

公司報告

Roblox (RBLX US)

平台用戶增長勢頭強勁

■ 二季度業績超预期: 營收達10.81億美元, 同比增長21%; 預訂收入激增51%; 日活躍用戶達1.118億, 同比增長41%, 主因《Grow a Garden》等熱門遊戲吸引用戶涌入平台

■ 25年預訂收入指引上調11%, 至58.7–59.7億美元, 預計現金流將強勁增長, 利潤率也將進一步改善。Roblox 繼續在創作者工具和人工智能領域加大投入

■ 增持評級, 目標價上調至173美元: 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

多款熱門遊戲吸引用戶涌入平台, 預訂收入強勁增長

25 年二季度預訂收入增長顯著超過營收增長。營收為 10.8 億美元, 同比增長 21%; 預訂收入為 14.38 億美元, 同比增長 51%, 均超出市場預期。用戶參與度方面: 日活躍用戶 (DAUs) 同比增長 41%, 達到 1.118 億; 用戶總互動時長同比增長 58%, 達到 274 億小時。淨虧損為 2.78 億美元, 調整後 EBITDA 為 1,840 萬美元, 公司仍在大力投資以推動增長。經營現金流同比增長 32%, 達到 1.99 億美元; 自由現金流同比增長 58%, 達到 1.78 億美元, 得益於出色的預訂表現。我們認為 Roblox 核心業務的驅動因素包括: 爆款遊戲傳播、虛擬經濟的持續擴展以及內容發現機制的優化。管理層指出, 平台上已有 5 款日活躍用戶超過 1,000 萬的遊戲, 包括《Grow A Garden》、《Steal A Brain Rot》、《Brookhaven》、《99 Nights》以及《In the Forest and Ink game》。其中有 4 款是在過去 12 個月內推出的, 這凸顯了平台內容的多样化, 以及開發者社區持續打造爆款遊戲的能力。亞太地區的強勁增長也值得關注。25 年二季度, 亞太地區的預訂收入同比增長 75%, 其中多個市場表現尤為突出: 日本/印度/菲律賓/韓國/印尼同比增長 50/90/100/120/150%。

上調 25 年全年指引

三季度指引: Roblox 預計營收為 11.10–11.60 億美元, 同比增長 21–26%; 預訂收入為 15.90–16.40 億美元, 同比增長 41–45%。儘管預計合併淨虧損為 3.66–3.96 億美元, 公司預計運營現金流將同比增長 68–80%, 受 3.30–3.60 億美元的自由現金流支撐。25 年全年營收指引上調至 43.9–44.9 億美元, 預訂收入上調至 58.7–59.7 億美元; 資本支出預計將增至 3.10 億美元, 以支持用戶增長和創作者生態系統發展。

增長潛力驅動股價上揚

我們認為, 儘管 Roblox 當前估值較高 (25 財年市銷率達 21 倍), 但其股價仍由長期增長潛力驅動, 核心邏輯在於公司有望實現全球遊戲市場 10% 份額, 對應 2024 年收入的 3 倍以上。基於公司強勁的業績表現, 我們上調了盈利預測, 並將目標價上調至 173 美元, 基於 2025–27 年收入複合年增長率, 採用 0.9 倍 26 財年市銷率 (保持不變, 接近 Netflix、EA 等同行高位), 對應 25/26 財年 28 倍/21 倍市銷率。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	4,585	6,046	7,344
同比增長	25.8%	28.7%	27.3%	31.9%	21.5%
淨利潤	-1,152	-935	-1,108	-980	-496
調整後 EBITDA	-171	180	127	577	1,026
同比增長	n.a.	n.a.	-29.7%	355.5%	77.8%
核心每股盈利 (美元)	-0.5	0.1	0.1	0.6	1.2
EV/EBITDA	-518	529	747	166	95
市銷率 (倍)	34.1	26.5	20.8	15.8	13.0

注: 截至2025年7月31日的收盤價; 資料來源: 彭博、公司數據、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

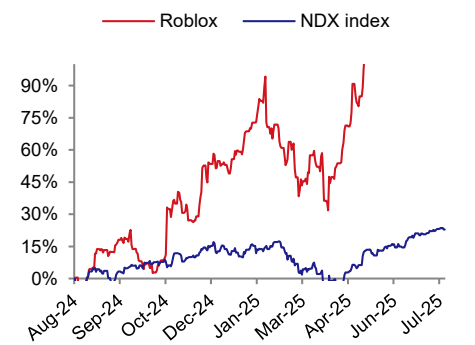
最新變動

基於25年二季度業績上調盈利預測與目標價

增持

前次評級	增持
股價 (2025年7月31日)	137美元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	173美元 (+26%)
前次目標價	143美元

股價表現



%	1m	6m	12m
Nasdaq	3.9	12.6	22.4
納斯達克指數	21	108	212

行業: TMT	
納斯達克指數 (2025年7月31日)	23,337
重要數據	
52周股價區間 (美元)	35-150
市值 (十億美元)	95.5
日均成交量 (百萬股)	8.79
主要股東	
David Baszucki	8.9%
Vanguard Group Inc.	7.4%
自由流通量	72.6%

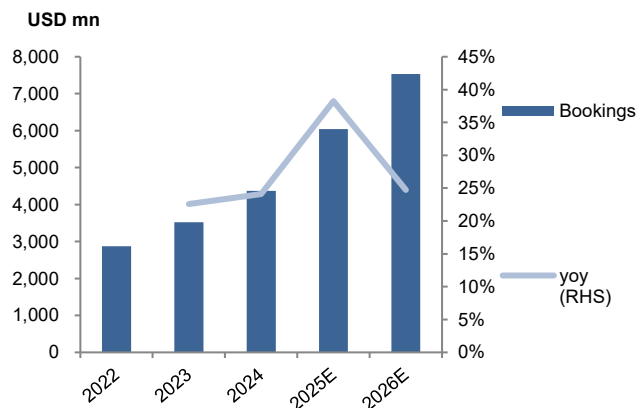
資料來源: 彭博、招商證券 (香港)

相關報告

- Roblox (RBLX US) - 推出IP授權計劃提升用戶參與度 (增持) (2025/7/17)
- Roblox (RBLX US) - 熱門遊戲平台熱度持續升級 (增持) (2025/7/4)

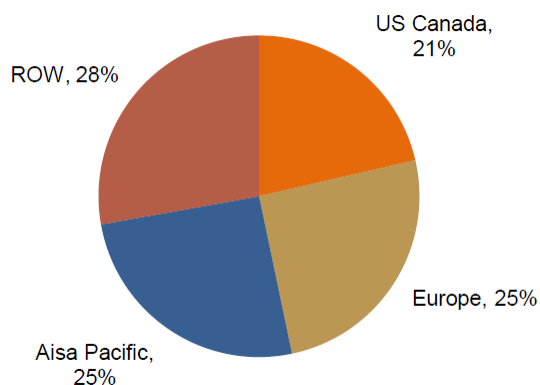
重点图表

图1: 预订收入增长强劲



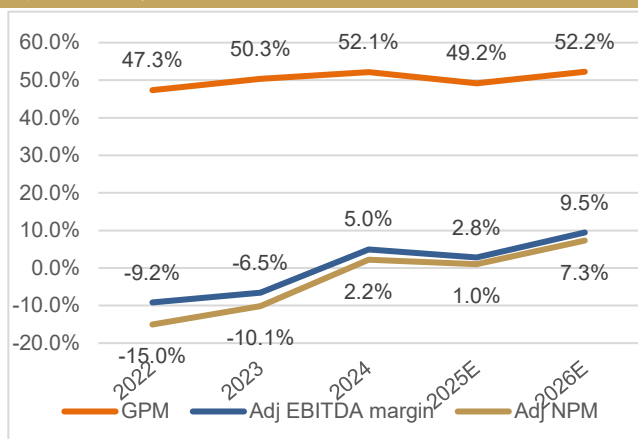
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图2: 预订收入地域 (2024年数据)



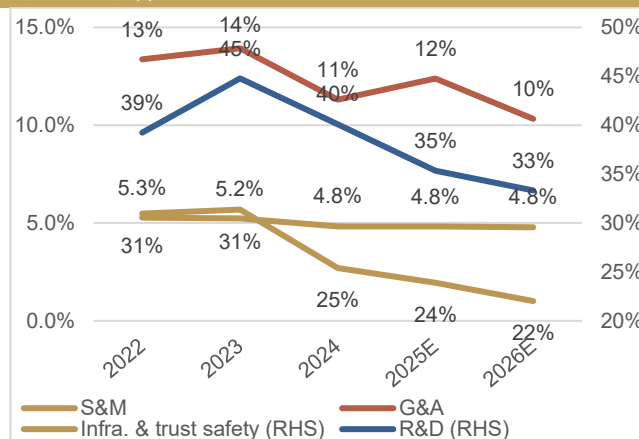
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图3: 利润率



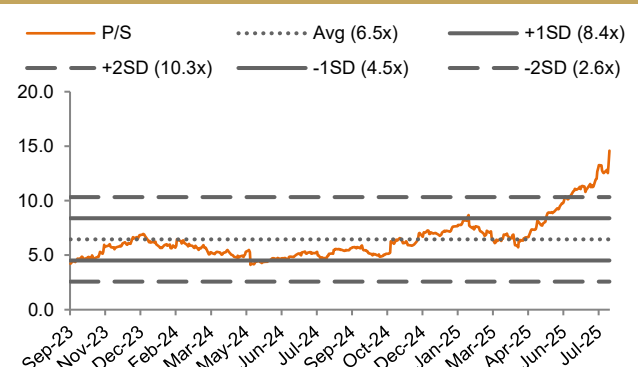
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图4: 经营费用占收入百分比



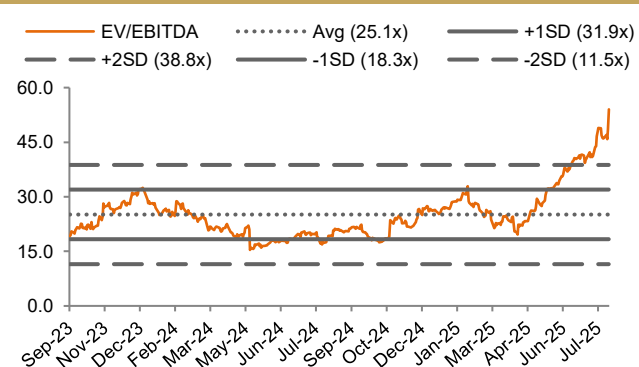
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图5: 市销率



资料来源: 公司数据、Visible Alpha、招商证券 (香港)

图6: EV/EBITDA 区间



资料来源: 公司数据、Visible Alpha、招商证券 (香港)

图 7：近期，《Grow a Garden》和《Steal a Brainrot》成为极受欢迎的游戏

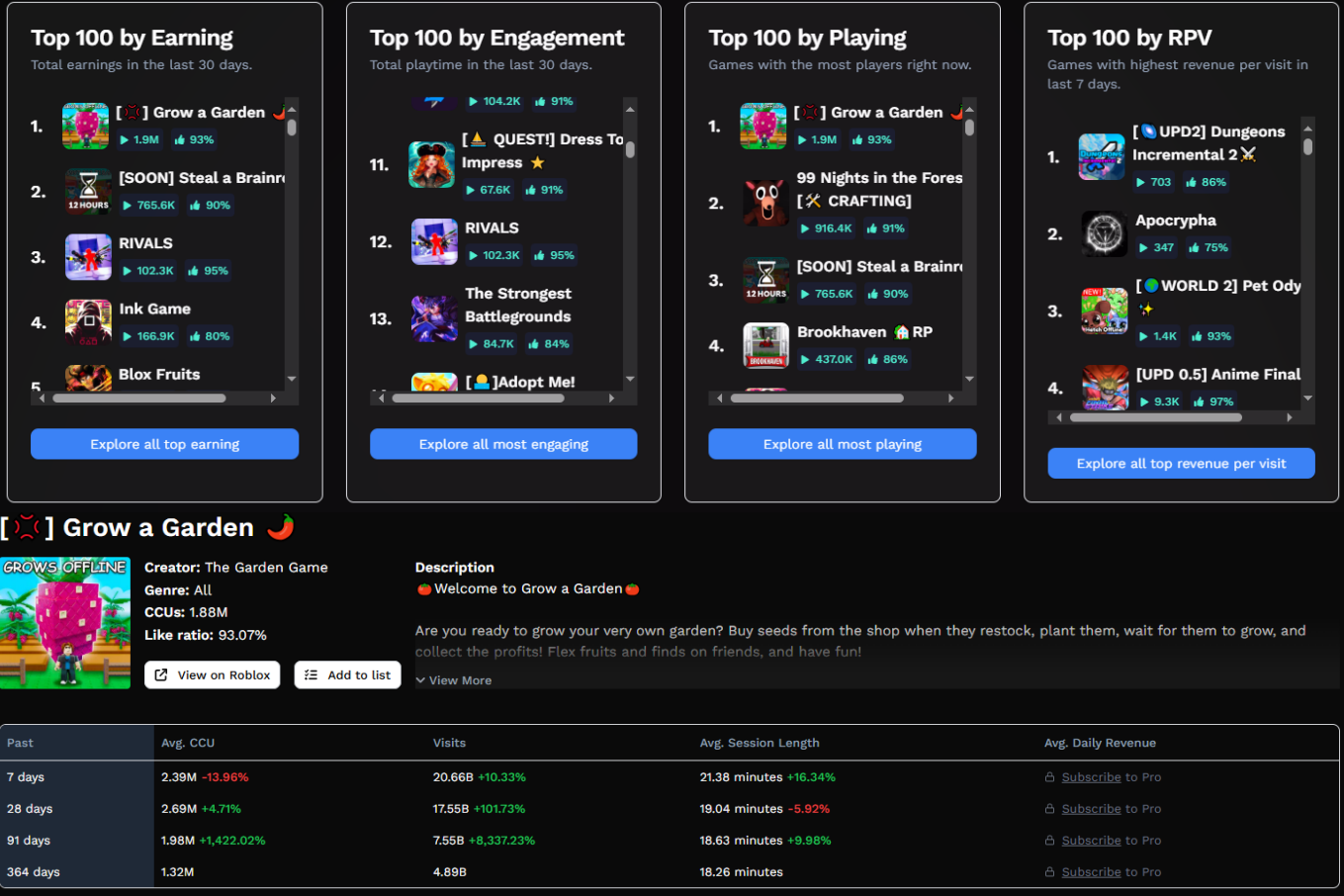


图 8: Roblox 25 年二季度业绩

百万美元	2Q24	1Q25	2Q25	1Q25 同比	2Q25 同比	1Q25 环比	2Q25 环比	招商 证券 预测	与实际预 测对比	一致 预测	与实际预 测对比
								2Q25E		2Q25E	
预订收入	955	1,207	1,438	31%	51%	-11%	19%	1,242	15.8%	1,257	14.4%
收入	894	1,035	1,081	29%	21%	5%	4%	1,085	-0.4%	1,091	-1.0%
收入成本	199	225	236	26%	19%	3%	5%	239	-1.4%	240	-1.8%
开发者交换费用	208	282	316	39%	52%	0%	12%	291	8.9%	284	11.5%
毛利	487	529	528	26%	9%	8%	0%	555	-4.9%	567	-6.9%
基础设施及信任安全费用	221	242	261	7%	18%	9%	8%	254	2.7%	261	0.0%
研发费用	362	375	385	3%	6%	6%	3%	387	-0.6%	415	-7.2%
销售及市场费用	36	48	53	34%	46%	-4%	11%	47	11.6%	49	6.9%
一般及行政费用	106	119	152	22%	44%	13%	28%	123	23.7%	125	21.5%
运营费用	-238	-255	-322	-16%	36%	4%	27%	-256	25.9%	-284	13.6%
调整后 EBITDA	67	58	18	n.a.	-72%	-11%	-68%	106	-82.6%	211	-91.3%
税前收入/(亏损)	-207	-215	-279	-20%	35%	-1%	29%	-221	26.1%	-252	10.6%
净收入	-206	-215	-278	-21%	35%	-2%	29%	-220	26.7%	-253	10.0%
经营现金流	151	444	199		32%	141%	-55%				
自由现金流	112	427	177	122%	58%	254%	-59%				
总现金	2,412	2,745	2,627	14%	9%	14%	-4%				
净现金/(债务)	1,406	1,738	1,635	24%	16%	24%	-6%				
主要经营数据及利润率 (%)											
DAU-美国与加拿大	17	20	21	22%	20%	9%	5%				
DAU-亚太地区	20	26	36	40%	76%	18%	35%				
DAU-欧洲	21	24	26	10%	24%	12%	8%				
DAU-其他地区	22	28	30	32%	39%	18%	6%				
DAU	80	98	112	26%	41%	15%	14%				
每 DAU 预订收入-美国与加拿大	34	37	41	8%	18%	-24%	11%				
每 DAU 预订收入-亚太地区	5	5	5	-5%	-1%	-15%	-8%				
每 DAU 预订收入-欧洲	9	10	11	17%	29%	-18%	17%				
每 DAU 预订收入-其他地区	4	4	4	0%	12%	-11%	7%				
每 DAU 预订收入总计	12	12	13	4%	7%	-23%	4%				

资料来源: 公司、彭博、招商证券 (香港)

图9: Roblox收入及盈利预测摘要

百万美元	2024	2025E	2026E	2027E	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E
预订收入	4,369	5,983	7,162	8,592	1,362	1,207	1,438	1,636	1,702	1,460
收入	3,602	4,585	6,046	7,344	988	1,035	1,081	1,234	1,236	1,269
毛利/ (亏损)	1,878	2,255	3,158	3,929	489	529	528	605	593	672
经营利润/ (亏损)	-1,063	-1,250	-1,102	-630	-244	-255	-322	-333	-340	-255
调整后 EBITDA	179	127	572	995	65	58	16	29	23	131
归属于普通股股东的净收入/ (亏损)	-935	-1,108	-980	-496	-220	-215	-278	-301	-314	-229
非 GAAP 净利润	80	48	441	880	39	44	6	5	-7	96
同比增长 (%)										
预订收入	24%	37%	20%	20%	21%	31%	51%	45%	25%	2%
收入	29%	27%	32%	21%	32%	29%	21%	34%	25%	17%
毛利/ (亏损)	33%	20%	40%	24%	37%	26%	9%	25%	21%	27%
经营利润/ (亏损)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
调整后 EBITDA	NM	-29%	351%	74%	NM	NM	-76%	-47%	-64%	714%
归属于普通股股东的净收入/ (亏损)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
非 GAAP 净利润	NM	-41%	824%	99%	NM	NM	-86%	-81%	NM	1397%
收入/预订收入 (抽成率)	82%	77%	84%	85%	73%	86%	75%	75%	73%	86.9%
占收入百分比										
毛利/ (亏损)	52%	49%	52%	53%	49%	51%	49%	49%	48%	53%
经营利润/ (亏损)	-30%	-27%	-18%	-9%	-25%	-25%	-30%	-27%	-28%	-20%
调整后 EBITDA	5%	3%	9%	14%	7%	6%	1%	2%	2%	10%
归属于普通股股东的净收入/ (亏损)	-26%	-24%	-16%	-7%	-22%	-21%	-26%	-24%	-25%	-18%
非 GAAP 净利润	2%	1%	7%	12%	4%	4%	1%	0%	-1%	8%

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图 10: 招商证券预测与彭博一致预测对比

百万美元	招商证券预测			一致预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
预订收入	5,983	7,162	8,592	6,040	7,544	9,476	-1%	-5%	-9%
收入	4,585	6,046		4,539	6,002	7,555	1%	1%	-3%
经营利润	-1,250	-1,102	-630	-1,304	-945	-581	-4%	17%	9%
净利润	-1,108	-980	-496	-1,160	-812	-418	-4%	21%	19%
利润率 (%)									
毛利率	49	52	53	77	80	80	-28.1 ppt	-27.5 ppt	-26.7 ppt
经营利润率	(27)	(18)	(9)	(29)	(16)	(8)	1.5 ppt	-2.5 ppt	-0.9 ppt
净利润率	(24)	(16)	(7)	(26)	(14)	(6)	1.4 ppt	-2.7 ppt	-1.2 ppt

资料来源: 公司、彭博、招商证券 (香港) 预测

估值

图 11: Roblox DCF 估值

百万美元	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
收入	3,602	4,585	6,046	7,344	8,920	10,835	13,002	15,603	18,723	21,532	23,685
同比增长	29%	27%	32%	21%	21%	21%	20%	20%	20%	15%	10%
调整后 EBITDA	179	127	572	995	1,566	2,336	3,323	4,143	5,159	6,149	7,000
同比增长	n.m.	-29%	351%	74%	57%	49%	42%	25%	25%	19%	14%
调整后 EBITDA 利润率	5%	3%	9%	14%	18%	22%	26%	27%	28%	29%	30%
经营资金变动	503	1,190	1,568	1,905	2,314	2,811	3,373	4,048	4,857	5,586	6,145
资本支出	-180	-310	-341	-375	-446	-542	-650	-780	-936	-861	-711
% of Rev	5.0%	6.8%	5.6%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.0%	3.0%
自由现金流	502	1,006	1,799	2,526	3,434	4,605	6,046	7,411	9,081	10,873	12,434
同比增长		100%	79%	40%	36%	34%	31%	23%	23%	20%	14%
自由现金流折现 (十亿美元)	919	1,501	1,924	2,389	2,926	3,509	3,928	4,396	4,807	5,021	
终值 (十亿美元)											235,424

WACC	
无风险利率	3.3%
Beta	1.20
股权风险溢价	5.5%
权益成本	9.9%
债务成本	4.0%
债务占比	6.9%
税率	0.0%
WACC	9.5%

每股权益价值 (百万美元)	
永续增长率	4.0%
自由现金流现值	31,319
终值现值	95,059
企业价值	126,378
2024 年净负债 / (净现金)	-1,403
权益价值	127,781
流通股数 (百万)	734
每股价值 (美元)	173

现金流折现敏感性测试						
		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	12.0%	59	60	61	63	65
	10.7%	71	73	75	78	82
	9.5%	88	92	173	102	109
	8.7%	103	109	116	125	135
	8.0%	124	132	143	157	176

现金流折现敏感性测试 - 对应 25 年 EV/EBITDA						
		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
WACC	12.0%	329	336	345	354	365
	10.7%	398	411	425	442	462
	9.5%	501	523	997	582	621
	8.7%	588	621	661	710	773
	8.0%	705	756	819	900	1,008

目标价对应估值倍数	2024	2025E	2026E	2027E
市盈率 (倍) *	1,589	2,675	289	145
市销率 (倍)	35.5	27.9	21.1	17.4
P/FCF (倍)	254	127	71	51
EV/EBITDA (倍)	706	997	221	127

资料来源: 公司、彭博、招商证券 (香港) 预测

估值对比

				CMS	股价	市值		EV/EBITDA		市盈率		市销率		收入 CAGR	EBITDA CAGR	净收入 CAGR	ROAE	ROAA	净负债权益比	EV/EBITDA-to-G	PSG
公司名称	股票代码	货币	评级	本币	十亿美元	2025	2026	2026	2027	2025	2026	25-27	25-27	25-27	2025	2025	2025	2025	2025	2025	
零工和流媒体公司																					
DoorDash	DASH	美元	增持	250	107	38	28	47	34	8.6	7.3	19%	33%	46%	24%	15%	-75%	1.0	0.38		
Uber	UBER	美元	增持	88	184	22	17	23	19	3.7	3.2	14%	25%	35%	27%	12%	1%	0.8	0.22		
Lyft	LYFT	美元	增持	14	6	9	7	15	12	0.9	0.8	12%	25%	14%	32%	5%	-139%	0.3	0.07		
Meituan	3690	港元	增持	122	87	12	9	13	10	1.8	1.6	14%	31%	NA	20%	11%	-78%	0.3	0.11		
Grab	Grab	美元	未评级	5	22	32	21	60	36	6.0	5.0	18%	49%	NA	3%	2%	-94%	0.5	0.29		
Duolingo	DUOL	美元	增持	347	16	54	38	69	48	17.1	13.8	26%	39%	NA	32%	20%	-120%	1.2	0.53		
Roblox	RBLX	美元	增持	138	96	66	47	-95	-189	20.8	15.8	27%	40%	NA	-275%	-8%	-1373%	1.4	0.59		
Netflix	NFLX	美元	增持	1,159	482	35	29	45	38	12.0	10.8	12%	20%	NA	44%	21%	23%	1.6	0.88		
Spotify	SPOT	美元	增持	627	124	49	36	47	35	6.7	5.8	15%	33%	NA	16%	8%	-136%	1.3	0.40		
Disney	DIS	美元	未评级	119	213	12	11	20	18	2.3	2.1	5%	8%	9%	10%	5%	35%	1.5	0.41		
Warner Music	WMG	美元	未评级	29	15	14	13	23	19	2.4	2.3	6%	11%	20%	81%	7%	609%	1.2	0.40		
均值						32	21	23	19	6.0	5.0	14%	31%	20%	24%	8%	-78%	1.2	0.4		
在线游戏																					
Tencent	700	港元	增持	550	586	14	13	19	17	6.4	5.9	9%	12%	NA	22%	13%	-5%	1.2	0.66		
NetEase	NTES	美元	增持	130	83	11	10	2	2	5.3	4.9	7%	8%	NA	24%	18%	-96%	1.4	0.68		
SEA	SE	美元	未评级	157	93	25	19	34	25	4.5	3.8	17%	30%	NA	18%	7%	-70%	0.7	0.23		
Microsoft	MSFT	美元	未评级	534	4,122	24	21	32	27	13.2	12.3	15%	16%	17%	34%	18%	-11%	1.4	0.83		
Take-Two	TTWO	美元	未评级	223	41	56	74	81	23	6.5	6.7	30%	-10%	97%	11%	4%	66%	-6.4	0.23		
Electronic Arts	EA	美元	未评级	152	37	15	14	18	17	5.2	4.9	6%	3%	11%	27%	14%	-6%	5.6	0.83		
均值						20	16	26	20	5.8	5.4	12%	10%	17%	23%	14%	-9%	1.3	0.7		

注：股价采用 2025 年 7 月 31 日；资料来源：Visible Alpha、招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表

百万美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
现金及等价物、短期投资	2,193	712	1,329	1,887	2,610
应收账款—扣除备抵后净额	506	615	780	1,028	1,248
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
流动资产总额	3,275	2,030	3,016	4,085	5,369
长期投资	1,043	1,610	1,691	1,775	1,864
物业及设备—净额	695	660	735	830	947
经营租赁使用权资产	665		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	-3,469	-4,629	-6,025
资产总额	6,168	7,175	6,074	7,344	8,851
应付账款及应付费用	331	43	54	72	87
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
流动负债总额	3,052	3,387	3,716	4,842	6,195
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	-1,640	-2,698	-3,977
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
负债总额	6,099	6,966	5,792	6,987	8,414
权益总额	69	209	281	357	437
净现金（债务）	1,188	1,403	2,106	2,752	3,569

现金流量表

百万美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
经营活动现金流	458	822	1,195	1,188	1,414
年度利润	-1,159	-941	-1,114	-986	-501
股份支付	868	1,016	1,156	1,422	1,376
折旧与摊销	131	136	145	235	245
营运资金变动	546	527	464	-161	-318
其他	72	84	543	679	612
投资活动现金流	-2,825	-852	-654	-711	-776
资本支出	-321	-180	-310	-341	-375
短期投资，净额	-2,949	-1,291	-165	-174	-182
其他	445	618	-178	-197	-218
融资活动现金流	67	66	77	81	85

资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测；注：股价采用 2025 年 7 月 31 日

利润表

百万美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	2,799	3,602	4,585	6,046	7,344
收入成本	649	801	1,004	1,240	1,469
开发者交换费用	741	923	1,326	1,647	1,946
毛利	1,409	1,878	2,255	3,158	3,929
基础设施及信任安全费用	878	915	1,095	1,332	1,471
研发费用	1,254	1,444	1,621	2,015	2,121
销售及市场费用	146	174	221	289	340
一般及行政费用	390	408	568	624	628
运营费用	1,790	2,026	2,410	2,929	3,088
营业利润	-1,259	-1,063	-1,250	-1,102	-630
核心营业利润	-391	-48	-95	320	746
调整后 EBITDA	-171	179	127	572	995
税前利润	-1,158	-937	-1,112	-986	-501
所得税费用	0	4	2	0	0
净收入	-1,152	-935	-1,108	-980	-496
扣除少数股东权益后的核心净收入	-284	80	48	441	880
基本每股收益	-1.87	-1.44	-1.59	-1.34	-0.66
稀释每股收益	-1.87	-1.44	-1.59	-1.34	-0.65

财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
总收入	26%	29%	27%	32%	21%
核心经营利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	133%
调整后 EBITDA	n.a.	n.a.	-29%	351%	74%
扣除少数股东权益后的核心净收入	n.a.	n.a.	-41%	824%	99%
利润率					
毛利率	50.3%	52.1%	49.2%	52.2%	53.5%
核心经营利润率	-14.0%	-1.3%	-2.1%	5.3%	10.2%
扣除少数股东权益后的核心净利润率	-10.1%	2.2%	1.0%	7.3%	12.0%
ROE	-413.8%	58.0%	19.5%	138.3%	221.6%
ROA	-4.6%	1.2%	0.7%	6.6%	10.9%

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文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