

心动有限公司 (2400 HK, 持有, 目标价: HK\$35.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$35.00 当前股价: HK\$32.30

股价上行/下行空间 +8%

52 周最高/最低价 (HK\$) 40.40/13.32

市值 (US\$mn) 2,039

当前发行数量(百万股) 491

三个月平均日交易额 (US\$mn) 18

流通盘占比 (%) 55

主要股东 (%)

黄一孟 34

戴云杰 11

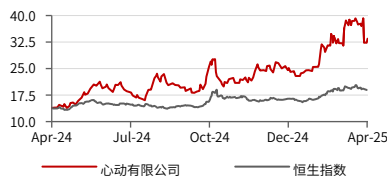
按 2025 年 3 月 31 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	持有	N/A
目标价 (HK\$)	35.00	20.00	75%
2025E EPS (RMB)	1.88	1.86	1%
2026E EPS (RMB)	2.10	1.95	8%
2027E EPS (RMB)	2.25	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%)

	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	5,040 (+3%)	5,109 (+15%)
EPS (RMB)	1.64 (+15%)	1.56 (+34%)

注: 所示市场预测来源于 Visible Alpha。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

2024 年回顾: 《出发吧麦芬》驱动公司盈利; 首次分派股息

• 得益于《出发吧麦芬》发行成功, 2025 年收入同比增长 48%、调整后净利率提升至 17.5% (对比 2023 年为-1.0%)。

• 我们依然担忧公司游戏储备数量单薄。

• 维持“持有”评级, 上调目标价至 35.00 港元 (15 倍 2025 年 P/E 加净现金)。

此港股通报告之英文版本于 2025 年 4 月 1 日下午 2 时 55 分由华兴证券(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。

心动公司 2024 年业绩表现强劲, 得益于《出发吧麦芬》的成功发行, 公司收入同比增长 48% 至 50 亿元人民币, 调整后净利率同比提升 18.5 个百分点至 17.5%。然而, 公司目前仅有两款储备游戏: 一是预计于 2Q25 发行的《伊瑟: 重启日》, 一是或将于 2026 年发行的《仙境传说手游》续作; 我们认为这让 2025 年及之后的增长前景蒙上阴影。我们认为心动公司当前的估值水平合理, 维持“持有”评级。

2024 年业绩回顾: 心动公司全年收入同比增长 48%, 其中游戏业务同比增长 64%、信息服务 (即 TapTap) 同比增长 22%。游戏业务 64% 的同比增幅 (净增 13 亿元) 的主要贡献源自《出发吧麦芬》, 我们预计这款游戏带来约 15 亿元收入; 而《香肠派对》、《仙境传说手游》等其他老游戏的收入同比下滑。于 2024 年 7 月发行的模拟游戏《心动小镇》虽首月下载量达 2,500 万次, 但之后的长线运营面临挑战。若心动公司能够在 2025 年通过持续更新内容激活休眠用户, 我们会将此视作收入与 TapTap 月活用户预测的潜在上行风险。TapTap 收入同比增长 22%, 得益于国内月活用户增长 23% 至 4,400 万。TapTap 平台在 2024 年不仅将 DeepSeek 整合至其问答模块, 还加大了对小游戏和 PC 游戏的支持。

对产品线单薄的顾虑犹存: 在 2023 年发行三款游戏、2024 年发行两款游戏之后, 公司目前的产品储备不足, 仅有一款游戏计划于 2025 年上线, 另一款则要等到 2026 年。根据公司披露, 2024 年末研发人员数量为 724 人, 低于 2022 年的 854 人和 2023 年的 741 人, 表明可投入到新项目开发的资源有限。基于此, 我们预计 2025 年公司游戏收入同比下滑 2%。由于新发行游戏数量减少, 我们预测 2025 年销售及营销费用将同比缩减 5%。结合 TapTap 收入同比增长 16% 的预测, 我们认为这些因素将共同推动 2025 年公司调整后净利润实现 2% 的同比增幅。

股东回报: 心动公司在 2024 年清偿了所有未偿付可转债, 同时实现留存收益由负转正。公司首次宣布派发每股 0.40 港元的股利 (派息率为 23%)。截至 2024 年末, 公司净现金储备达 29 亿元人民币。

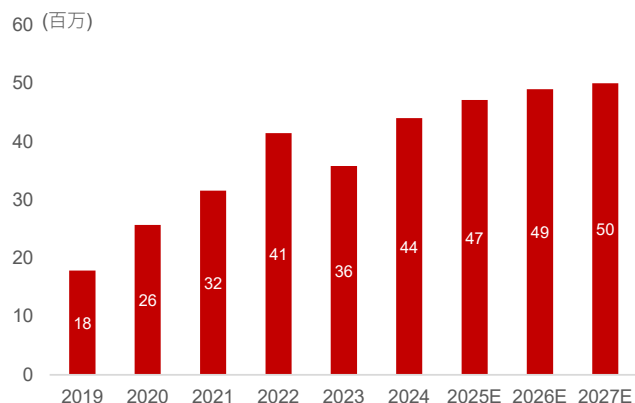
维持“持有”评级, 上调目标价至 35.00 港元。基于游戏收入下滑, 我们将 2025/26 年收入下调 6%/9%, 并考虑到新发游戏数量减少带来销售及营销费用下降, 我们对 2025/26 年调整后净利润预测分别上调 2%/下调 1%。基于 15 倍的 2025 年预期 P/E (之前为 10 倍) 外加净现金, 我们将目标价从之前的 20.00 港元上调至 35.00 港元。以上目标倍数与游戏同业公司平均估值一致 (16 倍 2025 年 P/E), 但高于在线媒体同业公司均值 (9 倍)。**风险提示:** 上行风险--《心动小镇》长线运营优于预期; 《仙境传说手游》续作发行成功。下行风险--新游戏长线运营不及预期; 销售及营销费用增长; 老手游收入加速下降。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	3,389	5,012	5,206	5,871	6,376
归母净利润 (RMBmn)	(34)	877	896	998	1,072
每股收益 (RMB)	(0.07)	1.85	1.88	2.10	2.25
市盈率 (x)	N/A	9.2	16.0	14.4	13.4
市销率 (x)	4.4	3.0	2.8	2.5	2.3

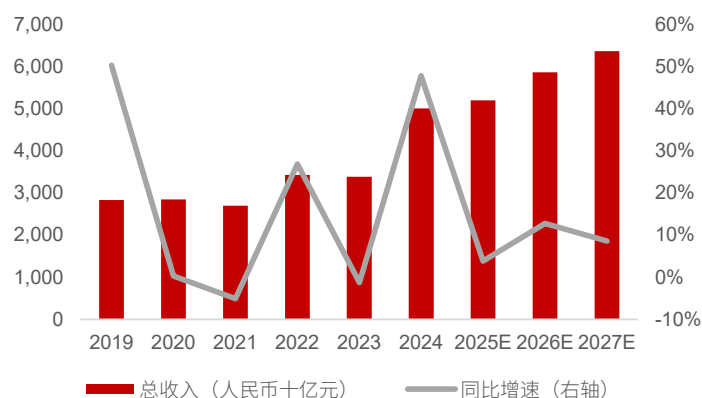
注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。归母净利润和 EPS 按非 IFRS 准则。资料来源: 彭博, 华兴证券(香港)预测

图表 1: 心动公司—TapTap 月活用户数



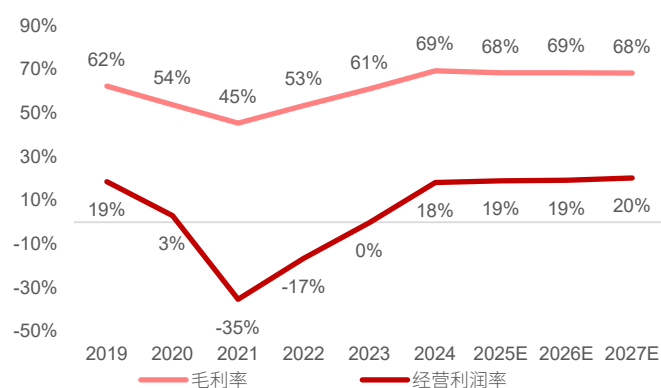
资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

图表 2: 心动公司—总收入及同比增速



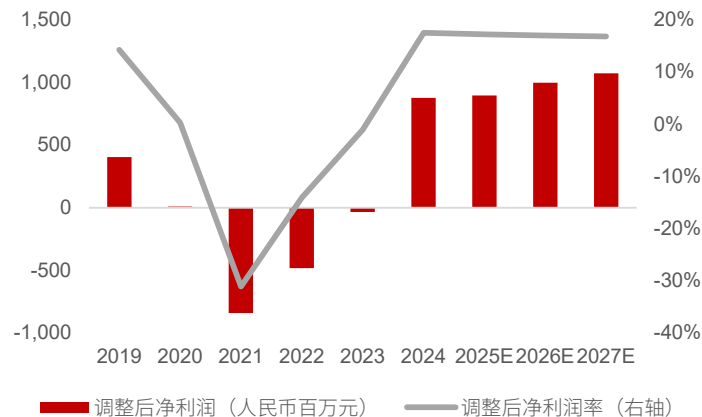
资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

图表 3: 心动公司—毛利率及经营利润率



资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

图表 4: 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 5: 心动公司—2024 业绩回顾

(人民币百万元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	YoY	盈利预警 区间
收入	2,838	2,848	2,703	3,431	3,389	5,012	47.9%	4,960 - 5,040
- 游戏	2,379	2,332	2,011	2,453	2,092	3,434		
- 信息服务	460	516	692	978	1,297	1,578		
毛利润	1,772	1,532	1,226	1,835	2,068	3,479	68.2%	
毛利润率	62.4%	53.8%	45.4%	53.5%	61.0%	69.4%	8.4ppt	
- 研发费用	(318)	(658)	(1,242)	(1,284)	(1,016)	(919)		
- 销售及营销费用	(745)	(633)	(780)	(923)	(865)	(1,397)		
- 一般及行政费用	(203)	(180)	(235)	(234)	(225)	(267)		
经营利润 (IFRS)	529	88	(956)	(568)	(5)	915	NM	
经营利润率	18.6%	3.1%	-35.3%	-16.6%	-0.2%	18.3%	18.4ppt	
净利润 (IFRS)	513	56	(917)	(574)	(65)	890	NM	860 - 940
归母净利润 (IFRS)	347	9	(864)	(553)	(83)	812	NM	
调整后净利润 (Non-IFRS)	405	9	(840)	(482)	(34)	877	NM	
调整后净利率 (Non-IFRS)	14.3%	0.3%	-31.1%	-14.1%	-1.0%	17.5%	18.5ppt	
调整后摊薄每股收益 (元, Non-IFRS)	1.14	0.02	(1.81)	(1.02)	(0.07)	1.85	NM	

资料来源: 公司公告

预测调整

基于对预期游戏收入的下调,我们将 2025/2026 年的收入预测分别下调 6%/9%;同时考虑到新游戏发行数量减少会相应减少销售及营销费用,我们将同期调整后净利润预测分别上调 2%/下调 1%。我们也在本报告中引入 2027 年的业绩预测。

图表 6: 心动公司—预测调整

(人民币百万元)	现值			原值			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
总收入净值	5,206	5,871	6,376	5,712	6,080		-9%	-3%	
同比变化%	3.9%	12.8%	8.6%	15.7%	6.4%				
毛利润	3,563	4,024	4,359	3,874	4,127		-8%	-2%	
毛利润率	68.4%	68.5%	68.4%	67.8%	67.9%		0.6ppt	0.7ppt	
研发费用	-975	-1,025	-1,075	-1,000	-1,100		-3%	-7%	
销售及营销费用	-1,328	-1,585	-1,690	-1,657	-1,702		-20%	-7%	
一般及行政费用	-290	-310	-330	-288	-313		1%	-1%	
营业利润 (IFRS)	991	1,128	1,295	950	1,036		4%	9%	
经营利润率	19.0%	19.2%	20.3%	16.6%	17.0%		2.4ppt	2.2ppt	
净利润 (IFRS)	836	938	1,012	820	861		2%	9%	
同比变化%	NM	12%	8%	39%	5%				
净利率 (IFRS)	16.1%	16.0%	15.9%	14.3%	14.2%		1.7ppt	1.8ppt	
调整后净利润(Non-IFRS)	896	998	1,072	880	921		2%	8%	
同比变化%	NM	11%	7%	37%	5%				
调整后净利率(Non-IFRS)	17.2%	17.0%	16.8%	15.4%	15.1%		1.8ppt	1.9ppt	
调整后摊薄每股收益 (元, Non-IFRS)	1.88	2.10	2.25	1.86	1.95		1%	8%	
同比变化%	NM	11%	7%	37%	5%				

资料来源: 华兴证券 (香港) 预测

估值

因公司开始派发股息，我们将目标股价上调至 35.00 港元，基于 15 倍 2025 年预期 P/E（此前为 10 倍）加净现金计算得出。我们提高目标估值倍数以反映心动公司盈利能力的可持续性。我们的目标倍数与游戏同业公司均值（16 倍 2025 年预期 P/E）持平，但高于在线媒体同业公司平均水平（9 倍）（图表 8），这反映了 TapTap 游戏社区与自研游戏开发业务之间的协同效应。

根据我们的预测调整，我们将心动公司的目标股价从 20.00 港元上调至 35.00 港元。由于我们仍然对心动公司储备游戏单薄心存顾虑，我们认为公司的股票估值为合理水平，并维持“持有”评级。

图表 7：心动公司—P/E 估值

P/E 估值	2025E
调整后净利润（人民币百万元）	896
P/E 目标倍数	15x
P/E 估值（人民币百万元）	13,437
加项：扣除 20%控股折扣后的净现金（人民币百万元）	2,328
集团估值（人民币百万元）	15,766
集团估值（百万港元）	16,708
目标价（港元/股）	35.00
- 经营费用	30.00
- 净现金	5.00
假设	
摊薄股份数（百万）	482
港币兑人民币汇率	0.94

资料来源：华兴证券（香港）预测

图表 8：心动公司--估值对比

股票代码	公司名称	评级	交易		市值 (十亿美元)	EPS (列报货币)			P/E (x)		
			币种	收盘价		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
2400 HK	心动公司	持有	港币	32.30	2.0	1.83	1.88	2.10	16.5	16.0	14.4
在线游戏											
700 HK	** 腾讯控股	买入	港币	497.00	587.8	23.51	25.77	29.03	19.7	18.0	16.0
NTES US	网易	买入	美元	102.92	66.4	51.85	56.97	64.31	14.4	13.1	11.6
均值									17.1	15.5	13.8
在线媒体											
BIDU US	* 百度	买入	美元	92.03	31.6	76.85	69.18	78.65	8.7	9.7	8.5
ATHM US	汽车之家	未覆盖	美元	27.72	3.4	16.85	15.79	16.25	11.9	12.7	12.4
WB US	* 微博	持有	美元	9.47	2.3	1.82	1.88	1.99	5.2	5.0	4.8
IQ US	* 爱奇艺	持有	美元	2.26	2.2	1.56	1.90	2.37	10.5	8.6	6.9
均值									9.1	9.0	8.1

注：收盘价截至 2025 年 3 月 31 日。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

上行风险包括：

- **《心动小镇》长线运营优于预期。**如果《心动小镇》能够通过持续更新内容和有效运营维持热度，这将提升游戏收入和 TapTap 的流量增长与广告收入。
- **《仙境传说手游》续作成功发行。**我们预测《仙境传说手游》续作产生的热度有限（因为当前的新游戏玩家对此 IP 熟悉度低）；如果发行后的表现超出预期，则可能对我们的游戏收入预测带来上行风险。

下行风险包括：

- **新手游长线运营不及预期。**心动公司近一年发行了数款新游戏，若这些新游戏的长线运营情况不及预期，则会负面影响对该股票以及心动公司的收入增长。
- **销售和营销费用增长损害盈利能力。**将游戏引入日韩市场可能会让心动公司承受更高的销售和营销支出，但 ROI 可能不及国内市场，如此或会损害其盈利能力。
- **老游戏收入降速超过预期。**若老手游（即《仙境传说手游》、《不休的乌拉拉》和《香肠派对》）的收入降速超预期，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)	2024A	2025E	2026E	2027E
游戏	3,434	3,368	3,861	4,240
信息服务	1,578	1,838	2,010	2,136
营业收入	5,012	5,206	5,871	6,376
营业成本	(1,534)	(1,643)	(1,847)	(2,017)
毛利润	3,479	3,563	4,024	4,359
管理及销售费用	(2,584)	(2,593)	(2,920)	(3,095)
其中：研发支出	(919)	(975)	(1,025)	(1,075)
其中：市场营销支出	(1,397)	(1,328)	(1,585)	(1,690)
其中：管理支出	(267)	(290)	(310)	(330)
息税前利润	915	991	1,128	1,295
息税折旧及摊销前利润	1,057	1,183	1,370	1,586
利息收入	38	30	30	30
利息支出	(24)	(25)	(25)	(25)
税前利润	935	1,011	1,148	1,315
所得税	(45)	(90)	(115)	(197)
净利润	812	836	938	1,012
调整后息税前利润	974	1,051	1,188	1,355
调整后息税折旧及摊销前利润	1,117	1,243	1,430	1,646
调整后净利润	877	896	998	1,072
基本每股收益 (RMB)	1.71	1.76	1.97	2.12
稀释每股调整收益 (RMB)	1.85	1.88	2.10	2.25

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,028	3,762	4,692	5,743
货币资金	2,498	3,211	4,071	5,068
应收账款	424	441	497	540
存货	0	0	0	0
其他流动资产	106	110	124	135
非流动资产	854	962	1,020	1,029
固定资产	134	202	247	269
无形资产	301	341	354	340
商誉	0	0	0	0
其他	229	229	229	229
资产	3,882	4,724	5,712	6,772
流动负债	905	944	1,016	1,077
短期借款	0	0	0	0
预收账款	53	53	53	53
应付账款	546	585	658	718
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	159	159	159	159
负债	1,063	1,102	1,175	1,235
股份	0	0	0	0
资本公积	7,036	7,036	7,036	7,036
未分配利润	(25)	633	1,394	2,228
归属于母公司所有者权益	2,818	3,622	4,537	5,536
少数股东权益	239	324	419	524
负债及所有者权益	3,882	4,724	5,712	6,772

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	812	836	938	1,012
折旧摊销	143	192	242	291
利息（收入）/支出	0	0	0	0
其他非现金科目	59	60	60	60
其他	0	0	0	0
营运资本变动	(96)	18	2	7
经营活动产生的现金流量	996	1,191	1,338	1,475
资本支出	(150)	(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	(150)	(150)	(150)	(150)
投资活动产生的现金流量	(300)	(300)	(300)	(300)
股利支出	0	(178)	(178)	(178)
债务筹集（偿还）	0	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(1,553)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(1,553)	(178)	(178)	(178)
现金及现金等价物净增加额	(857)	714	860	997
自由现金流	846	1,041	1,188	1,325

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
TapTap 中国版月活用户（百万）	44	47	49	50

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	47.9	3.9	12.8	8.6
毛利润	68.2	2.4	12.9	8.3
息税折旧及摊销前利润	658.3	11.9	15.8	15.7
调整后息税折旧及摊销前利润	485.2	11.3	15.1	15.1
净利润	1,077.3	3.0	12.3	7.9
调整后净利润	2,670.0	2.2	11.5	7.4
稀释每股调整收益	1,072.7	2.8	12.0	7.7
调整后稀释每股调整收益	2,657.9	2.0	11.2	7.2
盈利率 (%)				
毛利率	69.4	68.4	68.5	68.4
息税折旧摊销前利润率	21.1	22.7	23.3	24.9
调整后息税折旧摊销前利润率	22.3	23.9	24.4	25.8
息税前利润率	18.3	19.0	19.2	20.3
调整后息税前利润率	19.4	20.2	20.2	21.2
净利率	16.2	16.1	16.0	15.9
调整后净利率	17.5	17.2	17.0	16.8
净资产收益率	28.8	23.1	20.7	18.3
总资产收益率	20.9	17.7	16.4	15.0
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.3	4.0	4.6	5.3
速动比率	3.3	4.0	4.6	5.3
估值比率 (x)				
市盈率	9.2	16.0	14.4	13.4
市净率	2.9	4.0	3.2	2.6
市销率	3.0	2.8	2.5	2.3
企业价值倍数	7.7	9.0	7.2	5.7
调整后企业价值倍数	7.7	9.0	7.2	5.7

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

附录

分析师声明

本人张译文（CFA 持证人）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表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（包括华兴资本的其它部门人员）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（以下简称为“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《证券基金经营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《证券基金经营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