



## 小鹏汽车 (XPEV.US/9868.HK): 毛利率表现趋稳, 新车型上市步入强产品周期

我们重申小鹏汽车的“买入”评级。我们下调小鹏汽车 (XPEV.US) 目标价至 8.5 美元, 潜在升幅 26%; 下调小鹏汽车-W (9868.HK) 目标价至 33.2 港元, 潜在升幅 23%。

- 即将开启强产品周期, 重申小鹏“买入”评级: 8 月底即将上市的 MONA 系列 M03, 将正式开启小鹏的强产品周期。M03 预售订单已超过去年同期 G6 的表现水平, 供应链也做好准备, 预计在上市后快速爬坡。公司 3Q24 交付量指引隐含 M03 上市后拉动 9 月份总体交付超过 2 万台, 并在 4Q24 创交付量新高。小鹏还将在四季度上市基于新一代 ADAS 硬件平台的轿车 P7+, 并在 2025/26 年每年推出多款新车和改款车型。我们大体维持小鹏 2024 年超过 17 万台的销量预测, 并上调 2025/26 年销量预测。小鹏当前估值 0.8x, 处于历史较低水位, 具备吸引力。
- 综合毛利率水平趋稳: 2Q24 公司毛利率为 14.0%, 同、环比均有所改善, 实现连续四个季度的改善。随着技术降本和供应链改革继续推进, 叠加海外业务快速进展带来的贡献, 公司二季度汽车毛利率环比也实现了 0.9 个百分点的提升。综合考虑公司下半年交付产品结构的变化和销量规模的提升以及持续的研发投入, 公司有望在下半年实现毛利率的稳定, 实现全年低中双位数的毛利率表现。
- 业绩会要点及展望: 1) 公司与大众的战略合作逐步深化, 2026 年起, 基于 CMP 和 MEB 平台的国产大众车型都会搭载双方联合开发的 EE 架构, 首款车型将在 24 个月内量产。2) 小鹏率先在 XNGP 上实现端到端大模型面向全量用户、在全国道路的应用及落地, 目标于 2025 年下半年提供接近 L3 的智驾体验。3) 小鹏进入海外布局加速发展期, 预计三季度出口销量贡献将超过 15%, 持续带动公司交付量上行。
- 估值: 我们采用分部加总法估值, 使用市销率进行估值, 分别给予小鹏 2024 年汽车销售和服务及其他收入 1.0x 和 4.6x 的市销率。我们得到小鹏汽车 (XPEV.US) 目标价为 8.5 美元, 对应目标市销率 1.4x。同时, 我们得到小鹏汽车-W (9868.HK) 目标价为 33.2 港元。
- 投资风险: 新能源汽车行业需求增长不及预期, 拖累销量增速; MONA 及主品牌新车型 P7+ 订单表现不及预期; 线下门店改革效果不及预期, 尤其低线城市渠道渗透进度未能提速; 海外扩张进展不及预期; 自动驾驶落地速度较慢, 与竞争对手体验差异不明显。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收	26,855	30,676	40,042	60,712	73,925
营收同比增速	28%	14%	31%	52%	22%
毛利率	11.5%	1.5%	13.0%	15.0%	17.0%
净利润 (损失)	(9,139)	(10,376)	(6,016)	(3,605)	1,746
净损失增速	88%	14%	(42%)	(40%)	NM
目标市销率(x)	1.9	1.7	1.4	0.9	0.8

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师  
tony\_shen@spdbi.com  
(852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师  
sia\_huang@spdbi.com  
(852) 2809 0355

2024 年 8 月 21 日

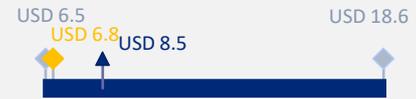
### 小鹏汽车 (XPEV.US)

买入

目标价 (美元)	8.5
潜在升幅/降幅	+26%
目前股价 (美元)	6.77
52 周内股价区间 (美元)	6.55-19.96
总市值 (百万美元)	6,422
近 90 日均成交额 (百万美元)	82.4

注: 股价截至 2024 年 8 月 20 日收盘

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 小鹏汽车-W (9868.HK)

买入

目标价 (港元)	33.2
潜在升幅/降幅	+23%
目前股价 (港元)	26.95
52 周内股价区间 (港元)	25.5-76.95
总市值 (百万港元)	51,128
近 90 日均成交额 (百万港元)	360.8

注: 股价截至 2024 年 8 月 21 日收盘

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>26,855</b>	<b>30,676</b>	<b>40,042</b>	<b>60,712</b>	<b>73,925</b>
营业成本	(23,767)	(30,225)	(34,838)	(51,617)	(61,322)
<b>毛利润</b>	<b>3,088</b>	<b>451</b>	<b>5,204</b>	<b>9,095</b>	<b>12,603</b>
<b>营业费用</b>	<b>(11,794)</b>	<b>(11,341)</b>	<b>(12,370)</b>	<b>(13,890)</b>	<b>(12,094)</b>
销售、行政及一般费用	(6,688)	(6,559)	(5,916)	(6,395)	(5,836)
研发费用	(5,215)	(5,277)	(6,999)	(7,495)	(6,259)
其他支出	109	495	545	-	-
<b>营业利润(损失)</b>	<b>(8,706)</b>	<b>(10,889)</b>	<b>(7,166)</b>	<b>(4,796)</b>	<b>508</b>
<b>营业外收支</b>	<b>(413)</b>	<b>496</b>	<b>1,140</b>	<b>1,191</b>	<b>1,238</b>
利息收入/(支出)净额	927	991	1,148	1,152	1,198
衍生工具负债之公允价值收益	(1,376)	(538)	(47)	-	-
其他收益-非经营	36	42	39	39	39
<b>除税前溢利</b>	<b>(9,118)</b>	<b>(10,394)</b>	<b>(6,026)</b>	<b>(3,605)</b>	<b>1,746</b>
所得税	(25)	(37)	10	-	-
<b>净利润</b>	<b>(9,139)</b>	<b>(10,376)</b>	<b>(6,016)</b>	<b>(3,605)</b>	<b>1,746</b>
归属普通股股东净利润	-	-	-	-	-
优先股赎回价值增值	-	-	-	-	-
优先股清偿视作股息	-	-	-	-	-
优先股修正视作股息	-	-	-	-	-
可赎回优先股清偿夹层权益重新分类为普通股视作股息	-	-	-	-	-
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>(9,139)</b>	<b>(10,376)</b>	<b>(6,016)</b>	<b>(3,605)</b>	<b>1,746</b>
基本股数(ADS,百万)	856	870	943	944	944
摊销股数(ADS,百万)	856	870	943	944	944
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>(10.67)</b>	<b>(11.92)</b>	<b>(6.38)</b>	<b>(3.82)</b>	<b>1.85</b>
<b>稀释每股收益(元)</b>	<b>(10.67)</b>	<b>(11.92)</b>	<b>(6.38)</b>	<b>(3.82)</b>	<b>1.85</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>(8,232)</b>	<b>956</b>	<b>(1,816)</b>	<b>5,576</b>	<b>8,154</b>
净利润	(9,139)	(10,376)	(6,016)	(3,605)	1,746
折旧及摊销	1,411	2,107	2,092	2,083	2,095
汇兑(收益)/损失	1,460	(97)	-	-	-
利息费用	(238)	(352)	1,148	1,152	1,198
其他营业活动现金流	211	845	-	-	-
<b>营运资金变动</b>	<b>(1,938)</b>	<b>8,829</b>	<b>961</b>	<b>5,946</b>	<b>3,115</b>
应收账款(增加)/减少	(1,225)	1,173	(1,404)	(3,098)	(1,980)
存货(增加)/减少	(2,476)	(2,359)	(843)	(3,068)	(1,774)
应付账款增加/(减少)	1,861	7,956	3,390	12,330	7,131
其他经营资金变动	(98)	2,059	(182)	(218)	(262)
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>4,846</b>	<b>631</b>	<b>(1,929)</b>	<b>(2,122)</b>	<b>(2,120)</b>
资本支出	(4,603)	(2,303)	(2,007)	(2,192)	(2,183)
取得或购买长期投资	(454)	(189)	-	-	-
银行存款增加	11,922	5,441	-	-	-
短期投资	1,626	524	78	70	63
其他	(3,645)	(2,843)	-	-	-
<b>融资活动产生的现金流量净额</b>	<b>6,004</b>	<b>8,015</b>	<b>5,000</b>	<b>5,000</b>	<b>5,000</b>
借款	6,006	2,996	5,000	5,000	5,000
发行股份	-	5,020	-	-	-
其他	(2)	-	-	-	-
外汇损益	462	(15)	-	-	-
现金流量净流量	3,079	9,588	1,255	8,454	11,034
期初现金及现金等价物	11,635	14,714	24,302	25,557	34,011
期末现金及现金等价物	14,714	24,302	25,557	34,011	45,045

### 资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>货币资金</b>	<b>29,636</b>	<b>34,059</b>	<b>35,314</b>	<b>43,768</b>	<b>54,802</b>
短期投资	1,262	781	703	633	570
应收账款	3,873	4,598	6,002	9,100	11,080
存货	4,521	5,526	6,370	9,437	11,212
其他流动资产	4,235	9,557	11,469	13,762	16,515
<b>流动资产合计</b>	<b>43,527</b>	<b>54,522</b>	<b>59,857</b>	<b>76,701</b>	<b>94,179</b>
固定资产-物业、厂房及设备	10,607	10,954	10,908	10,967	11,016
资产使用权-非流动资产	1,955	1,456	1,450	1,458	1,464
土地使用权	2,748	2,789	2,778	2,793	2,805
无形资产	1,043	4,949	4,928	4,955	4,977
长期投资	2,295	2,085	2,085	2,085	2,085
其他非流动资产	9,316	7,407	7,407	7,407	7,407
<b>资产合计</b>	<b>71,491</b>	<b>84,163</b>	<b>89,413</b>	<b>106,365</b>	<b>123,932</b>
短期借款	3,181	5,253	5,753	6,253	6,753
应付账款	14,223	22,210	25,600	37,930	45,062
其他流动负债	6,711	8,648	10,378	12,453	14,944
<b>流动负债合计</b>	<b>24,115</b>	<b>36,112</b>	<b>41,731</b>	<b>56,636</b>	<b>66,759</b>
长期借款	4,613	5,651	10,151	14,651	19,151
其他非流动负债	5,852	6,072	6,072	6,072	6,072
<b>负债合计</b>	<b>34,580</b>	<b>47,834</b>	<b>57,953</b>	<b>77,359</b>	<b>91,981</b>
<b>夹层权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
普通股	7	60	60	60	60
留存收益	(25,331)	(35,760)	(40,629)	(43,082)	(40,138)
其他综合收益	1,544	1,831	1,831	1,831	1,831
储备	60,691	70,198	70,198	70,198	70,198
<b>股东权益合计</b>	<b>36,911</b>	<b>36,329</b>	<b>31,460</b>	<b>29,007</b>	<b>31,951</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>71,491</b>	<b>84,163</b>	<b>89,413</b>	<b>106,365</b>	<b>123,932</b>

### 主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营运指标增速</b>					
营业收入增速	28%	14%	31%	52%	22%
毛利润增速	18%	(85%)	1054%	75%	39%
营业利润增速	32%	25%	(34%)	(33%)	NM
净利润增速	88%	14%	(42%)	(40%)	NM
<b>盈利能力</b>					
净资产收益率	(24.8%)	(28.6%)	(19.1%)	(12.4%)	5.5%
总资产报酬率	(12.8%)	(12.3%)	(6.7%)	(3.4%)	1.4%
投入资本回报率	(19.8%)	(22.4%)	(11.7%)	(5.6%)	5.8%
<b>利润率</b>					
毛利率	11.5%	1.5%	13.0%	15.0%	17.0%
营业利润率	(32.4%)	(35.5%)	(17.9%)	(7.9%)	0.7%
净利润率	(34.0%)	(33.8%)	(15.0%)	(5.9%)	2.4%
<b>营运能力</b>					
<b>现金循环周期</b>					
应收账款周转天数	44	50	48	45	50
存货周转天数	55	61	62	56	61
应付账款周转天数	204	220	250	225	247
净债务(净现金)	(21,842)	(23,155)	(19,410)	(22,864)	(28,898)
自由现金流	(5,301)	2,511	192	7,768	10,337

E=浦银国际预测; ADS: American Depositary Shares, 美国存托股份或美国存托凭证

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

## ● 业绩回顾及预测调整

图表 2: 小鹏汽车 2Q24 业绩详情

人民币百万	2Q24	2Q23	同比	1Q24	环比
营业收入	8,111	5,063	60%	6,548	24%
毛利润	1,136	(197)	NM	844	35%
营业利润 (损失)	(1,609)	(3,090)	(48%)	(1,646)	(2%)
净利润 (损失)	(1,285)	(2,805)	(54%)	(1,368)	(6%)
基本每股收益 (人民币)	(1.36)	(3.25)	(58%)	(1.45)	(6%)

利润率	2Q24	2Q23	百分点	1Q24	百分点
毛利率	14.0%	(3.9%)	17.9	12.9%	1.1
营业费用率	33.8%	57.1%	(23.3)	38.0%	(4.2)
营业利润率	(19.8%)	(61.0%)	41.2	(25.1%)	5.3
净利率	(15.8%)	(55.4%)	39.6	(20.9%)	5.1

收入 人民币百万	2Q24	2Q23	同比	1Q24	环比
汽车销售	6,819	4,425	54%	5,544	23%
软件服务与其他	1,293	638	103%	1,004	29%
<b>总收入</b>	<b>8,111</b>	<b>5,063</b>	<b>60%</b>	<b>6,548</b>	<b>24%</b>

毛利率	2Q24	2Q23	百分点	1Q24	百分点
汽车销售	6.4%	(8.6%)	15.0	5.5%	0.9
软件服务与其他	54.3%	28.6%	25.6	53.9%	0.3
<b>综合毛利率</b>	<b>14.0%</b>	<b>(3.9%)</b>	<b>17.9</b>	<b>12.9%</b>	<b>1.1</b>

汽车销售	2Q24	2Q23	同比	1Q24	环比
<b>汽车销量</b>	<b>30,207</b>	<b>23,205</b>	<b>30%</b>	<b>21,821</b>	<b>38%</b>
汽车均价 (人民币)	225,738	190,672	18%	254,085	(11%)
<b>汽车收入 (人民币百万)</b>	<b>6,819</b>	<b>4,425</b>	<b>54%</b>	<b>5,544</b>	<b>23%</b>

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 3：小鹏汽车财务预测：新预测 vs 前预测

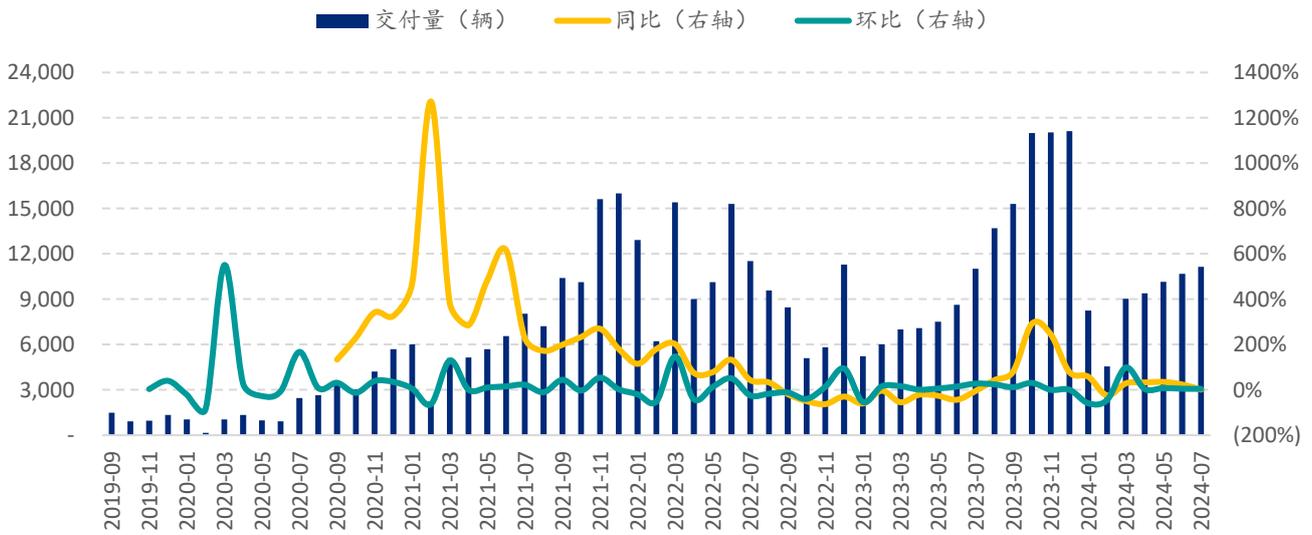
人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	40,042	40,511	(1%)	60,712	60,510	0%	73,925	74,647	(1%)
毛利润	5,204	5,112	2%	9,095	9,190	(1%)	12,603	14,029	(10%)
经营利润 (损失)	(7,166)	(7,346)	(2%)	(4,796)	(4,900)	(2%)	508	1,501	(66%)
净利润 (损失)	(6,016)	(6,092)	(1%)	(3,605)	(3,535)	2%	1,746	2,920	(40%)
基本每股收益 (元)	(6.38)	(6.46)	(1%)	(3.82)	(3.75)	2%	1.85	3.10	(40%)

利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	13.0%	12.6%	0.4	15.0%	15.2%	(0.2)	17.0%	18.8%	(1.7)
营业费用率	30.9%	30.8%	0.1	22.9%	23.3%	(0.4)	16.4%	16.8%	(0.4)
营业利润率	(17.9%)	(18.1%)	0.2	(7.9%)	(8.1%)	0.2	0.7%	2.0%	(1.3)
净利率	(15.0%)	(15.0%)	0.0	(5.9%)	(5.8%)	(0.1)	2.4%	3.9%	(1.5)

资料来源：浦银国际预测

图表 4：小鹏汽车月度销量：7月交付 11,145 辆，同比增长 1%，环比增长 4%



资料来源：公司公告、浦银国际

## ● 分部加总估值

图表 5: 小鹏分部加总估值法 (2024 年)

人民币百万	收入	收入增速	市销率	估值
汽车销售	34,721	24%	1.0	32,985
服务及其他	5,321	100%	4.6	24,476
<b>合计</b>	<b>40,042</b>	<b>31%</b>	<b>1.4</b>	<b>57,461</b>
股数 (百万)				1,885
目标价 (人民币)				30.5
美元/人民币				7.1345
<b>目标价 (美元)</b>				<b>8.5</b>
港元/人民币				0.9177
<b>目标价 (港元)</b>				<b>33.2</b>

资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 小鹏汽车 (XPEV.US) 历史市销率: 上市以来均值 4.7x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7：浦银国际目标价：小鹏汽车 (XPEV.US)



注：截至 2024 年 8 月 20 日收盘价；  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：浦银国际目标价：小鹏汽车-W (9868.HK)



注：截至 2024 年 8 月 21 日收盘价；  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

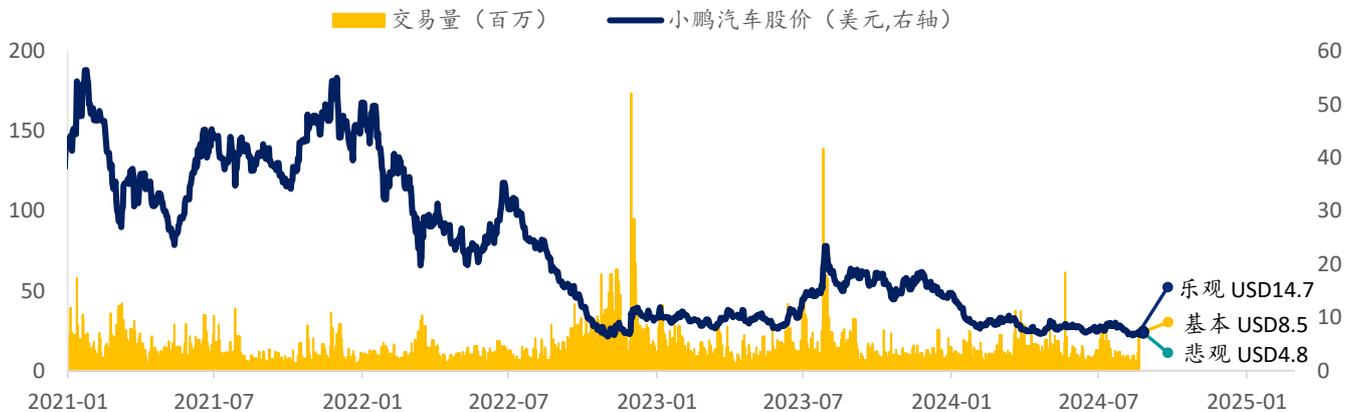
## ● SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 小鹏汽车 (XPEV.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 小鹏汽车 (XPEV.US) SPDBI 情景假设



### 乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 14.7 美元 (概率: 15%)

- 中国及海外新能源乘用车, 市场需求增速高于预期, 强力推动小鹏汽车销量;
- MONA 及 P7+等新车型发布后, 订单增速快于预期, 推动汽车平均售价和毛利率提升;
- 线下门店效率提升, 带动新增订单量提升;
- AI 及自动驾驶研发进展较快。

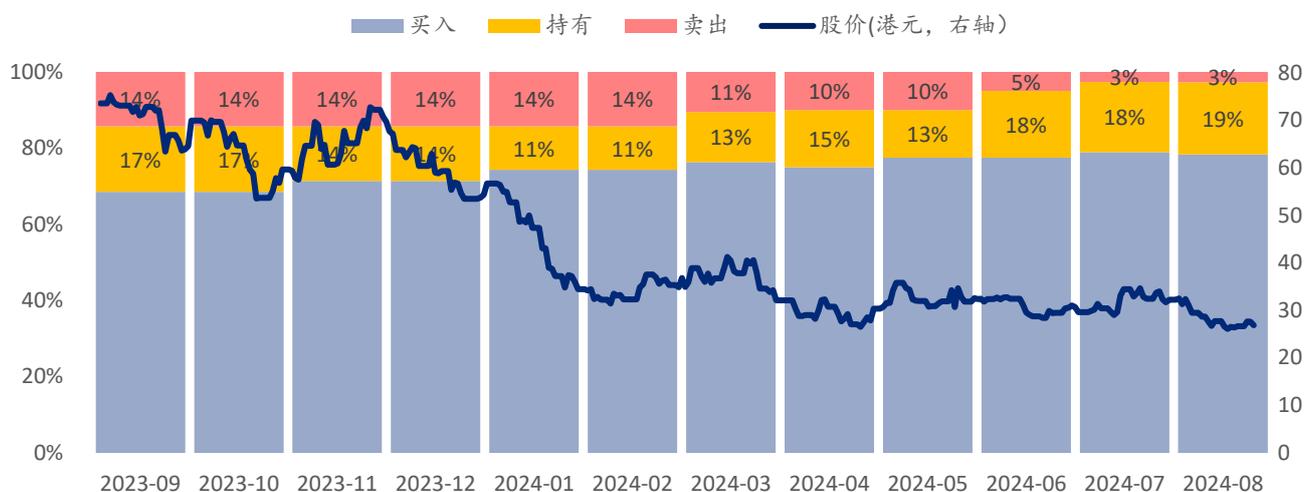
### 悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 4.8 美元 (概率: 15%)

- 新能源汽车行业需求波动, 拖累销量增速;
- MONA 及 P7+等新车型发布后, 订单增长不及预期, 无法拉动销量增长及毛利改善;
- 海外扩张进展不及预期, 未能有效带动汽车销量;
- AI 及自动驾驶落地速度较慢。

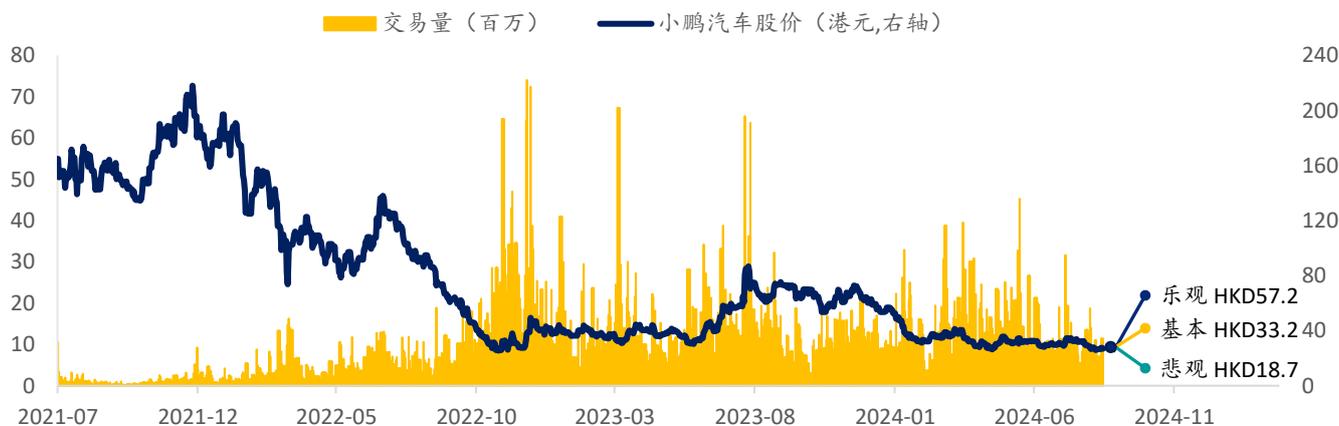
资料来源: 浦银国际预测

图表 11: 小鹏汽车-W (9868.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 小鹏汽车-W (9868.HK) SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司收入增长好于预期**

目标价: 57.2 港元 (概率: 15%)

- 中国及海外新能源乘用车, 市场需求增速高于预期, 强力推动小鹏汽车销量;
- MONA 及 P7+等新车型发布后, 订单增速快于预期, 推动汽车平均售价和毛利率提升;
- 线下门店效率提升, 带动新增订单量提升;
- AI 及自动驾驶研发进展较快。

**悲观情景: 公司收入增长不及预期**

目标价: 18.7 港元 (概率: 15%)

- 新能源汽车行业需求波动, 拖累销量增速;
- MONA 及 P7+等新车型发布后, 订单增长不及预期, 无法拉动销量增长及毛利改善;
- 海外扩张进展不及预期, 未能有效带动汽车销量;
- AI 及自动驾驶落地速度较慢。

资料来源: 浦银国际预测

图表 13: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	17.5	买入	23.6	2024/5/13	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	82.5	买入	179.4	2024/2/26	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	30.0	买入	36.7	2024/3/1	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	26.0	买入	37.1	2024/5/14	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	37.4	买入	34.5	2023/10/24	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	17.4	买入	18.6	2024/6/7	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	29.9	买入	28.8	2024/3/25	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	49.3	买入	57.0	2024/7/22	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	5.0	买入	5.1	2024/8/13	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	93.0	买入	108.4	2024/8/20	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	3.9	买入	5.9	2024/6/7	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	31.1	买入	48.5	2024/6/7	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	6.8	买入	8.5	2024/8/21	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	27.0	买入	33.2	2024/8/21	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	20.3	买入	24.5	2024/6/7	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	81.0	买入	95.6	2024/6/7	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	21.0	买入	28.5	2024/8/16	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	221.1	持有	210.8	2024/7/24	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	225.2	买入	232.2	2024/3/28	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	241.0	买入	248.4	2024/3/28	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	16.6	买入	19.3	2024/8/12	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	47.8	买入	56.7	2024/8/12	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	17.1	买入	23.3	2024/8/9	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	29.9	买入	43.7	2024/8/9	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	958.0	买入	1,167.7	2024/7/26	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	172.0	买入	197.6	2024/7/26	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	34.6	买入	64.9	2023/9/20	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	19.1	买入	30.5	2023/9/20	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	36.9	买入	43.4	2023/10/25	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	55.1	买入	53.4	2023/10/27	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	31.5	买入	38.7	2023/10/27	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	78.0	买入	230.6	2023/9/20	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	28.4	买入	38.7	2024/8/14	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	12.8	买入	67.1	2023/9/20	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	127.3	买入	147.6	2024/7/2	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	172.1	买入	240.7	2024/8/5	AI 芯片

注: A 股、港股、台股截至 2024 年 8 月 21 日收盘价, 美股截至 2024 年 8 月 20 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

#### 杨增希

essie\_yang@spdbi.com  
852-2808 6469

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com  
852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited  
网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

