

## 買入

2021年8月26日

### 遊戲和電商收入超預期，公司上調全年指引，全球化穩步推進

► **二季度收入超預期，上調全年收入指引：**總收入 22.8 億美元，同比增長 159%，彭博一致預期為 19.1 億美元。經調整 EBITDA 為-2,410 萬美元，去年同期為 770 萬美元。淨虧損-4.34 億美元，彭博一致預期為-3.75 億美元。公司上調 2021 年全年收入指引。1) 遊戲 Non-GAAP 收入從 43-45 億美元上調至 45-47 億美元。2) 電商 GAAP 收入從 45-47 億美元上調至 47-49 億美元。公司將會持續加大對拉美等新興市場的投入，因此並不過度追求短期利潤。

► **加強社交和內容屬性，持續提升使用者參與度：**遊戲收入同比增長 167%。Non-GAAP 收入（含遞延收入）同比增長 65%。經調整 EBITDA 同比增長 70%。用戶數和付費率均保持上升態勢。QAU 同比增長 45%。付費率為 12.7%，同比上升 2.7 個百分點。ARPPU 值為 12.8 美元，環比下降 8%，同比下降 11%。我們認為遊戲業務將持續受益於用戶的增長和付費率的提升。與此同時，Free Fire 未來仍將是遊戲業務的核心驅動力。此外，公司將在社交屬性、IP、直播以及電競上持續發力，不斷推出全新的玩家體驗，最終提升各個年齡層用戶的參與度。

► **電商業務延續高增長，馬來地區首次實現盈利：**電商 GAAP 收入 11.6 億美元，同比增長 161%。其中，3P 業務同比增長 191%；1P 業務同比增長 90%。經調整 EBITDA 為-5.80 億美元，環比和同比虧損額均有所擴大。App Annie 資料，本季度 Shopee 在巴西購物類 App 下載量和用戶時長排名第一、MAU 排名第二。考慮到新興市場較低的電商滲透率，公司未來將持續受益於人口紅利。此外，在拉美地區，儘管公司業務增長強勁，但中短期依然處於投入階段。長期來看，憑藉公司高效的運營，本土化的打法，以及內部業務間的協同效應，Shopee 有望持續向拉美地區滲透。

► **支付市場尚存大量空白，積極提升線下頻次：**我們認為當前東南亞等地區的支付市場尚存在較大空白和未滿足需求。除了與自有遊戲和電商平臺進行綁定，公司積極拓展線下管道提高電子錢包的消費頻次。此外，外賣業務近期在越南和印尼增長迅速，我們預計未來公司將會在其他東南亞市場上線外賣服務，持續完善平臺生態。

► **目標價 373.34 美元，買入評級：**我們上調未來三年收入至 93.76/155.17/209.31 億美元，每股盈利-1.98/-0.35/1.73 美元，採用分部估值法，給予目標價 373.34 美元，較現價 17% 的增長空間，買入評級。

► **風險：**1) Free Fire 熱度下降，自研缺乏長期壁壘；2) 電商競爭格局加劇，出海面臨當地本土電商的競爭，拉美電商業務進展低於預期；3) 跨境電商監管加嚴的風險。

黃博涵

852-25321539

Bohan.huang@firstshanghai.com.hk

Chuck Li

852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

### 主要資料

行業	互聯網
股價	320.00 美元
目標價	373.34 美元 (+16.7%)
股票代碼	SE
總股本	5.24 億股
市值	1721.79 億美元
52 周高/低	328.35 美元/135.28 美元
每股帳面值	6.85 美元
主要股東	Tencent 22.6% Forrest Li 8.8% T. Rowe Price Group 8.8% Gang Ye 5.8%

### 盈利摘要

截至12月31日止財政年度	19年历史	20年历史	21年预测	22年预测	23年预测
总营业收入 (美元百万元)	2,175,378	4,375,664	9,376,403	15,517,465	20,930,914
变动	163.05%	101.14%	114.29%	65.49%	34.89%
GAAP 净利润	-1,457,722	-1,624,157	-956,579	-186,518	794,959
每股盈利 (美元)	-3.35	-3.39	-1.98	-0.35	1.73
变动	51.68%	11.42%	-41.10%	-80.50%	-526.21%
基于320美元的市盈率 (估)	N/A	N/A	N/A	N/A	185.3
每股派息 (美元)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
股息现价比	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

來源：公司資料，第一上海預測

### 股價表現



來源：彭博

## 二季度收入超預期，上調全年收入指引

收入超預期，同比增長 159%

2021Q2 公司實現總收入 22.8 億美元，環比增長 29%，同比增長 159%，彭博一致預期為 19.1 億美元，主要得益於遊戲和電商業務的強勁增長。

公司實現毛利 9.31 億美元，環比增長 44%，同比增長 364%。經調整 EBITDA 為 -2,410 萬美元，一季度為 8,810 萬美元，去年同期為 770 萬美元，彭博一致預期為 1.18 億美元。淨虧損 -4.34 億美元，彭博一致預期為 -3.75 億美元。

公司持續加大對核心業務的投入，本季度銷售以及研發費用均保持較快的增速。銷售費用為 9.21 億美元，同比增長 138%，主要投放於電商節和電子錢包業務的推廣。研發費用為 1.73 億美元，環比增長 22%，同比增長 129%。

上調 2021 年收入指引

值得關注的是，公司上調 2021 年全年收入指引。

遊戲業務，2021 年全年 Non-GAAP 收入由此前 43-45 億美元上調至 45-47 億美元，中間值較 2020 年同比增長 44%。

電商業務，預計 2021 年 GAAP 收入為 47-49 億美元，中間值同比增長 122%，此前為 45-47 億美元。

此外，公司將會持續加大對拉美等新興市場的投入，因此並不過度追求短期利潤。

## 加強社交和內容屬性，持續提升使用者參與度

遊戲收入同比增長 167%

本季度，遊戲收入依然主要由用戶數和付費率的所驅動，以及自研 FreeFire 跨地區的穩健表現。

遊戲收入為 10.2 億美元，環比增長 31%，同比增長 167%。Non-GAAP 收入（含遞延收入）為 11.8 億美元，環比增長 6%，同比增長 65%。

EBITDA 利潤率 62.8%

利潤方面，經調整 EBITDA 7.41 億美元，環比增長 3%，同比增長 70%。EBITDA 利潤率為 62.8%，環比下降 1.6 個百分點，同比上升 1.9 個百分點。

QAU 同比增長 45%至 7.3 億，付費率繼續提升

本季度，用戶數和付費率均保持上升態勢。QAU 為 7.3 億，環比增長 12%，同比增長 45%。QPU 為 9,220 萬，同比增長 85%。付費率為 12.7%，環比上升 0.4 個百分點，同比上升 2.7 個百分點。ARPPU 值為 12.8 美元，環比下降 8%，同比下降 11%。

根據 AppAnnie 資料，本季度 FreeFire 的 DAU 達到 1.5 億的峰值，並保持東南亞、拉美和印度市場的手遊收入排名第一，以及美國市場的戰術競技類手遊收入榜首。此外，公司在臺灣地區開始發行 MMORPG 天涯明月刀手遊。2021 年 5 月，公司線上上舉辦的 FreeFire 世界盃電競賽事共有超過 540 萬峰值用戶。

FreeFire 將成為社交和內容型平臺

我們認為遊戲業務將持續受益於用戶的增長和付費率的提升。與此同時，FreeFire 未來仍將是遊戲業務的核心驅動力。

此外，公司將在社交屬性、IP、直播以及電競上持續發力，不斷推出全新的玩家體驗，最終提升各個年齡層用戶的參與度。

## 電商業務延續高增長，馬來地區首次實現盈利

電商收入同比增長 161%

2021Q2 電商 GAAP 收入為 11.6 億美元，同比增長 161%。其中，3P 業務收入 9.05 億美元，同比增長 191%；1P 業務收入 2.51 億美元，同比增長 90%。

利潤方面，經調整 EBITDA 為 -5.80 億美元，環比和同比虧損額均有所擴大。

此外，本季度 Shopee 馬來西亞站經調整 EBITDA 首次實現盈利，成為繼臺灣站後

## 馬來西亞站首次實現盈利 第二個實現盈利的市場。

GMV 錄得 150 億美元，同比增長 88%。總訂單數為 14 億，同比增長 127%。其中，印尼作為東南亞最大市場，訂單量仍然保持三位元數的同比增幅。平均訂單價格為 10.7 美元，環比下降 6%，同比下降 18%，主要由於疫情期間用戶對單價更低的快消品需求明顯增加，導致平均訂單價格下降。

GMV 150 億美元，訂單數 14 億

公司加大節日促銷等行銷推廣活動，單月購買頻次超過 6 次，在最大的印尼市場超過 7 次。

平均訂單價格 10.7 美元

按品類來看，排名前三的品類仍以具備長尾效應和高毛利商品為主，分別為服飾、日化和居家用品。

根據 AppAnnie 資料，本季度 Shopee 在印尼和臺灣地區保持購物類 AppMAU 和用戶時長榜首，在巴西購物類 App 下載量和用戶時長排名第一、MAU 排名第二。此外，Shopee 商城在東南亞地區推出品牌會員制度，便於說明品牌提高客戶轉化率、複購率和客單價。

廣告投放提升備金率，巴西站備金率 12-18%

自 2020 年進入拉美市場以來，巴西市場的備金率提升至 12-18%，市場反響非常積極。此外，在拉美市場的履約方面，公司目前仍以與協力廠商物流的合作模式為主。

考慮到新興市場較低的電商滲透率，公司未來將持續受益於人口紅利。此外，在拉美地區，儘管公司業務增長強勁，但中短期依然處於投入階段，利潤端將承壓。長期來看，憑藉公司高效的運營，本土化的打法，以及內部業務間的協同效應，Shopee 有望持續向拉美地區滲透。

## 支付市場尚存大量空白，積極提升線下頻次

支付收入同比增長 659%，GTV41 億美元

2021Q2 支付業務收入為 8,874 萬美元，環比增長 73%，同比增長 659%。GTV 超過 41 億美元，環比增長約 21%，同比增長將近 150%，主要來自支付用戶增長和使用頻次提升。季度支付用戶為 3,270 萬。

外賣業務在越南和印尼增長迅速

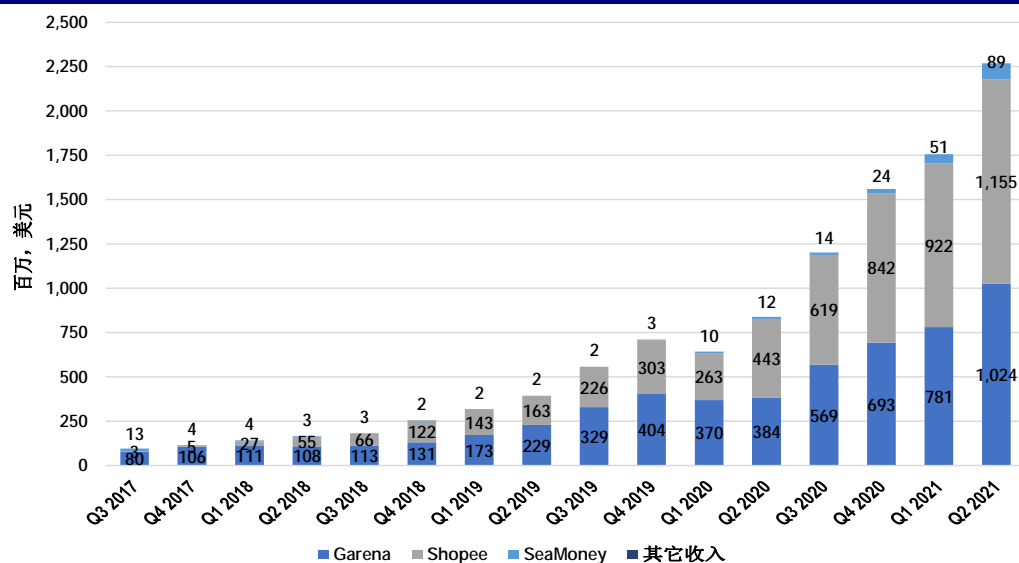
我們認為當前東南亞等地區的支付市場尚存在較大空白和未滿足需求。除了與自有遊戲和電商平臺進行綁定，公司積極拓展線下管道提高電子錢包的消費頻次，包括便利店、連鎖餐廳、GooglePlay 應用商店、萬事達泰國以及菲律賓連鎖超市 Puregold 等。

此外，外賣業務近期在越南和印尼增長迅速，我們預計未來公司將會在其他東南亞市場上線外賣服務，持續完善平臺生態。

## 目標價 373.34 美元，買入評級

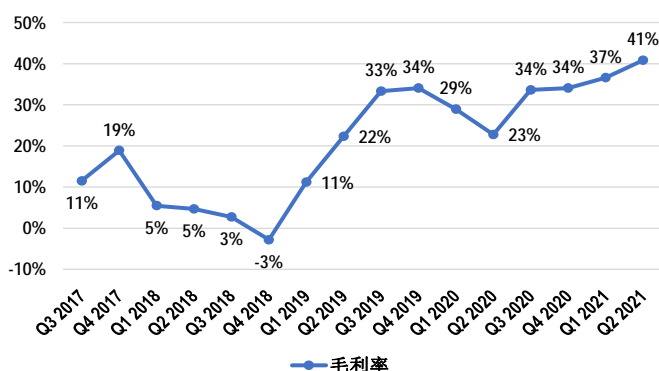
我們上調未來三年收入至 93.76/155.17/209.31 億美元，每股盈利-1.98/-0.35/1.73 美元，採用分部估值法，給予目標價 373.34 美元，較現價 17% 的增長空間，買入評級。

圖表 1: 營業收入 (百萬美元)

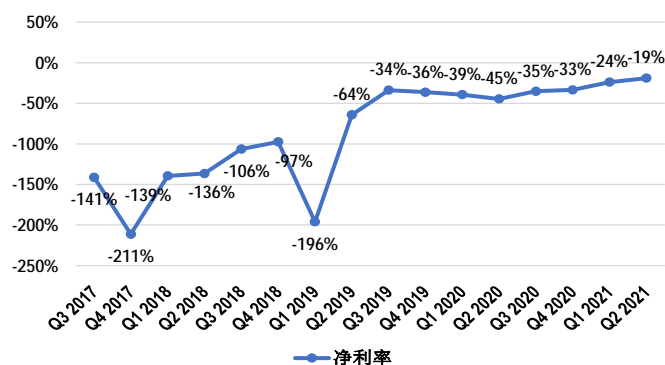


資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 2: 季度毛利率



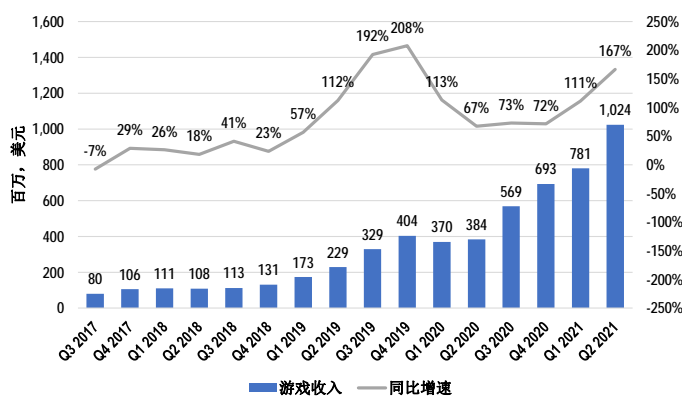
圖表 3: 季度淨利率



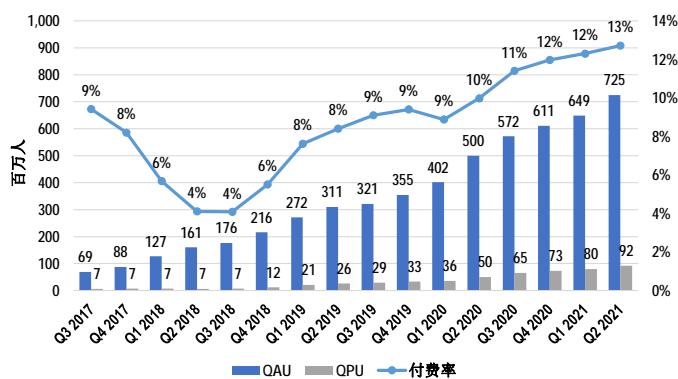
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 4: 季度遊戲收入 (百萬美元)



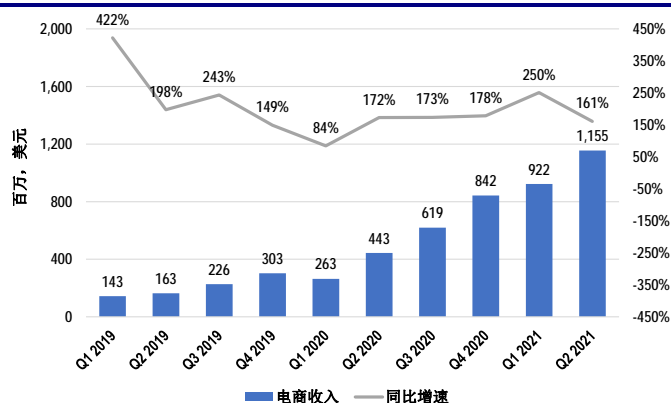
圖表 5: 遊戲季度活躍用戶數、付費用戶數及付費率



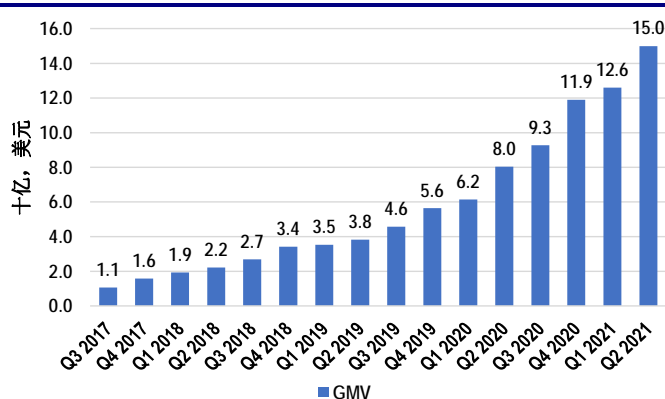
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 6: 季度電商收入 (百萬美元)



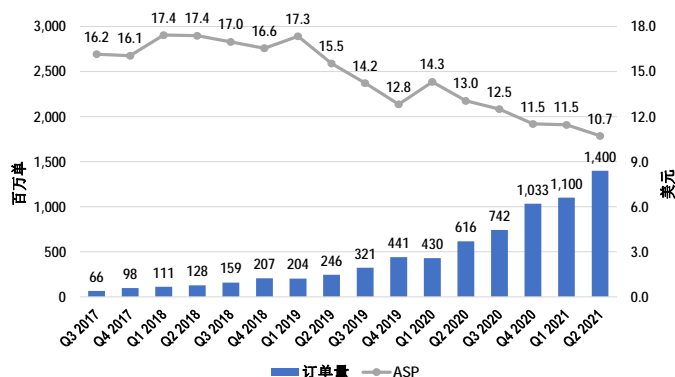
圖表 7: 季度電商 GMV (十億美元)



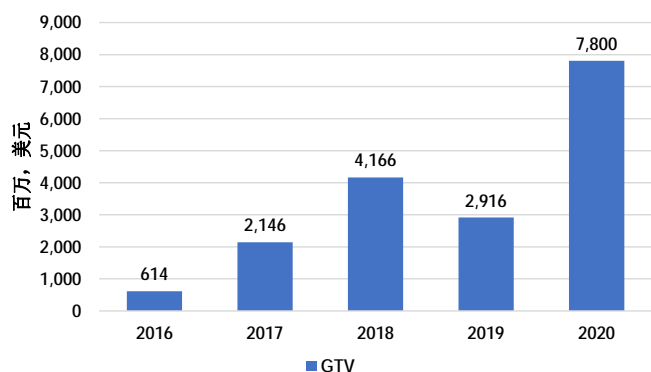
資料來源: 公司資料, 第一上海整理

資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 8: 季度訂單量及客單價



圖表 9: 支付業務 GTV (百萬美元)



資料來源: 公司資料, 第一上海整理

資料來源: 公司資料, 第一上海整理

圖表 10: SOTP 估值模型

SOTP Valuation	Unit	FY 2022
<b>Digital entertainment</b>		
Adjusted NI	Mn, \$	2,329
Price/Adjusted NI		25
Enterprise Value	Mn, \$	59,160
<b>Per Shares</b>		<b>113.77</b>
<b>E-Commerce</b>		
GMV	Mn, \$	97,145
Prive/GMV		1.2
Enterprise Value	Mn, \$	120,460
<b>Per Shares</b>		<b>231.65</b>
<b>Digital Financial</b>		
Revenue	Mn, \$	571
Price/Sales		25
Enterprise Value		14,515
<b>Per Shares</b>		<b>27.91</b>
Net Cash		5,112
# of Shares		5.2
Valuation		194,135
<b>Target Price</b>		<b>373.34</b>

資料來源: 第一上海預測

# 主要財務報表

## 損益表

單位：百萬美元，財務年度：12月31日

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
<b>Total Revenue</b>	<b>2,175,378</b>	<b>4,375,664</b>	<b>9,376,403</b>	<b>15,517,465</b>	<b>20,930,914</b>
Total cost of revenue	1,570,458	3,026,759	5,923,314	9,337,257	11,966,740
<b>Gross Profit</b>	<b>604,920</b>	<b>1,348,905</b>	<b>3,453,089</b>	<b>6,180,208</b>	<b>8,964,174</b>
Other Operating Income	15,890	189,645	281,292	310,349	209,309
Sales and marketing expenses	-969,543	-1,830,875	-2,985,655	-4,165,232	-4,990,395
General and administrative expenses	-385,865	-657,215	-656,348	-931,048	-1,255,855
Research and development expenses	-156,634	-353,785	-664,345	-944,282	-1,273,706
<b>Total operating expenses</b>	<b>-1,496,152</b>	<b>-2,652,230</b>	<b>-4,025,056</b>	<b>-5,730,213</b>	<b>-7,310,647</b>
<b>Operating loss</b>	<b>-891,232</b>	<b>-1,303,325</b>	<b>-571,967</b>	<b>449,995</b>	<b>1,653,527</b>
Interest income	33,935	24,804	53,151	87,963	118,650
Interest Expense	-48,208	-148,243	-317,663	-525,716	-709,118
Investment gain (loss), net	11,794	-17,820	-38,186	-63,195	-85,242
Changes in fair value of convertible not	-472,877	-87	-186	-309	-416
Foreign exchange loss	-2,031	-38,567	-82,643	-136,771	-184,485
<b>Loss before income tax and share of</b>	<b>-1,368,619</b>	<b>-1,483,238</b>	<b>-654,611</b>	<b>313,225</b>	<b>1,469,042</b>
Income tax expense	-85,864	-141,640	-303,514	-502,299	-677,533
Share of results of equity investees	-3,239	721	1,545	2,557	3,449
<b>Net loss</b>	<b>-1,457,722</b>	<b>-1,624,157</b>	<b>-956,579</b>	<b>-186,518</b>	<b>794,959</b>

## 资产负债表

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
Cash and cash equivalents	3,118,988	6,166,880	5,112,349	5,716,996	6,574,564
Restricted Cash/Investments (Short-Term)	434,938	859,192	859,192	859,192	859,192
Accounts Receivable - Trade	187,035	362,999	559,855	880,204	1,127,910
Prepaid Expenses (Short-Term)	535,187	1,054,229	2,047,533	2,435,997	2,817,989
Short-Term Loans	—	285,937	285,937	285,937	285,937
Inventories	26,932	64,219	89,190	140,596	180,189
Short-Term Investments	102,324	126,099	126,099	126,099	126,099
Due From Parties/Affiliates (Short-Term)	4,735	19,449	19,449	19,449	19,449
<b>Total Current Assets</b>	<b>4,410,139</b>	<b>8,939,004</b>	<b>9,099,605</b>	<b>10,464,470</b>	<b>11,991,330</b>
Property Plant & Equipment, Net	318,620	386,401	695,522	1,043,283	1,564,924
Operating lease right-of-use assets, net	182,965	234,555	234,555	234,555	234,555
Intangible assets, net	15,020	39,773	189,773	339,773	489,773
Long-Term Investments	113,797	190,482	190,482	190,482	190,482
Prepaid Expenses (Long-Term)	65,684	204,804	204,804	204,804	204,804
Other Noncurrent Assets	—	117,149	117,149	117,149	117,149
Restricted Cash/Investments (Long-Term)	16,652	27,321	27,321	27,321	27,321
Deferred Income Tax Asset (Long-Term)	70,340	99,904	99,904	99,904	99,904
Goodwill	30,952	216,278	216,278	216,278	216,278
<b>Total Non-Current Assets</b>	<b>814,030</b>	<b>1,516,667</b>	<b>1,975,788</b>	<b>2,473,549</b>	<b>3,145,190</b>
<b>Total Assets</b>	<b>5,224,169</b>	<b>10,455,671</b>	<b>11,075,393</b>	<b>12,938,019</b>	<b>15,136,520</b>
Accounts Payable - Trade	69,370	121,637	186,899	294,619	377,587
Accrued Expenses	980,805	2,033,461	2,801,961	4,196,046	5,108,818
Other Current Liabilities	65,062	161,379	161,379	161,379	161,379
Due to Parties/Affiliates	34,990	42,613	42,613	42,613	42,613
Operating lease liabilities	56,320	74,506	74,506	74,506	74,506
Deferred/Unearned Revenue/Deferred	1,097,868	2,150,165	2,892,704	3,440,043	3,847,846
Income Taxes Accrued/Payable	27,212	52,306	52,306	52,306	52,306
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>2,362,366</b>	<b>4,636,067</b>	<b>6,212,368</b>	<b>8,261,512</b>	<b>9,665,055</b>
Accrued Expenses (Long-Term)	25,802	36,159	36,159	36,159	36,159
Operating lease liabilities	144,000	177,870	177,870	177,870	177,870
Deferred/Unearned Revenue/Deferred	160,708	343,297	343,297	343,297	343,297
Notes Payable (Long-Term)	1,356,332	1,840,406	1,840,406	1,840,406	1,840,406
Deferred Income Taxes	975	1,526	1,526	1,526	1,526
Other Noncurrent Liabilities	976	107	107	107	107
<b>Total Non-Current Liabilities</b>	<b>1,689,151</b>	<b>2,399,365</b>	<b>2,399,365</b>	<b>2,399,365</b>	<b>2,399,365</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>4,051,517</b>	<b>7,035,432</b>	<b>8,611,733</b>	<b>10,660,877</b>	<b>12,064,420</b>
Class A Ordinary shares	154	179	179	179	179
Class B Ordinary shares	76	76	76	76	76
Additional Paid in Capital	4,687,284	8,526,571	8,526,571	8,526,571	8,526,571
Accumulated Other Comprehensive Inc	5,449	4,681	4,681	4,681	4,681
Other Reserves	46	2,363	2,363	2,363	2,363
<b>Retained Earnings (Accumulated Del</b>	<b>-3,530,585</b>	<b>-5,150,958</b>	<b>-6,107,537</b>	<b>-6,294,055</b>	<b>-5,499,097</b>
Total Sea Limited shareholders' equity	1,162,424	3,828,912	2,426,333	2,239,815	3,034,773
Minority/Non-controlling Interests	10,228	37,327	37,327	37,327	37,327
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>1,172,652</b>	<b>3,420,239</b>	<b>2,463,660</b>	<b>2,277,142</b>	<b>3,072,100</b>
<b>Total liabilities and shareholders' eq</b>	<b>5,224,169</b>	<b>10,455,671</b>	<b>11,075,393</b>	<b>12,938,019</b>	<b>15,136,520</b>

## 財務能力分析

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	27.8%	30.8%	36.8%	39.8%	42.8%
净利率 (%)	-67.0%	-37.1%	-10.2%	-1.2%	3.8%
<b>營運表現</b>					
总收入增速 (%)	163.1%	101.1%	114.3%	65.5%	34.9%
市场营销费用/收入 (%)	44.6%	41.8%	31.8%	26.8%	23.8%
行政管理费用/收入 (%)	17.7%	15.0%	7.0%	6.0%	6.0%
研究和开发费用/收入 (%)	7.2%	8.1%	7.1%	6.1%	6.1%
实际税率 (%)	3.9%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
应收账款天数	23.9	22.9	21.8	20.7	19.7
应付账款天数	12.4	11.5	11.5	11.5	11.5
<b>財務狀況</b>					
总负债/总资产	77.6%	67.3%	77.8%	82.4%	79.7%
收入/净资产	185.5%	127.9%	380.6%	681.4%	681.3%
经营性现金流/收入	-41.0%	-29.8%	-6.1%	2.9%	7.9%

## 现金流量表

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
<b>Total Cashflow from Operations Beto</b>	<b>-712,198</b>	<b>-970,297</b>	<b>-956,579</b>	<b>-186,518</b>	<b>794,959</b>
Inventories	11,762	-38,528	-24,971	-51,406	-39,594
Accounts receivable	-86,546	-174,767	-196,856	-320,350	-247,706
Prepaid expenses and other assets	-214,926	-527,139	-993,304	-388,464	-381,992
Amounts due from related parties	538	-10,897	0	0	0
Operating lease right-of-use assets	-62,140	-45,203	0	0	0
Accounts payable	31,381	50,860	65,262	107,720	82,968
Accrued expenses and other payables	354,151	943,586	768,500	1,394,085	912,772
Advances from customers	34,263	92,851	0	0	0
Operating lease liabilities	70,901	46,352	0	0	0
Deferred revenue	637,214	1,162,399	742,539	547,339	407,803
Income tax payable	17,207	25,505	0	0	0
Amounts due to related parties	-11,742	1,146	0	0	0
Restricted Cash	0	0	0	0	0
<b>Total Cash Flows from Operations</b>	<b>69,865</b>	<b>555,868</b>	<b>-595,410</b>	<b>1,102,407</b>	<b>1,529,210</b>
Purchase of property and equipment	-239,844	-336,274	-309,121	-347,761	-521,641
Purchase of intangibles	-7,254	-20,780	-150,000	-150,000	-150,000
Purchase of investments	-118,462	-219,549	0	0	0
Proceeds from disposal of property and	1,236	1,732	0	0	0
Proceeds from disposal of intangible ass	0	0	0	0	0
Proceeds from sale and maturity of inve:	640	19,541	0	0	0
Distributions from investments	465	1,294	0	0	0
Acquisition of businesses, net of cash a	0	-92,190	0	0	0
Disposal of subsidiaries, net of cash dis	0	15,008	0	0	0
Change in loans receivable	0	-255,695	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
<b>Total Cash Flows from Investing</b>	<b>-363,219</b>	<b>-886,912</b>	<b>-459,121</b>	<b>-497,761</b>	<b>-671,641</b>
Proceeds from issuance of convertible n	1,138,500	1,141,362	0	0	0
Purchase of capped call	-97,060	-135,700	0	0	0
Proceeds from borrowings	868	1,224	0	0	0
Repayment of borrowings	-2,871	-31,833	0	0	0
Proceeds from issuance of ordinary sha	1,538,802	2,970,248	0	0	0
Transaction with non-controlling interest	0	-20,736	0	0	0
Proceeds from partial disposal of a subs	0	0	0	0	0
Contribution by non-controlling interest	1,356	4,631	0	0	0
Payments for exchange and conversion	0	-50,009	0	0	0
Change in accrued expenses and other	0	-146,055	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
<b>Total Cash Flows from Financing</b>	<b>2,579,595</b>	<b>3,733,132</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Effect of foreign exchange rate changes	25,025	80,727	0	0	0
Net (decrease) increase in cash, cash e	2,311,266	3,482,815	-1,054,531	604,646	857,569
<b>Cash, cash equivalents and restrictec</b>	<b>1,259,312</b>	<b>3,570,578</b>	<b>7,053,393</b>	<b>5,998,862</b>	<b>6,603,509</b>
<b>Cash, cash equivalents and restrictec</b>	<b>3,570,578</b>	<b>7,053,393</b>	<b>5,998,862</b>	<b>6,603,509</b>	<b>7,461,077</b>

資料來源：公司資料，第一上海預測

**第一上海證券有限公司**

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。