

走客网络 (835451)

超级行程单打通地接与零售，ToC 端加速成长 ——走客网络调研报告

未评级 ()

2016 年 07 月 29 日

相关报告

分析师:

李跃博

liybo@xyzq.com.cn

S0190512070003

研究助理:

王家远

wangjiayuan@xyzq.com.cn

杨子颀

投资要点

- 公司是一家服务中国中高端人群的出境体验综合咨询及方案解决商。专注于目的地为欧洲的高品质特色小众游，打造注重生命体验和满足私属订制需求的旅行理念。公司 2013 年-2015 年主营收入分别为 515 万元、323 万元、660 万元，预计 2016 年收入达到 5000-6000 万元。
- 公司一直以来的业务重心小众游，已逐渐成为旅游行业新趋势。公司近年来一直坚持以高度定制化的 4-6 人团的小众旅游为业务重心，为此还配有丰富的欧洲导游和地接资源。过去业务驱动增长主要来自 ToC 端，下半年将加大 ToB 端的定制业务，量产定制化标准产品，加强与 ToB 各渠道商的合作，力争提高销售量。
- 公司新产品“超级行程单”有望成为出境游行程规划分享平台的龙头。公司自行开发的微信公众号“超级行程单”将作为一个庞大的旅游行程资源库，导游们可在此平台上制作个性化行程单，或调用行程库内行程为客户服务。每一位导游都是销售终端，手中掌握高粘性的客户资源，“超级行程单”将把资源端和客户端很好对接起来，调动导游积极性，为分散的客户提供差异化的定制行程。
- 出境游行业情况：随着生活水平的提高，人们不再满足于传统的国内旅游，出境游市场近年来持续火爆，2014 年出境游人数首次突破 1 亿人次，达到 1.07 亿人，较 2001 年增长 791.6%，平均每天有 29.3 万人出境。另一方面，随着英国脱欧、欧元汇率持续下降等利好因素的持续发酵，以及不断有国家实行免签政策，欧洲出境游市场近年来不断快速增长。
- 出境游行业竞争格局：(1) 竞争对手中不乏旅游业巨头，比如携程网旗下鸿鹄逸游和众信旅游旗下的奇迹旅行。(2) 在互联网不断对行业进行渗透的背景下，竞争格局将不断调整。(3) 公司产品和服务历经市场考验，深受客户信赖，形成了一定的品牌优势，具备了良好的市场口碑和商誉，在行业竞争中形成了一定的竞争优势。
- 我们将对公司新产品和电商平台带来的业绩变化保持密切关注。

风险提示：出境游不及预期；行业巨头竞争加剧

报告正文

一、公司的主营中高端定制游

公司是一家服务中国中高端人群的出境体验综合咨询及方案解决商。专注于目的地为欧洲的高品质特色小众游，打造注重生命体验和满足私属订制需求的旅行理念。业务涵盖旅游服务、咨询会务服务、培训服务、红酒销售。

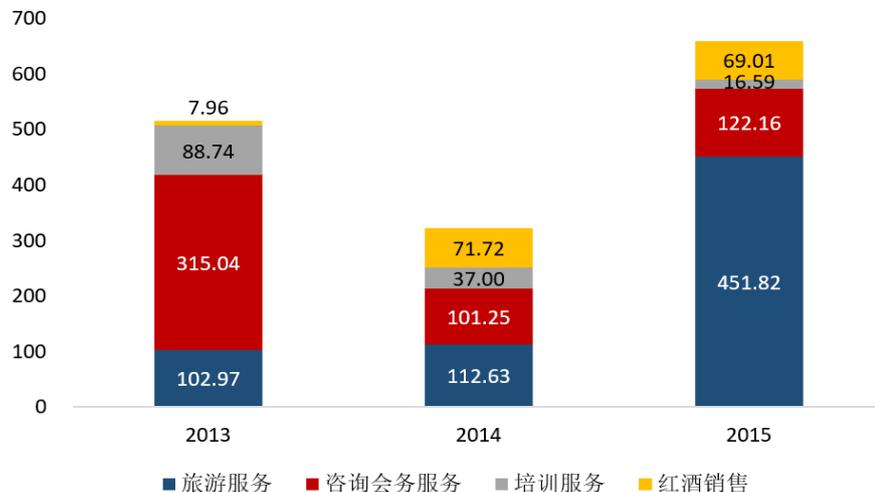
图 1：公司定制旅游产品展示



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

公司三大主营产品包括旅游服务、咨询会务服务、培训服务等。旅游服务是根据客户的差异化需求，提供主题丰富且高度定制化的旅游目的地及行程，并通过与客户的沟通不断完善编制的行程规划书，形成线路提供服务。咨询会务服务是根据客户对会务的特殊需求例如会务地点、会务行程、会务期间的交通、餐饮、酒店等，提供精心安排的行程及管家式服务。培训服务主要为 A-ELink GmbH 在德国当地培训华语导游。

图 2：公司近三年分业务营收情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

● 互联网平台商家补贴多，ToB 业务争取盈亏平衡下冲量销售

新三板挂牌以后，公司 ToB 电商业务增长迅速。今年 4 月份在淘宝天猫开店，每个月营业额成倍数增长，同时公司与流量渠道蚂蜂窝、美大合作。就目前看来流量最好的仍是天猫，与携程的合作流量没有预期的好。大部分的利润还是来自于定制游板块，由于各家竞争对手补贴多，电商的运营成本相对过高。

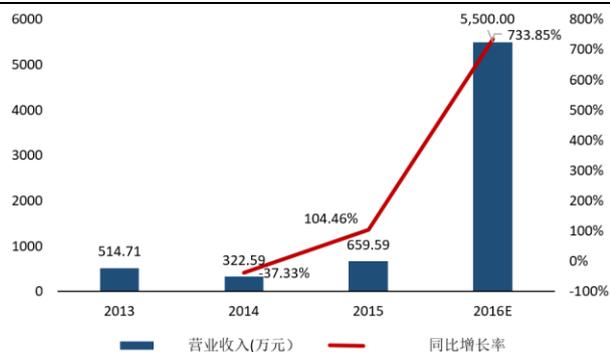
公司坚持产品品质营销为主，拒绝使用电商常用的贴补营销方式进行产品推广。以电商目前的增速，有望年底 ToB 电商销售业绩持平。

● 深耕内容打造优质品牌，ToC 业务“滚雪球”实现 7-8 倍增长

公司精力长期投入在 ToC 业务的深耕和锻造，ToC 业务是面向消费者的口碑经济。目前产品定价是成本价+20%左右的服务费，因此利润率有保障。口碑经济拓展的渠道主要在用户的口口相传，依靠的是产品的优质内容。

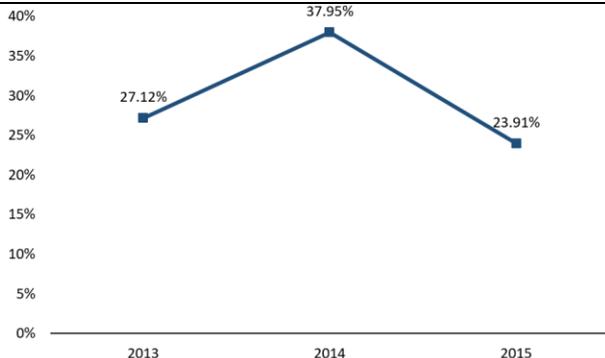
内容方面，公司深耕 ToC 市场所积累起的丰富的导游及客户资源（400 多个定制师和从业 3-5 年导游所拥有的客户资源）为 ToB 业务的腾飞奠定了扎实的基础，预计公司 2016 年营收将得益于 ToB 业务迅猛发展而实现 7-8 倍的增长。

图 3：公司营业收入情况



资料来源：公司年报，Wind，兴业证券研究所

图 4：公司近三年来毛利率情况



资料来源：公司年报，Wind，兴业证券研究所

● 体育旅游成为新引擎，有望成为走客业务增长中坚力量

体育旅游已成为带动走客业务增长和品牌影响力的重要动力之一，为公司未来重点发展方向。公司目前已形成拥有 200 条体育主题线路、15 种体育运动种类、20 多个合作平台以及 500 万+精准体育用户的规模化体育旅游平台。公司的体育旅游产品主要分为三类：体育观赛游、体育参赛游以及体育爱好游。

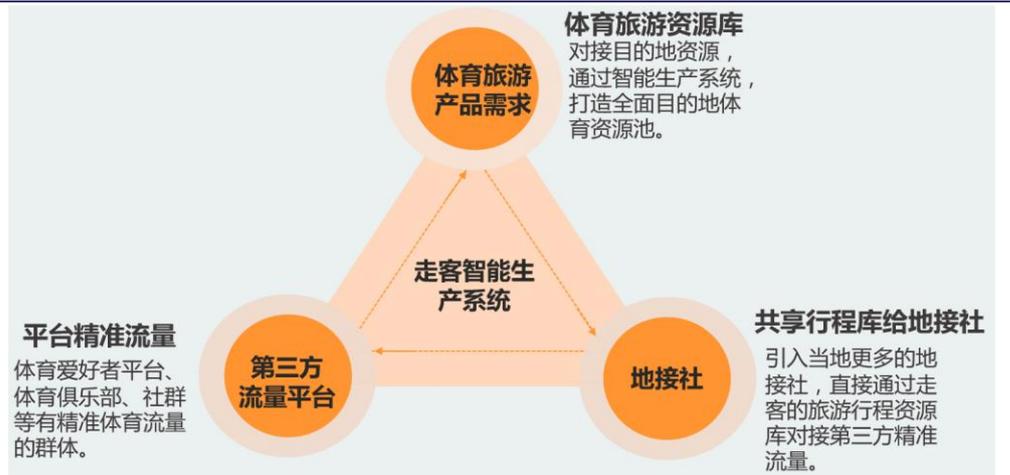
图 5：公司体育旅游项目展示



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司未来将着力打造体育旅游供应链生态圈，利用走客智能后台打造最高效的体育资源供应链生态系统。

图 6：走客体育旅游产品设计框架



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司在体育旅游产业的发展战略已经非常明晰，可以归纳为以下三点：现行智能系统与目的地资源实现一键对接；拓展流量渠道的 ToB 供应链，延展体育旅游服务深度；坚守平台策略不外扩，引入目的地地接社。

图 7：现行智能系统一键对接目的地资源



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

在流量渠道拓展 ToB 供应链方面，公司决定从定制角度切入，承接精准流量，规避自己做流量慢、贵、系统价值无法放大等缺点。走客要利用非体育行业竞争者的身份，为垂直流量平台提供体育主题线路。

图 8：流量渠道拓展 ToB 供应链



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

通过引入目的地地接社并与走客智能生产系统对接，公司可以精准把握 B 类流量。这样的合作是互利共赢的，走客共享体育资源池和定制工具，地接社凭借自身优势和走客工具对接需求，而且 B 类体育社群在走客平台中获得定制满足。

● 超级行程单借助海量线路库，打通导游与客户、地接与零售的通道

公司于 2016 年 7 月新上线“超级行程单”，借助微信公众号，它成为一个庞大的旅游行程资源库，向有资质的导游全面开放。导游可以根据自己的习惯在此平台

上快速制作有自己个性化标签的行程单给客人；也可以通过用现有行程库内数量众多的行程线路，一键生成一个完整的行程给到所服务的客人。

市场传言微信即将开放直播，届时平台也会鼓励行程定制师们通过直播形式来演绎深度游行程规划。未来公司希望通过此平台实现与导游互通流量的效果。

超级行程单将把过去限制的导游资源利用起来，这些人都是在欧洲最少有过八年生活经历的人，大约 400 人，其中很多是公司自己培养的导游，获得过公司在欧洲做导游培训业务时颁发的证书。

平台现基本保持每周更新一次的频率。集腋成裘、积沙成塔，新上线的平台能把导游们的自带流量导过来，成为一个良性循环的定制旅游产业行程分享平台。

图 9：“超级行程单”团队购票



资料来源：兴业证券研究所

图 10：“超级行程单”行程定制



资料来源：兴业证券研究所

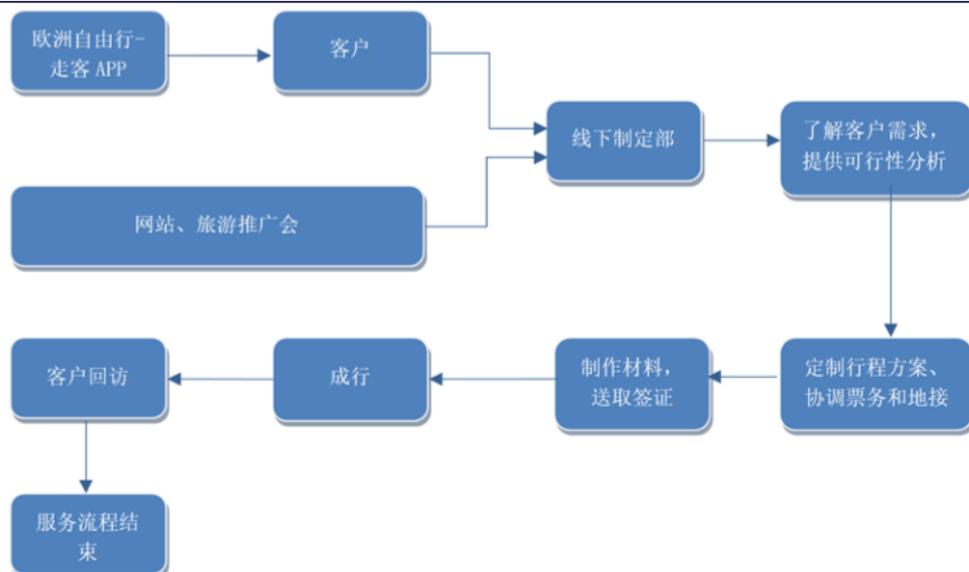
二、公司运营及盈利模式

运营模式：公司在了解客户行程需求后，制定相应的行程规划，推荐行程的路线，机票酒店，门票后，客户自行订购或公司代为订购相应的产品。公司也可以代为办理签证业务。

公司的销售渠道分为两种：一种是依靠老客户的回头客及口碑推广，口耳相传所

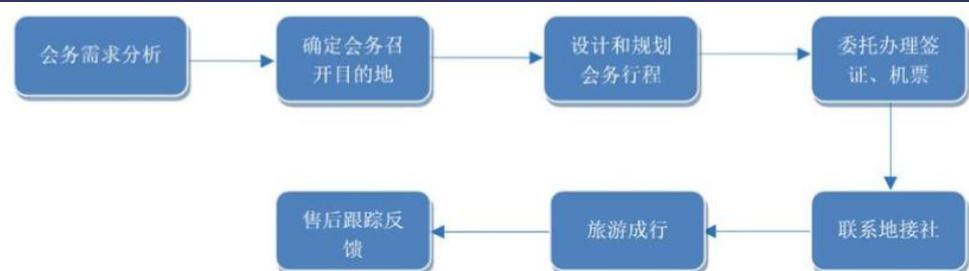
带来的业务会使利润率更有保障;另一种是通过参与旅游行业的论坛和推广会等。由于公司在行业中的服务质量较高,经营时间较长,逐渐形成了较为稳定的客户群体。

图 11: 旅游服务流程



资料来源: 公司公告, 兴业证券研究所

图 12: 咨询会务服务流程



资料来源: 公司公告, 兴业证券研究所

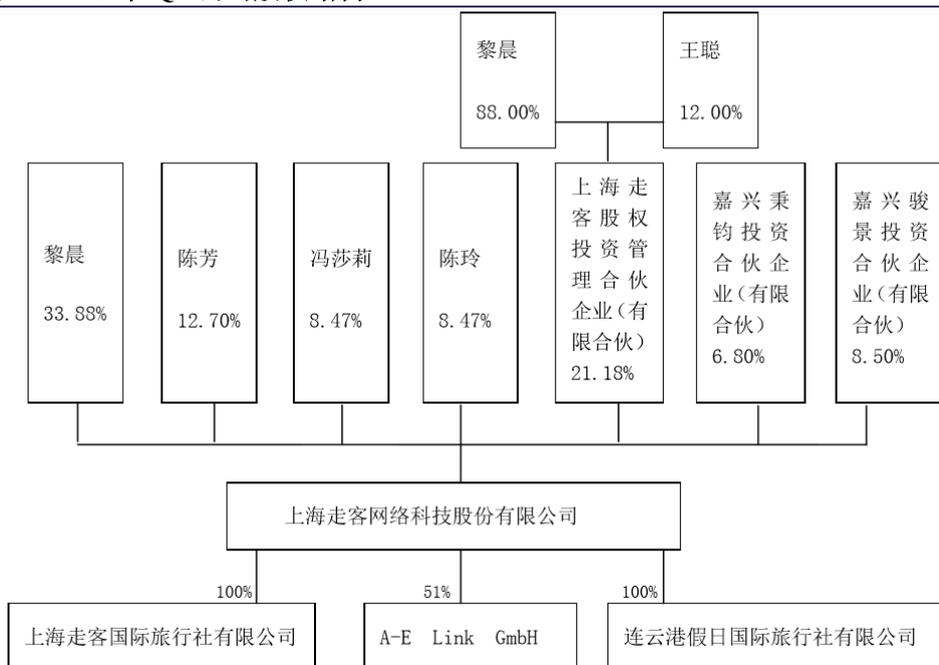
盈利模式:

- 1、公司业务主要以成本+服务费的方式向客户收取,这样利润率相对有保证。如今互联网时代信息成本非常低廉,所以公司成本全部摊开,再加上 10-15% 的服务费率便构成价格。如果用到公司独有的稀缺目的地资源,服务费可以做到更高。
- 2、2016 年 4 月上线的天猫直营店自开店起每月营业额都能实现翻倍增长,6 月营业额已达上百万。未来医疗医美游将成为公司的成长关键。
- 3、电商部门目前还难以实现盈利,公司希望今年该部门能实现盈亏平衡,另外公司也布局了一些自有平台如有赞店、APP 等,但 APP 并没有投入太多精力,因为成本较高,公司对此保持着自生长的态度。

三、股权和创始人背景

公司当前控股股东为黎晨女士，直接或间接持有公司 52.52% 股权，前十大股东共计占比为 100%。

图 13:2016 年 Q1 公司股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

黎晨女士，1996 至 2003 年就读里昂第二大学多媒体数字图像与传播专业；2003 年至 2008 年就职《欧洲商旅报》任运营总监；2008 年至 2011 年就职九鼎力信息科技有限公司任副总经理；2011 年 5 月创建逸香文化；2015 年 8 月至今任职走客网络，担任董事、法定代表人、总经理。

四、调研纪要

1、公司出境游业务怎么样？

从目前来看整个旅游业旺季呈后移趋势，往年 7、8 月份是旺季。公司出境游业务比较繁忙，出境游客人似乎对欧洲暴恐也有了司空见惯的心态。从现状看来欧洲巴尔干地区比较安全，出境游人群从西欧向整个欧洲大陆延伸。受脱欧的影响，英国旅游大热。

2、是否有具体数据可分享？

具体数据要等半年报。但进入旺季之后明显增速加快。有个大概的关于东欧出境游数据：东欧作为业务拓展新区域，一个月的营业额已达 160 万。而这部分业务

去年还未开展。

东欧出境游集中在巴尔干地区，没有包含俄罗斯。东欧出境游主要集中在申根签证国，因为如果办理了申根国多次签证后能大大缩短签证周期也提高了出境游频次。

3、公司出境游业务收费方式

公司业务主要以成本+服务费的方式向客户收取，这样利润率相对有保证。如今互联网时代信息成本非常低廉，所以公司成本全部摊开，再加上 10-15% 的服务费率便构成价格。如果用到公司独有的稀缺目的地资源，服务费可以做到更高。

4、公司营收和利润情况

公司电商增长比较快。今年 4 月份天猫店开，每个月营业额成倍数增长。跟有效流量渠道合作，如：蚂蜂窝，美大等。就目前看来流量最好的仍是天猫，与携程的合作流量没有预期的好。大部分的利润还是来自于定制游板块，电商的运营成本相对过高，利润几乎为负增长，但是我们坚持产品品质营销为主，拒绝使用电商常用的贴补营销方式进行产品推广。以电商目前的增速，有望年底电商销售业绩持平。

5、电商这块从现在来看跟它的利润分成如何？

电商是不赚钱的。除了人员成本外，产品没有做补贴。我们的期望最好的就是做到年底拉平。我们独特的目的地产品是天猫比较好的卖点。定制类的小产品，我们做了有赞店。我们的 APP 处于微运营的状态：自生长，轻维护。

6、公司出境游业务展望

公司增速最大的是 ToB 定制，去年做 ToC 比较多，以前是靠口碑相传，成长缓慢。挂牌后，开始承接 ToB 定制，以扩大规模，公司上半年就比去年整年的数据要高。ToB 市场的成长很快。

欧洲出境游业务主力不止局限于大家所熟悉的西欧国家，服务要从西欧向整个欧洲大陆延伸。更好的整合 ToC 业务，更好地服务好 ToC 客户的同时，要迅速扩张我们的 ToB 定制业务，重点着力于体育旅游和医美旅游的拓展。在做好做精欧洲出境游的同时，要用我们现有的力量极力拓展其他的出境游目的地，如日韩等。

7、ToB 市场主要服务于各类机构

ToB 市场主要服务于各类机构，比如我们切入的体育旅行，提供参赛观赛等体育周边相关的定制游。比如医疗：有德国的干细胞，瑞士羊胎素、跟医美机构的合作。比如游戏类：德国科隆游戏展人数是最多的游戏展，公司正在接洽一个手游公司的参展团队。客户方在接洽后提出以后每年的游戏展合作都是跟公司。

8、今年新业务增长点在哪里？

在微信平台新上线一个名为“超级行程单”公众号，这是一个庞大的旅游行程资源库，向导游全面开放，导游可以根据自己的习惯在此平台上快速制作有自己个性化标签的行程单给客人，也可以通过用现有行程库内行程一键生成一个完整的行程给到所服务的客人，希望通过此平台达到公司与导游的流量互导。

9、“超级行程单”上线后反响如何

“超级行程单”致力于释放导游生产力。这个服务的出现符合客户的完全去中间化的心理需求。导游辅助行程设计。让每一个导游都成为一个独立定制师。服务号上线一周，就有 1000 多个导游在做行程。所有的服务都在微信公众号上实现。保持一周一更新。也有导游做了行程后不愿分享。公司提倡以资鼓励的方式，独立定制师的所有自定义行程都可以拿来做有偿知识产权分享。具备平台雏形的服务号。本着所有的产品不靠金钱补贴来推广，产品导向。

10、是否有想过邀请旅游达人上“超级行程单”平台进行推广

公司没有想过邀请旅游达人来做推广。因为不是每一个把旅游当成爱好的人都能跟专业的导游相媲美的。当微信有直播后，公司会邀请每一个独立定制师上直播，这样的直播更有特色更专业。

11、“超级行程单”的导游资质和背景

公司的定制师基本都是定向邀请的，保证品质。而且很多导游都是曾经公司的德国公司的导游培训出来的，拿公司的导游证的人。

12、公司的独立定制师是什么？

出于历史原因，公司做导游培训的时候开始就积累下来的经验，帮导游设计自我标签，这对导游未来的工作非常有帮助。公司的股东、董事、监事都是以前的客人，比较出名的有薛蛮子、蔡文胜等。

13、特殊定制的量比较难起来

做“超级行程单”的时候就是基于要想方设法盘活特殊定制的行程。定制游最大的问题就是耗用人力资源，很大程度束缚定制师的生产能力，当与客户沟通的时候非常消耗时间。就想利用这个平台把社会存量的盘活。导游本身就自带流量，“超级行程单”就是为了盘活这部分资源而生的。

做定制最大的问题，是客户的信任度，定制师众包方式是因为这个方式有跟客户很好的粘连度，成熟的信任度。我们国家的旅游产业是一个不成熟的行业，对客人还需要有一个持续教育过程。

14、看公司过去三年经营业绩，营收快速成长，但是利润亏损

是的。公司希望今年年底能营收做到 5000-6000 万，经济滑坡和暴恐的影响比较大。今年的增速从这个月开始一下子起来了。比较往年，上半年压下来的量在下半年会有一个小爆发。

15、从全国层面看数据，西班牙增速非常快，有 70%

公司也一样，西班牙，东欧，英国。大部分客人在十一走西欧的比较多，因为其他的地方都去过了。西班牙是一个在中国旅游价值被低估了的地方，那里民风慵懒闲适、阳光充足，很像希腊和意大利。当旅行把度假的形式当成主流的时候，类似西班牙，东欧，南欧的优势就凸显出来了。

16、小团游也许会逐渐成为趋势

公司一直做的就是 4-6 人的个性小团游，特别 7、8 月份家庭游，受重视程度高，所以小团游是卖点。提高生产力，新的定制师凭借“超级行程单”系统也可以很快上手，定制师团队扩招，通过独立定制师 APP 增量、盘活流量。当 APP 使用成熟后可以互导流量。公司目前还是一个弱销售状态，以后要加强销售团队建设。

17、公司从欧洲开始，美国的经验似乎不是很丰富

公司认为无论做哪里，说这项业务有多少壁垒、专业性都是比较虚的，真正重要的其实就是是否用心，是否关注细节。

18、如何看待资本市场对规模的要求

这就是公司接 ToB 定制的原因，就是为了扩大规模。接 ToB 的单子的时候会影响到利润，但是会提高规模，释放互联网流量以增加规模。

19、融资的目的

这次的 3000 万元融资是为了补充流动资金，建销售团队，建定制师团队。融资后，公司估值 3.5 亿元。公司目前的销售零投入。也曾经参加过私人银行的活动，但是就反馈的结果来看，客单价还是比较敏感的方面。所以公司会有部分产品设计时会把价格适当放低，特别是 ToB 定制的，公司的客单价目前都是超过 3 万的，以后可以根据需求适当调整。另一方面，也是为了在资本市场发出声音，不被遗忘。

20、公司竞争优势

实事求是的说，做服务并没有多大的门槛。关键就是看谁更用心，说自己有多少资源都不完全合理。比如能够接到这个游戏展参展项目，就是因为别人公司做不下来，有定价要求等等。选择了我们公司也从另一方面证明了公司的实力。

21、未来经营理念

无论外部环境如何，我们的服务理念始终秉持着客户至上的原则，将“德意志匠心精神”坚持到底，必须保持每一款产品的品质优先原则。

风险提示：出境游不及预期；行业巨头竞争加剧

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605(100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135） 传真：021-38565955					
港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焜	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzli@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真：(852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

