

公司報告

51Talk 在线教育集团 (COE US)

冉冉升起的新星：AI 创新释放增长潜力

■ 领先的1对1在线英语教育集团，专注于香港、中东北非以及东南亚等海外市场

■ 市场扩展推动收入强劲增长，AI 赋能效率提升及减亏前景

■ 冉冉升起的新星：持续创新与精细化本地运营赋能未来发展；估值具吸引力

将中国的成功经验复制到海外：卓越的增长轨迹

51Talk 是一家全球领先的1对1在线英语教育平台，面向K12学生，于2011年成立，2016年上市。由于中国监管政策变化，51Talk 战略性地将业务重心转向海外市场，并完全剥离中国业务，目前在香港、中东北非和东南亚市场运营。双减政策之前，51Talk 的总现金收入曾在2020年达到27亿元人民币的峰值，净利润率为高个位数。公司目前正在将其成功的国内运营经验复制到新的海外市场：2022至2024年海外总收入年复合增长率超过80%，非GAAP净亏损率从2022年的-81%显著收窄至2024年的-12%。

AI 与本地化运营赋能光明前景

2025年二季度总现金收入为2,850万美元，同比增长79%，活跃学生人数同比增长68%，达到91,300人。集团收入为2,040万美元，同比增长86%，毛利率为75%，非GAAP净亏损为270万美元（净亏损率为13.2%）。公司指引2025年三季度总现金收入将同比增长85-90%，环比加速增长，受持续的市场扩展与渗透以及品牌推广活动（如利雅得宣传活动）推动。我们认为两大关键驱动因素将持续支持其快速且可持续的增长：1) AI提升效率：包括内容/营销材料开发、AI教师、教师招聘与培训的AI工具、AI免费试听课、实时翻译，以及师生运营管理等。2) 本地化运营：51Talk 已在多个地区设立本地办公室，并定制课程包以满足个性化需求，同时推出本地化营销内容和线下活动，以提升品牌知名度和用户参与度。

广阔市场中的新星：估值具吸引力

我们认为51Talk 是在广阔的英语培训市场中崛起的新星，目前市场份额仅约0.5%（据第三方[报告](#)，全球非中国地区市场的总潜在市场规模约为169亿美元），其快速增长由市场扩展和AI创新驱动。目前51Talk 的2026年前瞻市销率为1.6倍，低于同行平均的2.0倍，PSG 为0.03倍（基于2025-27年市场一致预期的57%收入年复合增长率），远低于同行平均的0.1倍，我们认为估值非常具有吸引力。风险因素：竞争、监管、新产品推出。

盈利预测及估值

百万美元	2022	2023	2024	2025E	2026E
净收入	15.0	27.1	50.7	92.9	158.4
同比增长	1810%	80%	87%	83%	70%
扣除少数股东权益后非 GAAP 净利润	-12.1	-14.1	-6.3	-8.2	0.2
同比增长	205%	16%	-55%	31%	n.a.
市销率 (倍)	16.5	9.1	4.9	2.7	1.6

注：截至2025年10月1日的收盘价；资料来源：彭博/VA 预测、公司数据、招商證券 (香港)

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

招商證券与市场对比

我们看好 51Talk 的高增长潜力和业务转型前景，主要受益于市场扩张和人工智能的推动，有望带动估值重估并提升投资热度。

未评级

股价 (2025年10月1日) 42.3美元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
51Talk	8.2	102.4	201.9
MSCI 中国指数	7.2	23.0	17.9

行业：TMT

恒生指数 (2025年10月1日) 27,035

MSCI 中国指数 (2025年10月1日) 90

重要数据

52周股价区间 (美元/港元) 13 - 52

市值 (十亿美元) 0.25

日均成交量 (百万股) 0.34

主要股东

Jiajia Huang 26.1%

HongShan 19.5%

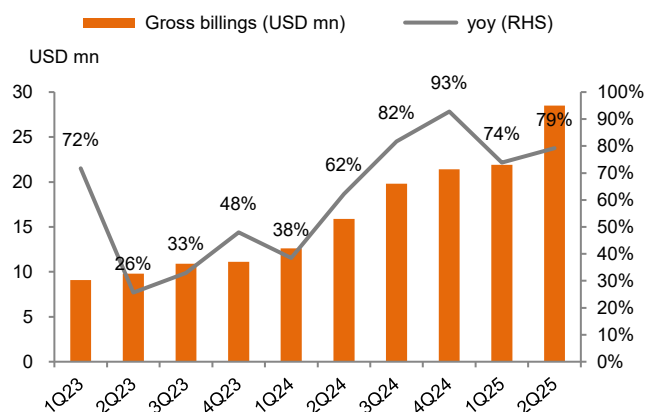
DCM Ventures 19.5%

其他 34.9%

资料来源：彭博、招商證券 (香港)

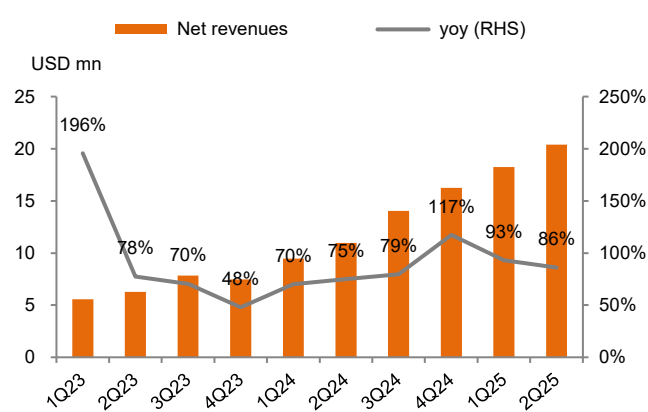
重点图表

图1: 51Talk的季度现金收入保持快速增长



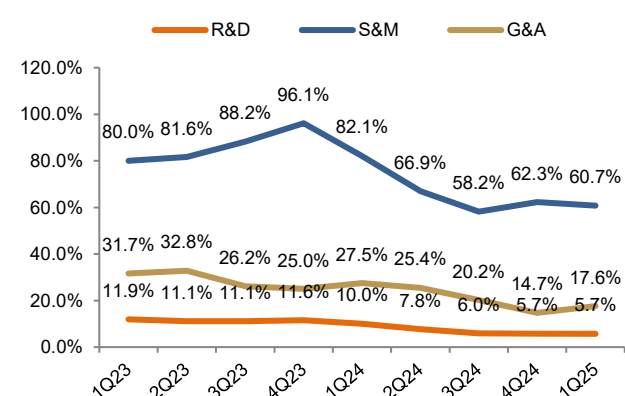
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图2: 51Talk的季度收入保持快速增长



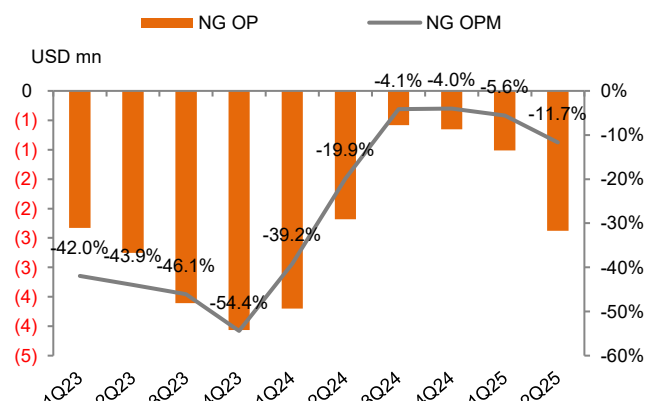
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图3: 过去几个季度, 51Talk的运营费用率显著收窄...



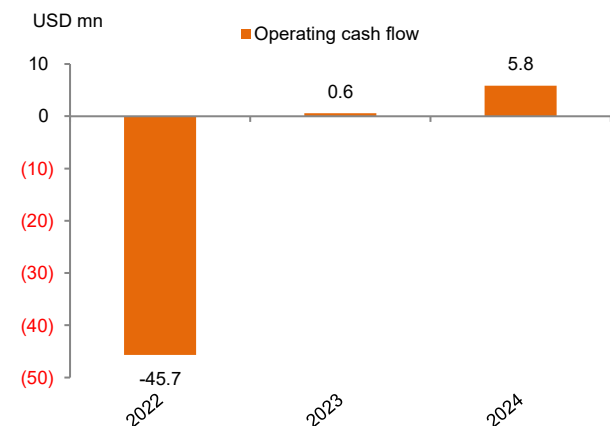
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图4: ...得益于成本控制和经营杠杆, 非GAAP营业亏损迅速减少



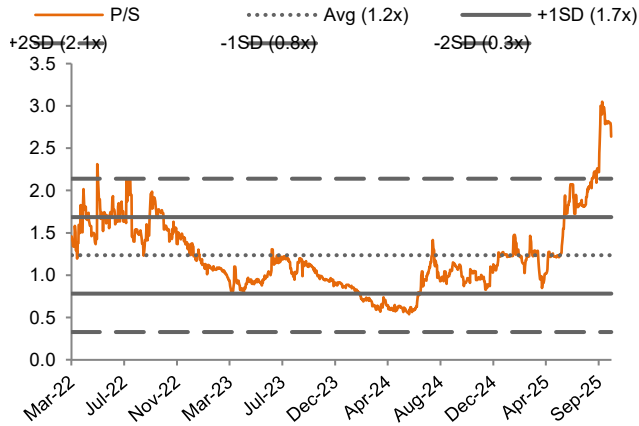
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图5: 51Talk在2023年实现经营现金流盈亏平衡



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图6: 51Talk市销率区间

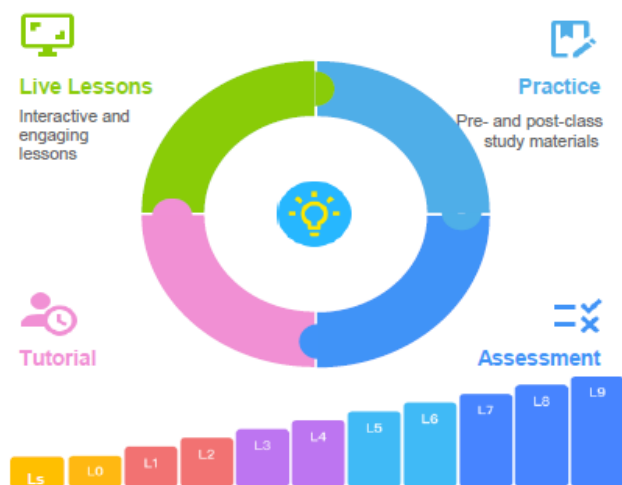


资料来源: 公司数据、彭博、VA、招商证券 (香港)

由人工智能驱动的全球领先 K-12 一对一在线英语教育平台

聚焦一对一在线英语培训：51 Talk 在线教育集团是一家全球领先的在线英语教育平台，成立于 2011 年，并于 2016 年在纽约证券交易所上市。公司将学习者（主要是 3 至 15 岁的儿童）与庞大的英语教师网络（截至 2024 年超过 7,000 名教师，主要来自菲律宾）连接起来，提供实时互动的一对一课程。51 Talk 融合了自主研发的课程体系（超过 500 小时的精细内容）、AI 增强的教师招聘流程以及先进技术，打造互动式学习体验。

图7: 51 Talk为K-12学生提供本地化的一对一英语辅导课程



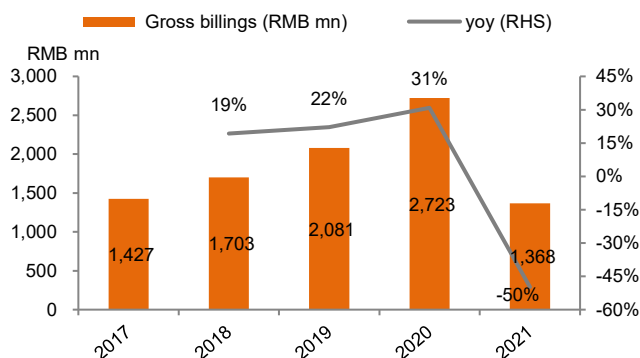
资料来源：公司数据、招商证券（香港）

将中国的成功经验复制到海外市场：2022 年之前，51Talk 主要专注于中国 K-12 一对一在线英语辅导。51Talk 的总收入保持 30-40% 的快速同比增长，2021 年达到人民币 21.8 亿元，2020 年总现金收入达到峰值的 27 亿元人民币，毛利率为 74%。自 2017 年以来，51Talk 持续实现正向经营现金流，2020 年实现净利润转正，并在 2020/2021 年分别录得人民币 1.47 亿/1.21 亿元净利润，净利润率为 7.2%/5.5%。然而，由于自 2021 年中开始施行的双减政策，51 Talk 剥离了中国业务，全面转型为专注海外市场的教育服务提供商，目前在香港、东南亚（如马来西亚和泰国）、中东（如沙特阿拉伯和阿联酋）等地区运营，并在其他市场探索机会。

卓越增长：51Talk 的国际业务收入显著增长，从 2022 年的 1,500 万美元增长至 2023 年的 2,710 万美元（同比增长 80%），2024 年进一步增长至 5,070 万美元（同比增长 87%）。国际业务的总现金收入也稳步上升，从 2022 年的 2,870 万美元增长至 2023 年的 3,990 万美元（同比增长 39%），2024 年达到 6,960 万美元（同比增长 74%）。2025 年第二季度收入同比增长 86%，总现金收入同比增长 79%。此外，51Talk 持续提升运营效率并减少亏损：2022 年非 GAAP 净亏损为 1,210 万美元（净亏损率为 81%），2023 年减少至 1,410 万美元（净亏损率为 52%），2024 年进一步减亏至 630 万美元（净亏损率为 12%）。

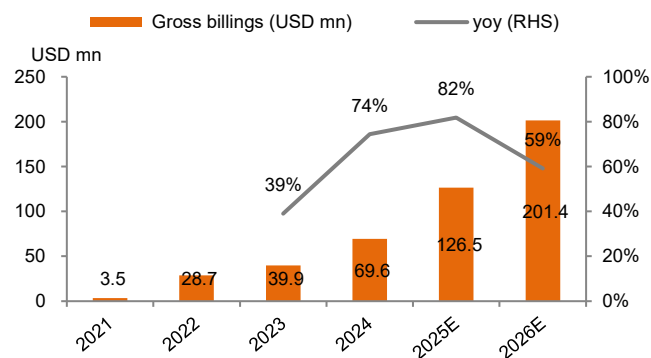
过去与现在的对比：将中国的成功经验复制到海外扩张中

图8: 双减前, 51Talk的现金收入同比增长20~30%, 主要在中国运营



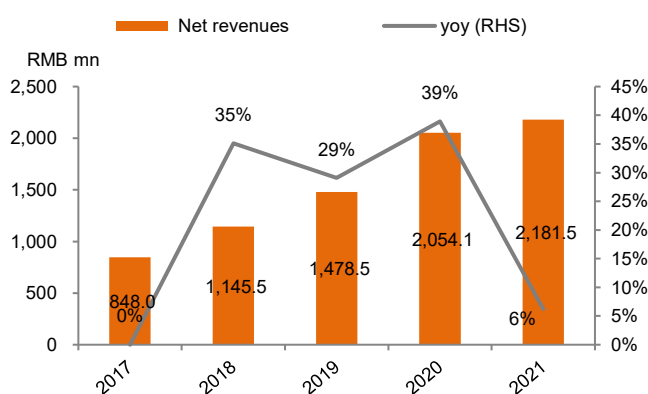
资料来源: 公司数据、彭博、VA、招商证券 (香港)

图9: 业务转型后, 51 Talk的现金收入在海外市场实现中高双位数增长



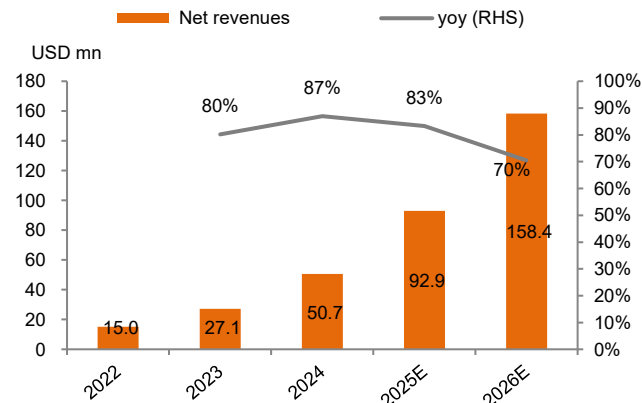
资料来源: 公司数据、彭博、VA、招商证券 (香港);
*2021年仅包含持续运营的国际业务

图10: 双减前, 51Talk的收入同比增长30~40%, 主要在中国运营



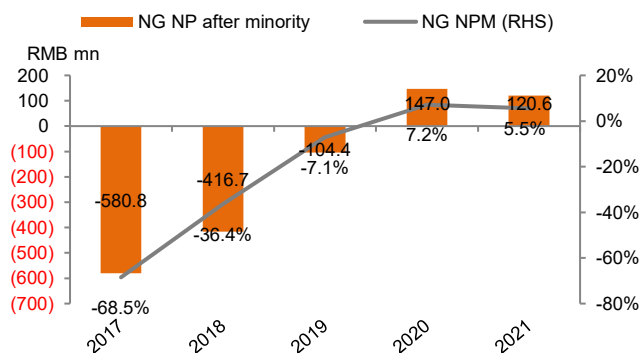
资料来源: 公司数据、彭博、VA、招商证券 (香港)

图11: 业务转型后, 51Talk的收入在海外市场实现高双位数增长



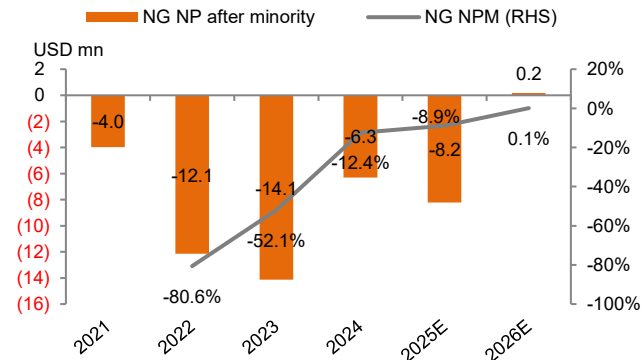
资料来源: 公司数据、彭博、VA、招商证券 (香港);
*2021年仅包含持续运营的国际业务

图12: 双减前, 51Talk的非GAAP净利润于2020年实现扭亏, 净利润率维持在高个位数水平



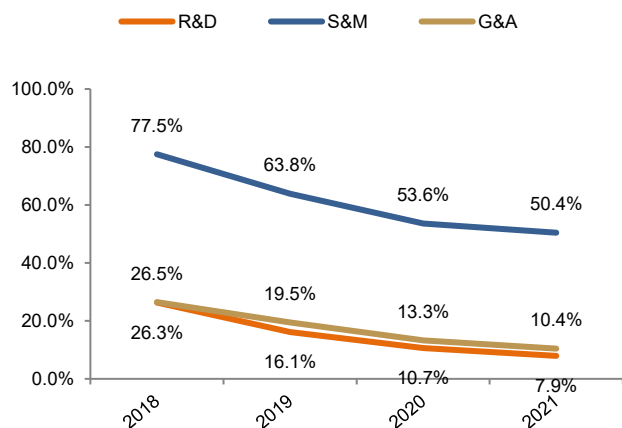
资料来源: 公司数据、彭博、VA、招商证券 (香港)

图13: 业务转型后, 51Talk的非GAAP净亏损自2023年起显著收窄, 预计将在2026年实现盈亏平衡



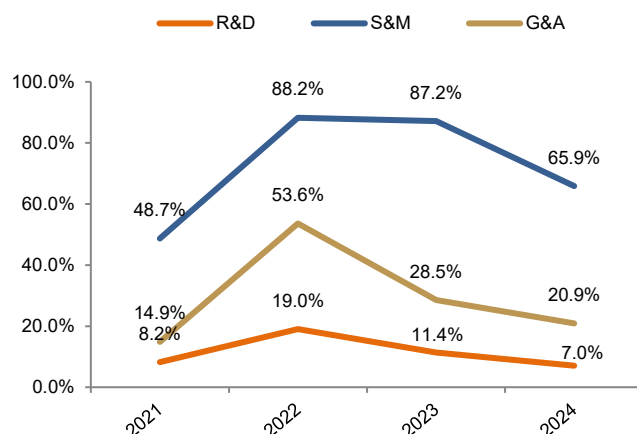
资料来源: 公司数据、彭博、VA、招商证券 (香港);
*2021年仅包含持续运营的国际业务

图 14: 双减前, 51Talk 的运营费用占收入比例在 2018 至 2021 年期间显著下降



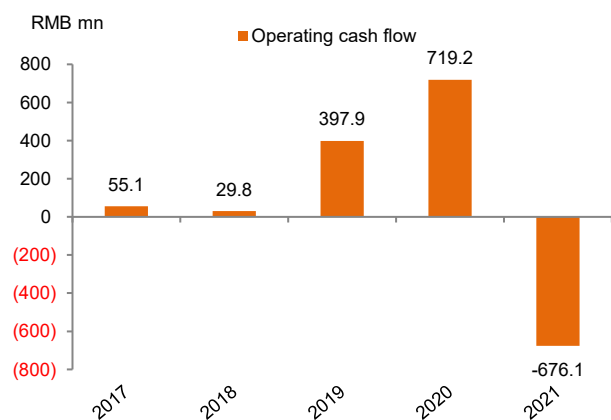
资料来源: 公司数据、彭博、VA、招商证券 (香港)

图 15: 业务转型后, 51Talk 在 2024 年的运营费用占收入比例与 2019 年水平相近



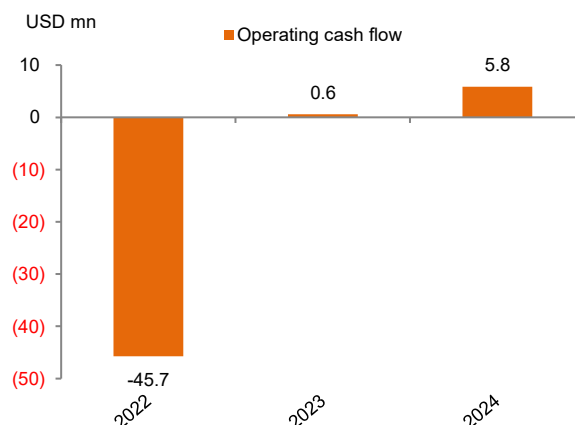
资料来源: 公司数据、彭博、VA、招商证券 (香港);
*2021 年仅包含持续运营的国际业务

图 16: 双减前, 51Talk 持续保持正向经营现金流 (2021 年现金流为负是由于退还学费所致)



资料来源: 公司数据、彭博、VA、招商证券 (香港)

图 17: 业务转型后, 51Talk 在 2023 年实现经营现金流转正, 2024 年录得 580 万美元的经营现金流



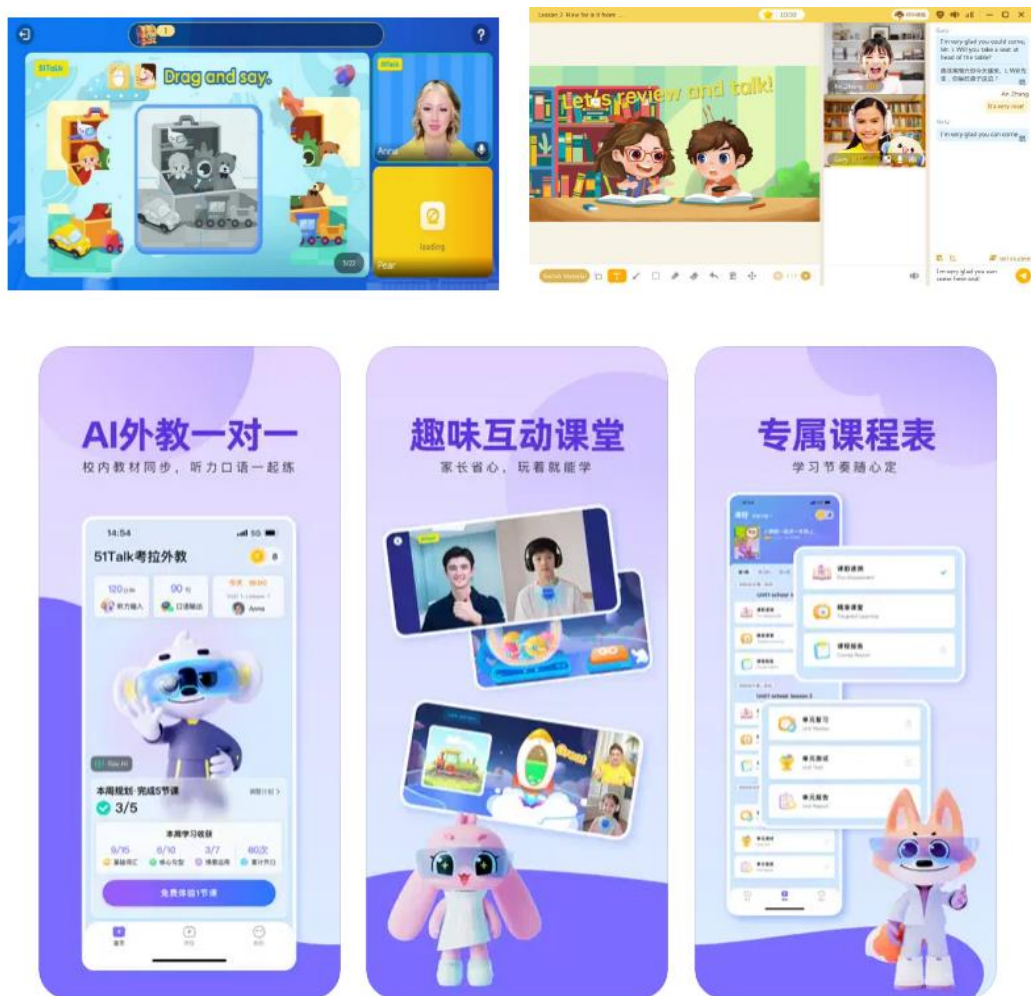
资料来源: 公司数据、彭博、VA、招商证券 (香港)

AI 助力优化用户体验与效率

AI 创新有助于提升用户体验与运营效率：

- 1) 在营销方面，AI 彻底改变了内容生产流程，缩短了素材制作时间，并丰富了内容多样性。同时，AI 能够精准分析客户数据，实现定向营销，从而降低获客成本。
- 2) 在课程制作方面，AI 提升了效率，并能快速适应当地市场的文化和教育需求，加快课程上线速度。
- 3) 在教学服务方面，AI 教师可根据学生情况动态调整教学进度，并在直播课程中提供实时翻译支持。51Talk 还推出了“考拉外教”AI 数字人，借助丰富语料库，实现拟人化互动，提供更个性化的学习体验，同时降低成本。
- 4) 在运营管理方面，AI 优化了外教管理、招聘、面试及课程排班流程，例如由 AI 教师进行的免费试听课。

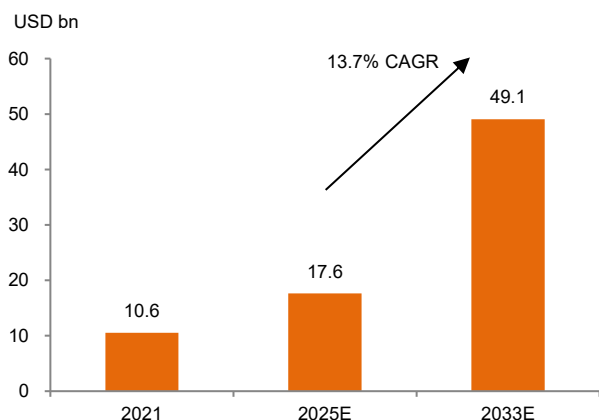
图18: 51 Talk的AI应用示例：免费AI试听课，AI辅导助手，新推出的考拉外教



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

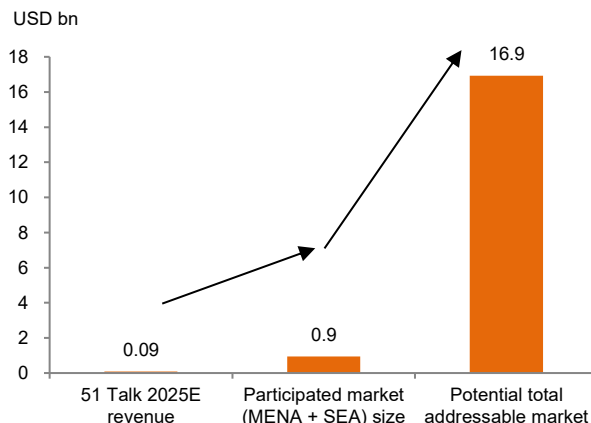
广阔的可触达市场：根据 Cognitive ([报告](#))，全球在线英语辅导市场预计将在 2025 年达到 176 亿美元，并将在 2025 年至 2033 年间以 13.7% 的年复合增长率增长，至 2033 年达到 491 亿美元。其中，非中国市场的英语辅导市场在 2025 年为 169 亿美元，预计到 2033 年将扩大至 472 亿美元。51Talk 在其参与市场（中东北非和东南亚）中的市场份额约为 10%，若以非中国市场总规模计算，市场份额仅为 0.5%，显示出广阔的渗透机会。

图19: 全球在线英语辅导市场预计将在2025至2033年间以13.7%的年复合增长率增长



资料来源：公司数据、Cognitive、招商证券（香港）

图20: 51 Talk目前在其参与市场（中东北非和东南亚）的市场份额约为10%，在广阔的可触达市场中仍有巨大渗透机会



资料来源：公司数据、Cognitive、招商证券（香港）

本地化运营

本地办公室：51 Talk 在菲律宾帕西市、香港、马来西亚吉隆坡、沙特利雅得和新加坡设有办公室，以支持其全球运营。

定制化课程：51Talk 根据各地区消费偏好提供定制化课程包。例如，马来西亚市场主要提供 3 至 6 个月的短期课程，以更好地满足当地用户需求；中东市场课程定价从 512 美元至 2,880 美元不等，覆盖不同消费能力的用户；泰国课程包价格从 374 美元至 2,369 美元；香港市场定价在 700 美元至 2,350 美元之间。51Talk 还为香港本地学生推出了普通话课程。

营销活动：51 Talk 通过“学生推荐计划”提升品牌知名度，并与本地 KOL（如香港教育博主、马来西亚亲子博主）合作，增强品牌认知度。2025 年 8 月，51Talk 在利雅得地标建筑王国塔点亮品牌标语“Your Confidence Starts with Your Language”，并在利雅得、吉达和达曼三地发起大规模户外广告宣传，显著提升品牌知名度，进一步巩固其“沙特阿拉伯顶级专业一对一在线英语教育平台”的定位。

线下互动：据媒体报道 ([链接](#))，51Talk 在 Panorama Mall 设置互动展位，并参与教育博览会，向数百个沙特家庭展示其沉浸式一对一在线教学模式的优势。为深化本地布局，51Talk 计划在利雅得 Park Avenue 开设旗舰学习中心，同时作为公司中东总部。这一里程碑式举措将提升本地服务能力，成为学生支持、家庭互动和社区交流的新枢纽。

图21: 51 Talk提供价格范围广泛的课程包，以满足定制化需求

市场	课程价格范围	课程类型
中东地区	512 美元 ~ 2,880 美元	一对一英语课程
香港	700 美元 ~ 2,350 美元	一对一英语及普通话课程
泰国	374 美元 ~ 2,369 美元	一对一英语课程

资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图22: 51 Talk于2025年8月在利雅得成功开展了营销活动



资料来源：公司数据、Riyadhkey.com、招商证券（香港）

图23: 51 Talk在香港的本地活动及宣传案例



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

图24: 51 Talk在马来西亚的本地化营销内容



资料来源：公司数据、招商证券（香港）

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	当前股价 (当地货币)	招商证券			市值 (十 亿美元)	3 个月 平均变化	市盈率 (倍)			PEG*		市销率 (倍)		PSG*	收入年复 合增长率 (%)	EPS 年复 合增长率 (%)
				评级	目标价(当 地货币)	涨跌幅 (%)			FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY26E	2025-2027 年复合增 长率	2025-2027 年复合增 长率	2025-2027 年复合增 长率
恒生指数			26,856						11.6	10.5	n.a.			1.6	1.5	n.a.	n.a.	n.a.
恒生国企指数			9,555						10.7	9.6	n.a.			1.3	1.2	n.a.	n.a.	n.a.
K-12 阶段辅导																		
NEW ORIENTAL	新东方	EDU US	53.3	增持	审视中	n.a.	8,708	58.3	16.8	15.0	1.4			1.8	1.6	0.19	8.5	11.1
TAL	好未来	9901 HK	42.3	增持	审视中	n.a.												
GAOTU	高途	TAL US	11.2	增持	14.0	24.9	6,838	51.1	42.1	23.7	0.4			3.0	2.3	0.08	30.4	63.2
EASTBUY	东方甄选	GOTU US	3.3	增持	4.7	41.6	829	2.7	n.a.	n.a.	n.a.			1.0	0.8	0.03	24.5	n.a.
TIANLI	天立	1797 HK	26.0	中性	审视中	n.a.	3,518	1,102.8	277.9	125.2	1.8			5.4	4.8	0.47	10.2	69.0
XUEDA	学大	1773 HK	2.8	未评级	n.a.	n.a.	762	97.9	10.0	6.5	n.a.			1.7	1.2	n.a.	n.a.	n.a.
BESTSTUDY	卓越	000526 CH	44.8	未评级	n.a.	n.a.	766	128.1	20.8	16.7	0.7			1.6	1.4	0.07	18.7	23.1
SCHOLAR	思考乐	3978 HK	5.3	未评级	n.a.	n.a.	580	8.6	12.7	10.3	0.5			2.1	1.7	0.08	20.3	21.0
51 TALK	51 Talk	1769 HK	2.6	未评级	n.a.	n.a.	185	6.5	5.3	4.0	0.1			1.3	1.0	0.04	24.7	42.6
智能设备																		
YOUDAO	有道	COE US	42.3	未评级	n.a.	n.a.	248	0.5	n.a.	n.a.	n.a.			2.7	1.6	0.03	56.5	n.a.
IFLYTEK	科大讯飞	DAO US	9.7	增持	12.2	25.8	1,160	0.8	57.2	43.2	1.2			1.4	1.3	0.10	12.0	36.2
JIAFA	佳发教育	002230 CH	56.1	未评级	n.a.	n.a.	18,195	2,732.4	139.2	98.5	2.6			4.7	4.0	0.21	18.7	38.6
READBOY	读书郎	300559 CH	16.2	未评级	n.a.	n.a.	907	200.1	81.7	61.9	1.7			14.6	12.8	0.83	15.6	36.3
		2385 HK	6.5	未评级	n.a.	n.a.	296	1.6	n.a.	n.a.	n.a.			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
成人教育																		
DUOLINGO	多邻国	DUOL US	303.7	增持	600.0	97.6	13,917	566.1	44.2	34.2	0.8			13.7	10.7	0.44	24.2	40.6
EAST	东方	667 HK	7.6	增持	审视中	n.a.	2,170	65.7	25.2	20.7	1.0			3.5	3.2	0.30	10.7	20.4
OFFCN	中公教育	002607 CH	2.8	未评级	n.a.	n.a.	2,390	617.1	43.6	29.0	0.8			6.4	5.6	0.49	11.5	36.9
HUATU	华图	300492 CH	73.0	未评级	n.a.	n.a.	2,016	114.7	n.a.	n.a.	n.a.			4.2	3.7	0.41	9.1	15.2
KINGSWOOD	科德教育	300192 CH	18.8	未评级	n.a.	n.a.	867	528.7	38.8	33.7	2.7			7.5	6.9	0.87	8.0	12.5
FENBI	粉笔	2469 HK	2.9	未评级	n.a.	n.a.	833	264.2	20.6	17.3	0.7			2.3	2.2	0.44	5.0	23.4
XINGDONG	行动教育	605098 CH	37.2	未评级	n.a.	n.a.	623	52.6	15.2	13.3	1.0			5.3	4.6	0.37	12.5	13.7
CHUANZHI	传智教育	003032 CH	6.4	未评级	n.a.	n.a.	359	38.0	51.8	38.8	1.3			8.1	6.8	0.38	18.1	29.1
QUANTASING	量子之歌	QSG US	8.7	未评级	n.a.	n.a.	447	7.5	9.0	10.0	0.9			1.2	1.3	0.42	3.1	10.8
高等教育																		
CEG	中教	839 HK	3.3	增持	4.9	48.5	1,188	81.1	4.2	4.0	1.1			1.2	1.1	0.17	6.2	3.8
KEPEI	科培	1890 HK	1.5	增持	2.7	77.6	393	2.8	n.a.	n.a.	n.a.			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
NEW HIGHER	新高教	2001 HK	1.3	增持	4.5	248.8	327	7.5	3.0	2.8	0.4			0.9	0.8	0.10	8.3	7.8
K-12 阶段辅导的平均值									18.0	12.7	0.8			2.3	1.8	0.12	19.6	24.5
智能设备的平均值									n.a.	43.2	1.8			6.9	6.0	0.38	15.4	37.0
成人教育的平均值									28.1	24.6	1.2			5.8	5.0	0.46	11.4	22.5
高等教育的平均值									3.6	3.4	0.7			1.0	0.9	0.14	7.2	5.8
整体平均值									20.8	19.0	1.1			4.2	3.5	0.30	14.3	23.5

注：股价采用 2025 年 10 月 1 日；未评级公司未来业绩预测采用彭博一致预期数据。资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表			
百万美元	2022	2023	2024
现金及现金等价物	18.2	21.3	27.8
定期存款	4.9	2.1	1.4
预付费用及其他流动资产	3.5	6.4	10.9
流动资产总额	26.6	29.8	40.1
固定资产净额	0.0	0.1	0.4
无形资产净额	0.1	0.1	0.1
使用权资产	0.8	0.7	2.9
递延所得税资产	0.0	0.1	0.1
其他非流动资产	0.2	0.3	0.5
非流动资产总额	1.1	1.4	3.8
资产总额	27.6	31.2	43.9
学生预付款	15.2	27.2	45.1
应计费用及其他流动负债	4.3	6.2	6.6
流动负债总额	20.5	39.1	56.9
非流动负债总额	0.5	0.2	1.8
负债总额	21.1	39.3	58.7
股东权益亏损总额	6.6	-8.3	-15.0
负债及股东权益总额	27.6	31.2	43.9
净现金	23.1	23.4	29.2

现金流量表			
百万美元	2022	2023	2024
持续经营业务净亏损	-12.8	-15.0	-7.3
股权激励费用	0.7	0.9	0.9
折旧与摊销	0.1	0.1	0.1
营运资产与负债变动	13.8	14.6	12.1
经营活动所（用）/提供的净现金	-45.7	0.6	5.8
购买物业及设备	0.0	-0.3	-0.3
定期存款的存放	-4.9	-2.1	-2.2
投资活动提供的净现金	2.5	2.4	0.5
融资活动提供的净现金	20.5	0.0	0.2

资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）

利润表			
百万美元	2022	2023	2024
总账单金额	28.7	39.9	69.6
净收入	15.0	27.1	50.7
收入成本	-3.2	-6.3	-11.2
毛利润 / (亏损)	11.9	20.8	39.5
研发费用	-2.9	-3.1	-3.6
销售与市场费用	-13.3	-23.6	-33.4
管理费用	-8.1	-7.7	-10.6
营业利润 / (亏损)	-12.4	-13.7	-8.0
非 GAAP 营业利润	-11.6	-12.8	-7.1
利息收入	0.0	0.2	0.2
其他营业收入 / (支出)	-1.1	-2.3	-0.2
税前利润	-12.8	-14.9	-7.0
所得税收益 / (支出)	-0.1	-0.1	-0.3
报告净利润（少数股东权益前）	-12.8	-15.0	-7.3
少数股东权益及优先股股息	0.0	0.0	-0.1
非 GAAP 净利润（扣除少数股东权益后）	-12.1	-14.1	-6.3

财务比率			
	2022	2023	2024
同比增长			
现金收入	720%	39%	74%
收入	1810%	80%	87%
毛利润	1702%	75%	90%
非 GAAP 经营利润	166%	10%	-44%
非 GAAP 净利润	205%	16%	-55%
利润率			
毛利率	79%	77%	78%
非 GAAP 经营利润率	-77%	-47%	-14%
非 GAAP 净利润率	-81%	-52%	-12%
实际税率	0%	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