15.8	12.1	14.0	14.9
Current ratio (x)	8.7	20.6	13.5	12.5	12.2
A/R turnover days (s)	62.6	131.3	130.0	130.0	130.0
A/P turnover days (s)	42.2	58.1	60.0	60.0	60.0
Interest coverage (x)	208.1	140.2	82.9	60.8	64.7
Net debt/(cash) to equity (%)	-29.9	-55.1	-43.3	-37.6	-35.5
Total asset to equity ratio (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源: 公司数据, 安信国际预测 (2020E-2022E)

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010