

# 完美世界 (002624.SZ)

## Q2 业绩符合预期,《幻塔》海外表现亮眼

### 核心观点:

- 2022H1 年实现营收 39.23 亿元 (YOY-6.73%), 公司降本增效, 销售费用为 5.13 亿元 (YOY-43.20%), 管理费用为 3.51 亿元 (YOY+1.73%), 研发费用为 10.52 亿元 (YOY+24.94%), 实现归母净利润 11.37 亿元 (YOY+341.51%), 归母净利率为 28.99%; 扣非归母净利润为 6.71 亿元 (YOY+1653.68%)。2022Q2 实现营收 17.95 亿元 (YOY-9.14%), 归母净利润 2.97 亿元 (YOY+243.48%), 扣非后归母净利润为 2.56 亿元 (YOY+191.58%)。
- 《梦幻新诛仙》周年庆版本、《幻塔》出海表现亮眼。上半年《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界: 诸神之战》贡献了良好的业绩增长,《梦幻新诛仙》在 6 月份上线周年庆版本后, 流水提升明显, 长线运营能力突出。游戏出海方面,《梦幻新诛仙》手游于 2022 年 3 月在海外多地同步上线,《幻塔》于 2022 年 8 月 11 日在全球多地正式上线后, 在近 40 个国家和地区位列 iOS 游戏免费榜第 1 名, 并在近 30 个国家和地区进入 iOS 游戏畅销榜 Top10, 取得良好海外市场表现。
- 盈利预测与投资建议。公司游戏专注 MMO+、卡牌+赛道, 2021 年更聚焦手游研发, 产品全球化及海外发行团队逐步搭建, 助力拓展全球化发行版图。2021 年发行的《梦幻新诛仙》、《幻塔》不断更新迭代, 国内保持稳定流水, 今年海外上线后在多个国家或地区数据喜人, 出海产品取得突破。此外, 公司储备的重点游戏《天龙八部 2》、《朝与夜之国》、《一拳超人: 世界》已经在版号申请中,《黑猫奇闻社》已经获得版号将于 8.24 日上线。未来公司“海外本地化发展+国内产品出海”双维度发力的战略进一步清晰, 成本开支更加精细化管理, 有助于公司实现长期业绩成长, 预计 22~24 年归母净利润 17.71/20.89/23.37 亿元 (包含 22Q1 出售海外游戏业务获得 4 亿元非经常性收益), 参考可比公司给予 23 年 18xPE 对应每股合理价值为 19.39 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示。版号风险、流水不及预期、行业竞争加剧。

### 盈利预测:

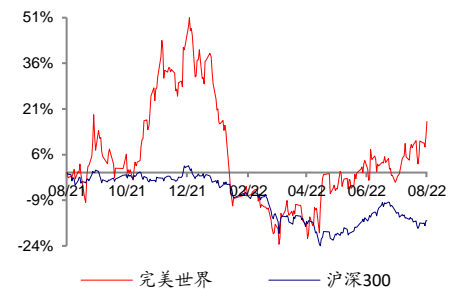
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	10,225	8,518	8,416	9,471	10,508
增长率 (%)	27.2%	-16.7%	-1.2%	12.5%	10.9%
归母净利润 (百万元)	1,549	369	1,771	2,089	2,337
增长率 (%)	3.0%	-76.2%	379.7%	18.0%	11.9%
EPS (元/股)	0.80	0.19	0.91	1.08	1.21
市盈率 (P/E)	33.46	27.85	17.46	14.80	13.23
ROE (%)	14.3%	3.6%	14.4%	14.5%	14.0%
EV/EBITDA	17.01	39.74	21.24	16.16	13.43

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级	买入
当前价格	15.94 元
合理价值	19.39 元
前次评级	买入
报告日期	2022-08-14

### 相对市场表现



分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

### 相关研究:

完美世界 (002624.SZ): 加快研发迭代和出海, 期待产品兑现	加	2022-04-26
完美世界 (002624.SZ): Q3 业绩回暖,《幻塔》预计年内上线	Q3	2021-10-27
完美世界 (002624.SZ): 短期业绩承压, 新游戏表现亮眼	短	2021-08-18

联系人:

卢丝雨 010-59136610

lusiyu@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

## 一、Q2 业绩符合预期，《幻塔》海外表现亮眼

**2022年中报业绩概况：**公司2022H1年实现营收39.23亿元(YOY-6.73%)，毛利26.66亿元(YOY+15.61%)，毛利率为67.96%，公司为实现降本增效，减少了宣发投入，销售费用为5.13亿元(YOY-43.20%)，管理费用为3.51亿元(YOY+1.73%)，研发费用为10.52亿元(YOY+24.94%)，公司研发投入较以往年度有明显增加。公司实现归母净利润11.37亿元(YOY+341.51%)，归母净利率为28.99%；扣非归母净利润为6.71亿元(YOY+1653.68%)，扣非归母净利率为17.08%。

**2022年Q2业绩概况：**2022Q2实现营收17.95亿元(YOY-9.14%)，毛利润12.05亿元(YOY+15.4%)，毛利率67.14%，销售费用为2.36亿元(YOY-60.47%)，销售费用率为13.13%，同比下降17.09pct，管理费用为1.57亿(YOY+1.29%)，管理费用率为8.75%，同比上升0.90pct，研发费用为4.88亿元(YOY+14.29%)，研发费用率为27.19%，同比上升5.58pct，归母净利润2.97亿元(YOY+243.48%)，扣非后归母净利润为2.56亿元(YOY+191.58%)

图1：完美世界营收(亿元)及同比增速(%)

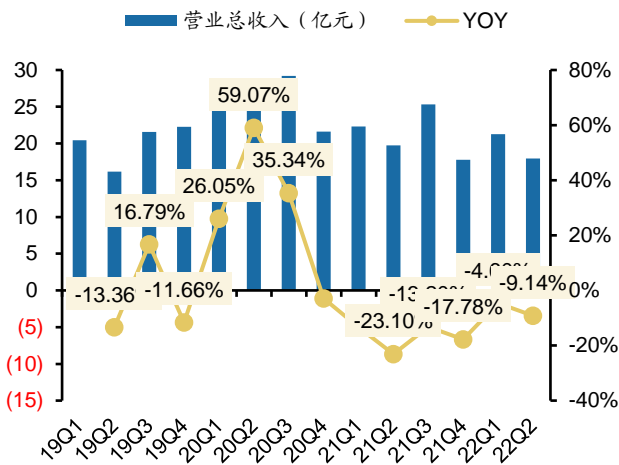
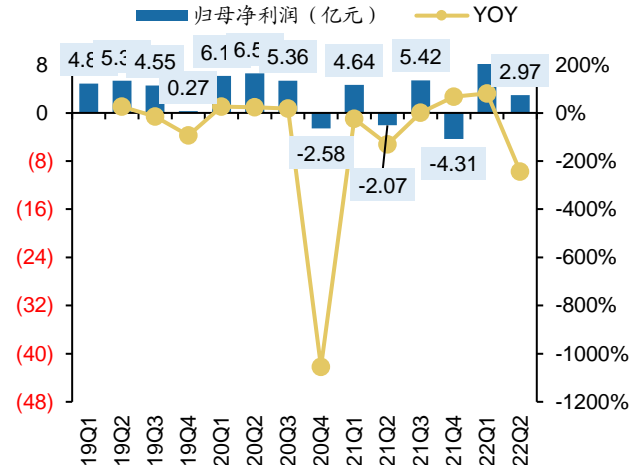


图2：完美世界归母净利润(亿元)及同比增速(%)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表1：完美世界2022Q2及2022H1年财务指标拆解

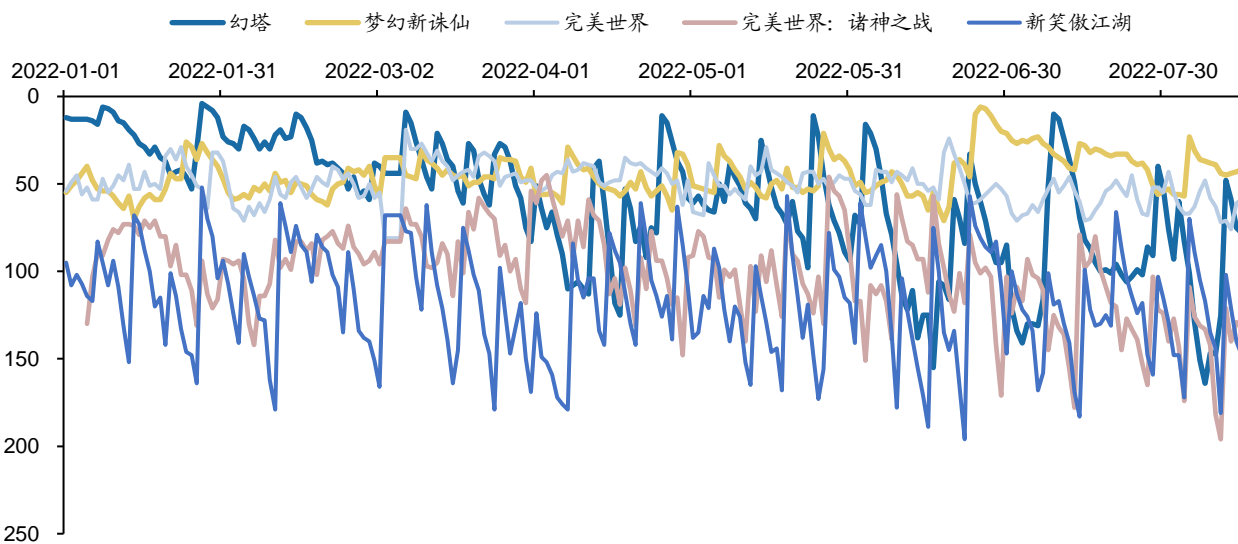
财务指标	2021Q2	2021Q4	2022Q1	2022Q2	环比变动 (pct)	同比变动 (pct)	2021H1	2022H1	同比变动 (pct)
毛利率 (%)	52.84%	69.11%	68.65%	67.14%	(1.51)	14.30	54.82%	67.96%	13.14
销售费用率 (%)	30.22%	31.13%	13.05%	13.13%	0.08	(17.09)	21.48%	13.08%	(8.40)
管理费用率 (%)	7.85%	12.63%	9.10%	8.75%	(0.35)	0.90	8.21%	8.94%	0.73
研发费用率 (%)	21.61%	47.97%	26.51%	27.19%	0.68	5.58	20.02%	26.82%	6.80
财务费用率 (%)	2.01%	1.66%	1.29%	-0.91%	(2.20)	(2.92)	1.57%	0.29%	(1.28)
资产减值损失率 (%)	-7.56%	-4.80%	0.00%	-0.07%	(0.07)	7.50	-3.55%	-0.03%	3.52
投资净收益/营业收入 (%)	1.92%	10.64%	20.79%	-3.26%	(24.05)	(5.18)	4.69%	9.79%	5.10
营业利润率 (%)	-12.79%	-36.81%	41.15%	17.42%	(23.73)	30.22	6.28%	30.30%	24.02
归母净利率 (%)	-10.46%	-24.22%	39.48%	16.56%	(22.92)	27.02	6.12%	28.99%	22.87

扣非归母净利润率 (%)	-14.17%	-25.86%	19.45%	14.26%	(5.19)	28.43	0.90%	17.08%	16.17
--------------	---------	---------	--------	--------	--------	-------	-------	--------	-------

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**《梦幻新诛仙》周年庆版本表现亮眼。**2022年H1游戏业务实现营收37.36亿元,同比上升9.6%,实现净利润7.4亿元,同比上升1958.22%。上半年《梦幻新诛仙》《幻塔》《完美世界:诸神之战》贡献了良好的业绩增长,《梦幻新诛仙》在6月份周年庆后,流水提升明显,长线运营能力突出。开放世界MMO《幻塔》2022年以来平均排名为59名,4月上线2.0大版本更新后,最高提升至畅销榜排名第11名。MMO《完美世界》2022年以来平均排名为50名,MMO《梦幻新诛仙》2022年以来平均排名为44名,在6月21日上线的周年庆版本中,游戏更新了新的主线剧情,提升世界等级,举办线上周年庆晚会的方式重新提振玩家热情,最高提升至畅销榜第6名。游戏出海方面,《梦幻新诛仙》手游于2022年3月在海外多地同步上线,《幻塔》于2022年8月11日在全球多地正式上线后,在近40个国家和地区位列iOS游戏免费榜第1名,并在近30个国家和地区进入iOS游戏畅销榜Top10,取得良好海外市场表现。

图3: 完美世界头部游戏产品的iOS端畅销榜排名走势



数据来源: 七麦数据, 广发证券发展研究中心

公司储备游戏丰富,《黑猫奇闻社》已获得版号,公司储备的游戏有《天龙八部2》、《朝与夜之国》、《黑猫奇闻社》、《一拳超人:世界》、《百万亚瑟王》、端游《诛仙世界》等,其中《诛仙世界》端游将于8月19日开启首测,都市悬疑交互手游《黑猫奇闻社》将于2022年8月24日正式上线,截至8月14日,Taptap预约数量已经达到274961。出海方面,公司立项研发时便以全球发行作为目标来拓展海外业务,公司的海外发行团队已经基本搭建完成,《幻塔》韩国地区由公司负责发行,且公司未来多款游戏面向全球化立项,游戏出海实力将进一步提升。

表2: 完美世界游戏游戏储备

游戏名称	研发/发行	版本号	类型	测试进度	TAPTAP AP 评分	TAPTAP 预约量(人)	游戏简介
天龙八部 2	自研	无	MMORPG	海外测试	7.8	43241	是一款由金庸正版授权的 3D 真武侠 MMORPG 手游。通过写实风格、次世代研发技术, 力求将武侠世界中的人、物、景、光极致还原, 为玩家打造一个前所未有的真实江湖
一拳超人: 世界	自研	无	3D 动作	海外测试	—	—	是一款融合了小队讨伐怪人、箱庭世界探索等全新玩法的角色扮演动作手游, 高度还原并补充了动漫中描绘的英雄与怪人对立的灾害世界
Perfect new world	自研	无	次世代动作	—	—	—	是一款面相全球的 3A 品质的动作向主机游戏, 采用《完美世界》IP 的大世界架构, 让完美世界 IP 得以延续
完美新世界	自研	无	开放世界 MMORPG	—	—	—	是一款中世纪魔幻风格的大型开放世界 MMORPG 手游
诛仙世界	自研	有	MMORPG	8.19 测试	—	—	诛仙 IP 全新作品预计上线 PC 和移动两端, 凭借着 UE4 引擎所打造出的极致画面为玩家带来了极为出色的演出效果
诛仙 2	自研	无	MMORPG	—	—	—	将会呈现新的故事、玩法、技术
代号: MA 百万亚瑟王	自研	无	多人协同 CCG	—	9.4	76,158	是百万亚瑟王系列第一款放置类卡牌游戏, 同时在探索系统中还能体会到 Roguelike 的随机玩法
朝与夜之国	自研	无	二次元冒险 RPG 手游	—	—	—	是一款 RPG 冒险手游, 多重特色完美互动体验, 加入不同的战斗模式, 演绎一场不同的冒险之旅
CODE NAME: X	代理	无	JRPG	—	—	—	《女神异闻录》授权的移动端游戏
黑猫奇闻社	自研	无	互动解谜	2022.8.24 上线	8.2	274961	是一款都市奇幻解谜手游, 都市传说和互动解谜的奇妙结合, 多分支多结局
神魔大陆 2	自研	无	MMORPG	—	—	—	3D 魔幻史诗大作。游戏架构了一个名为“克兰蒙多”的魔幻大陆, 血族、精灵、恶魔、巨人等七大种族共同上演传奇史诗
Have a nice death	自研	无	Roguelite	—	—	—	是一款 2D 动作类 Roguelike 游戏, 玩家扮演一位过度劳累的死神, 为了恢复秩序拿起镰刀

数据来源: 完美世界官网, 广发证券发展研究中心

## 二、盈利预测和投资建议

**投资建议:** 公司在游戏业务上专注MMO+、卡牌+赛道, 2021年公司处置了部分欧美主机工作室及发行团队, 更聚焦手游研发, 产品全球化及海外发行团队逐步搭建, 助力公司拓展全球化发行版图。2021年公司《梦幻新诛仙》经过一年多的运营, 周年庆版本流水回升明显, 具备长线运营实力, 《幻塔》不断更新迭代, 国内保持稳定流水, 海外上线之后在多个国家或地区运营数据喜人, 公司出海产品取得突破。此

外，公司储备的重点游戏《天龙八部2》、《朝与夜之国》、《一拳超人：世界》已在版号申请中，《黑猫奇闻社》将于8.24日上线。未来公司“海外本地化发展+国内产品出海”双维度发力的战略进一步清晰，成本开支更加精细化管理，有助于公司实现长期业绩成长，预计22~24年归母净利润17.71/20.89/23.37亿元（包含22Q1出售海外游戏业务获得4亿元非经常性收益），参考可比公司给予23年18xPE对应每股合理价值为19.39元，维持“买入”评级。

**表 3：2022-2024 年完美世界核心业务收入预测**

项目	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
公司收入 (百万元)	6159	7930	8034	8039	10,225	8518	8416	9471	10508
YoY	26.7%	28.8%	1.3%	0.1%	27.2%	-16.7%	-1.2%	12.5%	10.9%
游戏业务	4676	5622	5370	6817	9250	7421	7993	9051	10088
YoY	25%	22%	-4%	27%	36%	-20%	7.71%	13.24%	11.45%
移动网络游戏	2155	3079	2711	3881	6094	4561	5222	6057	6966
YoY	45%	43%	-12%	43%	57%	-25%	14.49%	16.00%	15.00%
毛利率	56%	59%	63%	75%	83%	71%	71%	71%	71%
影视业务及其他	1483	2308	2644	1222	975	1097	423	420	420
YoY	27%	56%	15%	-54%	-20%	13%	-61.40%	-0.78%	0.05%

数据来源：完美世界财报，广发证券发展研究中心

**表 4：国内主要游戏上市公司的估值情况（Wind 一致预期，统计时间：2022 年 8 月 14 日，货币单位：人民币）**

代码	行业	公司名称	总市值 (亿元)	EPS(元/股) (按 Wind 一致预期)					P/E				
				20A	21A	22E	23E	24E	20A	21A	22E	23E	24E
09999.HK	游 戏	网易	4029.80	3.67	5.13	5.53	6.42	7.31	33.41	23.91	22.21	19.11	16.79
002555.SZ		三七互娱	447.57	1.24	1.30	1.51	1.73	1.95	16.21	15.56	13.39	11.69	10.33
603444.SH		吉比特	240.03	14.56	20.43	23.05	27.01	30.80	22.94	16.35	14.49	12.37	10.85

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 二、风险提示

**版号风险：**公司游戏业务面临严格监管政策，若游戏版号发放不及预期，将对公司业绩造成不利影响。

**流水不及预期风险：**公司收入增长的核心驱动来自游戏业务，若游戏上线时间延迟、流水表现不及预期，将影响公司业绩表现。

**行业竞争加剧风险：**游戏行业进入成熟期后增速放缓，市场竞争日趋激烈。公司盈利情况可能受到竞争加剧带来的不利影响。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	7,885	7,565	10,115	12,337	14,852
货币资金	2,943	3,436	4,886	6,435	8,239
应收及预付	1,742	1,403	2,240	2,518	2,790
存货	1,027	1,218	1,298	1,446	1,589
其他流动资产	2,172	1,507	1,690	1,938	2,233
<b>非流动资产</b>	7,622	8,190	7,252	7,346	7,373
长期股权投资	2,768	2,752	2,752	2,752	2,752
固定资产	354	381	376	354	314
在建工程	275	10	10	10	10
无形资产	190	260	351	438	520
其他长期资产	4,035	4,787	3,762	3,791	3,776
<b>资产总计</b>	15,507	17,040	17,367	19,683	22,225
<b>流动负债</b>	4,204	4,357	4,003	4,293	4,565
短期借款	784	628	328	128	28
应付及预收	757	536	995	1,115	1,232
其他流动负债	2,663	3,193	2,680	3,050	3,304
<b>非流动负债</b>	121	94	99	96	98
长期借款	23	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	98	94	99	96	98
<b>负债合计</b>	4,325	4,451	4,103	4,390	4,663
股本	2,012	2,012	1,939	1,939	1,939
资本公积	1,962	1,686	1,742	1,742	1,742
留存收益	7,045	7,104	8,875	10,965	13,302
归属母公司股东权益	10,835	10,290	12,302	14,392	16,729
少数股东权益	347	214	163	102	34
<b>负债和股东权益</b>	15,507	17,040	17,367	19,683	22,225

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	10,225	8,518	8,416	9,471	10,508
营业成本	4,057	3,283	2,962	3,299	3,626
营业税金及附加	32	29	29	33	36
销售费用	1,831	1,986	1,599	1,705	1,923
管理费用	757	732	723	814	903
研发费用	1,589	2,211	1,852	2,084	2,312
财务费用	113	124	132	126	98
资产减值损失	969	235	20	19	14
公允价值变动收益	413	-358	198	237	285
投资净收益	196	408	408	408	412
<b>营业利润</b>	1,628	149	1,861	2,196	2,457
营业外收支	28	6	7	8	10
<b>利润总额</b>	1,657	156	1,869	2,205	2,466
所得税	152	-21	150	176	197
<b>净利润</b>	1,504	177	1,719	2,029	2,269
少数股东损益	-44	-192	-52	-61	-68
<b>归属母公司净利润</b>	1,549	369	1,771	2,089	2,337
EBITDA	2,155	596	1,252	1,537	1,708
EPS (元)	0.80	0.19	0.91	1.08	1.21

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	3,693	1,098	344	1,558	1,706
净利润	1,504	177	1,719	2,029	2,269
折旧摊销	197	319	133	165	198
营运资金变动	1,627	403	-976	35	-68
其它	364	198	-533	-670	-693
<b>投资活动现金流</b>	-453	590	1,171	199	198
资本支出	-571	-339	-104	-209	-213
投资变动	-28	647	-198	-237	-285
其他	146	282	1,473	645	696
<b>筹资活动现金流</b>	-2,794	-1,127	-65	-208	-101
银行借款	-931	-229	-300	-200	-100
股权融资	17	51	-16	0	0
其他	-1,880	-949	251	-8	-1
<b>现金净增加额</b>	445	561	1,450	1,549	1,804
<b>期初现金余额</b>	2,468	2,852	3,436	4,886	6,435
<b>期末现金余额</b>	2,852	3,374	4,886	6,435	8,239

### 主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	27.2%	-16.7%	-1.2%	12.5%	10.9%
营业利润增长	21.4%	-90.8%	1145.8%	18.0%	11.9%
归母净利润增长	3.0%	-76.2%	379.7%	18.0%	11.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	60.3%	61.5%	64.8%	65.2%	65.5%
净利率	14.7%	2.1%	20.4%	21.4%	21.6%
ROE	14.3%	3.6%	14.4%	14.5%	14.0%
ROIC	24.4%	4.5%	16.6%	20.2%	22.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.9%	26.1%	23.6%	22.3%	21.0%
净负债比率	5.2%	5.0%	3.2%	1.8%	1.2%
流动比率	1.88	1.74	2.53	2.87	3.25
速动比率	1.55	1.39	2.13	2.46	2.83
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.64	0.52	0.49	0.51	0.50
应收账款周转率	5.43	6.80	4.29	4.29	4.29
存货周转率	2.91	2.92	2.28	2.28	2.28
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.80	0.19	0.91	1.08	1.21
每股经营现金流	1.84	0.55	0.18	0.80	0.88
每股净资产	5.59	5.31	6.34	7.42	8.63
<b>估值比率</b>					
P/E	33.46	27.85	17.46	14.80	13.23
P/B	3.58	2.55	2.51	2.15	1.85
EV/EBITDA	17.01	39.74	21.24	16.16	13.43

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 叶敏婷：资深分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：资深分析师，复旦大学世界经济学硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 周喆：高级研究员，香港理工大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 卢丝雨：高级研究员，硕士，毕业于上海交通大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 张丰淇：研究员，硕士，毕业于伦敦政治经济学院，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 毛玥：研究员，上海交通大学管理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 杨琳琳：海外互联网首席分析师，华中科技大学管理科学与工程硕士、管理学学士，2012年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。