

公司報告

好未來 (TAL US)

降本增效助力三季度利潤率超预期；上调至增持评级

- 好未來23財年三季度(11月季度)收入环比下降21%至2.33億美元，略高於一致預測1.5%，得益於費用管控，非GAAP經營利潤超预期
- 業務進入穩定發展階段，前景向好；公司將平衡增長和利潤，並將不斷投入以打磨產品
- 近期股價有所回撤，上调至增持评级：看好長期競爭優勢及增長前景；目標價維持9.4美元不變

降本增效助力三季度利潤率超预期

好未來23財年三季度(11月季度)收入环比下降21%至2.33億美元，略高於一致預測1.5%。非GAAP經營利潤錄得500萬美元的虧損，主要由於：1) 毛利率為55.8%，低於預期，源於11月季度通常為業務淡季，且公司教學中心數量有個位數的提升；2) 但部分被經營費用管控所抵消。我們注意到總經營費用环比有7%的下降，整體助力非GAAP經營利潤好於一致預測的1,000萬美元的虧損。如果剔除3,200萬美元的其他費用(匯兌損益及權益類投資賬面虧損)，則核心淨利潤為900萬美元，好於一致預測15%。流動性達33億美元，保持穩健。

持續性增長模型再度得以印證

教學服務：收入占比約為66%，包含素質教育、高中、海外業務。在2021年重組而大幅縮減教學中心數量後，隨著商業模式穩步發展，好未來逐漸開始增加教學中心數量，單季度增加個位數。受季節性影響，23財年三季度收入錄得环比下滑。管理層表示該業務經營利潤率為正，預期素質教育業務未來增速將快於高中業務，同時海外業務將保持三位數的增長，但海外業務的收入體量仍為較低水平。**內容解決方案：**收入占比約為20%，包含智能教輔和硬件產品等。管理層預計該業務將有雙位數的增長，主要驅動力為產品的推陳出新。該業務目前仍處於虧損狀態。管理層計劃未來將持續投資於內容、技術、渠道和供應鏈等方面，預期隨著新產品逐漸起量，利潤率將得以提升。**技術解決方案：**收入占比約為10%。好未來向民辦和公辦學校提供服務。管理層提及該業務目前具有雙位數的利潤率表現，預期未來將維持相對穩定的增長。展望未來，我們預計好未來24/25財年收入將同比增長23%/17%。

上调至增持评级：目標價維持9.4美元不變

我們維持23/24/25財年收入預測大體不變，將非GAAP核心淨利潤率提升3.8/0.6/0.2個百分點，以反映對盈利能力更為樂觀的預期。我們基於樂觀情形下的分部加總估值的目标價維持在9.4美元不變，基於15%的長期可持續淨利潤率以及15倍市盈率，淨現金在目标估值中的占比為54%。目标價對應40倍/33倍23/24財年前瞻市盈率。**主要風險：**1) 政策；2) 競爭格局。

盈利預測及估值

2月28/29日年結(百萬美元)	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
收入	4,496	4,391	1,001	1,231	1,446
增長率	37%	-2%	-77%	23%	17%
毛利潤	2,447	2,188	580	714	867
非GAAP經營利潤	-233	-440	21	31	58
非GAAP核心淨利潤	80	-197	58	61	93
增長率	-72%	n.a.	n.a.	4%	53%
非GAAP核心EPADS(美元)	0.13	-0.31	0.09	0.09	0.14
市盈率(x)	63.0	n.a.	87.1	83.4	54.3
ROE	2%	-4%	1%	1.6%	2%

資料來源：公司資料、招商證券(香港)預測；股價截至2023年1月19日

王騰杰 +852 3189 6634
tommywong@cmschina.com.hk
張嘉儀 +852 3189 6176
kaiazhang@cmschina.com.hk

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

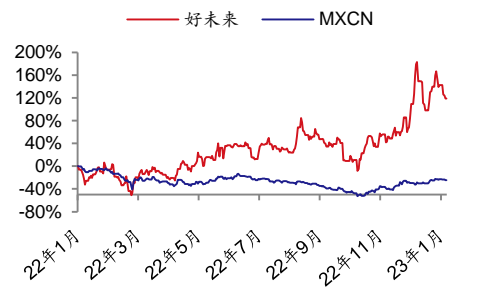
最新變動

23財年三季度業績解讀：盈利預測/評級調整

▲ 增持

前次評級	中性
股價	7.8美元
12個月目標價(上漲/下跌空間)	9.4美元(+21%)
前次目標價	9.4美元

股價表現



資料來源：彭博

%	1m	6m	12m
TAL US	(15.4)	59.0	133.2
MXCN	11.3	(3.2)	(24.2)

行業：教育

恒生指數(2023年1月19日)	21,651
國企指數(2023年1月19日)	7,313

重要數據

52周股價區間(美元)	1.6 - 10.45
市值(百萬美元)	5,055
日均成交量(百萬股)	9.94
每股淨資產(港元)	45.78

主要股東

張邦鑫	26.3%
Others	4.1%
總股數(百萬股)	501
自由流通量	69.6%

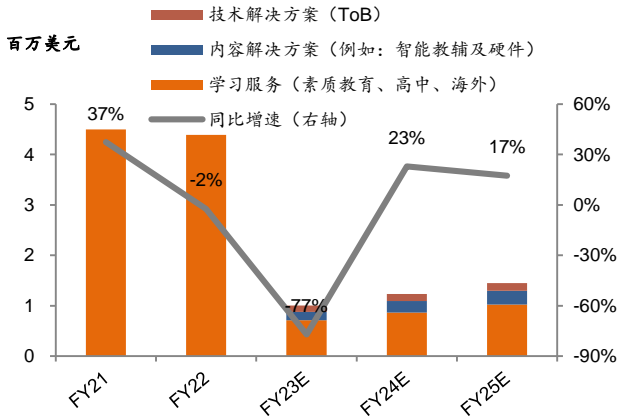
資料來源：公司資料、彭博

相關報告

- 好未來(TAL US)-當前估值已充分反映增長前景，下調至中性評級(中性)(2022/12/23)
- 好未來(TAL US)-業績大超预期，盈利性增長前景提升(增持)(2022/10/30)
- 好未來(TAL US)-試水直播帶貨，開啟更多可能性(增持)(2022/10/14)
- 好未來(TAL US)-轉型方向更加清晰(中性)(2022/8/1)

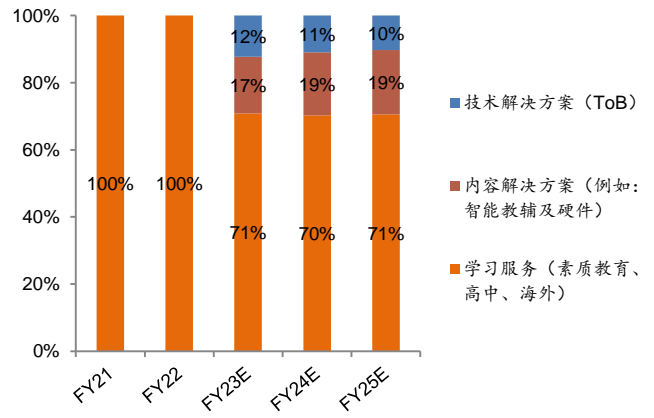
重点图表

图1: 按业务收入



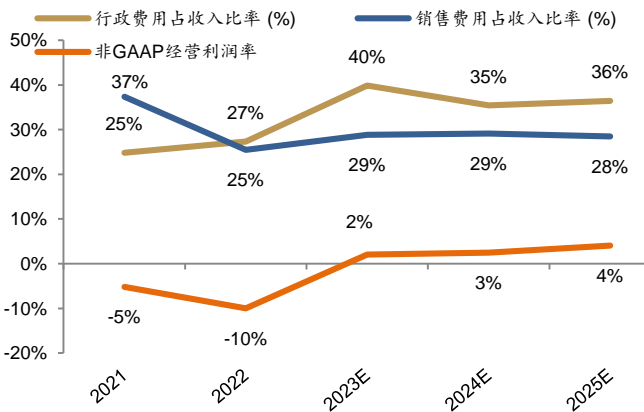
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 学习服务仍是好未来的基石业务



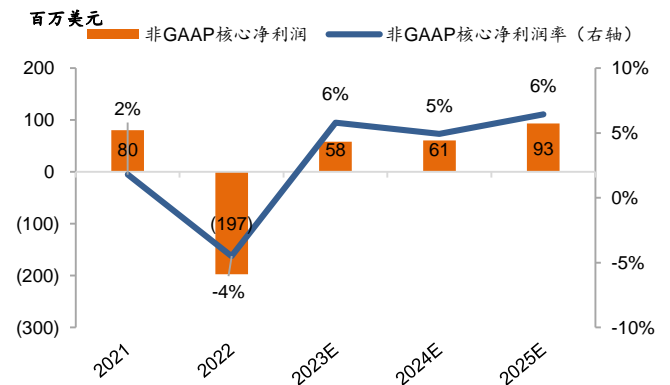
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 经营费用占比及非GAAP经营利润率



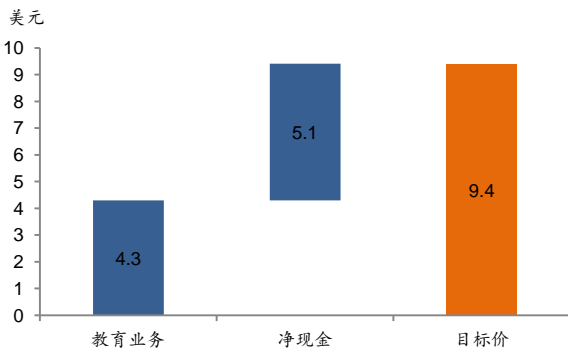
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 非GAAP核心净利润及净利润率: 我们预测好未来将在23财年净利润转正



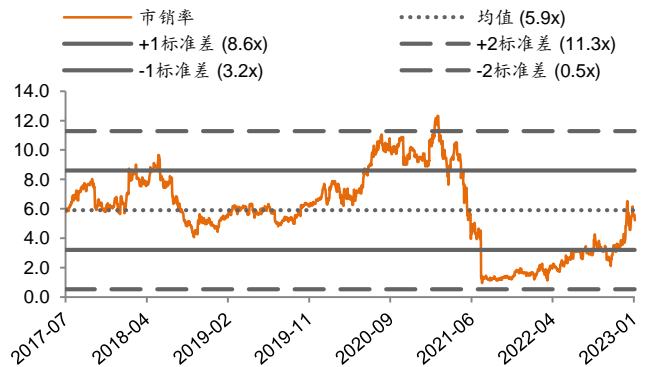
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 好未来分部加总估值目标价



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图6: 市销率区间



资料来源: 彭博, 公司资料, 招商证券(香港)预测

图7：好未来23财年三季度业绩与招商证券预测、彭博一致预测对比

百万美元	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	2Q23	3Q23	3Q23	招商证券预测		彭博一致预测	
	11.30	2.28	5.31	8.31	11.30	同比增长	同比增长	环比增长	3Q23E	差异	3Q23E	差异
收入	1,021	541	224	294	233	-79.6%	-77.2%	-20.9%	230	1.1%	229	1.5%
毛利润	501	343	135	177	130	-69.0%	-74.1%	-26.7%	138	-6.1%	132	-1.7%
报告经营利润	-108	0.64	-28	15	-33	n.a.	-69.7%	n.a.	-62	-46.6%	-10	234.8%
报告净利润	-99	-108	-44	-1	-52	-99.9%	-48.1%	6453.9%	-45	14.0%	-8	562.1%
非 GAAP 经营利润	-68	1	-2	42	-5	n.a.	-93.3%	n.a.	-36	-87.3%	-10	-53.8%
非 GAAP 净利润	-59	-108	-17	27	-23	n.a.	-60.3%	n.a.	-19	19.5%	8	n.a.
非 GAAP 核心净利润	-22	23	9	49	9	n.a.	n.a.	-81.8%	-19	n.a.	8	14.9%
销售管理费用												
销售费用	274	103	60	78	70	-74.8%	-74.3%	-9.8%	78	-10.0%		
管理费用	300	212	111	97	93	-72.7%	-69.0%	-4.4%	126	-26.4%		
占收入比重												
销售费用	26.8%	19.1%	26.8%	26.6%	30.3%	5.1 ppt	3.5 ppt	3.7 ppt	34.0%	-11.0%		
管理费用	29.4%	39.2%	49.7%	33.1%	40.0%	8.4 ppt	10.6 ppt	6.9 ppt	54.9%	-27.2%		
流动递延收入	539	188	227	188	270							
总流动性	3,947	3,464	3,424	3,294	3,338							
利润率												
毛利率	49.1%	63.4%	60.5%	60.2%	55.8%	20.6 ppt	6.6 ppt	-4.4 ppt	60.0%	-4.2 ppt	57.6%	-1.8 ppt
经营利润率	-10.6%	0.1%	-12.6%	5.1%	-14.1%	31.4 ppt	-3.5 ppt	-19.2 ppt	-26.7%	12.6 ppt	-4.3%	-9.8 ppt
净利润率	-9.7%	-20.0%	-19.6%	-0.3%	-22.2%	57 ppt	-12.4 ppt	-21.9 ppt	-19.7%	-2.5 ppt	-3.4%	-18.8 ppt
非 GAAP 经营利润率	-6.6%	0.1%	-0.8%	14.4%	-2.0%	36.1 ppt	4.7 ppt	-16.3 ppt	-15.5%	13.6 ppt	-4.3%	2.3 ppt
非 GAAP 净利润率	-5.7%	-20.0%	-7.7%	9.1%	-10.0%	61.7 ppt	-4.3 ppt	-19 ppt	-8.4%	-1.5 ppt	3.4%	-13.4 ppt
非 GAAP 核心净利润率	-2.1%	4.3%	4.2%	16.8%	3.9%	36.7 ppt	6 ppt	-12.9 ppt	-8.4%	12.3 ppt	3.4%	0.5 ppt

资料来源：公司资料、彭博、招商证券（香港）预测

图8: 好未来盈利预测调整

百万美元	FY23E			FY24E			FY25E		
	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动	调整前	调整后	变动
收入	990	1,001	1.1%	1,227	1,231	0.3%	1,442	1,446	0.2%
毛利润	596	580	-2.6%	736	714	-3.1%	865	867	0.2%
非 GAAP 经营利润	(31)	21	n.a.	15	31	111.7%	56	58	4.1%
非 GAAP 净利润	(30)	(24)	-21.2%	53	61	14.6%	90	93	3.1%
非 GAAP 核心净利润	19	58	199.5%	53	61	14.6%	90	93	3.1%
毛利率	60.2%	57.9%	-2.2 ppt	60.0%	58.0%	-2 ppt	60.0%	60.0%	0 ppt
非 GAAP 经营利润率	-3.2%	2.0%	5.2 ppt	1.2%	2.5%	1.3 ppt	3.9%	4.0%	0.1 ppt
非 GAAP 净利润率	-3.0%	-2.4%	0.7 ppt	4.3%	4.9%	0.6 ppt	6.3%	6.4%	0.2 ppt
非 GAAP 核心净利润率	2.0%	5.8%	3.8 ppt	4.3%	4.9%	0.6 ppt	6.3%	6.4%	0.2 ppt

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图9: 好未来分部加总估值

百万美元	基础情形	乐观情形*
教育业务		
24 财年预测核心净利润	61	185
目标市盈率(倍)	20	15
教育业务目标价值	1,212	2,769
		(a)
23 财年二季度净现金	3,294	3,294
		(b)
总价值(a+b)	4,507	6,064
流通股数(百万股)	644	644
目标价(美元)	7.0	9.4
目标价对应估值倍数	FY23E	FY24E
对应市盈率(倍)	40.4	32.8
对应市销率(倍)	6.1	4.9
教育业务净现金		46%
		54%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; *乐观情形基于15%的长期净利率假设

图10: 教培行业同业对比

公司名称	股票代码	股价 (当地货币)	评级	招商证券		市值(百 万美元)	3个月平均 交易量 (当地货 币, 百万)	市盈率(倍)		PEG*	市销率(倍)		PSG*	收入年复合 增长率(%)	每股盈利年 复合增长率 (%)
				目标价 (当地货币)	上涨空间 (%)			FY23E	FY24E		FY23	FY24E			
恒生指数		21,651						9.4	8.1	n.a.	0.9	0.8	n.a.	n.a.	n.a.
国企指数		7,313						8.0	6.6	n.a.	0.7	0.6	n.a.	n.a.	n.a.
线下教培中国公司															
新东方	EDU US 9901 HK	44.7 33.2	增持 增持	59.0 46.0	32.0 38.6	7,595	85.5	41.3	27.6	n.a.	2.7	2.3	0.2	13.2	n.a.
好未来	TAL US	7.8	增持	9.4	20.7	5,055	70.1	87.1	83.4	n.a.	5.0	4.1	0.2	20.2	n.a.
中公教育	002607 CH	5.8	未评级	n.a.	n.a.	5,307	835.7	54.5	38.1	n.a.	4.5	4.0	n.a.	n.a.	n.a.
东方	667 HK	5.9	未评级	n.a.	n.a.	1,653	38.0	20.1	17.2	n.a.	2.4	2.1	n.a.	n.a.	n.a.
昂立	600661 CH	10.4	未评级	n.a.	n.a.	440	157.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
思考乐	1769 HK	1.5	未评级	n.a.	n.a.	106	20.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
卓越	3978 HK	0.9	未评级	n.a.	n.a.	95	0.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
在线教培中国公司															
新东方在线	1797 HK	66.7	中性	审视中	n.a.	8,578	722.3	44.8	35.6	0.1	12.1	9.8	0.5	18.6	445.6
高途	GOTU US	3.8	增持	4.3	13.8	972	15.5	24.4	15.1	0.1	2.2	1.8	0.1	18.5	172.6
有道	DAO US	8.3	未评级	n.a.	n.a.	1,048	1.2	n.a.	48.9	n.a.	1.2	1.0	n.a.	n.a.	n.a.
尚德机构	STG US	10.7	未评级	n.a.	n.a.	148	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
51 Talk	COE US	6.1	未评级	n.a.	n.a.	34	0.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
非中国公司															
PEARSON	PSO US	11.6	未评级	n.a.	n.a.	8,317	4.2	17.2	15.7	n.a.	1.8	1.7	n.a.	n.a.	n.a.
GRAND	LOPE US	110.0	未评级	n.a.	n.a.	3,426	25.0	18.6	16.6	n.a.	3.7	3.5	n.a.	n.a.	n.a.
GRAHAM	GHC US	605.1	未评级	n.a.	n.a.	2,906	12.8	12.3	8.5	n.a.	0.8	0.7	n.a.	n.a.	n.a.
STRATEGIC	STRA US	86.7	未评级	n.a.	n.a.	2,120	8.8	26.8	24.8	n.a.	2.0	1.9	n.a.	n.a.	n.a.
ADTALEM	ATGE US	36.7	未评级	n.a.	n.a.	1,666	13.0	16.7	10.8	2.1	1.2	1.2	0.2	4.8	5.2
LAUREATE	LAUR US	10.3	未评级	n.a.	n.a.	1,614	18.2	10.7	8.5	n.a.	1.2	1.2	n.a.	n.a.	n.a.
K12	LRN US	31.9	未评级	n.a.	n.a.	1,371	18.7	15.2	11.3	0.3	0.8	0.7	0.1	10.9	34.5
均值-中国线下教培								40.6	33.3	n.a.	2.9	2.5	0.2	11.1	0.0
均值-中国在线教培								34.6	33.2	0.1	5.2	4.2	0.3	18.6	309.1
均值-非中国								16.8	13.7	1.2	1.6	1.6	0.2	7.8	19.8
均值(所有)								27.8	24.1	0.6	2.8	2.4	0.2	12.3	131.6

资料来源: 彭博、公司资料、招商证券(香港)预测; 股价截至2023年1月19日。注: 所有未评级股票信息均来自于彭博。*PEG基于24财年预测市盈率及23-25财年预测每股收益年复合增速计算, PSG基于24财年预测市销率及23-25财年预测收入年复合增速计算。

财务预测

资产负债表

(百万美元)	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
年结	28 Feb	28 Feb	28 Feb	29 Feb	28 Feb
物业、厂房及设备	511	281	306	356	416
无形资产及商誉	520	2	2	2	2
股权投资	668	414	435	457	480
其他非流动资产	1,588	341	794	833	875
非流动资产	3,288	1,039	1,536	1,648	1,772
现金及等价物	3,243	1,638	1,266	1,155	1,044
抵押存款及定期存款	1,759	756	756	756	756
短期投资	2,695	1,071	1,231	1,231	1,231
应收账款	3	1	1	1	1
存货	39	22	12	14	16
其他流动资产	419	142	149	157	165
流动资产	8,157	3,629	3,414	3,314	3,212
总资产	12,112	5,083	4,951	4,962	4,985
短期债务	270	0	0	0	0
应付账款	354	90	43	52	58
递延收入	1,387	188	139	150	159
其他流动负债	1,363	625	656	689	724
流动负债	3,374	903	838	891	941
长期债务	0	0	0	0	0
可转债	2,300	0	0	0	0
其他非流动负债	3,534	178	187	196	206
非流动负债	3,534	178	187	196	206
总负债	6,908	1,080	1,025	1,087	1,146
总净资产	5,205	4,002	3,926	3,875	3,838
股本	0	0	0	0	0
储备	5,203	4,030	3,926	3,875	3,838
股东权益	5,204	4,030	3,926	3,875	3,838
非控股权益	1	-28	0	0	0
总权益	5,205	4,002	3,926	3,875	3,838
总债务	270	0	0	0	0
净现金(债务)*	7,426	3,464	3,253	3,142	3,031

现金流量表

(百万美元)	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
年结	28 Feb	28 Feb	28 Feb	29 Feb	28 Feb
税前利润	-116	-1,136	-131	-51	-36
折旧摊销	161	185	113	89	82
运营资本变化	224	-245	-37	7	4
其他	686	257	-24	36	35
经营活动净现金	955	-939	-79	80	85
资本开支	-244	-220	-123	-125	-127
并购	-12	0	0	0	0
投资	-4,283	3,385	-196	-36	-38
其他	1,897	-1,797	-38	-40	-42
投资活动净现金	-2,641	1,369	-357	-201	-206
已付股利	0	0	0	0	0
已发行股份(已注销)	2,508	1	26	0	0
已发行债务(已偿还)	0	0	0	0	0
其他	2,287	-2,768	37	9	10
融资活动净现金	4,795	-2,767	63	9	10
汇兑损益	-5	1	0	0	0
现金净变动	3,103	-2,336	-372	-111	-111
期初现金	1,915	5,018	2,682	2,309	2,198
限制现金	1,775	1,044	1,044	1,044	1,044
期末现金	3,243	1,638	1,266	1,155	1,044

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测; 股价截至2023年1月19日 *净现金包括银行存款、定期存款和短期投资

利润表

(百万美元)	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
年结	28 Feb	28 Feb	28 Feb	29 Feb	28 Feb
收入	4,496	4,391	1,001	1,231	1,446
销售成本	-2,049	-2,203	-421	-517	-578
毛利	2,447	2,188	580	714	867
销售费用	-1,680	-1,118	-289	-359	-412
行政费用	-1,117	-1,200	-399	-436	-527
其他收益/损失	-88	-484	22	0	0
报告经营利润	-438	-615	-86	-81	-71
净利息收入	97	95	49	37	43
其他收入	116	-259	-82	0	0
税前利润	-225	-778	-119	-44	-28
税费	70	-397	-12	-7	-9
税后利润	-155	-1,175	-131	-51	-37
股权投资损失	12	11	1	0	0
非控股权益	27	28	-1	0	0
报告净利润	-116	-1,136	-131	-51	-36
非 GAAP 调整项					
非 GAAP 经营利润	-233	-440	21	31	58
非 GAAP 净利润	89	-961	-24	61	93
非 GAAP 核心净利润	80	-197	58	61	93
非 GAAP 每股盈利(美元)	0.15	-1.49	-0.04	0.09	0.14
非 GAAP 核心每股盈利(美元)	0.13	-0.31	0.09	0.09	0.14

财务比率

	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
年结	28 Feb	28 Feb	28 Feb	29 Feb	28 Feb
同比增长率(%)					
收入	37.3	-2.3	-77.2	23.0	17.5
毛利	35.6	-10.6	-73.5	23.1	21.5
报告经营利润	n.a.	40.2	-85.9	-6.2	-12.0
报告净利润	5.3	879.5	-88.5	-60.8	-28.8
非 GAAP 经营利润	n.a.	88.5	n.a.	50.1	89.2
非 GAAP 净利润	1,048.1	n.a.	-97.5	n.a.	53.5
非 GAAP 核心净利润	-72.0	n.a.	n.a.	4.5	53.5
利润率(%)					
毛利	54.4	49.8	57.9	58.0	60.0
报告经营利润	-9.7	-14.0	-8.6	-6.6	-4.9
报告净利润	0.6	0.6	-0.1	0.0	0.0
非 GAAP 经营利润	-5.2	-10.0	2.0	2.5	4.0
非 GAAP 净利润	2.0	-21.9	-2.4	4.9	6.4
非 GAAP 核心净利润	1.8	-4.5	5.8	4.9	6.4
有效税率(%)	31.1	-51.0	-9.7	-16.5	n.a.
流动比率(%)	2.4	4.0	4.1	3.7	3.4
净现金/股权比率(%)	142.7	86.6	82.8	81.1	0.8
回报率(%)					
资产周转率(x)	0.5	0.5	0.2	0.2	0.3
财务杠杆比率(x)	2.3	1.9	1.3	1.3	1.3
息税前利润率(%)	-9.7	-14.0	-8.6	-6.6	-4.9
利息负担(x)	0.5	1.3	1.4	0.5	0.4
税项负担(x)	-0.4	0.3	-0.5	-1.4	-3.3
ROE(%)	2.1	-4.3	1.5	1.6	2.4
市盈率(x)	63.0	n.a.	87.1	83.4	54.3
市销率(x)	1.1	1.2	5.0	4.1	3.5

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>。

免责条款

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