

**买入**

2024年11月15日

**长青游戏策略颇有成效、微信小店未来可期**

**► 2024Q3 业绩收入端略超出市场预期：**2024Q3 公司录得收入 1672 亿元人民币，同比增长 8%，环比增长 4%。归母净利润录得 540 亿元人民币，同比增长 47%。扣除股非现金股权激励费用、投资收益等项目后，体现核心业务的 Non-GAAP 归母净利润录得 598 亿元人民币，同比增长 33%。2024Q3 增值服务业务收入录得人民币 827 亿元，同比增长 9%。

**► 游戏业务 Q3 长青游戏持续贡献，新游表现亮眼：**2024Q3 本土市场游戏收入为 327 亿元人民币，同比增长 14%，主要得益于《王者荣耀》和《和平精英》的增长，以及《VALORANT》创纪录的表现和《地下城与勇士：起源》的全季度贡献。国际市场游戏收入为 133 亿元人民币，同比增长 9%，主要受到《PUBG MOBILE》和《荒野乱斗》表现推动。游戏收入的增速显著落后于游戏流水的增速由于部分游戏留存率提升，有一定收入递延周期。

**► 广告业务升级营销服务，新流量拓展+AI 赋能贡献增长：**2024Q3 网络广告业务升级为营销服务，录得收入 300 亿元，同比上升 17%，得益于视频号、小程序、微信搜一搜收入的增长。广告技术的进步，如混元大模型的应用和机器学习平台的升级，使广告定向更精准。金融、互联网、游戏等多行业广告主在搜一搜上的活跃投入，表明了广告需求的旺盛。视频号广告加载率仍低于行业水平，但未来突破至 10% 的目标将显著释放增长潜力。随着微信小店基础设施的升级，腾讯在闭环电商广告和整体市场增速上的竞争力进一步增强。

**► 金融科技与企业服务稳中有增：**2024Q3 金融科技和企业服务收入录得 530 亿元人民币，同比增长 2%。金融科技服务的总收入同比基本持平，支付收入的下降被财富管理服务的增加所抵消。商业支付交易量继续以较快的速度增长，但每笔交易的平均价值下降。对于财富管理，用户数量和聚合客户资产都同比增长。

**► 目标价 540 港元，买入评级：**综合分析，我们考虑到公司各项业务利润率改善均超预期，长青游戏、AI 驱动广告业务和基于微信小店的微信电商生态整合强化市场竞争力，预计其核心业务将保持稳健增长态势；收入和经营利润预测采用 2025 年的预测数据，计算得出目标价为 540 港元，较上一收盘价有 33.9% 上升空间，维持买入评级。

**李京霖**

852-25321539

[Jinglin.li@firstshanghai.com.hk](mailto:Jinglin.li@firstshanghai.com.hk)
**主要数据**

行业	TMT
股价	403.7 港元
目标价	540 港元 (+33.9%)
股票代码	700
已发行股本	92.67 亿股
市值	3.74 万亿港元
52 周高/低	482/260.2 港元
每股净资产	107.41 元人民币
主要股东	Naspers Ltd (24.87%) 马化腾 (7.73%) Blackrock (2.34%) Vanguard (2.69%) 挪威银行 (1.3%)

**盈利摘要**

截至12月31日止财政年度	22年实际	23年实际	24年预测	25年预测	26年预测	
总营业收入 (人民币百万元)	554,552	609,015	659,236	718,582	776,624	
	变动	-0.99%	9.82%	8.25%	9.00%	8.08%
经调整净利润	115,649	157,688	230,359	274,790	301,434	
	变动	-6.57%	36.35%	46.09%	19.29%	9.70%
经调整每股盈利 (人民币元)	11.93	16.41	24.62	29.68	32.74	
	变动	-6.05%	37.55%	50.02%	20.58%	10.29%
股息	2.40	3.40	4.30	5.00	5.60	
市盈率403.4港元 (估)	31.47	22.88	15.25	12.65	11.47	

来源：公司资料，第一上海预测

**股价表现**


来源：Bloomberg

## 业绩概览：2024Q3 业绩

2024Q3 公司录得收入 1672 亿元人民币，同比增长 8%，环比增长 4%。归母净利润录得 540 亿元人民币，同比增长 47%。扣除股非现金股权激励费用、投资收益等项目后，体现核心业务的 Non-GAAP 归母净利润录得 598 亿元人民币，同比增长 33%。

2024Q3 增值服务业务收入录得人民币 827 亿元，同比增长 9%。

(1) 2024Q3 社交网络收入同比增长 4% 到 297 亿，主要得益于音乐付费会员收入、手游虚拟道具销售及小游戏平台服务费的增长，部分被音乐直播及游戏直播服务收入下降所抵消。音乐付费会员收入同比增长 20%，得益于改进的推荐算法、丰富的内容提供和音频质量的提升。音乐付费会员增长 16% 至 1.19 亿。长视频订阅收入同比增长 4%。视频付费会员增长 6% 至 1.16 亿，得益于受欢迎的动画和电视剧系列。独家电视剧《山花烂漫时》成为了 2015 年以来成为行业内评分最高的国产电视剧。

(2) 游戏业务 Q3 本土市场游戏收入为 327 亿元人民币，同比增长 14%，主要得益于《王者荣耀》和《和平精英》的增长，以及《VALORANT》创纪录的表现和《地下城与勇士：起源》的全季度贡献。国际市场游戏收入为 133 亿元人民币，同比增长 9%，按固定汇率计算增长 11%，主要受到《PUBG MOBILE》和《荒野乱斗》表现推动。游戏收入的增速显著落后于游戏流水的增速由于部分游戏留存率提升，有一定收入递延周期。

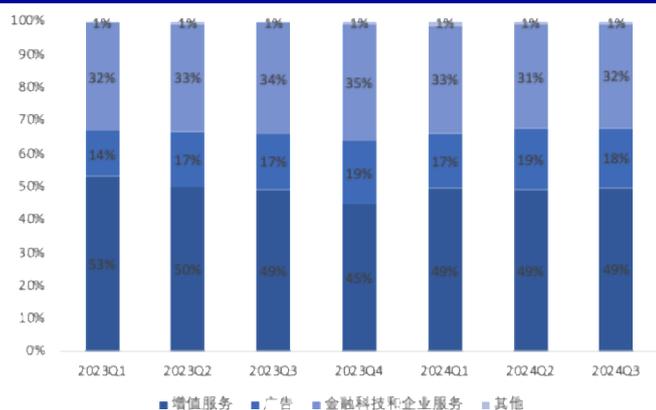
2024Q3 网络广告业务升级为营销服务，录得收入 300 亿元，同比上升 17%，得益于视频号、小程序、微信搜索收入的增长，以及游戏和电商行业收入的增长。同时，广告业务利用腾讯混元大模型促进广告材料和内容的标记和分类，并且升级了机器学习平台，以提供更准确的广告定向。

2024Q3 金融科技和企业服务收入录得 530 亿元人民币，同比增长 2%。金融科技服务的总收入同比基本持平，支付收入的下降被财富管理服务的增加所抵消。商业支付交易量继续以较快的速度增长，但每笔交易的平均价值下降。对于财富管理，用户数量和聚合客户资产都同比增长。

2024Q3 毛利率为 53%，同比上升 4%。其中增值服务毛利率为 57%，主要由于高毛利率的国内游戏和长视频业务收入的增长所致。营销服务毛利率同比上升至 53%，主要受益于视频号广告收入的增长。金融科技与企业服务的毛利率同比上升至 48%，反映出财富管理、技术服务费收入增长及云服务成本效率的提高。

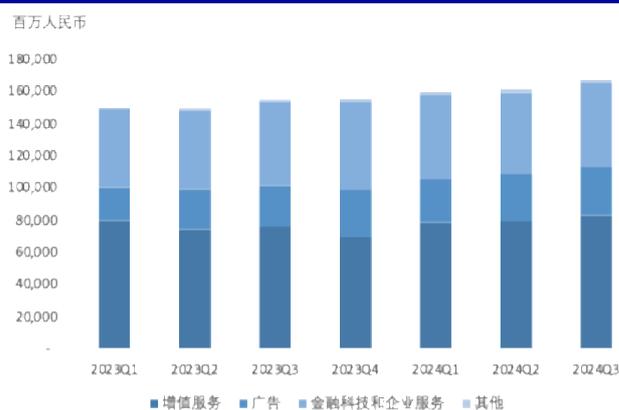
2024Q3 销售及市场推广开支同比增长 19% 至人民币 94 亿元，主要来自于对国内新游戏的推广力度增加和国际市场的销售及市场推广开支加大。Q3 销售开支占同期收入百分比为 6%，与去年同期相比略有增长。2024Q3 行政开支同比上升 11% 至人民币 291 亿元，占同期收入百分比为 17%。截至 2024Q3 结束，公司共拥有约 10.9 万名员工，同比增长 3%。2024Q3 研发费用为 179 亿元人民币，同比上升 9%。

图表 1: 公司收入结构



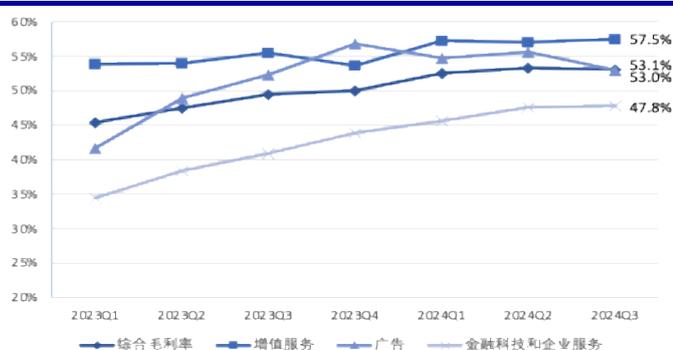
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 2: 公司季度收入增长 (百万元)



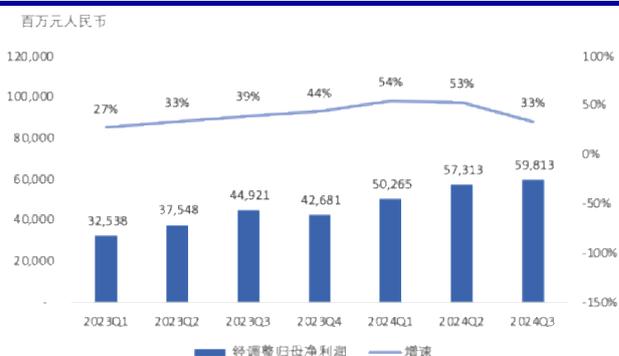
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 3: 公司毛利率水平



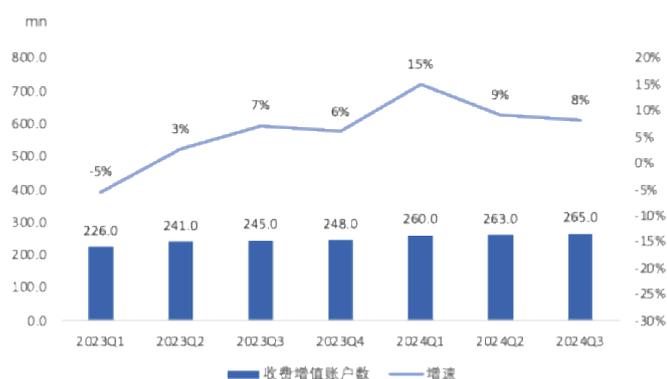
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图 4: 经调整归母净利润 (百万元)



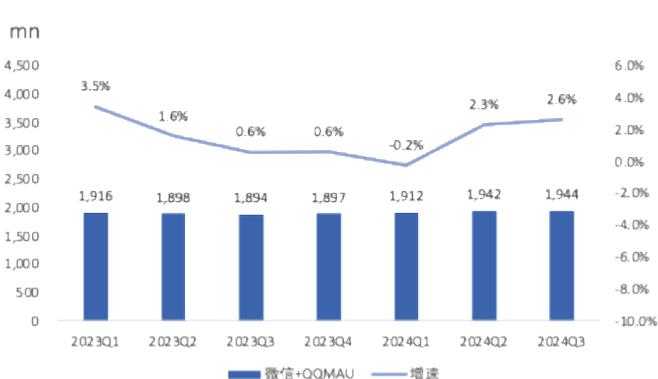
资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 5: 增值服务账户数 (百万)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

图表 6: 微信和 QQ MAU (百万)



资料来源: 公司资料, 第一上海整理

## 游戏业务未来重心将长青游戏的打造和运营

2024Q3 本土市场游戏收入为 327 亿元人民币，同比增长 14%，国际游戏收入为 133 亿元人民币，同比增长 9%，海外游戏本季度占公司游戏收入 18%。公司对全球游戏行业保持乐观，同时也持续积极寻求投资机会。

另一方面，公司坚持长青游戏策略。长青游戏指可以长期保持玩家活跃度和收入的游戏。长青游戏通常具备几个显著的特征：良好的社区互动、不断更新的内容和卓越的用户留存率。能够保持新元素添加、平衡游戏机制以及响应玩家反馈，是这些游戏能够长期运营的重要原因。

根据 24Q3 财报，腾讯把自营游戏主要分为三类：旗舰长青游戏、验证长期游戏和潜力长青游戏。

### 旗舰长青游戏

《王者荣耀》（HoK）：财报披露在第三季度恢复流水同比增长，得益于与腾讯动漫 IP《狐妖小红娘》合作的七夕主题活动，以及顶级武术主题服装。

未来会继续推出《王者荣耀世界》、《星之破晓》等衍生游戏。《王者荣耀世界》基于王者 IP，是一款使用虚幻 5 打造的开放世界 RPG 游戏，将登陆手机平台，还会面向全世界上线 PC 与主机，预计 25 年上线。《星之破晓》是一款基于《王者荣耀》IP 的格斗品类游戏，在今年 6 月已经开启内测。王者荣耀的跨生态 IP 也会持续发力，小说漫画、影视、衍生品，乃至线下空间都会基于王者的强大用户群更加一体化，为游戏提升 DAU 和黏性。

《和平精英》（Peacekeeper Elite）：在第三季度的流水同比增长了两位数百分比，持续近期的回弹，得益于《新世纪福音战士》动漫相关的道具和受中国水墨画启发的可升级服装的推动。

与王者荣耀持续做衍生游戏不同，和平精英则在主题和版本持续迭代，通过创新“地铁逃生”等新主题，“沙漠 3.0”等新地图为玩家提升游戏体验。同时，在电竞赛事端发力，首届职业联赛由 2019 年发起，2024 年 12 月 6 日和平精英的全球总决赛即将开启，逐渐成为有国民度的人气赛事。

### 其他长青游戏

《火影忍者》移动版（Naruto Mobile）：在第三季度的平均 DAU 达到了历史最高水平，超过 1000 万。改编自火影忍者动画游戏的玩法和新的忍者角色吸引了数百万新玩家。得益于赛季通行证的高付费用户渗透率，流水强劲增长。

《火影忍者》手游在未来几年内仍将继续运营，并且可能会推出更多新忍者角色。根据最新的信息，该游戏的版权将在 2025 年到期，但目前看来，游戏运营商魔方工作室并没有计划停止运营，反而可能会继续推出新的忍者角色和活动。

《VALORANT-无畏契约》：平均日活跃用户数（DAU）和流水达到了新高；在复苏的第三季度的 PC 市场占据了我们的 PC 游戏收入的大部分，成为游戏流水和收入贡献最大的 PC 游戏。中国团队 EDG 首次赢得全球《VALORANT》冠军赛，吸引了新玩家并推动了电竞主题商品的销量，也让季度平均 DAU 和流水创了新高。

腾讯曾在 23 年宣布为《无畏契约》投入十亿资金打出多赛道的全民电竞赛事，开启网吧、高校、平台、游戏四大赛道，共计十余个系列赛事。拳头游戏还将推出 Premier 功能，与次级联赛、挑战者联赛、国际联赛、大师赛、冠军赛等赛事一起，共同构建无畏契约冠军巡回赛事体系。

### 潜力长青游戏

《DNF Mobile》：在第三季度的所有手游中按流水排名第二。将为春节发布主要的内容更新，以增强用户参与度。而第四季度将是《DNF Mobile》的巩固期。我们将为春节发布一个主要的内容更新，旨在进一步增强用户参与度和货币化。

在 NEXON 的 24Q3 财报中，DNF 游戏收入整体增长了 142%，主要得益于 DNF 手游在中国的快速扩张。根据 QuestMobile 的报告，作为国内一代经典动作游戏 IP、在玩家构成上，预计 16% 的玩家年龄在 46 岁及以上，有较强的消费力和忠诚度。预计 2024Q4 和 2025Q1 将迎来新一轮爆发。

《Delta Force-三角洲行动》：由天美工作室开发的《三角洲行动》代表了腾讯首款多平台第一人称射击游戏，同时在移动和 PC 以及国内外市场同步发布。腾讯在 9 月份在中国推出了《三角洲行动》，这款游戏在平均使用时长、玩家留存率方面表现良好，拥有数百万的 DAU。腾讯增加了一个以内容为中心的活动模式，并将在未来几个月在国际市场上推出《Delta Force》。

《三角洲行动》自 2024 年 9 月 26 日在 PC 和移动平台正式上线以来，市场反响积极，展现出成为长青游戏的潜力。游戏上线首周注册用户数突破 2500 万，并在射击游戏品类上取得了显著的成绩。据第三方数据平台估计，其移动平台的收入约为 2 亿元人民币，按照移动和 PC 平台的收入比例为 1:1.5 预估，预测 10 月份全平台的收入可能达到约 5 亿元人民币。按照此收入规模，三角洲行动有很大潜力会成为未来的长青游戏。

## **腾讯电商：微信小店、视频号商业化展望**

### 微信小店

微信小店作为腾讯电商布局的重要新成员，在 2024 年 8 月宣布升级后，2024 年第三季度被首次写入腾讯财报。微信及 WeChat 合并月活账户数达到 13.82 亿，同比增长 3%。财报中提到，微信小店对微信电商闭环至关重要，并且腾讯正在围绕微信小店升级整个电商战略。

此外，腾讯高管在业绩电话会议上表示，对于微信小店的长期潜力感到非常兴奋，并希望通过整个微信生态来构建更大的电商基础。微信小店利用微信的社交互动、内容平台和支付能力，助力商家有效触达客户并推动销售转化。腾讯正在完善微信小店基础设施，提供更好的流量支持。

升级后的微信小店为消费者提供了订单跟踪、快速退货等更完善的购物体验。商家可获得简化的入驻流程、更低的准入门槛以及在多个微信场景中的流量支持，包括公众号、小程序、微信搜一搜和视频号等。

微信小店助手 App 已正式上线，为商家提供了更便捷的移动端管理工具，支持店铺管理、数据查看和客户服务等功能

在近期内，腾讯不会单纯追求短期增长目标，而是专注于打造完整的产品、功能和工具。一旦基础设施和相关功能全面到位，增长和规模扩展将会自然而然地实现。这种长期视角和全面改进的策略，将有助于腾讯在激烈的市场竞争中取得优势。

综上所述，微信小店在腾讯电商战略中扮演着越来越重要的角色，并且腾讯对微信小店的未来发展抱有很高的期望。随着微信小店基础设施的完善和生态的扩展，预计微信小店将在未来发挥更大的作用，为商家和消费者提供更好的交易体验。

### 微信视频号

微信视频号小店升级为微信小店后并不代表对视频号的重视度降低，而是为视频号提供更多支持和引流的空间。

腾讯视频作为公司推出的短视频平台，近年来发展迅猛，已经取得了显著的商业成果。

在 2024 年微信公开课，公开数据表明视频号消费人群以女性为主，占比约 78%。一线、新一线和二线城市消费占比约 60%，30-50 岁人群贡献了视频号 40% 的增量。品牌商家在视频号上的增长迅速，尤其是美妆、食品生鲜、服饰内衣等类目。达人经济也呈现出强劲的增长势头，尤其是知识和生活类主播。

商家和达人的增长来自公域和私域的联动，通过企微私域引流到视频号直播间，增加直播间公域流量的获取。

2023 年视频号带货规模同比大幅增长，2023 全年 GMV 接近 2022 年的 3 倍，供给数量增长 300%，订单数量增长超 244%，GPM（平均每千次展现下单总金额，衡量直播间卖货能力）超 900 元。在微信小店打通两万亿规模 GMV 小程序的加持下，预估视频号电商收入增长可期。

官方表明 2024 年，视频号将推出更多激励手段，从新手期、成长期和爆发期，每个阶段都有不同的政策扶持，并提供至少两倍的资源支持。

在广告收入方面，2024Q3 财报提及视频号收入健康增长。视频号广告内循环产品基本完善，包括原生信息流广告、互选广告以及视频号小任务。Q3 业绩会也给出了目前视频号广告加载率 3%-4% 的数据指引，加载率提升目标为行业水平的 2/3，约合 10% 左右。

腾讯的 AI 技术对视频号的贡献显著，通过神经网络和机器学习，强化内容推荐和用户定位优化，有效提升了用户停留时间、参与度和广告响应率，从而显著增强了视频号的收入。

在增长潜力方面，2024Q4 的视频号还有许多孵化板块存在一定程度的红利及增长潜力。微信互选广告，对标抖音巨量星图 and 小红书蒲公英，有过百亿的增长空间。微信图文“小绿书”，即微信在 2023 年内测推出的图文模式，与小红书笔记有着类似的排版方式，在图文种草也有大幅的增长空间。

图表 7：视频号生态



资料来源：腾讯广告和零一数科

## 目标价 540 港元，买入评级

综合分析，我们长期看好公司各项业务在未来的发展。持股公司估值采用公司披露的截至 2024 年 9 月 30 日的市值数据，并作 0.8 的折扣系数。收入和经营利润预测采用 2025 年的预测数据，计算得出目标价为 540 港元，较上一收盘价有 33.9% 的上升空间，维持买入评级。

图表 8：分部估值结果

2025	增值服务	广告业务	金融科技和企业服务	其他业务
收入 (百万)	340,668	138,665	230,886	8,363
预计经营利润率	37.2%	37.2%	27.9%	-10.6%
分部经营利润 (百万)	126,584	51,575	64,426	-888
经营利润 (百万)	241,698			
分部平均估值中枢	PE:10X	PE:10X	PS:10X	
估值结果	1,227,866	515,750	2,419,226	
核心业务总估值 (百万)	4,162,843			
SOTP调整系数		1.0		
调整后总估值 (百万)	4,162,843			
主要持股公司合计市值 (0.8折扣系数)				489,600
总估值 (百万)	4,652,443			
摊薄后股份数 (百万)	9,258			
每股目标价 (人民币)	503			
HKD/RMB	0.93			
每股目标价 (港元)	540.0			

资料来源：第一上海预测

## 附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析						
<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>												
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
收入	554,552	609,015	659,236	718,582	776,624	<b>盈利能力</b>						
毛利	238,746	293,109	348,998	385,841	419,877	毛利率 (%)	43.1%	48.1%	52.9%	53.7%	54.1%	
其他业务净额	8,006	4,701	8,538	12,782	12,981	EBITDA 利率 (%)	29.6%	35.2%	38.9%	39.3%	39.6%	
销售及管理费用	(135,925)	(137,736)	(146,904)	(156,925)	(166,198)	净利率 (%)	34.0%	19.4%	29.9%	32.2%	32.9%	
营运收入	110,827	160,074	210,633	241,698	266,660	<b>营运表现</b>						
财务开支	115,527	(4,550)	6,170	1,999	2,160	销售及管理费用/收入 (%)	24.5%	22.6%	22.3%	21.8%	21.4%	
联营公司等	(16,129)	5,800	22,094	25,869	27,959	实际税率 (%)	10.2%	26.8%	17.5%	14.2%	14.2%	
税前盈利	210,225	161,324	238,897	269,565	297,613	股息支付率 (%)	12.1%	27.9%	20.5%	20.0%	20.2%	
所得税	(21,516)	(43,276)	(41,822)	(38,152)	(42,122)	应收账款天数	78.0	84.6	81.6	76.7	71.7	
净利润	188,709	118,048	197,074	231,413	255,491	应付账款天数	187.0	191.3	208.1	217.9	209.2	
少数股东应占利润	466	2,832	2,977	3,228	3,564	<b>财务状况</b>						
本公司股东应占利润	188,243	115,216	194,097	228,185	251,927	总负债/总资产	0.50	0.45	0.41	0.38	0.35	
折旧及摊销	61,216	59,008	54,019	53,845	53,703	收入/净资产	0.71	0.70	0.64	0.59	0.55	
EBITDA	164,037	214,381	256,113	282,760	307,383	经营性现金流/收入	0.26	0.36	0.40	0.42	0.42	
<b>增长</b>						税前盈利对利息倍数	22.48	13.15	18.25	17.76	18.15	
总收入 (%)	-1.0%	9.8%	8.2%	9.0%	8.1%	<b>现金流量表</b>						
EBITDA (%)	-2.9%	30.7%	19.5%	10.4%	8.7%	<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						
							2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	
<b>资产负债表</b>	<百万人民币>, 财务年度截至<十二月三十一日>						<b>EBITDA</b>	164,037	214,381	256,113	282,760	307,383
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	净融资成本	0	0	0	0	0	
现金	156,739	172,320	339,276	536,498	754,819	营运资金变化	(18,472)	19,233	15,597	17,667	20,034	
应收账款	45,467	46,606	48,936	51,383	53,952	所得税	(27,669)	(34,729)	(41,822)	(38,152)	(42,122)	
存货	2,333	456	502	552	607	其他	28,195	23,077	36,802	40,650	43,933	
其他流动资产	361,450	299,064	299,064	299,064	299,064	<b>营运现金流</b>	146,091	221,962	266,690	302,925	329,228	
总流动资产	565,989	518,446	687,778	887,497	1,108,442	资本开支	(42,606)	(58,462)	(60,000)	(60,000)	(60,000)	
固定资产	53,978	53,232	53,040	52,900	52,798	其他投资活动	(62,265)	(66,699)	0	0	0	
无形资产	161,802	177,727	177,053	176,487	176,011	<b>投资活动现金流</b>	(104,871)	(125,161)	(60,000)	(60,000)	(60,000)	
长期投资	252,715	261,665	261,665	261,665	261,665	负债变化	21,785	19,193	0	0	0	
银行存款及其他	543,647	566,176	573,024	579,885	586,760	股本变化	995	1,070	0	0	0	
总资产	1,578,131	1,577,246	1,752,559	1,958,433	2,185,676	股息	22,867	32,147	39,734	45,703	50,907	
应付账款	45,467	46,606	48,936	51,383	53,952	其他融资活动	(105,600)	(134,983)	(79,468)	(91,405)	(101,814)	
短期银行借款	11,580	41,537	41,537	41,537	41,537	<b>融资活动现金流</b>	(59,953)	(82,573)	(39,734)	(45,703)	(50,907)	
其他短期负债	377,157	264,014	279,656	297,373	317,462	<b>现金变化</b>	(18,733)	14,228	166,956	197,222	218,321	
总短期负债	434,204	352,157	370,130	390,293	412,952	期初持有现金	167,966	156,739	172,320	339,276	536,498	
长期银行借款	5,574	8,781	8,781	8,781	8,781	汇兑变化	7,506	1,353	0	0	0	
其他负债	789,697	694,784	712,757	732,920	755,579	期末持有现金	156,739	172,320	339,276	536,498	754,819	
总负债	795,271	703,565	721,538	741,701	764,360							
少数股东权益	61,469	65,090	68,067	71,295	74,859							
股东权益	782,860	873,681	1,031,021	1,216,732	1,421,316							
每股账面值(摊薄)	81	91	110	131	154							
营运资产	131,785	166,289	317,648	497,203	695,491							

数据来源：公司资料、第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。