

公司报告

Roblox (RBLX US)

三季度业绩强劲，加大AI与平台护城河投资

■ 25 年三季度业绩大超预期：预订收入同增 70%，日活跃用户及使用时长表现强劲，营运现金流与自由现金流激增，国际业务增长亮眼

■ 公司上调 25 财年指引，但因资本支出及开支增加致股价承压；我们认为这些长远增长投资属合理，能通过内容社区、人工智能和未成年人保护等途径强化其护城河

■ 维持增持，目标价略微下调至 166 美元：作为全球消费型软件即服务公司，具备卓越竞争护城河、规模领先地位及稳健的收入和利润增长前景

三季度业绩表现卓越

25 年三季度预订收入和营收增长远超预期，预订收入同增 70%，营收同增 48%。用户参与度方面，日活跃用户 (DAU) 同增 70%，达到 1.515 亿 (二季度为 1.12 亿，24 年四季度为 8,500 万)，用户使用时长同增 91%。13 岁以上用户占比创历史新高，达到 67% (继 24 年四季度的 61% 持续上升)。净亏损为 2.56 亿美元，调整后息税折旧摊销前利润为 4,600 万美元，同降 17%。更重要的是，经营现金流同增 121%，自由现金流同增 103%，均受益于预订收入的大幅增长。我们认为 Roblox 的核心驱动力包括引人入胜的游戏体验、虚拟经济的扩展和内容发现的优化。公司持续投资于人工智能技术，例如基于 AI 的面部年龄估计、游戏内物体和环境的实时 AI 生成与修改 (Cube 4D)。管理层指出平台拥有 7 款日活跃用户超过 1,000 万的游戏，其中 5 款是在过去 12 个月内发布，显示平台内容多元化以及开发者社区持续创造新热门游戏的生态系统。国际市场表现亮眼，美国和加拿大预订收入占比下降至 55%，欧洲 (21%) 和亚太地区 (13%) 占比持续上升，特别是日本同增 125%，印度 146%，菲律宾 140%，韩国 150%，印度尼西亚高达 804%。

上调 25 财年指引；2026 年因资本支出及开支增加致股价承压

Roblox 给出 25 年四季度预订收入指引为 20 亿至 20.5 亿美元 (中点同增 49%)，收入为 13.5 亿至 14 亿美元 (同增 39%)，但预计净亏损为 3.45 亿至 3.75 亿美元，自由现金流为 1 亿至 1.3 亿美元，同比持平，主要因资本支出增加；25 财年资本支出指引上调至 4.68 亿美元，较二季度预期增加 1.58 亿美元。对于 2026 年，Roblox 尚未提供具体数字，但预期预订收入保持两位数增长，毛利率略微下降 (主要因开发者分成率提高、基础设施成本上升、服务成本改善有限及薪酬费用增加)，资本支出水平与 2025 年相当。公司同时指出潜在的利好因素 (平台势头、新技术推出) 和利空因素 (竞争加剧、新安全政策)，我们认为这增加了投资者对前景的不确定性，影响股价表现。

长远增长前景吸引，带动股价上涨

Roblox 目标占据全球游戏市场 10% 的份额，而目前市场占有率为 3.2%，较 2024 年的 2.3% 有所提升。我们调整了盈利预测，以反映更高的营收、较低的利润率和更高的资本支出。当前股价为 113 美元，对应 0.63 倍 PSG，贴现现金流目标价为 166 美元，对应 2026 财年 0.9 倍 PSG。我们的新目标价为 166 美元，基于 2025-27 年收入复合年增长率，采用 0.63 倍 26 财年 PSG (接近同行高位，如 Netflix 的 0.85 倍)，对应 25/26 财年 24 倍/18 倍市销率。主要风险：1) 宏观；2) 竞争；3) 监管。

盈利预测及估值

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	2,799	3,602	4,931	6,459	7,752
同比增长	25.8%	28.7%	36.9%	31.0%	20.0%
净利润	-1,152	-935	-1,039	-1,157	-936
调整后 EBITDA	-183	179	172	290	729
同比增长	n.a.	n.a.	-4%	69%	151%
核心每股盈利 (美元)	-0.5	0.1	0.1	0.3	0.8
EV/EBITDA	-74	-93	52	40	-88
市销率 (倍)	28.4	22.1	16.1	12.3	10.2

注：截至 2025 年 10 月 30 日的收盘价；资料来源：彭博、公司数据、招商证券 (香港) 预测

此为 2025 年 10 月 31 日 "Roblox (RBLX US) - Strong 3Q, higher investments for AI and platform moat" 的中文版

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

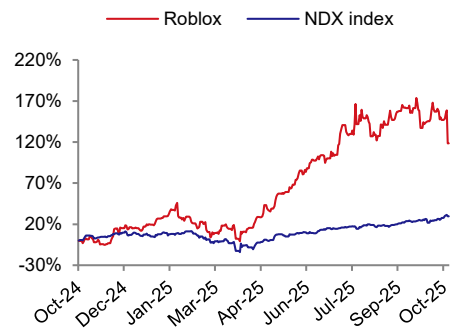
与市场的预期差

我们不同意市场认为 Roblox 在 2025 年仅凭借 Grow A Garden 成为一次性爆款的想法。

增持

前次评级	增持
股价 (2025 年 10 月 30 日)	113 美元
12 个月目标价 (上涨 / 下跌空间)	166 美元 (+46%)
前次目标价	173 美元

股价表现



%	1m	6m	12m
纳斯达克指数	1.4	12.3	19.8
RBLX US	-2.3	63.2	214.4

行业：TMT

纳斯达克指数 (2025 年 10 月 30 日) 25,735

重要数据

52 周股价区间 (美元)	48 - 151
市值 (十亿美元)	79.4
日均成交量 (百万股)	4.61

主要股东

David Baszucki	8.9%
Vanguard Group Inc.	7.4%
自由流通量	72.6%

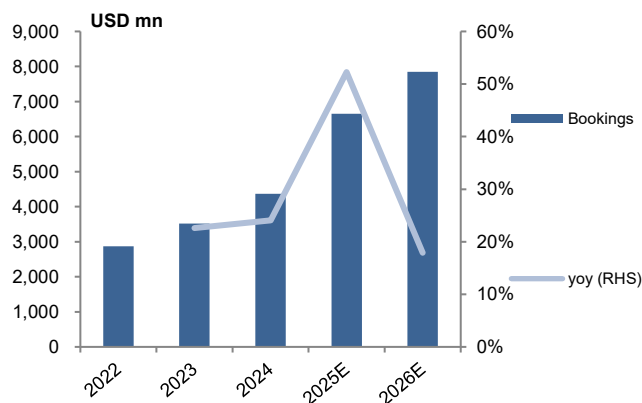
资料来源：彭博、招商证券 (香港)

相关报告

1. Roblox (RBLX US) - 稳步向好，持续优化 (增持) (2025/9/12)
2. Roblox (RBLX US) - 平台动能持续，儿童安全公关危机已化解 (增持) (2025/8/26)
3. Roblox (RBLX US) - 推出 IP 授权计划提升用户参与度 (增持) (2025/7/17)
4. Roblox (RBLX US) - 热门游戏平台热度持续升级 (增持) (2025/7/4)

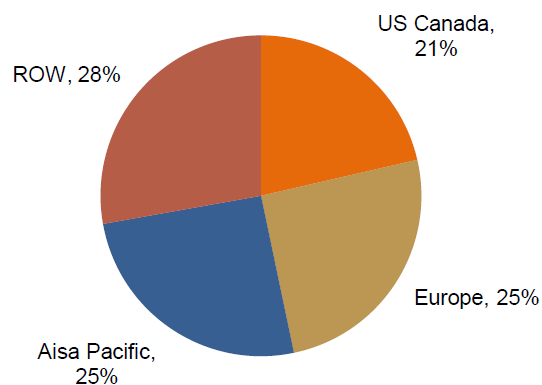
重点图表

图1: 预订收入增长强劲



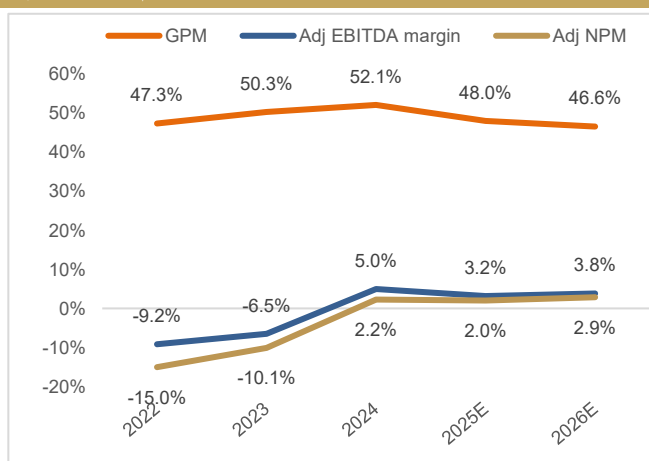
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图2: 预订收入地域 (2025年数据)



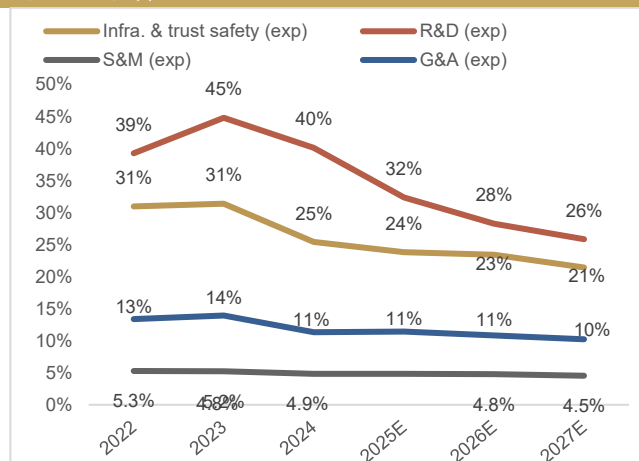
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图3: 利润率



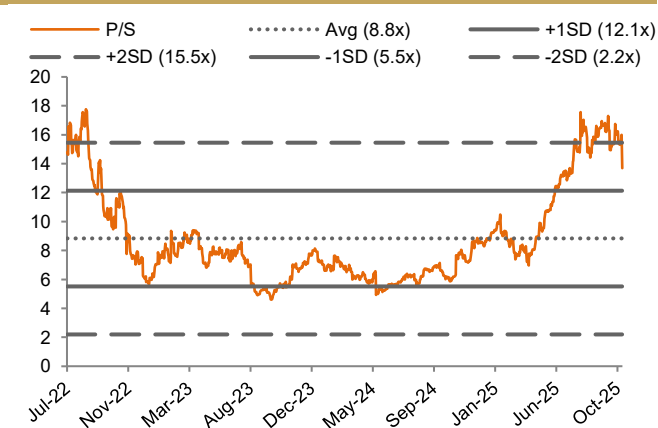
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图4: 经营费用占收入百分比



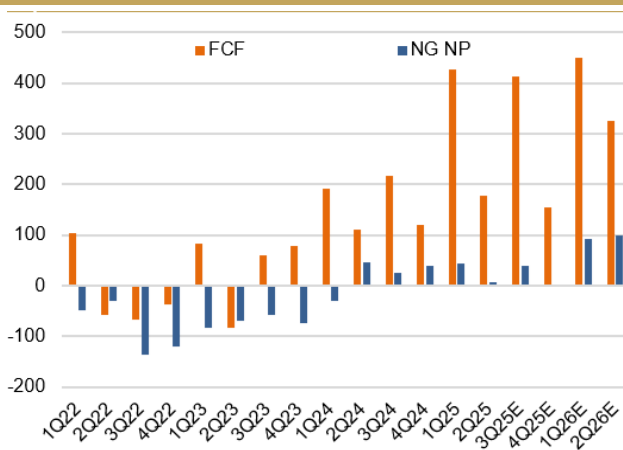
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图5: 市销率



资料来源: 公司数据, 彭博, 招商证券 (香港)

图1: 自由现金流和非GAAP净利润均显示出显著改善



资料来源: 公司数据, Visible Alpha, 招商证券 (香港) 预测

图 7: Roblox 25 年三季度业绩

百万美元	3Q24	2Q25	3Q25	2Q25 yoy	3Q25 yoy	2Q25 qoq	3Q25 qoq	招商 证券 预测	与实际 预测对 比	一致 预测	与实际预测 对比
								3Q25		3Q25	
预订收入	1,129	1,438	1,922	51%	70%	19%	34%	1,636	17.4%	1,685	14.0%
收入	919	1,081	1,360	21%	48%	4%	26%	1,234	10.2%	1,188	14.4%
收入成本	205	236	296	19%	45%	5%	26%	271	9.2%	258	15.0%
开发者交换费用	232	316	428	52%	85%	12%	35%	358	19.6%	370	15.6%
毛利	482	528	635	9%	32%	0%	20%	605	5.1%	561	13.3%
基础设施及信任安全费用	245	261	321	18%	31%	8%	23%	296	8.5%	291	10.6%
研发费用	365	385	398	6%	9%	3%	3%	433	-8.1%	430	-7.4%
销售及市场费用	53	53	67	46%	28%	11%	27%	60	11.4%	65	3.4%
一般及行政费用	99	152	145	44%	47%	28%	-5%	148	-2.1%	147	-1.4%
运营费用	-279	-322	-297	36%	6%	27%	-8%	-333	-11.0%	-373	-20.6%
调整后 EBITDA	55	18	46	-72%	-17%	-68%	148%	68	-33.0%	-0	n.a.
税前收入/(亏损)	-240	-279	-257	35%	7%	29%	-8%	-298	-14.0%	-340	-24.5%
净收入	-239	-278	-256	35%	7%	29%	-8%	-297	-13.9%	-340	-24.7%
经营现金流	247	199	546	32%	121%	-55%	174%				
自由现金流	218	177	444	58%	103%	-59%	151%				
总现金	2,323	2,627	2,861	9%	23%	-4%	9%				
净现金/(债务)	1,317	1,635	1,868	16%	42%	-6%	14%				
主要经营数据及利润率 (%)											
DAU-美国与加拿大	20	21	26	20%	32%	5%	27%				
DAU-亚太地区	22	36	46	76%	108%	35%	30%				
DAU-欧洲	22	26	34	24%	56%	8%	32%				
DAU-其他地区	25	30	45	39%	79%	6%	51%				
DAU	89	112	152	41%	70%	14%	36%				
每 DAU 预订收入-美国与加拿大	36	41	40	18%	13%	11%	-1%				
每 DAU 预订收入-亚太地区	5	5	5	-1%	1%	-8%	6%				
每 DAU 预订收入-欧洲	10	11	12	29%	22%	17%	5%				
每 DAU 预订收入-其他地区	4	4	5	12%	28%	7%	14%				
每 DAU 预订收入总计	13	13	13	7%	0%	4%	-1%				

资料来源: 公司、彭博、招商证券 (香港)

图8: Roblox收入及盈利预测摘要

12 月 31 日 年结	2024	2025E	2026E	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E
百万美元									
预订收入	4,369	6,609	7,789	1,207	1,438	1,922	2,042	1,508	1,682
收入	3,602	4,931	6,459	1,035	1,081	1,360	1,456	1,319	1,440
毛利/ (亏损)	1,878	2,368	3,009	529	528	635	675	648	675
经营利润/ (亏损)	-1,063	-1,204	-1,339	-255	-322	-297	-331	-274	-360
调整后 EBITDA	179	157	247	58	16	46	37	62	1
归属于普通股股东的净收入/ (亏损)	-935	-1,039	-1,157	-215	-278	-256	-290	-232	-316
非 GAAP 净利润	80	101	185	44	6	31	19	45	-15
同比增长 (%)									
预订收入	24%	51%	18%	31%	51%	70%	50%	5%	-12%
收入	29%	37%	31%	29%	21%	48%	47%	22%	6%
毛利/ (亏损)	33%	26%	27%	26%	9%	32%	38%	23%	6%
经营利润/ (亏损)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
调整后 EBITDA	NM	-13%	58%	NM	-76%	-17%	-44%	284%	-97%
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	25%	83%	NM	-86%	21%	-50%	603%	NM
收入/预订收入 (抽成率)									
收入/预订收入 (抽成率)	82%	75%	83%	86%	75%	71%	71%	87.5%	85.6%
占收入百分比									
毛利/ (亏损)	52%	48%	47%	51%	49%	47%	46%	49%	47%
经营利润/ (亏损)	-30%	-24%	-21%	-25%	-30%	-22%	-23%	-21%	-25%
调整后 EBITDA	5%	3%	4%	6%	1%	3%	3%	5%	0%
归属于普通股股东的净收入/ (亏损)	-26%	-21%	-18%	-21%	-26%	-19%	-20%	-18%	-22%
非 GAAP 净利润	2%	2%	3%	4%	1%	2%	1%	3%	-1%

资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图 9：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	6,609	7,789	9,344	6,646	8,054	9,715	-1%	-3%	-4%
收入	4,931	6,459	7,752	4,900	6,321	7,554	1%	2%	3%
经营利润	-1,204	-1,339	-1,156	-1,241	-1,158	-1,016	-3%	16%	14%
净利润	-1,039	-1,157	-936	-1,072	-988	-830	-3%	17%	13%
利润率 (%)									
毛利率	48	47	47	78	78	79	-29.5 ppt	-31.5 ppt	-31.5 ppt
经营利润率	(24)	(21)	(15)	(25)	(18)	(13)	0.9 ppt	-2.4 ppt	-1.5 ppt
净利润率	(21)	(18)	(12)	(22)	(16)	(11)	0.8 ppt	-2.3 ppt	-1.1 ppt

资料来源：公司、彭博、招商证券（香港）预测

估值

图 10: Roblox DCF 估值

百万美元	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
收入	3,602	4,931	6,459	7,752	9,306	11,170	13,404	16,085	19,302	22,197	24,417
同比增速	29%	37%	31%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	15%	10%
调整后 EBITDA	179	172	290	729	1,247	1,944	2,869	3,604	4,517	5,417	6,203
同比增长	n.m.	-4%	69%	151%	71%	56%	48%	26%	25%	20%	15%
调整后 EBITDA 利润率	5%	3%	4%	9%	13%	17%	21%	22%	23%	24%	25%
经营资金变动	503	1,431	1,874	2,250	2,701	3,242	3,890	4,668	5,601	6,442	7,086
资本支出	-180	468	475	428	-465	-559	-670	-804	-965	-888	-733
占收入百分比	5.0%	-9.5%	-7.4%	-5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.0%	3.0%
自由现金流	502	2,071	2,639	3,406	3,483	4,627	6,089	7,467	9,154	10,971	12,556
同比增长		312%	27%	29%	2%	33%	32%	23%	23%	20%	14%
自由现金流折现终值		1,882	2,180	2,558	2,377	2,870	3,432	3,826	4,263	4,644	4,831
											216,789

WACC		每股权益价值 (百万美元)		目标价对应估值倍数	2025E	2026E	2027E
无风险利率	3.3%	永续增长率	4.0%	非 GAAP 市盈率 (倍)	1,006	508	171
Beta	1.20	自由现金流现值	32,863	市销率 (倍)	24	18	15
股权风险溢价	6.0%	终值现值	83,403	PSG (倍)*	0.9	0.9	0.8
权益成本	10.5%	企业价值	116,265	P/FCF (倍)	57	45	35
债务成本	4.0%			EV/EBITDA (倍)	676	401	159
债务占比	6.9%	2024 年净负债/ (净现金)	-1,403	*基于未来两年复合年增长率;			
税率	0.0%	权益价值	117,668	例如: 2025 年 PSG = 2025 年 PS / (2025-2027 年营收复合年增长率)			
WACC	10.0%	流通股数 (百万)	711				
		每股价值 (美元)	166				

资料来源: 公司、彭博、招商证券 (香港) 预测

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	股价	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (X)		市盈率 (x)		市销率 (x)		ROE (%)		2025E-2027E CAGR			26E multiple w/25-27E CAGR		EV/EBITDA-G
						FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	FY26E	收入	净利润	EBITDA	PEG	PSG		
游戏公司																			
Roblox	罗布乐思	RBLX US	美元	113	79	52	40	-76	-69	16	n.a.	n.a.	25	-5	22	n.a.	0.63	2.4	
Nintendo	任天堂	7974 JP	日元	12,910	109	676	150	59	44	7	11	13	47	35	40	1.3	0.16	16.8	
SEA	东海集团	SE US	美元	156	92	676	155	43	29	3	19	21	20	39	30	0.8	0.17	22.2	
Electronic Arts	艺电	EA US	美元	200	50	25	18	45	23	8	13	n.a.	6	44	n.a.	0.5	1.51	n.a.	
Take-Two	仟游软件科技	TTWO US	美元	253	47	-17	55	-10	87	8	n.a.	20	29	n.a.	n.a.	n.a.	0.26	n.a.	
Unify Software	Unify Software	U US	美元	15	15	42	32	40	35	8	n.a.	n.a.	12	25	28	1.4	0.61	1.5	
Duolingo	多邻国	DUOL US	美元	263	12	38	27	38	30			38	25	31	35	1.0	0.42	1.1	
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	281	3,399	19	17	24	23	9	32	30	11	7	16	3.2	0.80	1.2	
Tencent	Paypal	PYPL US	美元	68	64	9	9	2	2	1	25	26	10	13	5	0.1	0.06	1.8	
Netease	网易	NTES US	美元	139	88	12	11	16	15	5	24	22	8	9	8	1.8	0.64	1.5	
Sea Limited	东海集团	SE US	美元	156	92	25	19	43	29	3	19	21	20	39	30	0.8	0.17	0.8	
均值						25	27	38	29	8	21	22	20	28	28	1	0.42	1.5	
电子商务/零工经济																			
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	223	2,377	14	12	26	22	3	29	27	10	17	19	1.2	0.31	0.8	
Alibaba	阿里巴巴	BABA US	美元	174	415	13	15	19	27	3	15	10	12	3	7	10.4	0.22	1.8	
Shopify	Shopify	SHOP US	美元	174	226	116	88	118	92	16	12	15	23	29	34	3.2	0.71	3.4	
Uber	优步	UBER US	美元	96	201	24	19	26	21	8	31	29	16	25	24	0.8	0.51	1.0	
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	20	8	13	10	22	17	10	61	77	14	27	27	0.6	0.74	0.5	
DoorDash	DoorDash	DASH US	美元	254	109	38	27	48	34	11	23	26	17	35	36	1.0	0.61	1.1	
Grab	Grab	GRAB US	美元	6	24	40	27	149	59	4	3	6	18	104	46	0.6	0.20	0.9	
Delivery Hero	外卖超人	HER GY	美元	23	8	9	7	-36	92	n.a.	n.a.	8	11	n.a.	28	n.a.	n.a.	0.3	
Walmart	沃尔玛	WMT US	美元	102	815	20	20	42	39	9	24	21	4	10	5	4.0	2.02	4.3	
Costco	好市多	COST US	美元	116	408	31	29	50	46	14	31	28	8	10	8	4.5	1.82	3.7	
Target	塔吉特	TGT US	美元	93	42	6	7	10	13	0	26	23	-0	-7	-6	n.a.	n.a.	-1.1	
Bestbuy	百思买	BBY US	美元	83	17	7	8	19	13	0	27	44	1	22	-5	0.6	0.42	-1.5	
均值						17	17	26	31	8	26	24	12	22	22	1	1	1	

注: 股价采用 2025 年 10 月 30 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	1,275	1,821	2,544
应收账款—扣除备抵后净额	506	615	838	1,098	1,318
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	3,020	4,090	5,373
长期投资	1,043	1,610	1,691	1,775	1,864
物业及设备—净额	695	660	35	-534	-1,003
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	-2,773	-3,269	-4,079
资产总额	6,168	7,175	6,078	7,349	8,855
应付账款及应付费用	331	43	58	77	92
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	3,721	4,847	6,200
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	-1,645	-2,703	-3,982
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	5,796	6,992	8,418
权益总额	69	209	281	357	436
净现金（债务）	1,188	1,403	2,051	2,687	3,503

现金流量表

百万美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
经营活动现金流	458	822	362	361	611
年度利润	-1,159	-941	-1,045	-1,160	-938
股份支付	868	1,016	1,155	1,385	1,621
折旧与摊销	131	136	145	157	94
营运资金变动	546	527	-509	-654	-710
其他	72	84	615	634	545
投资活动现金流	-2,825	-852	124	105	27
资本支出	-321	-180	468	475	428
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 10 月 31 日

利润表

百万美元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	2,799	3,602	4,931	6,459	7,752
收入成本	649	801	1,079	1,412	1,693
开发者交换费用	741	923	1,484	2,037	2,406
毛利	1,409	1,878	2,368	3,009	3,654
基础设施及信任安全费用	878	915	1,174	1,513	1,661
研发费用	1	1,444	1,595	1,827	2,004
销售及市场费用	146	174	240	309	352
一般及行政费用	390	408	564	700	793
运营费用	1,790	2,026	2,398	2,835	3,148
营业利润	-1,259	-1,063	-1,204	-1,339	-1,156
核心营业利润	-391	-48	-49	46	465
调整后 EBITDA	-183	179	172	290	729
税前利润	-1,158	-937	-1,042	-1,160	-938
所得税费用	0	4	3	0	0
净收入	-1,152	-935	-1,038	-1,153	-931
扣除少数股东权益后的核心净收入	-284	80	117	232	689
基本每股收益	-1.87	-1.44	-1.51	-1.62	-1.26
稀释每股收益	-1.87	-1.44	-1.51	-1.62	-1.27

财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
总收入	26%	29%	37%	31%	20%
核心经营利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	910%
调整后 EBITDA	n.a.	n.a.	-4%	69%	151%
扣除少数股东权益后的核心净收入	n.a.	n.a.	45%	98%	197%
利润率					
毛利率	50.3%	52.1%	48.0%	46.6%	47.1%
核心经营利润率	-14.0%	-1.3%	-1.0%	0.7%	6.0%
扣除少数股东权益后的核心净利润率	-10.1%	2.2%	2.4%	3.6%	8.9%
ROE	-413.8%	58.0%	47.7%	72.6%	173.8%
ROA	-4.6%	1.2%	1.8%	3.5%	8.5%

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。

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