

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

有道 (DAO US)

AI产品稳步增长，盈利能力持续改善

- 25年二季度业绩超预期：核心AI业务驱动收入恢复7.2%正增长，净利润实现扭亏为盈
- 看好AI相关产品驱动下2025年下半年、2026年增长加速及盈利能力提升
- 维持增持评级：目标价上调至12.2美元

25年二季度业绩超预期

有道在25年二季度实现稳健增长，总净收入达到14亿元人民币，同比增长7.2%，超预期3%。公司持续聚焦数字内容，AI订阅服务及AI驱动的在线营销等核心业务，这些核心业务总收入达11.6亿元（约占集团收入的80%），同比增长20%。其中数字内容业务同比增长30%，在线营销服务收入创历史新高，达6.33亿元，同比增长24%。本季度标记着有道首次实现二季度盈利，非GAAP营业利润达3,500万元人民币，而24年二季度同期非GAAP净亏损为-6,900万元人民币，同时也高于市场一致预期的2,200万元人民币。这一业绩得益于有效的成本控制、公司以利润为导向的战略，以及对成人教育和智能硬件等其他亏损业务的调整。有道经营现金流为正，达1.85亿元人民币，反映出健康的财务状况。

聚焦AI赋能，增长前景光明

有道持续深化其“AI+”战略，在多个领域取得突破。学习服务方面，公司推出了基于自研“子曰”大语言模型驱动的AI作文批改功能。有道领世的留存率创下超过75%的历史新高，AI驱动的订阅服务销售额近8,000万元人民币，同比增长30%。智能硬件领域，有道词典笔保持市场领导地位，在618购物节期间第六年蝉联京东和天猫平台销量榜首。在线营销服务增长加速，主要得益于与TikTok和Google新建立的合作伙伴关系，以及新推出的AI广告投放优化师（AI广告投放优化师）工具，有效提升了广告的ROI。管理层强调，来自游戏行业的广告收入显著增长，同比增幅超50%。我们预测，有道2025/2026财年集团收入将同比增长5%/13%，主要驱动因素为核心AI相关业务同比+28%/+20%的扎实增长，以及非核心的STEAM和成人教育业务趋于稳定。

增持：目标价上调至12.2美元

我们看好有道25财年39%的强劲盈利同比增长，主要驱动力为AI技术带来的持续效率提升。基于数字内容服务和广告业务15倍/15倍市盈率，以及AI订阅、智能硬件业务3倍/1倍市销率，我们上调了盈利预测（图9），将目标价从11.2美元上调至12.2美元（图11）。新目标价对应25/26财年1.8倍/1.6倍市销率和26财年55倍市盈率（基于25-27财年盈利年复合增长率36%计算，PEG为1.5倍）。主要风险：1）宏观/消费；2）竞争格局；3）新产品管线；4）监管。

财务数据及估值

12月31日年结(百万元人民币)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	5,389	5,626	5,921	6,677	7,432
同比增速	8%	4%	5%	13%	11%
毛利润	2,767	2,748	2,641	2,940	3,247
非GAAP经营利润	-436	171	246	293	382
非GAAP净利润	-475	105	146	193	271
同比增速	-26%	n.a.	39%	33%	40%
市销率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
市盈率(倍)	n.a.	75.2	54.0	40.7	29.1
ROA(%)	-24.1	6.0	7.1	7.8	9.1

资料来源：公司资料，招商证券（香港）；股价截至2025年8月20日

李怡珊, CFA
+852 3189 6122
crystalli@cmschina.com.hk王腾杰
+852 3189 6634
tommywong@cmschina.com.hk

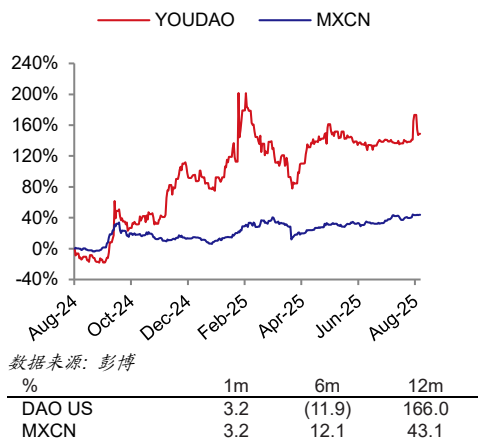
最新变动

25年二季度业绩；盈利预测及目标价调整

增持

前次评级	增持
股价(2025年8月20日)	9.2美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	12.2美元 (+34%)
前次目标价	11.2美元

股价表现



数据来源：彭博

行业：教育

恒生指数(2025/8/20)	25,166
国企指数(2025/8/20)	9,013

重要数据

52周股价区间(美元)	3 - 11.82
美股市值(百万美元)	1,094
日均成交量	0.17
主要股东	
网易	57.1%
其他股东	23.7%
总股数(百万股)	126
自由流通量	19.2%

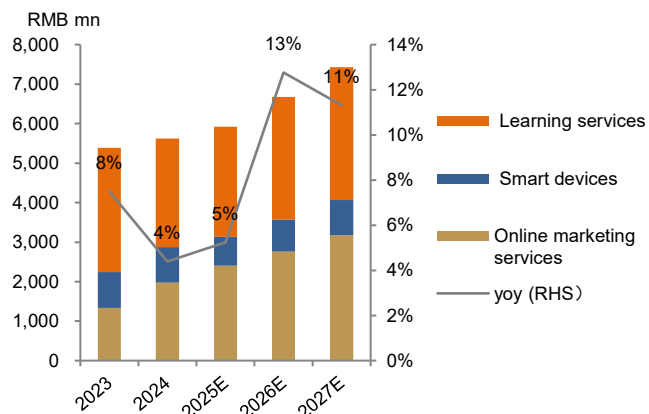
资料来源：公司资料，彭博

相关报告

1. Youdao (DAO US) - Cooperation with DeepSeek to enhance AI+education offerings (增持) (2025/2/7)
2. 有道 (DAO US) - 二季度业绩超预期：盈亏平衡将提前实现 (增持) (2024/8/26)
3. 有道 (DAO US) - 二季度业绩前瞻：稳步迈向盈亏平衡 (增持) (2024/8/6)
4. 有道 (DAO US) - 一季度业绩超预期：AI教育生态逐渐丰富 (增持) (2024/5/29)

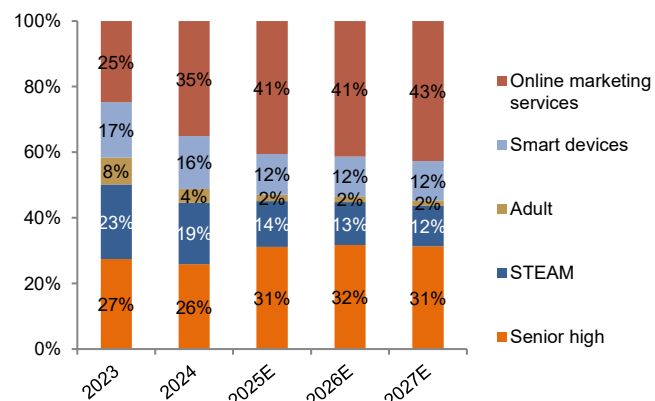
重点图表

图1: 收入分部与增速



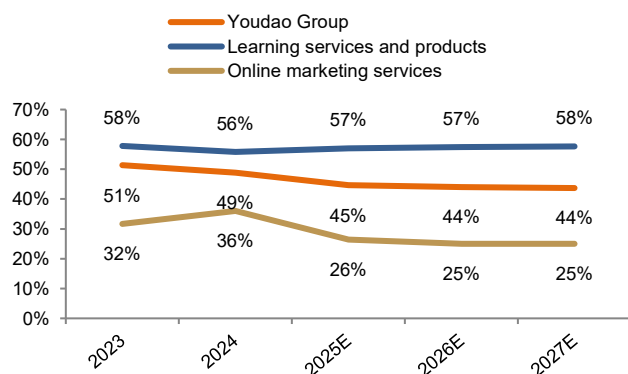
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图2: 收入结构



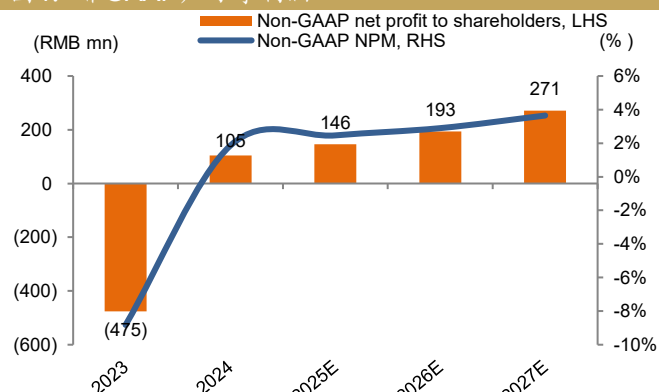
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图3: 毛利率



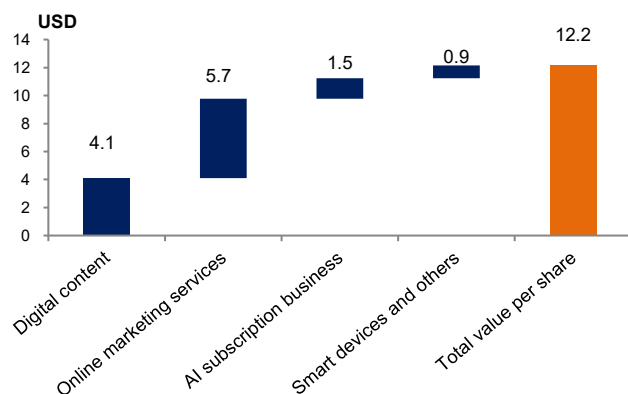
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图4: 非GAAP归母净利润



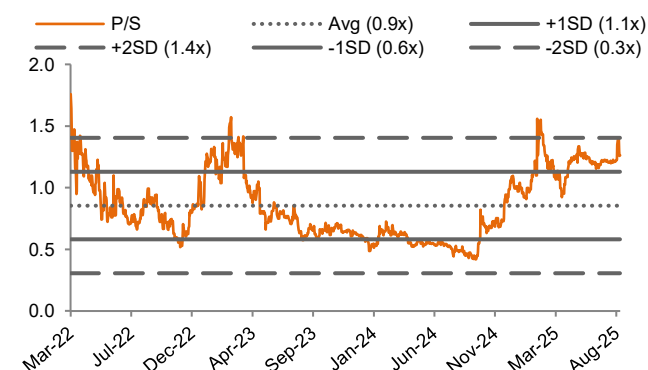
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图5: SOTP估值



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: 有道25年二季度业绩

	2Q24	1Q25	2Q25	1Q25	2Q25	2Q25	招商证券预测		彭博一致预测	
百万元人民币	Jun	Mar	Jun	yoy	yoy	qoq	2Q25	差异%	2Q25	差异%
收入	1,322	1,298	1,418	-6.7%	7.2%	9.2%	1,358	4.4%	1,382	2.6%
学习服务	644	602	658	-16.1%	2.2%	9.2%	612	7.6%		
智能硬件	167	190	127	5.1%	-23.9%	-33.4%	133	-4.9%		
在线营销服务	511	505	633	2.6%	23.8%	25.2%	613	3.2%		
毛利	637	614	609	-9.9%	-4.3%	-0.8%	681	-10.5%	632	-3.6%
学习服务	386	360	393	-20.5%	1.8%	9.1%	384	2.3%		
智能硬件	50	100	53	68.5%	4.4%	-47.1%	53	-1.2%		
在线营销服务	200	154	164	-8.8%	-18.2%	6.0%	243	-32.7%		
报告经营利润	(73)	104	29	247.7%	n.a.	-72.3%	15	88.8%	15	88.8%
报告净利润	(99)	77	(18)	517.3%	-82.1%	n.a.	(4)	337.8%	(4)	337.8%
非 GAAP 经营利润	(69)	109	35	188.9%	n.a.	-67.6%	22	60.5%	22	60.5%
非 GAAP 净利润	(96)		13	301.8%	n.a.	-84.7%	3	357.6%	3	357.6%
经营现金流	250	(256)	185	-34.7%	-26.0%	n.a.				
净现金 (负债)	(1,218)	(1,383)	(1,200)							
利润率:										
毛利率	48.2%	47.3%	43.0%	-1.7 ppt	-5.2 ppt	-4.3 ppt	50.1%	-7.1 ppt	45.7%	-2.7 ppt
学习服务	60.0%	59.8%	59.8%	-3.3 ppt	-0.2 ppt	-0.1 ppt	62.9%	-3.1 ppt		
智能硬件	30.3%	52.3%	41.5%	19.7 ppt	11.3 ppt	-10.8 ppt	40.0%	1.5 ppt		
在线营销服务	39.1%	30.5%	25.8%	-3.8 ppt	-13.3 ppt	-4.7 ppt	39.6%	-13.8 ppt		
经营利润率	-5.5%	8.0%	2.0%	5.9 ppt	7.5 ppt	-6 ppt	1.1%	0.9 ppt	1.1%	0.9 ppt
净利润率	-7.5%	5.9%	-1.3%	5 ppt	6.3 ppt	-7.2 ppt	-0.3%	-1 ppt	-0.3%	-1 ppt
非 GAAP 经营利润率	-5.2%	8.4%	2.5%	5.7 ppt	7.7 ppt	-5.9 ppt	1.6%	0.9 ppt	1.6%	0.9 ppt
非 GAAP 净利润率	-7.3%	6.3%	0.9%	4.8 ppt	8.1 ppt	-5.4 ppt	0.2%	0.7 ppt	0.2%	0.7 ppt

资料来源: 公司资料、彭博、招商证券(香港)预测

图8: 有道定位为人工智能驱动的解决方案提供商, 专注于学习和广告领域的AI应用



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图9: 有道盈利预测调整

百万元人民币	调整后			调整前			差异		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	5,921	6,677	7,432	5,872	6,566	7,346	0.8%	1.7%	1.2%
毛利	2,641	2,940	3,247	2,837	3,168	3,543	-6.9%	-7.2%	-8.3%
非 GAAP 经营利润	246	293	382	225	287	374	9.3%	2.0%	2.1%
非 GAAP 净利润	146	193	271	134	186	269	9.2%	3.8%	0.8%
利润率									
毛利率	44.6%	44.0%	43.7%	48.3%	48.2%	48.2%	-3.7ppt	-4.2ppt	-4.5ppt
非 GAAP 经营利润率	4.2%	4.4%	5.1%	3.8%	4.4%	5.1%	0.3ppt	0.0ppt	0.0ppt
非 GAAP 净利润率	2.5%	2.9%	3.6%	2.3%	2.8%	3.7%	0.2ppt	0.1ppt	0.0ppt

资料来源: 公司资料、彭博、招商证券(香港)预测

图10: 有道季度业绩预测

百万元人民币	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E
收入	1,573	1,340	1,298	1,418	1,678	1,527	1,464	1,600
学习服务及产品	1,083	858	793	785	1,042	901	883	872
学习服务	768	618	602	658	805	721	673	733
智能硬件	315	240	190	127	236	180	210	140
在线营销服务	489	482	505	633	636	626	581	728
毛利	789	641	614	609	744	673	658	682
报告经营利润	107	84	104	29	46	39	92	40
报告净利润	86	83	77	-18	21	15	64	19
非 GAAP 经营利润	110	93	109	35	55	47	100	48
非 GAAP 净利润	89	92	82	13	29	23	71	27
利润率								
毛利率	50.2%	47.8%	47.3%	43.0%	44.4%	44.1%	45.0%	42.6%
非 GAAP 经营利润率	6.8%	6.3%	8.0%	2.0%	2.8%	2.6%	6.3%	2.5%
非 GAAP 净利润率	5.5%	6.2%	5.9%	-1.3%	1.2%	1.0%	4.3%	1.2%
报告经营利润率	7.0%	6.9%	8.4%	2.5%	3.3%	3.1%	6.8%	3.0%
报告净利润率	5.6%	6.9%	6.3%	0.9%	1.7%	1.5%	4.8%	1.7%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

有道分部加总估值逻辑

学习服务: 我们给予学习服务业务 15 倍市盈率, 对比我们给予好未来 (TAL US) 的 20 倍目标市盈率, 以及新东方 (EDU US) 和高途 (GOTU US) 的 15 倍目标市盈率。

广告业务: 我们给予广告业务 15 倍市盈率, 对比中国同业的 15 倍均值 (同业包括: 百度 (BIDU US), 腾讯 (700 HK), 汇量科技 (1860 HK) 等), 以及美国同业的 35 倍均值 (同业包括: AppLovin (APP US) 等)。

AI 订阅业务: 我们给予 AI 订阅业务 3 倍的市销率, 较同业平均的 10 有较大折让 (同业包括: 多邻国 (DUOL US), Spotify (SPOT US), Netflix (NFLX US)), 主要因为公司收入和用户规模更小。

智能硬件: 我们给予智能硬件业务 1 倍市销率, 与我们给予好未来 (TAL US) 智能硬件业务的 1 倍目标市盈率相近。

图 11: 有道分部加总估值

				估值倍数（倍）			估值		
百万元人民币	未来 12 个月		估值基础	悲观	基本	乐观	悲观	基本	乐观
数字内容服务	核心净利润	239	市盈率	10.0	15.0	20.0	2,394	3,591	4,788
在线营销服务	核心净利润	331	市盈率	10.0	15.0	20.0	3,313	4,969	6,626
AI 订阅业务	收入	425	市销率	2.0	3.0	4.0	850	1,275	1,700
智能硬件	收入	808	市销率	0.5	1.0	1.5	404	808	1,211
总估值							6,961	10,643	14,325
流通股数（百万股）								122	
每股价值（人民币）							57	88	118
美元: 人民币								7.2	
每股价值（美元）							8.0	12.2	16.4
对应市销率（倍）									
25 财年							1.2	1.8	2.4
26 财年							1.0	1.6	2.1
对应市盈率（倍）									
25 财年							48	73	98
26 财年							36	55	74

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

2025 年 8 月 21 日 (星期四)

图12: 教育行业同业对比

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 股价 (当地货币)	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 (%)			FY25E	FY26E		FY25E	FY26E			
恒生指数		25,166						10.5	9.7	n.a.	1.5	1.4	n.a.	n.a.	n.a.
国企指数		9,013						9.7	8.8	n.a.	1.2	1.1	n.a.	n.a.	n.a.
K-12 教培															
新东方	EDU US	46.9	增持	58.0	23.6	7,676	60.9	14.8	13.3	1.2	1.6	1.5	0.17	8.5	11.1
	9901 HK	36.6	增持	45.0	22.9										
好未来	TAL US	11.0	增持	14.0	27.3	6,710	60.5	41.3	23.3	0.4	3.0	2.2	0.07	30.4	63.2
高途	GOTU US	3.6	增持	4.7	29.5	907	2.9	n.a.	n.a.	n.a.	1.1	0.9	0.04	24.5	n.a.
东方甄选	1797 HK	37.1	中性	审视中	n.a.	4,975	680.2	393.0	177.0	2.6	7.6	6.8	0.7	10.2	69.0
天立	1773 HK	4.3	未评级	n.a.	n.a.	1,155	61.4	15.1	9.8	n.a.	2.6	1.8	n.a.	n.a.	n.a.
学大	000526 CH	51.8	未评级	n.a.	n.a.	879	100.5	24.7	19.9	0.9	1.9	1.5	0.1	19.0	23.3
卓越	3978 HK	5.4	未评级	n.a.	n.a.	586	6.8	12.9	10.6	0.6	2.1	1.7	0.1	20.2	19.1
思考乐	1769 HK	2.9	未评级	n.a.	n.a.	207	8.7	6.6	4.9	0.1	1.3	1.0	0.0	29.7	35.9
51 Talk	COE US	35.1	未评级	n.a.	n.a.	206	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
智能硬件															
有道	DAO US	9.2	增持	12.2	33.3	1,094	0.7	54.0	40.7	1.1	1.3	1.2	0.10	12.0	36.2
科大讯飞	002230 CH	50.5	未评级	n.a.	n.a.	16,267	1,327.4	119.7	84.2	2.1	4.2	3.6	0.2	18.9	40.3
佳发教育	300559 CH	14.8	未评级	n.a.	n.a.	825	103.0	83.7	61.5	1.7	13.3	11.7	0.8	15.6	36.8
读书郎	2385 HK	6.9	未评级	n.a.	n.a.	312	1.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
成人教育															
多邻国	DUOL US	338.9	增持	600.0	77.0	15,528	498.7	51.8	39.9	1.1	15.6	12.3	0.5	24.4	37.5
东方	667 HK	8.5	增持	审视中	n.a.	2,390	55.0	27.8	22.8	1.1	3.9	3.5	0.3	10.7	20.4
中公教育	002607 CH	3.0	未评级	n.a.	n.a.	2,578	488.0	37.3	29.7	1.3	6.5	5.8	0.5	10.8	23.2
华图	300492 CH	62.3	未评级	n.a.	n.a.	1,707	78.0	n.a.	n.a.	n.a.	3.6	3.2	0.3	9.1	15.2
科德教育	300192 CH	17.7	未评级	n.a.	n.a.	812	251.4	n.a.	n.a.	n.a.	7.0	6.5	0.8	8.0	12.5
粉笔	2469 HK	3.4	未评级	n.a.	n.a.	967	234.9	19.8	17.1	1.8	2.5	2.3	0.4	5.6	9.4
行动教育	605098 CH	38.5	未评级	n.a.	n.a.	639	41.4	15.6	13.6	1.0	5.4	4.7	0.4	12.5	13.4
传智教育	003032 CH	6.8	未评级	n.a.	n.a.	379	40.5	54.5	40.9	1.4	8.5	7.2	0.4	18.1	29.1
量子之歌	QSG US	7.7	未评级	n.a.	n.a.	393	12.2	9.3	9.3	n.a.	1.1	1.2	0.2	5.1	(42.8)
高等教育															
中教	839 HK	3.0	增持	4.9	62.3	1,083	35.3	3.9	3.7	1.0	1.1	1.0	0.2	6.2	3.8
科培	1890 HK	1.5	增持	2.7	83.7	379	2.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
新高教	2001 HK	1.1	增持	4.5	294.7	288	5.8	2.6	2.5	0.3	0.8	0.7	0.1	8.3	7.8
均值-综合教培								19.2	13.6	0.9	2.6	2.2	0.2	20.4	22.3
均值-智能硬件								n.a.	40.7	1.6	6.3	5.5	0.3	15.5	37.8
均值-K12/素质教育								21.9	24.7	1.3	6.0	5.2	0.4	11.6	13.1
均值-成人教育								3.2	3.1	0.6	0.9	0.9	0.1	7.2	5.8
均值 (所有)								17.8	18.9	1.1	4.4	3.7	0.3	14.7	18.5

资料来源: 公司资料、彭博、招商证券 (香港) 预测; 股价截至2025年8月20日 (所有市场); 注: 未评级公司股价信息来源于彭博。*PEG基于25财年预测市盈率和24-26财年每股盈利年复合增速计算。

财务预测表

资产负债表					
(百万元人民币)					
年结	2023 12.31	2024 12.31	2025E 12.31	2026E 12.31	2027E 12.31
物业、厂房及设备	71	47	34	23	13
使用权资产经营租赁	89	68	68	68	68
商誉	110	110	110	110	110
其他非流动资产	96	102	102	102	102
非流动资产	366	328	315	304	294
现金及等价物	455	593	1,043	1,308	1,887
抵押存款	0	0	0	0	0
短期投资	0	4	4	4	4
应收账款	72	63	63	63	63
存货	354	419	405	518	513
其他流动资产	217	175	175	175	175
流动资产	202	234	310	262	368
总资产	1,300	1,487	1,999	2,329	3,009
短期债务	1,666	1,814	2,314	2,633	3,303
应付账款	878	878	878	878	878
递延收入	159	145	380	218	451
其他流动负债	1,053	961	1,011	1,141	1,270
流动负债	1,010	963	1,083	1,274	1,348
长期债务	3,099	2,947	3,352	3,511	3,947
长期租赁债务	630	913	913	913	913
其他非流动负债	49	26	26	26	26
非流动负债	66	44	44	44	44
总负债	696	957	957	957	957
总净资产	3,795	3,904	4,309	4,468	4,904
股本	(2,129)	(2,089)	(1,995)	(1,835)	(1,601)
储备	0	0	0	0	0
股东权益	(2,167)	(2,089)	(1,995)	(1,835)	(1,601)
夹层资本	(2,167)	(2,089)	(1,995)	(1,835)	(1,601)
总权益	38	0	0	0	0
总债务	(2,129)	(2,089)	(1,995)	(1,835)	(1,601)
净现金/(债务)**	1,508	1,791	1,791	1,791	1,791

现金流量表					
(百万元人民币)					
年结	2023 12.31	2024 12.31	2025E 12.31	2026E 12.31	2027E 12.31
税前利润	(550)	75	95	160	234
折旧摊销	30	29	29	33	36
运营资本变化	(15)	(231)	343	93	336
其他	97	59	0	0	0
经营活动净现金	(438)	(68)	467	287	606
资本开支	(18)	(12)	(17)	(22)	(27)
投资	(110)	(25)	0	0	0
其他	253	23	0	0	0
投资活动净现金	126	(14)	(17)	(22)	(27)
已付股利	0	0	0	0	0
股票融资	0	0	0	0	0
其他	-19	229	0	0	0
融资活动净现金	-19	229	0	0	0
汇兑损益	2	(2)	0	0	0
现金净变动	-330	145	450	265	579
期初现金	784	455	596	1,047	1,311
调整项	0	4	4	4	4
期末现金	455	593	1,043	1,308	1,887

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测; **净现金包括银行存款、短期投资和银行抵押存款

利润表					
(百万元人民币)					
年结	2023 12.31	2024 12.31	2025E 12.31	2026E 12.31	2027E 12.31
收入	5,389	5,626	5,921	6,677	7,432
销售成本	(2,622)		(3,280)	(3,737)	(4,185)
毛利	2,767	2,748	2,641	2,940	3,247
销售费用	(2,268)	(1,873)	(1,723)	(1,909)	(2,065)
研发费用	(743)	(540)	(509)	(554)	(594)
行政费用	(222)	(187)	(191)	(218)	(242)
报告经营利润	0	0	0	0	0
净利息收入	(466)	149	219	259	345
其他收入	(61)	(69)	(73)	(71)	(70)
税前利润	(12)	2	(30)	0	0
税费	(539)	81	116	188	275
税后利润	(11)	(6)	(23)	(28)	(41)
非控股权益	(550)	75	93	160	234
报告净利润	0	7	2	0	0
	(550)	82	95	160	234
非 GAAP 经营利润					
非 GAAP 净利润	(436)	171	246	293	382
非 GAAP 每股盈利 (人民币)	(475)	105	146	193	271

财务比率					
年结	2023 12.31	2024 12.31	2025E 12.31	2026E 12.31	2027E 12.31
同比增长率(%)					
收入	7.5	4.4	5.2	12.8	11.3
毛利	7.0	-0.7	-3.9	11.3	10.4
报告经营利润	-39.8	n.a.	46.8	18.6	33.1
报告净利润	-24.4	n.a.	15.2	68.9	46.1
非 GAAP 经营利润	-38.1	n.a.	43.7	18.8	30.6
非 GAAP 净利润	-26.4	n.a.	39.3	32.5	40.1
利润率(%)					
毛利	51.4	48.9	44.6	44.0	43.7
报告经营利润	(8.7)	2.6	3.7	3.9	4.6
非 GAAP 经营利润	(8.1)	3.0	4.2	4.4	5.1
报告净利润	(10.2)	1.5	1.6	2.4	3.1
非 GAAP 净利润	(8.8)	1.9	2.5	2.9	3.6
有效税率(%)	(2.1)	7.4	19.9	15.0	15.0
流动比率(x)	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8
净现金/股权比例(%)	46.1	54.2	34.2	22.7	(10.2)
回报率(%)					
资产周转率 (x)	2.7	3.2	2.9	2.7	2.5
财务杠杆比率 (x)	(1.1)	(0.8)	(1.0)	(1.3)	(1.7)
息税前利润率(%)	(8.7)	2.6	3.7	3.9	4.6
利息负担(x)	1.2	0.5	0.5	0.7	0.8
税项负担(x)	0.9	1.3	1.3	1.0	1.0
ROE (%)	26.4	-5.0	-7.1	-10.1	-15.8
ROA (%)	-24.1	6.0	7.1	7.8	9.1
市销率(x)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
市盈率(x)	n.a.	75.2	54.0	40.7	29.1

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