

【广发传媒&海外】腾讯控股 (00700.HK)

Q3 前瞻：游戏疲软，视频号广告带来增量

核心观点：

- **预计腾讯 3Q22 收入和利润基本上符合预期，环比边际复苏：**我们预计腾讯 3Q22 总收入为 1401 亿元，同比下降 2%，环比增长 5%。毛利率预计为 43.2%，同比下降 0.9pct，环比持平。预计 3Q22 经调整归母净利润预计为 298 亿元，同比下降 6%，环比增长 6%。
- **游戏 3 季度持续承压，广告、金融、云等业务环比复苏，视频号商业化带增量。**我们预计(1) 3Q22 游戏收入为 420 亿元，同比/环比-6%/-1%。本土市场游戏收入预计为 312 亿元，同比/环比-7%/-2%，国内是第一个未保法实施的暑期，去年高基数对国内业务增长带来压力，同时宏观疲弱影响了低 ARPU 付费用户的消费力。国际市场游戏收入预计为 107 亿元，同降 5%，海外疫情后常态化的增长放缓仍持续。(2) 预计 3Q22 社交网络收入 303 亿元，YoY/QoQ+0%/+4%。(3) 3Q22 广告收入预计 204 亿元，同比/环比-9%/+10%，广告环比呈现缓慢复苏，视频号广告 7 月上线以来开始逐步贡献增量。(4) 金融科技及企业服务预计达到 457 亿元，同比/环比+5%/+8%，环比 2 季度均有所复苏。
- **盈利预测与投资建议：**3 季度收入受大环境承压影响复苏速度，但广告、金融和云都出现稳健的边际改善趋势。微信视频号商业化推进效果较好，预计明年会逐步放量。公司持续推进降本增效，我们认为 3 季度利润下滑幅度会持续收窄，有望在 Q4 实现利润增速转正。我们调整 22~23 年收入预测 5603、6169 亿元，同增 0%/10.1%，经调整归母净利至 1146、1325 亿元，同增-7.4%/15.6%。以 22 年业绩基于 SOTP 合理价值对应 428.97 港元/股。维持买入评级。
- **风险提示：**监管趋严、游戏版号审核趋严、受短视频挤压的风险。

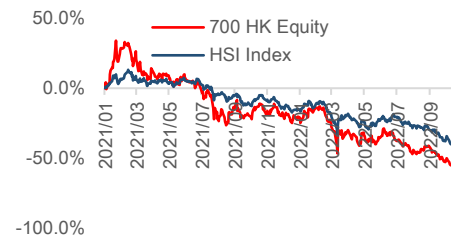
盈利预测：港币对人民币汇率采用 1.09:1。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	482,064	560,118	560,269	616,892	684,979
增长率(%)	27.8%	16.2%	0.0%	10.1%	11.0%
EBITDA(百万元)	199,943	219,208	215,698	225,436	256,400
NonGaap归母净利润(百万元)	122,742	123,788	114,607	132,506	152,916
增长率(%)	30.1%	0.9%	-7.4%	15.6%	15.4%
NonGAAP EPS(元/股)	12.69	12.69	11.94	13.80	15.51
NonGAAP市盈率(P/E)	17.8	17.8	18.9	16.4	14.6
ROE(%)	28	29	10	9	10
EV/EBITDA	15.7	14.3	14.5	13.9	12.2

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心 备注：EPS 按最新股本摊薄。

公司评级	买入
当前价格	246.20 港元
合理价值	428.97 港元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-13

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：

- 【广发传媒&海外】腾讯控股 2022-09-27
(00700.HK)：全真互联以数强实，向产业互联拓展
- 【广发传媒&海外】腾讯控股 2022-08-19
(00700.HK)：业务底部复苏，降本增效成果初显
- 【广发传媒&海外】腾讯控股 2022-07-16
(00700.HK)：Q2 前瞻：总体合预期，广告游戏短期疲弱

备注：报告中货币如无特别说明均为人民币。

联系人：

周喆 010-59136890

zhouzhe@gf.com.cn

一、业绩前瞻和估值

表 1: 腾讯分业务预测表 (人民币亿元)

营业收入	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3E	2018	2019	2020	2021	2022E
增值服务	752	719	727	717	723	1,766	2,000	2,642	2,916	2,906
网络游戏	449	428	436	425	420	1,040	1,147	1,561	1,743	1,713
PC 游戏	117	106	121	116	116			445	453	468
手游	425	400	403	400	397			1,466	1,648	1,612
社交网络	303	291	291	292	303	727	853	1,081	1,172	1,193
网络广告	225	215	180	186	204	581	684	823	886	786
社交及其他广告	190	183	157	161	177			680	753	681
媒体广告	35	32	23	25	27	183	155	143	133	105
金融科技及企业服务	433	480	428	422	457	731	1014	1,281	1,722	1,829
其他	14	28	20	15	17	48	76	75	77	81
合计	1,424	1,442	1,355	1,340	1,401	3,127	3,773	4,821	5,601	5,603
收入同比增速	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q2E	2018	2019	2020	2021	2022E
增值服务	7.7%	7.4%	0.4%	-0.5%	-3.8%	14.7%	13.2%	32.1%	10.3%	-0.3%
网络游戏	8.4%	9.5%	0.0%	-1.2%	-6.5%	6.2%	10.3%	36.1%	11.7%	-1.7%
PC 游戏	0.6%	3.9%	1.7%	5.5%	-0.9%	-8.2%	-6.4%	-6.0%	1.5%	3.5%
手游	8.5%	9.0%	-2.9%	-2.0%	-6.7%	23.9%	20.5%	56.4%	12.4%	-2.2%
社交网络收入	6.8%	4.3%	1.0%	0.7%	0.1%	29.5%	17.4%	26.8%	8.4%	1.8%
网络广告	5.4%	-12.7%	-17.6%	-18.4%	-9.2%	43.6%	17.7%	20.3%	7.7%	-11.3%
社交及其他广告	7.0%	-10.3%	-15.1%	-17.4%	-6.8%	55.9%	33.0%	28.6%	10.7%	-9.6%
媒体广告	-2.8%	-24.8%	-30.3%	-24.2%	-22.3%	23.4%	-15.3%	-8.0%	-6.8%	-21.0%
金融科技及企业服务	30.3%	24.6%	9.6%	0.8%	5.5%		38.6%	26.4%	34.4%	6.2%
其他	30.2%	-21.0%	-1.7%	-1.1%	22.0%		56.6%	-0.9%	2.5%	5.0%
合计	13.5%	7.9%	0.1%	-3.1%	-1.6%	31.5%	20.7%	27.8%	16.2%	0.0%
收入占比	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q2E	2018	2019	2020	2021	2022E
增值服务	52.8%	49.9%	53.7%	53.5%	51.6%	56.5%	53.0%	54.8%	52.1%	51.9%
网络游戏	31.5%	29.7%	32.2%	31.7%	30.0%	33.3%	30.4%	32.4%	31.1%	30.6%
PC 游戏	8.2%	7.4%	8.9%	8.7%	8.3%	16.2%	12.6%	9.2%	8.1%	8.4%
手游	29.9%	27.7%	29.7%	29.8%	28.3%	24.9%	24.8%	30.4%	29.4%	28.8%
社交网络收入	21.3%	20.2%	21.5%	21.8%	21.7%	23.2%	22.6%	22.4%	20.9%	21.3%
网络广告	15.8%	14.9%	13.3%	13.9%	14.6%	18.6%	18.1%	17.1%	15.8%	14.0%
社交及其他广告	13.3%	12.7%	11.6%	12.0%	12.6%	12.7%	14.0%	14.1%	13.4%	12.2%
媒体广告	2.5%	2.2%	1.7%	1.9%	1.9%	5.9%	4.1%	3.0%	2.4%	1.9%
金融科技及企业服务	30.4%	33.3%	31.6%	31.5%	32.6%	23.4%	26.9%	26.6%	30.8%	32.6%
其他	1.0%	1.9%	1.5%	1.1%	1.2%	1.5%	2.0%	1.6%	1.4%	1.4%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
毛利率	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q2E	2018	2019	2020	2021	2022E
互联网增值服务	53.0%	48.7%	50.4%	50.6%	50.8%	58.1%	53.0%	54.1%	52.5%	50.7%
网络广告	46.4%	42.7%	36.7%	40.6%	40.7%	35.8%	49.0%	51.4%	45.8%	39.8%
金融科技及企业服务	28.5%	27.1%	31.6%	33.3%	34.0%	25.3%	27.2%	28.3%	29.8%	33.3%
其他	6.1%	20.6%	15.1%	-5.1%	-5.2%	1.8%	7.8%	1.3%	13.2%	-0.2%
合计	44.1%	40.1%	42.1%	43.2%	43.2%	45.5%	44.4%	46.0%	43.9%	42.8%
GAAP EPS	4.07	9.79	2.40	1.92	2.12	8.20	9.73	16.52	23.16	8.74
NonGAAP EPS	3.27	2.55	2.62	2.90	3.12	8.07	9.83	12.69	12.69	11.94

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 可比公司估值

子行业	公司名称	市值 (本地货币 百万 元)	收入 (本地货币 百万 元)		净利润 (本地货币 百万元)		PS		PE	
			2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
PC 游戏										
	动视暴雪	57499.5	7927.6	9475.3	2235.4	3039.7	7.3	6.1	25.7	18.9
	艺电 EA	33054.0	8006.8	8526.9	2015.0	2224.4	4.1	3.9	16.4	14.9
	任天堂	52830.7	11792.1	11495.4	3161.9	2907.5	4.5	4.6	16.7	18.2
	育碧娱乐	3175.7	2314.1	2632.4	241.8	299.4	1.4	1.2	13.1	10.6
	Take-Two	19404.2	5932.9	7674.0	795.9	1278.5	3.3	2.5	24.4	15.2
移动游戏										
	三七互娱	33578.5	18009.4	20916.2	3231.0	3729.1	1.9	1.6	10.4	9.0
	完美世界	24210.8	9306.0	10940.9	1853.3	2111.9	2.6	2.2	13.1	11.5
	金山软件	25829.5	8421.4	10249.4	229.9	622.4	3.1	2.5	112.3	41.5
	吉比特	17604.4	5148.2	5996.9	1506.3	1796.6	3.4	2.9	11.7	9.8
	网易	47217.2	13771.1	15417.1	2903.1	3348.4	3.4	3.1	16.3	14.1
	IGG	2837.8	5042.8	5435.3	-308.6	434.9	0.6	0.5	-	6.5
	玩友时代	2464.4	1784.9	2154.0	60.8	329.4	1.4	1.1	40.5	7.5
社交广告										
	Meta Platforms	342662.4	117336.8	128611.1	29519.3	32599.0	2.9	2.7	11.6	10.5
	SnapChat	17330.6	4680.4	5443.1	-150.8	214.0	3.7	3.2	-	81.0
	Twitter	38216.4	5242.0	5989.0	475.0	224.6	7.3	6.4	80.5	170.2
	微博	3259.8	1958.7	2184.8	530.8	609.8	1.7	1.5	6.1	5.3
媒体广告										
	Google	1277460.7	238317.9	263766.0	74001.5	85089.0	5.4	4.8	17.3	15.0
	百度	37136.3	17675.3	20107.9	2630.4	3099.2	2.1	1.8	14.1	12.0
	搜狐	522.9	747.7	763.0	-28.0	-16.9	0.7	0.7	-	-
支付										
	Paypal	96924.2	27876.8	31641.5	4552.5	5406.2	3.5	3.1	21.3	17.9
云										
	金山云	513.9	1265.3	1500.8	-226.3	-165.4	0.4	0.3	-	-
	亚马逊	1150174.9	522383.5	603243.2	15075.8	39451.8	2.2	1.9	76.3	29.2

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心; 根据 2022 年 10 月 13 日收盘价测算;

可比公司的市盈率和市销率倍数。PC游戏可比公司2022年市盈率范围在13倍-26倍之间。移动游戏公司市盈率估值范围在10-112倍之间。社交广告公司2022年市盈率在6-81倍之间, 媒体广告公司市盈率为14-17倍。支付、云的市销率普遍回落到2-4倍。

表 3: 腾讯 SOTP 估值

分业务	收入 (亿元人民币)	净利润 (亿元人民币)	PE	PS	各业务估值 (亿元人民币)	各业务估值 (亿港元)	子公司市值 (亿港元)	持股比例	对应每股价值 (港元)
	2022E	2022E	2022E	2022E					
游戏	2,080	899							
PC 游戏	468	206	15		3,088	3,366			35
移动游戏	1,612	693	24		16,636	18,134			189
广告	714	281							
社交广告	681	272	15		4,086	4,454			46
媒体广告 (不含视频)	33	8	10		85	92			1
数字内容									
腾讯视频	336			3	971	1,058			11
腾讯音乐					266	290	522	56%	3
阅文集团					112	122	207	59%	1
虎牙					19	21	39	53%	0
金融和企业服务	1,829			4.0	7,316	7,975			83
核心业务估值汇总					32,579	35,511			370
二级市场						4,465			47
一级市场 (F 轮后)						1,200			13
投资业务估值汇总					5,197	5,665			59
总估值					37,776	41,176			428.97

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

按照 SOTP 估值法, (1) 核心业务合理价值为 3.55 万亿港元 (370 港元/股)。参考可比公司, 海外 PC 游戏公司普遍市盈率不低于 13 倍, 移动游戏市盈率范围较大 (10-112 倍), 考虑到腾讯手游在行业处于领先地位, 我们给予腾讯 2022 年 PC 游戏、移动游戏分别 15 倍、24 倍市盈率, 对应合理价值为 3366 亿港元 (35 港元/股)、1.8 万亿港元 (189 港元/股); 广告业务可比公司中, 社交型广告公司市盈率范围较大 (6-81 倍), 媒体广告公司市盈率倍数不低于 14 倍 (考虑到主要是利润下降导致可比媒体广告公司 PE 较高, 腾讯媒体广告整体下滑我们给予 PE 估值相对保守)。据此, 给予腾讯社交广告、媒体广告 (不含腾讯视频) 对应 2022 年 15 倍、10 倍市盈率, 对应合理价值为 4454 亿港元 (46 港元/股)、92 亿港元 (1 港元/股); 数字内容业务, 腾讯视频参考芒果超媒市值为 ~3 倍市销率对应合理价值为 1058 亿港元 (11 港元/股), 腾讯音乐、阅文集团等控股公司参考最新市值和腾讯持股比例对应的价值分别为 290 亿港元 (3 港元/股)、122 亿港元 (1 港元/股)。企业和金融服务, 给予 4 倍市销率估值, 对应价值为 7975 亿港元 (83 港元/股), 综上, 核心业务的总价值为 3.55 万亿港元。

(2) 按当前时点估算, 腾讯的一级市场和二级市场投资公司的持股价值考虑 80% 折让对腾讯的合理价值贡献 5665 亿港元 (59 港元/股)。

加总 (1) 核心业务 3.55 万亿港元价值 + (2) 投资业务 5665 亿港元, 公司总价值为 4.12 万亿港元, 折合每股合理价值 428.97 元/股, 维持买入评级。

二、风险提示

(1) 监管趋严的风险。如果监管信息安全，用户隐私，长视频、短视频、直播等内容平台的内容审核进一步趋于严格，则会影响平台内容供应和用户活跃，进而对收入增长产生负面影响。

(2) 游戏版号审核趋严的风险。如果游戏版号审核趋严，则会影响新游戏上线时间，导致游戏上线推迟，对游戏收入增速带来负面影响。

(3) 受短视频挤压的风险。如果短视频用户数、时长进一步显著提升，则会影响到用户对腾讯系部分产品的消费时长，影响腾讯系产品占互联网用户的时长，可能挤压腾讯的广告市场占有率。

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	248,696	321,565	185,309	206,299	226,362
货币资金	124,789	176,367	38,777	43,573	47,253
应收及预付	60,444	71,447	72,147	81,034	89,224
存货	261	314	321	368	405
其他流动资产	63,203	73,437	73,703	81,123	89,290
非流动资产	909,340	1,120,762	1,369,891	1,678,446	2,070,858
长期股权投资	299,557	389,424	506,251	658,127	855,564
固定资产	62,919	79,201	94,657	109,808	125,077
在建工程	3,935	3,935	3,935	3,935	3,935
无形资产	167,617	189,060	201,886	219,035	239,418
其他长期资产	375,311	459,143	563,162	687,542	846,863
资产总计	1,158,036	1,442,328	1,555,200	1,884,745	2,297,220
流动负债	269,010	318,639	340,187	578,291	886,303
短期借款	12,843	12,843	15,363	205,496	469,462
应付及预收	100,223	120,858	123,358	141,605	155,916
其他流动负债	155,944	184,938	200,628	230,920	260,683
非流动负债	256,061	278,899	301,771	324,681	347,629
长期借款	126,388	148,519	170,650	192,781	214,912
应付债券	91,660	91,660	91,660	91,660	91,660
其他非流动负债	38,014	38,720	39,461	40,240	41,058
负债合计	525,071	597,538	641,958	902,971	1,233,932
股本	-	-	-	-	-
资本公积	48,055	48,055	48,055	48,055	48,055
留存收益	528,513	737,351	804,068	870,858	950,397
归属母公司股东权益	576,568	785,406	852,123	918,913	998,452
少数股东权益	56,396	59,384	61,656	62,831	64,187
负债和股东权益	1,158,036	1,442,328	1,555,200	1,884,745	2,297,220

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	482,064	560,118	560,269	616,892	684,979
营业成本	260,532	314,174	320,672	356,165	398,900
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	33,758	40,594	33,145	36,397	41,099
管理费用	67,625	89,847	108,988	117,209	130,146
研发费用					
财务费用	7,887	7,114	9,248	12,023	15,629
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	57,131	149,467	26,353	26,400	26,400
投资净收益	3,672	(16,444)	(18,740)	(15,000)	(12,000)
营业利润	184,237	271,620	131,389	141,093	148,806
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	180,022	248,062	104,835	117,093	127,206
所得税	19,897	20,252	18,683	20,843	22,643
净利润	160,125	227,810	86,152	96,251	104,564
少数股东损益	278	2,988	2,303	1,348	1,464
归属母公司净利润	159,847	224,822	83,849	94,903	103,100
NonGAAP 归母净利	122,742	123,788	114,607	132,506	152,916
Non GAAP EPS (元)	12.69	12.69	11.94	13.80	15.51

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	213,307	230,281	218,133	245,688	266,004
净利润	159,847	224,822	82,702	82,774	95,524
折旧摊销	79,794	103,705	118,870	129,568	142,401
营运资金变动	28,666	28,339	16,731	32,678	27,698
其它	(55,000)	(126,585)	(612)	1,011	(196)
投资活动现金流	(278,360)	(310,758)	(362,754)	(436,549)	(528,206)
资本支出	(134,647)	(141,429)	(147,152)	(161,867)	(178,054)
投资变动	(143,713)	(169,328)	(215,602)	(274,682)	(350,152)
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	56,851	132,055	7,031	195,657	265,882
银行借款	12,279	22,131	24,651	212,264	286,096
股权融资	0	0	0	0	0
其他	44,572	109,924	(17,620)	(16,607)	(20,214)
现金净增加额	(8,202)	51,579	(137,591)	4,796	3,680
期初现金余额	132,991	124,789	176,367	38,777	43,573
外币汇率变动影响净	0	0	0	0	0
期末现金余额	124,789	176,367	38,777	43,573	47,253

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力(%)					
营业收入增长	28%	16%	0%	10%	10%
营业利润增长	55%	47%	-52%	-2%	14%
归属母公司净利润增	30%	1%	-7%	16%	15%
获利能力(%)					
毛利率	46%	44%	43%	40%	40%
净利率	33%	40%	15%	13%	14%
ROE	28%	29%	10%	9%	10%
ROIC	21%	25%	10%	8%	7%
偿债能力					
资产负债率(%)	45.3%	41.4%	41.3%	47.9%	53.7%
净负债比率	12.0%	11.2%	12.0%	21.1%	29.8%
流动比率	0.9	1.0	0.5	0.4	0.3
速动比率	0.9	1.0	0.5	0.4	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
应收账款周转率	14.1	15.8	14.7	15.4	15.4
存货周转率	2.0	3.0	4.0	5.0	6.0
每股指标(元)					
每股收益(经调整)	12.69	12.69	11.94	13.80	15.51
每股经营现金流	22.18	23.94	22.68	25.54	27.66
每股净资产	60.07	81.82	88.77	95.73	104.02
估值比率					
P/E	17.8	17.8	18.9	16.4	14.6
P/B	4.5	3.3	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	15.7	14.3	14.5	13.9	12.2

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。