

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

腾讯 (700 HK)

降本增效助力二季度业绩超预期

- 22年二季度收入同比下滑3%，非IFRS净利润同比下滑17%，但好于一致预期15%，主要受益于降本增效及收缩亏损业务
- 游戏业务展现韧性；视频号开启变现助力广告业务增长回升
- 维持增持评级；目标价从507港元下调至459港元

降本增效助力22年二季度盈利超预期

22年二季度收入同比下滑3%，环比下滑1%，符合预期。收入下滑主要源于广告业务下滑18%，但游戏业务表现出较强的韧性，同比接近持平。环比来看，金融科技及企业服务业务和国际游戏业务同比下滑幅度较高。毛利同比下滑8%，高于一致预期2%，毛利率环比提升1个百分点，帮助非IFRS净利润超过一致预测15%，主要得益于降本增效举措，例如缩窄非核心亏损业务、减少市场营销费用、以及减少员工薪酬成本(总员工数环比下降超过5,000个)。

游戏业务展现韧性；期待更多新游上线

游戏业务收入同比下滑1%（一季度同比持平），国内游戏收入同比下滑1%（一季度同比下滑1%）、国际游戏收入同比下滑1%（一季度同比增长4%）。收入下滑主要源于《王者荣耀》、《天涯明月刀手游》、《PUBG Mobile》等现有游戏的收入下滑，但另一方面也被《Valorant》的强劲表现，以及《金铲铲之战》、《V Rising》等新游戏收入贡献提升所抵消。展望未来，我们预计在线游戏收入增速将于下半年逐渐回升，更多新游戏将上线：1) 国内：《英雄联盟电竞经理》及《暗区突围》于7月上线，《黎明觉醒》有望于下半年上线；2) 海外：《幻塔国际版》(8月上线)及《王者荣耀国际版》(下半年上线)。

视频号开启变现；战略聚焦高质量发展

在线广告收入同比下滑18%（一季度同比下滑18%），其中社交/媒体广告收入分别同比下滑17%及23%，主要受到政策监管及宏观逆风的影响。腾讯于4月推出朋友圈“出框式广告”以吸引品牌广告主。视频号于7月开启变现，管理层提到视频号当前用户使用时长已达到朋友圈使用时长的80%，视频浏览量同比增速超过200%。管理层介绍道，相比于同业，视频号当前的eCPM和广告加载率处于较低水平，计划将于8月底开启广告竞价，并对未来前景保持乐观。金融科技及企业服务业务收入同比增长1%（一季度同比增长9%），体现出：1) 金融科技业务韧性较强，支付量于4月同比下滑低个位数，但于6月回归到接近20%的增速水平；2) 云业务进行战略收缩，主动减少了亏损合约以提升盈利水平。

维持增持评级：目标价从507港元下调至459港元

我们对腾讯的核心竞争力和行业地位保持乐观，并期待公司在中期内逐步恢复增长。我们将22财年/23财年/24财年的收入分别调整-1.5%/-4.1%/-6.7%，非IFRS净利润调整+2.1%/-3.1%/-5.8%，因为略微下调了游戏和云业务的增速预测，但对成本控制带来的利润率提升更为乐观。我们将基于分部加总估值的目标价从507港元下调至459港元(图11)，对应33倍/26倍/22/23财年市盈率。主要风险：1) 竞争；2) 监管；3) 消费。

盈利预测及估值

百万元人民币	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
收入	482,064	560,118	564,730	649,255	737,479
增长	28%	16%	1%	15%	14%
非IFRS 归属于股东的净利润	122,742	123,788	109,931	141,115	171,422
增长	30%	1%	-11%	28%	21%
非IFRS 摊薄每股盈利(港元)	14.8	15.5	13.7	17.5	21.3
市盈率(倍)	21.1	20.1	22.7	17.8	14.7
ROE	27%	28%	11%	12%	14%

注：截至2022年8月18日的收盘价；资料来源：彭博、公司、招商证券(香港)预测

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

张嘉仪

+852 3189 6176

kaiazhang@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

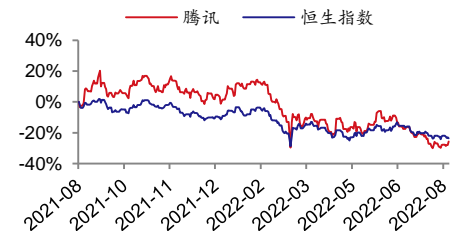
最新变动

22财年二季度业绩；预测/目标价更改

增持

前次评级	增持
股价(2022年8月18日)	312.6港元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	459港元(+47%)
前次目标价	507港元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
700 HK	(7.7)	(34.4)	(23.2)
恒生指数	(5.4)	(20.3)	(21.9)

行业：TMT

恒生指数(2022年8月18日)	19,764
MSCI中国指数(2022年8月17日)	66

重要数据

52周股价区间(港元)	288 - 513
市值(十亿港元)	3,006.7
日均成交量(百万股)	15.18
22财年非IFRS摊薄每股收益(港元)	13.4

主要股东

Naspers Ltd	28.9%
马化腾	8.4%
总股数(百万股)	9,612
自由流通量	62.7%

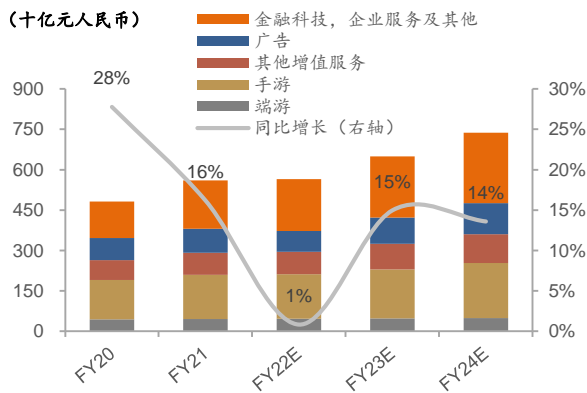
资料来源：彭博、招商证券(香港)研究部

相关报告

1. 腾讯(700 HK) - 公司或进行重大投资减持(增持)(2022/8/16)
2. 腾讯(700 HK) - 广告业务受创，但一季度环比表现平稳(增持)(2022/5/19)
3. 腾讯(700 HK) - 迎接变化，敦行致远(增持)(2022/3/24)
4. 腾讯(700 HK) - 四季度将面对更强劲的逆风(增持)(2022/1/28)

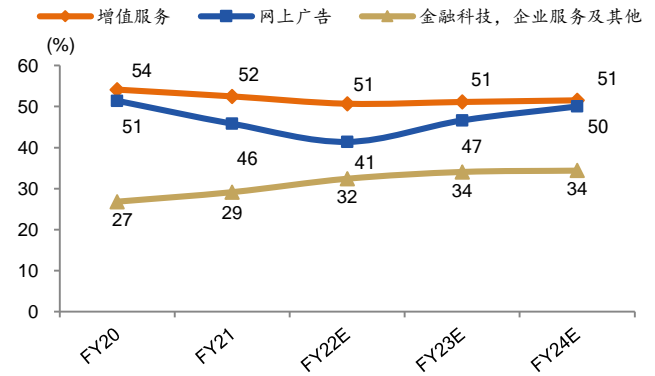
重点图表

图1: 总收入



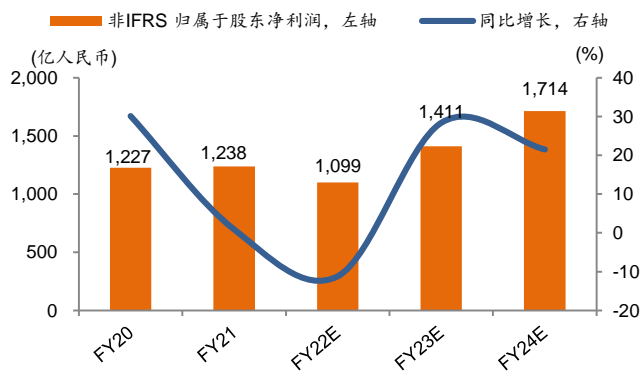
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图2: 各项业务的毛利率



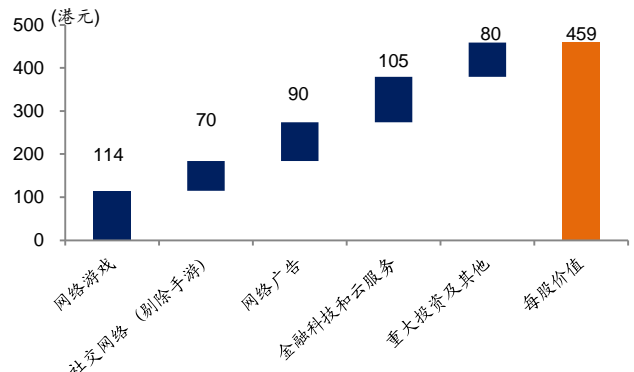
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图3: 非IFRS归属于股东的净利润



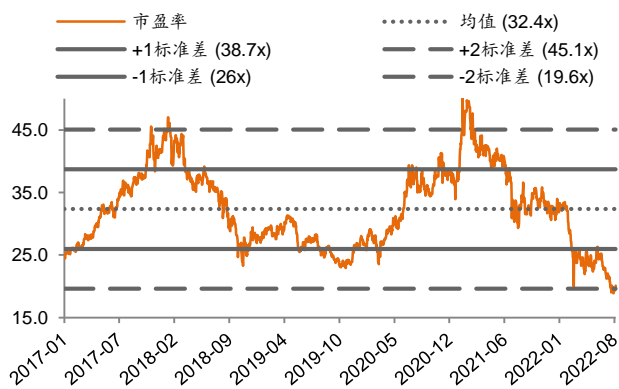
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图4: SOTP估值



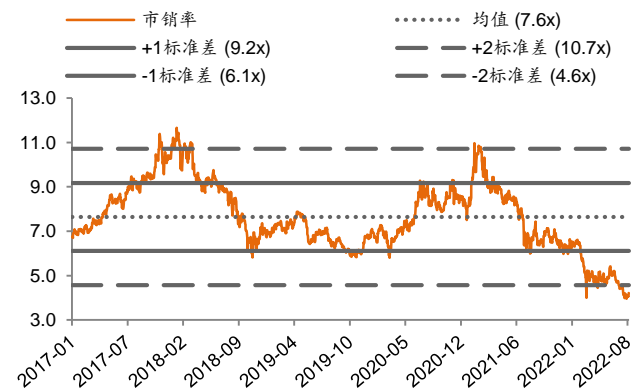
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图5: 腾讯市盈率区间



资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)

图6: 腾讯市销率区间



资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测

图7: 腾讯22年二季度业绩表现

百万元人民币	2Q21	1Q22	2Q22	1Q22 yoy	2Q22 yoy	1Q22 qoq	2Q22 qoq	实际数据与招商证 券预测对比		实际数据与一致预 测对比	
								2Q22E	% diff	2Q22E	% diff
收入	138,259	135,471	134,034	0%	-3%	-6%	-1%	137,033	-2%	135,598	-1%
增值服务	72,013	72,738	71,683	0%	0%	1%	-1%	74,781	-4%		
在线游戏	43,000	43,600	42,500	0%	-1%	2%	-3%	44,043	-4%		
国内	32,223	33,000	31,800	-1%	-1%	11%	-4%	32,592	-2%		
国际	10,777	10,600	10,700	4%	-1%	-20%	1%	11,451	-7%		
社交网络服务	29,013	29,138	29,183	1%	1%	0%	0%	30,738	-5%		
在线广告	22,833	17,988	18,638	-18%	-18%	-16%	4%	17,910	4%		
金融科技及企业服务	43,413	44,745	43,713	9%	1%	-12%	-2%	44,342	-1%		
毛利润	62,745	57,074	57,867	-9%	-8%	-1%	1%	57,508	1%	56,605	2%
利息收入	1,630	1,737	1,945	8%	19%	2%	12%	2,649	-27%		
其他收益净额	20,763	13,133	4,420	-33%	-79%	-85%	-66%	6,852	-35%		
销售及市场推广开支	(10,013)	(8,058)	(7,932)	-6%	-21%	-31%	-2%	(8,907)	-11%		
一般及行政开支	(22,638)	(26,669)	(26,233)	41%	16%	9%	-2%	(25,071)	5%		
经营利润	52,487	37,217	30,067	-34%	-43%	-66%	-19%	33,031	-9%	37,217	-19%
非 IFRS 经营利润	42,802	36,538	36,667	-15%	-14%	10%	0%	33,441	10%		
财务成本净额	(1,942)	(1,935)	(1,809)	42%	-7%	4%	-7%	(2,642)	-32%		
分占联营公司及合营公司盈利 /(亏损) 净额	(3,857)	(6,280)	(4,460)	n.a.	16%	-24%	-29%	0	n.a.		
除税前盈利	46,688	29,002	23,798	-48%	-49%	-71%	-18%	30,389	-22%	33,122	-28%
所得税开支	(3,666)	(5,269)	(4,568)	-27%	25%	36%	-13%	(5,016)	-9%		
少数权益	435	320	611	-74%	40%	-57%	91%	1,101	-45%		
归母净利润	42,587	23,413	18,619	-51%	-56%	-75%	-20%	24,272	-23%	25,030	-26%
非 IFRS 归母净利润	34,039	25,545	28,139	-23%	-17%	3%	10%	24,436	15%	24,388	15%
经营性现金流	32,000	33,822	35,700	-34%	12%	-34%	6%				
自由现金流	17,300	15,200	22,500	-54%	30%	-55%	48%				
总现金	218,790	285,863	293,684								
短期负债	14,686	31,171	30,535								
长期负债	261,488	283,932	305,809								
净现金(负债)	(57,384)	(29,240)	(42,660)								
总权益	926,971	845,277	803,881								
净现金/权益	-6%	-3%	-5%								
微信总 MAU (百万)	1,251	1,288	1,299	4%	4%	2%	1%				
增值服务的注册会员数 (百万)	229	239	235	6%	2%	1%	-2%				
利润率分析 (%)											
毛利率	45.4	42.1	43.2	-4.2ppt	-2.2ppt	2.0ppt	1.0ppt	42.0	1.2ppt	41.7	1.4ppt
增值服务	52.9	50.4	50.6	-4.7ppt	-2.3ppt	1.7ppt	0.2ppt	50.0	0.6ppt		
在线广告	48.8	36.7	40.6	-8.4ppt	-8.2ppt	-6.0ppt	3.9ppt	35.0	5.6ppt		
金融科技及企业服务和其他	31.1	30.8	32.0	-0.6ppt	1.0ppt	4.1ppt	1.2ppt	31.2	0.8ppt		
非 IFRS 经营利润率	31.0	27.0	27.4	-4.6ppt	-3.6ppt	4.0ppt	0.4ppt	24.4	3.0ppt		
非 IFRS 净利润率	24.6	18.9	21.0	-5.6ppt	-3.6ppt	1.6ppt	2.1ppt	17.8	3.2ppt	18.0	3.0ppt

资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测

图8: 盈利预测调整

百万元人民币	调整后			调整前			变动		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
收入	564,730	649,255	737,479	573,338	676,980	790,653	-1.5%	-4.1%	-6.7%
增值服务	295,529	325,117	360,485	304,687	343,352	391,007	-3.0%	-5.3%	-7.8%
在线游戏 (包括社交网络服务)	165,211	182,186	204,048	169,093	196,571	229,069	-2.3%	-7.3%	-10.9%
端游	46,832	48,229	49,676	46,490	47,877	49,314	0.7%	0.7%	0.7%
非游戏社交网络服务	83,486	94,701	106,761	89,103	98,904	112,625	-6.3%	-4.2%	-5.2%
在线广告	77,266	97,141	115,362	74,673	99,443	123,634	3.5%	-2.3%	-6.7%
金融科技及企业服务和和其他	191,935	226,997	261,632	193,979	234,185	276,011	-1.1%	-3.1%	-5.2%
毛利润	243,913	288,721	333,290	243,434	299,413	355,663	0.2%	-3.6%	-6.3%
经营利润	139,561	166,433	206,494	146,856	185,087	234,645	-5.0%	-10.1%	-12.0%
非 IFRS 经营利润	152,265	182,212	219,909	147,271	187,783	232,820	3.4%	-3.0%	-5.5%
归母净利润	94,105	123,322	155,993	105,134	140,868	181,705	-10.5%	-12.5%	-14.2%
非 IFRS 归母净利润	109,931	141,115	171,422	107,626	145,591	181,906	2.1%	-3.1%	-5.8%
主要利润率 (%)									
毛利率	43.2	44.5	45.2	42.5	44.2	45.0	0.7ppt	0.2ppt	0.2ppt
增值服务	50.7	51.1	51.5	50.2	50.5	50.9	0.5ppt	0.6ppt	0.6ppt
在线游戏	41.4	46.6	50.0	39.3	46.6	50.0	2.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
金融科技及企业服务和和其他	32.4	34.1	34.4	31.5	34.1	34.4	0.9ppt	0.0ppt	0.0ppt
非 IFRS 经营利润率	27.0	28.1	29.8	25.7	27.7	29.4	1.3ppt	0.3ppt	0.4ppt
非 IFRS 归母净利润率	19.5	21.7	23.2	18.8	21.5	23.0	0.7ppt	0.2ppt	0.2ppt
yoy (%)									
收入	0.8	15.0	13.6	2.4	18.1	16.8	-1.5ppt	-3.1ppt	-3.2ppt
增值服务	1.4	10.0	10.9	4.5	12.7	13.9	-3.1ppt	-2.7ppt	-3.0ppt
在线游戏 (包括社交网络服务)	0.2	10.3	12.0	2.6	16.2	16.5	-2.4ppt	-6.0ppt	-4.5ppt
端游	3.6	3.0	3.0	2.9	3.0	3.0	0.8ppt	0.0ppt	0.0ppt
非游戏社交网络服务	2.3	13.4	12.7	9.2	11.0	13.9	-6.9ppt	2.4ppt	-1.1ppt
在线广告	(12.9)	25.7	18.8	(15.8)	33.2	24.3	2.9ppt	-7.4ppt	-5.6ppt
金融科技及企业服务和和其他	6.7	18.3	15.3	7.8	20.7	17.9	-1.1ppt	-2.5ppt	-2.6ppt
非 IFRS 归母净利润	(11.2)	28.4	21.5	(13.1)	35.3	24.9	1.9ppt	-6.9ppt	-3.5ppt

资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图9: 招商证券预测与彭博一致预测对比

百万元人民币	招商证券预测			彭博一致预测			差异 %		
	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E	FY22E	FY23E	FY24E
收入	564,730	649,255	737,479	574,837	655,017	739,330	-1.8%	-0.9%	-0.3%
毛利润	243,913	288,721	333,290	242,478	278,913	317,306	0.6%	3.5%	5.0%
毛利率 (%)	43.2	44.5	45.2	42.2	42.6	42.9	1.0pp	1.9pp	2.3pp
经营利润	139,561	166,433	206,494	152,039	178,782	201,335	-8.2%	-6.9%	2.6%
经营利润率 (%)	24.7	25.6	28.0	26.4	27.3	27.2	-1.7pp	-1.7pp	0.8pp
归母净利润	94,105	123,322	155,993	108,230	138,408	156,395	-13.1%	-10.9%	-0.3%
稀释每股收益 (人民币)	9.7	12.7	16.0	11.1	14.2	16.4	-12.9%	-10.6%	-2.1%
非 IFRS 归母净利润	109,931	141,115	171,422	115,372	141,495	167,827	-4.7%	-0.3%	2.1%
非 IFRS 净利润率 (%)	19.5	21.7	23.2	20.1	21.6	22.7	-0.6pp	0.1pp	0.5pp

注: 数据截至2022年8月18日; 资料来源: 彭博、公司、招商证券(香港)预测

图 10: 腾讯主要游戏储备

游戏名	上线地区	上线版本	是否获得版号	上线时间 (预计)	游戏类型	近况更新
国内游戏						
指尖领主	中国	手游	是	2022 年 7 月	策略类手游	
暗区突围	中国	手游	是	2022 年 7 月	第一人称射击手游	
英雄联盟电竞经理	中国	手游	是	2022 年 7 月	经营管理游戏	
小猫爱消除	中国	手游	是	2022 年 8 月	益智类消除	已开启测试
哆啦 A 梦牧场物语	中国	主机	是	2022 年 9 月	模拟经营游戏	已开启测试
全境封锁 2	中国	手游	是	预计 2022 年下半年	在线第三人称射击游戏	已开启测试
格莉斯的旅程	中国	手游	是	预计 2022 年下半年	艺术冒险解谜游戏	已开启测试
从前有座灵剑山	中国	手游	是	待公布	RPG	已开启测试
黎明觉醒	中国	手游	是	待公布	开放世界生存手游	已开启测试
我们的星球	中国	手游	否	待公布	太空探索沙盘手游	海外测试
洛克王国手游	中国	手游	否	待公布	MMORPG	
海外游戏						
夜族崛起	全球	PC		2022 年 5 月	开放世界生存 RPG	
妄想山海	日本	手游		2022 年 7 月	开放世界 RPG	
幻塔国际版	欧美、日本	手游、PC		2022 年 8 月	二次元风角色扮演类游戏	已开启测试
战锤 40K: 暗潮	全球	PC、主机		2022 年 9 月	4 人合作动作射击游戏	游戏预购开始
沙丘: 香料战争	全球	PC		预计 2022 年下半年	RTS	已开启测试
阿凡达: 重返潘多拉	全球	手游		预计 2022 年下半年	MMORPG 射击游戏	已开启测试
NIKKE: 胜利女神	日韩	手游		预计 2022 年下半年	射击 RPG	已开启测试
吸血鬼: 恶夜猎杀-血猎	全球	PC、主机		预计 2022 年下半年	多人射击新作	已开启测试
金属: 地狱歌手	全球	PC、主机		预计 2022 年下半年	第一人称射击游戏	已开启测试
代号: 致金庸	全球	手游		待公布	开放世界游戏	
王者荣耀国际版	全球	手游		待公布	MOBA 公平竞技类手游	目前已在墨西哥上线
重生边缘	全球	PC		待公布	第三人称射击游戏	已开启测试
饥荒: 新家园	北美、印度尼西亚	手游		待公布	野外冒险生存类游戏	已开启测试

资料来源: 公司、七麦数据, 搜狐网, 新浪网、招商证券 (香港) 预测

图 11: 腾讯分部加总 (SOTP) 估值表

	估值基础	估值指标	估值倍数			占总估值的比例			估值		
			悲观	基本	乐观	悲观	基本	乐观	悲观	基本	乐观
核心业务											
在线游戏	FY23E EV/EBITDA	EBITDA RMB 80bn	7.0	12.0	17.0	20.7%	24.9%	27.2%	RMB mn	RMB mn	RMB mn
增值服务(不包括手游)	FY23E EV/EBITDA	EBITDA RMB 58bn	5.0	10.0	15.0	10.8%	15.1%	17.5%	291,365	582,731	874,096
在线广告	FY23E EV/EBITDA	EBITDA RMB 42bn	13.0	18.0	23.0	20.2%	19.6%	19.3%	545,338	755,084	964,829
金融科技和云服务	FY23E EV/EBITDA	EBITDA RMB 49bn	13.0	18.0	23.0	23.5%	22.9%	22.5%	636,101	880,755	1,125,410
合计 (A)									2,032,460	3,177,980	4,323,499
投资公司											
上市公司											
	市值 (十亿美元)	股权占比	股权价值 (百万人民币)		市值 (十亿美元)	股权占比	股权价值 (百万人民币)				
重点公司											
美国(3690 HK)	122.5	17.2%	142,445	软件							
拼多多(PDD US)	61.9	15.8%	66,169	金蝶软件 (3888 HK)	4.7	7.8%	2,473				
快手(1024 HK)	43.7	12.2%	35,920	东华软件 (002065 CH)	3.6	5.0%	1,236				
滴滴出行(DIDI US)	51.6	6.5%	22,813	博思软件 (300525 CH)	1.3	8.3%	721				
京东(JD US)	8.6	2.3%	1,337	零售							
哔哩哔哩(BILI US)	12.2	12.4%	10,244	名创优品 (MNSO US)	2.7	4.8%	861				
游戏相关				永辉超市 (601933 CH)	28.9	5.3%	10,306				
众安保险(6060 HK)	5.1	10.2%	3,507	唯品会 (VIPS US)	6.4	9.5%	4,107				
斗鱼(Doyu US)	0.8	36.1%	1,852	其他							
创梦天地(1119 HK)	0.9	17.5%	1,027	Snap (SNAP US)	58.3	17.0%	66,975				
祖龙娱乐(9990 HK)	0.8	16.9%	933	蔚来 (NIO US)	36.5	9.8%	24,255				
Sea(SE US)	70.7	18.7%	89,414	贝壳找房 (BEKE US)	16.2	11.5%	12,600				
动视暴雪(ATVI US)	61.7	5.0%	20,871	富途证券 (FUTU US)	5.0	21.0%	7,112				
Netmarble (251270 KS)	7.9	17.5%	9,358	中国联通 (0762 HK)	15.2	5.2%	5,347				
Ubisoft (UBI FP)	5.7	5.0%	1,929	同程艺龙 (0780 HK)	4.0	21.8%	5,867				
媒体相关				四维图新 (002405 CH)	5.6	4.6%	1,725				
角川集团(9468 JP)	3.8	6.9%	1,762								
Warner Music (WMG US)	35.4	1.6%	3,826								
Universal Music Group (UMG NA)	45.5	10.0%	30,774								
Spotify (SPOT US)	28.6	8.7%	16,911								
知乎(ZH US)	1.6	13.4%	1,468								
猫眼(1896 HK)	1.0	13.8%	956								
				上市公司合计 (按市值计价)					607,101		
未上市公司											
	估算价值 (十亿美元)	股权占比	股权价值 (百万人民币)								
Epic Games	31.5	40.0%	85,176								
WeBank	28.9	30.0%	58,634								
58同城	8.6	22.5%	13,052								
Gojek	10.0	16.0%	10,816								
大连万达商业地产	35.4	4.1%	9,803								
小红书	5.0	10.0%	3,380								
Reddit	5.0	5.6%	1,893								
Mininglamp Technology	3.0	5.0%	1,014								
PolicyBazaar	1.5	10.0%	1,014								
MXPlayer	0.5	22.2%	750								
				未上市公司合计 (基于 30%折让)					129,872		
总投资公司估值 (B)									736,973		
净现金, 加 (C)									6,914		
少数股东权益, 减 (D)									73,551		
总估值 (百万人民币) (A+B+C-D)									2,702,797	3,848,316	4,993,835
普通股数 (百万)										9,723	
每股价值 (人民币)									278	396	514
港元/人民币										1.16	
每股价值 (港元)									322	459	596
腾讯非 IFRS 22 年摊薄每股盈利 (港元)										13.7	
腾讯非 IFRS 23 年摊薄每股盈利 (港元)										17.5	
当前价格对应市盈率倍数					目标价对应市盈率倍数				悲观	基本	乐观
基于非 IFRS 净利润的 22 年市盈率 (倍)		22.7			基于非 IFRS 净利润的 22 年市盈率 (倍)				23.5	33.4	43.3
除投资外的估值所对应的市盈率 (倍)		17.2			除投资外的估值所对应的市盈率 (倍)				14.7	23.3	31.9
基于非 IFRS 净利润的 23 年市盈率 (倍)		17.8			基于非 IFRS 净利润的 23 年市盈率 (倍)				18.4	26.2	34.0
除投资外的估值所对应的市盈率 (倍)		13.5			除投资外的估值所对应的市盈率 (倍)				11.5	18.3	25.0

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

估值对比

公司名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	市值(十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(x)		PEG*	市销率(倍)	P/OCF (倍)	ROE (%)		2021-2023E 年复合增速		
							FY22E	FY23E	FY22E	FY23E				FY22E	FY22E	FY22E	FY23E	收入
平台型																		
腾讯	700 HK	港元	增持	312.6	459.0	383.3	14.0	11.3	22.7	17.8	3.6	4.4	17.1	10.6	12.3	7.7	6.3	8.7
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	89.8	160.0	237.7	7.2	6.7	10.9	12.2	n.a.	1.8	11.3	6.6	9.3	12.3	n.a.	n.a.
美团点评	3690 HK	港元	增持	171.1	244.0	135.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.2	n.a.	n.a.	n.a.	22.9	n.a.	n.a.
百度	BIDU US	美元	未评级	132.6	n.a.	45.8	10.0	7.8	18.3	14.9	n.a.	2.5	16.3	5.0	7.2	7.6	0.7	23.2
谷歌	GOOGL US	美元	未评级	119.6	n.a.	1,564.5	13.0	11.5	21.0	18.4	1.2	6.2	15.7	26.8	27.0	4.6	17.2	19.6
脸书	FB US	美元	未评级	174.9	n.a.	469.9	8.6	7.6	15.4	13.9	3.4	4.0	9.6	21.7	23.1	7.9	4.6	4.6
Naver	035420 KS	韩元	未评级	250,000.0	n.a.	31.0	22.8	19.1	36.3	26.5	n.a.	4.9	24.6	4.8	6.3	14.5	n.a.	6.3
中国公司均值							9.6	8.2	15.8	14.3	3.6	3.0	14.0	7.2	9.5	12.5	3.5	16.0
海外公司均值							14.8	12.7	24.3	19.6	2.3	5.0	16.6	17.8	18.8	9.0	10.9	10.2
云计算																		
中软国际	354 HK	港元	增持	7.2	13.1	2.8	8.0	7.7	13.5	11.3	1.0	0.8	n.a.	9.8	10.8	26.2	14.1	10.6
腾讯	700 HK	港元	增持	312.6	459.0	383.3	14.0	11.3	22.7	17.8	3.6	4.4	17.1	10.6	12.3	7.7	6.3	8.7
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	89.8	160.0	237.7	7.2	6.7	10.9	12.2	n.a.	1.8	11.3	6.6	9.3	12.3	n.a.	n.a.
金山软件	3888 HK	港元	增持	24.8	37.0	4.3	8.3	6.4	40.2	26.2	n.a.	3.9	10.7	2.0	3.3	23.9	n.a.	46.2
金蝶	268 HK	港元	未评级	16.3	n.a.	7.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	9.6	n.a.	n.a.	n.a.	24.1	n.a.	n.a.
明源云	909 HK	港元	未评级	5.9	n.a.	1.5	n.a.	43.5	38.8	22.3	n.a.	4.2	n.a.	n.a.	3.9	16.6	n.a.	n.a.
金山云	KC US	美元	未评级	3.1	n.a.	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	13.6	n.a.	n.a.
微软	MSFT US	美元	未评级	291.3	n.a.	2,172.6	22.5	19.9	31.4	28.5	n.a.	n.a.	25.7	47.2	38.6	n.a.	n.a.	n.a.
谷歌	GOOGL US	美元	未评级	119.6	n.a.	1,564.5	13.0	11.5	21.0	18.4	1.2	6.2	15.7	26.8	27.0	4.6	17.2	19.6
亚马逊	AMZN US	美元	未评级	142.1	n.a.	1,447.7	22.0	16.9	n.a.	37.6	n.a.	2.8	24.5	3.0	16.6	16.2	5.1	19.8
Salesforce	CRM US	美元	未评级	188.0	n.a.	187.0	40.2	19.8	n.a.	38.7	n.a.	7.4	32.9	2.0	8.0	n.a.	n.a.	n.a.
甲骨文	ORCL US	美元	未评级	79.3	n.a.	211.2	19.2	11.2	33.2	14.9	n.a.	5.3	23.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
VMware	VMW US	美元	未评级	121.0	n.a.	51.0	17.2	12.5	29.5	18.3	n.a.	4.2	12.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dropbox	DBX US	美元	未评级	24.0	n.a.	8.9	11.5	10.9	15.8	14.6	2.0	3.8	11.0	n.a.	n.a.	9.0	7.8	35.2
中国公司均值							9.4	15.1	25.2	18.0	2.3	3.6	13.0	7.2	7.9	17.8	10.2	21.8
海外公司均值							20.8	14.7	26.2	24.4	1.6	4.9	20.8	19.7	22.6	9.9	10.0	24.9
社交及泛娱乐																		
腾讯	700 HK	港元	增持	312.6	459.0	383.3	14.0	11.3	22.7	17.8	3.6	4.4	17.1	10.6	12.3	7.7	6.3	8.7
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	23.8	43.0	9.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	23.8	n.a.	n.a.
阅文	772 HK	港元	中性	29.1	68.0	3.8	13.7	10.8	18.7	15.6	1.2	2.9	13.7	6.7	7.9	6.1	15.0	n.a.
快手	1024 HK	港元	未评级	70.7	n.a.	38.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	19.1	n.a.	n.a.
腾讯音乐	TME US	美元	未评级	4.6	n.a.	7.8	8.8	8.1	13.2	10.3	n.a.	1.9	14.0	6.4	6.6	6.0	n.a.	n.a.
微博	WB US	美元	未评级	18.4	n.a.	4.4	6.1	5.0	7.7	6.6	n.a.	2.1	6.5	10.9	12.9	4.0	n.a.	n.a.
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	3.8	n.a.	3.2	10.5	11.4	n.a.	27.6	n.a.	0.8	n.a.	n.a.	6.2	n.a.	n.a.	n.a.
欢聚时代	YY US	美元	未评级	26.8	n.a.	1.9	n.a.	n.a.	17.9	10.5	0.5	0.8	n.a.	1.1	3.0	4.1	39.0	79.8
陌陌	MOMO US	美元	未评级	4.5	n.a.	0.9	1.7	1.5	4.3	3.8	n.a.	0.5	4.7	10.7	11.1	n.a.	n.a.	n.a.
虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.3	n.a.	0.8	7.6	14.1	n.a.	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
斗鱼	DOYU US	美元	未评级	1.3	n.a.	0.4	23.1	39.5	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
脸书	FB US	美元	未评级	174.9	n.a.	469.9	8.6	7.6	15.4	13.9	3.4	4.0	9.6	21.7	23.1	7.9	4.6	4.6
奈飞	NFLX US	美元	未评级	241.2	n.a.	107.2	18.5	16.4	22.2	19.0	n.a.	3.4	n.a.	24.3	21.3	9.7	2.8	5.6
Snapchat	SNAP US	美元	未评级	12.1	n.a.	19.9	n.a.	43.0	n.a.	n.a.	n.a.	4.4	n.a.	n.a.	n.a.	15.6	n.a.	n.a.
Spotify	SPOT US	美元	未评级	114.2	n.a.	22.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.8	n.a.	n.a.	n.a.	12.9	n.a.	n.a.
中国公司均值							10.7	12.7	14.1	13.2	1.8	1.9	11.2	7.7	8.6	11.8	20.1	44.3
海外公司均值							13.6	22.4	18.8	16.5	3.4	3.4	9.6	23.0	22.2	11.5	3.7	5.1

公司名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	市值(十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(倍)		PEG*	市销率(倍)	P/OCF(倍)	ROE(%)		2021-2023E 年复合增速		
							FY22E	FY23E	FY22E	FY23E				FY22E	FY22E	FY22E	FY23E	收入
在线游戏																		
网易	NTES US	美元	增持	91.6	148.0	60.1	11.7	10.3	19.5	17.4	2.3	4.2	16.6	17.2	16.7	11.6	8.5	17.4
腾讯	700 HK	港元	增持	312.6	459.0	383.3	14.0	11.3	22.7	17.8	3.6	4.4	17.1	10.6	12.3	7.7	6.3	8.7
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	23.8	43.0	9.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	23.8	n.a.	n.a.
金山软件	3888 HK	港元	增持	24.8	37.0	4.3	8.3	6.4	40.2	26.2	n.a.	3.9	10.7	2.0	3.3	23.9	n.a.	46.2
创梦天地	1119 HK	港元	增持	4.6	4.4	0.8	30.4	14.0	46.2	18.5	n.a.	1.9	n.a.	3.4	7.3	29.2	n.a.	52.0
心动游戏	2400 HK	港元	未评级	18.9	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.4	39.7	n.a.	3.2	28.1	n.a.	n.a.
网龙	777 HK	港元	未评级	15.7	n.a.	1.1	2.2	2.1	5.8	5.1	0.3	0.9	4.4	15.2	15.4	11.3	23.0	7.0
中手游	302 HK	港元	未评级	2.0	n.a.	0.7	5.4	4.4	6.7	5.3	0.3	1.0	9.5	11.4	12.5	18.2	20.2	13.7
IGG	799 HK	港元	未评级	3.1	n.a.	0.5	n.a.	7.7	n.a.	16.4	n.a.	0.7	n.a.	n.a.	6.4	n.a.	n.a.	n.a.
祖龙游戏	9990 HK	港元	未评级	4.1	n.a.	0.4	n.a.	5.0	n.a.	8.7	n.a.	1.9	7.1	0.4	14.3	65.7	n.a.	n.a.
SEA	SE US	美元	未评级	72.5	n.a.	40.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.2	n.a.	n.a.	n.a.	31.7	n.a.	n.a.
任天堂	7974 JP	日元	未评级	60,690.0	n.a.	58.3	8.6	9.9	14.5	17.1	n.a.	4.1	23.9	26.2	20.9	n.a.	n.a.	n.a.
动视暴雪	ATVI US	美元	未评级	80.5	n.a.	63.0	18.8	14.1	27.7	20.7	n.a.	7.9	26.9	11.9	13.3	6.2	3.9	5.4
艺电	EA US	美元	未评级	133.2	n.a.	37.0	22.8	13.1	49.7	18.4	n.a.	5.6	20.6	11.7	19.5	n.a.	n.a.	n.a.
Take-Two	TTWO US	美元	未评级	133.0	n.a.	22.2	32.5	26.9	n.a.	27.9	n.a.	6.7	n.a.	2.4	8.2	n.a.	n.a.	n.a.
Nexon	3659 JP	日元	未评级	2,885.0	n.a.	19.2	16.4	12.7	23.7	21.0	n.a.	7.4	23.4	12.9	13.2	13.3	n.a.	18.1
Ncsoft	036570 KS	韩元	未评级	382,500.0	n.a.	6.3	10.0	9.5	17.8	16.1	2.5	3.2	12.3	14.3	14.6	4.9	7.1	17.1
Zynga	ZNGA US	美元	未评级	8.2	n.a.	9.3	15.6	14.2	24.8	19.6	n.a.	3.2	14.8	n.a.	n.a.	8.4	n.a.	54.2
网石游戏	251270 KS	韩元	未评级	67,300.0	n.a.	4.4	24.6	15.2	251.1	26.9	n.a.	2.1	116.9	0.0	3.6	6.3	n.a.	16.5
中国公司均值							12.0	7.9	22.9	14.8	1.8	2.6	15.2	9.7	10.8	23.1	13.3	23.2
海外公司均值							18.7	14.4	58.5	21.0	2.5	4.8	34.1	11.4	13.3	11.8	5.5	22.3
电商																		
京东	JD US	美元	增持	56.2	73.0	87.7	17.4	12.4	29.7	19.2	0.9	0.5	22.3	8.9	12.6	18.2	32.9	45.3
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	89.8	160.0	237.7	7.2	6.7	10.9	12.2	n.a.	1.8	11.3	6.6	9.3	12.3	n.a.	n.a.
美团点评	3690 HK	港元	增持	171.1	244.0	135.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.2	n.a.	n.a.	n.a.	22.9	n.a.	n.a.
拼多多	PDD US	美元	未评级	47.5	n.a.	60.1	20.0	13.2	22.4	16.0	0.6	3.7	17.7	16.9	19.4	20.6	37.1	66.9
贝壳	BEKE US	美元	未评级	16.2	n.a.	20.5	n.a.	17.6	n.a.	30.2	n.a.	2.2	n.a.	0.6	5.9	0.4	31.5	12.7
唯品会	VIPS US	美元	未评级	9.8	n.a.	6.4	4.2	4.1	8.0	7.2	n.a.	0.4	6.8	12.7	12.8	n.a.	n.a.	n.a.
宝尊电商	BZUN US	美元	未评级	8.5	n.a.	0.6	12.5	8.1	16.3	8.3	0.3	0.4	15.0	2.1	5.9	5.9	51.5	7.6
亚马逊	AMZN US	美元	未评级	142.1	n.a.	1,447.7	22.0	16.9	n.a.	37.6	n.a.	2.8	24.5	3.0	16.6	16.2	5.1	19.8
eBay	EBAY US	美元	未评级	48.6	n.a.	26.7	9.2	9.0	11.8	11.9	1.6	2.7	11.4	20.0	53.5	0.4	7.4	n.a.
中国公司均值							13.6	10.9	19.5	16.0	0.7	1.7	15.9	8.1	11.2	14.1	37.2	35.5
海外公司均值							15.6	12.9	11.8	24.7	1.6	2.8	17.9	11.5	35.1	8.3	6.3	19.8
垂直领域																		
携程网	TCOM US	美元	未评级	26.2	n.a.	16.8	n.a.	22.1	n.a.	21.4	n.a.	6.0	n.a.	0.2	3.9	22.7	n.a.	n.a.
汽车之家	ATHM US	美元	未评级	35.1	n.a.	4.4	4.0	3.1	15.2	13.4	n.a.	4.3	14.1	7.9	8.5	2.1	n.a.	n.a.
同城艺龙	780 HK	港元	未评级	15.5	n.a.	4.4	19.8	11.5	28.2	17.1	0.7	4.3	14.6	4.5	8.3	12.8	43.2	21.9
智游网	EXPE US	美元	未评级	114.0	n.a.	18.0	8.5	7.1	16.3	11.9	n.a.	1.5	4.9	32.7	35.1	26.5	n.a.	66.6
中国公司均值							10.8	10.9	19.9	16.0	0.7	4.0	11.2	11.3	13.9	16.0	43.2	44.2

注：股价采用2022年8月18日收市价(其他市场)，2022年8月17日(美股)；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券(香港)预测

财务预测表

利润表

百万元人民币	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
营业收入	482,064	560,118	564,730	649,255	737,479
营业成本	(260,532)	(314,174)	(320,816)	(360,533)	(404,188)
毛利	221,532	245,944	243,913	288,721	333,290
利息收入	6,957	6,650	9,685	13,134	18,186
其他收益净额	57,131	149,467	26,410	19,478	22,124
销售和营销费用	(33,758)	(40,594)	(33,703)	(38,955)	(44,249)
一般及行政费用	(67,625)	(89,847)	(106,743)	(115,945)	(122,858)
营业利润	184,237	271,620	139,561	166,433	206,494
净财务成本	(7,887)	(7,114)	(9,840)	(10,862)	(11,813)
联营及合营企业应占亏损	3,672	(16,444)	(10,740)	0	0
税前利润	180,022	248,062	118,981	155,571	194,681
所得税费用	(19,897)	(20,252)	(21,719)	(27,332)	(32,986)
少数股东权益	278	2,988	3,157	4,917	5,702
归属于股东的净利润	159,847	224,822	94,105	123,322	155,993
非 IFRS 营业利润	149,404	159,539	152,265	182,212	219,909
非 IFRS 归属于股东的净利润	122,742	123,788	109,931	141,115	171,422

主要财务比率

	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
年成长率					
营业收益	28%	16%	1%	15%	14%
营业利润	55%	47%	-49%	19%	24%
非IFRS净利润	30%	1%	-11%	28%	21%
获利能力					
股本回报率	27%	28%	11%	12%	14%
毛利率	46%	44%	43%	44%	45%
非 IFRS 营业利润率	31%	28%	27%	28%	30%
非 IFRS 净利率	25%	22%	19%	22%	23%
每股资料 and 估值 (人民币)					
摊薄每股盈利	16.5	23.2	9.7	12.7	16.0
非 IFRS 基本每股盈利	12.9	13.0	11.5	14.8	18.0
非 IFRS 摊薄每股盈利	12.7	12.8	11.3	14.5	17.6
非IFRS摊薄每股盈利 (港元)	14.8	15.5	13.7	17.5	21.3
每股净资产	74.7	85.5	95.6	108.2	126.4
每股股利	1.4	1.4	3.6	1.5	2.0
估值比率					
EV/EBITDA (x)	14.8	13.3	14.0	11.3	9.3
市盈率 (x)	21.1	20.1	22.7	17.8	14.7
市净率 (x)	3.5	3.0	2.7	2.4	2.0
股息率 (%)	0.51	0.51	1.38	0.58	0.76

资产负债表

百万元人民币	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
物业、厂房及设备	59,843	61,914	71,853	81,666	90,897
无形资产	159,437	171,376	185,458	197,128	205,048
现金及现金等价物	152,798	167,966	254,190	362,827	535,801
定期存款	100,168	103,304	104,337	105,380	106,434
投资联营和合营公司	305,258	323,188	329,785	346,858	363,248
可供出售投资	0	0	0	0	0
公允价值的金融资产	385,628	453,014	475,665	499,448	524,420
其他	170,293	331,602	244,086	262,513	281,745
总资产	1,333,425	1,612,364	1,665,374	1,855,821	2,107,595
应付账款	94,030	109,470	109,078	122,581	137,424
其他应付款和应计负债	54,308	60,582	60,582	60,582	60,582
银行借款	126,387	155,939	172,171	183,385	197,658
应付票据	122,057	145,590	181,918	212,660	244,720
其他	158,600	264,090	164,504	175,758	189,279
总负债	555,382	735,671	688,252	754,967	829,663
股本	0	0	0	0	0
股份溢价	48,793	67,330	94,474	123,691	153,190
库存股	0	0	0	0	0
股份奖励计划股份	-4,412	-4,843	-4,843	-4,843	-4,843
其他储备金	121,139	73,901	73,901	73,901	73,901
留存收益	538,464	669,911	740,039	829,637	971,515
股东权益总额	703,984	806,299	903,571	1,022,386	1,193,763
少数股东权益	74,059	70,394	73,551	78,468	84,170
总权益	778,043	876,693	977,122	1,100,854	1,277,932

现金流量表

百万元人民币	FY20	FY21	FY22E	FY23E	FY24E
经营活动现金流	194,119	175,186	174,371	226,528	275,039
净利润	160,125	227,810	97,262	128,239	161,695
折旧摊销	50,774	57,670	55,041	69,412	86,096
股权激励	12,634	21,625	27,144	29,216	29,499
联营公司减值准备	6,642	16,315	6,331	6,463	6,805
营运资金变动	27,423	891	(8,029)	2,536	5,146
其它	(63,479)	(149,125)	(3,379)	(9,339)	(14,201)
投资活动现金流	(181,955)	(178,549)	(116,729)	(126,125)	(134,282)
资本支出和购买无形资产	(61,252)	(60,461)	(79,062)	(90,896)	(103,247)
定期存款净额	(26,992)	(573)	(1,033)	(1,043)	(1,054)
其他投资	(93,711)	(117,515)	(36,634)	(34,186)	(29,981)
筹资活动现金流	13,647	21,620	28,583	8,233	32,217
借款	44,490	59,790	52,560	41,957	46,332
股息	(10,339)	(12,503)	(23,977)	(33,723)	(14,116)
其他	(20,504)	(25,667)	0	0	0
汇率变动	(6,004)	(3,089)	0	0	0
净现金流	19,807	15,168	86,224	108,637	172,973

注：截至2022年8月18日的收盘价

资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

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所评论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关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828