

公司報告

宇華教育 (6169 HK)

估值富有吸引力；上调至买入评级

■ 自我们将宇华的评级下调为中性后，宇华股价已下跌37%（同业平均跌幅为26%），主因是对政策谣言的恐慌

■ 我们认为宇华K-9业务的重组已经被反映，即使假设未来“无新增并购”，当前估值仍富有吸引力

■ 上调至买入评级：受职业教育支持性政策推动，内生增长依然稳健；维持盈利预测及目标价不变

股价显著下跌...

自我们在2021年12月1日将宇华的评级下调至中性以来，宇华的股价已经下跌了37%（同业平均跌幅为26%），未来12个月市盈率从6.6倍下跌了39%到4.0倍（同业平均跌幅为30%）。我们认为股价下挫主要由于：1) 对有关VIE架构的政策谣言的恐慌（参见我们的报告）；2) 21财年业绩受剥离K-9业务影响而表现不佳，加上现金股利派息政策和并购的不确定性，公司自2019年后便无新增并购。

...但内生增长依然稳健，股价已超跌

我们认为宇华的股价目前已超跌，甚至低于假设未来“无新增并购”的情景，而内生增长依然稳健。我们预计宇华21-23财年核心盈利年复合增速为13%，驱动因素有：1) 受职业教育支持性政策的推动，学生人数增长及学费提升；2) 两处新校园扩建（即郑州学校的兰考校区，及湖南学校的新校区）；3) 三所位于河南的K-9学校将被转设为职业学院（我们预计将于23财年产生收入），且长期内宇华计划将这三所学校升格为本科院校；4) 宇华计划将剩余的K-9学校转设为职业学院或中职，取决于政策规定及牌照申请情况。

基于估值上调至买入评级；目标价维持3.6港元不变

考虑到宇华优质的大学资产、过往并购执行及盈利能力的良好表现等，我们认为宇华已被低估。基于富有吸引力的估值（宇华当前22/23财年市盈率为4.3倍/3.8倍），我们将宇华上调至买入评级。我们维持盈利预测和3.6港元的目标价不变，基于8倍未来12个月市盈率（不变）。我们的目标价对应8.2倍/7.4倍22/23财年市盈率。我们重申假设的基本情景是政府对高教行业的政策支持不变。**主要风险**：学费、学生人数的增长，经营成本控制，以及政策面风险。

盈利预测及估值

年结8月31日(百万元人民币)	FY20*	FY21*	FY22E	FY23E	FY24E
收入	2,032	2,259	2,457	2,765	3,101
毛利润	1,254	1,519	1,663	1,873	2,105
营业利润	229	1,762	1,433	1,615	1,810
调整后净利润	876	1,257	1,430	1,613	1,816
同比增长	n.a.	44%	14%	13%	13%
调整后每股盈利(人民币)	0.26	0.33	0.36	0.41	0.46
市盈率(x)	7.0	4.9	4.3	3.8	3.4
净资产回报率	21%	33%	23%	21%	19%

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测；股价截至2022年3月1日；*备考数据，不含K-9业务

王騰杰 +852 3189 6634
tommywong@cmschina.com.hk
马牧野 +852 3189 6394
mattma@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA +852 3189 6122
crystalli@cmschina.com.hk

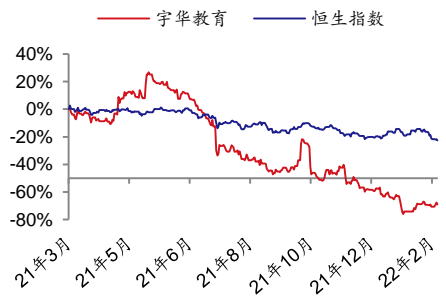
最新变动

上调至买入评级

▲ 买入

前次评级	中性
股价(2022年3月1日)	2.1港元
12个月目标价(上涨/下跌空间)	3.6港元(+70%)
前次目标价	3.6港元

股价表现



数据来源：彭博、股价截至2022年3月1日

%	1m	6m	12m
6169 HK	20.1	(52.0)	(69.3)
恒生指数	(5.3)	(13.4)	(24.6)

行业：教育

恒生指数(2022/3/1)	22,762
国企指数(2022/3/1)	8,053

重要数据

52周股价区间(港元)	1.54 - 8.54
港股市值(百万港元)	7,297
日均成交量(百万股)	16.56
每股净资产(人民币)	1.35

主要股东

光宇投资	56.8%
其他股东	0.8%
总股数(百万股)	3,355
自由流通量	42.4%

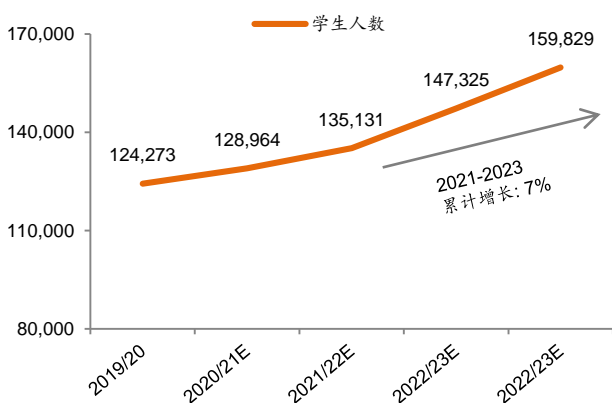
资料来源：公司资料、彭博

相关报告

- 宇华教育(6169 HK) - 股息停派冲击投资信心(中性)(2021/12/1)
- 宇华教育(6169 HK) - 投资未来，顺势而为(买入)(2021/10/27)
- 宇华教育(6169 HK) - 超卖导致估值低谷(买入)(2021/9/20)

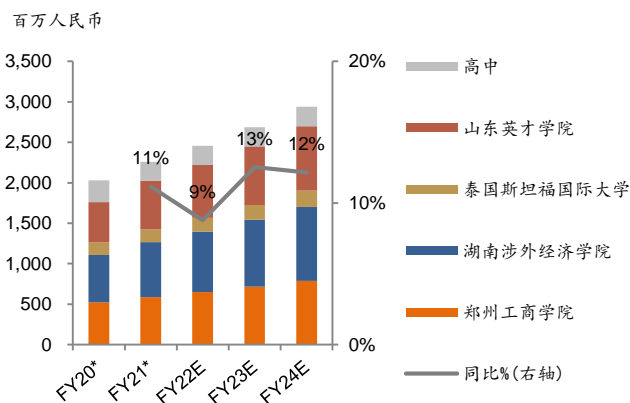
重点图表

图1: 预测宇华21-23财年学生人数年复合增长率将达7%



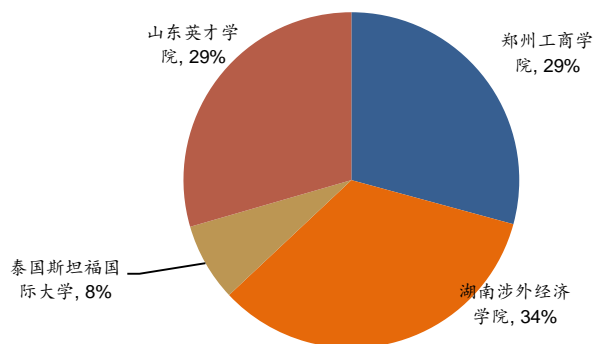
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: 收入增长放缓, 等待新并购落地



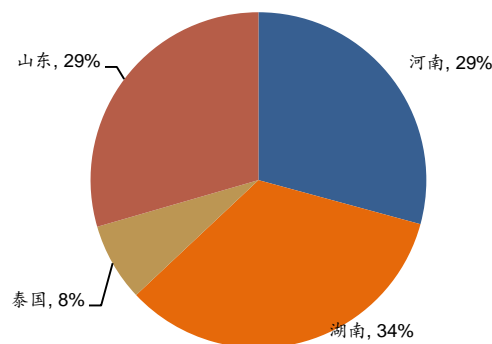
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; *备考数据, 不包含K-9业务

图3: 22财年预测大学板块分学校营业收入



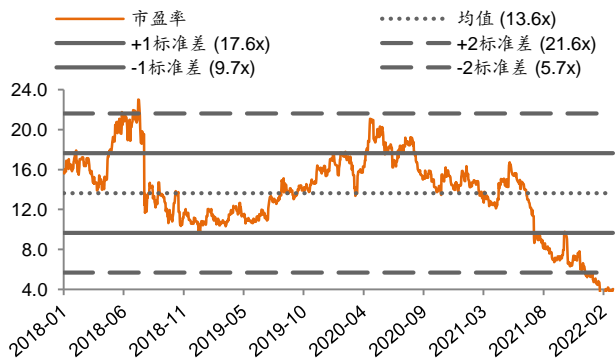
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 注: 仅包含并表学校

图4: 22财年预测大学板块分地区营业收入



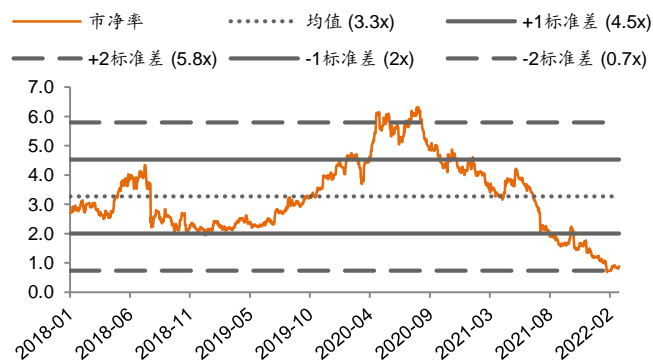
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 注: 仅包含并表学校

图5: 市盈率区间



资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

图6: 市净率区间



资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测

图7: 宇华高教资产一览

	郑州工商学院	本科项目、专科项目	上市前的自建学校。宇华已经为其校园扩张在兰考市购买了一块新的土地，目标在2020/21学年增加8,000张床位，总容量提高到49,000人。
	湖南涉外经济学院	本科项目、专科项目、技师项目	2017年12月收购70%的股权及并表；目前的入学人数已接近容量上限，因此宇华正在建造新的宿舍，该宿舍应在2021/22学年使用。宇华于2020年9月收购了剩余的30%的股权。
	泰国斯坦福国际大学	本科项目、研究生项目	2019年2月收购并表。
	山东英才学院	本科项目、专科项目、技师项目	2019年7月收购90%的股权及并表，于2020年8月收购剩余10%的股权。

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图8: 宇华预测一览

学年	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23	2023/24
学生人数	124,273	128,964	135,131	147,325	159,829
同比	26%	4%	5%	9%	8%
分学校集团收入(人民币百万元)	FY20*	FY21*	FY22E	FY23E	FY24E
大学/职业学院	1,761	2,024	2,220	2,526	2,859
郑州工商学院	523	589	649	715	789
湖南涉外经济学院	587	680	750	827	911
泰国斯坦福国际大学	151	156	167	184	203
山东英才学院	499	599	655	722	796
三所河南职业学院	0	0	0	78	161
高中	271	235	237	239	242
合共	2,032	2,259	2,457	2,765	3,101
分学校集团收入占比	FY20*	FY21*	FY22E	FY23E	FY24E
大学/职业学院	87%	90%	90%	91%	92%
郑州工商学院	26%	26%	26%	26%	25%
湖南涉外经济学院	29%	30%	31%	30%	29%
泰国斯坦福国际大学	7%	7%	7%	7%	7%
山东英才学院	25%	27%	27%	26%	26%
三所河南职业学院	0%	0%	0%	3%	5%
高中	13%	10%	10%	9%	8%
合共	100%	100%	100%	100%	100%
分地域大学业务收入(人民币百万元)	FY20*	FY21*	FY22E	FY23E	FY24E
河南	523	589	649	793	950
湖南	587	680	750	827	911
泰国	151	156	167	184	203
山东	499	599	655	722	796
分地域大学业务收入占比	FY20*	FY21*	FY22E	FY23E	FY24E
河南	30%	29%	29%	31%	33%
湖南	33%	34%	34%	33%	32%
泰国	9%	8%	8%	7%	7%
山东	28%	30%	29%	29%	28%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; *备考数据, 不包含K-9业务

图9: 教育行业同业对比

公司名称	股票代码	股价 (当地货币)	招商证券			市值 (百万 美元)	3个月平 均交易量 (当地货 币, 百 万)	P/E (x)			PEG*	P/B (x)			EV/EBITDA (X)	每股盈利年 复合增长率 (%)
			评级	目标价 (当地货币)	上涨空间 (%)			FY21	FY22E	FY23E		FY22E	FY21E	FY22E		
恒生指数		22,762						8.8	10.7	9.4	n.a.	0.9	1.1	1.0	9.3	n.a.
国企指数		8,053						8.3	8.6	7.7	n.a.	0.9	1.0	0.9	9.6	n.a.
高教行业-第一梯队																
中教	839 HK	6.8	买入	21.0	207.5	2,088	126.2	8.5	7.1	6.3	0.4	1.1	1.0	0.9	6.6	16.5
宇华	6169 HK	2.1	买入	3.6	69.8	975	62.9	4.9	4.3	3.8	0.3	1.6	1.0	0.8	3.0	13.3
希望	1765 HK	0.8	买入	2.3	184.0	832	70.5	7.7	5.1	4.1	0.2	0.7	0.6	0.6	4.0	31.7
高教行业-第二梯队																
科培	1890 HK	2.3	买入	5.7	143.6	603	5.8	5.8	4.7	3.9	0.2	1.2	1.0	0.9	3.3	19.0
新高教	2001 HK	2.8	买入	6.9	147.3	560	16.6	6.0	4.2	3.6	0.1	1.2	0.9	0.8	n.a.	28.5
华夏视听教育	1981 HK	1.8	买入	5.6	214.6	378	2.7	5.7	4.1	3.2	0.1	0.6	0.6	0.5	2.5	34.3
民生	1569 HK	0.9	未评级	n.a.	n.a.	459	1.5	4.3	3.5	2.8	0.1	0.6	0.5	0.4	1.8	23.6
中汇	382 HK	3.3	未评级	n.a.	n.a.	451	6.9	6.2	5.1	4.2	0.2	1.1	0.9	0.7	4.3	27.7
东软	9616 HK	4.7	未评级	n.a.	n.a.	399	1.5	8.9	6.6	5.2	0.2	1.2	1.1	0.9	5.1	29.9
新华	2779 HK	1.3	未评级	n.a.	n.a.	270	0.5	4.3	3.4	3.0	0.2	0.5	0.5	0.4	3.0	18.6
建侨	1525 HK	4.0	未评级	n.a.	n.a.	212	1.3	6.7	5.3	4.4	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	4.4	15.8
华立	1756 HK	1.0	未评级	n.a.	n.a.	158	0.1	7.0	3.0	2.4	0.2	0.4	0.3	0.3	4.2	18.5
K-12 及学前																
天立	1773 HK	1.9	未评级	n.a.	n.a.	529	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
海亮	HLG US	13.7	未评级	n.a.	n.a.	353	0.1	9.6	n.a.	n.a.	n.a.	16.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
成实外	1565 HK	0.5	未评级	n.a.	n.a.	182	n.a.	2.6	2.1	1.2	0.0	0.4	0.3	0.3	4.7	51.2
枫叶	1317 HK	0.4	未评级	n.a.	n.a.	165	7.7	1.5	1.4	n.a.	n.a.	0.2	0.2	n.a.	3.3	n.a.
博实乐	BEDU US	1.1	未评级	n.a.	n.a.	125	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
睿见	6068 HK	0.4	未评级	n.a.	n.a.	123	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	0.2	n.a.	0.3	17.7
教育培训																
新东方	EDU US	1.5	买入	2.7	84.9	2,478	48.5	6.1	n.a.	13.7	n.a.	0.5	0.6	0.6	0.2	(34.0)
新东方在线	9901 HK	11.4	买入	21.1	84.4	2,478	48.5	6.1	n.a.	13.7	n.a.	0.5	0.6	0.6	0.2	(34.0)
好未来	TAL US	2.9	中性	审视中	n.a.	1,864	44.2	23.2	n.a.	5.8	n.a.	0.4	0.4	0.4	0.3	88.4
高途	GOTU US	1.7	中性	审视中	n.a.	467	12.0	n.a.	16.4	18.2	n.a.	1.2	1.1	1.0	0.8	n.a.
中公教育	002607 CH	7.2	未评级	n.a.	n.a.	7,310	388.1	n.a.	30.7	20.8	0.3	10.8	8.7	6.3	21.9	120.6
有道	DAO US	11.2	未评级	n.a.	n.a.	1,413	3.2	n.a.	56.1	36.7	n.a.	n.a.	n.a.	62.1	45.1	n.a.
东方	667 HK	4.6	未评级	n.a.	n.a.	1,280	28.5	11.5	9.2	7.8	0.5	1.3	1.2	1.0	3.7	18.9
均值-高教行业第一梯队								7.0	5.5	4.7	0.3	1.1	0.9	0.8	4.5	20.5
均值-高教行业第二梯队								6.1	4.4	3.6	0.2	0.8	0.7	0.6	3.6	24.0
均值-高教行业总体								6.3	4.7	3.9	0.2	0.9	0.8	0.7	3.8	23.1
均值-K-12 及学前								4.6	1.7	1.2	0.0	4.2	0.2	0.3	2.8	34.5
均值-教育培训								10.2	22.5	31.2	0.4	2.7	2.5	10.6	10.3	38.8
均值(所有)								6.9	9.1	14.2	0.2	2.1	1.2	4.3	5.8	28.4

资料来源: 公司资料、彭博、招商证券(香港)预测; 公司股价截至2022年3月1日; 注: 未评级公司股价信息来源于彭博。*PEG基于22财年预测市盈率和21-23财年每股盈利年复合增速计算。

财务预测

资产负债表

人民币百万元	FY20*	FY21*	FY22E	FY23E	FY24E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
预付土地租赁	1,928	1,819	1,760	1,695	1,624
物业、厂房及设备	3,792	3,624	4,778	5,695	6,294
无形资产	1,551	1,538	1,618	1,701	1,783
其他非流动资产	11	18	18	18	18
非流动资产	7,282	6,999	8,174	9,109	9,719
应收账款及其他应收款	57	105	71	127	96
现金及现金等价物	2,175	1,656	2,582	3,852	4,910
限制性现金	154	151	151	151	151
超过三个月的定存	50	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产	2,437	1,911	2,804	4,130	5,156
总资产	9,719	8,910	10,978	13,239	14,875
银行借款	633	640	640	640	640
金融负债	2,301	1,668	1,668	1,668	1,668
递延所得税负债	511	502	508	505	507
其他非流动负债	129	111	113	112	113
非流动负债合计	3,574	2,921	2,929	2,925	2,927
应计项目及其他应付	616	1,087	766	1,319	1,019
递延收入	925	904	984	1,107	1,242
银行借款	509	210	168	135	108
金融负债	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	5	5	5	5
非流动负债	2,056	2,207	1,923	2,566	2,374
总负债	5,630	5,128	4,852	5,491	5,301
总负债及总权益	9,719	8,910	10,978	13,239	14,875
股本	1,546	966	1,880	1,880	1,880
储备	974	1,032	1,032	1,032	1,032
留存收益	1,109	1,759	3,184	4,799	6,619
股东权益	3,630	3,757	6,096	7,712	9,531
非控股权益	459	25	30	36	44
总权益	4,089	3,783	6,126	7,748	9,575
总债务	1,142	850	808	775	748
净现金(负债)**	1,237	956	1,924	3,228	4,313
净现金(负债)**-包含可转债	-1,064	-711	257	1,561	2,646

现金流量表

人民币百万元	FY20*	FY21*	FY22E	FY23E	FY24E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
税前利润	146	1,709	1,390	1,576	1,775
折旧及摊销	227	230	275	305	330
营运资金变化	-354	351	-206	620	-134
其他	969	-290	41	37	46
经营活动现金流	988	2,000	1,499	2,538	2,018
预付土地租赁	-274	0	0	0	0
资本开支	-301	-235	-1,350	-1,140	-840
无形资产	-4	-2	-100	-100	-100
收购	2	1	0	0	0
其他	221	-611	0	0	0
投资性现金流	-355	-848	-1,450	-1,240	-940
股票发行收益	0	0	914	0	0
债务变动净额	-57	-162	-42	-34	-27
股利	-465	-648	0	0	0
其他	-42	-857	5	6	7
融资活动净现金	-564	-1,667	877	-28	-20
现金净变动	69	-515	926	1,270	1,058
期初现金	2,126	2,175	1,656	2,582	3,852
汇兑损益	-19	-4	0	0	0
期末现金	2,175	1,656	2,582	3,852	4,910

利润表

人民币百万元	FY20*	FY21*	FY22E	FY23E	FY24E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
收入	2,032	2,259	2,457	2,765	3,101
销售成本	-778	-740	-794	-892	-997
毛利	1,254	1,519	1,663	1,873	2,105
销售费用	-47	-41	-44	-50	-56
行政费用	-200	-195	-211	-238	-267
其他收益	-778	479	25	30	28
经营利润	229	1,762	1,433	1,615	1,810
利息净收入	-83	-53	-43	-39	-35
税前利润	146	1,709	1,390	1,576	1,775
税项	10	9	35	39	44
税后利润	156	1,717	1,425	1,616	1,819
非控股权益	117	28	30	31	33
可持续经营归母净利润	39	1,689	1,395	1,585	1,787
不可持续经营归母净利润	165	-865	0	0	0
归母净利润	204	825	1,395	1,585	1,787
EBITDA	1,300	1,561	1,744	1,949	2,170
调整后毛利润	1,307	1,571	1,714	1,922	2,154
调整后经营利润	1,073	1,331	1,469	1,644	1,840
调整后净利润	876	1,257	1,430	1,613	1,816
全面摊薄每股盈利(人民币)	0.06	0.22	0.35	0.40	0.45
调整后全面摊薄每股盈利(人民币)	0.26	0.33	0.36	0.41	0.46
每股股利(港元)	0.17	0.12	0.00	0.00	0.00

财务比率

	FY20*	FY21*	FY22E	FY23E	FY24E
年结	8.31	8.31	8.31	8.31	8.31
同比增长率变化					
营业额	n.a.	11.2	8.8	12.5	12.2
EBITDA	n.a.	20.1	11.7	11.8	11.3
经营利润	n.a.	670.8	-18.6	12.7	12.0
应占净利润	n.a.	4,271.7	-17.4	13.6	12.7
调整后毛利润	n.a.	20.2	9.1	12.1	12.0
调整后经营利润	n.a.	24.1	10.3	11.9	11.9
调整后净利润	n.a.	43.6	13.7	12.8	12.6
利润率 (%)					
毛利率	61.7	67.2	67.7	67.7	67.9
EBITDA 利润率	64.0	69.1	71.0	70.5	70.0
经营利润率	11.2	78.0	58.3	58.4	58.4
净利润率	7.7	76.0	58.0	58.4	58.7
除少数股东后净利润率	1.9	74.8	56.8	57.3	57.6
调整后毛利率	64.3	69.6	69.8	69.5	69.4
调整后经营利率	52.8	58.9	59.8	59.5	59.3
调整后净利润率	43.1	55.7	58.2	58.3	58.6
有效税率(%)	7.0	0.5	2.5	2.5	2.5
净现金(负债)/权益(%)	-26.0	-18.8	4.2	20.1	27.6
流动比率(x)	1.2	0.9	1.5	1.6	2.2
回报(%)					
资产周转率(x)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
财务杠杆比率(x)	2.4	2.4	1.8	1.7	1.6
EBIT 利润率(%)	11.2	78.0	58.3	58.4	58.4
利息负担(x)	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
税项负担(x)	6.0	0.7	1.0	1.0	1.0
ROE (%)	21.4	33.2	23.3	20.8	19.0
市盈率(x)	7.0	4.9	4.3	3.8	3.4
市净率(x)	1.5	1.6	1.0	0.8	0.6

资料来源：公司数据、招商证券(香港)预测；*备考数据，不包含K-9业务；**净现金包括银行存款、限制性现金和定期存款

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
买入	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
卖出	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。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., 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