

# 公司報告

## Roblox (RBLX US)

### 推出IP授權計劃提升用戶參與度

■ Roblox推出IP授權計劃，旨在將更多全球知名IP引入其遊戲生態系統，力圖佔據全球遊戲市場10%的份額

■ 《Grow a Garden》保持強勁趨勢，日活躍用戶達200萬；《Grow a Brainrot》日活躍用戶接近100萬，展現了Roblox用戶創作內容平台持續產出熱門遊戲的能力

■ 增持，目標價上調：全球消費級SaaS企業，具備強勁競爭護城河、規模領先優勢，並擁有穩健的營收與利潤增長前景

### 新的IP授權計劃將引入更多全球知名IP

Roblox正式推出全新IP授權平台，簡化創作者申請使用IP的流程，免去傳統IP遊戲開發中冗長的談判環節。首批合作夥伴包括世嘉(Seга)、Netflix、獅門影業(Lionsgate)和講談社(Kodansha)，未來幾個月還計劃引入更多IP(鏈接)。世嘉(Seга)將《如龍》(Like A Dragon)系列開放授權，Netflix則提供熱門劇集《魷魚遊戲》和《怪奇物語》(Stranger Things)。Roblox的新授權計劃通過自助式平台簡化了創作者獲取IP的流程，使合作方如Netflix和Seга能靈活設定授權條款(例如收益分成、用戶門檻)，同時也讓《怪奇物語》和《如龍》等知名IP向更廣泛的開發者群體開放。更重要的是，此舉旨在進一步提升Roblox平台對其不斷增長且日益多元化用戶群的吸引力。Roblox表示，該項舉措有助於其實現全球遊戲內容收入佔比10%的目標。

### 二季度財務展望積極

我們預計Roblox 25年二季度營收將超出指引，主要受《Grow a Garden》的強勁表現推動，營收同比增長達21.5%，遠高於公司指引中值的16%。《Grow a Garden》在7月仍保持強勁的用戶趨勢。更重要的是，我們認為這款爆款遊戲正在吸引新玩家，並提升整個平台的用戶參與度和使用時長(例如《Steal a Brainrot》同時在線用戶約達85萬人)。這進一步體現了Roblox平台有能力持續推出熱門遊戲。公司正通過穩定的開發者分成機制、規模效應帶來的成本下降，以及高效的支出管理來提升盈利能力，從而推動調整後EBITDA和淨利潤率的上升，同時改善運營現金流和自由現金流表現。

### 長期增長潛力驅動股價上揚

儘管短期估值相對較高，目前25財年市銷率為17倍，但我們認為Roblox的股價上漲仍由其長期增長潛力驅動，尤其是公司力圖實現全球遊戲市場10%份額的目標(相當於24年營收的3倍以上)。我們略微上調了業績預測，並將Roblox的目標價提升至143美元，基於2024-26年複合增長率，對應26財年預估市銷增長倍數(PSG)0.9倍，接近同行業上限(如Netflix、EA)。該估值隱含25/26財年市銷率分別為18倍和15倍。主要風險：1) 宏觀；2) 競爭；3) 監管。

### 盈利預測及估值

百萬美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,799	3,602	4,488	5,493	6,685
同比增長	25.8%	28.7%	24.6%	22.4%	21.7%
核心營業利潤	-391	-48	164	319	703
調整後EBITDA	-171	180	397	582	992
同比增長	n.a.	n.a.	120.4%	46.5%	70.5%
核心每股盈利(美元)	-0.5	0.1	0.5	0.6	1.2
非GAAP市盈率(倍)	n.a.	423	192	131	77
市銷率(倍)	27.3	21.2	17.0	13.9	11.4

注：截至2025年7月16日的收盤價；資料來源：彭博、公司、招商證券(香港)預測

王騰杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

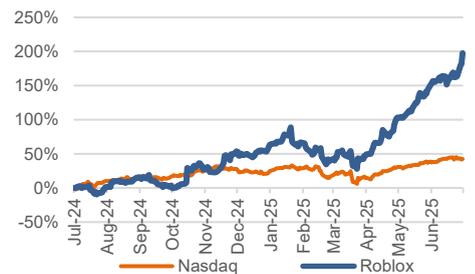
### 最新變動

公司更新

### 增持

前次評級	增持
股價(2025年7月16日)	119美元
12個月目標價(上漲/下跌空間)	143美元(+20%)
前次目標價	125美元

### 股價表現



資料來源：彭博

%	1m	6m	12m
RBLX US	17.7	81.6	197.6
納斯達克指數	3.6	13.7	42.5

### 行業：TMT

納斯達克指數(2025年7月16日) 20730

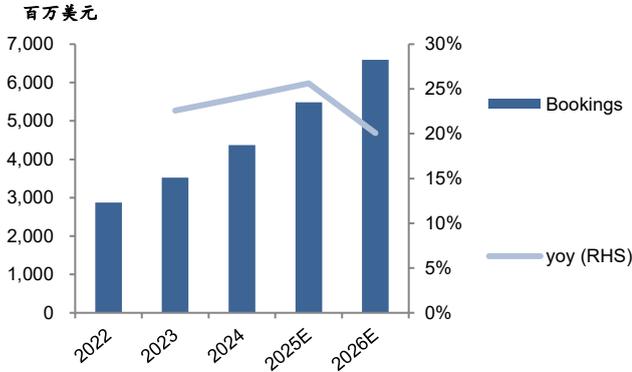
### 重要數據

52周股價區間(美元/港元)	35.3-119.02
市值(十億美元)	68.3
日均成交量(百萬股)	866
主要股東	
David Baszucki	9.6%
自由流通量	90.4%

資料來源：彭博、招商證券(香港)

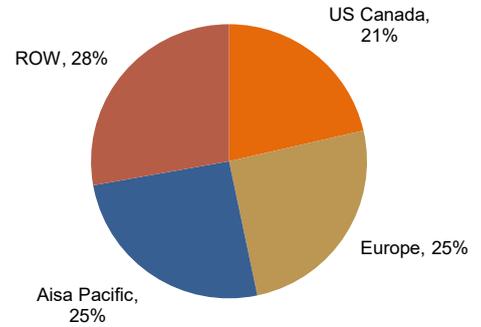
重点图表

图1: 预订收入增长强劲



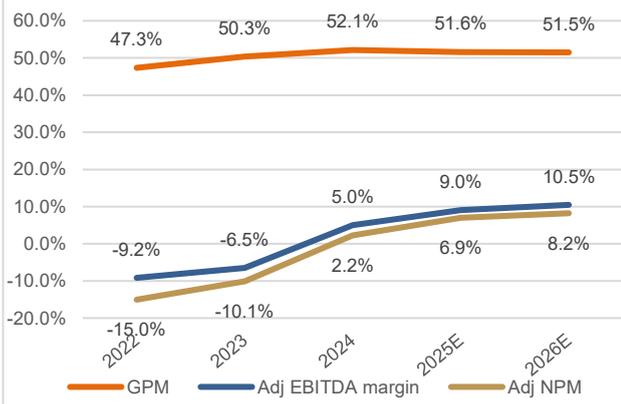
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图2: 预订收入地域分布多元化 (2024年数据)



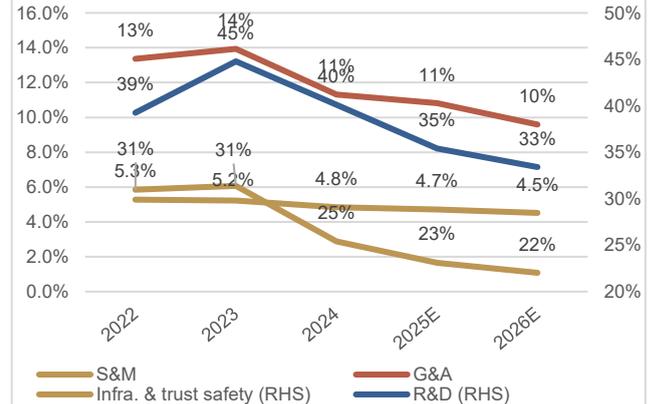
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图3: 利润率持续上升



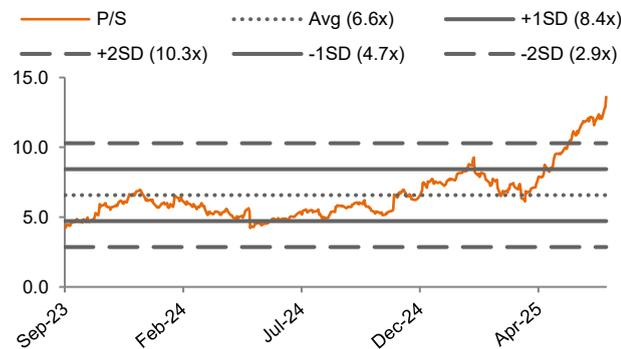
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图4: 主要经营费用占收入百分比呈下降趋势



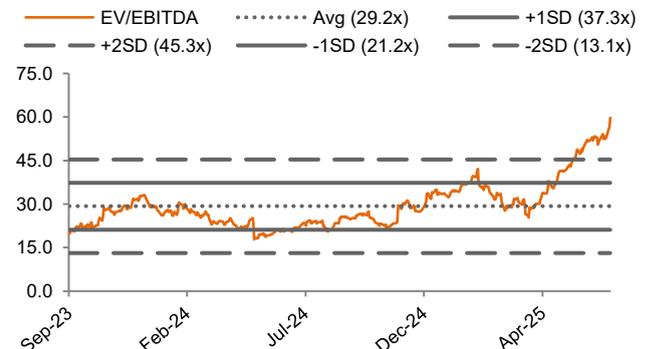
资料来源: 公司、招商证券(香港)预测

图5: 市销率



资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测

图6: EV/EBITDA



资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)预测

图7: Roblox推出新授权平台, 简化热门IP引进

# Roblox Launches New Licensing Platform For Experiences

Unlocking Licensing at Scale For Roblox Creators and IP Holders

## Licenses

Start building with popular intellectual property and creative works. Learn more



资料来源: Roblox、招商证券 (香港)

图8: 近月《Grow a Garden》和《Steal a Brainrot》成为超热门游戏

### Top 100 by Earning

Total earnings in the last 30 days.

1. **Grow a Garden**  
▶ 2.0M 📈 93%
2. **Steal a Brainrot**  
▶ 875.0K 📈 91%
3. **RIVALS**  
▶ 94.2K 📈 95%
4. **Blox Fruits**  
▶ 186.9K 📈 92%
5. **Brookhaven RP**

### Top 100 by Engagement

Total playtime in the last 30 days.

1. **Grow a Garden**  
▶ 2.0M 📈 93%
2. **Steal a Brainrot**  
▶ 875.0K 📈 91%
3. **Brookhaven RP**  
▶ 666.0K 📈 86%
4. **99 Nights in the Forest [FURNITURE]**  
▶ 557.0K 📈 92%

### Top 100 by Playing

Games with the most players right now.

1. **Grow a Garden**  
▶ 2.0M 📈 93%
2. **Steal a Brainrot**  
▶ 875.0K 📈 91%
3. **Brookhaven RP**  
▶ 666.0K 📈 86%
4. **99 Nights in the Forest [FURNITURE]**  
▶ 557.0K 📈 92%

### Top 100 by RPV

Games with highest revenue per visit in last 7 days.

1. **Pet Warriors**  
▶ 456 📈 93%
2. **Age of Honor [SPIKED GAUNTLETS]**  
▶ 2.4K 📈 85%
3. **[UPDATE 1] Grimoires Legacy**  
▶ 1.4K 📈 92%
4. **Rogueblox [RELEASE]**  
▶ 18.6K 📈 57%

## **Grow a Garden**

**Creator:** The Garden Game  
**Genre:** All  
**CCUs:** 1.98M  
**Like ratio:** 93.39%

[View on Roblox](#) [Add to list](#)

**Description**

🍅 Welcome to Grow a Garden 🍅

Are you ready to grow your very own garden? Buy seeds from the shop, profits! Flex fruits and finds on friends, and have fun!

👇 View More

Past	Avg. CCU	Visits	Avg. Session Length
7 days	2.95M <span style="color: green;">+14.47%</span>	16.21B <span style="color: green;">+16.69%</span>	18.83 minutes <span style="color: green;">+9.29%</span>
28 days	2.74M <span style="color: green;">+23.40%</span>	12.86B <span style="color: green;">+168.89%</span>	21.03 minutes <span style="color: green;">+26.80%</span>
91 days	1.46M <span style="color: green;">+3,801.44%</span>	4.29B <span style="color: green;">+34,393.31%</span>	18.24 minutes <span style="color: green;">+13.48%</span>
364 days	1.21M	3.54B	18.02 minutes

资料来源: 公司、招商证券 (香港)

图9: Roblox预测摘要

12月31日年结	2024	2025E	2026E	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E
<b>百万美元</b>									
预订收入	4,369	5,473	6,562	1,129	1,362	1,207	1,242	1,366	1,659
收入	3,602	4,488	5,493	919	988	1,035	1,085	1,157	1,211
毛利/ (亏损)	1,878	2,314	2,829	482	489	529	570	622	593
经营利润/ (亏损)	-1,063	-1,009	-990	-279	-244	-255	-242	-236	-277
调整后 EBITDA	179	406	575	55	65	58	114	153	81
归属于普通股股东的净收入/ (亏损)	-935	-861	-858	-239	-220	-215	-206	-199	-241
非 GAAP 净利润	80	312	451	26	39	44	91	124	54
<b>同比增长 (%)</b>									
预订收入	24%	25%	20%	34%	21%	31%	30%	21%	22%
收入	29%	25%	22%	29%	32%	29%	21%	26%	23%
毛利/ (亏损)	33%	23%	22%	27%	37%	26%	17%	29%	21%
经营利润/ (亏损)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
调整后 EBITDA	NM	127%	42%	NM	NM	NM	71%	179%	23%
归属于普通股股东的净收入/ (亏损)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
非 GAAP 净利润	NM	288%	45%	NM	NM	NM	97%	378%	39%
收入/预订收入 (抽成率)	82%	82%	84%	81%	73%	86%	87%	85%	73%
<b>占收入百分比</b>									
毛利/ (亏损)	52%	52%	52%	52%	49%	51%	53%	54%	49%
经营利润/ (亏损)	-30%	-22%	-18%	-30%	-25%	-25%	-22%	-20%	-23%
调整后 EBITDA	5%	9%	10%	6%	7%	6%	11%	13%	7%
归属于普通股股东的净收入/ (亏损)	-26%	-19%	-16%	-26%	-22%	-21%	-19%	-17%	-20%
非 GAAP 净利润	2%	7%	8%	3%	4%	4%	8%	11%	4%

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

估值对比

公司名称	股票代码	货币	招证 评级	股价 (本币)	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA		市盈率		市销率		收入 CAGR 24-26	EBITDA A CAGR 24-26	净利润 CAGR 24-26	ROAE 2025	ROAA 2025	净债务/ 市值 2025	EV/EBITDA -to-G	PSG	PEG
						2025	2026	2025	2026	2025	2026									
<b>Roblox</b>	<b>RBLX</b>	<b>美元</b>	<b>增持</b>	<b>106</b>	<b>85</b>	<b>72</b>	<b>52</b>	<b>-94</b>	<b>-144</b>	<b>19.0</b>	<b>15.6</b>	<b>22%</b>	<b>35%</b>	<b>NA</b>	<b>-223%</b>	<b>-6%</b>	<b>-883%</b>	<b>1.8</b>	<b>0.71</b>	<b>NA</b>
<b>在线游戏</b>																				
Tencent	700 HK	港元	增持	497	549	14	12	20	18	6.0	5.5	10%	13%	10%	22%	13%	-5%	1.0	0.56	2.0
NetEase	NTES	美元	增持	128	84	11	10	2	2	5.3	5.0	8%	13%	11%	24%	18%	-96%	0.8	0.62	0.2
SEA	SE	美元	未评级	148	95	26	19	53	34	4.6	3.9	21%	55%	149%	18%	7%	-71%	0.4	0.18	0.3
Microsoft	MSFT	美元	未评级	503	3,757	22	19	30	26	12.6	11.0	14%	16%	17%	32%	18%	-15%	1.3	0.79	1.7
Take-Two	TTWO	美元	未评级	234	44	68	27	90	31	7.3	5.1	24%	46%	NA	14%	4%	93%	1.0	0.21	NA
Electronic Arts	EA	美元	未评级	149	38	14	13	18	17	5.0	4.6	5%	6%	9%	29%	15%	-16%	2.3	0.88	2.0
<b>均值</b>						<b>18</b>	<b>16</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>5.6</b>	<b>5.0</b>	<b>12%</b>	<b>14%</b>	<b>11%</b>	<b>23%</b>	<b>14%</b>	<b>-15%</b>	<b>1.0</b>	<b>0.6</b>	<b>1.7</b>
<b>社交</b>																				
Meta	META	美元	增持	718	1,749	16	14	27	24	9.7	8.5	14%	12%	8%	33%	23%	-14%	1.2	0.62	3.2
Pinterest	PINS	美元	未评级	35	24	18	15	58	41	6.0	5.3	14%	20%	-44%	24%	22%	-57%	0.8	0.38	-1.1
Reddit	RDDT	美元	未评级	146	27	40	27	105	54	15.8	12.7	35%	75%	NA	21%	19%	-97%	0.4	0.36	NA
Snap	SNAP	美元	未评级	9	17	33	22	-23	-30	2.9	2.7	10%	24%	-11%	17%	5%	25%	1.1	0.26	2.3
Tencent	700 HK	港元	增持	497	549	14	12	20	18	6.0	5.5	10%	13%	10%	22%	13%	-5%	1.0	0.56	2.0
<b>均值</b>						<b>18</b>	<b>15</b>	<b>27</b>	<b>24</b>	<b>6.0</b>	<b>5.5</b>	<b>14%</b>	<b>20%</b>	<b>-2%</b>	<b>22%</b>	<b>19%</b>	<b>-14%</b>	<b>1.0</b>	<b>0.4</b>	<b>2.2</b>
<b>全球消费者 SAAS</b>																				
Duolingo	DUOL	美元	增持	371	16	57	40	111	72	17.9	14.3	30%	43%	60%	32%	20%	-120%	1.1	0.48	1.5
Roblox	RBLX	美元	增持	106	85	72	52	-94	-144	15.3	13.0	22%	35%	NA	-223%	-6%	-883%	1.8	0.59	NA
Netflix	NFLX	美元	增持	1,245	528	39	32	48	40	12.2	10.6	13%	24%	24%	43%	21%	30%	1.5	0.79	1.8
Spotify	SPOT	美元	增持	709	144	46	33	76	48	7.2	6.3	15%	41%	52%	24%	12%	-129%	1.0	0.43	1.2
DoorDash	DASH	美元	增持	240	98	35	26	44	31	8.1	6.8	20%	38%	47%	24%	15%	-76%	0.8	0.34	0.8
<b>均值</b>						<b>46</b>	<b>33</b>	<b>48</b>	<b>40</b>	<b>12.2</b>	<b>10.6</b>	<b>20%</b>	<b>38%</b>	<b>49%</b>	<b>24%</b>	<b>15%</b>	<b>-120%</b>	<b>1.1</b>	<b>0.5</b>	<b>1.4</b>

注：股价采用2025年7月16日收市价(所有市场)；未评级公司的未来预测是基于市场共识；资料来源：彭博、Visible Alpha、公司、招商证券(香港)预测；PSG/PEG估值基于2026财年倍数及2024-2026年复合年均增长率。

## 财务预测表

### 资产负债表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
现金及等价物、短期投资	2,193	712	1,345	1,975	2,715
应收账款—扣除备抵后净额	506	615	763	934	1,136
预付款项及其他流动资产	75	75	90	109	130
递延收入成本, 流动部分	502	628	817	1,062	1,380
<b>流动资产总额</b>	<b>3,275</b>	<b>2,030</b>	<b>3,015</b>	<b>4,079</b>	<b>5,362</b>
长期投资	1,043	1,610	1,691	1,775	1,864
物业及设备—净额	695	660	712	785	879
经营租赁使用权资产	665	666	699	734	771
递延收入成本, 长期部分	283	322	386	463	556
其他资产	-3,070	-143	-3,446	-4,578	-5,950
<b>资产总额</b>	<b>6,168</b>	<b>7,175</b>	<b>6,073</b>	<b>7,338</b>	<b>8,844</b>
应付账款及应付费用	331	43	53	65	79
开发者交换负债	315	340	357	374	393
递延收入—流动部分	2,406	3,005	3,305	4,396	5,715
<b>流动负债总额</b>	<b>3,052</b>	<b>3,387</b>	<b>3,715</b>	<b>4,836</b>	<b>6,188</b>
递延收入—扣除流动部分后净额	1,373	1,567	1,006	1,006	1,006
经营租赁负债	647	670	-1,639	-2,691	-3,969
长期债务, 净额	1,005	1,006	1,006	1,006	1,006
其他长期负债	22	60	63	66	69
<b>负债总额</b>	<b>6,099</b>	<b>6,966</b>	<b>5,791</b>	<b>6,980</b>	<b>8,406</b>
<b>权益总额</b>	<b>69</b>	<b>209</b>	<b>282</b>	<b>357</b>	<b>438</b>
净现金(债务)	1,188	1,403	2,122	2,840	3,674

### 现金流量表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
<b>经营活动现金流</b>	<b>458</b>	<b>822</b>	<b>1,185</b>	<b>1,233</b>	<b>1,400</b>
年度利润	-1,159	-941	-866	-863	-564
股份支付	868	1,016	1,173	1,309	1,408
折旧与摊销	131	136	145	232	240
营运资金变动	546	527	235	76	-248
其他	72	84	498	479	564
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,825</b>	<b>-852</b>	<b>-629</b>	<b>-684</b>	<b>-745</b>
资本支出	-321	-180	-285	-314	-345
短期投资, 净额	-2,949	-1,291	-165	-174	-182
其他	445	618	-178	-197	-218
<b>融资活动现金流</b>	<b>67</b>	<b>66</b>	<b>77</b>	<b>81</b>	<b>85</b>
<b>现金流</b>	<b>-2,300</b>	<b>36</b>	<b>633</b>	<b>630</b>	<b>740</b>
<b>期初现金</b>	<b>2,977</b>	<b>678</b>	<b>712</b>	<b>1,345</b>	<b>1,975</b>
<b>期末现金</b>	<b>678</b>	<b>712</b>	<b>1,345</b>	<b>1,975</b>	<b>2,715</b>

资料来源: 彭博、公司、招商证券(香港)预测

### 利润表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
<b>收入</b>	<b>2,799</b>	<b>3,602</b>	<b>4,488</b>	<b>5,493</b>	<b>6,685</b>
收入成本	649	801	961	1,166	1,341
开发者交换费用	741	923	1,213	1,498	1,747
<b>毛利</b>	<b>1,409</b>	<b>1,878</b>	<b>2,314</b>	<b>2,829</b>	<b>3,596</b>
基础设施及信任安全费用	878	915	1,037	1,210	1,347
研发费用	1,254	1,444	1,589	1,835	2,099
销售及市场费用	146	174	212	248	282
一般及行政费用	390	408	485	527	573
<b>运营费用</b>	<b>1,790</b>	<b>2,026</b>	<b>2,286</b>	<b>2,610</b>	<b>2,954</b>
<b>营业利润</b>	<b>-1,259</b>	<b>-1,063</b>	<b>-1,009</b>	<b>-990</b>	<b>-706</b>
<b>核心营业利润</b>	<b>-391</b>	<b>-48</b>	<b>164</b>	<b>319</b>	<b>703</b>
<b>调整后 EBITDA</b>	<b>-171</b>	<b>180</b>	<b>397</b>	<b>582</b>	<b>992</b>
<b>税前利润</b>	<b>-1,158</b>	<b>-937</b>	<b>-866</b>	<b>-863</b>	<b>-564</b>
所得税费用	0	4	1	0	0
<b>净收入</b>	<b>-1,152</b>	<b>-935</b>	<b>-861</b>	<b>-858</b>	<b>-559</b>
<b>扣除少数股东权益后的核心净收入</b>	<b>-284</b>	<b>80</b>	<b>312</b>	<b>451</b>	<b>849</b>
基本每股收益	-1.87	-1.44	-1.26	-1.22	-0.77
稀释每股收益	-1.87	-1.44	-1.25	-1.21	-0.77

### 财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
<b>年成长率</b>					
总收入	26%	29%	25%	22%	22%
核心经营利润	n.a.	n.a.	n.a.	94%	120%
调整后 EBITDA	n.a.	n.a.	120%	47%	71%
扣除少数股东权益后的核心净收入	n.a.	n.a.	288%	45%	88%
<b>利润率</b>					
毛利率	50.3%	52.1%	51.6%	51.5%	53.8%
核心经营利润率	-14.0%	-1.3%	3.7%	5.8%	10.5%
扣除少数股东权益后的核心净利润率	-10.1%	2.2%	6.9%	8.2%	12.7%
ROE	-413.8%	58.0%	127.2%	141.0%	213.5%
ROA	-4.6%	1.2%	4.7%	6.7%	10.5%

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828