

台积电 (2330.TT/TSM.US): 维持 2025 年收入指引

基本维持台积电 2025、2026 年盈利预测，并下调台积电 (2330.TT) 目标价至 1,046.6 新台币，潜在升幅 24%，下调台积电 (TSM.US) 目标价至 188.4 美元，潜在升幅 24%，均维持“买入”评级。

- 重申台积电的“买入”评级：台积电依然是我们覆盖的 AI 芯片领域的首选标的，充分受益 AI 算力需求的大幅成长。在全球贸易环境变化及预期波动较大的情况下，台积电一季度业绩以及二季度指引仍然超出我们和市场预期。我们大体维持 2025、2026 年盈利预测，预测数字已经反映了今年下半年潜在的风险和不确定性。当前台积电台股市盈率和 EBITDA 分别为 8.2x 和 14.0x，估值具备吸引力。
- 台积电一季度业绩略优于市场预期，二季度指引大幅优于市场预期：台积电一季度收入为 8,393 亿新台币，同比增长 42%，环比下降 3%，略微高于指引中位数及市场预期。虽然受到智能手机季节性因素和地震的影响，但是 AI 的需求仍然带动收入表现强劲。公司指引二季度美元计收入指引中位数同比增长 38%，环比增长 13%，比市场一致预期高 7%。台积电一季度毛利率达 58.8%，同比增长 5.7 个百分点，环比下降 0.2 个百分点，位于此前指引区间上限，高于市场一致预期。公司指引二季度毛利率中位数 58%，大体符合我们和市场的预期，环比下降主要受到亚利桑那晶圆厂对于毛利率的稀释影响。在费用/费用率相对稳定的情况下，公司一季度的净利润为 3,616 亿新台币，同比增长 60%，环比下降 4%，略高于市场一致预期。
- 业绩会要点及展望：1) 公司对今年收入增速（约 25%）以及 AI 收入指引（翻倍）均与此前一致。2) 公司预计海外晶圆厂将带来 2-3 个百分点的利润率稀释，并在未来五年扩大到 3-4 个百分点。3) 公司维持今年资本开支（380 亿至 420 亿美元）计划不变。4) 公司计划在美国亚利桑那额外投资 1,000 亿美元扩张产能，包括新增 3 座晶圆厂、1 座先进封装厂和 1 个研发中心。5) 针对近期中美的关税政策，台积电目前没有观察到客户行为的变化。
- 投资风险：全球关税等政策不确定性影响全球贸易及产业链；全球经济下行，多个半导体应用下游需求动能不足；AI 等大模型需求爆发持续性弱于预期，大模型厂商盈利低于预期；半导体周期上行动能不足；行业竞争加剧，拖累利润表现；资本支出增长较快，折旧等费用大幅提升；先进制程产线及规划迭代速度低于预期；海外工厂拖累公司运营表现。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2023-2027E)

新台币百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,161,736	2,894,308	3,716,213	4,572,442	5,508,593
营收同比增速	(5%)	34%	28%	23%	20%
毛利率	54.4%	56.1%	58.6%	57.8%	57.8%
净利润	851,740	1,173,268	1,586,070	1,896,928	2,269,488
净利润同比增速	(14%)	38%	35%	20%	20%
基本每股收益 (新台币)	32.8	45.2	61.2	73.2	87.5
目标 P/E (x)	31.9	23.1	17.1	14.3	12.0

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

马智焱

科技分析师

ivy_ma@spdbi.com

(852) 2809 0300

黄佳琦

科技分析师

sia_huang@spdbi.com

(852) 2809 0355

2025 年 4 月 18 日

台积电 (2330.TT)

目标价 (新台币)	1,046.6
目前股价 (新台币)	847.0
潜在升幅	+24%

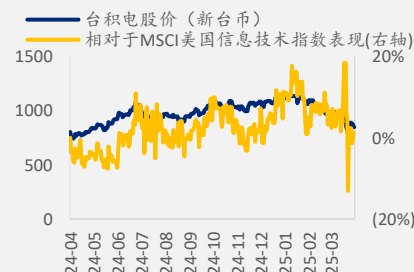
台积电 (TSM.US)

目标价 (美元)	188.4
目前股价 (美元)	151.7
潜在升幅	+24%

注：台股收盘价截至 2025 年 4 月 17 日，美股收盘价截至 2025 年 4 月 16 日

资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

新台币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,161,736	2,894,308	3,716,213	4,572,442	5,508,593
营业成本	(986,625)	(1,269,954)	(1,537,838)	(1,930,208)	(2,325,393)
毛利润	1,175,111	1,624,354	2,178,375	2,642,234	3,183,201
经营支出	(253,645)	(302,301)	(378,073)	(465,205)	(560,449)
销售管理费用	(71,464)	(96,889)	(124,088)	(152,881)	(184,182)
研发费用	(182,370)	(204,182)	(251,337)	(309,197)	(372,501)
其他	189	(1,230)	(2,648)	(3,127)	(3,766)
经营利润	921,466	1,322,053	1,800,302	2,177,029	2,622,752
非经营收入	57,851	83,786	92,699	92,450	92,439
财务费用	48,295	76,718	85,258	84,905	84,892
其他	9,556	7,068	7,442	7,545	7,547
税前利润	979,317	1,405,839	1,893,001	2,269,479	2,715,191
税务费用	(128,289)	(233,407)	(308,479)	(374,464)	(448,007)
税后利润含少数股东权益	851,028	1,172,432	1,584,522	1,895,015	2,267,185
少数股东权益	712	836	1,549	1,913	2,304
净利润	851,740	1,173,268	1,586,070	1,896,928	2,269,488
基本股数 (百万)	25,929	25,929	25,929	25,929	25,929
摊销股数 (百万)	25,929	25,929	25,929	25,929	25,929
基本每股收益 (新台币)	32.8	45.2	61.2	73.2	87.5
摊销每股收益 (新台币)	32.8	45.2	61.2	73.2	87.5

资产负债表

新台币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,465,428	2,127,627	2,361,592	2,538,840	2,689,054
现金等价物	155,455	294,392	377,991	465,082	560,302
应收账款和应收票据	201,938	272,088	349,354	429,846	517,852
应收账款和应收票据	250,997	287,869	348,592	437,533	527,112
其他流动负债	120,214	106,376	136,584	168,053	202,460
流动资产合计	2,194,033	3,088,352	3,574,113	4,039,354	4,496,780
物业、厂房及设备	3,064,475	3,234,980	3,827,766	4,672,497	5,793,865
无形资产	22,767	219,566	219,566	219,566	219,566
递延所得税资产	64,176	65,943	65,943	65,943	65,943
长期投资权益	36,651	83,097	83,097	83,097	83,097
其他非流动资产	150,096	-	-	-	-
总资产	5,532,197	6,691,938	7,770,485	9,080,457	10,659,251
短期借贷	-	59,858	71,830	86,196	103,435
应付账款和应付票据	55,727	74,227	89,884	112,818	135,916
其他流动负债	887,078	1,130,440	1,130,440	1,130,440	1,130,440
流动负债合计	942,805	1,264,525	1,292,154	1,329,453	1,369,790
长期借款	918,283	926,604	926,604	926,604	926,604
其他非流动负债	217,242	177,233	212,680	255,216	306,259
总负债	2,078,330	2,368,362	2,431,438	2,511,273	2,602,653
股本	259,321	259,327	259,327	259,327	259,327
储备	69,876	73,261	(6,546)	(86,353)	(166,160)
其他综合收益	(28,314)	38,705	38,705	38,705	38,705
少数股东损益及其他	24,344	35,031	35,031	35,031	35,031
股东权益总额	3,453,867	4,323,576	5,339,047	6,569,184	8,056,597
总负债和股东权益	5,532,197	6,691,938	7,770,485	9,080,457	10,659,251

现金流量表

新台币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,241,967	1,826,177	2,076,027	2,411,799	2,827,305
净利润	851,740	1,173,268	1,586,070	1,896,928	2,269,488
折旧摊销	532,191	662,796	719,214	769,559	823,428
其他	(62,775)	(101,848)	-	-	-
营运资金变动	(30,894)	168,679	(152,539)	(177,969)	(188,894)
应收账款减少 (增加)	29,402	(70,150)	(77,266)	(80,492)	(88,006)
库存减少 (增加)	(29,848)	(36,872)	(60,723)	(88,941)	(89,579)
应付账款增加 (减少)	847	18,500	15,657	22,933	23,098
其他经营资金变动	(31,295)	257,200	(30,208)	(31,469)	(34,407)
利息收入 (支出)	(48,295)	(76,718)	(76,718)	(76,718)	(76,718)
投资活动现金流	(906,121)	(864,843)	(1,395,599)	(1,701,380)	(2,040,015)
资本支出	(955,335)	(956,007)	(1,312,000)	(1,614,290)	(1,944,796)
投资	-	-	(83,599)	(87,091)	(95,220)
其他	49,215	91,164	-	-	-
融资活动现金流	(204,894)	(346,301)	(446,463)	(533,171)	(637,075)
借款	-	-	11,972	14,366	17,239
发行股份	-	(3,089)	(3,089)	(3,089)	(3,089)
发行债券	-	-	-	-	-
现金股利	(291,722)	(363,055)	(490,792)	(586,984)	(702,268)
其他	86,828	19,843	35,447	42,536	51,043
外汇损益	(8,339)	47,166	-	-	-
现金及现金等价物净流量	122,614	662,199	233,965	177,248	150,214
期初现金及现金等价物	1,342,814	1,465,428	2,127,627	2,361,592	2,538,840
期末现金及现金等价物	1,465,428	2,127,627	2,361,592	2,538,840	2,689,054

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营运指标增速					
营业收入增速	(4.5%)	33.9%	28.4%	23.0%	20.5%
毛利润增速	(12.8%)	38.2%	34.1%	21.3%	20.5%
营业利润增速	(17.8%)	43.5%	36.2%	20.9%	20.5%
净利润增速	(14.2%)	37.7%	35.2%	19.6%	19.6%
盈利能力					
净资产收益率	26.7%	30.2%	32.8%	31.9%	31.0%
总资产报酬率	16.2%	19.2%	21.9%	22.5%	23.0%
投入资本回报率	18.3%	20.8%	23.8%	24.0%	24.1%
利润率					
毛利率	54.4%	56.1%	58.6%	57.8%	57.8%
营业利润率	42.6%	45.7%	48.4%	47.6%	47.6%
净利润率	39.4%	40.5%	42.7%	41.5%	41.2%
EBITDA率	67.7%	68.8%	68.0%	64.6%	62.7%
营运能力					
现金循环周期	103	89	87	86	88
应收账款周转天数	37	30	31	31	31
存货周转天数	87	77	76	74	76
应付账款周转天数	20	19	19	19	20
净债务 (净现金)	(547,145)	(1,141,165)	(1,363,158)	(1,526,041)	(1,659,015)
自由现金流	349,407	972,018	764,027	797,510	882,509

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、同花顺、浦银国际预测

● 业绩回顾及预测调整

图表 2：台积电 1Q25 业绩详情

新台币百万	1Q25	1Q24	同比	4Q24	环比
营业收入	839,254	592,644	42%	868,461	(3%)
毛利润	493,395	314,505	57%	512,379	(4%)
经营利润	407,081	249,018	63%	425,713	(4%)
净利润	361,564	225,485	60%	374,680	(4%)
基本每股收益 (新台币)	13.94	8.70	60%	14.45	(4%)

利润率	1Q25	1Q24	同比 百分点	4Q24	环比 百分点
毛利率	58.8%	53.1%	5.7	59.0%	(0.2)
营业费用率	10.3%	11.0%	(0.8)	10.0%	0.3
营业利润率	48.5%	42.0%	6.5	49.0%	(0.5)
净利率	43.1%	38.0%	5.0	43.1%	(0.1)

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：台积电 2Q25 指引

指引中位数 (百万)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E
营业收入 (美元)	20,000	22,800	26,500	25,400	28,800
最低 (美元)	19,600	22,400	26,100	25,000	28,400
最高 (美元)	20,400	23,200	26,900	25,800	29,200
营业收入 (新台币)	646,000	741,000	848,000	833,120	936,000
最低 (新台币)	633,080	728,000	835,200	820,000	923,000
最高 (新台币)	658,920	754,000	860,800	846,240	949,000
同比 (%)	34%	36%	36%	41%	39%
环比 (%)	9%	10%	12%	(4%)	12%
实际营收	673,510	759,692	868,461	839,254	
差异 (%)	4%	3%	2%	1%	
毛利率	52.0%	54.5%	58.0%	58.0%	58.0%
同比 (百分点)	(2.1)	0.2	5.0	57.0%	57.0%
环比 (百分点)	(1.1)	1.3	0.2	59.0%	59.0%
实际毛利率	53.2%	57.8%	59.0%	58.8%	
差异 (百分点)	1.2	3.3	1.0	0.8	
营业利润率	41.0%	43.5%	47.5%	47.5%	48.0%
同比 (百分点)	(1.0)	1.8	5.9	5.5	5.5
环比 (百分点)	(1.0)	1.0	0.0	(1.5)	(0.5)
实际营业利润率	42.5%	47.5%	49.0%	48.5%	
差异 (百分点)	1.5	4.0	1.5	1.0	

E=台积电指引值

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 4：台积电盈利预测调整

新台币百万	2025E			新预测	前预测	差异	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	3,716,213	3,713,586	0%	4,572,442	4,570,688	0%	5,508,593	5,509,213	(0%)			
毛利润	2,178,375	2,164,564	1%	2,642,234	2,641,222	0%	3,183,201	3,183,561	(0%)			
营业利润	1,800,302	1,775,803	1%	2,177,029	2,162,571	1%	2,622,752	2,606,631	1%			
净利润	1,586,070	1,555,461	2%	1,896,928	1,878,959	1%	2,269,488	2,249,836	1%			
基本每股收益 (新台币)	61.17	59.99	2%	73.16	72.47	1%	87.53	86.77	1%			
利润率	百分点			百分点			百分点			百分点		
毛利率	58.6%	58.3%	0.3	57.8%	57.8%	(0.0)	57.8%	57.8%	(0.0)			
费用率	10.2%	10.5%	(0.3)	10.2%	10.5%	(0.3)	10.2%	10.5%	(0.3)			
经营利润率	48.4%	47.8%	0.6	47.6%	47.3%	0.3	47.6%	47.3%	0.3			
净利率	42.7%	41.9%	0.8	41.5%	41.1%	0.4	41.2%	40.8%	0.4			

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

● 估值

我们采用 EV/EBITDA（企业价值倍数法）对台积电进行估值预测。我们给予台积电 2025 年在悲观、基础、乐观情景下的 EV/EBITDA 分别为 8.0x、10.2x、12.0x。基础情景的 10.2x 目标估值，位于台积电（2330.TT）2015 年以来均值以上一个标准差 10.9x 附近，得到 1,046.6 新台币的目标价，潜在升幅 24%，维持“买入”评级。

对于台积电美股 ADR（TSM.US），每股 ADR 折合 5 股台积电台股普通股，2025 年 4 月美股 ADR 的溢价在 17% 左右。我们假设台积电美股 ADR 相对于台股（2330.TT）的溢价为 17%，选取 32.5 的美元兑新台币汇率，得到 188.4 美元的目标价，潜在升幅 24%；维持“买入”评级。

图表 5：台积电 EV/EBITDA 估值（2025 年）

新台币百万	悲观情景	基础情景	乐观情景
EBITDA	1,895,218	2,526,957	2,779,653
EBITDA 增速	-5%	27%	40%
EV/EBITDA (x)	8.0	10.2	12.0
推算企业价值	15,161,743	25,774,963	33,355,834
减：净负债	(1,363,158)	(1,363,158)	(1,363,158)
目标估值 (新台币百万)	16,524,901	27,138,121	34,718,992
股数（百万）	25,929	25,929	25,929
ADS 数量（百万）	1,063	1,063	1,063
台股目标价 (新台币)	637.3	1,046.6	1,339.0
美元兑新台币汇率	32.5	32.5	32.5
美股估值溢价	17%	17%	17%
美股 ADR 目标价 (美元)	114.7	188.4	241.0

注：EV/EBITDA：企业价值/EBITDA，即 Enterprise Value/ Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization

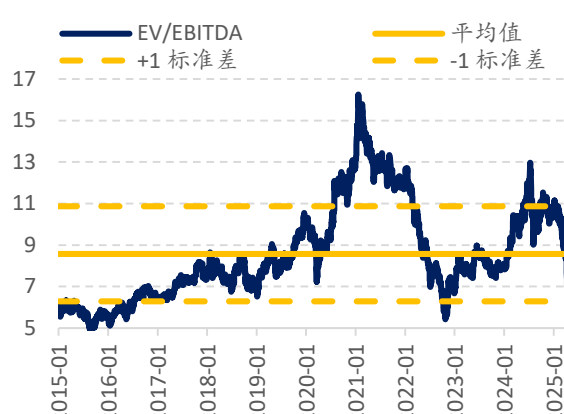
资料来源：浦银国际预测

图表 6：台积电台股市盈率：当前 13.5x vs. 历史均值 16.8x vs. 历史均值以下一个标准差 12.9x



注：数据截至 2025 年 1 月 16 日，历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来；
资料来源：Factset、浦银国际

图表 7：台积电台股 EV/EBITDA：当前 7.7x vs. 历史均值 8.6x vs. 历史均值以下一个标准差 6.3x



注：数据截至 2025 年 1 月 16 日，历史均值取自 2015 年 1 月 1 日以来；
资料来源：Factset、浦银国际

图表 8：SPDBI 目标价：台积电台股（2330.TT）



注：截至 2025 年 4 月 17 日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际

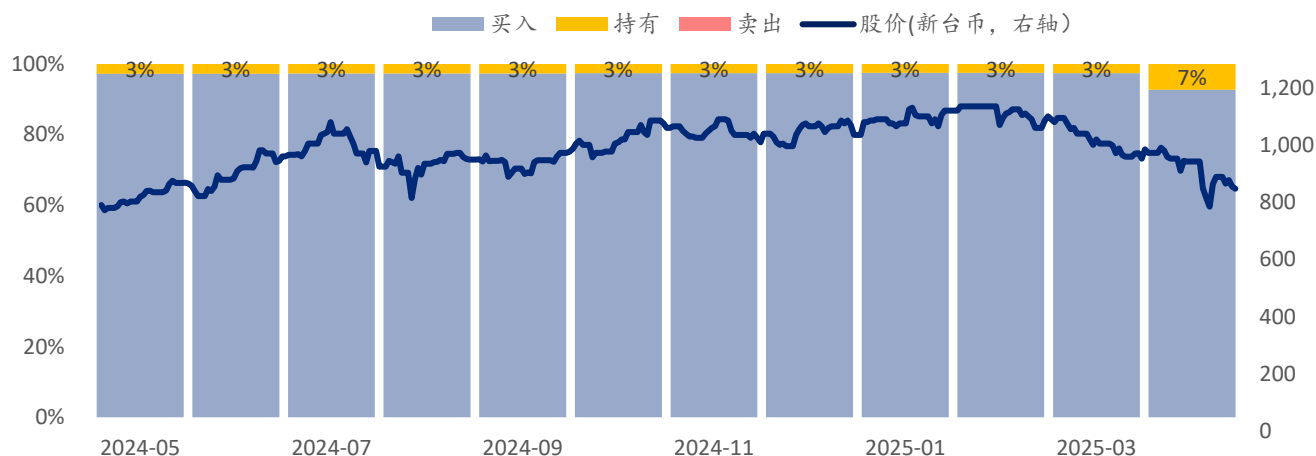
图表 9：SPDBI 目标价：台积电美股（TSM.US）



注：截至 2025 年 4 月 16 日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际

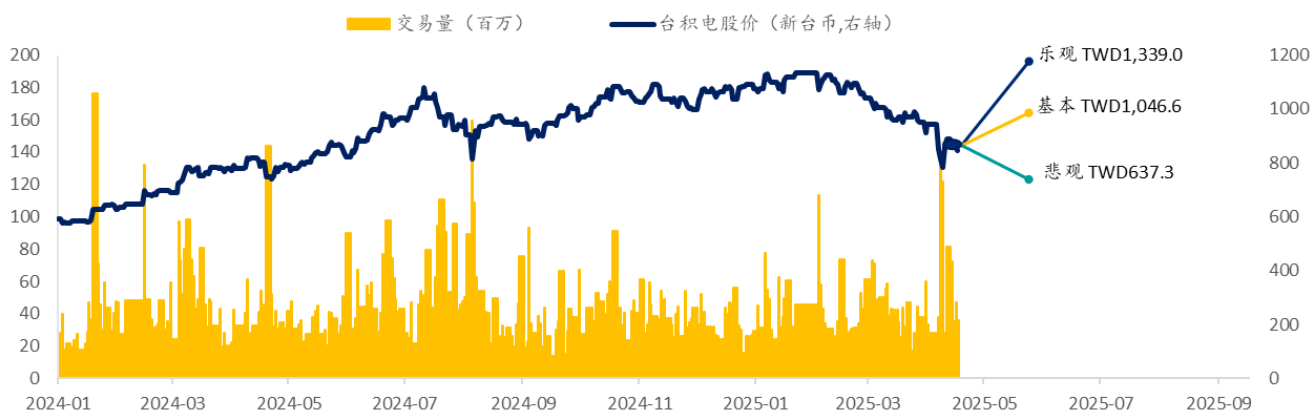
SPDBI 乐观与悲观情景假设-台股

图表 10: 台积电台股 (2330.TT) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 台积电台股 (2330.TT) SPDBI 情景假设

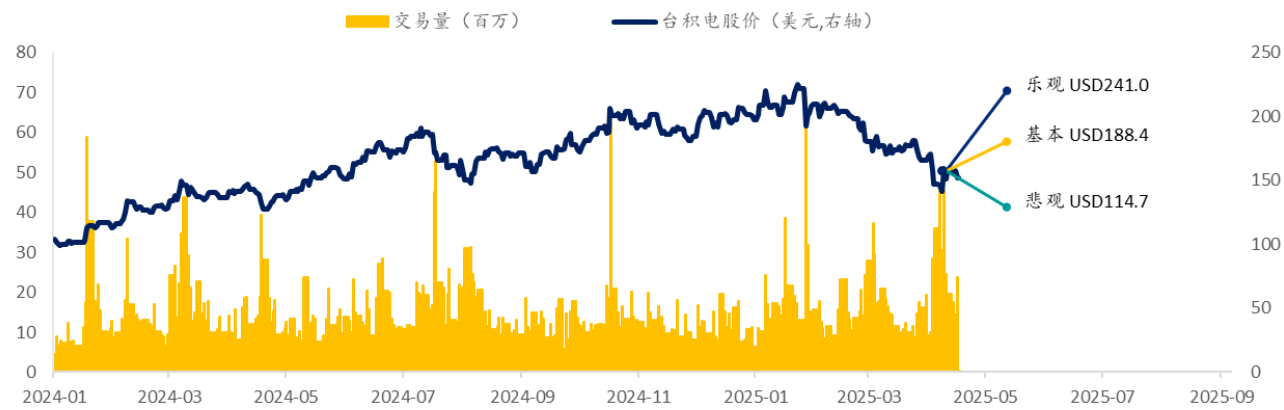


乐观情景: 公司收入增长好于预期	悲观情景: 公司收入增长不及预期
目标价: 1,339.0 新台币 (概率: 20%) - AI 等大模型需求爆发持续性强于预期, 大模型厂商盈利高于预期; - 地缘政治缓和, 需求及毛利率维持高位; - 半导体周期上行动能充足; - 资本支出增长稳健, 折旧等费用可控; - 先进制程产线及规划迭代速度好于预期。	目标价: 637.3 新台币 (概率: 15%) - AI 等大模型需求爆发持续性弱于预期, 大模型厂商盈利低于预期; - 地缘政治摩擦加剧, 需求及毛利率受损; - 半导体周期上行动能不足; - 资本支出增长较快, 折旧等费用大幅提升; - 先进制程产线及规划迭代速度低于预期。

资料来源: 浦银国际

SPDBI 乐观与悲观情景假设-美股

图表 12：台积电美股（TSM.US）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：241.0 美元（概率：20%）	目标价：114.7 美元（概率：15%）
- AI 等大模型需求爆发持续性强于预期，大模型厂商盈利高于预期； - 地缘政治缓和，需求及毛利率维持高位； - 半导体周期上行动能充足； - 资本支出增长稳健，折旧等费用可控； - 先进制程产线及规划迭代速度好于预期。	- AI 等大模型需求爆发持续性弱于预期，大模型厂商盈利低于预期； - 地缘政治摩擦加剧，需求及毛利率受损； - 半导体周期上行动能不足； - 资本支出增长较快，折旧等费用大幅提升； - 先进制程产线及规划迭代速度低于预期。

资料来源：浦银国际

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	42.0	买入	75.0	20/3/2025	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	84.4	买入	114.2	27/2/2025	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	194.3	买入	264.9	10/10/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	32.1	买入	50.9	26/3/2025	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	31.6	买入	41.6	28/10/2024	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	29.5	买入	46.1	26/8/2024	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	19.0	买入	30.6	31/3/2025	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	33.5	买入	60.5	21/3/2025	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	61.1	买入	88.9	27/3/2025	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	5.9	买入	9.1	18/3/2025	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	122.4	买入	130.8	28/10/2024	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	3.5	买入	5.3	24/3/2025	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	27.4	买入	41.1	24/3/2025	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	18.7	买入	27.2	19/3/2025	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	73.6	买入	106.2	19/3/2025	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	22.7	买入	32.2	17/3/2025	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	89.7	买入	132.0	17/3/2025	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	45.0	买入	52.4	11/3/2025	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	241.6	持有	210.8	24/10/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	366.0	买入	481.0	28/3/2025	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	349.7	买入	469.0	28/3/2025	新能源汽车
HSAI US Equity	禾赛科技	11.0	买入	20.0	11/3/2025	激光雷达
2498 HK Equity	速腾聚创	30.3	买入	45.6	1/4/2025	激光雷达
MBLY US Equity	Mobileye	12.3	买入	16.2	1/11/2024	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	46.0	买入	55.6	13/2/2025	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	91.8	买入	120.1	13/2/2025	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	36.2	买入	27.7	14/2/2025	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	52.0	买入	55.2	14/2/2025	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	847.0	买入	1,046.6	18/4/2025	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	151.7	买入	188.4	18/4/2025	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	47.5	买入	56.4	17/10/2024	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	24.3	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	45.3	买入	55.7	1/4/2025	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	45.6	买入	52.2	8/4/2025	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	30.6	买入	33.4	8/4/2025	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	85.3	买入	112.4	30/10/2024	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	31.6	买入	38.7	14/8/2024	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	15.0	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	104.5	买入	143.0	28/2/2025	AI 芯片
AMD US Equity	超威半导体	88.3	买入	168.7	28/11/2024	AI 芯片
INTC US Equity	英特尔	19.2	卖出	20.4	28/11/2024	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	135.7	买入	240.7	7/2/2025	AI 芯片
2454 TT Equity	联发科	1,340.0	买入	1,820.8	10/2/2025	AI 芯片

注: A 股、台股截至 2025 年 4 月 17 日收盘价; 美股截至 2025 年 4 月 16 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联属公司、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关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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

