

建议：积极申购

9990.HK 祖龙娱乐

完美+腾讯系背景，硬核研发厂商精品不断

2020年7月7日

招股数据

日期

招股价(港元)	9.8-11.6
总股本(亿股)	7.87
发行后市值(亿港元)	77.17-91.34
每股净资产(元)	0.28
PB (IPO后)	31.52-37.30

数据来源：招股说明书

相关报告

海外 TMT 研究

分析师：

洪嘉骏

hongjiajun@xyzq.com.cn

SFC: BPL829

投资要点

- 祖龙娱乐是拥有开发精品移动游戏及良好市场口碑的领先中国移动游戏开发商。专注于 MMORPG 游戏的开发。其自研游戏产生的总流水在 2019 年中国移动游戏开发商中排名第五。公司最新拳头产品《龙族幻想》国内 & 海外成绩优异。《龙族幻想》自 2019 年 7 月上线，中国内地首月流水超过 6 亿元，2019 年贡献收入 3.89 亿元，占总收入比例为 36.5%，2020 年在日本和欧美都取得优异成绩。老游代表作《梦幻诛仙》生命周期较长，流水贡献稳定。截至 2019 年年底其贡献流水已经超过 33 亿元。
- 重研发，提升 IP 价值转化能力。公司在研发氛围、研发人员及研发投入上均体现出对研发的重视，公司极强的研发实力对自创 IP 和授权 IP 的价值转化都有较大提升。
- 高质量游戏+腾讯流量助力增长，将进一步深化合作。2017 年至 2019 年度，腾讯均为公司最大收入来源，分别贡献收入 5.19 亿元/3.55 亿元/5.87 亿元，分别占总收入 39.6%/40.8%/55%。产品方面，内地市场已经就四款项目的发行展开合作，已经有三款筹备中的游戏向腾讯授权。未来还将在广告服务、云服务、游戏分发等领域进一步加强合作。
- 投资建议：我们预计公司目前拳头游戏《龙族幻想》仍处在上升空间，老游生命周期较长，回落速度较慢；同时看好公司强研发及与腾讯深化合作为新游带来的增量，建议投资者积极申购。

公司名称	祖龙娱乐
股票代码	9990.HK
招股截止时间	2020年7月7日
上市日期	2017年7月15日
发行股数(亿股)	1.874
--香港发售数(亿股)	0.187
--国际配售数(亿股)	1.687
发行后总股本(亿股)	7.874
发行价范围(港元/每股)	9.8-11.6
发行后市值(亿港元)	77.17-91.34
联席保荐人	中金公司
联席账簿管理人	中金公司，海通国际，招银国际
会计师	罗兵咸永道会计师事务所
基石投资者	GIC Private Limited, 香港紫龙互娱有限公司, SNK Corporation, Cosmic Investment Limited, 智冠科技股份有限公司

风险提示：1) 政策监管风险；2) 新游推进不及预期；3) 游戏出海竞争加剧。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

1、祖龙娱乐：完美+腾讯系背景，硬核研发厂商精品不断

1.1、公司概况

祖龙娱乐是拥有开发精品移动游戏及良好市场口碑的领先中国移动游戏开发商，专注于 MMORPG 游戏的开发。其自研游戏产生的总流水在 2019 年中国移动游戏开发商中排名第五，目前拥有拳头游戏《龙族幻想》、《梦幻诛仙》等。公司在 MMORPG 领域的开发有较强实力，2017 年至 2019 年，其有四款游戏名列 MMORPG 手游 20 强，其中《龙族幻想》在中国内地所有 MMORPG 手游中拥有最高 MAU。2017 年至 2019 年公司年度营收分别为 13.09 亿元/8.7 亿元/10.67 亿元，MAU 分别为 429 万人/305 万人/344 万人，MPU 分别为 65 万人/40 万人/50 万人，ARPU 分别为 25 元/24 元/26 元。

图1、2017年-2019年公司营业收入及增速

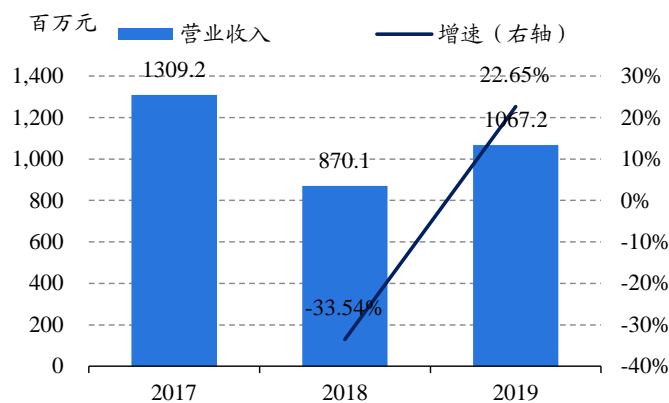
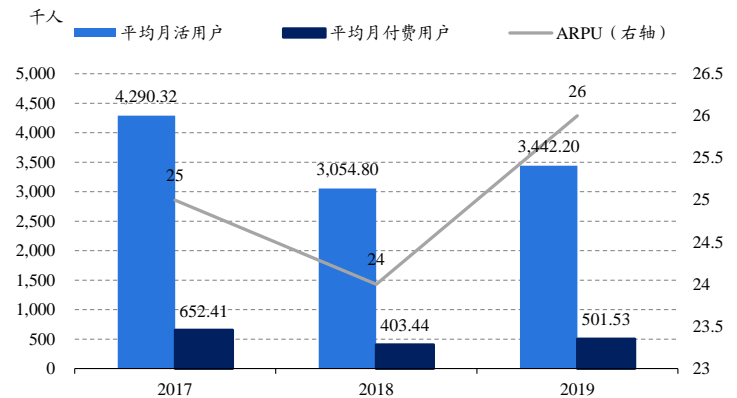


图2、2017-2019年公司 MAU/MPU/ARPU

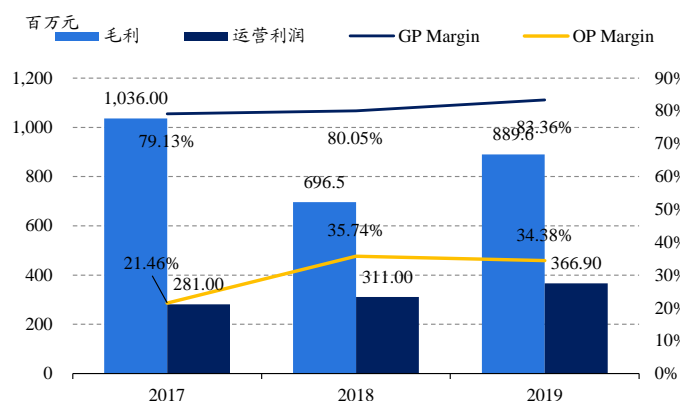


资料来源：祖龙娱乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：祖龙娱乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

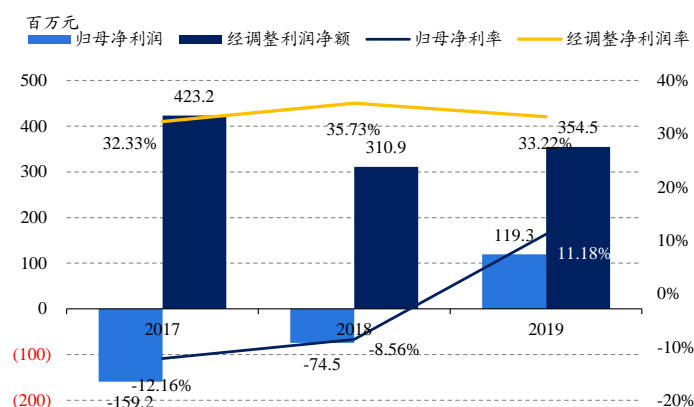
CP 厂商维持高毛利，经调整净利润三年均为正。公司作为以游戏研发为主营业务的厂商，毛利率基本维持在 80% 左右，显著高于以发行为主要业务的厂商。运营利润率受当期研发费用影响较大，2018/19 年度 OP Margin 稳定在 35% 左右。公司归母净利润于 2019 年扭亏，经调整利润净额三年均为正，主要受到可转换可赎回优先股的公允价值变动及股份薪酬开支影响。

图3、2017年-2019年公司 GP/GP Margin/OP/OP Margin



资料来源：祖龙娱乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

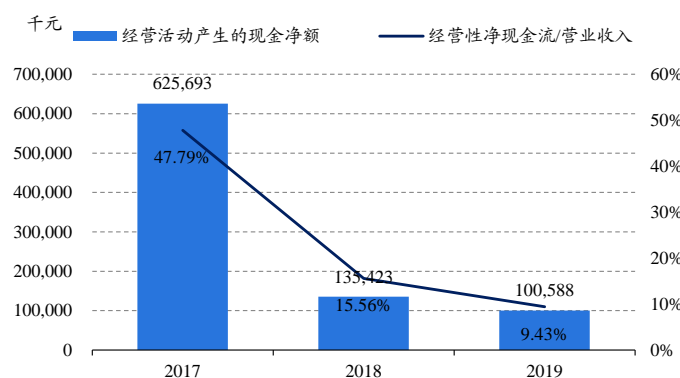
图4、2017年-2019年公司归母净利润额/利润率及经调整净利润/净利润率



资料来源：祖龙娱乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

经营净现金流有降低趋势，资产负债率略有提升。2018年经营净现金流下滑主要由当年版号原因导致《万王之王 3D》延迟推出，叠加《梦幻诛仙》的流水自然下滑。2019年度经营净现金流未改善的主要原因为2019H2上线的《龙族幻想》相关收益在年底未结清，对应公司2017年至2019年度应收账款净额分别为2.94亿元/2.81亿元/5.46亿元。另公司2017年至2019年度资产负债率略有上升，主要由可赎回可换股优先股的增加导致。

图5、2017年-2019年公司经营活动产生现金净额及经营性净现金流/营业收入



资料来源：祖龙娱乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2017年-2019年公司资产负债率 (%)



资料来源：祖龙娱乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

发展历程：完美王牌工作室独立，爆款手游不断，奠定行业地位。

第一阶段（1997年-2004年）：祖龙工作室初创，以单机游戏为主。1997年公司创始人李青和同学共同组建祖龙工作室，获得洪恩在线 CEO 池宇峰 20 万投资，成为洪恩旗下的独立工作室，且是当时我国唯一的一家拥有独立开发引擎的工作室。随后主要开发的作品包括《自由与荣耀》系列、《大秦悍将》等单机游戏。2001年祖龙工作室独立，成立欢乐亿派，继续由洪恩控股，欢乐亿派独立融资。

第二阶段（2004年-2014年）：前身-完美世界旗下王牌工作室。2004年池宇峰成立完美时空网络技术有限公司，祖龙工作室原班人马被召回。期间祖龙工作室相继研发《完美世界》、《诛仙》、《武林外传》、《神魔大陆》、《圣斗士星矢》等经典产品，成为完美世界的支柱产品，祖龙工作室也成为完美的王牌工作室。

第三阶段（2014年-2020年）：独立运作，推出多款拳头产品，筹划准备上市。2014年10月完美世界宣布研发团队结构调整，祖龙从完美世界独立分拆，进而专注手游产品的研发。2015年8月公司获得完美世界数千万元A轮融资，同年推出作品《六龙争霸》及《六龙御天》。2016年9月公司获得腾讯B轮融资，腾讯开始代理部分公司手游产品如《梦幻诛仙》，自此开启爆款手游之路，逐渐推出《御剑情缘》、《万王之王》、《蜀山缥缈录》等产品。2019年7月推出《龙族幻想》首日登顶中国内地iOS App Store的热门免费游戏排行榜榜首，2019年中国内地MAU达到328万人。2020年3月公司再次接受完美世界及腾讯投资，准备筹划上市。

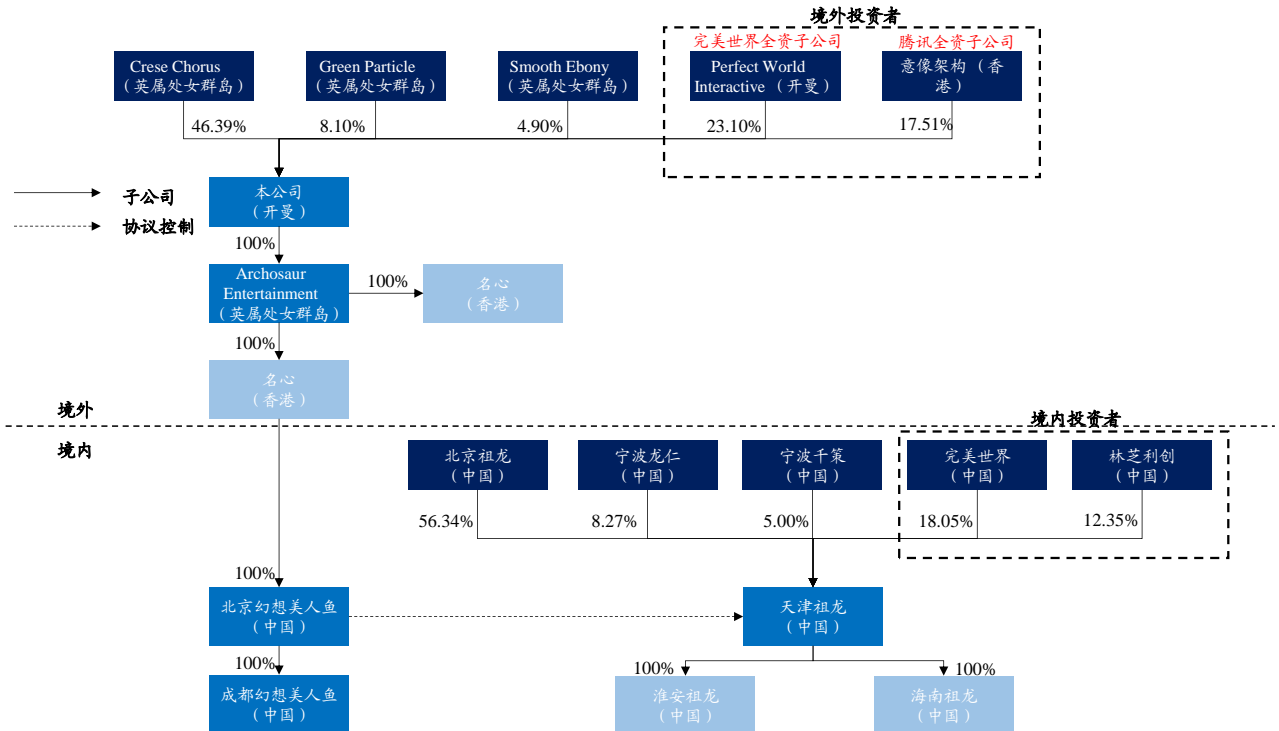
图7、祖龙娱乐发展历程



资料来源：祖龙娱乐招股书，公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

创始人股权比例稳定，完美、腾讯为公司第二、三大股东。Cresc Chorus 由李青、张羽、向楠及白玮分别透过彼等各自的境外控股公司最终持有 81.96%、6.94%、5.55%及 5.55%权益，彼等各自为控股股东。李青及白玮为本集团执行董事，张羽为本集团首席技术官兼引擎中心总经理。Green Partical 及 Smooth Ebony 均属公司员工境外控股公司。完美世界目前持有公司 23.1%的股权，为公司第二大股东，腾讯通过林芝利创对公司进行投资，目前持有公司 17.51%的股权。公司与完美世界、腾讯在股权和业务方面都保持紧密联系，祖龙娱乐委聘腾讯作为第三方发行渠道发行游戏，并通过腾讯应用宝等腾讯相关平台为游戏获取新用户。与此同时，腾讯在旗下运营平台上对游戏提供推广及广告服务，包括社交媒体平台上发布数码广告或交通媒体等户外广告。在云服务方面，祖龙娱乐已与腾讯签署为期一年的战略合作协议，可利用腾讯云的云计算、数据存储及带宽服务。目前，祖龙娱乐已将部分服务器及计算基础设施转移至腾讯云。

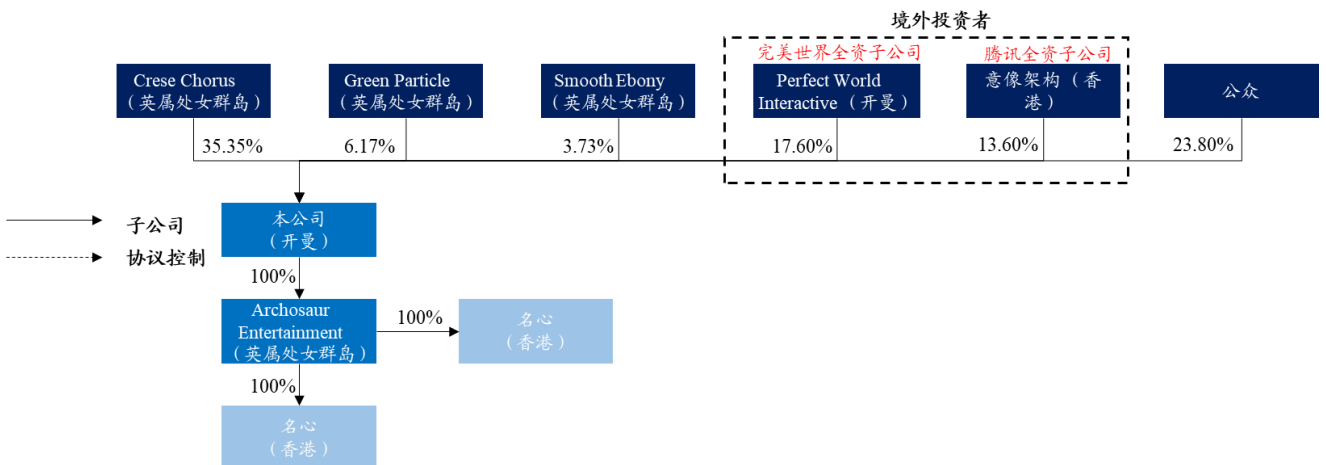
图8、祖龙娱乐上市前股权及公司架构



资料来源：祖龙娱乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司 IPO 将发行 1.87 亿股，其中国际配售数 1.69 亿股，香港发售数 0.19 亿股。上市后创始人团队持股 45.25%，完美世界间接持有公司股份 17.60%，腾讯间接持有公司股份 13.60%。公司大股东和实际控制人地位不变。

图9、祖龙娱乐上市后境外股权及公司架构



资料来源：祖龙娱乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

多位高管为清华背景，技术色彩浓厚，经验丰富。公司董事长李青、执行董事白玮、引擎中心首席技术官均为清华理工科毕业，技术色彩浓厚，并且在游戏行业从事相关工作多年。

表1、祖龙娱乐高级管理层资料

职位	姓名	毕业院校	从业经验
董事长兼 CEO	李青	清华大学物理学学士，长江商学院 EMBA	1997 年创办祖龙工作室； 1998 年-2001 年就职于洪恩电脑有限公司； 2001 年-2004 年任欢乐亿派科技有限公司首席开发官； 2004 年 2 月—2014 年 9 月任北京完美时空网络技术有限公司首席开发官； 2014 年起成立祖龙娱乐，并担任董事长兼 CEO。
执行董事、程序中心总经理	白玮	清华大学电子工程学学士及硕士	于信息技术和游戏行业有 14 年经验。 2004 年-2015 年任完美世界高级管理人员； 2015 年加入祖龙娱乐，2018 年起担任天津祖龙董事。
引擎中心首席技术官	张羽	清华大学电气工程学士	2004 年-2015 年任完美世界集团工作一室程式总监； 2015 年起担任祖龙娱乐引擎中心首席技术官。
副总裁、CFO	李轶	首都经济贸易大学会计学学士	2001 年-2011 年任安永税务高级经理； 2011 年-2012 年任中信国通投资管理有限公司； 2013 年-2015 年任完美世界税务及海外业务财务总监； 2015 年起担任祖龙娱乐副总裁及首席财务官。
联席公司秘书	郝莉丽	中国政法大学经济法学士，英国诺丁汉大学国际商法法学硕士	2011 年-2015 年任完美世界集团高级法律顾问； 2016 年起担任祖龙娱乐法律总监。
联席公司秘书	霍宝儿	香港中文大学工商管理学士学位，香港大学公司法及金融法硕士学位	方圆企业服务集团（香港）有限公司副总裁，曾于某国际会计公司及香港联交所上市科工作。

资料来源：祖龙娱乐招股书，公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

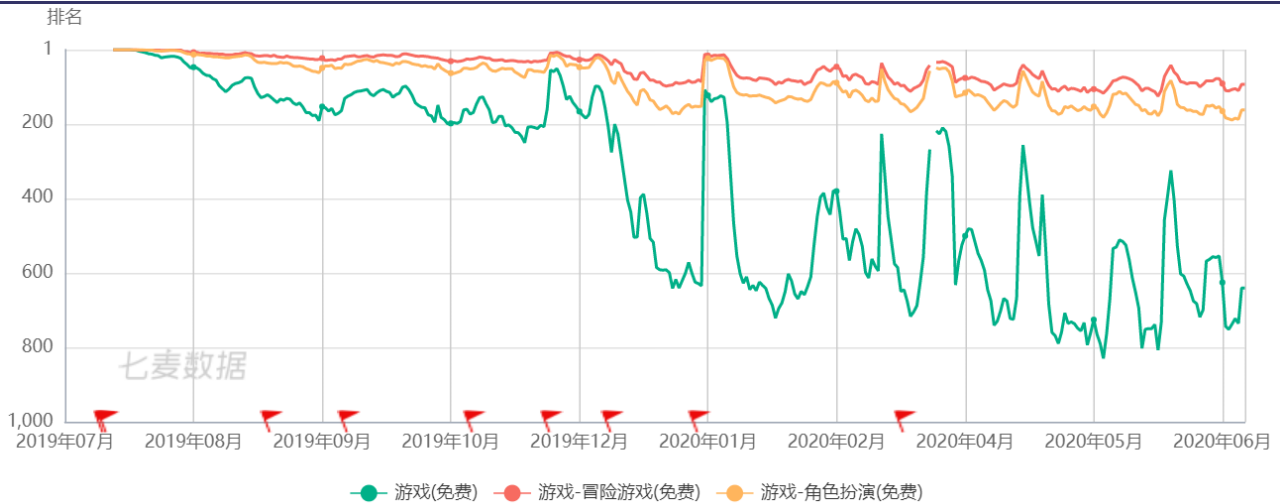
MMORPG 领域内，国内行业 2019 年度排名第三，2017-2019 年出海市场排名第三。公司专注于开发精品 MMORPG 手游，并在技术上具有一定行业优势，在 MMO 领域开创过许多先河，例如：1）首批真 3D 国战 MMORPG 手游之一《六龙争霸》/《六龙御天》。2）首批真 3D 回合制 MMORPG 手游之一的《梦幻诛仙》。3）及中国首款由虚幻引擎 4 驱动的真 3D 次世代 MMORPG 手游《龙族幻想》。在 MMORPG 领域内，公司在 2019 年国内自研 MMORPG 市场上排名第三，市占率 5.6%；2017 年至 2019 年度在自研 MMORPG 出海市场上排名第三，市占率 8.1%。

1.2、公司主要游戏产品

1.2.1、《龙族幻想》

公司最新拳头产品，海外成绩优异。《龙族幻想》自 2019 年 7 月上线，中国内地首月流水超过 6 亿元，2019 年贡献收入 3.89 亿元，占总收入比例为 36.5%。根据七麦数据，截至 2019 年底其在游戏免费榜上的排名基本保持在前 200，是公司目前的拳头产品。《龙族幻想》在国外市场也取得了突破性的成绩，2020 年 2 月《龙族幻想》欧美版发布，30 天内获得下载量 276 万次，创造流水 485 万美元，成为近年西方市场最成功的国产 RPG 手游，且截至 2020 年 3 月，《龙族幻想》美国市场的收入已经超过中国市场并仍处于上升阶段；2020 年 4 月《龙族幻想》日本版正式发布 6 小时不到登顶 iOS 免费榜，创造 2020 年以来国产 MMO 手游在日本市场的最佳成绩。

图10、《龙族幻想》近一年排名趋势



资料来源：七麦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2.2、《梦幻诛仙》

生命周期较长，流水贡献稳定。《梦幻诛仙》于2016年11月上线后连续四个月登顶中国内地 iOS App Store 热门游戏排行榜前15位及2016年中国游戏风云榜十大最受欢迎手机游戏，截至2019年年底其贡献流水已经超过33亿元。《梦幻诛仙》在收入贡献排名上较为稳定，2017年度/2018年度/2019年度分别贡献收入4.63亿元/1.74亿元/1.01亿元，分别占游戏收入的35.4%/19.9%/9.5%。公司预期该游戏即将在八月步入成熟期，预期生命周期72个月。

表2、2017年-2019年祖龙娱乐按游戏划分收益（百万元，百分比除外）

2017年度			2018年度			2019年度		
游戏	收入	占比(%)	游戏	收入	占比(%)	游戏	收入	占比(%)
梦幻诛仙	463.2	35.4	天空纪元	221.3	25.4	龙族幻想	389.3	36.5
天空纪元	275.5	21	万王之王 3D	184.1	21.2	万王之王 3D	332.2	31.1
御剑情缘	185.2	14.1	梦幻诛仙	173.5	19.9	梦幻诛仙	101.2	9.5
权力与荣耀	162.8	12.5	御剑情缘	66.2	7.6	天空纪元	92.3	8.6
六龙争霸	135	10.3	六龙争霸	64.9	7.5	御剑情缘	61.4	5.8
总计	1221.7	93.3	总计	710.0	81.6	总计	976.4	91.5

资料来源：祖龙娱乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

2、公司业务：自研强力+腾讯分发，好作品在国内海外均表现亮眼

2.1、强研发为新游增量提供保障，并提升公司 IP 价值转化能力

公司研发氛围浓厚，研发人员强大，研发投入占比高。公司从高管层面就具有浓厚的研发氛围，公司实施平台制研发，核心制作人负责相应产品，美术、音效等人员可交叉使用。公司研发人员占比超过85%，并有205名员工拥有超过10年

的游戏开发经验。2017年至2019年度，公司的研发费用分别为4.55亿元/3.28亿元/3.89亿元，研发费用率分别为34.7%/37.65%/36.47%。

图11、公司人员分部占比

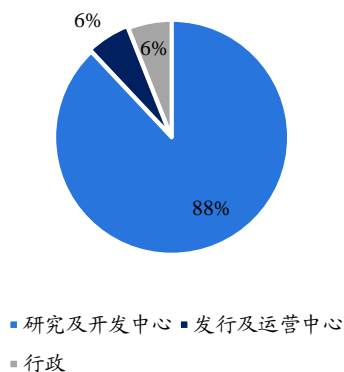
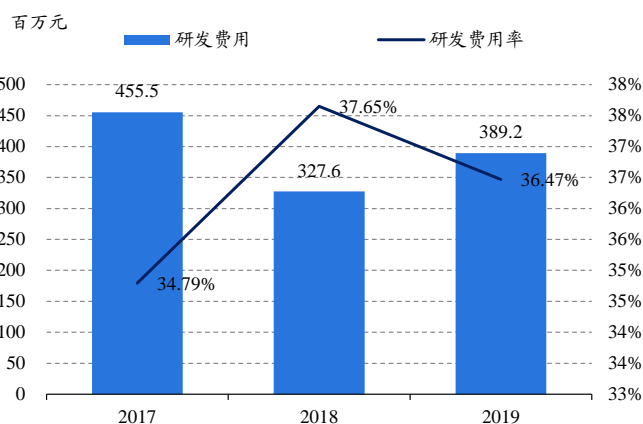


图12、2017-2019年公司研发费用及研发费用率



资料来源：祖龙娱乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

强研发为公司IP价值输出提供保障。公司目前拥有19项原创或授权IP，现有游戏中有7款为原创IP游戏，占现有游戏组合的53%。原创IP不用产生IP授权费，重视研发使得公司在原创IP方面有强大的创造能力。公司公布的未来游戏pipeline中八款游戏有六款都是IP相关游戏，四款为原创IP，两款为授权IP。

表3、公司未来游戏 pipeline

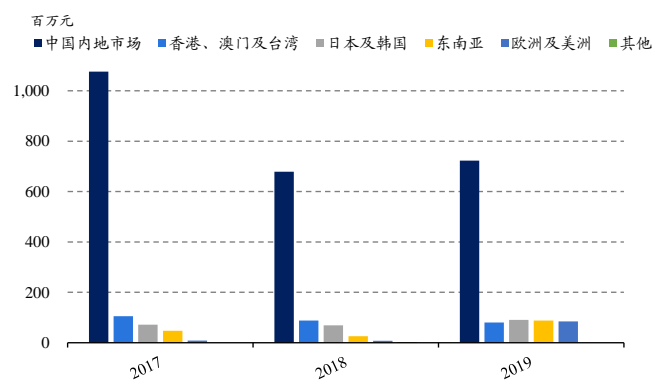
时间	名称	品类	IP来源	开发阶段	预计上线日期	主要市场
2020年	鸿图之下	SLG	原创IP	游戏制作	20Q3	中国内地及东南亚
	梦想新大陆	MMORPG	原创IP	游戏制作	20Q4	中国内地
2021年	诺亚之心	MMORPG	原创IP	游戏制作	21Q1	全球
	三国群英传	SLG	授权IP	游戏提案	21Q4	全球
2022年	项目A	其他	原创IP	游戏制作	22Q1	全球
	项目B	MMORPG	授权IP	游戏制作	22Q1	全球
	项目C	SLG		市场研究及游戏提案	22Q3	全球
	项目D	MMORPG		市场研究及游戏提案	22Q4	全球

资料来源：祖龙娱乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、海外市场表现亮眼

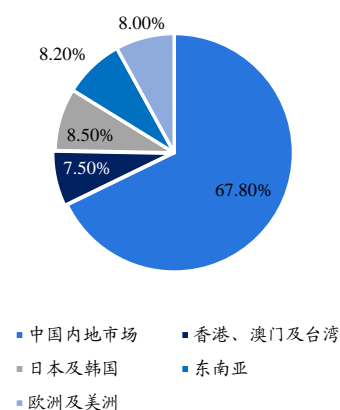
出海收入占比提升明显，已有优势将进一步巩固海外地位。2017/2018/2019年度公司的海外市场收入占比分别为17.8%/22%/32.3%，两年CAGR为21.52%，其中日本、东南亚及欧美市场收入提升明显。公司凭借自身过硬产品质量和有效的国际分发渠道，不断在新的国际市场拓展国际受众。公司在MMORPG领域的韩国等海外市场取得骄人成就，且公司是引入移动MMORPG至其他地区的领先游戏公司之一。于往绩记录期间，按流水计，公司内部开发的移动MMORPG名列韩国总榜中国移动MMORPG五强。公司未来将进一步致力打造国际品牌，并加大在具有较强市场潜力的拉丁美洲和印度市场加大投入。

图13、公司人员分部占比



资料来源：祖龙娱乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、2017-2019 年公司研发费用及研发费用率

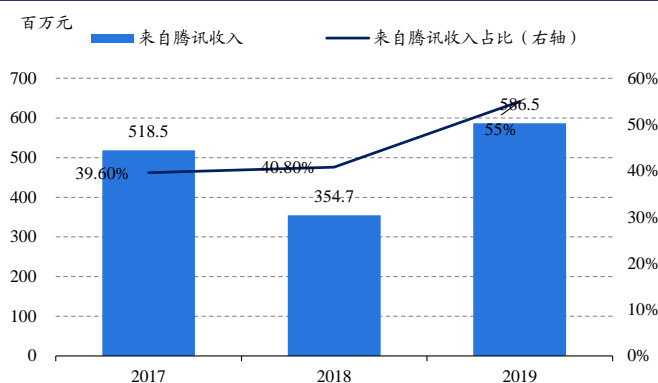


资料来源：祖龙娱乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、与腾讯进一步深化合作

高质量游戏+腾讯流量助力增长，将在更多方面合作。腾讯目前持有公司已发行股本的 17.51%，并在业务上多方面合作。2017 年至 2019 年度，腾讯均为公司最大收入来源，分别贡献收入 5.19 亿元/3.55 亿元/5.87 亿元，分别占总收入 39.6%/40.8%/55%。产品方面，内地市场已经就四款项目的发行展开合作，已经有三款筹备中的游戏向腾讯授权，分别为《鸿图之下》、《梦想新大陆》及《诺亚之心》。未来公司还将：1) 委聘腾讯就公司部分游戏提供推广及广告服务。2) 继续购买腾讯的服务，包括云服务、云存储、云服务相关技术支援等。3) 就游戏开发、授权以及发行及分销加强与腾讯的合作，透过就公司游戏的授权及运营进行合作以获取更强的盈利能力。

图15、2017 年-2019 年公司来自腾讯的收入及占比



资料来源：祖龙娱乐招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3、募资用途

表4、公司本次募资规划用途

募资用途	占比	具体内容
游戏研发业务板块	40%	将用于升级游戏技术,提升游戏产品组合; 招募游戏开发及圆形设计人才(特别是次世代游戏技术人才); 配置完善技术及网络基础设施、服务器及升级数据分析系统配置; 深化与世界顶尖游戏引擎公司的合作以定制高端游戏引擎
游戏发行及运营业务板块	20%	将用于加强与全球主流媒体及应用商店的关系(AppStore、GooglePlay、Facebook、TapTap等); 增加线下宣传活动; 加强海外发行及运营团队建设
策略性收购及投资	20%	收购上游开发商、国内及海外游戏发行商及分销渠道
IP 储备及内容供应拓展	10%	与国际头部 IP 持有人合作, 采购制作动漫、文学、游戏及电影等 IP
营运资金及一般企业用途	10%	

资料来源: 祖龙娱乐招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议: 我们预计公司目前拳头游戏《龙族幻想》仍处在上升空间, 老游生命周期较长, 回落速度较慢; 同时看好公司强研发及与腾讯深化合作为新游带来的增量, 建议投资者积极关注。

风险提示: 1) 政策监管风险; 2) 新游推进不及预期; 3) 游戏出海竞争加剧。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。