

公司報告

看准科技 (BZ US)

需求改善助力25年下半年增长加速势头持续

- 25年二季度业绩超预期: 收入同增10%, 超预期1%; 非GAAP净利润同增31%, 超预期16%, 得益于持续效率提升
- 需求趋势持续改善, 预计25年下半年增长加速; AI赋能业务表现进一步提升
- 增持: 看好增长前景; 新股东回报计划预计未来12个月收益率达3.4%; 目标价上调至26美元(乐观情形目标价34美元)

25年二季度净利润超预期, 得益于效率提升

看准25年二季度表现稳健, 集团收入21亿元人民币, 同比增长10%(一季度同比增长13%), 超预期1%。月活跃用户达6,360万, 同比增长16%; 付费企业数量达650万, 同比增长10%。毛利润同比增长12%, 超预期3%, 毛利率为85.4%, 同比提升1.9个百分点。非GAAP营业利润8.81亿元, 得益于运营杠杆效应超预期13%。销售及市场/研发费用同比下降23%/6%, 用户规模稳健增长, 显示运营效率改善。非GAAP净利润9.46亿元, 同比增长31%, 超预期16%, 非GAAP净利润率达45%, 同比提升7.3个百分点。财务状况健康, 经营现金流同比增长21%, 净现金维持稳定, 为175亿元人民币。

需求改善驱动25年下半年增长提速

管理层指引 25 年三季度收入增长 11.4%-13.0%, 与当前市场预期同增 11.8%相符。公司强调需求改善: 1) 2024 年蓝领收入占比增至 40%, 保持强劲增长势头; 2) 白领及互联网行业需求环比恢复; 3) 求职者与企业比例(C:B)自2024年11月以来持续收窄。公司持续升级AI产品, 覆盖三个领域: 1) AI to C: AI 面试培训机器人、AI 简历优化及职位推荐; 2) AI to B: AI 辅助职位发布优化及筛选; 3) AI to M: AI 提升研发效率, 加速产品迭代。2025 年, 公司继续聚焦用户增长。我们预测 25/26 财年集团收入将分别同比增长 12%/12%, 非 GAAP 净利润增长更快达+29%/18%, 受效率提升和经营杠杆驱动。

维持增持评级: 目标价上调至26美元

我们对 25 年下半年需求复苏持乐观态度, 并认为公司作为行业领导者将长期受益于在线招聘渗透率的上升趋势。我们将 25/26 财年非 GAAP 净利润预测上调 1%/2%, 反映需求复苏及经营杠杆推动盈利前景改善。基于 26 财年 20 倍市盈率(1.2 倍 PEG, 图 9), 我们将目标价从 22 美元上调至 26 美元。催化剂: 招聘需求增强、AI 产品进展推动收入进一步增长及成本节约、海外发展积极。主要风险: 1) 宏观; 2) 竞争; 3) 名誉; 4) 监管。

盈利预测及估值

百万元人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	5,952	7,356	8,207	9,155	10,170
同比增长	31.9%	23.6%	11.6%	11.6%	11.1%
非 GAAP 经营利润	1,638	2,317	3,262	3,939	4,559
非 GAAP 归母净利润	2,156	2,729	3,516	4,133	4,723
同比增长	164.8%	26.5%	28.8%	17.6%	14.3%
非 GAAP 摊薄每股盈利(人民币)	4.8	6.0	7.8	9.1	10.4
市盈率(倍)	35.4	28.0	21.7	18.5	16.2
市销率(倍)	12.8	10.4	9.3	8.3	7.5
ROE(%)	17.2%	19.2%	22.1%	22.8%	22.4%

注: 截至2025年8月20日的收盘价; 资料来源: 彭博, 公司数据, 招商證券(香港)预测

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

王腾杰
+852 3189 6634
tommywong@cmschina.com.hk

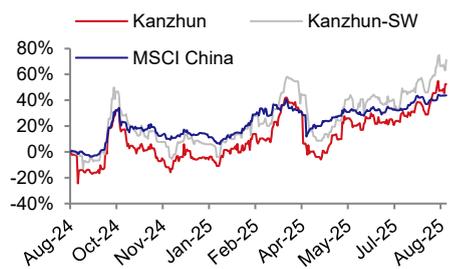
最新变动

25年二季度业绩; 盈利预测及目标价调

增持

前次评级	增持
股价(2025年8月20日)	22.1美元/81.5港元
目标价	26美元(+18%)
(上涨/下跌空间)	101港元(+24%)
前次目标价	22美元/86港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
BZ US	13.5	43.4	52.5
2076 HK	11.6	26.7	44.5
MSCI中国	2.4	10.5	43.7

行业: TMT

恒生指数(2025年8月20日)	25,166
MSCI中国(2025年8月20日)	82

重要数据

52周股价区间(美元/港元)	11 - 23/43 - 88
美股市值(十亿美元)	10.6
日均成交量美股/港股(百万股)	4.05/0.17

主要股东

Peng Zhao	14.2%
Capital Research and Management	8.2%
腾讯	8.0%
其他股东	4.0%
自由流通股	65.6%

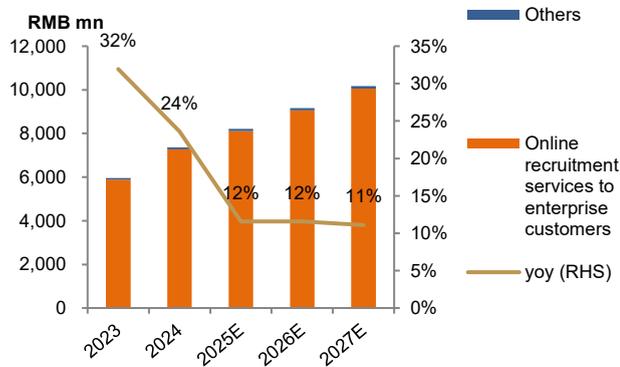
资料来源: 彭博, 招商證券(香港)

相关报告

- 看准科技(BZ US) - AI驱动业务变革(增持)(2025/3/13)
- 看准科技(BZ US) - 尽管宏观不确定仍存, 盈利维持稳健增长(增持)(2024/12/12)
- 看准科技(BZ US) - 1Q24 First take: Strong start for the year(增持)(2024/5/21)
- 看准科技(BZ US) - 2024年强劲复苏态势不减(增持)(2024/3/13)

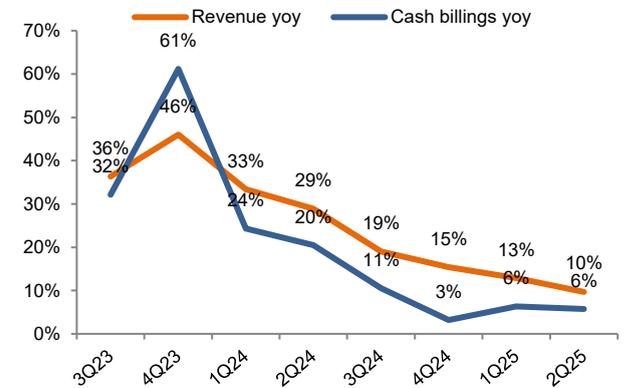
重点图表

图1: Boss直聘收入预测



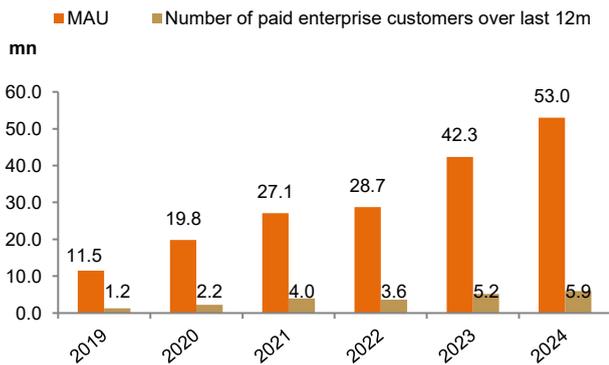
资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

图2: Boss直聘现金收入/收入同比增长



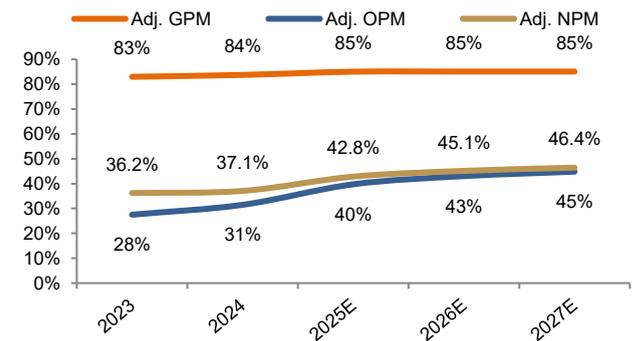
资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)

图3: Boss直聘月度活跃用户及企业数增长



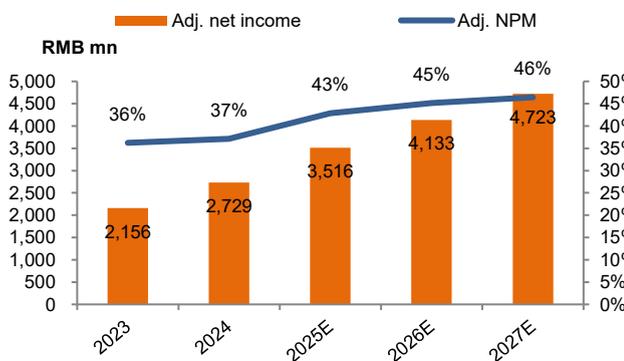
资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)

图4: Boss直聘非GAAP利润率表现



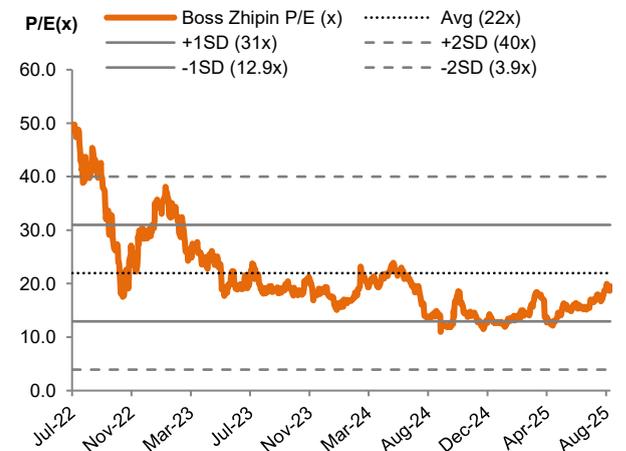
资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

图5: Boss直聘非GAAP净利润和净利润率



资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)预测

图6: Boss直聘市盈率区间



资料来源: 公司数据, 彭博, 招商证券(香港)预测

图 7: 25 年二季度业绩表现

百万元人民币	2Q24	1Q25	2Q25	1Q25 yoy	2Q25 yoy	2Q25 qoq	招商证券预 测	与实际数 据对比	一致预测	与实际数据 对比
							2Q25		2Q25	
收入	1,917	1,923	2,102	13%	10%	9%	2,083	1%	2,082	1%
对企业客户的线上招聘服务	1,893	1,901	2,078	13%	10%	9%	2,057	1%		
其他	24	22	25	11%	3%	13%	26	-6%		
营业成本	(317)	(311)	(307)	5%	-3%	-1%	(335)	-8%		
毛利润	1,600	1,612	1,795	14%	12%	11%	1,748	3%	1,746	3%
非 GAAP 毛利润	1,612	1,622	1,802	14%	12%	11%	1,758	2%		
营销开支	(545)	(491)	(420)	-15%	-23%	-15%	(531)	-21%		
研发开支	(444)	(424)	(416)	-9%	-6%	-2%	(429)	-3%		
一般及行政开支	(261)	(266)	(311)	-2%	19%	17%	(233)	33%		
经营利润	359	440	651	325%	81%	48%	556	17%	530	23%
非 GAAP 经营利润	660	692	881	76%	33%	27%	802	10%	783	13%
利息及其他, 净额	307	148	157	-52%	-49%	6%	210	-25%		
税前利润/(亏损)	512	588	808	127%	58%	37%	765	6%		
所得税费用	(95)	(76)	(97)	329%	2%	28%	(103)	-6%		
净利润	422	518	716	112%	70%	38%	662	8%	546	31%
非 GAAP 净利润	723	770	946	44%	31%	23%	909	4%	818	16%
现金收入	1,951	2,180	2,062	6%	6%	-5%	2,140	-4%	2,143	-4%
经营性现金流	869	1,003	1,052	11%	21%	5%				
净现金(负债)	16,191	17,392	17,528							
利润率(%)										
月活(百万)	54.6	57.6	63.6	24%	16%	10%				
付费企业(百万)	5.9	6.4	6.5	12%	10%	2%				
利润率										
毛利率	83.5%	83.8%	85.4%	1.2ppt	1.9ppt	1.5ppt	83.9%	1.4ppt	83.8%	1.5ppt
核心毛利率	84.1%	84.3%	85.7%	1.0ppt	1.6ppt	1.4ppt	84.4%	1.3ppt		
经营利润率	18.7%	22.9%	31.0%	16.8ppt	12.3ppt	8.1ppt	26.7%	4.3ppt	25.5%	5.5ppt
调整后经营利润率	34.4%	36.0%	41.9%	12.9ppt	7.5ppt	5.9ppt	38.5%	3.4ppt	37.6%	4.3ppt
归母净利润率	22.0%	26.9%	34.1%	12.6ppt	12.1ppt	7.1ppt	31.8%	2.3ppt	26.2%	7.8ppt
调整后非 GAAP 归母净利润率	37.7%	40.0%	45.0%	8.7ppt	7.3ppt	5.0ppt	43.6%	1.4ppt	39.3%	5.7ppt

资料来源: 公司、彭博, Visible Alpha, 招商证券(香港)预测

图 8: 招商证券盈利预测调整

百万元人民币	调整后			调整前			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	8,207	9,155	10,170	8,106	8,964	9,872	1%	2%	3%
毛利润	6,948	7,761	8,625	6,796	7,528	8,305	2%	3%	4%
非 GAAP 经营利润	3,262	3,939	4,559	3,088	3,684	4,264	6%	7%	7%
非 GAAP 归母净利润	3,516	4,133	4,723	3,485	4,053	4,605	1%	2%	3%
利润率分析									
毛利率	84.7%	84.8%	84.8%	83.8%	84.0%	84.1%	0.8pp	0.8pp	0.7pp
经营利润率	28.5%	34.2%	37.8%	26.0%	31.0%	34.7%	2.5pp	3.2pp	3.1pp
非 GAAP 经营利润率	39.8%	43.0%	44.8%	38.1%	41.1%	43.2%	1.7pp	1.9pp	1.6pp
归母净利润率	31.6%	36.4%	39.4%	30.9%	35.1%	38.2%	0.7pp	1.2pp	1.2pp
非 GAAP 归母净利润率	42.8%	45.1%	46.4%	43.0%	45.2%	46.6%	-0.2pp	-0.1pp	-0.2pp

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图 9: Boss 直聘估值

百万元人民币	悲观情形	基本情形	乐观情形
未来 12 个月收入	8,617	9,155	9,438
同比增长	5%	12%	15%
核心净利润率	42.8%	45.1%	47.1%
未来 12 个月核心净利润	3,691	4,133	4,450
同比增长	5%	18%	27%
目标市盈率(倍)	15x	20x	25x
对应 PEG(倍)	0.9	1.2	1.4
目标价值	55,369	84,319	111,242
流通股数(百万)		453	
每股价值(人民币)	122	186	245
美元: 人民币		7.20	
每股价值(美元)	17.0	26.0	34.0
每股价值(港元)	66.0	101.0	132.3
对应市盈率(倍)	FY25E	FY26E	FY27E
基本情形市盈率(倍)	24	20	18
乐观情形市盈率(倍)	22	19	17

资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)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	上行空间 (%)	市值(十 亿美元)	EV/EBITDA (倍)		P/E (倍)		PEG*	P/S (倍)	P/OCF (倍)		ROE (%)		2025-2027 年复合增速		
								FY25E	FY26E	FY25E	FY26E			FY26E	FY25E	FY25E	FY25E	FY26E	收入	净利润
腾讯	700 HK	港元	增持	590.5	700.0	18.5	693.2	12.1	10.6	18.9	16.7	1.3	6.7	18.4	23.7	22.4	9.8	13.0	13.2	
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	119.5	146.0	22.2	285.0	16.3	14.2	13.0	15.6	2.7	2.1	12.5	15.8	12.6	11.0	5.9	11.5	
拼多多	PDD US	美元	增持	118.0	136.0	15.3	167.5	13.5	9.3	14.5	9.8	0.3	2.9	11.2	23.7	27.7	14.9	36.8	38.7	
美团	3690 HK	港元	增持	120.8	156.0	29.1	94.5	10.2	8.3	20.3	13.2	0.3	1.7	14.2	18.0	23.4	15.7	39.6	21.4	
网易	NTES US	美元	增持	130.5	161.0	23.3	82.6	14.2	13.2	14.1	13.2	2.0	5.2	13.7	26.7	23.8	6.4	6.8	8.4	
京东	JD US	美元	增持	31.2	42.0	34.7	45.3	12.0	6.9	11.3	8.2	0.3	0.2	7.2	20.3	12.1	6.5	31.8	53.3	
腾讯音乐	TME US	美元	增持	25.1	29.2	16.3	38.9	21.6	20.1	31.3	28.0	2.4	9.0	24.2	13.8	10.7	9.7	11.6	11.5	
看准科技	BZ US	美元	增持	22.1	26.0	17.8	10.6	10.3	9.6	21.7	18.5	1.2	9.3	17.4	22.1	22.8	11.3	15.9	12.6	
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	25.3	28.0	10.7	10.6	18.9	14.1	34.0	23.6	0.7	2.5	23.3	5.2	11.5	8.7	n.a.	97.1	
云音乐	9899 HK	港元	增持	291.2	330.0	13.3	8.1	27.4	23.2	19.5	24.0	n.a.	7.4	26.5	25.6	16.9	12.2	n.a.	19.1	
赤子城	9911 HK	港元	增持	9.9	12.2	23.1	1.8	9.1	7.4	11.4	9.0	0.4	1.9	15.8	54.0	34.5	19.1	22.8	26.0	
唯品会	VIPS US	美元	增持	16.7	19.5	17.0	8.6	9.5	7.0	7.0	6.8	2.3	0.6	5.1	7.1	6.9	2.3	3.0	26.5	
携程	TCOM US	美元	未评级	63.2	n.a.	n.a.	41.3	14.5	12.6	17.1	14.7	0.9	5.6	17.8	11.1	11.1	13.4	15.6	15.5	
百度	BIDU US	美元	未评级	86.8	n.a.	n.a.	30.4	2.1	1.8	10.6	9.7	0.7	1.6	6.7	7.0	6.8	5.8	13.0	17.6	
快手	1024 HK	港元	未评级	71.9	n.a.	n.a.	39.7	9.1	7.9	14.2	12.0	0.7	2.2	10.7	24.5	23.0	8.7	17.7	15.8	
滴滴	DIDIY US	美元	未评级	6.0	n.a.	n.a.	29.2	13.5	9.3	32.6	20.4	0.4	1.0	17.9	7.3	11.1	8.5	50.9	38.7	
阅文	772 HK	港元	未评级	42.1	n.a.	n.a.	5.5	25.4	23.6	29.6	26.5	2.2	4.9	23.2	6.8	6.7	6.7	11.9	10.2	
美图	1357 HK	港元	未评级	9.8	n.a.	n.a.	5.8	36.3	21.2	45.0	33.6	1.1	n.a.	38.0	15.5	17.9	21.8	30.6	51.7	
欢聚	JOYY US	美元	未评级	50.4	n.a.	n.a.	2.6	2.7	2.2	9.9	9.4	1.1	1.2	7.0	5.0	5.2	6.6	8.3	15.6	
陌陌	MOMO US	美元	未评级	8.0	n.a.	n.a.	1.3	4.4	4.1	6.7	6.5	1.5	0.9	6.2	10.6	10.0	3.7	4.3	5.3	
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	2.3	n.a.	n.a.	2.2	25.3	14.8	26.1	12.1	0.2	0.5	4.3	2.2	6.4	3.7	78.5	50.7	
雅乐科技	YALA US	美元	未评级	7.7	n.a.	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	7.7	7.3	1.6	3.6	n.a.	19.5	17.6	5.8	4.6	n.a.	
斗鱼	DOYU US	美元	未评级	8.3	n.a.	n.a.	0.2	4.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	
虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.2	n.a.	n.a.	0.7	20.6	7.9	27.9	21.8	0.6	0.8	18.3	2.3	3.7	6.2	37.4	n.a.	
微博	WB US	美元	未评级	11.2	n.a.	n.a.	2.7	4.4	4.3	5.8	5.8	2.2	1.6	5.2	11.1	10.2	2.9	2.7	2.8	
中国公司均值								14.7	11.5	18.9	15.4	1.1	3.4	15.3	16.6	15.5	9.6	21.1	26.7	
亚马逊	AMZN US	美元	增持	223.8	271.0	21.1	2,386.9	14.7	12.4	26.9	23.1	1.2	3.7	17.0	21.1	19.3	10.6	28.1	31.8	
谷歌	GOOGL US	美元	增持	199.3	225.0	12.9	2,415.7	13.9	12.1	18.9	18.0	2.3	6.9	16.5	31.3	27.3	12.3	18.6	15.6	
Meta	META US	美元	增持	747.7	866.0	15.8	1,878.4	18.4	15.4	22.8	20.3	1.7	n.a.	17.3	35.3	29.2	15.5	7.9	21.5	
奈飞	NFLX US	美元	增持	1,213.9	1,423.0	17.2	515.8	36.9	30.7	44.9	39.1	1.9	n.a.	55.8	42.4	45.2	12.1	26.0	22.8	
优步	UBER US	美元	增持	93.7	审视中	n.a.	195.5	23.0	18.1	24.5	22.9	1.7	4.4	20.7	26.9	26.6	14.8	n.a.	n.a.	
Spotify	SPOT US	美元	增持	703.8	审视中	n.a.	146.7	n.a.	38.6	n.a.	n.a.	0.8	8.6	48.1	19.6	28.7	14.5	49.9	49.0	
Lyft	LYFT US	美元	增持	15.6	21.1	35.3	6.3	10.2	8.0	12.9	10.8	0.7	1.1	6.9	24.7	18.9	12.8	20.7	n.a.	
海外公司均值								19.5	19.3	25.2	22.4	1.5	5.0	26.0	28.8	27.9	13.2	25.2	28.2	

注: 股价采用 2025 年 8 月 20 日(所有市场); 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

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	2,473	2,553	4,082	5,685	7,736
短期投资	10,437	12,128	13,341	14,675	16,142
预付款及其他流动资产	443	368	405	446	490
物业及设备净额	1,793	1,734	1,478	1,330	1,312
使用权资产	2,473	1,915	2,068	2,233	2,412
其他	321	613	676	755	821
总资产	17,940	19,311	22,049	25,124	28,913
应收账款	629	111	378	418	464
递延收入	2,794	3,085	3,693	4,120	4,577
其他应收款及应计负债	779	816	816	816	816
非流动营运租赁负债	125	121	121	121	121
其他	183	215	215	215	215
总负债	4,511	4,348	5,223	5,690	6,192
归属母公司股东权益	13,429	14,963	16,826	19,434	22,721

现金流量表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业活动现金流	3,047	3,542	4,289	4,565	5,233
净利润	1,099	1,567	2,583	3,328	4,007
折旧及摊销	407	653	852	814	772
营运资金变动	1,478	(112)	854	424	455
其他	63	1,434	0	0	0
投资活动现金流	(9,939)	(2,017)	(2,041)	(2,242)	(2,463)
资本支出	(1,500)	(859)	(675)	(742)	(817)
短期投资净额	(6,979)	(1,691)	(1,213)	(1,334)	(1,467)
其他	(1,460)	533	(153)	(165)	(179)
筹资活动现金流	(417)	(1,461)	(720)	(720)	(720)
净现金流	(7,279)	80	1,529	1,604	2,050
期初现金	9,752	2,473	2,553	4,082	5,685
期末现金	2,473	2,553	4,082	5,685	7,736

资料来源: 公司数据, 彭博, 招商证券(香港)预测

利润表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	5,952	7,356	8,207	9,155	10,170
收入成本	(1,060)	(1,240)	(1,259)	(1,394)	(1,545)
毛利润	4,892	6,116	6,948	7,761	8,625
销售及营销费用	(1,991)	(2,073)	(1,806)	(1,819)	(1,949)
一般及行政费用	(812)	(1,094)	(1,155)	(1,176)	(1,183)
研发费用	(1,544)	(1,816)	(1,657)	(1,632)	(1,650)
经营费用	(4,311)	(4,943)	(4,607)	(4,627)	(4,782)
经营利润	581	1,173	2,341	3,134	3,843
非 GAAP 经营利润	1,638	2,317	3,262	3,939	4,559
汇兑损益	641	660	663	713	789
其他收入/(亏损)	1,222	1,833	3,004	3,848	4,632
税前利润	(123)	(266)	(421)	(519)	(625)
所得税	1,099	1,567	2,583	3,328	4,007
净利润	2,156	2,729	3,516	4,133	4,723

财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
同比增长					
收入	32%	24%	12%	12%	11%
非 GAAP 经营利润	191%	41%	41%	21%	16%
非 GAAP 归母净利润	165%	27%	29%	18%	14%
盈利能力					
毛利率	82.2%	83.1%	84.7%	84.8%	84.8%
非 GAAP 经营利润率	27.5%	31.5%	39.8%	43.0%	44.8%
非 GAAP 归母净利润率	36.2%	37.1%	42.8%	45.1%	46.4%
ROE	17.2%	19.2%	22.1%	22.8%	22.4%
ROA	6.7%	8.4%	12.5%	14.1%	14.8%
每股(人民币)					
非 GAAP 基本每股盈利	5.0	6.2	8.0	9.4	10.7
非 GAAP 摊薄每股盈利	4.8	6.0	7.8	9.1	10.4
非 GAAP 摊薄每股盈利(美元)	0.7	0.8	1.1	1.3	1.4

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