

公司報告

Netflix (NFLX US)

强劲内容储备推动四季度增长

■ 内容储备充足，支撑下半年强劲增长，四季度将迎来《怪奇物语》、《天作不合的我们》、《头号外交官》和NFL直播等重磅节目

■ 流媒体持续抢占观众份额；与Spotify的合作将进一步丰富内容生态，同时进军播客领域

■ 增持：股价自6月以来维持稳定，预计三季度业绩和重磅节目的发布将带动四季度股价上涨，从而在2026年初实现提价

内容储备充足，三/四季度前景可期

我们预计公司三季度业绩将表现强劲，得益于丰富的内容储备，其中包括爆款剧集《星期三》第2季和《Kpop猎魔女团》（Netflix史上观看量最高的电影，观看次数突破2.36亿，创历史新高，连续15周保持Netflix排行榜前10名，同时原声带登上Billboard音乐榜单）。管理层年初曾表示，随着好莱坞罢工带来的制作限制逐步缓解，节目上线时间将更多集中在下半年。在三季度强劲表现的基础上，我们预计公司四季度表现将更为强劲，同时享受季节性利好。四季度将迎来备受期待的大片，包括《怪奇物语》第5季/终章、《天作不合的我们》第2季、《头号外交官》第3季、《体能之巅：亚洲大挑战》以及NFL圣诞大战直播等大型体育赛事。我们还注意到，公司持续采取策略性排期发布高成功率内容，以最大化用户留存率。

流媒体份额持续扩大

最新尼尔森数据显示，流媒体观看时间占比持续增长，2025年7月和8月流媒体占比约为46%，较去年夏季的41%和2023年的38.7%均有所上升，而Netflix本年度和去年的市场份额分别为8.7%和8.4%。我们预计流媒体的市场份额将继续提升，而Netflix通过直播内容积极渗透有线电视和广播领域，抓住了传统广播和有线电视约1,500亿美元广告收入的市场机遇。

通过与Spotify合作进军播客领域

Spotify与Netflix携手合作于2026年初在美国Netflix平台推出由Spotify Studios和The Ringer策划的16个精选视频播客节目，随后在其他市场陆续上线（[链接](#)）。这些播客涵盖体育、文化、生活方式和真实犯罪等主题（例如《比尔·西蒙斯播客》和《连环杀手》）。此合作不仅扩展了Spotify视频播客的发行渠道，也丰富了Netflix的内容多样性和观众覆盖范围。我们认为，Netflix作为一个集视频播客、原创内容、直播赛事和视频游戏于一体的一站式娱乐平台，拓展播客业务是其顺理成章的下一步，充分利用了该领域的巨大受欢迎程度。

长期增长可见度和价值挖掘

我们预计公司三季度/25年非GAAP净利润将同增21%/26%，26年同增17%，主要得益于规模和利润率的提升。若实施提价，将为我们的预测带来额外上行空间。同时，我们认为管理层会在投资与利润增长之间保持审慎平衡。基于25-27财年盈利复合增长率，公司当前估值为2.3倍26财年PEG，对比美国主要科技股2.1倍中位数。主要风险：1）宏观环境；2）行业竞争；3）监管政策；4）劳资纠纷。

盈利预测及估值

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	33,723	39,001	45,127	50,143	55,468
同比增速	7%	16%	16%	11%	11%
毛利润	14,008	17,963	22,159	25,295	28,537
经营利润	6,954	10,418	13,897	16,196	18,572
非GAAP经营利润	7,293	10,690	14,200	16,603	19,021
净利润	5,408	8,712	11,688	13,576	15,640
非GAAP净利润	6,259	9,479	11,990	13,982	16,089
同比增速	12%	51%	26%	17%	15%
非GAAP每股盈利 (美元)	13.9	21.6	27.6	32.5	37.8
市销率 (倍)	15.3	13.2	11.4	10.3	9.3
市盈率 (倍) *	82.5	54.5	43.1	36.9	32.1
ROE (%)	26.1	38.4	44.0	44.2	43.7

注：截至2025年10月14日的收盘价；资料来源：彭博、公司数据、招商證券 (香港) 预测；*基于非GAAP净利润

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

李怡珊, CFA

+852 3189 6122

crystalli@cmschina.com.hk

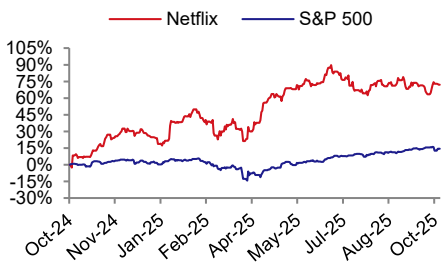
与市场的预期差

虑及公司明确的长期增长前景，相对较高的估值属合理。公司目标成为一个一体化的娱乐平台，并且提供具有防御性的消费者娱乐选择。

增持

前次评级	增持
股价 (2025年10月14日)	1,215美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	1,423美元(+17%)
前次目标价	1,423美元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
NFLX US	2.6	30.9	71.0
S&P 500	1.1	23.1	13.6

行业：TMT

S&P 500 (2025年10月14日)	6,644
-----------------------	-------

重要数据

52周股价区间 (美元)	678 - 1341
美股市值 (十亿美元)	516.4
日均成交量美股 (百万股)	3.64

主要股东

Hastings Wilmot	0.5%
其他股东	0.2%
自由流通量	99.3%

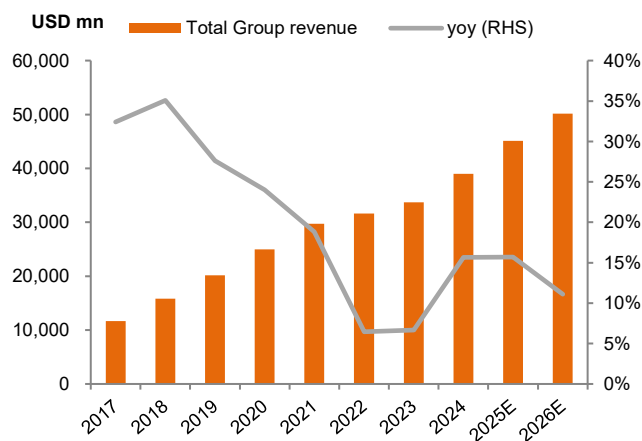
资料来源：彭博、招商證券 (香港)

相关报告

- Netflix (NFLX US) - 二季度业绩超预期，上调全年营收指引，下半年内容阵容强劲 (增持) (2025/7/18)
- Netflix (NFLX US) - 提价助力一季度业绩超预期 (增持) (2025/4/22)
- Netflix (NFLX US) - 四季度业绩和付费用户季度净增远超预期 (增持) (2025/1/22)

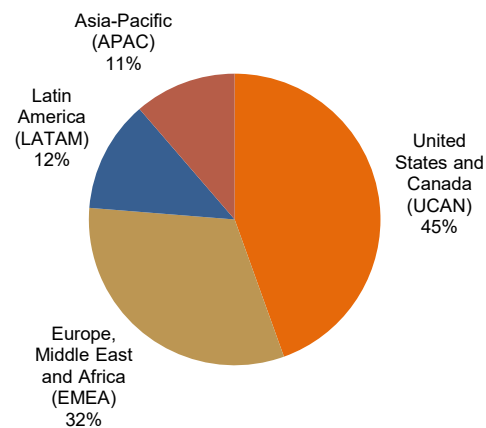
重点图表

图1: 收入表现



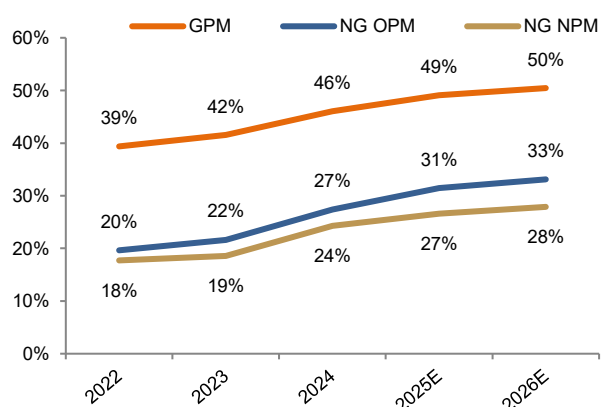
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图2: 集团25财年分地区收入



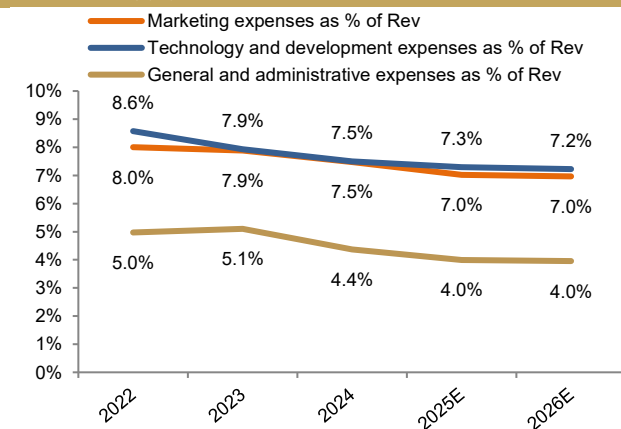
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图3: 非GAAP利润率



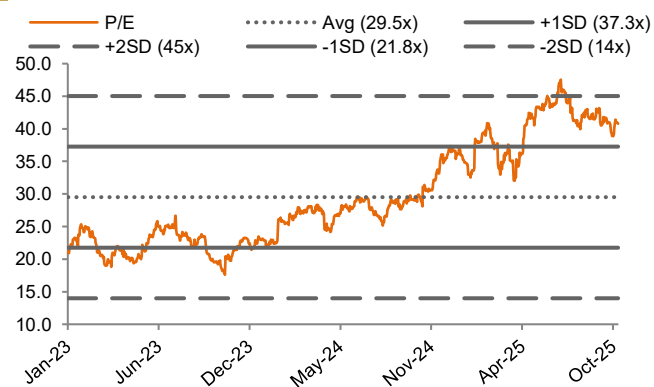
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图4: 经营费率



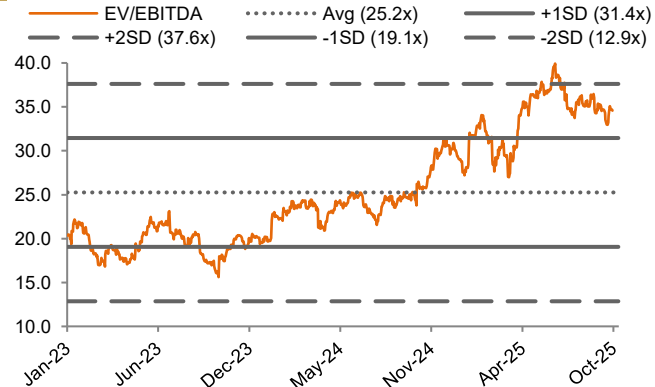
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图5: 市盈率区间, 维持在历史平均水平



资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图6: EV/EBITDA区间, 维持在历史平均水平

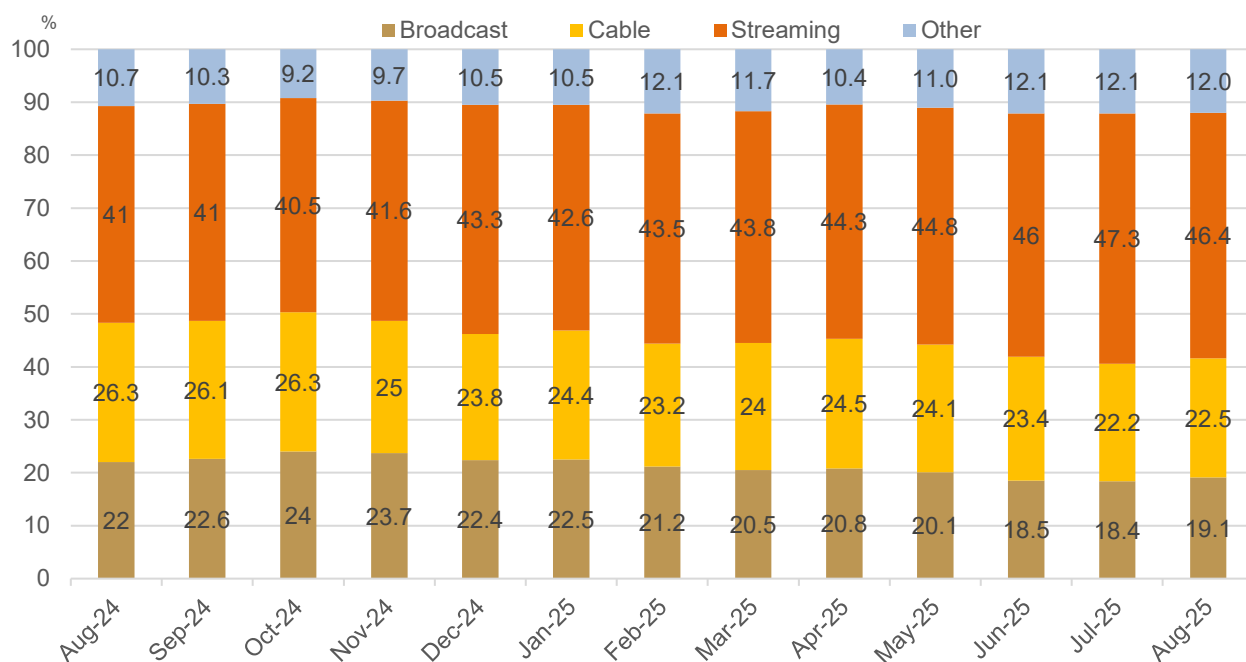


资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

监管风险：近期阻力悄然消退：电影关税、马斯克抵制事件

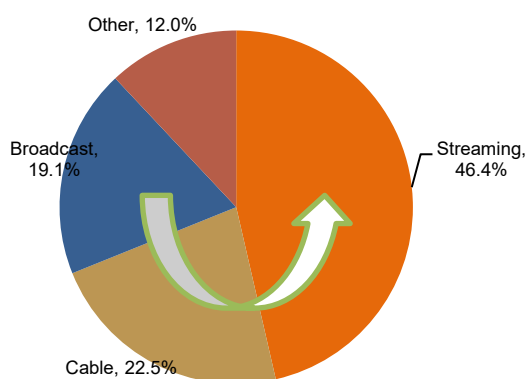
美国总统特朗普再次威胁要对在美国以外制作的电影征收 100% 的关税 ([链接](#))，动用《301 条款》等行政权力对进口商品征税，但这更像是对外国服务或知识产权授权的税收。我们认为该政策在实施上将面临实际、法律和经济方面的多重障碍，例如其他国家的报复、全球合拍项目的中断、成本上升等，总体而言，此举可能对美国电影产业或消费者并非利好。鉴于中美贸易战近期升级，这项措施可能并非政府推进的重点。埃隆·马斯克最近呼吁抵制 Netflix 的事件也昙花一现 ([链接](#))，我们认为这主要得益于 Netflix 全球内容和用户的高度多样化。

图7：各平台的电视观看趋势：串流在电视观看时间中的占比持续上升



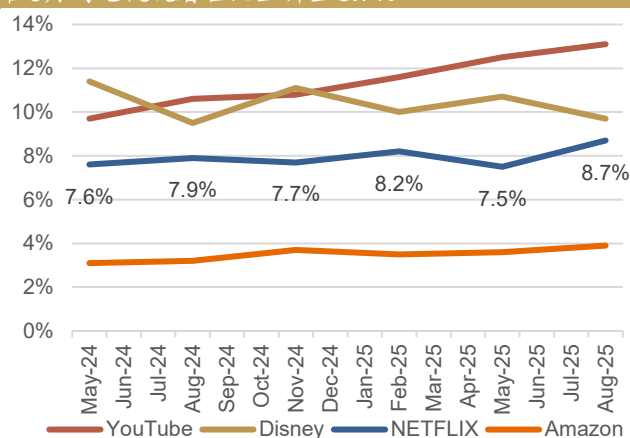
资料来源：StreamTVInsider、招商证券（香港）

图8：我们预计串流将继续从广播和有线电视中抢占份额



资料来源：Nielsen、招商证券（香港）

图9：按发行平台划分的月度电视观看数据中，Netflix在8月的电视观看占比上升至8.7%



资料来源：Nielsen、招商证券（香港）

图 10: Netflix持续采取策略性排期发布高成功率内容, 以最大化用户留存率

节目	季/部分	上线日期
怪奇物语	第五季终章	2025 年 12 月 31 日
怪奇物语	第五季第 2 部分	2025 年 12 月 25 日
NFL 圣诞大战	第二季	2025 年 12 月 25 日
怪奇物语	第五季第 1 部分	2025 年 11 月 26 日
鱿鱼游戏: 真人挑战赛	第二季	2025 年 11 月 4 日
体能之巅: 亚洲大挑战	第一季	2025 年 10 月 28 日
天作不合的我们	第二季	2025 年 10 月 23 日
头号外交官	第三季	2025 年 10 月 16 日
盲婚试爱	第九季	2025 年 10 月 15 日
星期三	第二季第 2 部分	2025 年 9 月 3 日
星期三	第二季第 1 部分	2025 年 8 月 6 日
鱿鱼游戏	第三季	2025 年 6 月 27 日
KPop 恶魔猎人	第一季	2025 年 6 月 20 日

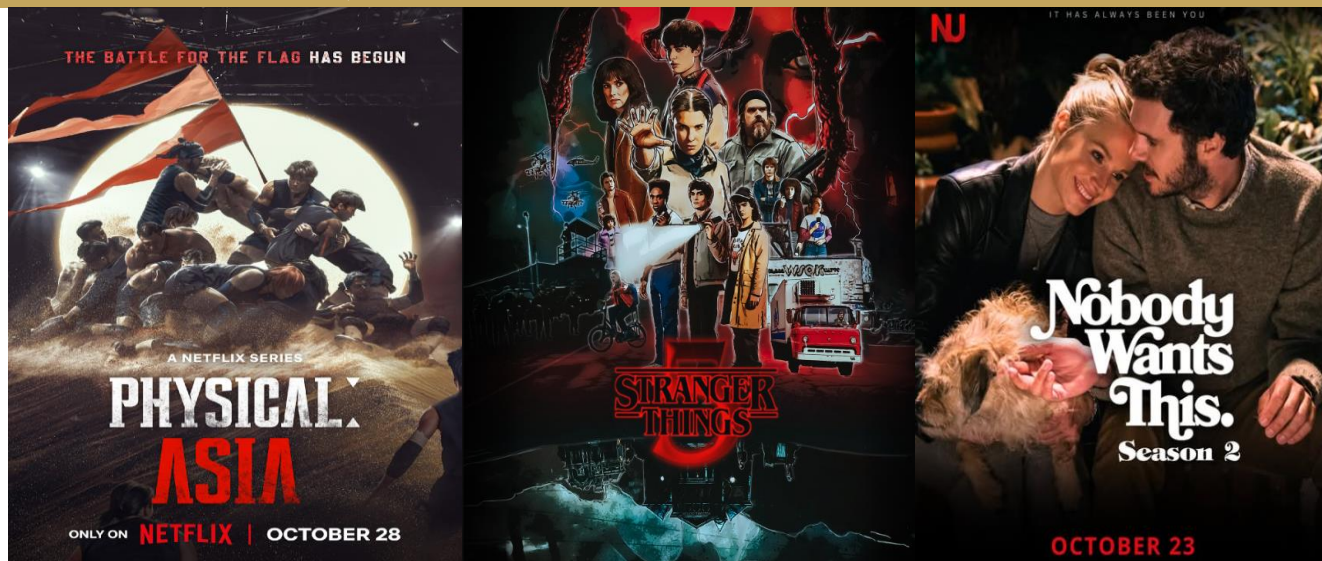
资料来源: 媒体报道、Netflix、招商证券 (香港)

图 11: Spotify与Netflix合作于2026年在Netflix平台推出由Spotify Studios和The Ringer的视频播客; 内容包括 The Ringer 播客的节目/频道组合

播客名称	主持人 (制作方)	简介
体育类		
The Bill Simmons Podcast	Bill Simmons (The Ringer)	体育播客, 邀请名人嘉宾, 涵盖访谈与流行文化
The Zach Lowe Show	Zach Lowe (The Ringer)	NBA 分析与访谈
The McShay Show	Todd McShay (The Ringer)	NFL 分析与选秀洞察
Fairway Rollin'	高尔夫主题节目 (Spotify Studios)	聚焦高尔夫文化与赛事
The Mismatch	Chris Vernon, David Jacoby (The Ringer)	NBA 讨论与分析
The Ringer F1 Show	多位主持人 (The Ringer)	F1 赛车新闻与分析
The Ringer Fantasy Football Show	多位主持人 (The Ringer)	梦幻橄榄球分析
The Ringer NFL Show	多位主持人 (The Ringer)	NFL 新闻与评论
The Ringer NBA Show	多位主持人 (The Ringer)	NBA 新闻与评论
文化 / 生活方式类		
The Rewatchables	Bill Simmons, Chris Ryan, Sean Fennessey (The Ringer)	电影分析与流行文化讨论
The Big Picture	Sean Fennessey, Amanda Dobbins (The Ringer)	影视文化分析
The Dave Chang Show	Dave Chang (Spotify Studios)	美食、文化与生活方式
Recipe Club	Suzy, Bekah, Jess (Spotify Studios)	烹饪与食谱分享
Dissect	Cole Cuchna (Spotify Studios)	音乐分析与叙事
真实犯罪类		
Conspiracy Theories	Sebastian Lulow (Spotify Studios)	探索真实犯罪与阴谋论
Serial Killers	Hb Lib and Mp3blood (Spotify Studios)	聚焦连环杀手的真实犯罪播客

资料来源: 媒体报道、Spotify、招商证券 (香港)

图12: 2025年四季度备受期待的作品



资料来源: 媒体报道、Netflix、招商证券(香港)

图13: Netflix折现现金流估值

百万美元	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
收入	39,001	45,127	50,143	55,468	61,359	67,495	74,244	80,926	87,401	93,519	98,195
同比增速	16%	16%	11%	11%	11%	10%	10%	9%	8%	7%	5%
EBIT	10,418	13,897	16,196	19,414	22,089	25,648	29,698	33,180	36,708	40,213	43,206
减: 现金税费	-1311	-1744	-2185	-2,813	-3,422	-4,230	-5,195	-6,136	-6,788	-7,436	-7,990
NOPAT	9,107	12,153	14,011	16,600	18,667	21,418	24,503	27,044	29,920	32,777	35,216
加: 折旧与摊销	15,630	15,849	16,673	19,022	21,278	23,448	25,544	27,563	29,502	31,357	33,107
加: 股权激励	273	302	407	436	468	499	533	563	590	613	624
减: 经营资金变动	-22	-67	-25	-277	-307	-337	-371	-405	-437	-468	-491
减: 资本支出	-17,442	-18,399	-19,396	-20,082	-20,793	-21,486	-22,202	-22,869	-23,478	-24,026	-24,427
无杠杆自由现金流	7,545	9,840	11,670	15,699	19,314	23,542	28,006	31,897	36,097	40,253	44,029
自由现金流利润率		30%	19%	35%	23%	22%	19%	14%	13%	12%	9%
自由现金流折现终值		9,073	9,921	12,306	13,960	15,689	17,209	18,072	18,858	19,389	19,555
											1,027,916

WACC	
无风险利率	3.0%
Beta	1.15
股权风险溢价	5.0%
权益成本	8.8%
债务成本	4.4%
债务占比	6%
有效税率	13%
WACC	8.5%

每股权益价值 (百万美元)	
永续增长率	4%
自由现金流现值	154,032
终值现值	456,536
企业价值	610,568
2024 年净现金 (负债)	-5,999
权益价值	616,567
流通股数 (百万)	433
每股价值	1,423

目标价对应估值倍数		2024	2025E	2026E	2027E
市盈率 (倍)*		65	51	44	38
市销率 (倍)		16	14	12	11
P/FCF (倍)		82	63	53	39
EV/EBITDA (倍)		23	21	19	16

现金流折现敏感性测试						
WACC		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	6.0%	1,512	1,735	2,071	2,631	n.a.
	7.0%	1,076	1,177	1,310	1,498	1,779
	8.5%	748	788	1,423	899	978
	9.0%	670	700	735	779	834
	10.0%	562	580	602	627	657

现金流折现敏感性测试 - 对应 25 年 EV/EBITDA						
WACC		永续增长率				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	6.0%	22	25	30	38	n.a.
	7.0%	15	17	19	22	26
	8.5%	11	11	21	13	14
	9.0%	10	10	11	11	12
	10.0%	8	8	9	9	9

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测; *基于非GAAP净利润计算

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	股价	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		市盈率(倍)		市销率(倍)	ROE (%)		2025E-2027E 年复合增速			26E 倍数/25-27E 年复合增速	
						FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY25E	FY26E	SALES	NP	EBITDA	PEG	PSG
大型科技公司																	
NVIDIA	英伟达	NVDA US	美元	180	4,375	52	33	60	40	44	109	89	46	47	49	0.8	0.96
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	245	2,973	17	15	21	20	8	31	28	11	7	14	2.8	0.70
Microsoft	微软	MSFT US	美元	514	3,817	22	19	36	33	11	33	29	15	15	14	2.1	0.75
Apple	苹果	AAPL US	美元	248	3,677	25	24	33	32	8	177	179	6	6	6	5.0	1.48
Amazon	Amazon	AMZN US	美元	216	2,308	14	12	25	21	3	29	27	10	17	19	1.2	0.30
META	META	META US	美元	709	1,780	17	14	22	19	8	38	35	16	12	21	1.7	0.50
Tesla	特斯拉	TSLA US	美元	429	1,427	109	88	243	169	13	7	9	17	41	29	4.1	0.75
中位数						22	19	33	32	8	33	29	15	15	19	2.1	0.75
社交媒体/娱乐																	
META	META	META US	美元	709	1,780	17	14	22	19	8	38	35	16	12	21	1.7	0.50
Pinterest	Pinterest	PINS US	美元	33	23	16	13	19	16	5	14	13	15	20	21	0.8	0.32
Reddit	Reddit	RDDT US	美元	196	37	47	31	55	39	13	14	18	31	36	43	1.1	0.42
Snap	Snap	SNAP US	美元	8	13	28	19	29	21	2	n.a.	n.a.	11	36	42	0.6	0.19
Netflix	Netflix	NFLX US	美元	1,215	516	37	31	43	37	10	44	44	11	16	20	2.3	0.95
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	684	143	54	38	60	46	6	32.8	32.8	13	29	36	1.6	0.49
Roku	罗库	ROKU US	欧元	94	14	32	23	548	102	5	1	5	12	246	40	0.4	0.44
Roblox	罗布乐思	RBLX US	美元	133	92	676	150	-84	-97	15	n.a.	n.a.	27	-34	23	n.a.	0.58
Duolingo	多邻国	DUOL US	美元	333	15	48	35	48	37	14	35	38	25	31	36	1.2	0.53
Disney	迪士尼	DIS US	美元	111	200	12	11	18	17	2	11	9	5	7	10	2.3	0.35
Comcast	康卡斯特	CMCSA US	美元	30	111	5	5	7	7	1	18	16	2	-4	1	n.a.	0.72
Warner Bros. Discovery	华纳兄弟探索	WBD US	美元	18	45	9	9	54	-189	1	5	1	1	-76	1	n.a.	1.85
Universal Music	环球音乐	UMG NA	美元	23	49	16	15	23	20	n.a.	40	35	7	12	11	1.7	n.a.
Live Nation Ent.	理想国演艺	LYV US	美元	153	36	16	14	114	52	38	13	52	9	68	12	0.8	3.97
Paramount Skydance	Paramount Skydance	PSKY US	美元	17	19	11	10	20	20	1	6	8	2	14	4	1.4	0.39
Warner Music	华纳音乐	WMG US		33	17	15	13	34	23	25	79	91	6	32	10	0.7	4.40
中位数						17	15	32	21	6	16	26	11	18	20	1.2	0.50

注：股价采用 2025 年 10 月 14 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

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
现金及等价物	7,117	7,805	8,342	8,372	10,542
短期投资	21	1,779	890	1,334	1,112
其他流动资产	2,780	3,517	3,517	3,517	3,517
总流动资产	9,918	13,100	12,748	13,223	15,170
内容资产	31,658	32,452	35,066	37,862	40,359
物业、厂房及设备	1,491	1,594	1,530	1,457	1,420
其他非流动资产	5,664	6,484	6,808	7,148	7,506
总非流动资产	38,814	40,530	43,403	46,467	49,285
总资产	48,732	53,630	56,151	59,690	64,455
短期负债	400	1,784	1,606	1,445	1,301
流动内容负债	4,466	4,394	4,482	4,571	4,663
递延收入	1,443	1,521	1,805	2,006	2,219
应收账款, 费用	2,551	3,056	3,075	3,150	3,234
流动负债	8,861	10,755	10,968	11,173	11,416
非流动内容负债	2,578	1,781	1,781	1,781	1,781
递延收入 - 非流动	14,143	13,798	12,419	11,177	10,059
其他非流动负债	2,561	2,552	2,552	2,552	2,552
非流动负债	19,283	18,131	16,752	15,510	14,392
总负债	28,144	28,887	27,719	26,682	25,808
总权益	20,588	24,744	28,432	33,007	38,647
净债务	-7,405	-5,999	-4,793	-2,915	294
净现金/(债务)*	-36%	-24%	-17%	-9%	1%

现金流量表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
税前利润	5,408	8,712	11,688	13,576	15,640
新增内容资产	-13,140	-17,003	-18,000	-19,000	-20,000
折旧摊销	14,554	15,630	15,849	16,673	17,951
运营资本变化	452	22	67	25	30
经营活动净现金	7,274	7,361	9,604	11,274	13,621
资本开支	-349	-440	-399	-396	-411
其他	890	-1,742	890	-445	222
投资活动净现金	542	-2,182	491	-840	-189
融资活动净现金	-5,951	-4,074	-9,558	-10,402	-11,262
汇兑损益	83	-416	0	0	0
现金净变动	1,948	689	537	31	2,169
期初现金	5,171	7,119	7,807	8,344	8,375
期末现金	7,119	7,807	8,344	8,375	10,544
自由现金流	6,926	6,922	9,206	10,878	13,209

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

利润表

(百万美元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
收入	33,723	39,001	45,127	50,143	55,468
销售成本	-19,715	-21,038	-22,967	-24,847	-26,932
毛利	14,008	17,963	22,159	25,295	28,537
销售费用	-2,658	-2,918	-3,166	-3,493	-3,825
技术开发费用	-2,676	-2,925	-3,293	-3,623	-3,968
一般管理费用	-1,720	-1,702	-1,803	-1,983	-2,172
报告经营利润	6,954	10,418	13,897	16,196	18,572
非 GAAP 经营利润	7,293	10,690	14,200	16,603	19,021
非 EBITDA 利润	7,650	11,019	14,524	16,940	19,372
利息费用	700	719	724	710	657
利息收入及其他	-49	267	192	207	322
税前净利润	6,205	9,966	13,366	15,693	18,236
税费	-797	-1,254	-1,677	-2,117	-2,597
报告净利润	5,408	8,712	11,688	13,576	15,640
非 GAAP 净利润	6,259	9,479	11,990	13,982	16,089
非 GAAP 每股盈利(美元)	13.9	21.6	27.6	32.5	37.8

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年结	12.31	12.31	12.31	12.31	12.31
同比增长率(%)					
收入	6.7	15.6	15.7	11.1	10.6
毛利	12.5	28.2	23.4	14.2	12.8
报告经营利润	23.5	49.8	33.4	16.5	14.7
报告净利润	20.4	61.1	34.2	16.1	15.2
非 GAAP 经营利润	17.5	46.6	32.8	16.9	14.6
非 GAAP 净利润	11.8	51.4	26.5	16.6	15.1
获利能力(%)					
毛利	41.5	46.1	49.1	50.4	51.4
报告经营利润	21.6	27.4	31.5	33.1	34.3
非 GAAP 经营利润	16.0	22.3	25.9	27.1	28.2
报告净利润	18.6	24.3	26.6	27.9	29.0
非 GAAP 净利润	26.1	38.4	44.0	44.2	43.7

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