

公司报告

赤子城科技 (9911 HK)

多重驱动增长势头持续

■ 25年上半年收入同增40%，符合预期；调整后净利润达6.12亿元人民币，同增137%，超预期23%

■ 强劲增长势头延续，社交业务稳固，多项新举措借助AI创新推动发展

■ 增持：风险回报吸引力强；目标价上调至16.2港元

25年上半年业绩超预期

赤子城25年上半年收入同增40%，达31.8亿元人民币，符合预期，其中社交/创新业务收入分别同增37%/72%。集团毛利润同比增长56%，超预期10%，毛利率达55.8%，同比提升5.6个百分点，主要得益于创新业务毛利率从55%大幅提升至74%，受《爱丽丝的奇幻探险》增量贡献驱动，同时社交业务毛利率同比提升3.8个百分点至54%。经调整营业利润/净利润同比分别增长51%/137%，超预期13%/23%，得益于成本控制审慎、经营杠杆效应及少数股权收购。

乐观增长前景不变

社交业务：SUGO和TopTop的收入与利润均保持三位数同比增长，凭借精细化运营和独特用户体验跻身中东北非（MENA）地区前十大应用。成熟产品如MICO和YOHO提供稳定现金流。Blued/Heesay聚焦海外市场，通过产品升级和本地化活动提升用户参与度。MENA地区仍是赤子城的核心运营区域，25年上半年贡献约65%的总收入，同比增长达两位数。此外，公司正扩展业务版图以实现更优增长，例如SUGO在拉美和欧洲试水，以及在北美、日本和韩国推出游戏业务。**新创新：**《爱丽丝的奇幻探险》休闲游戏实现盈利扭亏，收入快速增长。社交电商业务利润录得三位数增长。公司还探索短剧业务并推出全新AI创作/社区产品——Aippy（图9），目前处于早期变现阶段，但我们认为其未来有望成为新星。

维持增持评级：多重催化剂推动股价进一步上涨

年初至今，赤子城股价已上涨231%。公司当前估值为未来12个月10倍市盈率，0.5倍PEG（对比中国互联网同业16.5倍市盈率和1.2倍PEG均值，美国同业24倍市盈率和1.5倍PEG均值）。我们的SOTP目标价从12.2港元上调至16.2港元（图11），对应25/26财年17倍/14倍市盈率。**未来催化剂：**用户增长超预期、新产品发布以及预计于2026年3月纳入港股通。有关MENA媒体行业竞争格局的更多信息，请参阅我们[之前的报告](#)。**主要风险：**1) 竞争；2) 监管；3) 执行。

盈利预测及估值

百万元人民币	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	3,308	5,092	6,809	8,409	9,809
同比增速(%)	18%	54%	34%	24%	17%
经调整归母净利润	398	619	1,245	1,545	1,850
同比增速(%)	126%	55%	101%	24%	20%
经调整每股盈利(人民币)	0.35	0.54	0.95	1.15	1.34
市盈率(倍)	40.4	26.0	12.9	10.4	8.7
ROE(%)	44%	46%	60%	37%	37%

注：截至2025年8月28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

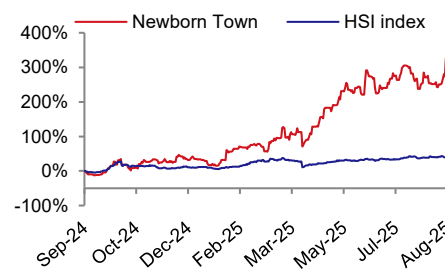
最新变动

2025年上半年业绩更新；盈利及目标价更新

增持

前次评级	增持
股价(2025年8月28日)	12.3港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	16.2港元(+32%)
前次目标价	12.2港元

股价表现



%	1m	6m	12m
赤子城科技	2.1	119.5	283.0
恒生指数	(0.7)	5.4	40.6

行业：TMT

恒生指数(2025年8月29日)	25,078
恒生科技指数(2025年8月29日)	5,674

重要数据

52周股价区间(港元)	3 - 12
市值(十亿港元)	17.3
日均成交量(百万股)	5.39

主要股东

刘春河	17.8%
李平	5.5%
其他股东	42.2%
自由流通股	34.5%

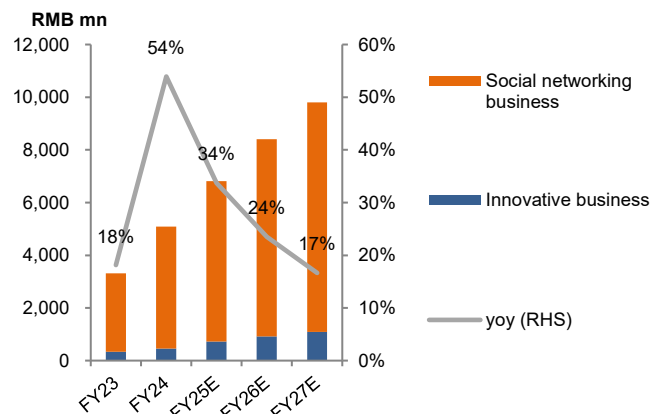
资料来源：彭博，招商證券(香港)

相关报告

1. 中国互联网行业 - 探秘出海机遇系列(一)：中东北非传媒行业(推荐)(2025/8/12)
2. 赤子城科技(9911 HK) - 增长势头良好，有望持续推动估值修复(增持)(2025/6/6)
3. 赤子城科技(9911 HK) - 看好增长前景，估值具有吸引力(增持)(2025/4/2)
4. 赤子城科技(9911 HK) - 米可集团少数股权收购具有积极意义(增持)(2024/7/3)
5. 赤子城科技(9911 HK) - SUGO和TopTop涨势良好(增持)(2024/5/30)

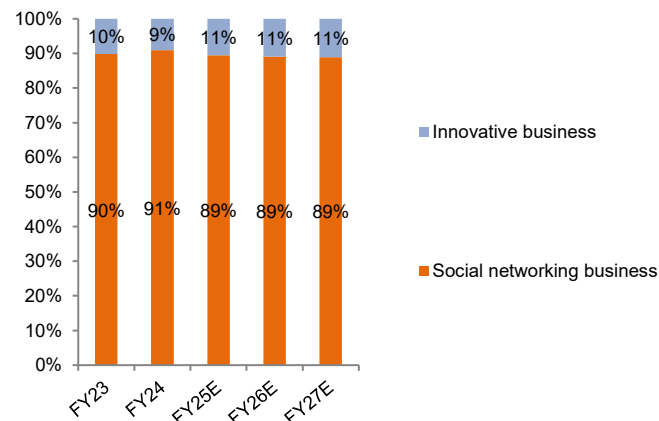
重点图表

图1: 分业务收入及增长



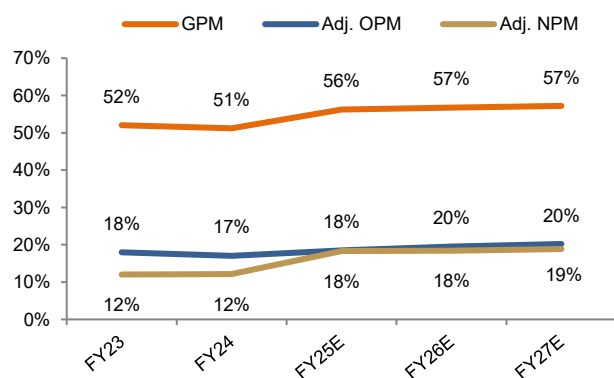
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图2: 收入结构



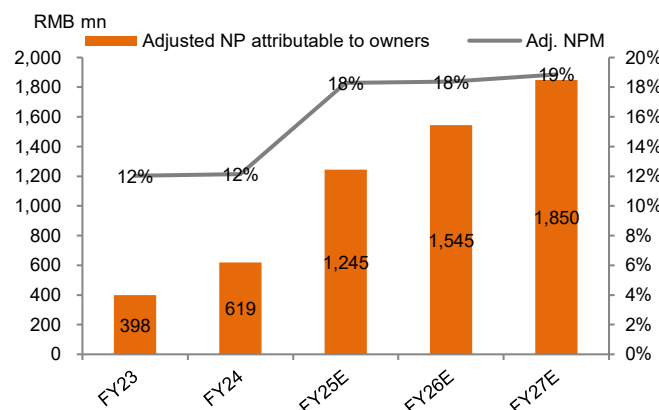
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图3: 利润率



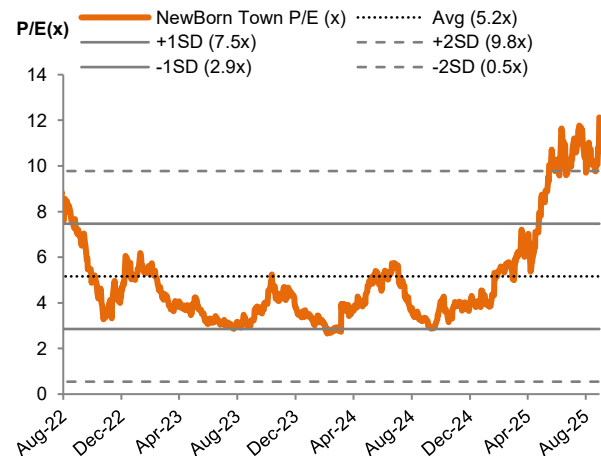
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图4: 调整后归母净利润和净利润率



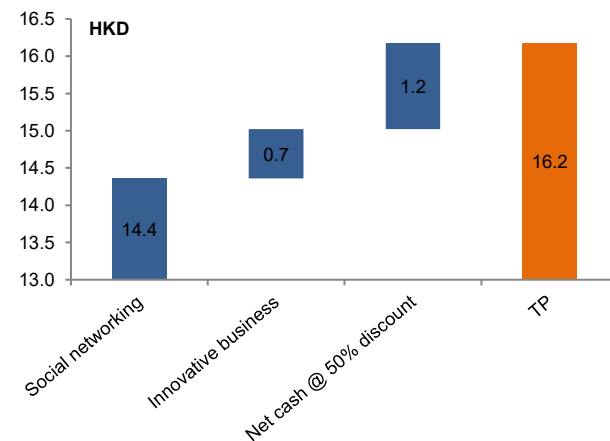
资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图5: 市盈率区间



资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图6: 分部加总估值



资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港) 预测

图4: 赤子城2025年上半年业绩

百万人民币	实际数据						招商证券预测		彭博预测	
	1H24	2H24	1H25	yoy	yoy	hoh	1H25E	差异	1H25E	差异
	Jun	Dec	Jun	2H24	1H25	1H25	Jun		Jun	
收入	2,272	2,820	3,181	45.8%	40.0%	12.8%	2,830	12.4%	3,170	0.4%
社交业务	2,070	2,561	2,834	48.2%	36.9%	10.7%	2,554	11.0%		
创新业务	202	258	347	26.1%	72.2%	34.4%	277	25.5%		
毛利润	1,141	1,467	1,775	44.5%	55.6%	21.0%	1,415	25.4%	1,617	9.8%
销售及营销费用	-482	-814	-1,002	84.1%	108.0%	23.1%	-651	53.9%		
一般及行政费用	-106	-133	-122	50.5%	15.2%	-8.5%	-142	-13.9%		
研发费用	-164	-171	-168	-3.7%	2.2%	-2.3%	-170	-1.3%		
经营利润	367	351	479	28.1%	30.8%	36.8%	456	5.2%		
经调整营业利润	400	467	602	64.6%	50.6%	28.9%	534	12.8%		
归属股东的净利润	225	256	489	-22.0%	117.8%	91.4%	419	16.9%	496	-1.4%
经调整归属股东的净利润	258	361	612	101.6%	137.3%	69.7%	497	23.3%	496	23.4%
经调整 EBITDA	448	491	646	50.0%	44.0%	31.4%	583	10.7%		
利润率										
毛利率	50.2%	52.0%	55.8%	-0.5 ppt	5.6 ppt	3.8 ppt	50.0%	5.8 ppt	51.0%	4.8 ppt
社交娱乐业务	49.8%	49.7%	53.6%	1.4 ppt	3.8 ppt	3.9 ppt	74.6%	-21 ppt		
创新业务	54.8%	74.8%	73.7%	-13.1 ppt	18.9 ppt	-1.1 ppt	93.8%	-20.1 ppt		
经营利润率	16.1%	12.4%	15.1%	-1.7 ppt	-1.1 ppt	2.6 ppt	16.1%	-1 ppt	0.0%	15.1 ppt
调整后经营利润里	17.6%	16.6%	18.9%	1.9 ppt	1.3 ppt	2.4 ppt	18.9%	0.1 ppt	13.5%	5.4 ppt
净利率	9.9%	9.1%	15.4%	-7.9 ppt	5.5 ppt	6.3 ppt	14.8%	0.6 ppt	15.6%	-0.3 ppt
调整后归母净利率	11.4%	12.8%	19.2%	3.5 ppt	7.9 ppt	6.5 ppt	17.5%	1.7 ppt	15.6%	3.6 ppt

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测、彭博

社交媒体业务组合

赤子城在中东和东南亚地区运营多个领先的社交媒体应用，并通过收购 BlueCity（自 2023 年 8 月并表）进一步进入游戏和 LGBTQ+ 社交应用领域。

在其社交媒体板块中，公司拥有十余款应用，其中有四款在收入贡献方面表现突出（图 8）：

- **MICO**: 专注于直播的社交媒体应用。
- **YoHo**: 以语音为基础的社区平台，类似于 Clubhouse。
- **TopTop**: 融合社交功能的休闲游戏平台。
- **SUGO**: 主打一对一交流与社交的应用。

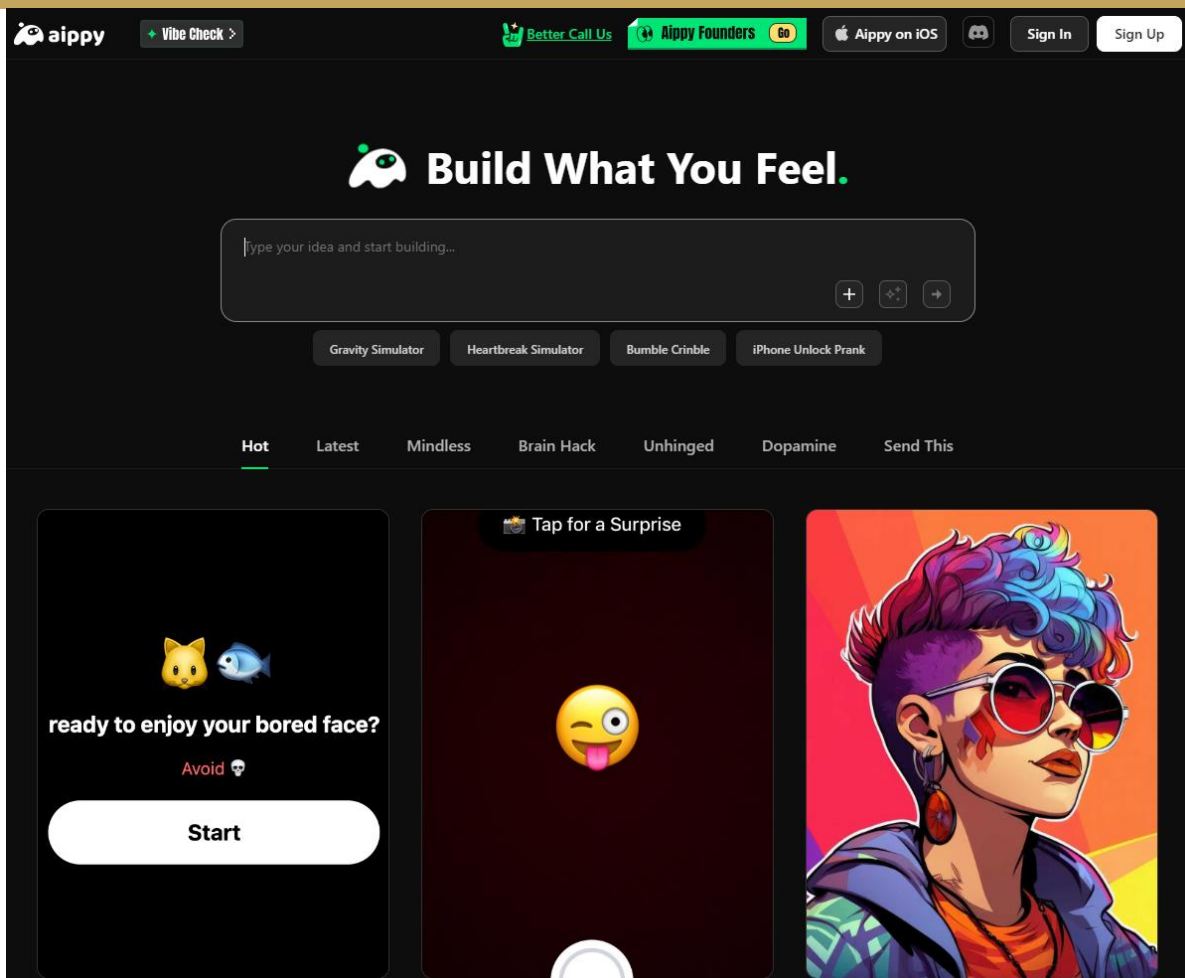
收购少数股权: 2024 年 12 月，公司完成了对 MICO Group 剩余 36% 少数股权的收购（该集团旗下拥有 MICO 和 YoHo 等多个社交产品），使其持股比例提升至 100%。2024 年，MICO Group 归母净利润约为人民币 3 亿元。此次收购预计将在 2025 年显著提升赤子城的归母净利润。

图8: 赤子城科技的旗舰产品



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图9: 赤子城新推出的AI产品——aippy, 一款由AI驱动的零代码创作平台, 配有用户社区, 目前仍处于早期变现阶段



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图 10: 赤子城盈利调整

百万元人民币	调整后			调整前			变动		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
收入	6,809	8,409	9,809	6,453	7,787	9,237	6%	8%	6%
毛利润	3,828	4,770	5,612	3,314	3,992	4,730	16%	19%	19%
经营利润	998	1,376	1,708	1,041	1,321	1,593	-4%	4%	7%
调整后经营利润	1,257	1,645	1,982	1,202	1,500	1,787	5%	10%	11%
净利润	986	1,276	1,575	948	1,213	1,454	4%	5%	8%
调整后归母净利润	1,245	1,545	1,850	1,109	1,393	1,648	12%	11%	12%
利润率分析									
毛利润率	56.2%	56.7%	57.2%	51.4%	51.3%	51.2%	4.9pp	5.5pp	6.0pp
调整后经营利润	18.5%	19.6%	20.2%	18.6%	19.3%	19.3%	-0.2pp	0.3pp	0.9pp
调整后归母净利润	18.3%	18.4%	18.9%	17.2%	17.9%	17.8%	1.1pp	0.5pp	1.0pp

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

分部加总估值

我们给予社交业务13倍目标市盈率 (不变), 对比中国互联网同行平均的14倍。我们给予创新业务1倍市销率 (不变), 对比游戏和电商同行的平均市销率2.7倍。鉴于我们上调了盈利预测, 我们将净现金以50%的折让水平计算。分部加总估值为224亿元人民币, 目标价为16.2港元, 对应17倍/14倍25/26财年市盈率。

图 11: 分部加总估值

百万元人民币	估值	估值	估值	估值倍数 (倍)	估值 (百万港元)	估值 (百万港元)	估值 (百万港元)
未来 12 个月	基础	指标	悲观	基本	乐观	悲观	乐观
社交业务	P/E	1,527	11.0	13.0	15.0	16,792	22,898
创新业务	P/S	914	0.7	1.0	1.3	640	1,189
净现金(25 年上半年)@50%折让						1,601	
总价值					19,033	22,361	25,688
流通股数, 百万股							
每股价值, 人民币					15.0	17.6	20.3
港元/人民币						1.09	
每股价值 (港元)					13.8	16.2	18.6
净利润 25-27 财年复合增速						22%	
目标价对应市盈率(倍)					FY24	FY25E	FY26E
目标价对应 PEG(倍)					29.8	17.0	14.1
					1.4	0.8	0.6

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图 12:估值对比

公司名称	中文名称	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)	ROE (%)		2025-2027 年复合增速		
									FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	FY25E	FY25E	FY26E	SALES	NP	EBITDA
Tencent	腾讯	700 HK	港元	596.5	700.0	17.4	702.0	12.7	11.0	19.1	16.9	1.3	6.8	18.8	23.7	22.4	9.8	13.0	13.8	13.8
Alibaba	阿里巴巴	BABA US	美元	119.6	163.0	36.3	285.1	16.5	14.4	13.0	18.7	n.a.	2.1	12.4	15.8	10.6	11.9	2.3	11.6	11.6
Pinduoduo	拼多多	PDD US	美元	122.2	147.0	20.3	173.5	15.6	9.1	15.1	10.1	0.3	3.0	11.9	23.7	27.7	14.2	36.8	54.4	54.4
Meituan	美团	3690 HK	港元	102.7	139.0	35.3	80.5	10.9	8.7	17.3	11.2	0.3	1.5	n.a.	18.0	23.4	15.7	39.6	22.2	22.2
Netease	网易	NTES US	美元	137.7	161.0	17.0	87.2	14.9	13.8	14.9	14.0	2.1	5.4	14.3	26.7	23.8	6.4	6.8	8.4	8.4
JD.com	京东	JD US	美元	30.4	42.0	38.2	44.2	12.2	7.0	11.0	8.0	0.3	0.2	7.2	20.3	12.1	6.5	31.8	54.6	54.6
Tencent Music	腾讯音乐	TME US	美元	24.9	29.2	17.3	38.6	20.7	19.5	31.1	27.8	2.4	8.9	23.7	13.8	10.7	9.7	11.6	10.3	10.3
Kanzhun	看准科技	BZ US	美元	23.1	26.0	12.6	11.1	10.1	9.4	22.7	19.5	1.2	9.7	18.1	22.1	22.6	11.3	15.6	12.5	12.5
Bilibili	哔哩哔哩	BILI US	美元	22.4	30.0	33.8	9.3	15.0	11.2	28.2	20.0	0.6	2.2	20.6	7.4	12.5	8.9	34.7	26.6	26.6
Cloud Music	云音乐	9899 HK	港元	279.4	330.0	18.1	7.8	26.0	21.8	18.8	23.1	n.a.	7.1	20.8	25.6	16.9	12.2	n.a.	20.7	20.7
Newborn Town	赤子城	9911 HK	港元	12.3	16.2	31.6	2.2	9.0	7.2	12.9	10.4	0.5	2.4	20.3	59.9	36.9	20.0	21.9	26.7	26.7
Vipshop	唯品会	VIPS US	美元	16.7	19.5	16.8	8.6	9.4	7.0	7.0	6.8	2.3	0.6	5.1	7.1	6.9	2.6	3.0	24.8	24.8
Trip.com	携程	TCOM US	美元	75.0	n.a.	n.a.	49.0	16.9	14.7	19.3	17.2	1.2	6.6	15.7	13.3	11.2	13.4	14.4	15.8	15.8
Baidu	百度	BIDU US	美元	91.0	n.a.	n.a.	31.9	2.7	2.2	11.5	10.7	0.9	1.7	7.1	7.2	6.4	5.2	12.1	18.1	18.1
Kuaishou	快手	1024 HK	港元	75.4	n.a.	n.a.	41.7	9.3	8.0	14.7	12.5	0.7	2.3	11.6	24.8	23.4	8.9	17.4	16.5	16.5
DIDI	滴滴	DIDIY US	美元	5.8	n.a.	n.a.	28.2	15.6	9.1	30.9	20.1	0.4	1.0	22.0	6.2	10.9	9.3	50.2	54.4	54.4
China Literature	阅文	772 HK	港元	40.6	n.a.	n.a.	5.3	24.2	22.5	28.2	25.3	2.2	4.7	22.6	6.7	6.6	7.0	11.5	10.2	10.2
Meitu	美图	1357 HK	港元	11.8	n.a.	n.a.	6.9	40.7	29.3	n.a.	39.9	1.3	n.a.		14.9	17.1	22.3	30.5	36.7	36.7
JOYY	欢聚	JOYY US	美元	51.7	n.a.	n.a.	2.7	5.9	4.7	10.0	9.5	1.6	1.2	7.7	4.8	5.0	6.2	6.1	22.2	22.2
Hello Group	陌陌	MOMO US	美元	8.1	n.a.	n.a.	1.3	4.6	4.2	6.7	6.5	1.6	0.9	6.3	10.6	10.0	3.7	4.0	6.5	6.5
iQiyi	爱奇艺	IQ US	美元	2.5	n.a.	n.a.	2.4	9.7	5.9	n.a.	16.1	n.a.	0.6	6.7	0.6	5.6	3.8	n.a.	41.3	41.3
Yala	雅乐科技	YALA US	美元	7.8	n.a.	n.a.	1.2	n.a.	n.a.	7.8	7.3	1.6	3.6	n.a.	19.5	17.6	5.8	4.6	n.a.	n.a.
Douyu	斗鱼	DOYU US	美元	7.8	n.a.	n.a.	0.2	5.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Huya	虎牙	HUYA US	美元	3.4	n.a.	n.a.	0.8	24.7	9.4	30.4	23.8	0.6	0.9	19.4	2.3	3.7	5.3	39.3	n.a.	n.a.
Weibo	微博	WB US	美元	11.2	n.a.	n.a.	2.7	4.4	4.3	5.8	5.8	2.2	1.5	5.2	11.1	10.2	2.8	2.7	2.8	2.8
中国均值									14.4	11.5	17.0	16.0	1.2	3.4	15.9	16.9	15.5	9.8	18.4	24.2
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	231.6	271.0	17.0	2,470.0	15.2	12.8	27.7	23.8	1.2	3.8	17.5	21.1	19.3	10.6	27.8	31.7	31.7
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	211.6	审视中	n.a.	2,563.8	14.7	12.8	19.9	19.1	2.5	7.3	17.5	31.3	27.3	12.8	18.5	15.3	15.3
Meta	Meta	META US	美元	751.1	866.0	15.3	1,886.9	18.3	15.3	22.6	20.3	1.6	n.a.	17.3	35.3	29.2	15.5	7.6	21.6	21.6
Netflix	奈飞	NFLX US	美元	1,231.5	1,423.0	15.6	523.3	37.4	31.1	45.3	39.4	1.9	n.a.	56.5	42.4	45.2	12.3	26.0	22.8	22.8
Uber	优步	UBER US	美元	96.0	审视中	n.a.	200.1	23.4	18.5	25.0	23.4	1.8	4.5	21.3	28.0	27.2	14.7	n.a.	n.a.	n.a.
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	687.8	766.0	11.4	143.4	n.a.	37.4	n.a.	n.a.	0.8	8.4	46.7	19.6	28.7	14.5	49.9	49.0	49.0
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	16.1	21.1	30.6	6.6	10.7	8.3	13.4	11.2	0.8	1.1	7.1	21.1	18.9	12.8	19.8	n.a.	n.a.
海外均值									20.0	19.5	25.7	22.9	1.5	5.0	26.3	28.4	28.0	13.3	24.9	28.1

注: 所有上市公司股份采用 2025 年 8 月 28 日; 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
应收账款	243	342	401	495	578
以公允价值计量的金融资产	208	279	279	279	279
现金及现金等价物	1,386	2,049	2,962	4,415	6,209
物业、厂房及设备净值	125	92	121	145	166
无形资产净额	260	212	182	152	122
商誉	386	386	386	386	386
使用权益法核算的投资	24	27	27	27	27
其它资产	159	198	198	198	198
总资产	2,791	3,583	4,554	6,096	7,963
应付账款	293	383	298	364	420
合约负债	75	88	68	84	98
租赁负债	108	102	102	102	102
递延税项负债	70	44	44	44	44
其它负债	297	1,311	1,311	1,311	1,311
总负债	843	1,928	1,824	1,905	1,975
总股东权益	1,121	1,541	2,616	4,077	5,874
少数权益	827	114	114	114	114
总权益	1,947	1,655	2,730	4,191	5,988

现金流量表

RMB mn	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
经营活动现金流	754	1,539	963	1,504	1,844
折旧摊销	60	73	51	56	59
股权激励	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	681	-164	-12	-13
其它	694	785	1,075	1,460	1,797
投资活动现金流	215	269	-50	-50	-50
融资活动现金流	-162	-1,146	0	0	0
现金流净额	806	662	913	1,454	1,794
初期现金及等价物	597	1,386	2,049	2,962	4,415
汇率变动影响	-16	0	0	0	0
期末现金和现金等价物	1,386	2,049	2,962	4,415	6,209

资料来源：公司数据、招商证券（香港）预测

利润表

人民币百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	3,308	5,092	6,809	8,409	9,809
营收成本	-1,586	-2,484	-2,981	-3,639	-4,196
毛利	1,722	2,608	3,828	4,770	5,612
销售和营销费用	-688	-1,295	-2,145	-2,607	-2,992
一般及行政费用	-172	-239	-306	-362	-412
研发费用	-315	-335	-375	-430	-506
其他	4	-9	-3	4	5
经营利润	551	729	998	1,376	1,708
以股份为基础的报酬开支	44	138	259	269	275
经调整营业利润	595	867	1,257	1,645	1,982
其他营业外净收入	209	59	23	-62	-90
税前收入/(亏损)	761	788	1,022	1,314	1,617
所得税费用	-12	3	-54	-146	-180
少数股东权益	248	307	35	39	43
归属股东的净利润	513	480	986	1,276	1,575
经调整归属股东的净利润	398	619	1,245	1,545	1,850
经调整 EBITDA	675	940	1,309	1,701	2,041

财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
总收入	18%	54%	34%	24%	17%
归属于股东的净利润	294%	-6%	105%	29%	23%
归属于股东经调整净利润	126%	55%	101%	24%	20%
盈利能力					
毛利率	52%	51%	56%	57%	57%
经调整经营利润率	18%	17%	18%	20%	20%
3ITDA 利润率	20%	18%	19%	20%	21%
经调整归属于股东净利润率	12%	12%	18%	18%	19%
ROE	44%	46%	60%	37%	37%
ROA	18%	19%	31%	25%	26%

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。

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