


**陌陌(MOMO US)**

## 警惕 1Q19 弱季节效应

- ❖ **4Q18E 业绩充分预期，但警惕 1Q19E 弱指引。**基于宏观不确定性及对《幻乐之城》的投入减少，我们预计 4Q18E 公司收入为 5.34 亿美元，调整后净利润率为 21.6%（高于 3Q18 的 20.5%）。市场关注的焦点在于 1Q19E 指引和 FY19E 直播业务增速。考虑直播弱季节效应，我们将 1Q19E 收入下调 5% 至 5.13 亿美元（环比下降 4%）。我们预测 FY19E 收入同比增速降至 20%，其中 VAS 强劲增长将部分抵消直播的疲软。然而，我们预计 FY19E 净利润率将有所回升，预计调整后净利润率为 26%（同比上升 1ppt），源于营销费用率的缩减（不再有《幻乐之城》开支）以及探探亏损的缩小。
- ❖ **憧憬 4Q18E 月活净增加速。**在 3Q18 用户净化举措后，我们预计 4Q18 月活将加速增长至 1.14 亿，季度净增达 400 万（高于 3Q18 的 250 万），源于：1) 年度盛典运营效应，以及 2) 新玩法推出（例如 AR 小宠）。受益于持续的玩法创新及内容优化，我们预计付费用户数（VAS 及直播）将保持稳健增长态势。尽管 1Q19 存在弱季节效应，但我们预计 1Q19 月活环比增长将持续，而直播和 VAS 的付费用户数有待观察。宏观不利环境将主要影响头部付费用户的打赏金额，腰部及长尾付费用户敏感性较弱。公司或将通过丰富互动功能来刺激腰部及长尾消费者的 ARPU 增长，代替以往年度盛典的大量投入（对头部付费用户效果明显）。
- ❖ **探探变现能力持续加强。**除丰富会员专属功能外，我们同时期待探探未来进一步探索针对非会员的变现途径（例如对“喜欢和不喜欢”的变现）。当前，探探的首要目标仍然是用户和收入增长，而非扭亏为盈。但我们预计探探的亏损率将持续收窄，主要得益于获客效率的改善和协同效应。展望未来，我们期待陌陌和探探在用户获取、算法优化和数据共享层面释放更多协同效应。
- ❖ **维持买入评级，目标价下调至 43 美元。**为反映宏观经济对直播的潜在影响，我们将公司 FY18/19/20E 的调整后净利润预测分别下调了 0%/6%/6%，对应 FY18-20E 的每股盈利年复合增长率为 20%。该股目前的交易价格为 FY19E 的 10.5 倍市盈率，低于同业 Tinder，估值较为吸引。基于 DCF 估值，我们将目标价自 52.3 美元下调至 43.1 美元，相当于 18 倍 / 15 倍 FY18 / 19E 市盈率及 0.7 倍 FY19E PEG。维持买入评级。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万美元)	553	1,318	1,999	2,408	2,850
调整后净利润(百万美元)	177	373	507	631	763
调整后 EPADS(美元)	0.87	1.79	2.37	2.85	3.44
EPADS 变动(%)	462%	106%	36%	25%	21%
市盈率(x)	34.5	16.7	12.6	10.5	8.7
市帐率(x)	10.4	6.4	4.4	3.3	3.1
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	24%	37%	33%	32%	36%
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

### 买入（维持）

目标价	US\$43.1
（此前目标价	US\$52.3）
潜在升幅	+43.7%
当前股价	US\$30.0

#### 黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

#### 庞硕

电话：(852) 3900 0882

邮件：garypang@cmbi.com.hk

### 互联网行业

市值(百万美元)	6,206
3 月平均流通量(百万美元)	120.4
52 周内股价高/低(美元)	54/23
总股本(百万)	199.2

资料来源：彭博

### 股东结构

Pendal Group Ltd	4.8%
Renaissance Tech	4.5%
BlackRock Inc	4.0%

资料来源：彭博

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	23.1%	13.8%
3-月	-2.0%	-12.6%
6-月	-24.9%	-21.8%

资料来源：彭博

### 股价表现



资料来源：彭博

### 审计师：德勤

公司网站：www.immomo.com

图 1: 年度财务预测修改

百万美元 (年结: 12月31日)	最新预测			此前预测			差异 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	1,999	2,408	2,850	2,001	2,605	3,032	-0.1%	-7.6%	-6.0%
毛利润	936	1,173	1,389	943	1,270	1,488	-0.8%	-7.7%	-6.6%
经营利润	494	632	751	507	666	800	-2.7%	-5.1%	-6.2%
调整后净利润	507	631	763	507	671	813	0.0%	-5.9%	-6.2%
调整后EPS(美元)	2.37	2.85	3.44	2.37	3.02	3.68	0.2%	-5.6%	-6.4%
毛利率	46.8%	48.7%	48.7%	47.1%	48.8%	49.1%	-0.3ppts	-0.1ppts	-0.3ppts
经营利润率	24.7%	26.2%	26.3%	25.4%	25.6%	26.4%	-0.6ppts	+0.7ppts	-0.1ppts
调整后净利润率	25.3%	26.2%	26.8%	25.3%	25.8%	26.8%	+0.0ppts	+0.5ppts	+0.0ppts

资料来源: 公司, 招银国际预测

图 2: 招银国际预测与彭博一致预测对比

百万美元 (年结: 12月31日)	CMBI预测			彭博一致预测			差异 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
收入	1,999	2,408	2,850	1,993	2,413	2,802	0.3%	-0.2%	1.7%
毛利润	936	1,173	1,389	929	1,136	1,336	0.8%	3.3%	4.0%
经营利润	494	632	751	495	604	755	-0.1%	4.6%	-0.6%
调整后净利润	507	631	763	509	619	751	-0.6%	2.0%	1.7%
调整后EPS(美元)	2.37	2.85	3.44	2.33	2.80	3.34	1.8%	1.8%	3.1%
毛利率	46.8%	48.7%	48.7%	46.6%	47.1%	47.7%	+0.2ppts	+1.6ppts	+1.1ppts
经营利润率	24.7%	26.2%	26.3%	24.8%	25.0%	27.0%	-0.1ppts	+1.2ppts	-0.6ppts
调整后净利润率	25.3%	26.2%	26.8%	25.6%	25.6%	26.8%	-0.2ppts	+0.6ppts	+0.0ppts

资料来源: 公司, 彭博, 招银国际预测

图 3: 公司季度财务预测

(百万美元)	2018E				2019E				2020E			
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
<b>总收入</b>	<b>435.1</b>	<b>494.3</b>	<b>536.0</b>	<b>533.7</b>	<b>513.1</b>	<b>601.6</b>	<b>629.7</b>	<b>663.5</b>	<b>637.0</b>	<b>714.3</b>	<b>744.6</b>	<b>754.2</b>
直播	371.5	411.0	406.9	398.4	376.7	415.5	440.8	465.4	468.3	499.2	524.5	522.8
增值服务	37.0	55.2	84.2	91.6	99.4	112.5	123.5	129.8	122.7	128.4	139.6	146.8
手游	6.6	22.3	17.2	14.6	7.5	42.2	31.6	31.6	8.9	47.0	37.6	37.6
移动营销	18.7	5.5	4.1	4.3	3.6	4.2	5.2	6.8	5.5	6.6	8.1	10.5
其他	1.3	0.4	23.5	24.7	25.9	27.2	28.6	30.0	31.5	33.1	34.7	36.5
销售成本	209.1	268.9	297.5	287.4	266.3	305.1	323.0	340.8	330.2	364.0	382.6	384.0
<b>Non-GAAP毛利</b>	<b>226.0</b>	<b>225.4</b>	<b>238.4</b>	<b>246.3</b>	<b>246.8</b>	<b>296.5</b>	<b>306.6</b>	<b>322.7</b>	<b>306.7</b>	<b>350.3</b>	<b>362.0</b>	<b>370.2</b>
<b>经营费用</b>	<b>78.5</b>	<b>84.8</b>	<b>143.8</b>	<b>135.1</b>	<b>107.7</b>	<b>146.4</b>	<b>142.4</b>	<b>144.3</b>	<b>133.3</b>	<b>174.0</b>	<b>167.8</b>	<b>163.4</b>
销售费用	42.0	50.6	78.2	74.7	51.3	78.2	75.6	73.0	63.7	92.9	89.3	83.0
行政费用	9.9	7.6	10.0	10.7	11.2	15.0	11.2	12.6	13.3	17.9	12.4	13.6
研发费用	15.2	21.2	31.5	29.4	25.7	30.1	31.5	33.2	31.8	35.7	37.2	37.7
股权激励	12.4	21.0	25.0	21.3	20.5	24.1	25.2	26.5	25.5	28.6	29.8	30.2
<b>经营利润</b>	<b>147.5</b>	<b>140.6</b>	<b>94.6</b>	<b>111.2</b>	<b>139.1</b>	<b>150.1</b>	<b>164.3</b>	<b>178.4</b>	<b>173.4</b>	<b>176.3</b>	<b>194.2</b>	<b>206.8</b>
<b>调整后 EBIT</b>	<b>159.9</b>	<b>161.6</b>	<b>119.6</b>	<b>132.5</b>	<b>159.6</b>	<b>174.2</b>	<b>189.4</b>	<b>205.0</b>	<b>198.9</b>	<b>204.9</b>	<b>224.0</b>	<b>237.0</b>
<b>调整后 EBITDA</b>	<b>140.1</b>	<b>125.1</b>	<b>75.4</b>	<b>94.8</b>	<b>124.6</b>	<b>132.1</b>	<b>145.1</b>	<b>157.9</b>	<b>155.1</b>	<b>154.9</b>	<b>171.5</b>	<b>183.8</b>
利息收入	7.5	6.3	8.6	3.1	4.3	5.1	6.9	8.4	10.1	11.4	13.3	15.1
其他收入	1.3	1.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
<b>税前利润</b>	<b>156.3</b>	<b>148.6</b>	<b>105.6</b>	<b>116.7</b>	<b>145.8</b>	<b>157.7</b>	<b>173.6</b>	<b>189.2</b>	<b>185.9</b>	<b>190.2</b>	<b>209.9</b>	<b>224.3</b>
所得税	26.9	31.1	21.6	23.8	29.8	32.2	35.5	38.7	38.0	38.8	42.9	45.8
非控制股东权益	-0.5	-0.3	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1	-1.1
<b>净利润</b>	<b>129.9</b>	<b>117.8</b>	<b>85.2</b>	<b>94.0</b>	<b>117.2</b>	<b>126.6</b>	<b>139.3</b>	<b>151.7</b>	<b>149.1</b>	<b>152.4</b>	<b>168.1</b>	<b>179.6</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>142.3</b>	<b>138.8</b>	<b>110.1</b>	<b>115.4</b>	<b>137.7</b>	<b>150.7</b>	<b>164.5</b>	<b>178.3</b>	<b>174.6</b>	<b>181.0</b>	<b>197.9</b>	<b>209.8</b>
摊薄EPS	0.63	0.56	0.40	0.43	0.53	0.57	0.63	0.68	0.67	0.68	0.75	0.80
<b>调整后 EPS</b>	<b>0.69</b>	<b>0.66</b>	<b>0.51</b>	<b>0.52</b>	<b>0.62</b>	<b>0.68</b>	<b>0.74</b>	<b>0.80</b>	<b>0.79</b>	<b>0.81</b>	<b>0.88</b>	<b>0.94</b>
<b>财务指标</b>												
毛利率	51.9	45.6	44.5	46.1	48.1	49.3	48.7	48.6	48.2	49.0	48.6	49.1
经营利润率	33.9	28.4	17.7	20.8	27.1	24.9	26.1	26.9	27.2	24.7	26.1	27.4
调整后经营利润率	36.7	32.7	22.3	24.8	31.1	28.9	30.1	30.9	31.2	28.7	30.1	31.4
调整后 EBITDA 利润率	32.2	25.3	14.1	17.8	24.3	21.9	23.0	23.8	24.3	21.7	23.0	24.4
净利润率	29.8	23.8	15.9	17.6	22.8	21.0	22.1	22.9	23.4	21.3	22.6	23.8
调整后净利润率	32.7	28.1	20.5	21.6	26.8	25.0	26.1	26.9	27.4	25.3	26.6	27.8
<b>环比增长 (%)</b>												
收入	12.6	13.6	8.4	-0.4	-3.9	17.3	4.7	5.4	-4.0	12.1	4.2	1.3
毛利	21.1	-0.3	5.8	3.3	0.2	20.1	3.4	5.3	-5.0	14.2	3.3	2.3
经营利润	37.8	-4.7	-32.7	17.5	25.1	7.9	9.4	8.6	-2.8	1.7	10.1	6.5
净利润	33.2	-9.3	-27.7	10.4	24.7	8.0	10.0	8.9	-1.7	2.3	10.3	6.8
调整后净利润	29.3	-2.4	-20.6	4.7	19.4	9.4	9.2	8.4	-2.1	3.7	9.3	6.0
摊薄EPS	33.6	-11.0	-28.6	7.2	24.7	7.5	10.0	8.9	-1.7	1.7	9.7	6.8
<b>调整后 EPS</b>	<b>29.8</b>	<b>-4.3</b>	<b>-21.6</b>	<b>1.7</b>	<b>19.4</b>	<b>8.9</b>	<b>9.2</b>	<b>8.4</b>	<b>-2.1</b>	<b>3.2</b>	<b>8.8</b>	<b>6.0</b>
<b>同比增长 (%)</b>												
收入	64.1	58.3	51.2	38.1	17.9	21.7	17.5	24.3	24.2	18.7	18.2	13.7
毛利	55.7	39.1	34.7	31.9	9.2	31.6	28.6	31.1	24.3	18.2	18.0	14.7
经营利润	62.0	90.7	6.3	3.8	-5.7	6.8	73.6	60.5	24.7	17.5	18.2	15.9
净利润	56.8	77.6	17.5	4.9	-3.2	8.6	49.3	54.5	26.8	20.1	20.3	17.7
调整后净利润	56.8	77.6	17.5	4.9	-3.2	8.6	49.3	54.5	26.8	20.1	20.3	17.7
摊薄EPS	58.3	78.0	4.9	-9.0	-15.1	2.6	58.0	60.6	26.6	19.8	19.5	17.2
<b>调整后 EPS</b>	<b>55.3</b>	<b>74.9</b>	<b>14.4</b>	<b>-1.0</b>	<b>-8.9</b>	<b>3.6</b>	<b>44.3</b>	<b>53.8</b>	<b>26.1</b>	<b>19.5</b>	<b>19.1</b>	<b>16.5</b>

资料来源: 公司, 招银国际预测

**利润表**

年结:12月31日(百万美元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	553	1,318	1,999	2,408	2,850
直播	377	1,103	1,588	1,698	2,015
增值服务	68	103	268	465	538
手游	35	70	61	113	131
移动营销	66	42	33	20	31
其他	7	1	50	112	136
销售成本	(240)	(647)	(1,063)	(1,235)	(1,461)
毛利	313	671	936	1,173	1,389
销售费用	(91)	(208)	(246)	(278)	(329)
行政费用	(20)	(33)	(38)	(50)	(57)
研发费用	(26)	(42)	(97)	(120)	(143)
股权激励	(32)	(50)	(80)	(96)	(114)
经营利润	144	361	494	632	751
利息收入	8	22	26	25	50
其他收入	(2)	6	8	10	10
税前利润	150	388	527	666	810
所得税	(5)	(66)	(103)	(136)	(165)
非控制股东权益	-	1	3	5	5
净利润	145	323	427	535	649
调整后净利润	177	373	507	631	763

来源:公司及招银国际研究部

**资产负债表**

年结:12月31日(百万美元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	50	113	921	933	936
物业、厂房及设备	15	42	57	69	73
联营公司	32	44	67	67	67
无形资产	-	-	-	-	-
其他	3	27	796	796	796
流动资产	720	1,189	1,771	2,371	2,500
现金及现金等价物	258	687	434	1,007	1,138
定期存款	394	374	1,182	1,182	1,182
应收账款	36	40	64	90	87
关连款项	-	-	-	-	-
其他	33	88	92	92	92
流动负债	134	260	357	434	418
借债	-	-	-	-	-
应付账款	40	75	97	116	113
应付税项	-	-	-	-	-
其他应付款项	93	186	260	318	305
非流动负债	2	4	756	756	756
长期银行贷款	-	-	-	-	-
其他	2	2	756	756	756
净资产总值	634	1,038	1,579	2,114	2,263
股东权益	634	1,038	1,579	2,114	2,263
少数股东权益	-	-	-	-	-

来源:公司及招银国际研究部

**现金流量表**

年结:12月31日(百万美元)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
年度利润	145	322	424	530	645
折旧和摊销	8	12	35	47	51
营运资金变动	31	68	69	51	(14)
税务开支	-	-	-	-	-
其他	34	50	80	96	114
经营活动所得现金净额	<b>218</b>	<b>452</b>	<b>608</b>	<b>724</b>	<b>796</b>
购置固定资产、无形资产及土地	(7)	(39)	(36)	(36)	(32)
联营公司	(494)	-	-	-	-
其他	383	(17)	(1,615)	(23)	(23)
投资活动所得现金净额	<b>(118)</b>	<b>(56)</b>	<b>(1,651)</b>	<b>(59)</b>	<b>(55)</b>
长期负债变化	0	0	754	-	-
购买普通股的付款	0	-	-	-	-
其他	(0)	34	36	(92)	(610)
融资活动所得现金净额	<b>0</b>	<b>34</b>	<b>790</b>	<b>(92)</b>	<b>(610)</b>
现金增加净额	<b>100</b>	<b>430</b>	<b>(254)</b>	<b>574</b>	<b>131</b>
年初现金及现金等价物	169	258	687	434	1,007
汇兑	(12)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	<b>258</b>	<b>687</b>	<b>434</b>	<b>1,007</b>	<b>1,138</b>
受限制现金	-	-	-	-	-
资产负债表的现金	<b>258</b>	<b>687</b>	<b>434</b>	<b>1,007</b>	<b>1,138</b>

来源:公司及招银国际研究部

**主要比率**

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
直播	68.1	83.6	79.4	70.5	70.7
增值服务	12.2	7.8	13.4	19.3	18.9
手游	6.4	5.3	3.0	4.7	4.6
移动营销	12.0	3.2	1.6	0.8	1.1
其他	1.2	0.1	2.5	4.6	4.8
总额	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
增长(%)					
收入	312.8	138.3	51.6	20.4	18.4
毛利	199.8	114.4	39.5	25.3	18.5
经营利润	2473.7	149.8	36.9	27.9	18.8
净利润	469.4	110.6	35.9	24.6	20.9
盈利能力比率(%)					
毛利率	56.6	50.9	46.8	48.7	48.7
税前利率	27.2	29.5	26.4	27.7	28.4
净利率	26.3	24.5	21.4	22.2	22.8
调整后净利率	32.0	28.3	25.3	26.2	26.8
有效税率	(3)	(17)	(20)	(20)	(20)
资产负债比率					
流动比率(x)	5.4	4.6	5.0	5.5	6.0
平均应收账款周转天数	23.8	11.0	11.6	13.6	11.2
平均应付账款周转天数	61.5	42.0	33.3	34.4	28.2
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	23.7	37.4	33.4	31.5	35.8
资产回报率	27.0	36.0	25.4	21.0	22.6
每股数据					
每股盈利(美元)	0.87	1.79	2.37	2.85	3.44
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股账面值(美元)	3.07	4.98	7.16	9.59	10.21

来源:公司及招银国际研究部

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。