



## 比亚迪股份(1211.HK)/比亚迪(002594.CH): 一季度业绩奠定 2025 年成长基调

调整比亚迪股份(1211.HK)目标价至 458.8 港元,潜在升幅 20%;调整比亚迪(002594.CH)目标价至人民币 444.0 元,潜在升幅 23%。

- 重申比亚迪的“买入”评级: 1) 我们维持比亚迪今年 550 万辆的销量预测。这主要得益于公司对于智能驾驶的大幅推动和渗透。2) 在近期的上海车展, 比亚迪通过比亚迪、仰望、腾势、方程豹等多个品牌展台联手, 在亮相概念车、旗舰车型以展示技术能力的同时, 推动主力销售车型的成长。3) 比亚迪海外销量将有望在今年取得翻倍成长。我们预期今年比亚迪单车盈利将保持稳定。目前公司港股和 A 股的市盈率为 18.5x 和 18.2x, 估值具备吸引力。
- 比亚迪一季度净利润超市场预期。在 2025 年一季度, 比亚迪收入达到人民币 1,704 亿元, 同比增长 36%, 环比下降 38%。其汽车销量同比增长 60%, 而电子收入增速平缓以及汽车单价下降影响整体收入增速。公司毛利率为 20.1%, 同比下降 1.8 个百分点, 环比增长 3.1 个百分点, 优于我们和市场预测。公司对于费用控制相对严格。公司净利润达到 91.6 亿元, 同比增长 100%, 环比下降 39%, 显著高于市场预期, 主要受到包含汇兑收益在内的约 19 亿元财务收入的影响。根据我们测算, 比亚迪一季度单车利润同比增长 32%, 环比下降 6%, 大体稳定。根据一季度业绩, 我们调整比亚迪 2025 年和 2026 年净利润预测。
- 估值: 采用分部加总法估值, 分别给予比亚迪 2025 年新能源汽车、手机等电子业务和其他业务 28.0x、17.0x 和 10.0x 市盈率, 得到港股/A 股目标价为 458.8 港元/人民币 444.0 元, 对应 26.4x/27.2x 目标市盈率。
- 投资风险: 国内和海外新能源汽车行业需求增长不及预期。行业竞争持续加剧, 降价压力不断提升。公司高端和出口的销量不及预期。成本下降较慢拖累公司毛利率表现。自动驾驶落地速度较慢, 或用户体验提升不明显, 或受到政策监管等影响。公司研发等投入增长较快拖累利润增长。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2023-2027E)

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收	602,315	777,102	892,238	1,053,310	1,186,221
营收同比增速	42%	29%	15%	18%	13%
毛利率	20.2%	19.4%	19.1%	19.1%	19.0%
净利润	30,041	40,254	49,632	60,562	70,470
净利润增速	81%	34%	23%	22%	16%
A 股市盈率 (x)	45.4	33.9	27.2	22.3	19.1
港股市盈率 (x)	43.4	32.4	26.4	21.6	18.6

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

2025 年 4 月 28 日

### 比亚迪股份 (1211.HK)

买入

目标价 (港元)	458.8
潜在升幅/降幅	+20%
目前股价 (港元)	381.20
52 周内股价区间 (港元)	202.8-426.6
总市值 (百万港元)	1,161,113
近 90 日均成交额 (百万港元)	5,891

注: 股价截至 2025 年 4 月 28 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

### 比亚迪 (002594.CH)

买入

目标价 (人民币)	444.0
潜在升幅/降幅	+23%
目前股价 (人民币)	360.00
52 周内股价区间 (人民币)	206.58-403.4
总市值 (百万人民币)	1,092,392
近 90 日均成交额 (百万人民币)	6,297

注: 股价截至 2025 年 4 月 28 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>602,315</b>	<b>777,102</b>	<b>892,238</b>	<b>1,053,310</b>	<b>1,186,221</b>
销货成本	(480,558)	(626,047)	(721,861)	(852,254)	(960,560)
<b>毛利润</b>	<b>121,757</b>	<b>151,056</b>	<b>170,377</b>	<b>201,055</b>	<b>225,661</b>
<b>经营支出</b>	<b>(78,248)</b>	<b>(95,925)</b>	<b>(106,734)</b>	<b>(123,349)</b>	<b>(136,124)</b>
销售费用	(25,211)	(24,085)	(27,799)	(32,231)	(35,574)
管理费用	(13,462)	(18,645)	(19,956)	(23,073)	(25,464)
研发费用	(39,575)	(53,195)	(58,978)	(68,045)	(75,087)
<b>经营利润</b>	<b>43,509</b>	<b>55,131</b>	<b>63,643</b>	<b>77,706</b>	<b>89,537</b>
<b>非经营收入</b>	<b>(6,240)</b>	<b>(5,450)</b>	<b>(2,694)</b>	<b>(3,694)</b>	<b>(3,694)</b>
财务费用	1,475	(1,216)	498	(502)	(502)
投资收益	1,635	2,291	2,366	2,366	2,366
公允价值变动损益	258	532	635	635	635
政府补助及补贴	2,187	2,187	-	-	-
其他	(11,795)	(9,245)	(6,194)	(6,194)	(6,194)
<b>税前利润</b>	<b>37,269</b>	<b>49,681</b>	<b>60,950</b>	<b>74,013</b>	<b>85,843</b>
税务费用	(5,925)	(8,093)	(9,898)	(12,031)	(13,953)
<b>税后利润含少数股东权益</b>	<b>31,344</b>	<b>41,588</b>	<b>51,052</b>	<b>61,982</b>	<b>71,889</b>
少数股东权益	1,303	1,334	1,420	1,420	1,420
<b>净利润</b>	<b>30,041</b>	<b>40,254</b>	<b>49,632</b>	<b>60,562</b>	<b>70,470</b>
基本股数(百万)	2,906	2,907	3,039	3,039	3,039
摊销股数(百万)	2,908	2,908	3,039	3,039	3,039
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>10.32</b>	<b>13.83</b>	<b>16.33</b>	<b>19.93</b>	<b>23.19</b>
<b>摊销每股收益(元)</b>	<b>10.32</b>	<b>13.83</b>	<b>16.33</b>	<b>19.93</b>	<b>23.19</b>

### 资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金和受限制资金	109,094	102,739	149,561	214,204	271,953
应收账款和应收票据	61,866	62,299	71,529	84,442	95,097
存货	87,677	116,036	133,795	157,963	178,037
其他流动资产	43,484	89,498	102,758	121,309	136,616
<b>流动资产合计</b>	<b>302,121</b>	<b>370,572</b>	<b>457,644</b>	<b>577,918</b>	<b>681,704</b>
物业、厂房及设备	265,630	282,242	328,858	386,904	458,215
无形资产	41,664	42,851	37,180	32,260	27,990
其他非流动资产	70,132	87,690	87,690	87,690	87,690
<b>总资产</b>	<b>679,548</b>	<b>783,356</b>	<b>911,373</b>	<b>1,084,772</b>	<b>1,255,600</b>
短期借贷	18,323	12,103	13,896	16,405	18,475
应付账款和应付票据	198,483	244,027	295,444	366,252	433,435
其他流动负债	236,860	239,854	275,391	325,106	366,130
<b>流动负债合计</b>	<b>453,667</b>	<b>495,985</b>	<b>584,732</b>	<b>707,763</b>	<b>818,040</b>
短期借款	11,975	8,258	8,671	9,104	9,559
其他负债	63,444	80,425	80,425	80,425	80,425
<b>总负债</b>	<b>529,086</b>	<b>584,668</b>	<b>673,827</b>	<b>797,292</b>	<b>908,025</b>
股本	2,911	2,909	2,909	2,909	2,909
储备	69,416	68,053	106,911	156,845	216,941
未分配利润	67,124	98,648	98,648	98,648	98,648
少数股东权益	11,652	13,437	13,437	13,437	13,437
其他综合收益	(641)	15,641	15,641	15,641	15,641
<b>股东权益总额</b>	<b>150,462</b>	<b>198,688</b>	<b>237,546</b>	<b>287,480</b>	<b>347,575</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>679,548</b>	<b>783,356</b>	<b>911,373</b>	<b>1,084,772</b>	<b>1,255,600</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>169,725</b>	<b>133,454</b>	<b>162,487</b>	<b>200,843</b>	<b>219,816</b>
税前利润	37,269	49,681	60,950	74,013	85,843
折旧	37,718	56,920	60,480	70,469	82,907
摊销	4,174	5,514	5,671	4,921	4,269
其他营业活动现金流	(8,443)	56,916	(1,918)	(918)	(918)
<b>营运资金变动</b>	<b>103,457</b>	<b>(26,268)</b>	<b>46,704</b>	<b>64,892</b>	<b>62,170</b>
应收账款减少(增加)	(23,038)	(433)	(9,230)	(12,913)	(10,655)
库存减少(增加)	(8,570)	(28,359)	(17,759)	(24,168)	(20,074)
应付账款增加(减少)	54,717	45,544	51,416	70,808	67,184
其他经营资金变动	80,347	(43,020)	22,277	31,165	25,716
税务费用	(5,925)	(8,093)	(9,898)	(12,031)	(13,953)
利息收入(支出)	1,475	(1,216)	498	(502)	(502)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(125,664)</b>	<b>(129,082)</b>	<b>(107,096)</b>	<b>(128,515)</b>	<b>(154,218)</b>
资本支出	(122,094)	(97,360)	(107,096)	(128,515)	(154,218)
取得或购买长期投资	(14,078)	(125)	-	-	-
其他投资活动现金流	10,508	(31,597)	-	-	-
<b>融资活动现金流</b>	<b>12,817</b>	<b>(10,268)</b>	<b>(8,569)</b>	<b>(7,686)</b>	<b>(7,849)</b>
借款	18,073	(9,480)	2,206	2,942	2,525
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(4,102)	(10,051)	(10,775)	(10,628)	(10,375)
其他融资活动现金流	(1,154)	9,264	-	-	-
外汇损益	451	(359)	482	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>57,329</b>	<b>(6,255)</b>	<b>47,305</b>	<b>64,643</b>	<b>57,749</b>
期初现金及现金等价物	51,182	108,512	102,257	149,561	214,204
期末现金及现金等价物	108,512	102,257	149,561	214,204	271,953

### 主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营运指标增速</b>					
营业收入增速	42%	29%	15%	18%	13%
毛利润增速	69%	24%	13%	18%	12%
营业利润增速	53%	27%	15%	22%	15%
净利润增速	81%	34%	23%	22%	16%
<b>盈利能力</b>					
净资产收益率(平均)	22.1%	23.1%	22.8%	23.1%	22.2%
总资产报酬率	5.1%	5.5%	5.9%	6.1%	6.0%
投入资本回报率	29.3%	30.0%	29.2%	29.5%	28.3%
<b>利润率</b>					
毛利率	20.2%	19.4%	19.1%	19.1%	19.0%
营业利润率	7.2%	7.1%	7.1%	7.4%	7.5%
净利润率	5.0%	5.2%	5.6%	5.7%	5.9%
<b>营运能力</b>					
现金循环周期	(36)	(40)	(46)	(52)	(60)
应收账款周转天数	31	29	27	27	28
存货周转天数	63	59	63	62	64
应付账款周转天数	130	129	136	142	152
净债务(净现金)	(90,771)	(90,635)	(135,665)	(197,799)	(253,478)
自由现金流	46,762	(14,281)	59,505	77,442	70,712

E=浦银国际预测

资料来源:公司资料、Wind、浦银国际预测

图表 2：比亚迪 1Q25 业绩详情

人民币百万	1Q25	1Q24	同比	4Q24	环比
营业收入	170,360	124,944	36%	274,851	(38%)
毛利润	34,185	27,341	25%	46,758	(27%)
经营利润	8,875	6,158	44%	20,483	(57%)
净利润	9,155	4,569	100%	15,016	(39%)
基本每股收益 (元)	3.12	1.57	99%	5.17	(40%)

利润率	1Q25	1Q24	同比 百分点	4Q24	环比 百分点
毛利率	20.1%	21.9%	(1.8)	17.0%	3.1
营业费用率	14.9%	17.0%	(2.1)	9.6%	5.3
营业利润率	5.2%	4.9%	0.3	7.5%	(2.2)
净利率	5.4%	3.7%	1.7	5.5%	(0.1)

收入 人民币百万	1Q25	1Q24	同比	4Q24	环比
汽车/储能/其他	133,480	88,464	51%	219,673	(39%)
手机相关业务	36,880	36,480	1%	55,179	(33%)
<b>总收入</b>	<b>170,360</b>	<b>124,944</b>	<b>36%</b>	<b>274,851</b>	<b>(38%)</b>

毛利率	1Q25	1Q24	同比 百分点	4Q24	环比 百分点
汽车/储能/其他	23.9%	28.1%	(4.2)	19.8%	4.1
手机相关业务	6.3%	6.9%	(0.6)	5.9%	0.4
<b>综合毛利率</b>	<b>20.1%</b>	<b>21.9%</b>	<b>(1.8)</b>	<b>17.0%</b>	<b>3.1</b>

新能源车	1Q25	1Q24	同比	4Q24	环比
汽车销量 (辆)	1,000,804	626,263	60%	1,524,270	(34%)
平均单价 (人民币)	136,083	145,543	(6%)	148,461	(8%)
<b>单车利润 (人民币)</b>	<b>8,669</b>	<b>6,545</b>	<b>32%</b>	<b>9,244</b>	<b>(6%)</b>

资料来源：公司公告、浦银国际测算

图表 3：比亚迪财务预测：新预测 vs 前预测

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	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	<b>892,238</b>	966,125	(8%)	<b>1,053,310</b>	1,097,526	(4%)	<b>1,186,221</b>	1,235,983	(4%)
毛利润	<b>170,377</b>	180,651	(6%)	<b>201,055</b>	205,713	(2%)	<b>225,661</b>	230,470	(2%)
经营利润	<b>63,643</b>	67,094	(5%)	<b>77,706</b>	79,414	(2%)	<b>89,537</b>	91,090	(2%)
净利润	<b>49,632</b>	50,211	(1%)	<b>60,562</b>	60,521	0%	<b>70,470</b>	70,286	0%
基本每股收益 (元)	<b>16.33</b>	16.52	(1%)	<b>19.93</b>	19.91	0%	<b>23.19</b>	23.13	0%
<b>利润率</b>	<b>百分点</b>			<b>百分点</b>			<b>百分点</b>		
毛利率	<b>19.1%</b>	18.7%	0.4	<b>19.1%</b>	18.7%	0.3	<b>19.0%</b>	18.6%	0.4
营业费用率	<b>12.0%</b>	11.8%	0.2	<b>11.7%</b>	11.5%	0.2	<b>11.5%</b>	11.3%	0.2
营业利润率	<b>7.1%</b>	6.9%	0.2	<b>7.4%</b>	7.2%	0.1	<b>7.5%</b>	7.4%	0.2
净利率	<b>5.6%</b>	5.2%	0.4	<b>5.7%</b>	5.5%	0.2	<b>5.9%</b>	5.7%	0.3

E=浦银国际预测；

资料来源：浦银国际

图表 4：比亚迪分部加总估值法（2025 年）

人民币百万	净利润	利润增速	市盈率 (x)	估值
新能源汽车	45,966	24%	<b>28.0</b>	1,287,049
手机等电子业务	3,664	12%	<b>17.0</b>	62,284
其他	2	10%	<b>10.0</b>	25
<b>合计 (含汽车)</b>	<b>49,632</b>	<b>23%</b>	<b>27.2</b>	<b>1,349,358</b>
股数 (百万)				3,039
<b>002594.CH 目标价 (人民币)</b>				<b>444.0</b>
H 股较 A 股的估值折价				<b>3%</b>
<b>1211.HK 目标价 (港元)</b>				<b>458.8</b>

资料来源：浦银国际预测

图表 5: 比亚迪股份 (1211.HK): 历史市销率



注: 截至 2025 年 4 月 28 日收盘价;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 比亚迪股份 (1211.HK): 历史市盈率



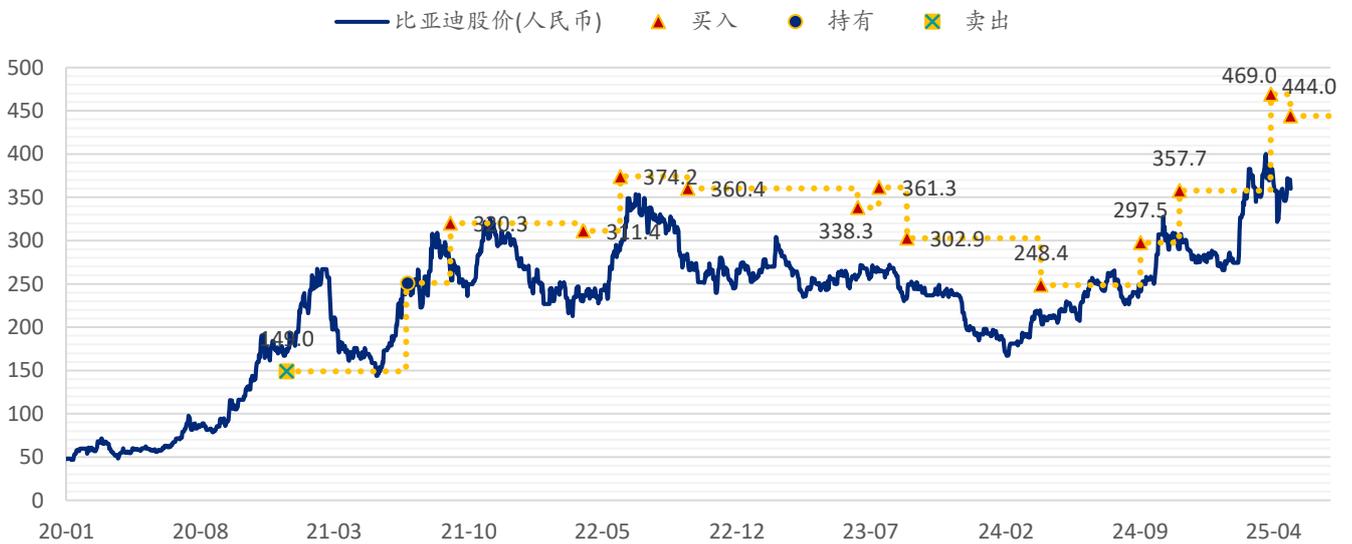
注: 截至 2023 年 4 月 28 日收盘价;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7：浦银国际目标价：比亚迪股份（1211.HK）



注：截至 2025 年 4 月 28 日收盘价；  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：浦银国际目标价：比亚迪（002594.CH）



注：截至 2025 年 4 月 28 日收盘价；  
资料来源：Bloomberg、浦银国际

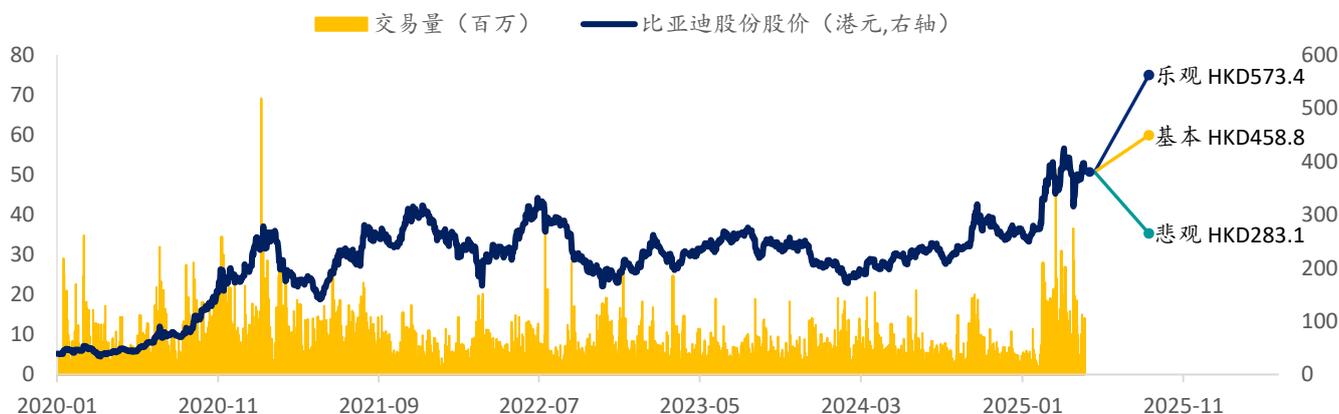
# SPDBI 乐观与悲观情景假设：港股

图表 9：比亚迪股份 (1211.HK) 市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：比亚迪股份 (1211.HK) SPDBI 情景假设



### 乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：573.4 港元（概率：15%）

- 国内和海外新能源乘用车市场需求增速较快，渗透率进一步提升，推动比亚迪收入增速较快；
- 比亚迪高端品牌和出海表现好于预期，显著对冲国内市场降价对于盈利能力的影响；
- 自动驾驶落地顺利，公司跻身行业前列水平。

### 悲观情景：公司收入增长不及预期

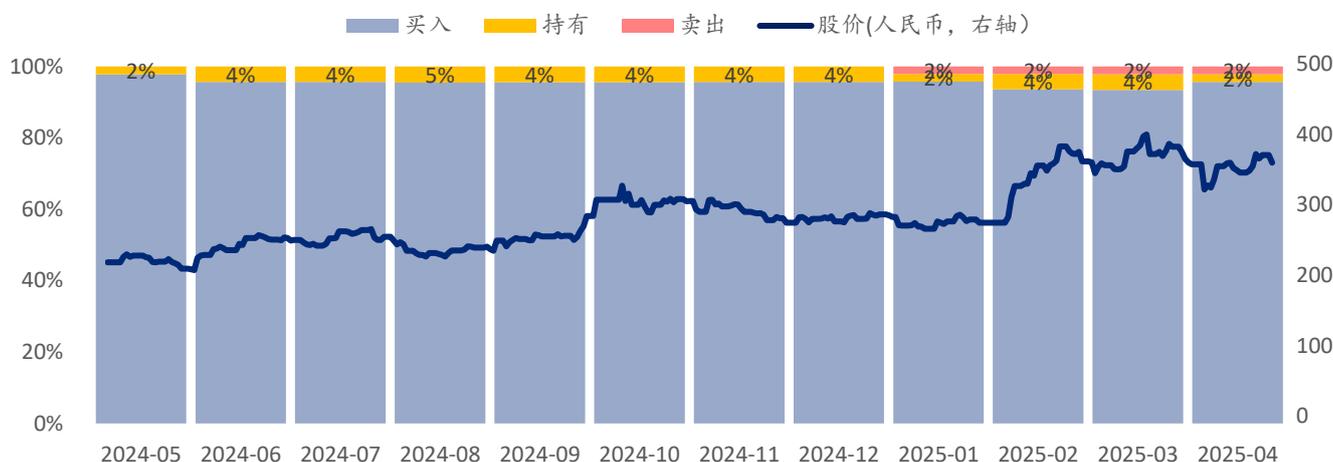
目标价：283.1 港元（概率：15%）

- 国内和海外新能源汽车行业需求增长不及预期；
- 行业竞争持续加剧，降价压力不断提升，而成本下降较慢，拖累公司汽车盈利能力表现；
- 公司高端和出口车型的订单不及预期；
- 自动驾驶落地速度较慢，消费者感知及用户体验提升不明显，或受到政策监管等影响；
- 公司研发等投入增长较快拖累利润增长。

资料来源：浦银国际

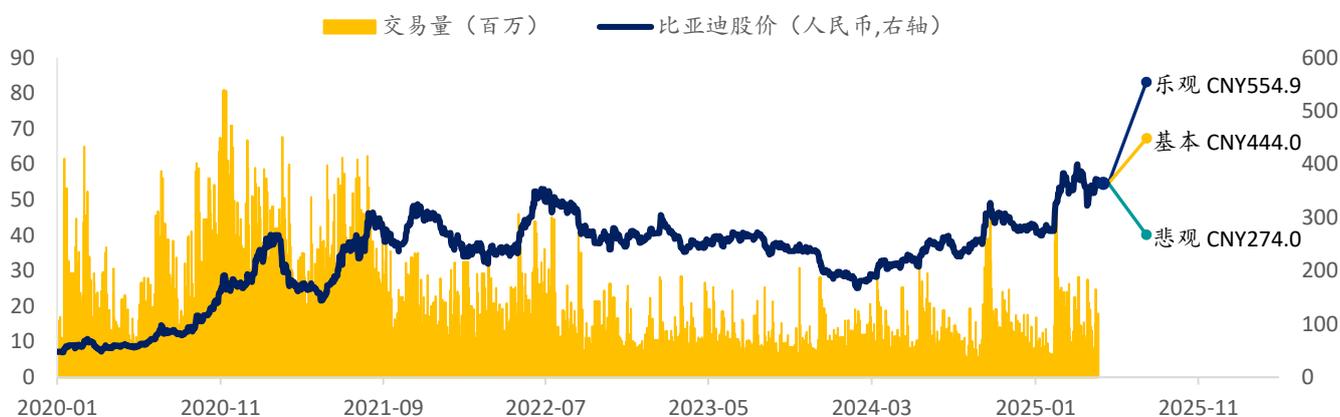
# SPDBI 乐观与悲观情景假设：A 股

图表 11：比亚迪（002594.CH）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 12：比亚迪（002594.CH）SPDBI 情景假设



### 乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：人民币 554.9 元（概率：15%）

- 国内和海外新能源乘用车市场需求增速较快，渗透率进一步提升，推动比亚迪收入增速较快；
- 比亚迪高端品牌和出海表现好于预期，显著对冲国内市场降价对于盈利能力的影响；
- 自动驾驶落地顺利，公司跻身行业前列水平。

### 悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：人民币 274.0 元（概率：15%）

- 国内和海外新能源汽车行业需求增长不及预期；
- 行业竞争持续加剧，降价压力不断提升，而成本下降较慢，拖累公司汽车盈利能力表现；
- 公司高端和出口车型的订单不及预期；
- 自动驾驶落地速度较慢，消费者感知及用户体验提升不明显，或受到政策监管等影响；
- 公司研发等投入增长较快拖累利润增长。

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	47.5	买入	75.0	2025/3/20	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	81.7	买入	114.2	2025/2/27	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	209.3	买入	264.9	2024/10/10	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	31.8	买入	40.7	2025/4/28	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	33.6	买入	41.6	2024/10/28	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	31.0	买入	37.2	2025/4/28	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	20.6	买入	24.7	2025/4/22	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	35.8	买入	60.5	2025/3/21	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	64.4	买入	88.9	2025/3/27	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	6.4	买入	9.1	2025/3/18	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	122.3	买入	130.8	2024/10/28	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	4.0	买入	5.3	2025/3/24	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	31.6	买入	41.1	2025/3/24	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	20.1	买入	27.2	2025/3/19	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	77.1	买入	106.2	2025/3/19	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	23.5	买入	32.2	2025/3/17	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	92.5	买入	132.0	2025/3/17	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	50.8	买入	52.4	2025/3/11	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	285.0	持有	210.8	2024/10/24	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	381.2	买入	458.8	2025/4/28	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	360.0	买入	444.0	2025/4/28	新能源汽车
HSAI US Equity	禾赛科技	15.3	买入	20.0	2025/3/11	激光雷达
2498 HK Equity	速腾聚创	34.0	买入	45.6	2025/4/1	激光雷达
MBLY US Equity	Mobileye	15.1	买入	16.2	2024/11/1	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	45.4	买入	55.6	2025/2/13	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	88.2	买入	120.1	2025/2/13	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	34.6	买入	27.7	2025/2/14	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	51.0	买入	55.2	2025/2/14	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	897.0	买入	1,046.6	2025/4/18	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	165.1	买入	188.4	2025/4/18	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	46.8	买入	56.4	2024/10/17	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	24.2	买入	30.5	2023/9/20	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	47.8	买入	55.7	2025/4/1	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	45.7	买入	52.2	2025/4/8	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	31.0	买入	33.4	2025/4/8	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	80.8	买入	112.4	2024/10/30	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	30.5	买入	38.7	2024/8/14	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	14.6	买入	67.1	2023/9/20	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	111.0	买入	143.0	2025/2/28	AI 芯片
AMD US Equity	超威半导体	96.6	买入	168.7	2024/11/28	AI 芯片
INTC US Equity	英特尔	20.1	卖出	20.4	2024/11/28	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	148.6	买入	240.7	2025/2/7	AI 芯片
2454 TT Equity	联发科	1,350.0	买入	1,820.8	2025/2/10	AI 芯片

注: A 股、港股、台股截至 2025 年 4 月 28 日收盘价, 美股截至 2025 年 4 月 25 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

