

行业报告

中国互联网行业

探秘出海机遇系列 (一): 中东北非传媒行业

- 中东北非地区 (MENA) 凭借年轻人口、高互联网使用率以及对数字内容的付费意愿, 展现出高个位数增长的乐观前景, 政策支持进一步推动发展
- 中国传媒公司已在该市场建立了影响力, 尤其是在游戏和社交娱乐领域, 并具备稳健的增长前景
- 重点推荐: 赤子城科技 (9911 HK) 和腾讯 (700 HK) 为成长型标的; 同时看好风险回报比具性价比的欢聚 (JOYY US)、雅乐 (YALA US)、挚文集团 (MOMO US) 和映宇宙 (3700 HK)

中国企业抢占MENA传媒市场快速增长机遇

我们看好 MENA 地区 (共 21 个国家, 包括 6 个 GCC (海合会国) 国家以及 15 个非 GCC 国家, 见图 1) 传媒行业的增长前景, 根据普华永道战略报告, 2024-28 年 MENA 地区在线广告/移动游戏/视频流媒体/音频流媒体市场的年复合增长率分别为 7%/6.6%/6.9%/9.4%。中国企业在该地区投资运营多年, 在游戏领域尤为成功, 前十大移动游戏中有七款来自中国开发商 (图 16)。社交娱乐是另一个取得显著进展的赛道。我们重点关注腾讯、赤子城、欢聚、雅乐、挚文集团和映宇宙作为 MENA 地区运营的主要上市中国企业, 据我们的测算, 雅乐/赤子城约 90%/65% 的收入来自 MENA 地区、欢聚/挚文集团为 10%-19%、腾讯/映宇宙则为低个位数百分比。这些公司凭借旗舰产品 (如腾讯的 PUBG:M、欢聚的 BIGO Live、雅乐的 Yalla Ludo) 的强劲用户参与度、具有潜力的新产品 (如赤子城的 SUGO、雅乐的 WeMuslim、欢聚的 Shoptline 等)、稳健的现金流以及积极的股东回报 (图 2), 展现出健康的增长前景。

MENA地区展现可观的增长前景

MENA 地区具有显著的增长潜力, 占全球 GDP 的 4%, 人口规模达 5.2 亿, 且人口结构年轻 (中位年龄 29 岁)。然而, 该地区各国的发展水平存在明显差异。6 个 GCC 国家较为发达, 贡献了约 50% 的 MENA 地区 GDP, 人均 GDP 超过 3.7 万美元 (对比全球均值 1.4 万美元)。GCC 国家的互联网普及率高达 98%, 居民日均上网时长超过 7.5 个小时, 用户对互联网服务的付费意愿较强。为降低对石油经济的高度依赖, 各国政府相继出台多项支持互联网经济发展的政策, 例如沙特阿拉伯 “2030 愿景” 以及阿联酋 “We the UAE 2031” 计划。非 GCC 国家则拥有庞大的人口基数 (埃及和伊朗合计占 MENA 人口约 40%)。尽管目前受基础设施发展水平限制, 这些国家的互联网普及率和人均 GDP 较低, 但我们认为这些市场具有巨大的长期增长潜力。AI 举措积极: GCC 国家在数据中心和模型训练方面投资显著, 例如沙特阿拉伯斥资 150 亿美元训练阿拉伯语大语言模型。

推荐: 重点看好腾讯与赤子城

我们将腾讯和赤子城视为增长型标的, 预计 2025-27 年盈利年复合增速为 12%/23%。我们看好腾讯在云+AI+社交生态系统方面的竞争优势, 公司有望成为 MENA 市场的领导者。我们也对赤子城推出多款本地化产品的 “灌木式” 策略持乐观态度, 有助驱动公司的可持续增长。同时, 我们将雅乐、欢聚、挚文集团和映宇宙视为价值型标的, 平均前瞻市盈率在高个位数, 股东回报率达 5~10%, 具备吸引力。主要风险: 1) 宏观/消费环境; 2) 竞争格局; 3) 监管政策。

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

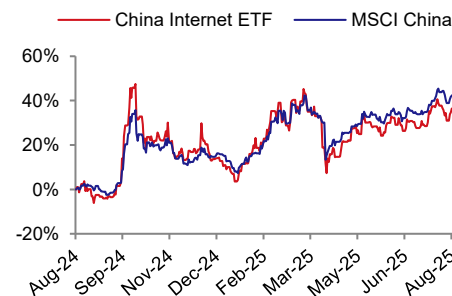
最新变动

行业及公司更新

推荐

前次评级	推荐
恒生指数 (2025年8月11日)	24,907
MSCI中国 (2025年8月11日)	81

行业表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
绝对表现	5.8	10.6	36.0
相对表现	0.8	(5.8)	(5.7)

相关报告

1. 中国互联网行业 - 头部游戏公司录得强劲增长, 未来产品管线可期 (推荐) (2025/7/29)
2. 中国互联网行业 - 踏上人工智能的快速列车 (推荐) (2025/3/5)
3. 中国互联网行业 - 25年一季度展望: 持续看好平台经济: 攻守自如, 稳健进击 (推荐) (2024/12/18)
4. 中国电商及消费行业 - 尽管周期拉长, 双十一仍超预期 (推荐) (2024/11/12)
5. 中国互联网行业 - 政策强心剂助力估值强劲回升 (推荐) (2024/9/27)
6. 中国互联网行业 - 估值在一季度业绩驱动下持续修复 (推荐) (2024/6/7)
7. 中国互联网行业 - 预计2024游戏市场健康增长 (推荐) (2024/5/10)
8. 中国互联网行业 - 从稳定迈向复苏: 持续推荐互联网高β机会 (推荐) (2024/5/6)

重点图表

公司	股票代码	评级	股价 (港币)	目标价 (港币)	上涨空间 (%)	市值 (十亿美元)	市盈率 (倍)	PEG (倍)	EV/EBITDA (倍)	市销率 (倍)	净资产回报率 (%)	
							FY25E	FY26E	FY25E	FY25E	FY25E	
腾讯	700 HK	增持	561.0	670.0	19.4	654.2	18.7	16.6	1.5	10.1	6.5	22.8
赤子城科技	9911 HK	增持	10.7	12.2	13.8	1.9	12.3	9.7	0.4	9.4	2.0	54.0
欢聚	JOYY US	未评级	50.7	n.a.	n.a.	2.6	10.0	9.5	1.1	2.7	1.2	5.0
雅乐	YALA US	未评级	9.1	n.a.	n.a.	1.4	9.2	8.7	1.6	2.8	4.1	19.7
挚文集团	MOMO US	未评级	8.1	n.a.	n.a.	1.3	6.7	6.5	1.5	4.4	0.9	10.6
映宇宙	3700 HK	未评级	1.3	n.a.	n.a.	0.3	9.1	7.6	n.a.	n.a.	0.3	6.0

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测; 股价截至 2025 年 8 月 8 日

图1: 中国、美国、欧盟、中东北非、东盟主要市场比较

截至 2025 年	中东北非	GCC 国家	全球	中国	美国	欧盟	东盟
名义 GDP (十亿美元)	4,591	2,307	114,997	19,782	29,049	19,902	4,487
GDP 占比	4%	2%		17%	25%	17%	4%
2025-28 年 GDP 年均复合增长率	4.9%	3.9%	5.0%	6.1%	4.0%	3.5%	7.3%
人均 GDP (美元)	8,808	37,695	13,970	13,969	83,648	44,326	6,423
总人口 (百万)	521	61	8,232	1,416	347	449	699
人口占比	6%	1%		17%	4%	5%	8%
生育率	2.3	1.8	2.1	1.0	1.6	1.4	1.8
人口中位年龄 (岁)	29	32	33	40	39	43	31
城市人口比例	76.2%	90.6%	68.1%	68.0%	83.0%	73.1%	55.9%
前三大 GDP 贡献国家	沙特阿拉伯 以色列 阿联酋	沙特阿拉伯 阿联酋 卡塔尔	美国 中国 德国			德国 法国 意大利	印尼 泰国 新加坡
前三人均 GDP 国家	卡塔尔 以色列 阿联酋	卡塔尔 阿联酋 科威特	摩纳哥 列支敦士登 卢森堡			卢森堡 爱尔兰 丹麦	新加坡 文莱 马来西亚
互联网普及率	70%	98%	66%	79%	94%	91%	80%
每日互联网使用时间	7 小时 29 分钟	7 小时 30 分钟	6 小时 38 分钟	4 小时 8 分钟	7 小时 5 分钟	4 小时	4 小时 30 分钟

资料来源: 公司数据、世界银行、国际货币基金组织、GSMA Intelligence、Kepios、招商证券 (香港) 预测;

1. 中东北非 (MENA) 地区包括阿尔及利亚、巴林、吉布提、埃及、伊朗、伊拉克、以色列、约旦、科威特、黎巴嫩、利比亚、马耳他、摩洛哥、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯、叙利亚、突尼斯、阿拉伯联合酋长国、西撒哈拉和也门, 共21个国家。
2. 海湾合作委员会 (GCC) 国家包括: 沙特阿拉伯、阿联酋、卡塔尔、科威特、阿曼、巴林。
3. 东盟 (ASEAN) 指东南亚国家联盟, 包括文莱、柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、缅甸、菲律宾、新加坡、泰国和越南, 共10个国家。

小而美的社交传媒公司对比

图2: MENA主要中国社交娱乐平台比较

公司背景	赤子城科技 9911 HK		欢聚 JOYY US		雅乐科技 YALA US		挚文集团 MOMO US		映宇宙 3700 HK	
	2009 年成立	2019 年上市	2005 年成立	2012 年上市	2016 年成立	2020 年上市	2011 年成立	2014 年上市	2015 年成立	2018 年上市
传统产品	MICO, YOHO		BIGO, Likee, Hago		Yalla, Yalla Ludo		Momo, Tantan		Inke, Jimu, Duiyuan	
新产品	TopTop, SUGO, Blued/Heesay		BIGO ads, Shopline		WeMuslim		SoulChill		Redshort, Reelbox	
集团月活跃用户及同比增速	百万人	同比增速	百万人	yoy	百万人	yoy	百万人	yoy	百万人	yoy
集团月活跃用户 (百万人, 截至 25 年一季度)	33	15%	260	-6%	45	18%	107	3%	21	-9%
集团收入及同比增速	百万美元	同比增速	百万美元	同比增速	百万美元	同比增速	百万美元	同比增速	百万美元	同比增速
2023 年	459		2,268		319		1,667		951	
2024 年	707	54%	2,238	-1%	340	7%	1,467	-12%	973	2%
2025 年*	964	36%	2,091	-7%	349	3%	1,452	-1%	1,038	7%
2024 年收入区域分布		占比		占比		占比		占比		占比
中东北非		65%		14%		90%+		12%		1%
东南亚		25%		21%		低个位数		4%		2%
发达国家		低个位数		54%				1%		
中国		10%		10%				84%		97%
2024 年收入业务分布	百万美元	占比	百万美元	占比	百万美元	占比	百万美元	占比	百万美元	占比
社交媒体	643	91%	1,788	80%	226	67%	1,447	99%	700	72%
游戏/其他业务	64	9%	450	20%	114	33%	20	1%	273	28%
2024 年盈利能力	百万美元	利润率	百万美元	利润率	百万美元	利润率	百万美元	利润率	百万美元	利润率
毛利润	362	51%	808	36%	226	67%	573	39%	464	48%
非 GAAP 营业利润	120	17%	136	6%	136	40%	240	16%	31	3%
非 GAAP 净利润	86	12%	298	13%	150	44%	171	12%	28	3%
股东回报	百万美元	收益率	百万美元	收益率	百万美元	收益率	百万美元	收益率	百万美元	收益率
2024 年经营现金流	214	11%	309	12%	173	12%	228	18%	52	16%
2024 年净现金 (招证计算)	318	16%	3,422	131%	656	46%	1,445	112%	456	144%
未来 12 个月股东总回报 (招证预测)	28	1%	300	11%	73	5%	110	9%	31	10%
估值	2025 年	2026 年	2025 年	2026 年	2025 年	2026 年	2025 年	2026 年	2025 年	2026 年
市盈率	12.3	9.7	9.9	8.7	9.0	8.6	6.7	6.5	9.1	7.6

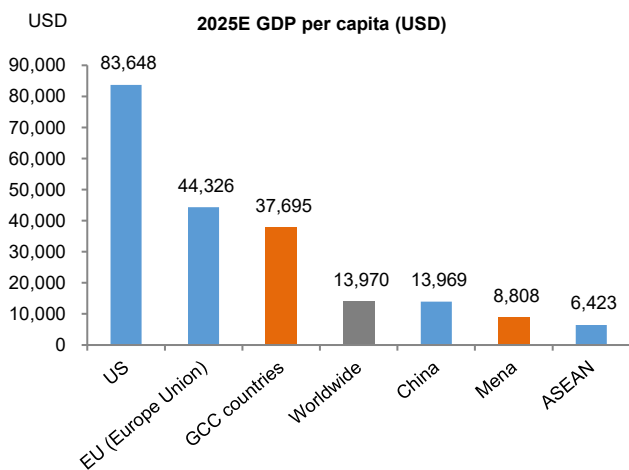
资料来源: 公司数据、Visible Alpha、招商证券 (香港) 预测; 截至2025年8月8日收盘价

MENA 市场概览

GCC 国家拥有高人均 GDP

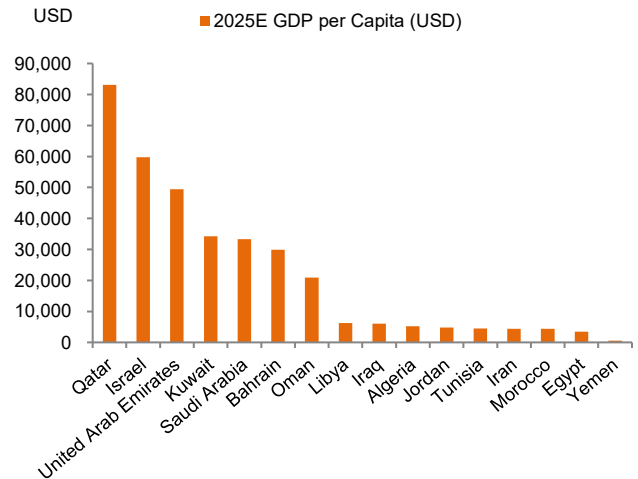
MENA (中东北非地区) 通常指包括 6 个 GCC (海湾阿拉伯国家合作委员会 (简称海合会), 成员国包括沙特阿拉伯、阿联酋、卡塔尔、科威特、阿曼和巴林) 在内的 21 个国家¹, 以及另外 15 个非 GCC 国家。根据 IMF 数据, MENA 地区 2025 年总 GDP 预计达到 4.6 万亿美元, 占全球 GDP 约 4%。该地区各国经济发展水平存在显著差异, 其中 GCC 国家因拥有丰富的石油资源, 经济实力相对更为雄厚。我们注意到, 6 个 GCC 国家贡献了 MENA 总 GDP 约 50%。其人均 GDP 高达 37,695 美元, 显著高于全球均值 (13,970 美元) 和 MENA 均值 (8,808 美元)。

图3: 主要地区人均GDP比较



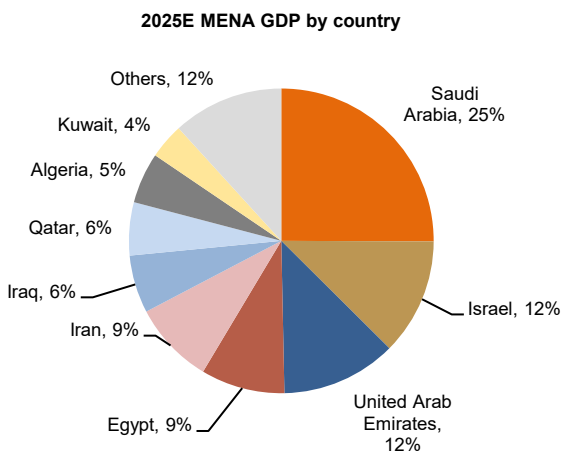
资料来源: 国际货币基金组织, 世界银行, Statista, 招商证券 (香港)

图4: 中东北非国家人均GDP比较



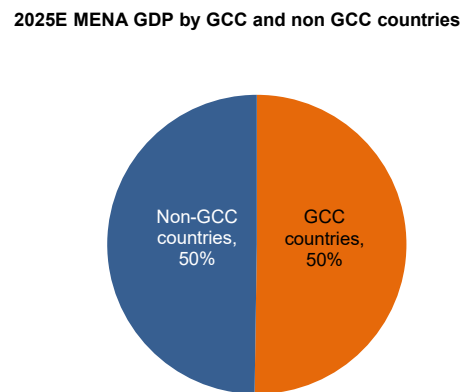
资料来源: 国际货币基金组织, 世界银行, Statista, 招商证券 (香港)

图5: 2025年MENA各国GDP预测



资料来源: 国际货币基金组织, 世界银行, Statista, 招商证券 (香港)

图6: 2025年MENA按GCC或非GCC国家划分的GDP预测



资料来源: 国际货币基金组织, 世界银行, Statista, 招商证券 (香港)

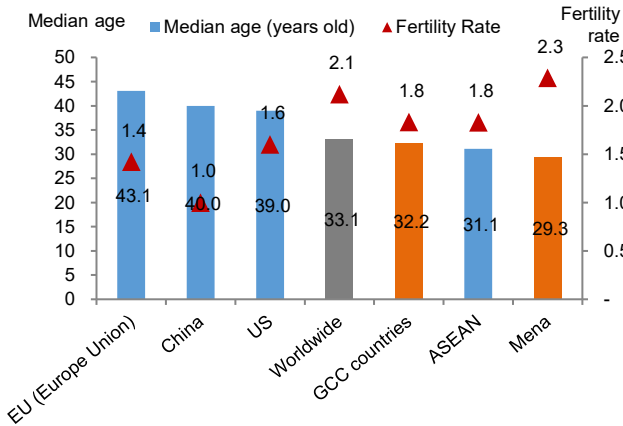
¹ MENA 指中东和北非地区, 包括阿尔及利亚、巴林、吉布提、埃及、伊朗、伊拉克、以色列、约旦、科威特、黎巴嫩、利比亚、马耳他、摩洛哥、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯、叙利亚、突尼斯、阿联酋、西撒哈拉和也门, 共 21 个国家。资料来源: 世界银行 & 在线资源

年轻且不断增长的人口结构

根据世界银行数据，目前 MENA 总人口约为 5.21 亿，占全球人口约 6%。该地区人口结构年轻，年龄中位数为 29 岁（对比全球中位数 33 岁），且生育率较高（2.3% vs 全球平均 2.1%），显示出庞大且持续扩张的消费群体，对新兴数字趋势具有高接受度。

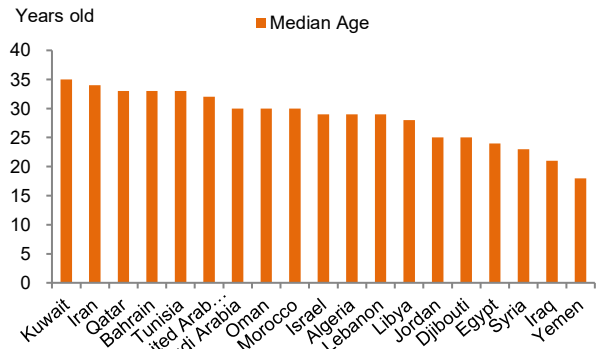
MENA 超过 90%的人口为穆斯林，占全球穆斯林人口 23%，不过各国在世俗化程度上的差异显著。

图7：主要地区人口中位年龄及生育率比较



资料来源：国际货币基金组织、世界银行、Statista、招商证券（香港）

图8：MENA人口中位年龄及生育率比较



资料来源：国际货币基金组织、世界银行、Statista、招商证券（香港）

支持数字经济的政策环境

- **沙特阿拉伯**：于 2016 年推出的“2030 愿景”计划是一项全面的国家战略，旨在通过经济多元化，社会现代化及政府效率提升来减少国家对石油的依赖。计划受到全球能源格局转变与本国年轻人口对就业机会的需求所驱动，重点发展旅游、娱乐、科技与制造等非石油行业。同时推出社会变革，如提升女性劳动力参与度和扩大文化开放程度。目前，计划已取得显著进展，非石油行业 GDP 占比持续提升，多个重大基础设施项目在建，社会自由度有所提升，包括放宽部分宗教限制，以支持更温和的伊斯兰社会形态。
- **阿联酋**：正在推进“*We the UAE 2031*”愿景计划，致力于科技进步、可持续发展，并推动旅游、绿色能源等非石油行业的增长。
- **卡塔尔**：“国家愿景 2030”计划同样强调经济多元化与创新发展，提出将低空空出行（eVTOL）等前沿技术纳入交通体系。
- **科威特**：“2035 国家愿景”计划则旨在实现经济增长与环境可持续性和绿色技术的平衡。

图9: MENA主要经济体的关键人工智能计划

国家/地区	关键人工智能计划与重点领域	主要投资与项目	合作伙伴	行业应用
沙特阿拉伯	<ul style="list-style-type: none"> - 人工智能基础设施建设 - 阿拉伯语大语言模型研发 - 国家半导体建设中心 - 生成式人工智能支持 	<ul style="list-style-type: none"> - 150 亿美元成立“Humain”人工智能公司 - 新增 2,200 兆瓦数据中心容量 - 拟设立 400 亿美元人工智能基金 	<ul style="list-style-type: none"> - 英伟达、超微半导体、亚马逊云科技、微软 	能源、医疗、政府、智慧城市等
阿联酋	<ul style="list-style-type: none"> - 主权财富基金穆巴达拉的人工智能投资 - 大预言模型 Falcon 研发 - 政府及医疗领域人工智能应用推广 	<ul style="list-style-type: none"> - 1,000 亿美元人工智能基金 - 人工智能园区与数据中心建设 	<ul style="list-style-type: none"> - 微软, 亚马逊云科技 	政府、医疗、智慧城市、金融等
卡塔尔	<ul style="list-style-type: none"> - 以数据为核心的人工智能发展 - 基于电信网络的人工智能基础设施 	<ul style="list-style-type: none"> - Ooredoo 集团 5.5 亿美元数据中心扩建计划 	<ul style="list-style-type: none"> - GCC 人工智能伦理与标准区域合作 	电信、基础设施、人工智能研究
巴林	<ul style="list-style-type: none"> - 人工智能监管创新 - 人工智能伦理领导地位 	<ul style="list-style-type: none"> - 区域人工智能伦理与政策合作提议 	<ul style="list-style-type: none"> - GCC 区域合作 	人工智能治理与伦理
埃及以及广泛中东北非地区	<ul style="list-style-type: none"> - 2030 年中东与非洲人工智能领导地位的国家战略 	<ul style="list-style-type: none"> - 海湾国家投资与合作支持 	<ul style="list-style-type: none"> - 海湾国家与人工智能基金倡议 	教育、医疗等多个领域

资料来源: 媒体报道、路透社、招商证券(香港)

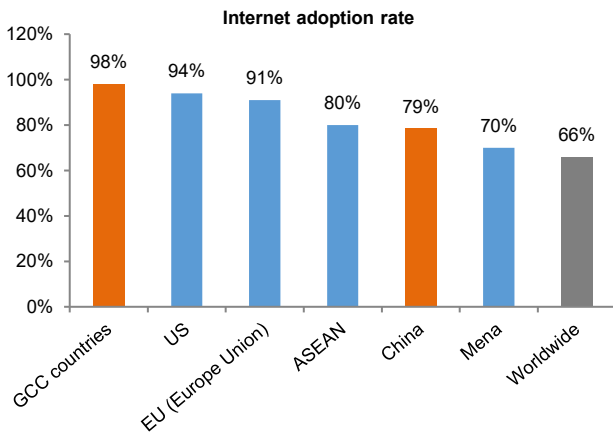
MENA 媒体市场概览

GCC 国家: 基础设施完善, 付费意愿强

互联网使用活跃: 截至 2025 年, 中东北非地区的互联网普及率约为 79%, 其中部分 GCC 国家 (如阿联酋) 可达 99%。

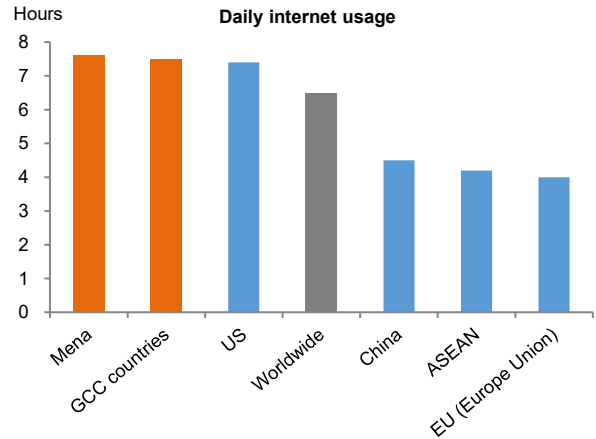
上网时长较高: MENA 及 GCC 国家人均每日上网时长约为 7-8 小时, 高于全球平均的 6-7 小时。根据 YouGov 调查, 约 37% 的沙特用户每周在社交媒体上花费 6-20 小时, 其中 16% 的用户超过 21 小时, Z 世代人群更偏好使用 Instagram 和 TikTok 等平台。

图 10: 主要地区互联网普及率比较



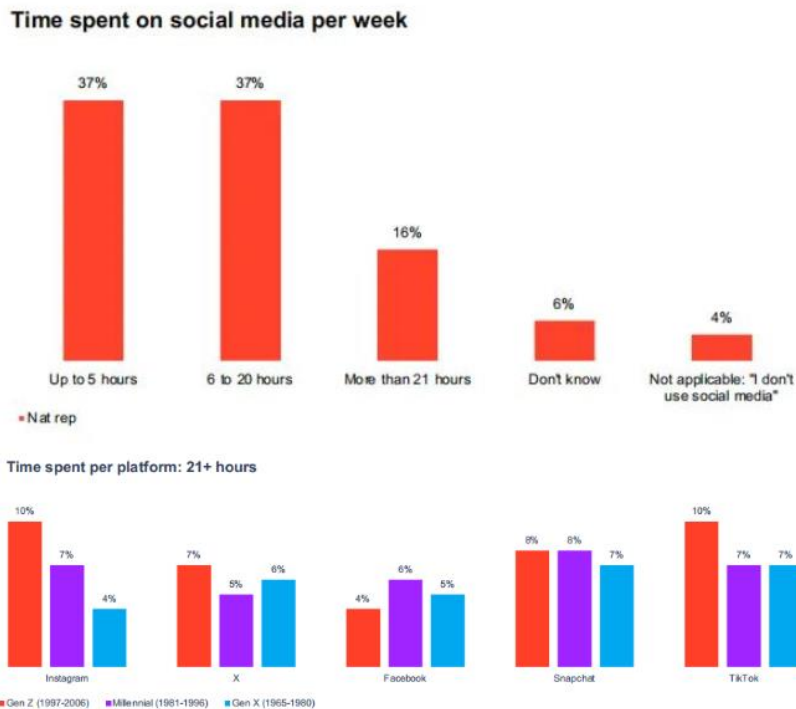
资料来源: 国际货币基金组织、世界银行、Statista、招商证券 (香港)

图 11: 主要地区每日互联网使用时间比较



资料来源: 国际货币基金组织、世界银行、Statista、招商证券 (香港)

图 12: 社交媒体使用时间调查显示, 约 53% 的沙特阿拉伯人每周在社交媒体上花费超过 6 小时, 而 Z 世代在 Instagram 和 TikTok 上花费更多时间



资料来源: YouGov、招商证券 (香港)

图 13: 截至2025年2月按地区划分的社交媒体用户身份占互联网用户的比例



资料来源: Datareportal、国际货币基金组织、世界银行、Statista、招商证券(香港)

高付费意愿: GCC地区用户对数字服务的付费意愿显著较高, 涵盖游戏、电商、数字内容消费及支付系统等多个领域。

- **网络游戏:** 在沙特, 付费玩家数量约为 2,900 万, 其中 12% 属于重度移动游戏用户, ARPPU (每付费用户平均收入) 达到 205 亿美元, 远高于全球均值 40-50 亿美元。
- **电商领域:** GCC 地区活跃买家的平均客单价为 65 美元, 高于全球均值 45 美元。女性用户的参与度不断上升, 成为增长主力: 女性消费者占 GCC 网购人群的 44%, 尤其在打折季偏好购买服饰和配饰, 以沙特为例, TikTok 平台女性广告受众占比达 45.9%, 凸显出数字内容与电商的高度融合。
- **数字内容消费:** 按人均社交媒体账号数量计算, 阿联酋位居世界第一, 平均每位网民每月活跃使用 8.62 个社交平台; 沙特、科威特等其他 GCC 国家平均也达到了约 8 个, 远高于全球平均的 6.8 个和中国的 5.5 个。订阅类内容方面, GCC 国家用户的付费意愿同样强烈。以 Netflix 标准套餐为例, GCC 地区的平均月订阅费用约为 13 美元, 而非 GCC 国家约为 5 美元, 美国为 18 美元, 全球平均 (Netflix 平均每用户收入) 为 12 美元。Spotify 个人套餐的 GCC 平均月费约为 5.5 美元, 相较非 GCC 的 2.5 美元、美国的 12 美元及全球平均 (Spotify 平均每用户收入) 4.6 美元明显较高。
- **支付体系高度发达:** 沙特央行推出的 Mada 卡系统为全国主要支出方式, 覆盖超过 90% 的借记卡发行量及 95% 的交易, 2024 年 3 月电商交易已占 Mada POS 交易的 42%, 同比增长 27%。Apple Pay、STC Pay 等数字钱包在该地区电子支付中占据主导地位。强大的数字支付生态系统, 结合该地区年轻人口结构和活跃的社交媒体参与度, 推动了全球最高的数字用户支付意愿之一。

非 GCC 国家：巨大的增长潜力

人口规模庞大：相较于 GCC 国家，非 GCC 的 MENA 国家人均 GDP 仅为前者的 10%。然而，仅埃及和伊朗两国就占 MENA 总人口的近 40%，其中埃及约为 1.18 亿，伊朗为 9,200 万。非 GCC 国家具有人口结构上的显著优势，平均年龄约为 29 岁，低于 GCC 国家的 32 岁；生育率为 2.6，同样高于 GCC 的 1.8。

收入水平虽然较低但有望提升，随着时间克服数字市场中的挑战：

- 1) 数字支付渗透率低，有望随经济发展而改善：**例如伊拉克，成年人口中持有银行账户的比例不到 20%，远低于发达市场 70% 以上的水平，这导致数字支付与线上订阅服务普及受限，许多用户被排除在电商与数字广告生态系统之外。
- 2) 基础设施投资仍需加强以改善农村地区连接和网速：**尽管移动宽带与有线网络正在改善，但在带宽、延迟与本地内容托管方面仍面临挑战。大量互联网流量仍然依赖海外数据中心，跨境传输成本远高于发达国家，导致部分地区存在较高的网络延迟和受限的游戏体验。
- 3) 监管与文化限制仍待缓解：**复杂且部分过时的监管规定限制了初创企业，媒体项目与科技公司的大规模发展。例如内容限制、严格的牌照制度，以及新业务与支付平台上线的繁琐行政流程等，都制约了市场效率。

总体来看。尽管面临基础设施与制度方面的挑战，非 GCC 地区的 MENA 国家凭借**庞大的人口基数、年轻的人口结构以及智能手机渗透率不断提升**，使得这些市场对新进入者和投资者而言都极具潜力。对于内容发布商与平台型企业而言，这些尚未被充分开发的用户群体构成了长远增长的重要空间。

主要投资风险

- 地区政治不稳定：**中东多国长期面临地缘政治紧张、冲突及外交局势变动，可能影响数字基础设施的稳定性、跨境数据流通、市场准入以及投资者信心、冲突区域或受制裁的国家的业务运营存在突发性中断或市场规模受限的风险。
- 严格的宗教合规要求与内容审查：**涉及穿着暴露女性、酒精、猪肉、赌博及露骨内容在当地被彻底禁止。广告亦不得在每日五次祷告时间内投放，违规内容的下架率是其他市场的三倍。各平台需要进行本地审核，并通过政府部门（例如沙特阿拉伯的 CITC 和 GAMR）的内容审批，这使得宗教合规成为运营面临的巨大挑战。
- 市场竞争风险：**当前市场由 Meta、Google、TikTok 等成熟平台主导，具备高度本地化能力。新进入者若无针对性本地化策略，将面临较高的进入门槛与规模化难题。
- 数据隐私与网络安全：**关于个人数据保护与网络安全的法规在该地区快速发展，且全国的标准不一。例如阿联酋已设立明确法律，对于侵占隐私或传播虚假信息可处以刑事处罚及罚款。
- 本地牌照及运营审批复杂：**网红营销、直播电商及数字内容平台在内的业务往往需事先取得当地监管部门的许可，增加了企业进入与运营的复杂性及不确定性。

子行业展望：各板块均展现出良好增长潜力

根据普华永道的战略报告，MENA 地区的媒体与娱乐市场正在稳步增长，行业收入将于 2028 年达到 180 亿美元，较当前水平增加 30 亿美元。其中，GCC 市场的增长速度有望超过 MENA 平均水平，沙特阿拉伯与阿联酋将继续主导区域市场，其收入在 MENA 的占比将由 2024 年的 64% 上升至 2028 年的 66%。

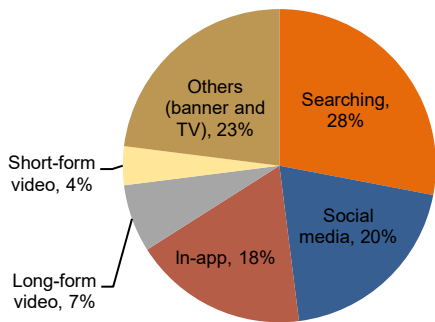
● **细分板块增长情况：**

- **线上广告：**增长最快的板块，2024-2028 年复合年增长率达 7%（对比全球 5% 和中国 12% 增速），主要受益于固定宽带和移动网络每年 3% 的渗透率提升。具体细分中，搜索广告、展示广告和分类广告的年复合增长率分别为 7.2%、7.1% 和 1.3%。
- **游戏：**年复合增长率达 4.4%，其中休闲类手游增长最快，达 6.6%（对比全球 4% 和中国 5% 增速），远高于主机游戏（1.1%）和 PC 游戏（0.2%）。视频游戏广告预计将以 1.6% 的年复合增长率增长，政府投资推动下的电竞产业也将显著扩张。
- **视频：**年复合增长率达 5.9%，其中数字流媒体增速达 6.9%（对比全球 5% 和中国 5% 增速），票房收入增速达 7.9%。沙特阿拉伯预计到 2028 年将占据视频市场总收入约 50%。付费电视和免费播出电视的收入将以每年 4.2% 的速度增长。
- **音频：**年复合增长率达 5.6%，其中数字流媒体增速最快，达 9.4%（对比全球 3% 和中国 5% 增速），其次为现场音乐（2.1% 年复合增长率）和广播电台（4.9% 年复合增长率）。播客需求持续上升，特别是在沙特，年复合增长率达 5.9%。

广告市场概况

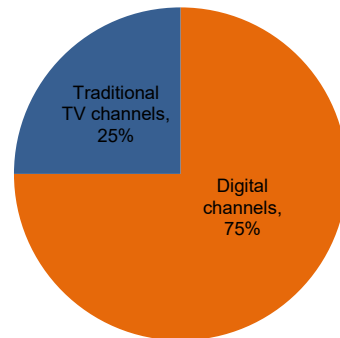
- **市场结构：**根据 Statista 数据，MENA 地区广告总支出预计 2025 年将达到 200 亿美元，其中最大份额来自搜索广告，占比约 28%，其次为社交媒体广告（20%）、应用内广告（18%）和数字视频广告（11%），其中短视频在数字视频广告中的占比高达 66%。预计到 2029 年，MENA 广告市场中将有 75% 的投放来自数字渠道。
- **“斋月经济”主导广告预算：**穆斯林斋月（Ramadan）和开斋节（Eid）期间的广告投放占据 MENA 地区品牌全年广告预算的 30% 以上，该期间广告价格通常显著上涨。根据 *DICM 2025 年斋月报告* ([链接](#))，在 2025 年斋月期间，MENA、亚太和非洲地区的广告支出合计达 11 亿美元，其中 MENA 与非洲的电商广告同比增长 35%。受库存紧张和季节性需求激增影响，广告价格通常需提前三个月锁定，溢价可超过全年平均水平的 100%，其中高达 40% 的预算用于网红营销和社交媒体互动活动。

图 14：2025 年中东北非在线广告市场按细分市场划分



资料来源：Statista、招商证券（香港）

图 15：预计到 2029 年，数字广告将占约 75% 的市场份额



资料来源：Statista、招商证券（香港）

- **由全球巨头主导:**

- **Meta (Facebook + Instagram):** 根据 IAB MENA 报告, 2024 年广告收入市场份额约为 38%。凭借本地化团队及庞大的阿拉伯语创意素材库, Meta 保持领先地位, 但随着 TikTok 与 Google 不断发力, 其份额正逐步被蚕食。
- **Google (YouTube + 搜索):** 市场份额约为 32%, 在斋月期间主导电商直播流量, 尤其是 YouTube Premium 表现突出。同时, Google 搜索仍是用户探索产品的首选平台。
- **TikTok:** 市场份额约为 18%, 在美妆与游戏类广告中提供极高投资回报率 (ROI 可达 1:8.3)。在沙特年轻群体中的渗透率超过 70%, 其短视频的广告转化能力受到广告主高度认可。
- **Snapchat:** 市场份额约为 9%, 在阿联酋高净值用户群体中尤受欢迎, 覆盖当地 12.8% 的互联网用户, 且在 18 岁以上人群中活跃度较高。

游戏市场

- **市场结构:** 移动游戏收入在整体游戏市场中占据主导地位 (相较于主机和 PC 游戏), 占比约为 80%。其中策略类 (SLG)、第一人称射击类 (FPS) 和休闲类 (包括三消类) 游戏在移动游戏中的收入占比超过 50%。这反映出 MENA 尤其是 GCC 地区玩家的强劲付费意愿, 以及对社交与多人互动体验的偏好。沙特在游戏支出和市场规模方面领先, 而埃及等非 GCC 国家则在用户数量和增长潜力上具备优势。
- **中国厂商占据主导地位:** 据 FoxData 数据, 沙特 (MENA 最大游戏市场) 收入排名前十的移动游戏中, 有七款来自中国厂商, 涵盖**腾讯、First Fun、Century Games、赤子城科技及雅乐科技**等公司。这些发行商在 SLG、FPS 和休闲类游戏中表现突出, 且擅长对内容和变现模式进行本地化调整, 契合区域用户偏好。
- **电竞生态受到政策大力支持:**
 - 2025 年 7 月 7 日至 8 月 24 日, 沙特利雅得举办“2025 电竞世界杯”, 类似于 2022 年杭州亚运会的电竞赛事。本次大赛包含《王者荣耀》、《无畏契约》、《守望先锋 2》、《和平精英》等约 25 款游戏, 覆盖 100 多个国家和地区, 吸引 200 多支俱乐部、超过 2,000 名选手参赛。
 - 沙特阿拉伯将于 2027 年在利雅得举办首届“奥林匹克电子竞技运动会”。这标志着一个历史性的里程碑, 标志着该地区在电竞领域的重大投入与地位提升, 以及其作为新数字经济支柱地位的日益提升。赛事得到了国际奥委会和沙特政府资金的大力支持, 预计将成为推动整个中东 (包括非 GCC 国家) 电竞生态系统发展的关键催化剂。

图 16: 2025年7月GCC主要国家收入排名前十的移动游戏

UAE	Qatar	Saudi Arabia
Last War: Survival FUNFLY PTE. LTD. ★★★★★ (4.7) Free Change: 0	Last War: Survival FUNFLY PTE. LTD. ★★★★★ (4.7) Free Change: 0	Last War: Survival FUNFLY PTE. LTD. ★★★★★ (4.7) Free Change: 0
PUBG MOBILE Tencent Mobile International Limited ★★★★★ (4.3) Free Change: 0	Royal Match Dream Games ★★★★★ (4.7) Free Change: 1↑	PUBG MOBILE Tencent Mobile International Limited ★★★★★ (4.3) Free Change: 1↑
Royal Match Dream Games ★★★★★ (4.7) Free Change: 2↑	PUBG MOBILE Tencent Mobile International Limited ★★★★★ (4.3) Free Change: 1↓	Whiteout Survival Century Games Pte. Ltd. ★★★★★ (4.6) Free Change: 1↓
Yalla Ludo - Ludo&Jackaroo Yalla Technology FZ-LLC ★★★★★ (4.4) Free Change: 2↑	Kingshot Century Games Pte. Ltd. ★★★★★ (4.7) Free Change: 0	Kingshot Century Games Pte. Ltd. ★★★★★ (4.7) Free Change: 0
Whiteout Survival Century Games Pte. Ltd. ★★★★★ (4.6) Free Change: 2↓	Whiteout Survival Century Games Pte. Ltd. ★★★★★ (4.6) Free Change: 0	Royal Match Dream Games ★★★★★ (4.7) Free Change: 0
Kingshot Century Games Pte. Ltd. ★★★★★ (4.7) Free Change: 2↓	Ludo STAR Gameberry Labs ★★★★★ (4.5) Free Change: 0	TopTop Lite (توب توب KSA) MX INNOVATION PTE. LTD. ★★★★★ (4.0) Free Change: 1↑
Jackaroo King - Original WJOY PTE. LTD. ★★★★★ (4.5) Free Change: 7↑	Clash of Clans Supercell ★★★★★ (4.8) Free Change: 15↑	Yalla Ludo - Ludo&Jackaroo Yalla Technology FZ-LLC ★★★★★ (4.4) Free Change: 1↓
Clash Royale Supercell ★★★★★ (4.6) Free Change: 1↑	Dark War: Survival Rozere Game Limited ★★★★★ (4.2) Free Change: 2↑	تربعة بلوت Sawa Game ★★★★★ (5.0) Free Change: 1↑
Ludo STAR Gameberry Labs ★★★★★ (4.5) Free Change: 2↓	Top Heroes: Kingdom Saga River Game HK Limited ★★★★★ (4.6) Free Change: 0	كاملنا - Kammelna Remal Information Technology Co. ★★★★★ (4.4) Free Change: 1↓
Call of Duty®: Mobile Activision Publishing, Inc. ★★★★★ (4.7) Free Change: 2↓	Jawaker: Games & Friends Jawaker ★★★★★ (4.7) Free Change: 3↑	Ludo STAR Gameberry Labs ★★★★★ (4.5) Free Change: 0

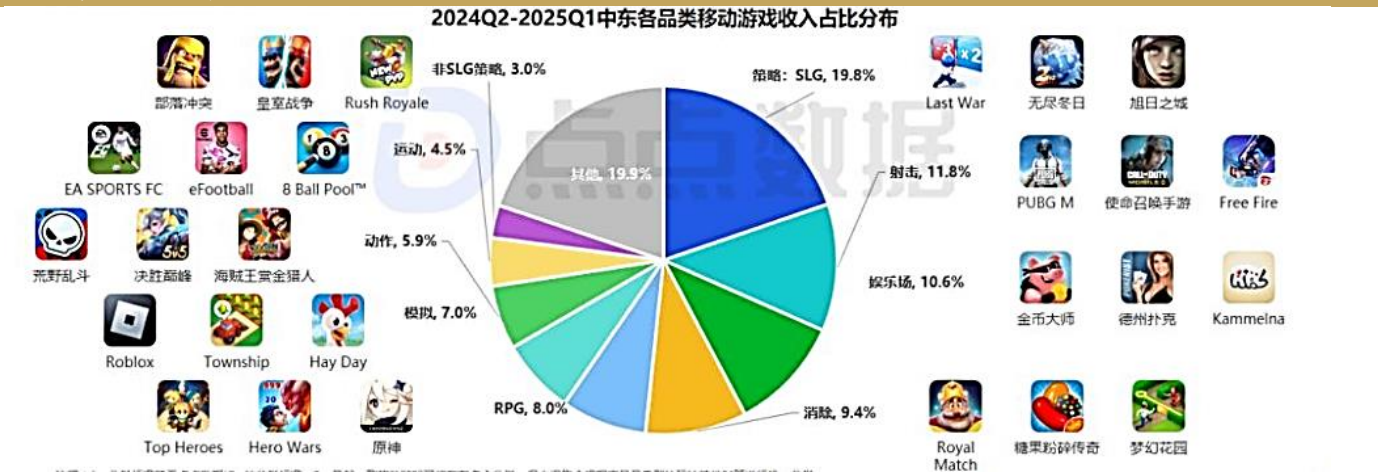
资料来源: 公司数据、Fox Data、招商证券 (香港)

图 17: 2025年7月沙特阿拉伯排名前十的游戏

排名	游戏	开发商/公司	类型	中国开发商
1	最后战争: 生存	元趣娱乐	策略类	√
2	PUBG Mobile	腾讯	第一人称射击	√
3	寒霜启示录	点点互动	策略类	√
4	Kingshot	点点互动	策略类	√
5	Royal Match	Dream Games	休闲类	土耳其
6	TopTop Lite	赤子城科技	休闲类	√
7	Yalla Ludo	雅乐	休闲类	√
8	Ludo STAR	Gameberry	休闲类	印度
9	使命召唤: 移动版	Activision Blizzard	第一人称射击	美国
10	Jackaroo King	微派网络	休闲类	√

资料来源: 公司数据、Fox Data、招商证券 (香港)

图 18: 2024年二季度至2025年一季度中东移动游戏收入按类型划分: 策略类 (SLG)、第一人称射击 (FPS) 和休闲游戏占总收入的50%以上

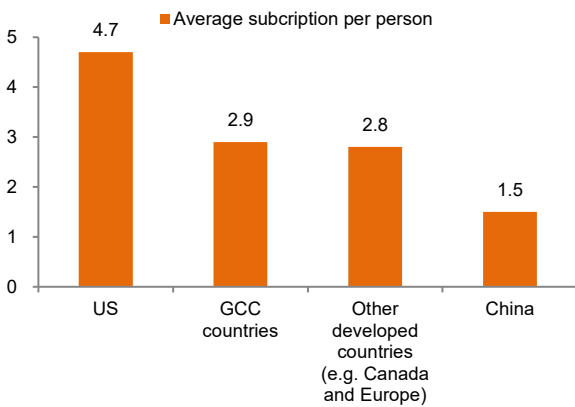


资料来源: 公司数据、Century Games、招商证券 (香港)

视频流媒体市场

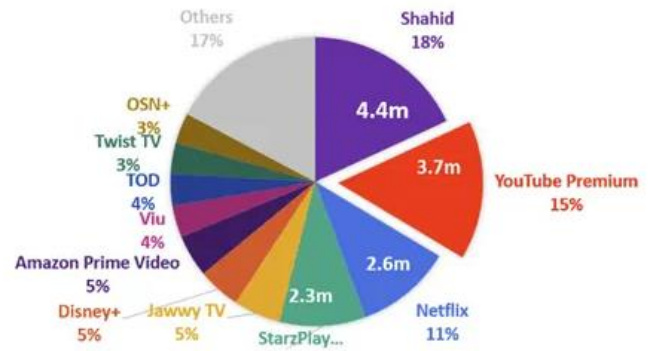
- 快速增长的市场:** 根据 Omdia 数据, MENA 地区的视频流媒体市场预计将在 2025 年突破 15 亿美元, 订阅型视频点播 (SVOD) 用户数量有望超过 2,700 万人。Omdia 预计该地区在线视频市场将在 2029 年达到 84 亿美元, 较当前增长超过五倍。主要驱动因素包括数字基础设施的持续扩展、高移动设备渗透率以及年轻且高度活跃的用户群体。
- 强烈的付费意愿:** GCC 地区消费者在数字服务方面倾向于多重订阅, 无论是在同类服务中 (如多个 OTT 视频平台), 还是跨品类 (音乐、视频、健身、游戏等)。根据 Oliver Wyman 数据, GCC 消费者平均每人拥有 2.9 个视频点播 (VOD) 订阅, 仅次于美国 (4.7 个), 位居全球第二。阿联酋在本地区排名最高, 平均每位用户拥有 3.1 个订阅服务, 高于其他发达国家的 2.8 个和中国的 1.5 个。
- 主要平台:** 从订阅用户数量来看, 本地流媒体平台 Shahid 以约 440 万订阅用户位居首位, 其次是 YouTube Premium (370 万)、Netflix (260 万) 和 StarzPlay (230 万)。前四大平台合计占据超过 50% 的市场份额。

图19: GCC地区消费者人均订阅量高于全球平均水平



资料来源: 公司数据、Omdia、招商证券 (香港)

图20: 2024年四季度中东北非在线视频流媒体市场按订阅份额划分



资料来源: 公司数据、Omdia、招商证券 (香港)

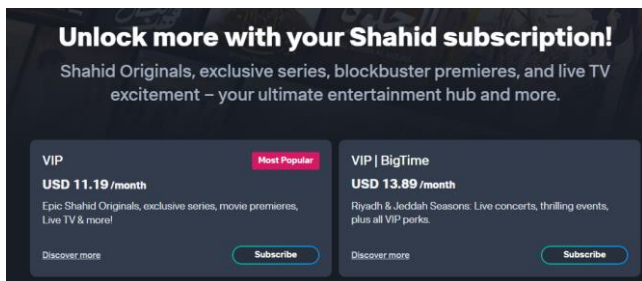
图21: 中东北非主要在线视频平台

平台	公司简介	月活跃用户/订阅者	中东北非地区关键运营优势
TikTok	全球短视频社交平台, 由中国公司字节跳动拥有。沙特阿拉伯和埃及为其主要市场。	1.2 亿月活跃用户	<ul style="list-style-type: none"> 深入渗透年轻用户群体, 沙特阿拉伯创作者增长超过 200% 强大的内容发现和病毒性传播潜力, 推动广告投资回报率 (尤其在美妆和游戏领域)
YouTube	谷歌运营的全球最大视频分享平台, 沙特阿拉伯位列其全球前十大市场。	8,000 万-9,000 万月活跃用户 (370 万高级订阅者)	<ul style="list-style-type: none"> 丰富的本地阿拉伯语和宗教内容库, 强大的本地合作伙伴关系及对创作者经济的投资 卓越的跨设备 OTT 流媒体体验, 与谷歌服务深度整合
Shahid (MBC)	MBC 集团旗下旗舰流媒体服务, 阿拉伯最大的娱乐广播公司。	3,600 万月活跃用户 (440 万订阅者)	<ul style="list-style-type: none"> 丰富的阿拉伯语和区域内容库, 包括独家剧集 专注于阿拉伯语原创内容和宗教节目 (如古兰经朗诵比赛)
Starz Play	美国 OTT 平台, 专注 MENA 地区。	230 万订阅者	<ul style="list-style-type: none"> 积极的内容收购和合作 (如与狮门影业、亚马逊 Prime 合作) 专注于面向 GCC 富裕人群和中东北非城市受众的高端体验
Netflix	美国领先的全球订阅视频点播平台。	300 万订阅者 (约 1,800 万月活跃用户)	<ul style="list-style-type: none"> 庞大的全球内容库, 持续增加区域内容投资, 品牌知名度高, 用户熟悉度强 针对阿拉伯语用户的强大本地化营销活动

资料来源: 公司数据、Omdia、招商证券 (香港)

- 在 MENA 地区，短视频（如 TikTok 和 YouTube Shorts）已占据用户每日使用时长的 50% 以上，其中 TikTok 在该区域的用户总数已突破 1.2 亿。在阿联酋，用户每日观看短视频的平均时长达 86 分钟；沙特的内容创作者数量在一年内增长超过 200%。YouTube 和 TikTok 已成为品牌曝光与用户发现的重要平台。
- 国际平台加码阿拉伯语内容投入：国际流媒体平台正在大幅增加对阿拉伯语内容的投资。例如，Netflix 正积极扩展其中东地区的阿语剧集与节目，推出《交换人生》(The Exchange)、《迪拜名媛》(Dubai Bling) 等热门剧集续集，同时上线全新原创节目，如约会类真人秀《Love Is Blind, Habibi》。此外，Netflix 与 Shahid 母公司 MBC Group 建立合作，推出捆绑订阅服务，进一步提升阿拉伯地区观众的内容可达性。而本地平台如 Shahid 仍牢牢把握核心市场份额，依托其宗教、教育及泛阿拉伯内容库形成稳固用户基础。

图22: 本地领军者——Shahid月度订阅价格介乎11.19美元至13.89美元



资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港)

图23: 全球领军者——Netflix月度订阅价格介乎9.3美元至18.9美元

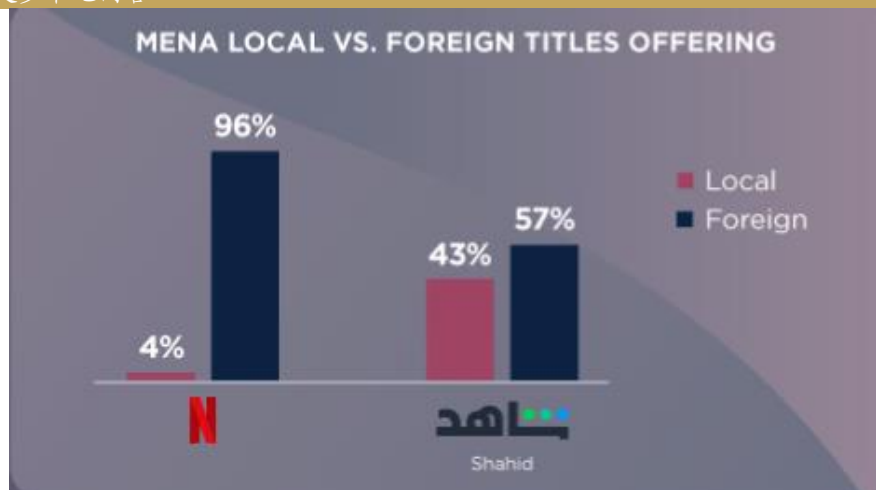
Netflix Plans	Features
Basic	<ul style="list-style-type: none"> Unlimited ad-free movies, TV shows, and mobile games Watch on 1 supported device at a time Watch in 720p (HD) Download on 1 supported device at a time
Standard	<ul style="list-style-type: none"> Unlimited ad-free movies, TV shows, and mobile games Watch on 2 supported devices at a time Watch in 1080p (Full HD) Download on 2 supported devices at a time
Premium	<ul style="list-style-type: none"> Unlimited ad-free movies, TV shows, and mobile games Watch on 4 supported devices at a time Watch in 4K (Ultra HD) + HDR Download on 6 supported devices at a time Netflix spatial audio

Pricing (Saudi Riyal)

- Basic: 35 SAR/month
- Standard: 49 SAR/month
- Premium: 71 SAR/month

资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港)

图24: Shahid提供更多本地内容



资料来源: 公司数据, 招商证券 (香港)

音频流媒体市场

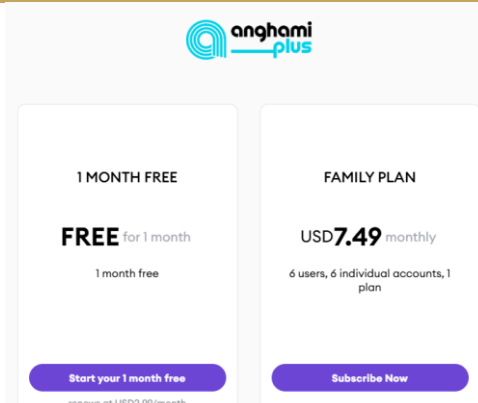
- **订阅驱动的快速增长:** 根据普华永道战略报告, MENA 地区音乐流媒体收入预计将以 9.4% 的年复合增长率增长至 2028 年, 增速为全球平均水平 (4.3%) 的两倍以上。其中, 付费音频流媒体年均增长率为 10%, 显著快于广告支持型流媒体 (年增长率为 7%), 预计至 2028 年将占据数字音乐流媒体收入的 90%。
- **宗教音乐占比高:** 伊斯兰教宗教音乐 (Nasheed) 在沙特的流媒体播放中占比超过 30%。平台 Anghami 通过获得麦加清真寺现场直播许可后, 提升其付费转化率 27%。信仰类与礼拜内容成为流媒体增长的重要驱动力, 尤其在斋月期间表现突出。
- **线下演唱会推动在线流量高峰:** 沙特自 2017 年起放宽对音乐演出的限制。解禁后, 现场活动 (如贾斯汀·比伯在利雅得的演唱会) 期间, 主要平台上的流媒体使用量激增最多达 35%。根据普华永道战略报告, 到 2028 年, 沙特与阿联酋将合计贡献 MENA 地区 72% 的现场音乐收入, 显示政策对演出活动的持续支持。
- **主要平台:**
 - 本地最大音频流媒体平台为 Anghami (阿拉伯语意为“我的旋律”), 由黎巴嫩的 Eddy Maroun 与 Elie Habib 于 2012 年创立。
 - 与其他子行业类似, 全球巨头如 Spotify 和 Apple Music 在该市场同样占据强势地位。

图25: 中东北非主要在线音乐流媒体平台: 本地领军者Anghami主导市场

平台	公司简介	中东北非月活跃用户 / 订阅人数	中东北非主要运营优势
Anghami	由黎巴嫩二人组 Eddy Maroun 和 Elie Habib 于 2012 年创立, Anghami 是首家专注于中东北非的音乐流媒体服务, 也是该地区的主导者。	2024 年: 2,200 万 MAU 330 万订阅人数	<ul style="list-style-type: none"> • 占据中东北非音乐流媒体市场约 58% 的份额。 • 拥有丰富的本地音乐库藏, 尤其是阿拉伯语歌曲库。 • 创新功能, 如为宗教需求设计的祈祷时间暂停功能。
Spotify	来自瑞典的全球领导者, 约 2018 年进入中东北非市场, 拥有庞大的国际音乐库藏、卓越音质和全球品牌知名度。	全球: 6.75 亿 MAU 2.4 亿订阅人数	<ul style="list-style-type: none"> • 拥有全球及中东北非地区丰富音乐库藏, 尽管部分用户认为阿拉伯语歌曲较少。 • 卓越的音质和个性化播放列表及推荐的用户体验。
Apple Music	Apple Music 于 2015 年推出, 受益于苹果生态系统整合, 专注于高端体验和高保真音质, 凭借全球内容库和 iOS 用户在中东北非地区强大的品牌忠诚度。	全球: 1 亿订阅人数	<ul style="list-style-type: none"> • 与苹果设备无缝整合, 提供家庭订阅套餐。 • 在 GCC 地区富裕及 iPhone 用户群体中渗透率高。
Deezer	来自法国, Deezer 较晚进入中东北非市场, 专注于用户友好界面和音质, 针对北非特定市场 (如阿尔及利亚和摩洛哥)。	全球: 1,600 万 MAU 900 万订阅人数	<ul style="list-style-type: none"> • 在北非国家大受欢迎, 在阿尔及利亚法语市场占据主导地位 • 具有竞争力的定价, 强调操作简便性。

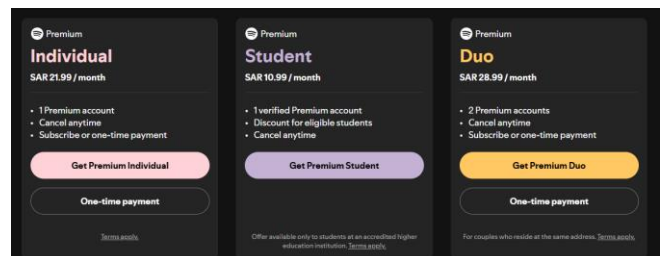
资料来源: 公司数据、Omdia、招商证券 (香港)

图26: 本地领军者——Anghami Plus个人计划月度价格约为3美元



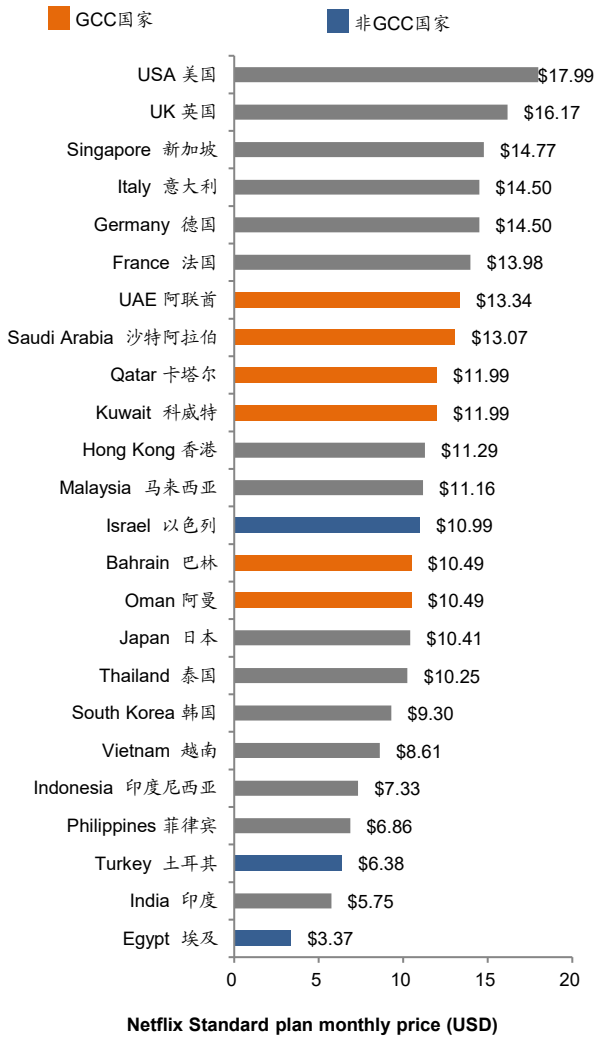
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图27: 全球领军者——Spotify Premium个人计划在沙特阿拉伯的月度价格约为5.9美元



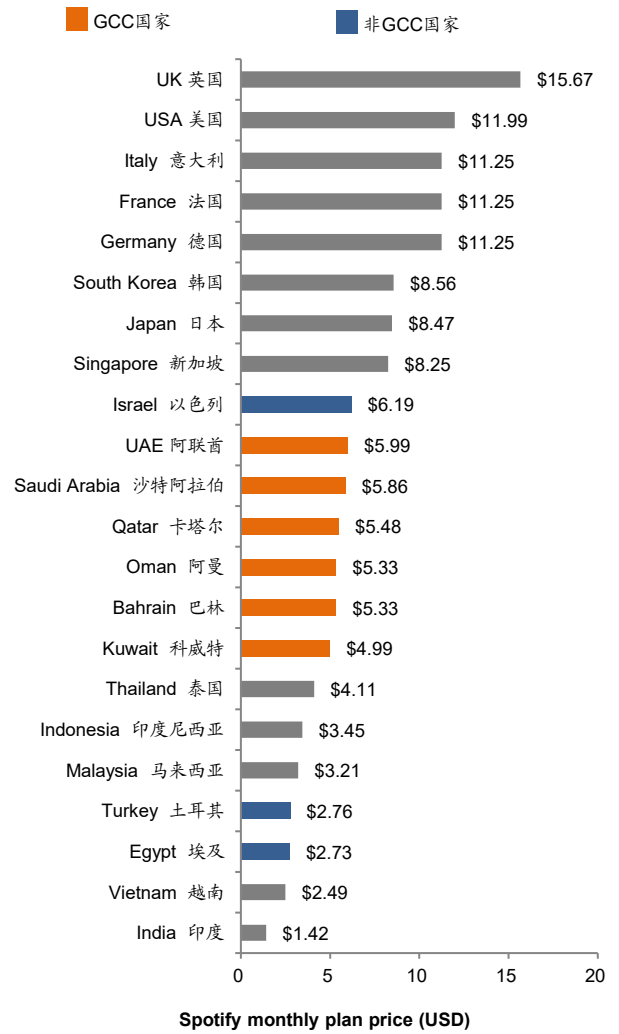
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图28: Netflix标准计划月度订阅价格在主要国家的比较: GCC国家ARPPU高于全球平均水平



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

图29: Spotify个人计划月度订阅价格在主要国家的比较: GCC国家ARPPU高于全球平均水平



资料来源: 公司数据、招商证券 (香港)

公司概况

腾讯 (700 HK): 生态协同+AI 与云技术驱动的本地化战略

腾讯正通过多元协同的战略体系推进其海外业务扩张，涵盖基础设施、人工智能、游戏、社交网络及音视频娱乐等多个板块，强调生态矩阵协同效应，而非单一独立产品出海。其海外战略是将国内成功的产品与经验在全球范围内进行本地化复制与落地。

- **腾讯云:** 腾讯云致力于为海外企业提供强大的本地化服务。根据最新数据，腾讯在全球 21 个主要地区设有数据中心，全球服务节点超过 3,200 个，能够以低延迟并符合当地法规地提供云计算与应用托管服务。2025 年 2 月，在沙特举办的 LEAP2025 科技大会上，腾讯云宣布将在沙特建立其在中东的首个数据中心，并计划未来数年投资超过 1.5 亿美元，推动中东数字经济发展。
- **人工智能:** 腾讯云提供一系列 AI 工具以支持海外业务发展，包括：
 - 支持阿拉伯语、英语等多语种的机器翻译服务，用于内容和通信；
 - 高级 3D 渲染与建模服务，助力游戏开发、虚拟活动及媒体制作；
 - AI 编程助手，缩短客户本地化数字产品的开发周期。
- **游戏:** 腾讯于 2019 年在迪拜互联网城设立 MENA 地区总部，凸显其对该战略市场的重视。旗下旗舰移动游戏《PUBG Mobile》在沙特、阿联酋和埃及等 MENA 市场跻身前三热门手游，用户活跃度居高不下。腾讯通过与本地发行商、电信运营商的合作，在内容本地化、网络优化及文化契合度方面取得优势。例如，在 2025 年 7 月《PUBG Mobile》上线 7 周年之际推出“金沙遗迹城”新地图（融入阿拉伯建筑风格与骆驼坐骑）以及“Sandy Princess”新皮肤，带动当月流水环比增长 26.5%（据媒体报道）。
- **娱乐:** 腾讯也积极将旗下成功的国内娱乐平台出海，包括 WeTV（腾讯视频海外版）、JOOX（QQ 音乐海外版）、WeSing 等。其中，东南亚市场发展最为成熟。例如，JOOX 在泰国市占率接近 50%，在印尼和马来西亚也稳居头部；WeTV 在泰国排名第二。而在中东市场，这些社交娱乐平台仍处于初步发展阶段。公司管理层注意到中东用户与东南亚用户在需求上的差异，例如中东用户更偏好宗教内容（如经文朗读功能），而非以娱乐为导向的卡拉 OK，因此已对 WeSing 在中东地区的运营策略进行了相应调整。

图 30: 腾讯财务预测重点图表

人民币十亿元	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	560	555	609	660	730	794	857
同比增长	16%	-1%	10%	8%	11%	9%	8%
非国际财务报告准则净利润	124	147	158	223	252	283	316
同比增长	1%	19%	7%	41%	13%	12%	12%
非国际财务报告准则稀释每股盈利 (港元)	15.4	17.9	18.6	26.0	29.4	33.2	37.4
同比增长	5%	17%	4%	39%	13%	13%	13%
市盈率 (倍)	36.2	31.0	29.7	21.0	18.7	16.6	14.8
ROE	16%	18%	20%	24%	23%	21%	20%

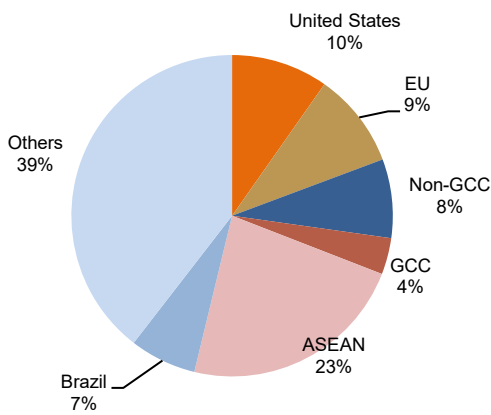
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测; 截至 2025 年 8 月 8 日收盘价

字节跳动：中东北非地区领先的社交媒体平台

TikTok 在中东北非地区的社交媒体格局中，以用户规模与互动活跃度稳居首位。根据世界银行数据，TikTok 在沙特 18 岁及以上用户约为 3,510 万，在阿联酋约为 1,070 万，使其成为海湾国家中最具影响力的平台之一。同时，据媒体报道，TikTok 在 MENA 地区的直播电商市场占有率超过 80%，牢牢占据主导地位。TikTok 的竞争优势源于其庞大的用户基础、深入的本地化能力、直播电商与社交娱乐的高度融合、强大的 AI 个性化推荐系统，以及极具代际契合度的内容生态。这些因素使 TikTok 成为 2025 年 MENA 地区最具影响力的社交娱乐平台与社交电商平台。

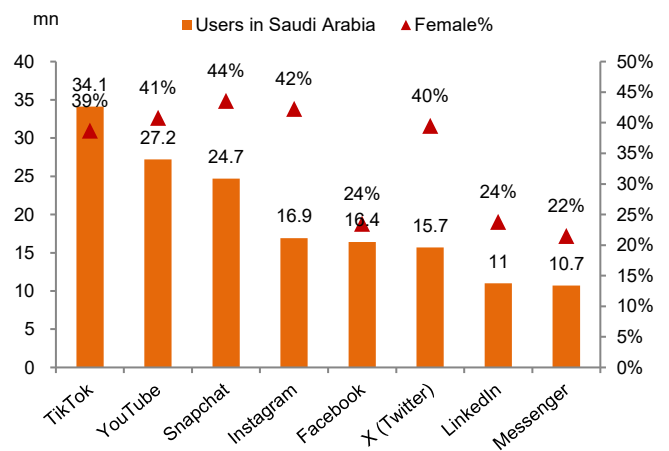
此外，TikTok 于 2025 年初在沙特利雅得设立了其中东和北非 (MENA) 地区总部，有助于更好地在本地开展内容创作、平台运营及生态合作。

图31: TikTok全球用户按主要地区划分: 2024年中东北非占全球用户的约12%



资料来源: 公司数据、世界银行、招商证券 (香港)

图32: 2024年TikTok在沙特阿拉伯拥有全球社交媒体领军者中最大的用户基础



资料来源: 公司数据、DataReportal、招商证券 (香港)

游戏: 由字节跳动子公司 Moonton 开发的《Mobile Legends: Bang Bang》(MLBB) 在海外市场表现活跃，已深耕全球 MOBA (多人在线战术竞技) 品类超过 8 年，尤其在东南亚地区建立了广泛且忠诚的用户基础。该游戏在全球 200 多个国家与地区拥有超过 15 亿用户。在 MENA 地区，MLBB 也正逐步扩大影响力，成为该区域重要电竞赛事的焦点项目之一。例如在 2025 年沙特利雅得举办的“电竞世界杯”中，MLBB 被列为主力比赛项目，进一步推动其在中东市场的用户增长与品牌热度。

赤子城科技 (9911 HK)

赤子城科技成立于 2009 年，最初以海外安卓工具产品 Solo Launcher 切入市场。2013 年，公司正式启动全球化战略，2016 年通过入股 MICO 切入社交赛道，并于 2019 年在香港联交所上市。2022 年，公司私有化蓝城兄弟 (BlueCity)，整合 Blued 等 LGBTQ 社交产品，进一步巩固其在亚洲社交市场的领先地位。2024 年，赤子城获得沙特区域总部 (RHQ) 牌照，成为首家在中东获得此类资质的中国社交娱乐平台企业，标志着其本地化运营能力迈上新台阶。公司依托 AI 驱动的推荐与变现技术，采取“灌木丛”多点开花的产品策略，即通过推出多款本地化产品切入市场，而非依赖单一超级 App。

核心产品:

- 通用社交类
 - MICO: 2014 年上线，主打中东及东南亚市场的直播社交平台。2024 年中东地区营收占比已超过 50%。
 - YoHo: 专为 MENA 市场打造的语音聊天社交产品，用户粘性强，付费率显著高于行业平均水平。
 - TopTop: 类比“中东版 QQ 游戏大厅”的游戏社交平台，2024 年营收同比翻倍，月活跃用户增长超 300%。
 - SUGO: 2021 年上线的音视频陪伴类社交产品，支持 1v1 和群聊模式。2024 年收入同比增长超 200%，月营收突破 1,000 万美元，成为公司迄今为止营收最高的单一产品。
- 多元社交类
 - Heesay/Blued: 亚洲最大的 LGBTQ 社交平台，2024 年继续在中国市场维持垄断地位，海外收入同比增长超 25%，整体付费率约为 23%。
 - Finka: 面向特定群体的社交产品，通过本地化运营快速扩展至东南亚市场。
- 创新业务: 包括自研手游 (代表作《爱丽丝的梦境》) 及电商业务，后者主要面向 LGBTQ 用户群体，销售健康类产品。

财务亮点: 我们预计 2025 年集团收入将达人民币 69 亿元，同比增长 36%，调整后净利润为人民币 11.3 亿元，同比增长 82%。增长主要来自强劲的内生动力，SUGO 与 TopTop 预计将继续保持高增长，其他传统产品实现稳健的个位数增长。值得注意的是，随着 MICO 业务在近年下滑后趋于稳定，其对整体业绩的拖累已显著减小。

图 33: 赤子城科技财务预测重点图表

百万元人民币	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	2,360	2,800	3,308	5,092	6,938	8,464	9,844
同比增长 (%)	100%	19%	18%	54%	36%	22%	16%
经调整归属于股东的净利润	410	176	398	619	1,128	1,431	1,702
同比增长 (%)	529%	-57%	126%	55%	82%	27%	19%
经调整每股盈利 (人民币元)	0.41	0.15	0.35	0.54	0.80	1.01	1.20
市盈率 (倍)	22.9	61.6	34.9	22.4	12.3	9.7	8.2
ROE (%)	81%	30%	44%	46%	54%	35%	35%

资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测; 截至 2025 年 8 月 8 日收盘价

欢聚集团 (JOYY US)

欢聚集团成立于 2005 年，并于 2012 年在纳斯达克上市，是一家全球化社交媒体公司。近年来，公司积极推动营收结构多元化，发展应用内广告 (IAA) 及智能电商业务，逐步降低对直播收入的依赖。公司已完成将 YY Live 出售给百度的交易，当前持续通过本地化运营拓展全球布局，进一步强化其平台的内容与社交娱乐生态。

核心产品:

- **Bigo Live:** 2016 年上线 (2019 年被欢聚收购)，是一款全球化社交直播平台，覆盖北美、欧洲、中东、亚洲及拉丁美洲用户。2025 年第一季度月活跃用户 (MAU) 达 2,890 万，按社交类应用内购收入排名全球第六。
- **Likee:** 2017 年创立并被欢聚收购的短视频平台，主要面向中东、欧洲、南亚及东南亚用户。2025 年一季度 MAU 为 3,020 万，在沙特社交应用市场中按应用内购收入排名第十。
- **Hago:** 一款主打轻度社交游戏的 App，在东南亚市场处于领先地位。2025 年一季度 MAU 为 330 万，在越南社交应用内购收入中排名第十。
- **BigoAds:** 欢聚旗下智能广告平台，利用 AI 技术提供精准定向和创意开发的一站式用户增长与变现解决方案。
- **Shoptline:** 欢聚旗下电商平台，支持商户快速搭建并管理线上店铺，提供数字营销和销售工具，助力商家业务增长。

财务亮点: 2025 年公司收入预计同比下降 7%，但 2026 年将恢复 5% 的增长。非 GAAP 运营利润率从 2024 年一季度的 4.4% 提升至 2025 年一季度的 6.3%，体现出有效的成本控制成效。截至 2024 年，欢聚拥有约 34 亿美元的净现金，约占当前市值的 131%。**股东回报:** JOYY 于 2025 年 3 月启动为期三年、总金额 3 亿美元的股票回购计划，并计划分季度发放总计 6 亿美元的股息，预计 2025-2027 年股东总回报将达到 9 亿美元，年化回报率为 11%。

图 34: 欢聚财务预测重点图表

12 月 31 日年结 (百万美元)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
净收入	2,619.1	2,411.5	2,267.9	2,237.8	2,090.6	2,190.7
同比增长	n.a.	-8%	-6%	-1%	-7%	5%
归属于股东的非 GAAP 净利润	108.9	199.3	292.5	298.5	263.7	300.5
同比增长	n.a.	83%	47%	2%	-12%	14%
ROE	2%	4%	6%	6%	5%	6%
市盈率 (倍)	23.6	12.9	8.8	8.6	10.0	9.5
市销率 (倍)	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2

资料来源: 公司数据、Visible Alpha、招商证券 (香港) 预测; 截至 2025 年 8 月 8 日收盘价

雅乐科技 (YALA US)

雅乐科技集团成立于 2016 年，专注于中东和北非地区的社交娱乐平台与游戏市场。核心管理团队拥有深厚的本地业务经验，其中部分成员曾在中兴通讯等公司担任要职。雅乐科技于 2017 年推出其旗舰语音社交应用“Yalla”，随后于 2018 年推出以游戏为核心的“Yalla Ludo”。公司于 2020 年在纽约证券交易所上市。此后，公司构建了涵盖社交平台、休闲与中度游戏的多元化产品组合，90%以上的收入来自中东北非地区，特别是 GCC 国家，同时也在巴西、墨西哥、印度及东南亚等地积极探索新市场。

核心产品:

- **Yalla:** 2017 年推出的语音聊天社交应用，2024 年贡献了集团约 34% 的收入
- **Yalla Ludo:** 2018 年发布，聚焦休闲游戏和社交互动，2024 年收入贡献达 58%。
- **WeMuslim:** 于 2023 年上线，服务全球穆斯林社区，提供祷告提醒、朝向麦加的指示和社区服务等功能，月活跃用户超过 1,000 万，并推动月度用户增长显著提升。
- 其他本地化产品包括面向土耳其市场的 **101 Okey Yalla**、拉美市场的 **Yalla Parchis**，以及计划于 2025 年下半年推出的四款新游戏。

财务亮点: 公司采用独特的“无提现”商业模式，聚焦于通过互动功能与 VIP 会员制度实现用户生成内容 (UGC) 的变现，不与内容创作者分成。该模式实现了约 67% 的高毛利率，远高于行业平均水平的 40-50%。财务方面，截至 2025 年一季度，Yalla 持有净现金 6.91 亿美元，占市值的 48%，资产负债表稳健、现金流持续增长。截至 2025 年上半年，公司回购了 4,100 万美元。公司通过持续推出新产品，特别是 WeMuslim，为其在电商与广告变现领域奠定了良好基础。

图 35: 雅乐科技财务预测重点图表

12 月 31 日年结 (百万美元)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
净收入	273.1	303.6	318.9	339.7	349.1	369.4
同比增长	102%	11%	5%	7%	3%	6%
扣除少数股东权益后非 GAAP 净利润	126.5	106.4	135.3	150.4	159.2	166.7
同比增长	n.a.	-16%	27%	11%	6%	5%
ROE	44%	27%	27%	24%	20%	18%
市盈率 (倍)	11.3	13.4	10.6	9.5	9.0	8.6
市销率 (倍)	5.2	4.7	4.5	4.2	4.1	3.9

资料来源: 公司数据、Visible Alpha、招商证券 (香港) 预测; 截至2025年8月8日收盘价

挚文集团 (MOMO US)

挚文集团 (前称陌陌科技) 成立于 2011 年, 并于 2014 年 12 月通过其旗舰产品“陌陌”在纳斯达克上市, 确立了其作为中国领先的开放式社交平台的地位。公司最初专注于基于位置的移动社交网络, 后逐步拓展至直播和增值服务领域。2024 年, 集团进行了多项产品升级——包括优化聊天室功能、互动礼物功能以及新增娱乐内容形式, 以应对市场竞争与用户需求变化。近年来, 挚文集团加速其全球扩张步伐, 重点聚焦音频类与语音类社交领域。诸如 Yaahlan 和 AMAR 等新产品正推动其国际化战略。至 2025 年, 公司已明确将增长重点转向海外市场, 并计划增加营销投入以支持全球业务拓展。

核心产品:

- **陌陌:** 旗舰基于位置的社交平台, 提供即时通讯、直播及短视频功能。
- **探探:** 面向年轻用户的社交应用, 采用滑动匹配机制以促成互动。探探亦在海外市场产生收入, 占挚文集团海外业务收入约 10%。
- **SoulChill:** 面向中东北非市场的语音约会应用, 采用“性格测试+虚拟头像+语音匹配”的模式, 占海外业务收入的约 60~70%。用户可借助虚拟头像缓解社交压力, 匹配后则可通过付费道具提升互动机会。
- **Yaahlan:** 专为阿拉伯用户打造的语音社交游戏应用, 将游戏与语音互动结合, 打造集语音聊天与休闲游戏于一体的社交娱乐平台。
- **Amar:** 面向中东北非地区年轻用户的语音聊天应用。

财务亮点: 2025 年一季度, 公司总营收为人民币 25.2 亿元, 同比下降 1.5%; 海外业务营收同比增长 72% 至人民币 4.15 亿元, 国内业务营收同比下降 9% 至人民币 21.1 亿元。2025 年一季度, 非 GAAP 净利润达人民币 4.04 亿元, 超出市场预期, 主要得益于国内业务运营效率改善以及海外产品商业化提速。截至 2024 年, 公司持有净现金约 104 亿元人民币 (约占当前市值的 112%)。公司历来注重股东回报, 2024 年派发了 5,000 万美元的特别股息, 并持续实施股份回购计划。

图 36: 挚文集团财务预测重点图表

12 月 31 日年结 (百万元人民币)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
净收入	14,575.7	12,704.2	12,002.3	10,563.0	10,454.6	10,860.6
同比增长	-3%	-13%	-6%	-12%	-1%	4%
扣除少数股东权益后非 GAAP 净利润	2,037.1	1,885.8	2,224.7	1,232.9	1,396.8	1,440.7
同比增长	n.a.	-7%	18%	-45%	13%	3%
ROE	16%	18%	20%	11%	12%	11%
市盈率 (倍)	4.6	5.0	4.2	7.6	6.7	6.5
市销率 (倍)	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9

资料来源: 公司数据、Visible Alpha、招商证券 (香港) 预测; 截至 2025 年 8 月 8 日收盘价

映宇宙 (3700 HK)

映宇宙 (前称映客互娱) 自 2015 年推出映客直播以来, 已从单一直播平台转型为多元化互动娱乐和社交集团。公司于 2018 年在港交所上市, 逐步构建起涵盖直播社交、短剧、海外等多元业务矩阵。2022 年, 公司更名为映宇宙, 战略重心转向海外市场并积极布局 AI、Web3.0 等前沿领域。

核心产品:

- **直播与社交:** 围绕“互动社交”战略, 陆续孵化出多款产品, 构建起丰富的社交产品矩阵, 例如社交平台积目和对缘。
- **短剧与创新:** 短剧业务具备从剧本创作、拍摄制作到分发的全流程能力, 凭借先发优势和精品化内容, 稳居行业第一梯队。2024 年短剧业务实现收入超人民币 13 亿元, 占总收入约 19% (对比 2023 年为 14%)。
- **海外扩张:** 在东南亚和中东地区推出多款音视频社交产品, 结合本地文化活动, 并通过合作机制降低运营成本, 逐步形成了以东南亚为拓展核心, 持续向外推进的产品布局。
- 此外, 公司亦投资 Web3.0 与加密货币业务以强化创新管线。

财务亮点: 映宇宙 2024 年总收入达人民币 68.5 亿元, 同比持平, 其中短剧与海外业务实现了快速增长。2024 年增值服务/内容服务分别占总收入的 74%/19%。毛利率同比提升 7.4 个百分点至 48.8%, 净利率为 3.4%。截至 2024 年 12 月 31 日, 公司总流动性为人民币 30 亿元 (约占当前市值 144%)。

图 37: 映宇宙财务预测重点图表

12 月 31 日年结 (百万元人民币)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
净收入	9,176	6,319	6,845	6,851	7,005	7,471
同比增长	85%	-31%	8%	0%	2%	7%
经调整净利润	465	390	412	198	250	300
同比增长	120%	-16%	6%	-52%	26%	20%
ROE	12%	10%	10%	5%	6%	7%
市盈率 (倍)	4.9	5.8	5.5	11.5	9.1	7.6
市销率 (倍)	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源: 公司数据、Visible Alpha、招商证券 (香港) 预测; 截至 2025 年 8 月 8 日收盘价

中国其他互联网龙头的中东北非布局

爱奇艺 (IQ US): 2025 年 5 月 11 日, 爱奇艺与中东领先媒体平台 WATCH IT 签署战略内容合作协议, 深化在内容授权、本地化运营及文化交流等方面的合作。根据协议内容: 1) 爱奇艺将向 WATCH IT 平台独家授权一批优质中文内容, 包括热播剧集《归路》《唐朝诡事录》等; 2) WATCH IT 将向中国大陆观众提供其广受好评的阿拉伯纪录片系列《世界之母》, 通过爱奇艺主站播出; 3) 爱奇艺国际站将引入 WATCH IT 出品的阿拉伯原创节目, 丰富其海外内容生态, 提升文化多样性。

快手 (1024 HK): 快手此前宣布将在沙特阿拉伯首都利雅得设立办事处。快手国际版 Kwai 已在中东和北非地区建立了显著的市场地位, 拥有超过 2,000 万 MAU 及每月超 2,000 万条短视频上传量。这些数据充分证明了快手在该地区强大的用户基础和内容创作能力。

51Talk (COE US): 51Talk 是一家以 AI 技术驱动的全方位在线教育科技公司, 专注于为全球 K-12 学生提供一对一英语课程及自适应学习体验。公司通过“自研课程+AI 技术+优质师资”模式, 打造覆盖教学全链条的数字化平台, 业务范围涵盖东南亚、中东、西班牙语地区等多个市场。自 2024 年进入沙特市场以来, 51Talk 已快速发展成为该国在线英语教育领域最受信赖的品牌, 注册学生数突破 50,000 名。截至 2025 年 7 月, 其沙特学员数量已超过 50,000 名, 包括学龄儿童、大学生和在职专业人士。

图 38: 互联网行业估值对比

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 (%)		2025-2027E 年复合增速		
								FY25E	FY26E	FY25E	FY26E				FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	收入
腾讯	700 HK	港元	增持	561.0	670.0	19.4	654.2	10.1	8.7	18.7	16.6	1.4	6.5	18.0	22.8	21.5	8.3	12.0	13.0
阿里巴巴	BABA US	美元	增持	120.4	146.0	21.3	287.0	16.3	14.3	13.1	15.8	2.7	2.1	12.6	15.8	12.6	11.0	5.9	11.4
拼多多	PDD US	美元	增持	114.3	136.0	19.0	162.2	13.5	9.3	14.1	9.5	0.3	2.8	10.8	23.7	27.7	14.9	36.8	38.7
美团	3690 HK	港元	增持	120.8	156.0	29.1	94.0	10.0	7.9	20.2	13.1	0.3	1.7	14.1	18.0	23.4	15.7	39.6	21.8
网易	NTES US	美元	增持	128.6	166.0	29.1	81.4	14.3	13.5	13.9	13.1	1.9	5.1	13.7	26.7	23.8	6.4	6.8	7.6
京东	JD US	美元	增持	31.5	42.0	33.4	45.8	11.0	6.1	13.1	8.2	0.2	0.3	7.5	20.3	10.6	6.8	45.5	50.4
腾讯音乐	TME US	美元	增持	22.1	审视中	n.a.	34.3	19.5	18.1	27.6	24.7	2.1	7.9	23.4	13.8	10.7	9.7	11.6	11.2
看准科技	BZ US	美元	增持	21.1	审视中	n.a.	10.1	10.2	9.5	20.9	18.0	1.2	9.0	16.6	22.0	22.6	10.4	14.9	12.6
哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	22.8	28.0	23.1	9.6	16.8	12.5	30.6	21.2	0.6	2.3	20.7	5.2	11.5	8.7	n.a.	95.8
云音乐	9899 HK	港元	增持	266.8	审视中	n.a.	7.4	30.5	24.8	29.5	25.9	2.0	6.4	30.4	16.3	15.8	11.7	13.2	22.3
赤子城	9911 HK	港元	增持	10.7	12.2	13.8	1.9	9.7	8.0	12.3	9.7	0.4	2.0	17.0	54.0	34.5	19.1	22.8	26.3
唯品会	VIPS US	美元	中性	15.3	审视中	n.a.	7.9	9.0	6.6	6.4	6.0	1.2	0.5	4.8	17.6	18.4	1.9	5.0	26.3
携程	TCOM US	美元	未评级	58.8	n.a.	n.a.	38.4	13.4	11.7	15.9	13.7	0.9	5.2	20.0	11.1	11.1	13.4	15.6	15.5
百度	BIDU US	美元	未评级	87.4	n.a.	n.a.	30.6	2.0	1.7	10.6	9.6	0.7	1.7	6.7	7.1	7.0	5.6	13.2	15.8
快手	1024 HK	港元	未评级	79.2	n.a.	n.a.	43.5	10.3	8.7	15.5	13.1	0.7	2.5	11.8	24.4	23.0	8.7	17.6	16.3
滴滴	DIDIY US	美元	未评级	5.5	n.a.	n.a.	26.8	13.5	9.3	30.0	18.7	0.4	0.9	16.5	7.3	11.1	8.5	50.9	38.7
阅文	772 HK	港元	未评级	30.8	n.a.	n.a.	4.0	17.3	15.5	21.7	19.4	1.7	3.5	18.9	6.0	6.3	5.9	11.6	12.4
美团	1357 HK	港元	未评级	11.2	n.a.	n.a.	6.5	47.5	28.2	n.a.	40.0	1.2	n.a.	36.3	15.2	17.6	20.6	33.3	52.2
欢聚	JOYY US	美元	未评级	50.7	n.a.	n.a.	2.6	2.8	2.3	10.0	9.5	1.1	1.2	7.0	5.0	5.1	6.7	8.4	15.6
陌陌	MOMO US	美元	未评级	8.1	n.a.	n.a.	1.3	4.4	4.2	6.7	6.5	1.5	0.9	6.3	10.4	9.9	3.7	4.4	5.3
爱奇艺	IQ US	美元	未评级	1.8	n.a.	n.a.	1.8	18.4	11.0	21.6	9.5	0.1	0.4	5.6	2.4	7.2	3.4	80.9	42.7
雅乐科技	YALA US	美元	未评级	9.1	n.a.	n.a.	1.4	5.4	5.1	9.2	8.7	1.8	4.2	n.a.	19.7	17.1	4.6	4.8	n.a.
斗鱼	DOYU US	美元	未评级	7.5	n.a.	n.a.	0.2	33.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.
虎牙	HUYA US	美元	未评级	3.2	n.a.	n.a.	0.7	0.0	0.0	25.4	21.7	0.6	0.9	17.4	2.5	3.6	6.9	34.8	87.9
微博	WB US	美元	未评级	9.9	n.a.	n.a.	2.4	4.0	3.9	5.3	5.2	1.5	1.4	4.8	10.7	10.1	2.9	3.4	3.4
映宇宙	3700 HK	港元	未评级	1.3	n.a.	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	9.1	7.6	0.9	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	3.0	10.0	10.0.
中国公司均值								13.9	10.8	17.2	15.0	1.1	3.2	15.2	16.6	15.8	9.3	21.7	26.3
亚马逊	AMZN US	美元	增持	222.7	271.0	21.7	2,375.0	14.6	12.3	26.6	22.9	1.2	3.7	16.9	20.5	19.2	10.5	27.8	32.2
谷歌	GOOGL US	美元	增持	201.4	225.0	11.7	2,439.9	14.1	12.3	19.1	18.1	2.5	7.0	16.7	31.1	27.3	13.1	18.9	15.9
Meta	META US	美元	增持	769.3	866.0	12.6	1,932.6	19.4	16.1	23.4	21.3	2.0	n.a.	17.9	32.7	28.5	15.3	6.6	20.4
奈飞	NFLX US	美元	增持	1,211.6	1,423.0	17.4	514.9	36.9	30.7	45.0	39.1	1.9	n.a.	56.1	42.4	45.2	12.2	25.9	22.7
优步	UBER US	美元	增持	89.6	99.0	10.5	186.8	22.1	17.5	24.6	21.7	1.3	4.2	19.9	27.6	26.9	14.7	n.a.	n.a.
Spotify	SPOT US	美元	增持	705.9	审视中	n.a.	147.2	n.a.	39.1	n.a.	n.a.	0.8	8.7	47.8	20.4	29.0	14.5	50.0	49.5
Lyft	LYFT US	美元	增持	13.4	21.0	56.7	5.5	8.5	6.6	11.3	10.6	0.9	0.9	6.2	19.2	26.5	12.7	18.3	n.a.
海外公司均值								19.3	19.2	25.0	22.3	1.5	4.9	26.0	27.7	28.9	13.3	24.6	28.1

注: 股价采用 2025 年 8 月 8 日收市价; 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

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) 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