

心动有限公司 (2400 HK, 买入, 目标价: HK\$17.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$17.00 当前股价: HK\$13.56

股价上行/下行空间 +25%

52 周最高/最低价 (HK\$) 28.85/7.47

市值 (US\$mn) 818

当前发行数量(百万股) 472

三个月平均日交易额 (US\$mn) 8

流通盘占比 (%) 34

主要股东 (%)

黄一孟 34

戴云杰 14

哔哩哔哩 5

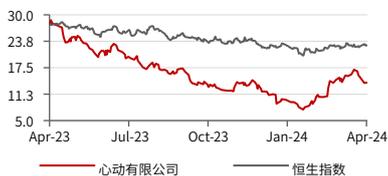
按 2024 年 4 月 3 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	17.00	21.00	-19%
2024E EPS (RMB)	0.86	1.02	-16%
2025E EPS (RMB)	1.42	1.35	5%
2026E EPS (RMB)	1.48	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测(差幅%)

	2024E	2025E
营收 (RMBmn)	4,473 (-3%)	5,182 (-7%)
EPS (RMB)	0.78 (+10%)	1.11 (+28%)

注: 所示市场预测来源于彭博。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

研究团队

张译文, CFA

香港证监会中央编号: BLM908

林汝函

香港证监会中央编号: BNX931

《出发吧麦芬》超预期表现下, 公司 2024 年有望重拾正盈利

- 主要受到老游戏表现疲软拖累, 2H23 收入同比减少 11%、调整后净亏损为 1.47 亿元人民币。
- 基于《出发吧麦芬》贡献提升以及 TapTap 广告收入增加, 我们预计 2024 年收入同比增长 28%、调整后净利润为 4.06 亿元人民币。
- 维持“买入”评级, 下调目标价至 17.00 港元 (对应 12 倍 2025 年 P/E, 往回折现得到)。

此港股通报告之英文版本于 2024 年 4 月 5 日上午 6 时由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的赵冰 (证券分析师登记编号: S1680519040001) 审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

2H23 业绩回顾: 心动公司公告 2H23 业绩, 当期收入同比减少 11%至 16.4 亿元人民币, 调整后净亏损为 1.47 亿元人民币。心动的**游戏**收入同比下降 29%是因为老游戏 (比如《香肠派对》) 表现愈发疲软, 部分下降被三款新游戏 (包括《火炬之光: 无限》) 的贡献所抵消。受益于新游营销需求提升以及公司营销系统的改进, **信息服务**收入同比增加 36%。月活跃用户方面, 随着公司加大营销支出, 国内部分 2H23 环比恢复 11%, 但同比依旧减少 9%。公司表示 TapTap 的 4Q23 平均月活跃用户同比增速转为正值。而国际月活跃用户因为营销投入缩减而同比减少 52%。**利润率**方面, 心动的毛利润率由于收入结构变化而提升到了 63.0%。在人员优化及审慎的营销支出之下, 公司的营业费用同比减少 10%。然而, 由于收入减少带来的经营去杠杆, 心动的调整后净亏损仍然达到 1.47 亿元人民币, 对应利润率为-9.0% (对比 2H22 为 -7.6%)。

《出发吧麦芬》内地发行将成为近期催化剂。《出发吧麦芬》是由心动开发的一款放置类游戏, 于 2024 年 1 月 23 日在港澳台发行, 1 月 23 日至 4 月 2 日期间三地的平均排名分别为第二、三、二名。根据 iOS 苹果商店, 《出发吧麦芬》预计在 5 月 15 日于中国内地发行。我们认为, 鉴于这款游戏在以上三地市场的强劲表现并考虑到内地发行团队经验更加丰富, 它的内地发行也有望取得佳绩。我们预计《出发吧麦芬》将在 2024 年贡献 10 亿元人民币的收入。此外, 管理层在业绩电话会上表示将在 4 月对《心动小镇》和《伊瑟·重启日》进行测试, 并计划于今年发行。与此同时, 公司也会继续投资《香肠派对》。我们预计 2024 年游戏收入将同比增长 33%。

预计 2024 年净利润回归正值。基于《出发吧麦芬》的增量贡献以及 TapTap 更高的变现, 我们预计总收入将同比增长 28%。我们预测营销费用将随着新游戏和 TapTap 营销力度的加大而同比上升, 但预计在员工人数减少和严格的费控之下, 研发和管理费用率应有所下降。我们预测 2024 年调整后净利率为 9.3%。

维持“买入”评级, 下调目标价至 17.00 港元 (前值为 21.00 港元)。考虑到《出发吧麦芬》带来增量贡献, 我们对 2024/25 年的收入预测上调 3%/ 2%, 同时由于该游戏前置营销费用较高, 我们将 2024 年调整后净利率率下调 2.2 个百分点。我们维持 2025 年调整后净利率率预测大致不变。我们的目标价基于 12 倍的 2025 年 P/E (前值为 15 倍), 仍与行业内同业公司的平均远期 P/E (2024 年) 保持一致。我们以 10%的折现率往回折。**风险提示:** 新游戏接收度不及预期; 监管收紧。

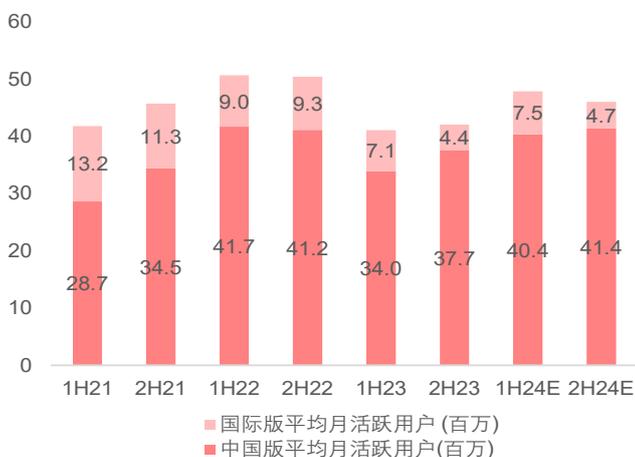
财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	3,431	3,389	4,350	4,843	5,140
归母净利润 (RMBmn)	(482)	(34)	406	670	700
每股收益 (RMB)	(1.02)	(0.07)	0.86	1.42	1.48
市盈率 (x)	N/A	N/A	14.0	8.5	8.2
市销率 (x)	1.7	1.7	1.3	1.2	1.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。归母净利润和每股收益按照非国际通用会计准则计算。

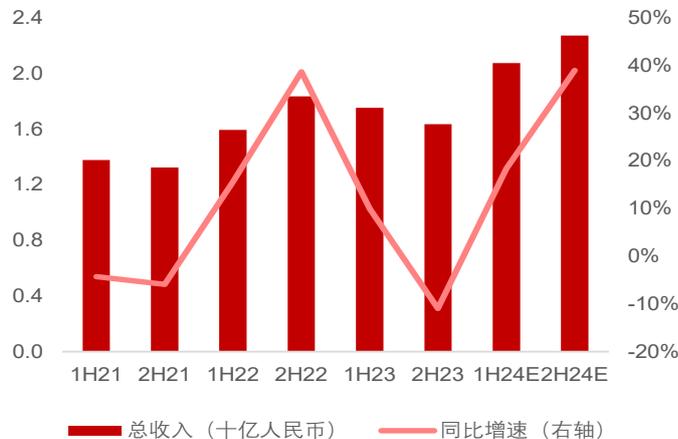
焦点图表

图表 1: 心动公司—TapTap 月活跃用户数量



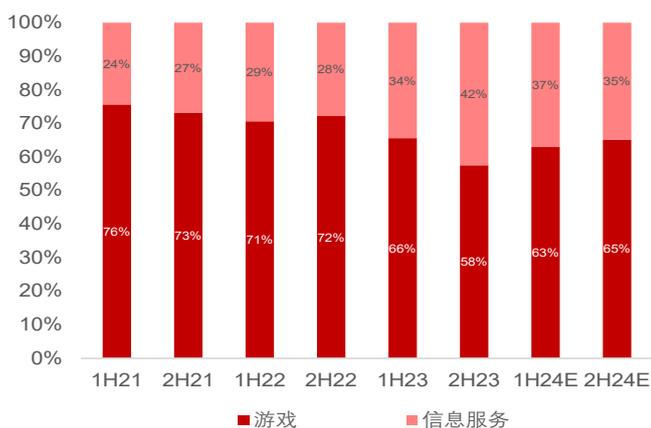
资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 2: 心动公司—总收入及同比增速



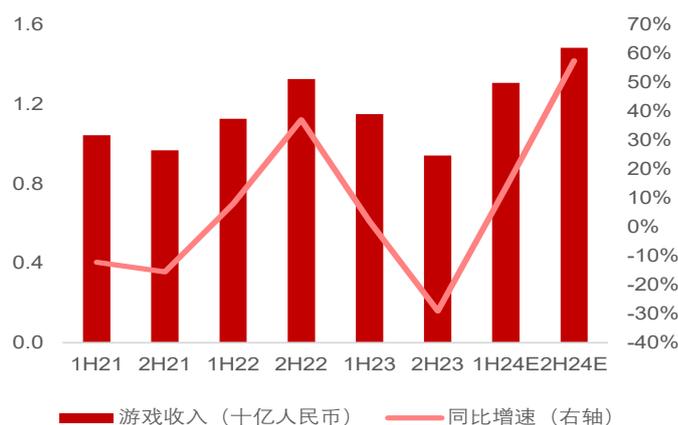
资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 3: 心动公司—收入拆分



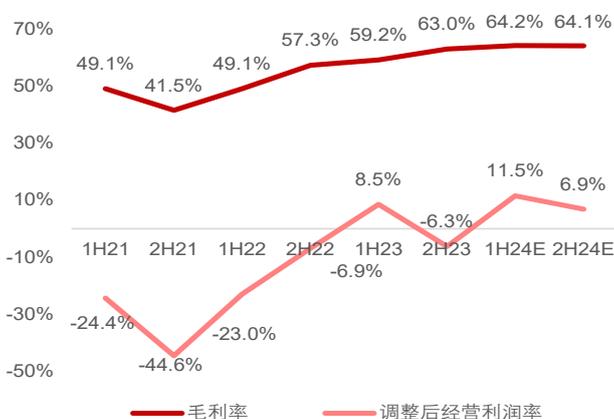
资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 4: 心动公司—游戏收入及同比增速



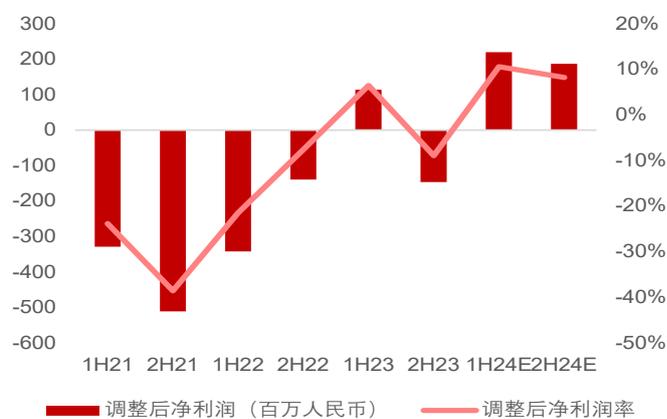
资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 5: 心动公司—毛利率及调整后经营利润率



资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 6: 心动公司—调整后净利润及调整后净利润率



资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

图表 7: 心动公司—2H23 业绩回顾

(百万人民币)	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	环比	同比
收入	1,379	1,324	1,594	1,837	1,753	1,636	-6.7%	-10.9%
- 游戏	1,043	968	1,126	1,326	1,150	942		
- 信息服务	336	357	468	510	603	694		
毛利润	677	550	783	1,052	1,037	1,031	-0.6%	-2.0%
毛利润率	49.1%	41.5%	49.1%	57.3%	59.2%	63.0%	3.9ppt	5.7ppt
- 研发费用	-576	-666	-656	-627	-528	-488		
- 销售及营销费用	-344	-436	-404	-519	-330	-535		
- 一般及行政费用	-112	-124	-104	-129	-102	-123		
IFRS 经营利润	-337	-619	-406	-161	123	-128	NM	NM
经营利润率	-24.4%	-46.7%	-25.5%	-8.8%	7.0%	-7.8%	-14.8ppt	1.0ppt
IFRS 净利润	-325	-539	-386	-167	90	-173	NM	NM
非 IFRS 调整后净利润	-329	-511	-343	-140	113	-147	NM	NM
非 IFRS 调整后净利润率	-23.8%	-38.6%	-21.5%	-7.6%	6.4%	-9.0%	-15.4ppt	-1.4ppt
非 IFRS 调整后经摊薄每股收益 (元)	-0.72	-1.08	-0.73	-0.30	0.24	-0.31	NM	NM

资料来源: 公司公告

图表 8: 心动公司—游戏储备

序号	游戏名 (中文)	游戏名 (英文)	游戏类型	状态	发行时间
自研游戏					
1	出发吧麦芬*	GoGo Muffin*	放置类	待定	2024E
2	伊瑟·重启日	Etheria: Restart	角色扮演	待定	2024E
3	心动小镇	XD Town	模拟	待定	2024E
代理游戏					
1	浮岛冒险	Forager	模拟	已获批	2024E
2	竹马胭脂铺	Zhuma Rouge Shop	模拟	已获批	2024E

注: *《出发吧麦芬》于 2024 年 1 月 23 日在港澳台发行。根据 iOS 苹果商店,《出发吧麦芬》预计 2024 年 5 月 15 日在中国内地发行。

资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

盈利预测调整

考虑到《出发吧麦芬》带来的增量贡献，我们对 2024/25 年收入预测上调 3%/2%，同时由于该游戏的前置销售和营销费用较高，我们将 2024 年调整后净利润率下调 2.2 个百分点。我们维持 2025 年调整后净利润率预测大致不变。本篇报告中我们也引入了对 2026 年的业绩预测。

图表 9: 心动公司—预测调整

	调整后			调整前			变化			
	(百万人民币)	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
总收入净值		4,350	4,843	5,140	4,221	4,729		3%	2%	
同比变化%		28.3%	11.3%	6.1%	14.1%	12.1%				
毛利润		2,791	3,106	3,307	2,548	2,882		10%	8%	
毛利润率		64.2%	64.1%	64.3%	60.4%	60.9%		3.8ppt	3.2ppt	
研发费用		-1,050	1,100	-1,150	-1,100	-1,150		-5%	-4%	
销售及营销费用		-1,218	1,211	-1,285	-865	-993		41%	22%	
一般及行政费用		-230	-235	-240	-227	-232		1%	1%	
IFRS 经营利润		339	605	677	401	552		-15%	10%	
经营利润率		7.8%	12.5%	13.2%	9.5%	11.7%		-1.7ppt	0.8ppt	
IFRS 净利润		351	610	640	431	582		-19%	5%	
同比变化%		NM	74%	5%	126%	35%				
IFRS 净利润率		8.1%	12.6%	12.5%	10.2%	12.3%		-2.1ppt	0.3ppt	
非 IFRS 调整后净利润		406	670	700	486	642		-16%	4%	
同比变化%		NM	65%	5%	104%	32%				
非 IFRS 调整后净利润率		9.3%	13.8%	13.6%	11.5%	13.6%		-2.2ppt	0.3ppt	
非 IFRS 调整后经摊薄每股收益 (元)		0.86	1.42	1.48	1.02	1.35		-16%	5%	
同比变化%		NM	65%	4%	103%	32%				

资料来源：华兴证券（香港）预测

估值

维持“买入”评级，下调目标价至 17.00 港元（前值为 21.00 港元）。我们的新目标价基于 12 倍的 2025 年 P/E（前值为 15 倍），仍然与中国广告平台公司和中国网络游戏公司的平均远期 P/E（2024 年）保持一致（见图表 11）。我们以 2025 年作为我们的估值基准，是因为我们预计心动公司届时将实现更为正常化的利润率。我们按 10% 的利率往回折现。基于利润率改善、TapTap 变现能力提升以及 2024 年更多新游戏发行，我们重申我们的“买入”评级。

图表 10: 心动公司—P/E 估值表

P/E 估值	2025E
调整后净利润（百万人民币）	670
P/E 目标倍数	12x
截至 2025 年的估值（百万人民币）	8,043
折现因子	0.91
截至 2024 年的估值（百万人民币）	7,311
目标价（港元/股）	17.00
假设	
股份数（百万）	472
港币兑人民币汇率	0.90
折现率	10%

资料来源：华兴证券（香港）预测

图表 11: 互联网服务--同业估值对比

股票代码	公司名称	交易币种	收盘价	市值		EPS (列报货币)		P/E (x)		P/S (x)		ROE%
				十亿美元)	十亿美元)	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY24E	FY25E	FY23
2400 HK	心动公司	港元	13.88	0.9		0.86	1.42	14.0	8.5	1.3	1.2	-5%
中国广告平台公司												
700 HK	** 腾讯	港元	309.20	373.7		19.65	21.96	14.5	13.0	4.1	3.8	15%
BIDU US	* 百度	美元	108.53	38.1		88.16	95.87	8.9	8.2	1.9	1.8	9%
IQ US	* 爱奇艺	美元	4.37	4.2		3.87	4.72	8.2	6.7	0.9	0.9	21%
ATHM US	汽车之家	美元	26.94	3.3		17.40	18.38	11.2	10.6	3.1	3.0	8%
WB US	* 微博	美元	9.44	2.3		1.63	1.88	5.8	5.0	1.3	1.2	10%
ZH US	知乎	美元	0.73	0.4		(0.36)	0.51	(14.8)	10.3	0.6	0.6	na
均值								9.7	8.7	2.3	2.1	13%
中国网络游戏公司												
700 HK	** 腾讯	港元	309.20	373.7		19.65	21.96	14.5	13.0	4.1	3.8	15%
NTES US	网易	美元	96.85	62.5		56.34	63.93	12.4	11.0	3.9	3.6	26%
均值								13.5	12.0	4.0	3.7	20%

注：现价按 2024 年 4 月 2 日收盘价。已覆盖公司数据为华兴证券（香港）及华兴证券（美国）预测，其余公司数据为彭博一致预测。*指季迪英覆盖的公司，**指季迪英与张译文共同覆盖的公司。

资料来源：彭博，华兴证券（香港）及华兴证券（美国）预测

风险提示

- **新手游接受度不及预期。**心动公司将于未来数年发行数款新手游，这些新游戏应会成为关键的增长驱动力。若这些新游戏的接受度不及预期，则会负面影响对该股票以及公司实现收入增长的情绪。
- **游戏发行时间方面的监管不确定性。**政府可能会进一步收紧对手游开发者的许可要求。监管的变化可能会导致游戏发行延期或游戏从应用商店下架，这将对公司的收入和盈利前景造成不利影响。
- **TapTap 用户增速低于预期。**我们认为，不断增长的用户规模和用户活跃度对 TapTap 而言是关键的营收驱动力。无法吸引新用户或留存老用户所导致的增长势头消退可能会对公司的收入前景造成不利影响。
- **老游戏收入降速超过预期。**若老手游（即《仙境传说 手游版》、《不休的乌拉拉》和《香肠派对》）的收入降速高于预期，那么心动公司的收入可能会受到不利影响。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
游戏	2,092	2,790	3,111	3,267
信息服务	1,297	1,560	1,732	1,872
营业收入	3,389	4,350	4,843	5,140
营业成本	(1,321)	(1,558)	(1,737)	(1,833)
毛利润	2,068	2,791	3,106	3,307
管理及销售费用	(2,106)	(2,498)	(2,545)	(2,675)
其中: 研发支出	(1,016)	(1,050)	(1,100)	(1,150)
其中: 市场营销支出	(865)	(1,218)	(1,211)	(1,285)
其中: 管理支出	(225)	(230)	(235)	(240)
息税前利润	(5)	339	605	677
息税折旧及摊销前利润	163	553	869	990
利息收入	90	90	75	60
利息支出	(120)	(70)	(20)	(20)
税前利润	(30)	399	710	767
所得税	(35)	(25)	(75)	(100)
净利润	(83)	351	610	640
调整后息税前利润	46	394	665	737
调整后息税折旧及摊销前利润	214	608	929	1,050
调整后净利润	(34)	406	670	700
基本每股收益 (RMB)	(0.18)	0.74	1.29	1.35
稀释每股调整收益 (RMB)	(0.07)	0.86	1.42	1.48

资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,698	4,087	4,770	5,536
货币资金	3,400	3,705	4,345	5,084
应收账款	246	316	352	374
存货	0	0	0	0
其他流动资产	52	66	74	78
非流动资产	998	1,084	1,120	1,107
固定资产	173	238	281	301
无形资产	272	292	286	253
商誉	0	0	0	0
其他	327	327	327	327
资产	4,696	5,171	5,891	6,643
流动负债	784	859	915	945
短期借款	0	0	0	0
预收账款	59	59	59	59
应付账款	416	490	547	577
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	2,020	2,020	2,020	2,020
负债	2,804	2,879	2,935	2,965
股份	0	0	0	0
资本公积	7,036	7,036	7,036	7,036
未分配利润	(854)	(503)	108	748
归属于母公司所有者权益	1,892	2,293	2,956	3,678
少数股东权益	35	58	83	110
负债及所有者权益	4,696	5,171	5,891	6,643

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券(香港)预测

现金流量表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	(83)	351	610	640
折旧摊销	168	214	263	313
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	51	27	28	55
其他	0	0	0	0
营运资本变动	(83)	(10)	13	4
经营活动产生的现金流量	71	605	940	1,039
资本支出	(140)	(150)	(150)	(150)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(120)	(150)	(150)	(150)
投资活动产生的现金流量	(260)	(300)	(300)	(300)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	0	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	0	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	(189)	305	640	739
自由现金流	(69)	455	790	889

关键假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
TapTap 中国版月活用户 (百万)	36	41	42	43

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	(1.2)	28.3	11.3	6.1
毛利润	12.7	35.0	11.3	6.5
息税折旧及摊销前利润	130.9	239.9	57.1	14.0
调整后息税折旧及摊销前利润	147.4	184.0	52.8	13.1
净利润	85.0	522.6	73.9	4.9
调整后净利润	92.9	1,289.8	65.1	4.5
稀释每股调整收益	85.0	522.4	73.7	4.8
调整后稀释每股调整收益	92.9	1,289.1	64.9	4.4
盈利率 (%)				
毛利率	61.0	64.2	64.1	64.3
息税折旧摊销前利润率	4.8	12.7	17.9	19.3
调整后息税折旧摊销前利润率	6.3	14.0	19.2	20.4
息税前利润率	(0.2)	7.8	12.5	13.2
调整后息税前利润率	1.4	9.1	13.7	14.3
净利率	(2.5)	8.1	12.6	12.5
调整后净利率	(1.0)	9.3	13.8	13.6
净资产收益率	(4.4)	15.3	20.6	17.4
总资产收益率	(1.8)	6.8	10.4	9.6
流动资产比率 (x)				
流动比率	4.7	4.8	5.2	5.9
速动比率	4.7	4.8	5.2	5.9
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	14.0	8.5	8.2
市净率	4.3	2.5	1.9	1.6
市销率	1.7	1.3	1.2	1.1
企业价值倍数	4.1	3.3	1.5	0.6
调整后企业价值倍数	4.1	3.3	1.5	0.6

附录

分析师声明

本人张译文（CFA 持证人）、林汝函兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：
<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：心动公司（2400 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其他部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券投资基金机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券投资基金机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，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，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888