



蔚来 (NIO.US/9866.HK): 汽车毛利率稳步提升, 新品牌贡献销量增长

我们重申蔚来的“买入”评级, 下调蔚来 (NIO.US)/蔚来-SW (9866.HK) 目标价至 5.5 美元/42.6 港元, 对应潜在升幅 18%/17%。

- 重申蔚来“买入”评级:** 首先, 蔚来在明年会进入到新产品销售的大年。其中, 第二品牌乐道 (ONVO), 在 L60 之外, 还有两款新的 SUV, 布局家庭用户需求市场; 第三品牌萤火虫 (Firefly) 的产品将在明年上半年开启交付。新品牌在丰富产品矩阵的同时带来更广的价格带覆盖。其次, 蔚来注重主品牌 NIO 的高端品牌定位, 在 10 月回收部分促销力度以提升利润率。我们预期 NIO 品牌整车毛利率将在明年持续提升。最后, 明年公司经营性杠杆将逐季体现, 营业亏损和净亏损持续收窄。蔚来当前市销率为 0.7x, 估值具备吸引力, 重申“买入”评级。
- 汽车业务毛利率稳步提升:** 在今年三季度, 蔚来汽车毛利率达到 13.1%, 同比增长 2 个百分点, 环比增长 0.9 个百分点, 优于我们预期, 主要得益于零部件成本持续优化以及销量提升带来的工厂制造效率提升。在促销收紧和供应链优化的推动下, 蔚来四季度毛利率有望继续改善。公司三季度费用率同比增长, 环比略微下降。乐道品牌处于渠道建设初期, 费用投入在收入端的回报将快速兑现。公司预期费用率将在明年逐季下降。蔚来三季度的营业亏损和净亏损环比大体持平。根据三季度业绩及展望, 我们调整 2024 年、2025 年的收入和利润预测。
- 业绩会要点及展望:** 1) 公司目标明年汽车销量翻倍成长。其中, 乐道 L60 的产能将在明年 3 月爬坡至 2 万辆/月。2) 主品牌 NIO 的毛利率目标在今年四季度达到 15%, 明年逐步提升至 20%。乐道品牌毛利率基准目标为 10%。3) 公司预期今明两年资本支出大体稳定在人民币 80 亿元水平。4) 随着明年乐道销量提升, 公司费用率有望逐季下降。
- 估值:** 我们采用分部加总法对蔚来估值, 对蔚来 2025 年汽车销售和其他销售均给予 0.8x 市销率。我们得到蔚来美股目标价 5.5 美元, 对应目标市销率 0.8x。同时得到其港股目标价为 42.6 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; 乐道新车型交付表现不及预期; 新品牌新车型上市和交付慢于计划; 低线城市销售渠道扩张以及换电站铺设不及预期; 行业竞争加剧, 价格压力增加, 拖累利润表现; 自动驾驶落地速度较慢。

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	49,269	55,618	66,113	101,997	127,906
营收同比增速	36%	13%	19%	54%	25%
毛利率	10.4%	5.5%	9.6%	11.2%	13.5%
净利润 (亏损)	(14,559)	(21,147)	(20,638)	(16,892)	(10,440)
净利润 (亏损) 增速	38%	45%	(2%)	(18%)	(38%)
目标市销率 (x)	1.3	1.1	1.2	0.8	0.6

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 11 月 21 日

蔚来 (NIO.US)

买入

目标价 (美元)	5.5
潜在升幅/降幅	+18%
目前股价 (美元)	4.65
52 周内股价区间 (美元)	3.61-9.57
总市值 (百万美元)	9,705
近 90 日均成交额 (百万美元)	392.5

注: 股价截至 2024 年 11 月 20 日收盘

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

蔚来-SW (9866.HK)

买入

目标价 (港元)	42.6
潜在升幅/降幅	+17%
目前股价 (港元)	36.40
52 周内股价区间 (港元)	28.6-74.2
总市值 (百万港元)	76,490
近 90 日均成交额 (百万港元)	253.7

注: 股价截至 2024 年 11 月 20 日收盘

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
营业收入	49,269	55,618	66,113	101,997	127,906
销货成本	(44,125)	(52,566)	(59,775)	(90,611)	(110,638)
毛利润	5,144	3,052	6,338	11,387	17,268
经营支出	(20,785)	(25,707)	(27,306)	(29,326)	(28,854)
销售费用	(10,537)	(12,885)	(14,595)	(16,774)	(15,916)
研发费用	(10,836)	(13,431)	(13,133)	(13,282)	(13,667)
营业利润 (亏损)	(15,641)	(22,655)	(20,968)	(17,939)	(11,586)
非经营收入	1,259	2,196	975	1,419	1,349
财务费用	1,026	1,806	563	245	128
其他	233	390	412	1,174	1,222
税前利润 (亏损)	(14,382)	(20,459)	(19,993)	(16,520)	(10,237)
税务费用	(55)	(261)	(263)	(243)	(76)
税后利润 (亏损) 含少数股东权益	(14,437)	(20,720)	(20,256)	(16,764)	(10,312)
少数股东权益	(157)	124	128	128	128
净利润 (亏损)	(14,559)	(21,147)	(20,638)	(16,892)	(10,440)
基本股数 (百万)	1,637	1,637	2,044	2,044	2,044
摊流通股数 (百万)	1,637	1,637	2,044	2,044	2,044
基本每股收益 (元)	(8.89)	(12.92)	(10.10)	(8.26)	(5.11)
摊薄每股收益 (元)	(8.89)	(12.92)	(10.10)	(8.26)	(5.11)

资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	19,888	32,935	20,949	25,779	28,902
受限制资金	3,154	5,542	5,542	5,542	5,542
短期投资	19,171	16,810	15,970	15,171	14,413
应收账款和应收票据	5,118	4,658	4,983	6,919	7,809
存货	8,191	5,278	5,281	7,045	7,570
其他流动负债	3,627	5,157	3,552	3,704	2,793
流动资产合计	59,150	70,380	56,277	64,160	67,028
物业、厂房及设备	15,659	24,847	29,095	34,019	39,502
无形资产	-	30	30	30	30
其他非流动资产	15,099	16,639	16,639	16,639	16,639
总资产	96,264	117,383	108,077	121,488	130,502
短期借贷	5,277	9,821	12,277	15,346	19,183
应付账款和应付票据	25,224	29,766	33,848	51,309	62,650
其他流动负债	15,351	18,210	18,005	27,777	32,055
流动负债合计	45,852	57,798	64,130	94,432	113,888
长期借款	10,886	13,043	18,043	18,043	18,043
其他非流动负债	11,879	16,946	16,946	16,946	16,946
总负债	68,617	87,787	99,119	129,422	148,877
股本	94,593	117,717	117,717	117,717	117,717
储备	(68,878)	(90,325)	(110,963)	(127,855)	(138,295)
少数股东权益	221	189	189	189	189
其他	(1,850)	(1,850)	(1,850)	(1,850)	(1,850)
股东权益总额	27,647	29,596	8,958	(7,934)	(18,374)
总负债和股东权益	96,264	117,383	108,077	121,488	130,502

现金流量表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	(3,866)	(1,382)	(11,733)	9,566	7,192
税后利润 (亏损) 含少数股东权益	(14,437)	(20,720)	(20,256)	(16,764)	(10,312)
折旧	2,852	3,378	3,752	3,075	2,517
其他营业活动现金流	(2,275)	6,714	(382)	(128)	(128)
营运资金变动	9,993	9,246	5,153	23,382	15,115
应收账款减少 (增加)	(2,320)	461	(325)	(1,936)	(890)
库存减少 (增加)	(6,135)	2,914	(4)	(1,764)	(525)
应付账款增加 (减少)	12,585	4,542	4,082	17,461	11,341
其他经营资金变动	5,864	1,329	1,400	9,621	5,189
投资活动现金流	10,385	(10,885)	(7,708)	(7,805)	(7,905)
资本支出	(6,973)	(14,341)	(8,000)	(8,000)	(8,000)
取得或购买长期投资	(279)	(422)	(549)	(604)	(664)
银行存款增加	-	-	-	-	-
短期投资	19,027	3,854	841	798	759
其他	(1,390)	23	-	-	-
融资活动现金流	(1,616)	27,663	7,455	3,069	3,837
借款	(1,632)	1,918	2,455	3,069	3,837
发行股份	-	20,962	-	-	-
发行债券	-	8,121	-	-	-
其他	15	(3,339)	5,000	-	-
外汇损益	(122)	70	-	-	-
现金及现金等价物净流量	4,781	15,466	(11,986)	4,830	3,123
期初现金及现金等价物	18,375	23,155	32,935	20,949	25,779
期末现金及现金等价物	23,155	38,622	20,949	25,779	28,902

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营运指标增速					
营业收入增速	36%	13%	19%	54%	25%
毛利润增速	(25%)	(41%)	108%	80%	52%
营业利润 (亏损) 增速	248%	45%	(7%)	(14%)	(35%)
净利润 (亏损) 增速	38%	45%	(2%)	(18%)	(38%)
盈利能力					
净资产收益率	(44%)	(74%)	(107%)	(3299%)	79%
总资产报酬率	(16%)	(20%)	(18%)	(15%)	(8%)
投入资本回报率	(36%)	(44%)	(54%)	(71%)	(62%)
利润率					
毛利率	10%	5%	10%	11%	14%
营业利润率	(32%)	(41%)	(32%)	(18%)	(9%)
净利润率	(30%)	(38%)	(31%)	(17%)	(8%)
营运能力					
现金循环周期	(85)	(112)	(135)	(125)	(143)
应收账款周转天数	29	32	27	21	21
存货周转天数	42	47	32	25	24
应付账款周转天数	157	191	194	172	188
净债务 (净现金)	(6,879)	(15,613)	3,828	2,068	2,781
自由现金流	(9,768)	(24,372)	(20,063)	518	(1,954)

E=浦银国际预测

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: 蔚来 3Q24 业绩详情

人民币百万	3Q24	3Q23	同比	2Q24	环比
营业收入	18,674	19,067	(2%)	17,446	7%
毛利润	2,007	1,523	32%	1,689	19%
营业利润(亏损)	(5,238)	(4,844)	8%	(5,209)	1%
净利润(亏损)	(5,142)	(4,629)	11%	(5,126)	0%
基本每股收益(人民币)	(2.50)	(2.67)	(6%)	(2.50)	0%

利润率	3Q24	3Q23	百分点	2Q24	百分点
毛利率	10.7%	8.0%	2.8	9.7%	1.1
营业费用率	38.8%	33.4%	5.4	39.5%	(0.7)
营业利润率	(28.0%)	(25.4%)	(2.6)	(29.9%)	1.8
净利率	(27.5%)	(24.3%)	(3.3)	(29.4%)	1.8

人民币百万	3Q24	3Q23	同比	2Q24	环比
汽车	16,698	17,409	(4%)	15,680	6%
其他	1,976	1,658	19%	1,766	12%
总收入	18,674	19,067	(2%)	17,446	7%

毛利率	3Q24	3Q23	百分点	2Q24	百分点
汽车	13.1%	11.0%	2.0	12.2%	0.9
其他	(8.8%)	(23.8%)	15.0	(12.3%)	3.5
综合毛利率	10.7%	8.0%	2.8	9.7%	1.1

汽车销售	3Q24	3Q23	同比	2Q24	环比
汽车销量(辆)	61,855	55,432	12%	57,373	8%
汽车均价(人民币)	269,947	314,058	(14%)	273,293	(1%)
汽车收入(人民币百万)	16,698	17,409	(4%)	15,680	6%

资料来源: 公司公告、浦银国际

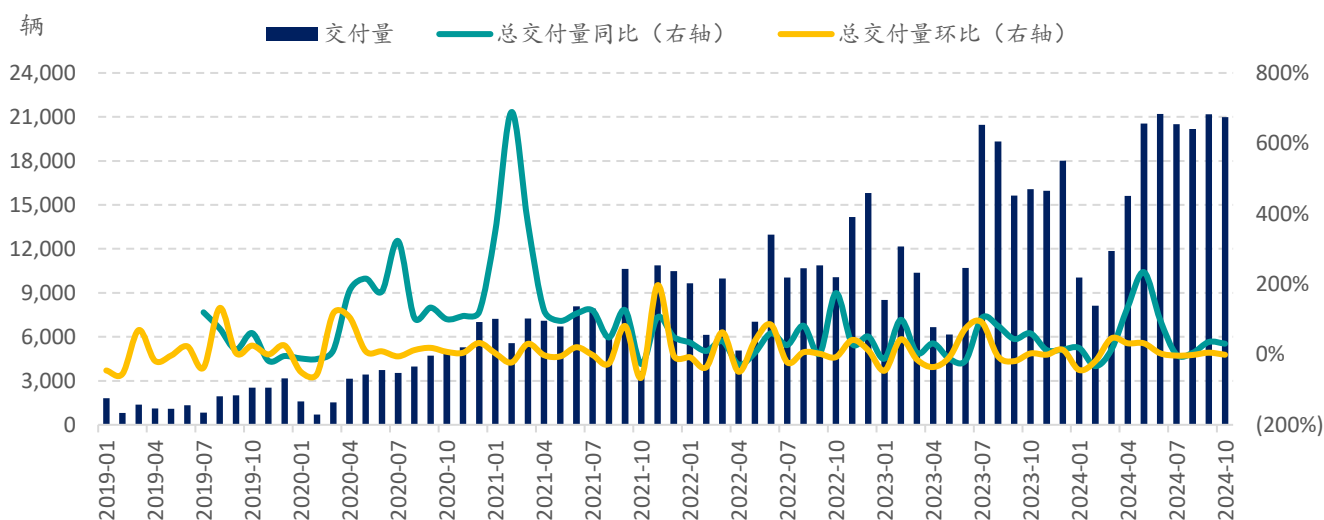
图表 3：蔚来财务预测：新预测 vs 前预测

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	66,113	70,575	(6%)	101,997	108,950	(6%)	127,906	133,560	(4%)
毛利润	6,338	6,899	(8%)	11,387	14,293	(20%)	17,268	19,252	(10%)
营业利润 (亏损)	(20,968)	(20,688)	1%	(17,939)	(14,283)	26%	(11,586)	(9,268)	25%
净利润 (亏损)	(20,638)	(20,142)	2%	(16,892)	(12,996)	30%	(10,440)	(8,036)	30%
基本每股收益 (元)	(10.10)	(9.85)	2%	(8.26)	(6.36)	30%	(5.11)	(3.93)	30%

利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	9.6%	9.8%	(0.2)	11.2%	13.1%	(2.0)	13.5%	14.4%	(0.9)
营业费用率	41.3%	39.1%	2.2	28.8%	26.2%	2.5	22.6%	21.4%	1.2
营业利润率	(31.7%)	(29.3%)	(2.4)	(17.6%)	(13.1%)	(4.5)	(9.1%)	(6.9%)	(2.1)
净利率	(31.2%)	(28.5%)	(2.7)	(16.6%)	(11.9%)	(4.6)	(8.2%)	(6.0%)	(2.1)

资料来源：浦银国际预测

图表 4：蔚来月度销量：10月交付 20,976 辆，同比增长 30%，环比下降 1%



资料来源：公司公告、浦银国际

● 分部加总估值

图表 5: 蔚来分部加总估值法 (2025 年)

人民币百万	收入	收入增速	市销率	估值
汽车销售	90,878	55%	0.8	70,885
其他销售	11,119	51%	0.8	8,895
合计	101,997	54%	0.8	79,780
股数 (百万)				2,044
目标价 (人民币)				39
美元/人民币				7.1261
目标价 (美元)				5.5
港元/人民币				0.9159
目标价 (港元)				42.6

资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 蔚来 (NIO.US) 历史市销率: 上市以来均值 3.8x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7：浦银国际目标价：蔚来（NIO.US）



注：截至 2024 年 11 月 20 日收盘价；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

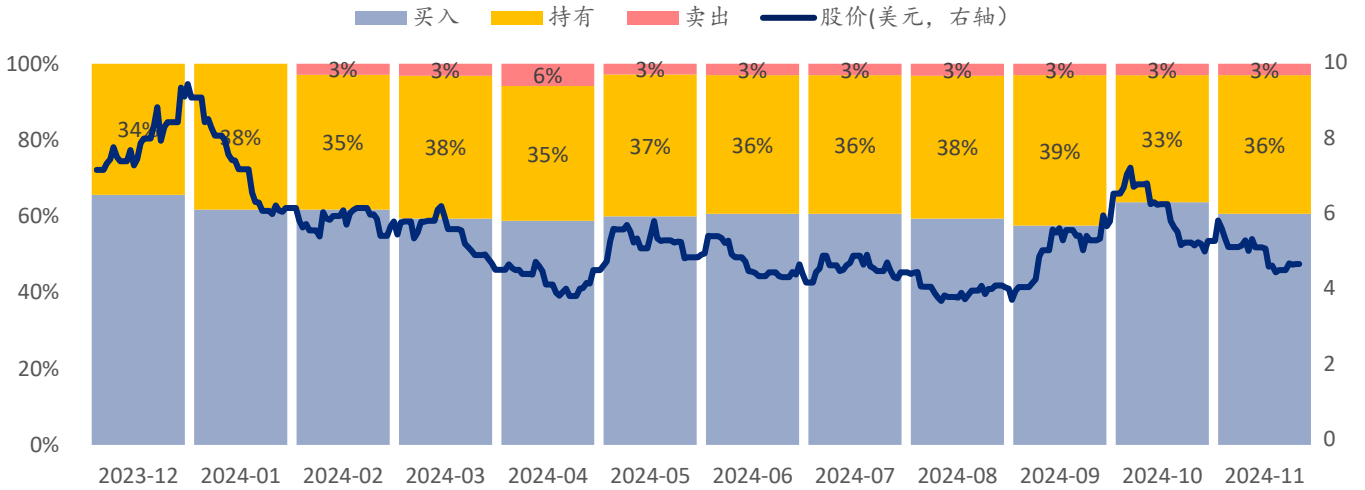
图表 8：浦银国际目标价：蔚来-SW（9866.HK）



注：截至 2024 年 11 月 20 日收盘价；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

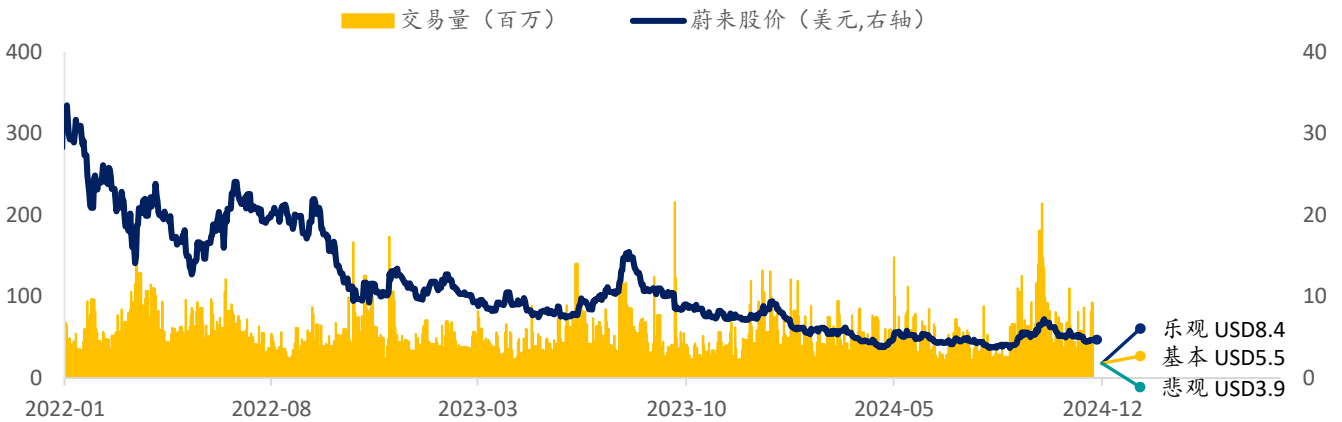
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 蔚来 (NIO.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 蔚来 (NIO.US) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 8.4 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, 推动蔚来汽车销量快速提升;
- L60 及乐道其他新车型交付量表现好于预期, 提振规模效应带来毛利率恢复;
- 低线城市销售渠道扩张及换电站铺设进展好于预期, 转化订单能力好于预期;
- 换电站业务日服务单量持续提升, 盈亏平衡。

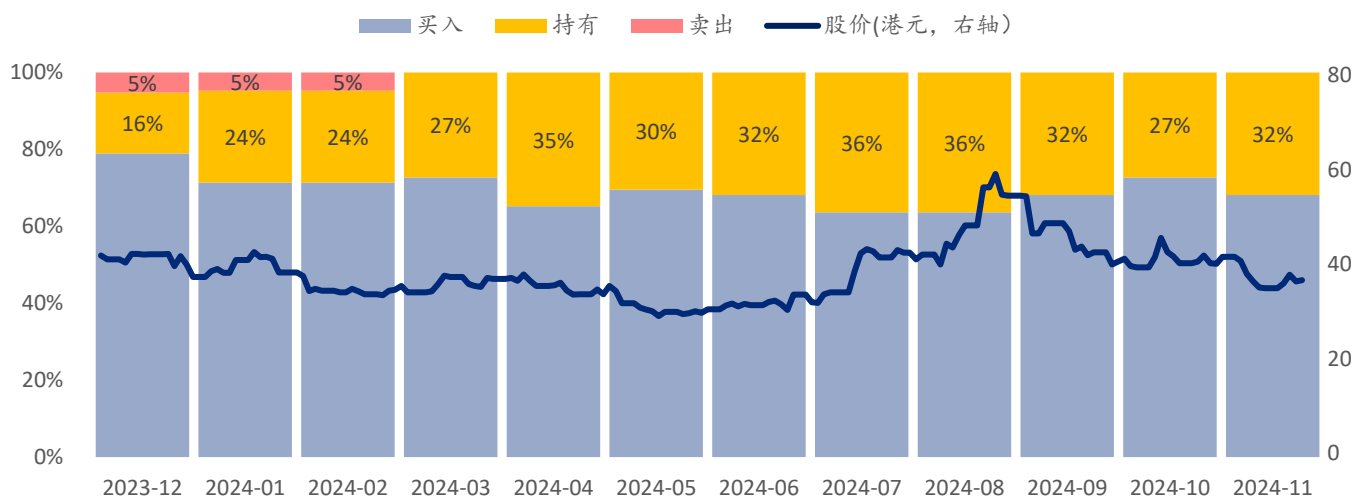
悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 3.9 美元 (概率: 15%)

- 新能源汽车行业需求波动, 拖累销量增速;
- L60 订单增长表现不及预期, 无法拉动销量增长, 或 L60 订单蚕食 NIO 主品牌销量份额;
- 新品牌、新车型上市和交付慢于预期;
- 行业竞争加剧, 价格压力增加, 拖累利润表现;
- 低线城市销售渠道以及换电站铺设低于预期;
- 自动驾驶落地较慢, 与竞争对手体验差异不明显。

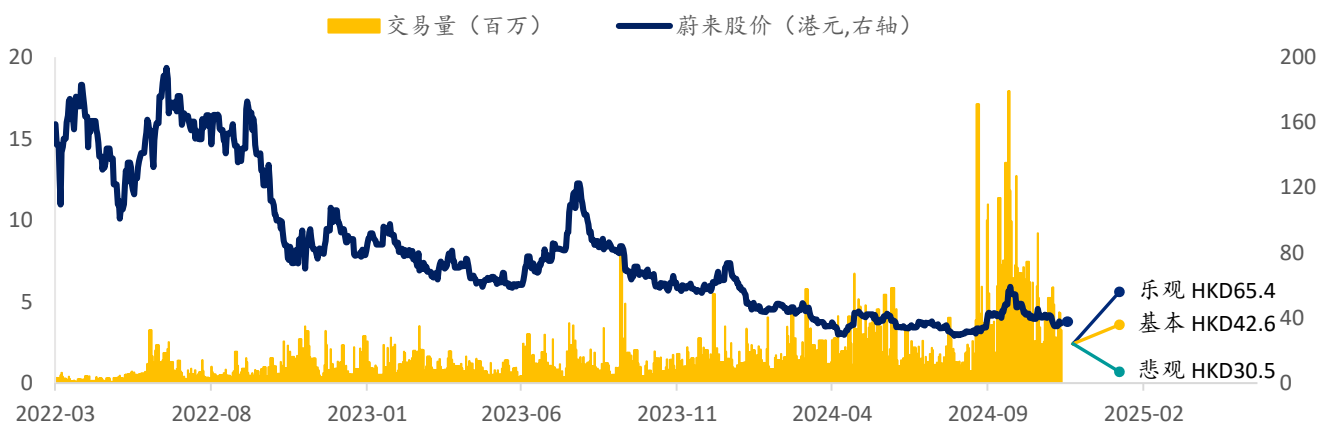
资料来源: 浦银国际预测

图表 11: 蔚来-SW (9866.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 蔚来-SW (9866.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 65.4 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, 推动蔚来汽车销量快速提升;
- L60 及乐道其他新车型交付量表现好于预期, 提振规模效应带来毛利率恢复;
- 低线城市销售渠道扩张及换电站铺设进展好于预期, 转化订单能力好于预期;
- 换电站业务日服务单量持续提升, 盈亏平衡。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 30.5 港元 (概率: 15%)

- 新能源汽车行业需求波动, 拖累销量增速;
- L60 订单增长表现不及预期, 无法拉动销量增长, 或 L60 订单蚕食 NIO 主品牌销量份额;
- 新品牌、新车型上市和交付慢于预期;
- 行业竞争加剧, 价格压力增加, 拖累利润表现;
- 低线城市销售渠道以及换电站铺设低于预期;
- 自动驾驶落地较慢, 与竞争对手体验差异不明显。

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	28.0	买入	23.6	2024/8/26	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	93.3	买入	179.4	2024/2/26	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	229.0	买入	264.9	2024/10/10	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	31.3	买入	34.2	2024/9/2	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	42.8	买入	41.6	2024/10/28	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	38.6	买入	46.1	2024/8/26	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	21.3	买入	26.6	2024/10/21	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	31.5	买入	28.8	2024/3/25	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	57.3	买入	57.0	2024/8/26	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	5.3	买入	5.1	2024/8/13	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	105.9	买入	130.8	2024/10/28	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	4.7	买入	5.5	2024/11/21	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	36.4	买入	42.6	2024/11/21	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	12.6	买入	15.2	2024/11/20	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	50.4	买入	59.3	2024/11/20	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	22.8	买入	30.8	2024/11/4	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	90.2	买入	120.0	2024/11/4	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	30.1	买入	43.2	2024/11/12	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	342.0	持有	210.8	2024/10/24	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	265.4	买入	335.0	2024/11/4	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	288.5	买入	357.7	2024/11/4	新能源汽车
MBLY US Equity	Mobileye	16.9	买入	16.2	2024/11/1	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	26.9	买入	32.6	2024/11/8	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	93.3	买入	117.0	2024/11/8	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	21.2	买入	27.7	2024/11/8	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	48.2	买入	55.2	2024/11/8	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	1,025.0	买入	1,273.5	2024/10/22	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	188.4	买入	228.8	2024/10/22	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	53.0	买入	56.4	2024/10/17	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	29.3	买入	30.5	2023/9/20	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	46.9	买入	43.4	2024/8/26	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	48.9	买入	53.4	2024/10/31	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	28.6	买入	38.7	2024/10/31	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	102.1	买入	112.4	2024/10/30	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	35.7	买入	38.7	2024/8/14	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	20.6	买入	67.1	2023/9/20	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	145.9	买入	147.6	2024/8/30	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	154.3	买入	240.7	2024/8/5	AI 芯片

注: 截至 2024 年 11 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经授权的行为。

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人士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人士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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

