

孵化新增长引擎，积极应对短期挑战

华泰研究

2022年10月14日 | 中国香港

更新报告

互联网

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

416.20

研究员

沈晓峰

SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
SFC No. BCG366 + (86) 21 2897 2088

联系人

侯杰

SAC No. S0570121010001 houjie017864@htsc.com
SFC No. BRI004 + (86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(港币)	416.2
收盘价(港币 截至10月13日)	246.20
市值(港币百万)	2,363,260
6个月平均日成交额(港币百万)	7,476
52周价格范围(港币)	246.20-515.00
BVPS(人民币)	76.54

股价走势图



资料来源: S&P

2022年消费互联网业务持续承压

由于用户对在线娱乐的付费意愿延续疲软，以及在线广告需求恢复缓于预期，腾讯消费互联网业务面临的短期压力或超出我们此前预期。因此，我们将腾讯2022-2024年收入预测下调至人民币5,538/6,179/6,749亿元(前值:人民币6,136/6,913/7,688亿元)。腾讯正在持续完善其在海外游戏市场的布局，视频号的商业化也在稳步推进，我们认为该等领域对腾讯而言孕育着新的增长机遇。我们将腾讯2022-2024年非IFRS口径净利润预测分别下调8.1%/2.4%/2.5%至人民币1,129/1,471/1,702亿元，以反映收入增长放缓导致经营去杠杆，尽管毛利率或优于我们此前预期。我们基于SOTP模型的目标价为416.2港币(前值:523.7港币)，对应31.0/23.8倍2022/2023年非IFRS口径预测PE。维持“买入”。

聚焦长期增长机会

腾讯持续主动缩减亏损的云项目规模，并针对新的云项目部署执行严格的投资回报(ROI)考核策略，这可能导致短期收入增速放缓，但我们仍相信腾讯可以受益于中国企业数字化转型带来的长期结构性红利。我们预计2022年腾讯金融科技及企业服务(FBS)分部收入或同比增长4.9%(2021年:同比增长34.4%)，而2023/2024年增速或将提升至17.6%/13.6%。2022年营收增长势头减弱，也受到消费疲软导致的支付规模下降拖累。我们预计2024年FBS分部收入贡献比例有望从2021年的30.7%提升至35.8%。

投资于夯实消费互联网业务竞争力

腾讯正在稳步推进其视频号业务的进展，并逐步推出广告工具以加速变现，我们认为此举有助于腾讯更好地把握宏观环境回暖后广告需求的复苏机遇。基于2024年广告加载率为6%的审慎假设，我们预测视频号信息流广告或为腾讯带来约人民币237亿元的收入，相当于腾讯2024年在线广告总收入的23.2%。网络游戏业务方面，随着游戏版号发放的正常化以及腾讯在海外游戏市场上的地位持续巩固，我们预计其网络游戏收入增速有望从2022年的-1.3%恢复至2023/2024年的7.0%/5.4%。

审慎的费用控制助力利润率从2022年触底回升

我们预计腾讯2022年经营费用率为24.7%(2021年:23.3%)，并在2023/2024年分别收缩至21.7%/20.5%，这得益于严格的成本控制和经营杠杆的释放。我们预计2022-2024年非IFRS口径净利率分别为20.4%/23.8%/25.2%(2021年:22.1%)。

风险提示: 用户付费意愿疲软，企业数字化需求低迷，金融科技行业的潜在监管压力。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	482,064	560,118	553,770	617,923	674,865
+/-%	27.77	16.19	(1.13)	11.58	9.22
归属母公司净利润(人民币百万)	159,847	224,822	87,572	129,804	150,516
+/-%	71.31	40.65	(61.05)	48.23	15.96
EPS(人民币, 最新摊薄)	16.56	23.19	9.05	13.41	15.54
ROE(%)	28.12	29.77	10.39	13.77	13.99
PE(倍)	12.13	8.87	23.34	15.75	13.59
PB(倍)	2.75	2.47	2.32	2.04	1.78
EV EBITDA(倍)	10.66	8.52	14.23	10.53	8.82

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

收入与盈利预测调整

鉴于用户对在线娱乐内容的付费意愿弱于预期，在线广告需求持续疲软，以及宏观逆风下企业数字化需求增长趋缓，我们将腾讯 2022-2024 年收入预测分别下调 9.8%/10.6%/12.2% 至人民币 5,538/6,179/6,749 亿元。

我们将腾讯 2022-2024 年毛利率预测小幅上调至 42.4%/42.8%/43.1%（前值：42.2%/42.4%/42.6%），主要考虑到金融科技及企业服务分部利润率持续改善。根据我们的预测，该分部对总收入的贡献或从 2021 年的 30.7% 提升至 2024 年的 35.8%。

我们将腾讯 2022 年经营利润率预测下调 3.4 个百分点，主要由于收入下滑和一些刚性成本支出导致经营杠杆下降，但部分被毛利率的改善和严格的营销费用管控所抵消。我们预计 2023/2024 年腾讯的经营利润率或恢复到 26.7%/27.9%，主要得益于收入增长恢复推动经营杠杆的释放，以及持续的成本控制。

总体上，我们将 2022-2024 年非 IFRS 口径净利润预测下调 8.1%/2.4%/2.5% 至人民币 1,129/1,471/1,702 亿元。

图表1：腾讯：华泰预测变动

(人民币十亿元)	2022E			2023E			2024E		
	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)	前值	新值	变动 (%)
营业收入	613.6	553.8	(9.8)	691.3	617.9	(10.6)	768.8	674.9	(12.2)
毛利润	258.9	234.7	(9.3)	293.2	264.2	(9.9)	327.3	290.7	(11.2)
经营利润	166.6	131.5	(21.1)	193.1	165.1	(14.5)	218.4	188.0	(13.9)
净利润 - IFRS	123.4	87.6	(29.0)	153.6	129.8	(15.5)	176.4	150.5	(14.7)
净利润 - 非 IFRS	122.8	112.9	(8.1)	150.8	147.1	(2.4)	174.6	170.2	(2.5)

资料来源：华泰研究预测

图表2：腾讯：华泰利润率预测变动

(%)	2022E			2023E			2024E		
	前值	新值	变动 (pp)	前值	新值	变动 (pp)	前值	新值	变动 (pp)
毛利率	42.2	42.4	0.2	42.4	42.8	0.3	42.6	43.1	0.5
经营利润率	27.2	23.7	(3.4)	27.9	26.7	(1.2)	28.4	27.9	(0.5)
净利润率 - IFRS	20.1	15.8	(4.3)	22.2	21.0	(1.2)	22.9	22.3	(0.6)
净利润率 - 非 IFRS	20.0	20.4	0.4	21.8	23.8	2.0	22.7	25.2	2.5

资料来源：华泰研究预测

图表3：腾讯：华泰预测 vs 彭博一致预期

(人民币十亿元)	2022E			2023E			2024E		
	华泰	一致预期	差值 (%)	华泰	一致预期	差值 (%)	华泰	一致预期	差值 (%)
营业收入	553.8	565.9	(2.1)	617.9	638.9	(3.3)	674.9	719.7	(6.2)
毛利润	234.7	241.0	(2.6)	264.2	278.2	(5.0)	290.7	317.0	(8.3)
经营利润	131.5	140.5	(6.4)	165.1	170.2	(3.0)	188.0	195.2	(3.7)
净利润 - IFRS	87.6	97.2	(9.9)	129.8	129.2	0.5	150.5	149.7	0.5
净利润 - 非 IFRS	112.9	116.8	(3.3)	147.1	139.7	5.3	170.2	167.3	1.7

资料来源：彭博一致预期，华泰研究预测

估值方法

我们基于 SOTP 估值法得出的新目标价为每股 416.2 港币，包含：

- 1) 网络游戏业务每股估值 166.9 港币，基于 20 倍 2022 年非 IFRS 口径预测 PE，较其全球可比公司均值（19.4 倍）有所溢价，主要考虑到尽管中国监管环境收紧，用户付费意愿仍有待恢复，在国内网络游戏市场上，腾讯享有着领先的市场份额。我们此前 183.5 港币的估值基于 18 倍 2022 年非 IFRS 口径预测 PE。估值倍数上调主要考虑到腾讯持续强化其海外游戏市场布局，我们认为此举或有助其中长期内实现较国内其他游戏开发商而言更加稳健的网络游戏收入增长。
- 2) 社交网络服务业务每股估值为 15.6 港币，包括数家上市子公司估值（基于市值）归属于腾讯的部分，腾讯视频订阅服务估值（基于 2.5 倍的 2022 年预测 PS，略高于可比公司均值 2.3 倍，以反映其在流量和业务协同效应方面的比较优势），以及其他会员服务业务估值（基于 2.0 倍 2022 年预测 PS，估值倍数维持不变，低于在线视频行业均值 2.3x，反映出该类会员业务相对较弱的增长前景）。我们此前估值 19.8 港币也是基于上述组成部分以及同样的估值方法。
- 3) 在线广告业务每股估值 18.6 港币，基于 16.0 倍 2022 年非 IFRS 口径预测 PE，较全球可比公司均值（15.6 倍）有所溢价。腾讯正在稳步推进视频号商业化，我们认为这有助于其应对日趋激烈的行业竞争。我们此前估值 30.9 港币也是基于 16.0 倍 2022 年非 IFRS 口径预测 PE。每股估值下调主因我们下调了腾讯在线广告业务的盈利预测，主要考虑到视频号相关的投资以及分部收入下滑导致经营杠杆下降。
- 4) 金融科技业务每股估值 97.5 港币，基于 6.0 倍的 2022 年预测 PS，较行业均值（11.0 倍）有所折价，以反映潜在的监管压力和该板块相对较低的利润率。鉴于消费疲软导致支付金额增长势头受损，我们将腾讯金融科技业务 2022 年同比收入增速预测下调至 6.0%（此前预测：同比增长 13.5%）。我们此前估值 121.6 港币基于 6.5 倍 2022 年预测 PS。
- 5) 云业务每股估值 26.0 港币，基于 5.0 倍的 2022 年预测 PS，较行业均值（5.7 倍）有所折价，主因腾讯积极缩减亏损的云业务并严格执行 ROI 的要求，此举或使得分部收入增速在短期内相对慢于其他行业领军者。我们此前估值 55.8 港币基于 7.0 倍 2022 年预测 PS。估值倍数的下修也反映出我们对国内云计算市场中短期增长势头较此前更为审慎的看法，受宏观环境影响，企业数字化需求的增长或慢于此前我们的预期。
- 6) 净现金每股估值 12.6 港币（前值：5.3 港币）
- 7) 战略投资对应每股估值 79.1 港币，基于腾讯 2Q22 业绩报告披露的截至 6 月底股权投资的公允价值，以及给予 30% 的持有折让（前值：106.8 港币，基于 4Q21 业绩报告披露以及 30% 的持有折让）。

图表4：腾讯：SOTP 估值

	2022 年预测净利润 (人民币百万元)	2022 年预测收入 (人民币百万元)	2022E PE (x)	2022E PS (x)	市值 (人民币百万元)	归属于腾讯的价值 (人民币百万元)	占总估值的比例 (%)	每股估值 (港币)
网络游戏	70,244		20x			1,404,886	40.1	166.9
社交网络服务 (SNS)		116,686				130,932	3.7	15.6
腾讯音乐 (TME)					47,882	25,473	0.7	3.0
阅文					18,769	10,597	0.3	1.3
虎牙					3,636	1,709	0.0	0.2
在线视频-订阅服务		26,550		2.5x		66,375	1.9	7.9
其他		13,389		2.0x		26,778	0.8	3.2
在线广告	9,777		16x			156,433	4.5	18.6
金融科技		136,878		6.0x		821,267	23.4	97.5
云 (企业服务)		43,711		5.0x		218,555	6.2	26.0
净现金						106,057	3.0	12.6
核心业务估值						2,838,130		
核心业务估值 (港币百万元)						3,262,218		
每股估值 - 核心业务 (港币)						337.1		
每股估值 - 投资 (港币), 30%持有折让						79.1		
每股估值 - 腾讯 (港币)						416.2		

资料来源：华泰研究预测

图表5：同业比较：网络游戏及在线广告

公司	股票代码	股价 (交易货币)	非 GAAP EPS 同比增长 (%)			非 GAAP PE (x)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
网络游戏								
网易	NTES US	71.2	(2.9)	14.8	10.0	16.1	14.0	12.8
Activision Blizzard	ATVI US	73.1	(30.3)	34.5	7.4	25.7	19.1	17.8
Electronic Arts	EA US	121.2	3.1	7.6	10.6	16.9	15.7	14.2
Take Two Interactive	TTWO US	118.9	(3.5)	62.4	19.2	24.4	15.0	12.6
IGG	799 HK	2.3	na	na	65.0	na	23.3	14.1
网龙	777 HK	14.1	17.8	23.1	15.5	5.4	4.4	3.8
iDreamSky	1119 HK	3.2	na	1000.0	76.5	185.9	16.9	9.6
Nexon	3659 JP	2,494.0	(5.7)	9.6	16.3	20.5	18.7	16.1
Nintendo	7974 JP	6,030.0	(7.2)	(8.0)	(4.0)	16.1	17.4	18.2
Bandai Namco	7832 JP	9,496.0	8.1	1.7	10.6	20.8	20.5	18.5
完美世界	002624 CH	12.3	394.7	13.9	15.9	13.1	11.5	9.9
三七互娱	002555 CH	15.0	10.4	15.4	13.7	10.3	9.0	7.9
游族	002174 CH	7.6	152.6	18.1	8.8	15.9	13.4	12.3
市值加权平均 PE						19.4	16.8	15.6
在线广告								
微博	WB US	14.0	(27.0)	14.0	18.7	6.2	5.5	4.6
百度	BIDU US	107.2	(10.0)	17.9	21.1	14.3	12.2	10.0
Facebook	META US	130.3	(16.5)	13.2	13.2	11.3	10.0	8.8
Twitter	TWTR US	50.3	343.0	(53.4)	133.7	56.8	121.9	52.2
市值加权平均 PE						15.6	20.2	12.8

注：数据截至 10 月 13 日收盘，所有数据均基于彭博一致预期；市值加权平均 PE 的计算不包括大于 150x 的 PE

资料来源：彭博一致预期，华泰研究

图表6: 同业比较: 在线视频, 金融科技和云

公司	股票代码	股价 (交易货币)	营收同比增长 (%)			PS (x)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
在线视频								
爱奇艺	IQ US	2.3	(15.4)	6.3	5.3	0.5	0.5	0.4
芒果超媒	300413 CH	24.5	(7.7)	16.5	14.6	2.9	2.5	2.2
市值加权平均 PS						2.3	2.0	1.8
云								
Microsoft	MSFT US	234.2	15.0	12.5	12.7	8.3	7.4	6.5
Google	GOOG US	99.7	12.1	12.7	13.5	5.5	4.8	4.3
Salesforce	CRM US	145.4	17.0	14.8	17.2	4.7	4.1	3.5
金山云	KC US	2.3	(9.9)	18.6	18.6	0.4	0.4	0.3
Amazon	AMZN US	112.5	11.2	15.2	15.3	2.2	1.9	1.7
市值加权平均 PS						5.7	5.1	4.5
金融科技								
PayPal	PYPL US	84.0	9.8	13.5	14.3	3.5	3.1	2.7
Square	SQ US	56.2	(0.8)	14.9	22.0	1.9	1.6	1.4
Visa	V US	184.7	20.6	11.3	12.4	13.6	12.2	10.8
市值加权平均 PS						11.0	9.8	8.7

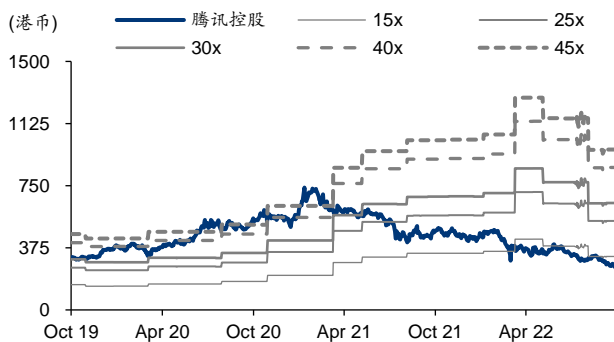
注: 数据截至 10 月 13 日收盘, 所有数据均基于彭博一致预期; Microsoft 使用其时间加权平均的财年数据 (财年结于 6 月), Salesforce 使用 FY23-FY25 数据 (财年结于 1 月)。

资料来源: 彭博一致预期, 华泰研究

风险提示

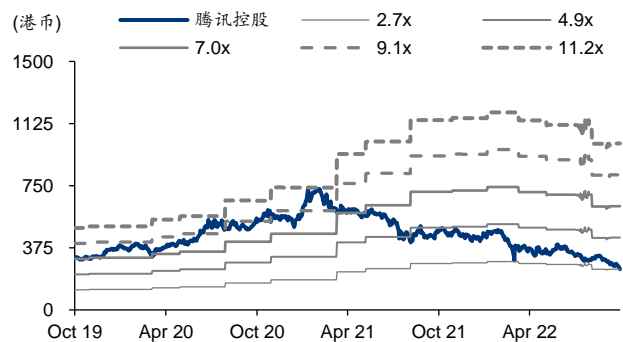
- 1) 用户对在线娱乐内容的支付意愿弱于我们的预期;
- 2) 宏观逆风持续, 企业数字化需求收紧;
- 3) 监管政策变化导致金融科技业务承压。

图表7: 腾讯控股 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表8: 腾讯控股 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	482,064	560,118	553,770	617,923	674,865
销售成本	(260,532)	(314,174)	(319,055)	(353,684)	(384,116)
毛利润	221,532	245,944	234,714	264,238	290,749
销售及分销成本	(33,758)	(40,594)	(33,503)	(38,311)	(40,492)
管理费用	(67,625)	(89,847)	(103,001)	(95,778)	(97,855)
其他收入/支出	57,131	149,467	26,904	27,711	28,543
财务成本净额	(930.00)	(464.00)	(972.76)	859.29	662.55
应占联营公司利润及亏损	3,672	(16,444)	(16,047)	(3,209)	(1,284)
税前利润	180,022	248,062	108,094	155,510	180,323
税费开支	(19,897)	(20,252)	(18,916)	(23,327)	(27,048)
少数股东损益	278.00	2,988	1,605	2,379	2,759
净利润	159,847	224,822	87,572	129,804	150,516
折旧和摊销	50,774	57,670	61,197	62,154	61,597
EBITDA	231,726	306,196	170,264	216,805	241,258
EPS (人民币, 基本)	16.84	23.60	9.18	13.60	15.76

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	814.00	1,063	3,368	3,705	3,977
应收账款和票据	85,302	114,721	116,632	122,985	125,215
现金及现金等价物	152,798	167,966	298,701	468,219	645,897
其他流动资产	78,733	201,062	98,611	98,611	98,611
总流动资产	317,647	484,812	517,312	693,521	873,701
固定资产	59,843	61,914	58,926	52,308	44,187
无形资产	159,437	171,376	173,297	168,317	161,444
其他长期资产	796,498	894,262	881,215	881,005	882,721
总长期资产	1,015,778	1,127,552	1,113,438	1,101,630	1,088,352
总资产	1,333,425	1,612,364	1,630,750	1,795,151	1,962,053
应付账款	148,338	170,052	170,274	179,481	181,161
短期借款	18,064	24,449	25,295	27,443	29,569
其他负债	102,677	208,597	106,146	106,146	106,146
总流动负债	269,079	403,098	301,715	313,070	316,876
长期债务	122,343	153,437	187,649	196,186	201,555
其他长期债务	163,960	179,136	189,213	206,876	219,236
总长期负债	286,303	332,573	376,862	403,061	420,791
股本	48,793	67,330	67,330	67,330	67,330
储备/其他项目	655,191	738,969	812,843	937,312	1,079,919
股东权益	703,984	806,299	880,173	1,004,642	1,147,249
少数股东权益	74,059	70,394	71,999	74,378	77,137
总权益	778,043	876,693	952,172	1,079,020	1,224,386

估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	12.13	8.87	23.34	15.75	13.59
PB	2.75	2.47	2.32	2.04	1.78
EV EBITDA	10.66	8.52	14.23	10.53	8.82
股息率 (%)	0.60	0.64	0.25	0.37	0.43
自有现金流收益率 (%)	8.32	9.28	3.93	6.66	7.66

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	231,726	306,196	170,264	216,805	241,258
融资成本	930.00	464.00	972.76	(859.29)	(662.55)
营运资本变动	27,423	(7,954)	(3,994)	2,517	(821.22)
税费	(19,897)	(20,252)	(18,916)	(23,327)	(27,048)
其他	(46,063)	(103,268)	15,075	4,069	1,946
经营活动现金流	194,119	175,186	163,401	199,205	214,672
CAPEX	(61,088)	(79,299)	(63,131)	(53,556)	(49,603)
其他投资活动	(120,867)	(99,250)	10,077	17,662	12,360
投资活动现金流	(181,955)	(178,549)	(53,054)	(35,894)	(37,243)
债务增加量	44,490	37,479	35,058	10,684	7,496
权益增加量	1,716	18,537	0.00	0.00	0.00
派发股息	(11,418)	(12,653)	(13,698)	(5,336)	(7,909)
其他融资活动现金流	(21,141)	(48,133)	(972.76)	859.29	662.55
融资活动现金流	13,647	21,620	20,388	6,208	249.53
现金变动	25,811	18,257	130,735	169,519	177,678
年初现金	132,991	152,798	167,966	298,701	468,219
汇率波动影响	(6,004)	(3,089)	0.00	0.00	0.00
年末现金	152,798	167,966	298,701	468,219	645,897

业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
增长率 (%)					
营业收入	27.77	16.19	(1.13)	11.58	9.22
毛利润	32.23	11.02	(4.57)	12.58	10.03
营业利润	57.75	49.46	(52.78)	26.17	14.62
净利润	71.31	40.65	(61.05)	48.23	15.96
EPS	70.91	40.09	(61.11)	48.15	15.90
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	45.95	43.91	42.38	42.76	43.08
EBITDA	48.07	54.67	30.75	35.09	35.75
净利润率	33.16	40.14	15.81	21.01	22.30
ROE	28.12	29.77	10.39	13.77	13.99
ROA	13.98	15.26	5.40	7.58	8.01
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(1.76)	1.23	(9.74)	(24.35)	(36.15)
流动比率	1.18	1.20	1.71	2.22	2.76
速动比率	1.18	1.20	1.70	2.20	2.74
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.42	0.38	0.34	0.36	0.36
应收账款周转天数	55.63	64.28	75.20	69.80	66.20
应付账款周转天数	189.44	182.42	192.00	178.00	169.00
存货周转天数	1.06	1.08	2.50	3.60	3.60
现金转换周期	(132.76)	(117.06)	(114.30)	(104.60)	(99.20)
每股指标 (人民币)					
EPS	16.84	23.60	9.18	13.60	15.76
每股净资产	74.18	84.62	92.24	105.23	120.11

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 创梦天地（1119 HK）、三七互娱（002555 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 网易（NTES US）、微博（WB US）、网易-S（9999 HK）、微博-SW（9898 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 网易（NTES US）、微博（WB US）、网易-S（9999 HK）、微博-SW（9898 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 网易（NTES US）、微博（WB US）、网易-S（9999 HK）、微博-SW（9898 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 创梦天地（1119 HK）、三七互娱（002555 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：** 预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司