

公司报告

招商證券(香港)有限公司
証券研究部

雅乐科技 (YALA US)

深耕MENA市场的头部社交与游戏企业

■ 深耕中东和北非地区社交+游戏市场，公司旗舰产品 Yalla 和 Yalla Ludo表现稳定

■ 新产品势头强劲：WeMuslim的商业化以及三款新游戏有望在25年下半年和26年进一步推动盈利增长

■ 纯用户生成内容商业模式带来强劲且稳定的利润率和现金流，估值与股东回报具有吸引力可观

专注于中东和北非地区的社交+游戏领域的头部玩家，业务表现稳定

公司超过 90% 的收入来自中东和北非地区 (MENA)，尤其是海湾合作委员会 (GCC) 国家。管理层在该地区拥有丰富经验。公司两款长期运营的旗舰产品——Yalla (语音聊天社交应用，2016年推出) 和 Yalla Ludo (以游戏为核心的社交平台，2018年推出) 在2024年贡献超过90%的收入，并实现中个位数的同比增长。公司也在积极拓展至东南亚、巴西等市场，推出本地化产品，如面向土耳其市场的 101 Okey Yalla、面向拉美市场的 Yalla Parchis，以及面向全球穆斯林群体的 WeMuslim。

新产品展现良好势头，有望进一步推动公司增长

WeMuslim: 于2023年推出，面向全球约20亿穆斯林人口。通过本地化功能 (如祷告提醒、朝向定位、社区中心等)，WeMuslim 的月活跃用户已突破1,000万，并持续增长，用户规模已接近 Yalla 主应用，同时保持较高的用户留存率。我们认为其中长期具备变现潜力 (如电商、广告等)，有望进一步释放增长空间。**游戏方面:** 公司正在加大对休闲和硬核游戏的投入，预计将在25年下半年推出三款自研游戏。

依托纯UGC商业模式，实现出色的利润率与现金流表现

公司建立独特的“无提现”商业模式 (即不与内容创作者进行收入分成)，主要通过用户在平台上购买互动功能和 VIP 权益实现变现。这一独特模式带来了差异化的用户体验，提升用户参与度，并实现高于行业平均水平的利润率表现：**毛利率**约为67%，显著高于行业平均水平的40-50%；**核心净利润率**超过40%，远高于同行的10-15%。公司拥有稳健的资产负债表，截至25年一季度，净现金余额达6.91亿美元 (无计息债务)，约占公司市值的64%。2024年，公司实现经营现金流1.73亿美元。

估值具有吸引力，股东回报丰厚

25年一季度，公司回购了总计540万美元的股份，并扩大了其股票回购计划。截至25年5月16日，公司剩余回购额度为7,310万美元 (有效期至26年5月21日)，对应约7%的股东回报收益率。根据VA一致预期，公司当前估值为25/26财年市盈率6.7倍/6.4倍，显著低于同行公司 (如赤子城科技 (9911 HK)、欢聚 (JOYY US) 和挚文集团 (MOMO US)) 的9.4倍/8.4倍。**风险因素:** 竞争、监管政策、新产品推出。

盈利预测及估值

12月31日年结 (百万美元)	2021	2022	2023	2024	2025E
净收入	273.1	303.6	318.9	339.7	349.1
同比增长	102%	11%	5%	7%	3%
扣除少数股东权益后非 GAAP 净利润	126.5	106.4	135.3	150.4	159.2
同比增长	n.a.	-16%	27%	11%	6%
ROE	44%	27%	27%	24%	20%
市盈率 (倍)	8.4	10.0	7.9	7.1	6.7
市销率 (倍)	3.9	3.5	3.3	3.1	3.1

注：截至2025年7月1日的收盘价；资料来源：彭博/VA共识、公司、招商證券(香港)预测

李怡珊, CFA

王腾杰

+852 3189 6122

+852 3189 6634

crystalli@cmschina.com.hk

tommywong@cmschina.com.hk

最新变动

公司概况

未评级

股价 (2025年7月1日)

6.72美元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
YALA US	(1.6)	65.9	48.7
MXCN指数	3.0	22.6	38.2

行业：TMT

恒生指数 (2025年7月1日)	24,221
MSCI 中国 (2025年7月1日)	76

重要数据

52周股价区间 (美元/港元)	4 - 8
市值 (十亿美元)	1.1
日均成交量 (百万股)	0.61

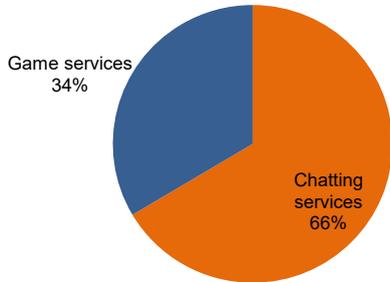
主要股东

Tao Yang	38.6%
Jianfeng Xu	4.8%
自由流通股	56.6%

资料来源：彭博、招商證券(香港)

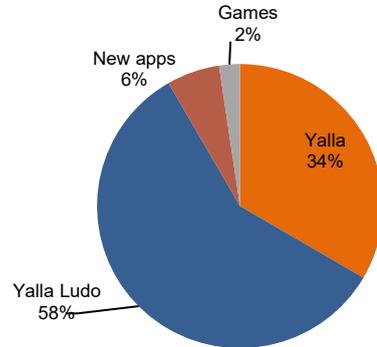
重点图表

图1: 2024年按服务类型划分的收入



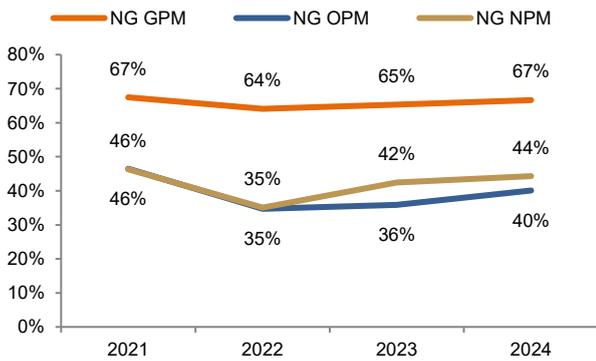
资料来源: 公司、招商证券(香港)

图2: 2024年按产品划分的收入



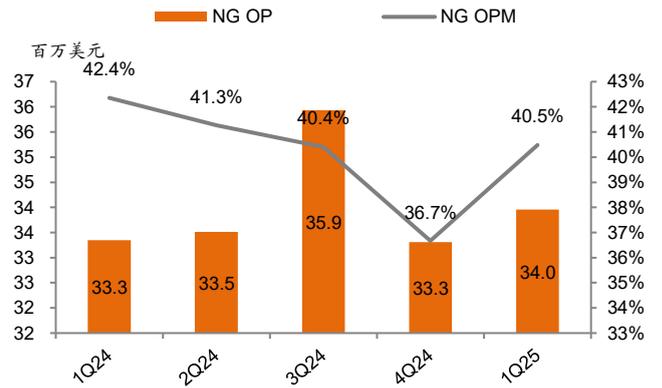
资料来源: 公司、Visible Alpha、招商证券(香港)

图3: 非GAAP利润率趋势



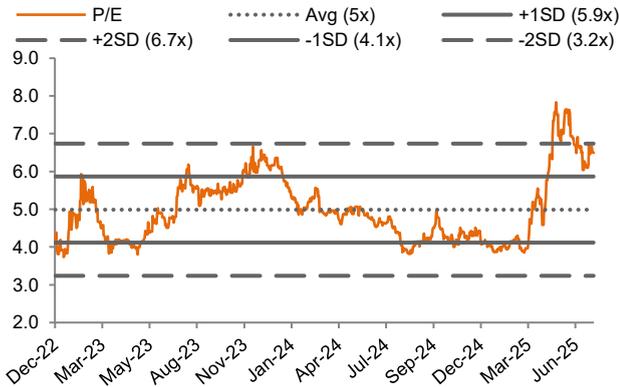
资料来源: 公司、招商证券(香港)

图4: 非GAAP经营利润及非GAAP经营利润率



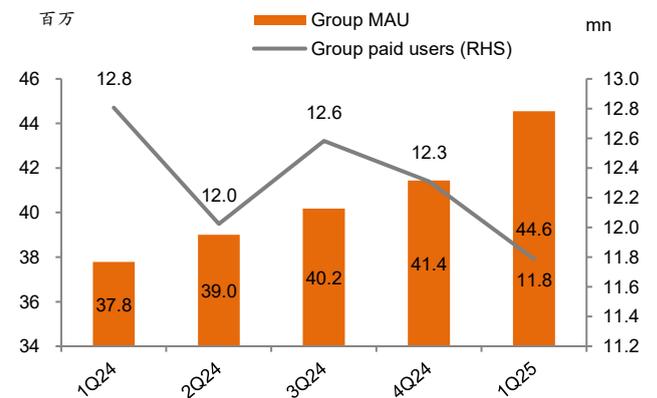
资料来源: 公司、招商证券(香港)

图5: 市盈率范围



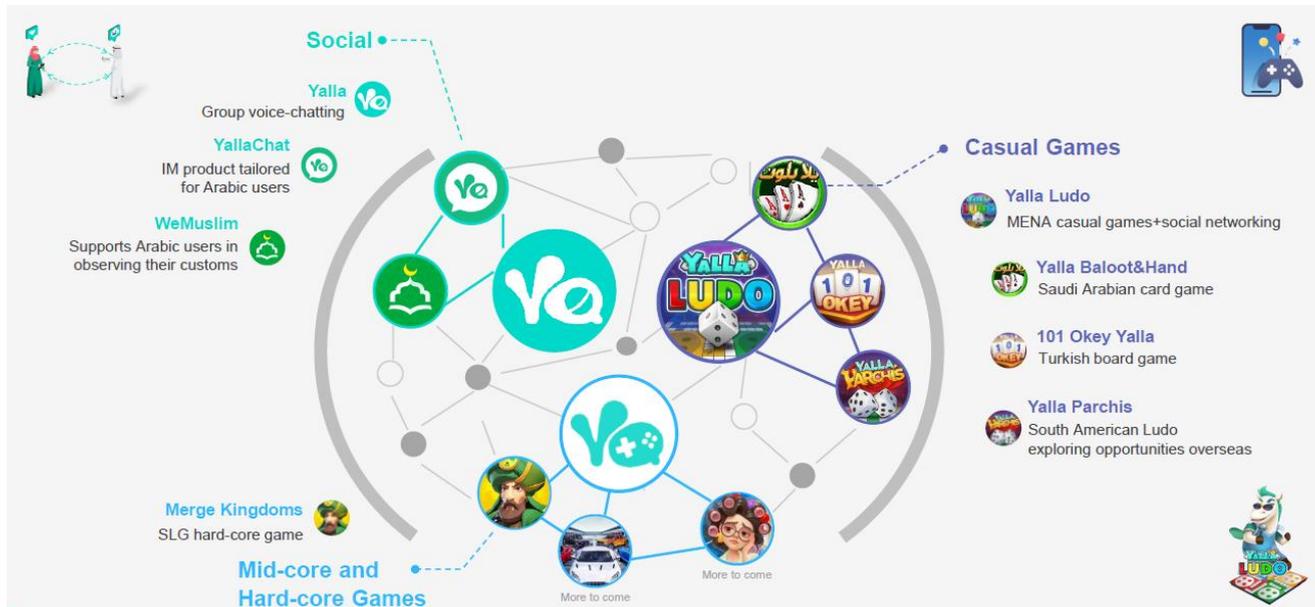
资料来源: 公司、彭博、招商证券(香港)

图6: 雅乐集团按季度划分的月活跃用户及付费用户



资料来源: 公司、招商证券(香港)

图9: 雅乐的社交及游戏产品组合

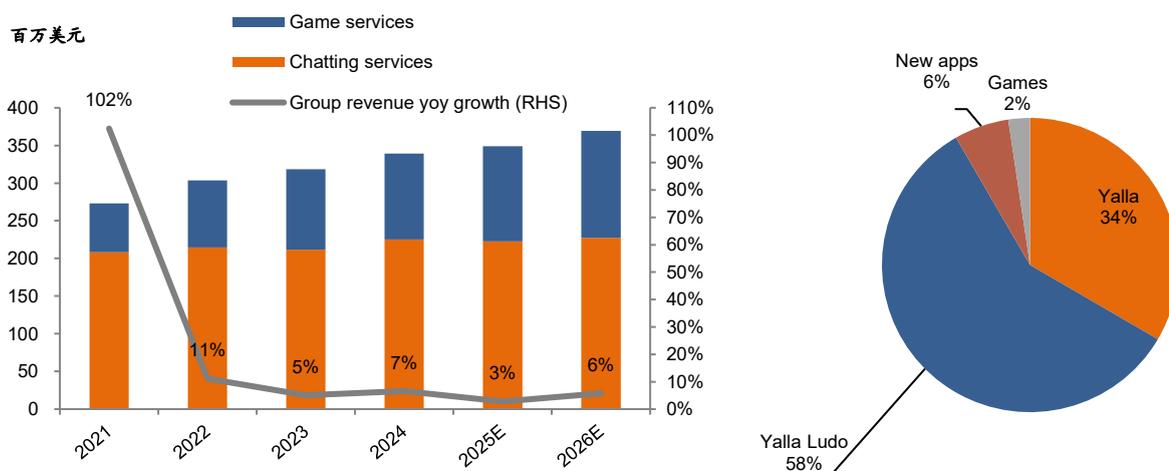


资料来源: 公司、招商证券(香港)

长期营收增长稳定

我们预计 Yalla 在 2025 年和 2026 年的收入将保持低至中个位数的稳定增长，主要由两款核心应用 Yalla 和 Yalla Ludo 的持续稳健表现驱动。根据 Visible Alpha 数据，这两款应用在 2024 年合计贡献了集团 92% 的收入。聊天服务收入主要来自虚拟礼物，以及 Yalla 和 Yalla Ludo 平台上的各类增值服务；而游戏服务收入则主要来自 Yalla Ludo 的应用内购买 (IAP)。尽管公司持续推出新应用，但多数尚未形成规模，对整体收入贡献有限。公司计划于今年推出三款自主研发的新游戏。

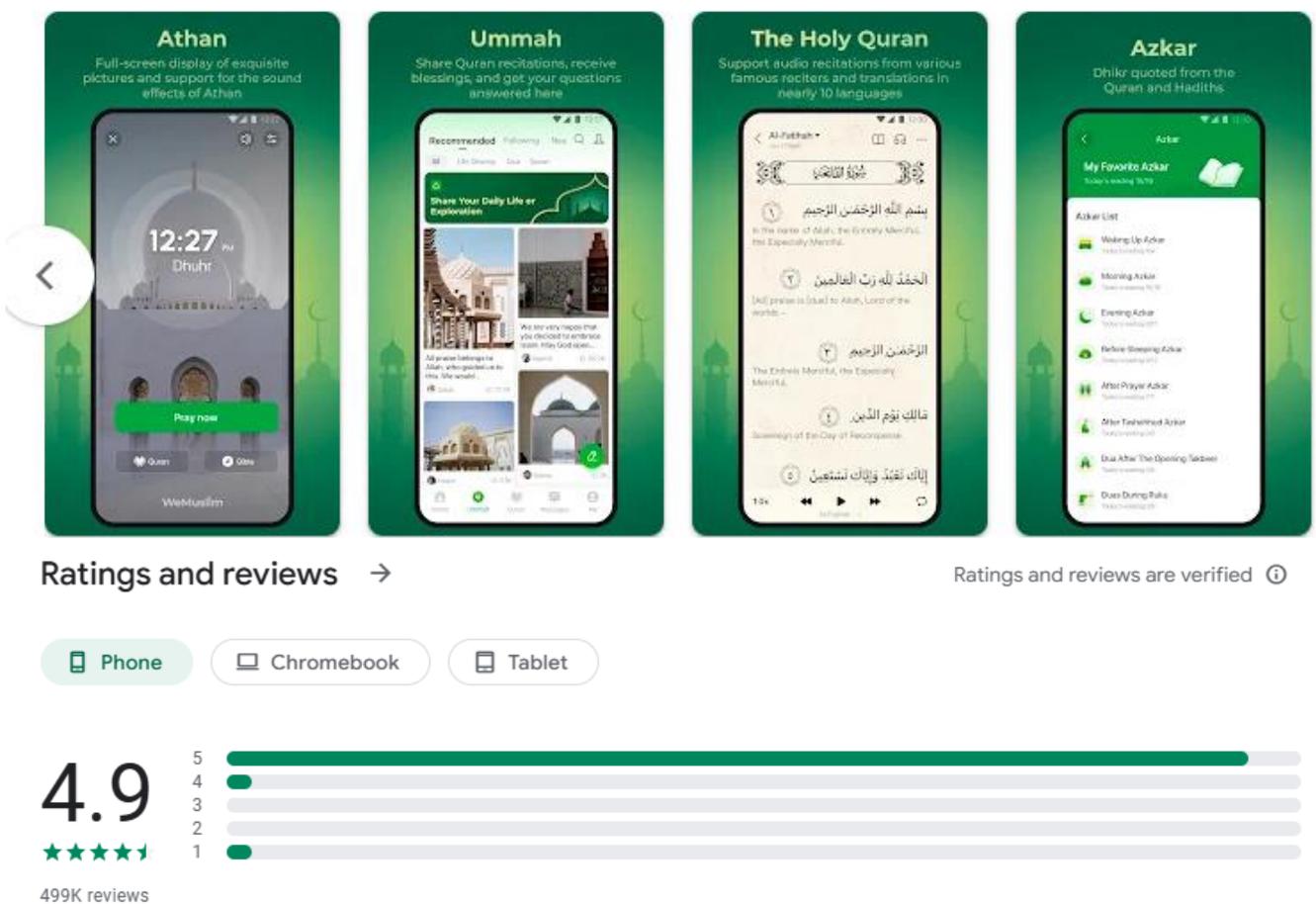
图10: 雅乐按业务分部收入 (右图基于2024年收入)



资料来源: 公司、Visible Alpha、招商证券(香港)预测

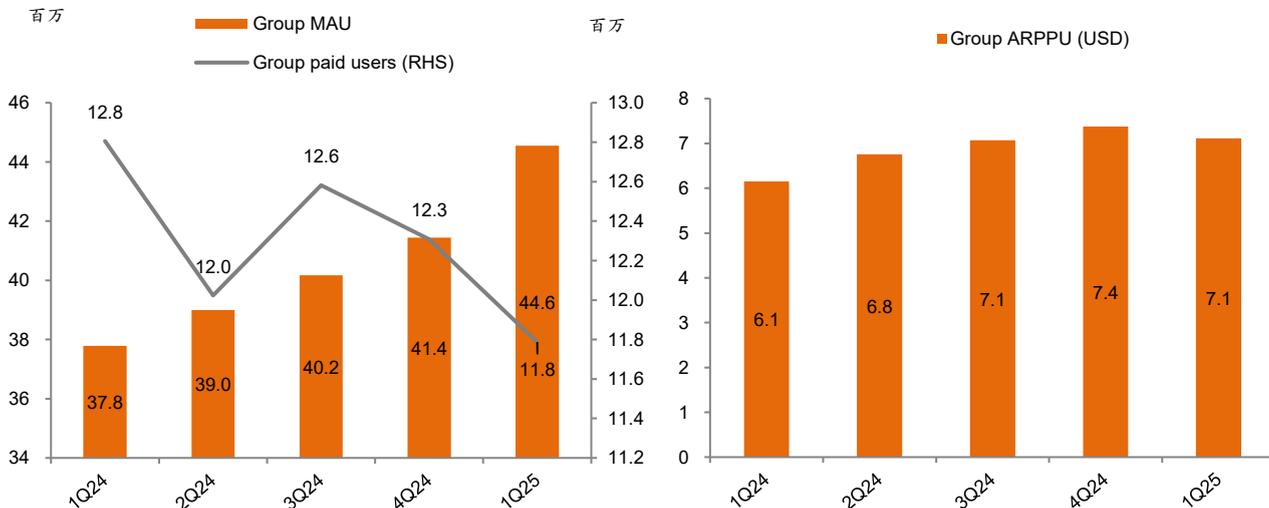
WeMuslim 是一款专为全球穆斯林用户设计的移动应用，旨在帮助用户便捷地管理宗教活动（如祷告时间安排、社区互动、古兰经阅读等）。该应用于 2023 年初上线，目前月活跃用户已达 1,000 万，用户规模已超过 Yalla 主应用，成为集团 MAU 增长的主要驱动力。集团整体 MAU 从 23 年一季度的 3,300 万增长至 25 年一季度的 4,500 万，其中大部分增量来自 WeMuslim 的用户增长。公司正开始探索 WeMuslim 商业化路径，鉴于其社交与宗教属性，我们认为潜在方向包括宗教友好型电商服务、尊重宗教文化的广告投放，以及付费订阅功能（如宗教教育课程等）。

图11: WeMuslim提供优质且以用户生成内容为主的社交氛围，重点面向穆斯林群体，其在Google Play的评分高达4.9



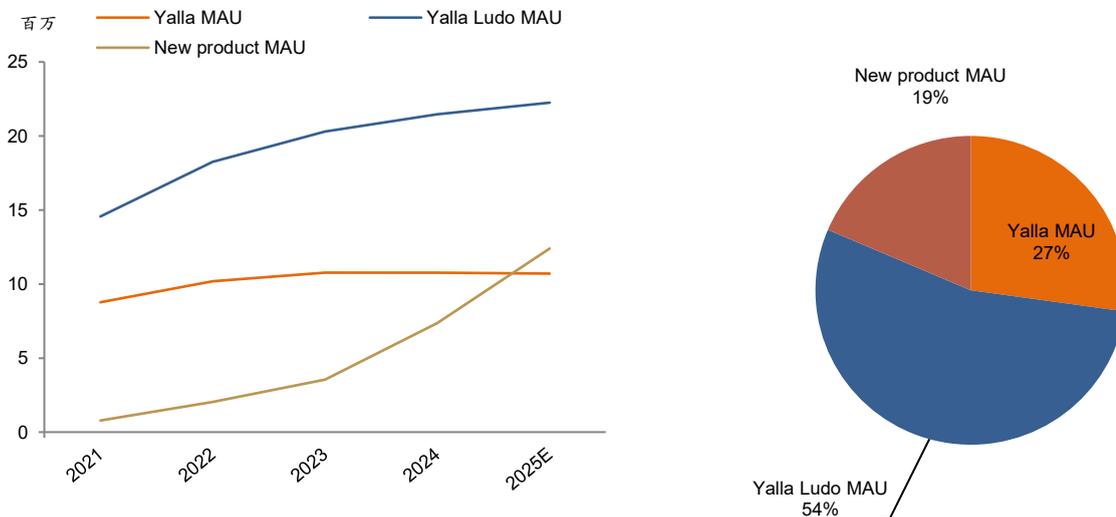
资料来源: 公司、招商证券 (香港)

图12: 雅乐的月活跃用户、付费用户及每付费用户平均收入: 由于运营策略的动态调整, 雅乐的付费用户与ARPPU呈现相反增长轨迹, 但整体收入保持稳健增长



资料来源: 公司、招商证券(香港)

图13: Visible Alpha预测的雅乐按产品月活跃用户(右图基于2024年月活跃用户): 新产品的月活跃用户数据显示强劲增长势头

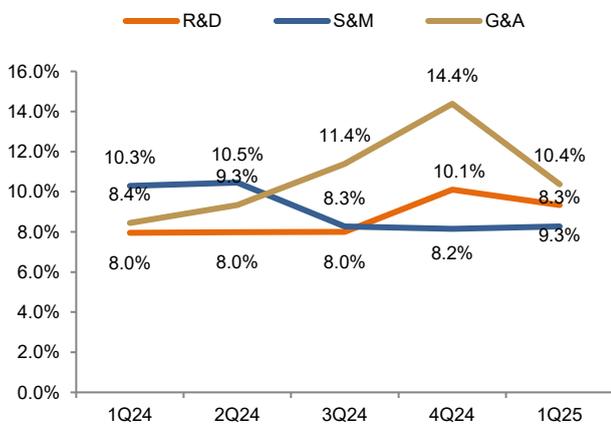


资料来源: 公司、Visible Alpha、招商证券(香港)

稳定的利润率表现

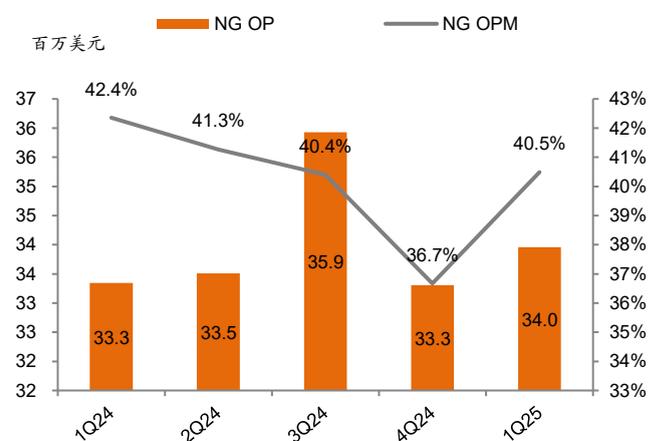
雅乐近年来利润率保持稳定，毛利率维持在约 64% 水平，2024 年和 2025 年一季度非 GAAP 经营利润率约为 40%，较 2022 年和 2023 年约 35% 的水平有所提升。这主要得益于公司将经营费用率从超过 33% 减至 2024 年低于 30%。费用控制主要体现在销售及市场推广费用的绝对值和收入占比均有所下降，而管理费用保持绝对稳定。与此同时，公司加大研发投入，研发费用率自 2022 年以来维持在 8% 左右。雅乐预期毛利率和经营利润率将保持相对稳定，但季度间可能因季节性因素及新品发布所需的市场推广费用而有所波动。

图 14: 运营费用占收入百分比, 2024 年销售及市场费用更趋严谨



资料来源: 公司、招商证券(香港)

图 15: 经营利润及经营利润率在 2024 年显著改善, 2025 年一季度同比亦有提升



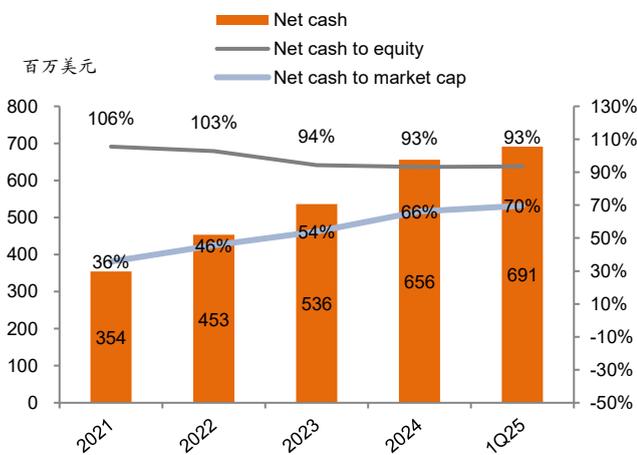
资料来源: 公司、招商证券(香港)

稳健的资产负债表与具吸引力的股东回报

高净现金占市值比例: 截至 2025 年一季度, 公司无负债, 短期流动性为 6.91 亿美元 (现金+短期存款+短期投资), 相当于净现金占权益比例 93%, **净现金占市值比例 64%**。若计入长期投资 (主要是理财产品) 约 6,000 万美元, 总计约 7.71 亿美元, **净现金占市值比例将增至 72%**。公司资产负债表上的现金规模持续扩大, 主要得益于经营现金流的稳定增长, 这不仅支持了公司持续的股东回报, 也为未来加大回购力度和/或现金分红提供了充足空间。

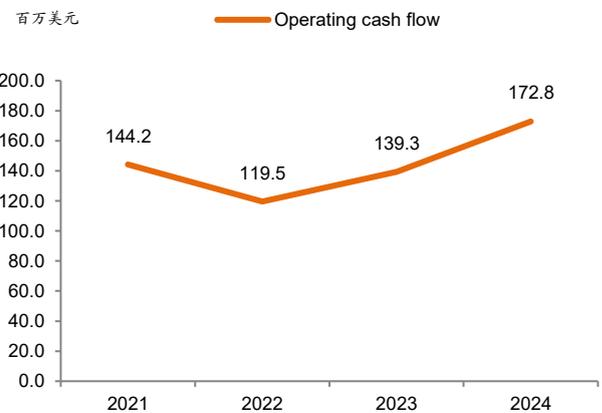
股东回报: 公司显著加大了股份回购力度, 从 2024 年全年约 1,400 万美元增至 2025 年一季度的 540 万美元, 以及截至 2025 年 5 月 16 日年内累计的 2,740 万美元。截至 5 月 16 日, 股份回购计划剩余可用额度为 7,300 万美元, **对应股东回报率为 7%**。

图16: 净现金 (现金+定期存款) 状况



资料来源: 公司, 招商证券 (香港)

图17: 经营现金流



资料来源: 公司, 招商证券 (香港)

图18: 股东总回报率比较

公司	市盈率 (倍) - FY25E	回购收益率 (a)	股息收益率 (b)	股东总回报 (a+b)	净现金 (人民币十亿元)	净现金占当前市值比例
唯品会	6.3	10.5%	3.2%	13.7%	24.6	44%
欢聚	9.6	4.0%	8.0%	12.0%	15.0	83%
雅乐科技	6.7	6.8%	0.0%	6.8%	5.0	64%
京东	8.6	2.1%	2.3%	4.4%	143.0	41%
恒生指数				3.9%		
网易	14.7	1.3%	2.4%	3.7%	133.9	22%
阿里巴巴	12.6	2.1%	1.2%	3.3%	187.4	9%
腾讯	17.0	1.7%	1.2%	2.9%	90.2	2%
哔哩哔哩	28.9	2.2%	0.0%	2.2%	12.4	19%
腾讯音乐	23.5	0.6%	1.1%	1.6%	23.1	11%
美团	19.9	1.5%	0.0%	1.5%	158.4	20%
快手	11.7	1.0%	0.0%	1.0%	2.7	1%
均值				4.8%		28.8%

资料来源: 公司, 彭博, 招商证券 (香港) 预测

图19: 中东及北非地区领先媒体公司比较

	雅乐		赤子城		欢聚		挚文	
	YALA US		9911 HK		JOYY US		MOMO US	
公司背景	成立时间	上市时间	成立时间	上市时间	成立时间	上市时间	成立时间	上市时间
	2016年	2020年	2009年	2019年	2005年	2012年	2011年	2014年
现有产品	Yalla, Yalla Ludo		MICO, YOHO		BIGO, Likee, Hago		Momo, Tantan	
新产品	WeMuslim		TopTop, SUGO, Blued/Heesay		BIGO ads, Shoptline		SoulChill	
集团月活跃用户 (MAU) 及同比	百万	同比	百万	同比	百万	同比	百万	同比
集团 MAU (百万, 截至 25 年一季度)	45	18%	33	15%	260	-6%	107	3%
集团收入及同比	百万美元	同比	百万美元	同比	百万美元	同比	百万美元	同比
2023	319		459		2,268		1,667	
2024	340	7%	707	54%	2,238	-1%	1,467	-12%
2025E*	349	3%	964	36%	2,091	-7%	1,460	0%
按地区收入分布 (2024年)	占比		占比		占比		占比	
中东及北非	90%+		65%		14%		12%	
东南亚	<5%		25%		21%		4%	
发达国家			<5%		54%		1%	
中国			10%		10%		84%	
2024年按业务分部收入	百万美元	占比	百万美元	占比	百万美元	占比	百万美元	占比
社交媒体	226	67%	643	91%	1,788	80%	1,447	99%
游戏/其他业务	114	33%	64	9%	450	20%	20	1%
盈利能力 (2024年)	百万美元	利润率	百万美元	利润率	百万美元	利润率	百万美元	利润率
毛利	226	67%	362	51%	808	36%	573	39%
非 GAAP 经营利润	136	40%	120	17%	136	6%	240	16%
非 GAAP 净利润	150	44%	86	12%	298	13%	171	12%
股东回报	百万美元	收益率	百万美元	收益率	百万美元	收益率	百万美元	收益率
经营现金流 (2024年)	173	16%	214	12%	309	12%	228	17%
净现金 (2024年, 招证计算)	656	61%	318	18%	2,141	82%	539	40%
未来 12 个月股东总回报 (CMS 预测)	73	7%	28	2%	300	11%	110	8%
估值	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
市盈率	6.7	6.4	11.5	9.1	9.9	8.7	7.2	6.8

资料来源: 公司、彭博、Visible Alpha、招商证券 (香港) 预测; *赤子城乃基于招证 (香港) 预测, 其他公司乃基于 Visible Alpha/彭博共识预测。

估值对比

公司名称	股票代码	货币	招商证 券 评级	股价	招商证券 目标价	上 涨 空 间 (%)	市值 (十亿 美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(倍)		PEG*	市销率 (倍)	P/OCF (倍)	净资产收益率 (%)		2025-2027E 年复合增速		
								FY25E	FY26E	FY25E	FY26E				FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	收入
腾讯	700 HK	港元	增持	503.0	650.0	29.2	588.0	10.6	9.3	16.8	14.9	1.2	5.8	16.3	22.7	21.5	8.5	12.1	12.6
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	114.0	176.0	54.4	272.0	15.8	13.9	12.4	11.6	1.3	2.0	11.9	15.7	15.8	10.5	9.0	11.3
拼多多	PDD US	美元	增持	105.5	136.0	28.9	149.8	14.1	9.3	13.0	8.7	0.2	2.6	9.7	23.7	27.7	14.7	36.8	41.5
美团	3690 HK	港元	增持	125.3	177.0	41.3	97.5	9.0	7.3	18.0	13.3	0.4	1.8	14.8	20.7	23.4	15.7	31.4	18.5
网易	NTES US	美元	增持	134.8	154.0	14.3	85.3	14.8	13.9	15.1	14.4	2.6	5.4	14.5	25.9	22.8	6.6	5.5	8.3
京东	JD US	美元	增持	32.7	54.0	65.1	47.5	6.1	5.2	8.4	7.0	0.4	0.3	5.4	20.3	17.2	6.8	18.4	14.3
腾讯音乐	TME US	美元	增持	19.2	审视中	n.a.	29.8	16.7	15.4	24.0	21.5	1.9	6.9	20.7	13.8	10.7	9.7	11.6	11.7
看准科技	BZ US	美元	增持	17.5	22.0	25.7	8.0	9.6	8.0	16.6	14.2	1.0	7.1	13.1	22.0	22.6	10.4	14.9	15.5
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	21.3	25.0	17.2	9.0	15.6	11.6	28.7	19.9	0.6	2.1	27.1	6.0	11.2	8.7	n.a.	95.7
云音乐	9899 HK	港元	增持	241.0	审视中	n.a.	6.7	26.7	21.7	28.2	26.7	2.3	5.6	41.6	15.4	14.1	10.0	11.8	22.6
赤子城	9911 HK	港元	增持	9.8	12.2	24.1	1.8	8.8	7.2	11.3	8.9	0.4	1.8	18.4	54.0	34.5	19.1	22.8	26.4
唯品会	VIPS US	美元	中性	15.1	12.0	-20.5	7.8	8.0	5.9	6.3	5.9	1.2	0.5	6.3	17.6	18.4	1.9	5.0	28.7
携程	TCOM US	美元	未评级	59.0	n.a.	n.a.	38.5	13.5	11.7	15.9	13.7	0.9	5.2	20.1	10.8	11.1	13.4	15.5	15.5
百度	BIDU US	美元	未评级	86.0	n.a.	n.a.	30.2	1.7	1.5	9.3	8.4	0.7	1.6	6.0	7.9	7.6	6.0	11.2	14.4
快手	1024 HK	港元	未评级	63.3	n.a.	n.a.	34.5	8.0	6.7	12.3	10.5	0.6	2.0	9.3	24.8	23.4	8.5	16.8	16.3
滴滴	DIDIY US	美元	未评级	4.8	n.a.	n.a.	23.2	14.1	9.3	30.4	19.1	0.5	0.8	14.9	6.9	10.8	8.5	38.9	41.5
阅文	772 HK	港元	未评级	29.9	n.a.	n.a.	3.9	16.4	14.7	21.1	18.8	1.6	3.4	19.9	6.1	6.4	6.1	11.7	11.2
美图	1357 HK	港元	未评级	9.0	n.a.	n.a.	5.3	41.9	22.5	43.9	32.9	1.1	n.a.	22.9	14.6	17.0	19.1	30.9	60.1
欢聚	JOYY US	美元	未评级	51.0	n.a.	n.a.	2.6	3.1	2.5	10.0	9.4	2.0	1.2	7.0	5.1	5.2	7.0	4.7	20.6
陌陌	MOMO US	美元	未评级	8.4	n.a.	n.a.	1.3	4.6	4.3	7.0	6.8	1.7	0.9	6.5	10.3	9.9	4.6	4.1	6.9
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	1.8	n.a.	n.a.	1.7	19.4	10.9	20.0	8.7	0.1	0.4	5.0	2.5	7.7	3.5	81.8	55.4
雅乐科技	YALA US	美元	未评级	6.7	n.a.	n.a.	1.1	2.6	2.5	6.7	6.4	1.3	3.1	n.a.	19.2	17.1	3.9	4.8	n.a.
中国公司均值								12.8	9.8	17.1	13.7	1.1	2.9	14.8	16.6	16.2	9.2	19.0	26.1
亚马逊	AMZN US	美元	增持	220.5	248.0	12.5	2,340.5	15.2	12.8	27.4	23.5	1.2	3.7	16.4	20.3	19.2	10.0	24.4	29.3
谷歌	GOOGL US	美元	增持	175.8	225.0	28.0	2,140.1	12.4	11.0	14.9	14.5	n.a.	6.1	14.3	28.9	25.7	11.7	22.2	21.1
Meta	META US	美元	增持	719.2	审视中	n.a.	1,808.4	18.7	15.5	22.5	21.7	n.a.	n.a.	17.9	30.5	27.3	13.0	5.4	15.3
奈飞	NFLX US	美元	增持	1,293.6	审视中	n.a.	550.5	40.8	34.2	49.4	40.4	2.0	n.a.	58.6	41.6	43.6	11.5	25.0	24.8
优步	UBER US	美元	增持	92.1	审视中	n.a.	192.7	23.0	18.4	28.3	22.9	1.0	4.4	21.9	26.8	26.2	14.4	n.a.	n.a.
Spotify	SPOT US	美元	增持	722.4	审视中	n.a.	148.1	49.5	36.3	n.a.	48.1	1.3	8.7	45.1	26.8	28.2	14.4	56.6	57.9
Lyft	LYFT US	美元	增持	16.2	21.0	30.1	6.8	11.3	8.9	15.9	13.0	0.6	1.2	8.8	24.8	15.0	12.0	16.9	n.a.
海外公司均值								24.4	19.6	26.4	26.3	1.2	4.8	26.1	28.5	26.5	12.4	25.1	29.7

注：股价采用2025年7月1日(美国市场)和2025年7月2日(香港市场)收盘价；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

12月31日年结(百万美元)	2022	2023	2024
现金及现金等价物	407.3	311.9	488.4
短期投资	25.8	10.3	70.9
受限现金	-	0.4	2.0
定期存款	20.0	213.1	95.0
流动资产总额	481.7	569.1	691.7
物业及设备, 净额	2.1	1.6	14.0
其他资产总额	22.5	68.2	96.0
非流动资产总额	24.6	69.8	109.9
资产总额	506.3	639.0	801.6
应付账款	5.4	0.9	1.0
递延收入	36.0	46.6	58.1
应付费用及其他流动负债	22.8	26.7	41.5
流动经营租赁负债	0.9	1.2	1.0
流动负债总额	65.0	75.3	101.7
非流动负债总额	1.5	0.9	2.2
负债总额	66.5	76.3	103.8
股东权益总额	440.6	567.7	704.4
负债及股东权益总额	506.3	639.0	801.6
净现金(招证计算)	453.0	535.7	656.3

现金流量表

12月31日年结(百万美元)	2022	2023	2024
净收入	79.0	113.1	134.2
折旧	1.1	2.0	1.3
经营租赁使用权资产账面价值减少	0.8	1.3	1.1
营运资金变动	10.6	4.5	21.8
经营现金流	119.5	139.3	172.8
购置物业及设备	15.0	1.6	0.8
投资收益/(支付)	-43.1	-174.4	112.8
其他投资活动, 净额	-4.5	-50.1	-93.4
投资现金流	-62.6	-226.1	18.6
权益增加/(减少)			
融资现金流	0.4	-7.6	-12.8
净收入	0.4	-7.6	-12.8

资料来源: 彭博、公司、招商证券(香港)

利润表

12月31日年结(百万美元)	2022	2023	2024
净收入	303.6	318.9	339.7
收入成本	-113.8	-114.5	-120.5
毛利/(毛损)	189.8	204.4	219.2
研发费用	-24.6	-25.8	-29.0
销售及市场费用	-49.9	-45.4	-31.3
一般及行政费用	-36.6	-36.8	-37.4
经营收入/(损失)	78.7	96.4	121.4
非 GAAP 经营利润	105.4	114.3	136.1
利息收入	3.3	19.8	28.7
其他经营(收入)/费用	-1.1	-0.4	-2.0
税前收入	81.6	115.7	148.1
所得税优惠/(费用)	-2.6	-2.7	-13.9
扣除少数股东权益前报告净利润	79.0	113.1	134.2
少数股东权益及优先股股息	-0.7	-4.3	-1.5
扣除少数股东权益后非 GAAP 净利润	106.4	135.3	150.4

财务比率

	2022	2023	2024
年成长率			
总收入	11%	5%	7%
毛利润	7%	8%	7%
非 GAAP 经营利润	-17%	8%	19%
非 GAAP 净利润	-16%	27%	11%
盈利能力			
毛利率	63%	64%	65%
非 GAAP 经营利润率	35%	36%	40%
非 GAAP 净利润率	35%	42%	44%
有效税率	-3%	-2%	-9%
ROE	27%	27%	24%
ROA	24%	24%	21%
净现金占权益比例	103%	94%	93%

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件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) 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