

招商银行-H (3968 HK, 买入, 目标价: HK\$56.10)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$56.10 当前股价: HK\$43.95

股价上行/下行空间 +28%

52 周最高/最低价 (HK\$) 50.70/27.95

市值 (US\$mn) N/A

当前发行数量(百万股) 25,220

三个月平均日交易额 (US\$mn) 148

流通盘占比 (%) 90

主要股东 (%)

香港中央结算 (代理人) 有限公司 18

招商局轮船有限公司 13

中国远洋运输有限公司 6

按 2025 年 5 月 6 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	56.10	56.10	N/A
2025E EPS (RMB)	5.76	5.76	N/A
2025E EPS (RMB)	6	6	N/A
2026E EPS (RMB)	6.11	6.11	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (RMBbn)	339 (+1%)	356 (+0%)
EPS (RMB)	5.78 (-0%)	6.13 (-0%)

注: 所示市场预测来源于 Visible Alpha。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

研究团队

王云吟

香港证监会中央编号: BLZ061

1Q25 业绩点评: 关键运营指标表现喜忧参半

- 债券和基金投资下降导致 1Q25 净利润表现不及预期。
- A 股市场情绪改善助力手续费及佣金收入环比强劲回弹, 但净息差承压之下贷款增速依然缓慢。
- 维持“买入”评级和目标价 56.10 港元 (1.1 倍 2025 年预期 P/B)。

此港股通报告之英文版本于 2025 年 5 月 6 日下午 6 时 20 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的王一鸣 (证券分析师登记编号: S1680521050001) 审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

1Q25 业绩不及预期。招商银行公告显示, 1Q25 调整后净利润为 373 亿元人民币, 同比下降 2.1%, 主要受市场利率上升导致债券和基金投资公允价值下降的影响。当季调整后净利润占我们/Visible Alpha 一致预期对公司 2025 年全年净利润预测的 25.7%, 略低于 2022-2024 年同期 26.7%-27.3% 的平均年度达成率。招商银行 1Q25 收入同比下降 3.2%, 主要归因于: 1) 来自债券和基金投资的其他非利息收入同比下降 24.3%; 2) 由于资产管理费用下降, 手续费及佣金收入同比下降 2.5%; 以上抵消了 3) 利息收入同比增长 1.9%, 因贷款增长 (同比增长 4.5%) 抵消了净息差下降 11 个基点的影响。

手续费及佣金收入环比回升, 但资产质量先行指标有所下滑。我们看好招商银行 1Q25 经营数据中的几个方面, 包括: 1) 手续费及佣金收入环比增长 20.2%, 主要得益于投资需求回暖带动财富管理业务规模增长; 2) 资产质量保持平稳, 不良贷款率环比下降 1.6 个基点至 0.94%, 不良贷款拨备覆盖率仍维持在 410% 的高位; 以及 3) 资本实力稳健, 核心一级资本充足率 (CET1) 和资本充足率 (CAR) 环比基本持平于 14.9% 和 19.1%。不过, 招商银行净息差 (NIM) 持续承压, 环比下降 3 个基点至 1.91%, 主要受存量房贷利率下调、贷款市场报价利率 (LPR) 走低及信贷需求不足的影响。然而, 招行关注贷款率和逾期贷款率分别环比上升 7 个/5 个基点至 1.36%/1.38%, 前者主要受零售贷款拖累, 后者则源于对公贷款影响。我们认为, 未来几个季度需密切关注这两项指标以研判资产质量走势。

贷款增速慢于预期。根据招商银行 2025 年业绩指引, 公司一季度手续费及佣金收入和净息差走势符合预期, 其中手续费及佣金收入受益于 A 股市场情绪回暖实现环比正增长, 且净息差同比降幅收窄 (1Q25 下降 11 个基点, 对比 1Q24 下降 27 个基点)。但 1Q25 贷款同比增速仅为 4.5%, 远低于 7-8% 的年度目标, 我们认为这主要受优质客户信贷需求减弱的影响。考虑到近期美国加征关税冲击出口, 我们预计 2Q25 有效信贷需求可能持续承压。

维持“买入”评级和目标价 56.10 港元, 基于 1.1 倍 2025 年预期 P/B (不变)。我们认为招商银行具备充分优势从 A 股市场情绪回暖中获益。然而, 有效信贷需求下滑及利率下行压力或将持续制约其收入增长, 确保贷款账面质量面临一定挑战。**风险提示:** 净息差超预期承压、手续费及佣金收入疲软、资产质量修复慢于预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBbn)	337	334	342	357	372
拨备前利润 (RMBbn)	216	217	222	234	246
归母净利润 (RMBbn)	142	143	145	154	162
每股收益 (RMB)	5.63	5.66	5.76	6.11	6.41
市盈率(x)	5.9	5.4	6.9	6.5	6.2
市净率(x)	0.9	0.7	0.9	0.8	0.7
股本收益率(%)	15.8	14.2	12.9	12.3	11.6

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。净利润和 EPS 为调整后数据; ROE 按年末股本计算。资料来源: 华兴证券(香

1Q25 业绩回顾

招商银行公布 1Q25 调整后净利润为 373 亿元人民币，同比下降 2.1%，主要受市场利率上升导致债券和基金投资公允价值下降的影响。当季调整后净利润占我们/Visible Alpha 一致预期对招行 2025 年全年净利润预测的 25.7%，略低于 2022-2024 年同期 26.7%-27.3%的平均年度达成率。

招商银行**再次将其房地产信贷敞口维持在较低水平**，包括信贷、债券投资和非标资产，规模环比下降 0.9%至人民币 3,708 亿元，同时进一步**降低表外风险**，包括理财基金、委托贷款、信托代销、债券融资工具承销等，余额环比下降 7.4%至人民币 2,064 亿元。**房地产开发贷款余额**为人民币 2,870 亿元，环比上升 0.3%，占贷款总额的 4.24%（对比 4Q24 为 4.37%），其中 85%的房地产贷款集中在一、二线城市。1Q25 **房地产开发贷款的不良贷款率增至 4.79%**，略高于 4Q24 的 4.74%。我们维持招商银行将继续通过缩减贷款敞口规模和增加高质量项目以专注降低房地产行业风险的观点。

主要经营亮点：

1Q25 贷款总额同比增长 4.5%，存款总额同比增长 10.2%。截至 1Q25 末，存贷比率同比下降 3.5 个百分点至 75.8%。**净息差环比下降 3 个基点至 1.91%**，主要是受到存量房贷利率下降、LPR 下行、信贷需求不足影响，导致贷款收益率环比下降 17 个基点，部分由存款成本环比下降 11 个基点所抵消。1Q25 生息资产收益率环比下降 12 个基点至 3.21%，同时计息负债成本环比下降 11 个基点至 1.39%。

当季净手续费及佣金收入同比下降 2.5%，主要受益于投资需求回暖带来财富管理规模增长。

招商银行 1Q25 **不良贷款率环比下降 1.6 个基点至 0.94%**，**拨备覆盖率环比下降 2 个百分点至 410%**。关注贷款率环比上升 7 个基点至 1.36%，逾期贷款率环比上升 5 个基点至 1.38%。当季信用成本环比上升 52 个基点至 0.73%。

招商银行资本水平相对持平，核心一级资本充足率/资本充足率分别为 14.86%/ 19.06%。

图表 1: 招商银行 1Q25 业绩摘录

	1Q24	4Q24	1Q25	同比%	环比%	2025E 华兴香港预测	1Q25业绩占 华兴香港预测比例%	2025E 一致预测	1Q25业绩占 一致预测比例%
损益表主要科目 (人民币百万元)									
净利息收入	52,000	53,979	52,996	1.9	(1.8)	209,879	24.5		
净手续费及佣金收入	20,204	16,392	19,696	(2.5)	20.2	71,111	26.9		
其他收入	13,470	13,610	10,200	(24.3)	(25.1)	52,955	19.6		
总收入	85,674	83,981	82,892	(3.2)	(1.3)	333,945	24.3	339,060	24.4
营业支出	(26,965)	(35,478)	(26,652)	(1.2)	(24.9)	(121,453)	22.2		
拨备前利润	58,709	48,503	56,240	(4.2)	16.0	212,492	25.4		
拨备	(14,267)	(3,619)	(12,837)	(10.0)	254.7	(40,696)	30.7		
税前利润	45,188	44,578	44,242	(2.1)	(0.8)	174,047	24.4		
净利润	38,077	35,207	37,286	(2.1)	5.9	144,468	24.7	151,112	24.7
调整后净利润	38,077	31,601	37,286	(2.1)	18.0	139,910	25.7	144,967	25.7
每股收益 (元)	1.51	1.25	1.48	(2.1)	18.0	5.55	25.7	5.75	25.7
资产负债表主要科目 (人民币十亿元)									
贷款	6,816	6,899	7,125	4.5	3.3				
存款	8,534	9,195	9,406	10.2	2.3				
资产	11,520	12,152	12,530	8.8	3.1				
所有者权益	969	1,046	1,066	10	1.9				
主要财务比率									
手续费及佣金占收入百分比	23.6	19.5	23.8	0.2ppt	4.2ppt				
成本收入比 (%)	31.5	42.2	32.2	0.7ppt	-10.1ppt				
净息差 (%)	2.02	1.94	1.91	-11.0bps	-3bps				
信用成本 (基点)	85.6	21.2	73.2	-12.4bps	52bps				
ROA (%)	1.36	1.19	1.22	-0.1ppt	0.0ppt				
ROE (%)	16.1	12.3	14.1	-2.0ppt	1.8ppt				
不良贷款 (人民币十亿元)	62.6	65.6	66.7	6.60%	1.70%				
不良贷款率 (%)	0.92	0.95	0.94	1.8bps	-1.6bps				
不良贷款拨备覆盖率 (%)	436.8	412	410	-26.8ppt	-2.0ppt				
核心一级资本充足率 (%)	14.07	14.86	14.86	79bps	0bps				
一级资本充足率 (%)	16.3	17.48	17.43	113bps	-5bps				
资本充足率 (%)	18.2	19.05	19.06	86bps	1bps				

资料来源：公司公告，Visible Alpha，华兴证券（香港）预测

附：财务报表

年结 12月

利润表

(RMBbn)	2024A	2025E	2026E	2027E
利息净收入	211	216	226	236
手续费及佣金净收入	72	73	77	82
其他营业收入	51	52	53	54
营业收入	334	342	357	372
营业成本	(118)	(120)	(122)	(126)
拨备前利润	217	222	234	246
拨备	(40)	(42)	(44)	(46)
非营业收入	2	2	2	2
税前利润	179	182	192	201
所得税	(29)	(30)	(31)	(33)
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
优先股股息	(6)	(6)	(6)	(6)
报告期内净收入	148	151	160	167
调整后净收入	143	145	154	162
每股收益 (RMB)	5.88	5.98	6.33	6.63
稀释每股调整收益(RMB)	5.66	5.76	6.11	6.41

资产负债表

(RMBbn)	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及存放中央银行款项	574	620	670	723
存放同业和其它金融机构款项	901	1,036	1,160	1,276
发放贷款净额	6,633	7,102	7,624	8,189
投资	3,056	3,270	3,499	3,744
固定资产	130	136	143	150
其他资产	859	968	1,046	1,144
总资产	12,152	13,132	14,142	15,226
客户存款	9,195	9,931	10,725	11,583
同业存放款项	1,209	1,258	1,308	1,360
负债/借款	132	183	192	202
其他负债	382	403	426	452
总负债	10,919	11,774	12,652	13,597
少数股东权益	7	11	12	13
股东权益	1,046	1,168	1,300	1,438
负债及所有者权益	12,152	13,132	14,142	15,226

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券(香港)预测

金融稳定性指标(%)

	2024A	2025E	2026E	2027E
资产负债结构				
存贷比	75.0	74.2	73.5	72.9
发放贷款净额/总资产	54.6	54.1	53.9	53.8
投资/总资产	25.1	24.9	24.7	24.6
客户存款/计息负债	86.5	86.6	87.0	87.3
同业存放款项/计息负债	11.4	11.0	10.6	10.3
资产质量				
不良贷款/总贷款	0.95	0.94	0.94	0.93
不良贷款/总资产	0.54	0.53	0.53	0.52
拨备覆盖率	406.0	385.6	354.9	330.2
信贷成本	0.60	0.59	0.58	0.57
贷款备抵	3.86	3.62	3.34	3.08
资本实力				
资本充足率	19.1	19.8	20.1	20.2
核心一级资本充足率	14.9	15.9	16.4	16.8

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
净利差 (%)	1.98	1.85	1.79	1.74
贷款总额增速 (%)	5.8	7.0	7.0	7.1
手续费收入增速 (%)	(12.7)	1.9	5.7	5.8
成本收入比 (%)	35.2	35.1	34.3	33.9
信用成本 (%)	0.60	0.59	0.58	0.57

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
同比变化率(%)				
营业收入	(0.6)	2.1	4.4	4.3
拨备前利润	0.6	2.2	5.7	4.8
净利润	1.2	1.7	5.8	4.8
调整后净利润	0.5	1.7	6.1	4.9
每股收益	1.2	1.7	5.8	4.8
盈利能力(%)				
息税折旧及摊销前利润率	52.9	52.6	53.4	53.6
息税前利润率	52.9	52.6	53.4	53.6
净利润率	44.4	44.2	44.8	45.0
调整后净利润率	42.7	42.5	43.2	43.5
股本收益率	14.2	12.9	12.3	11.6
资产收益率	1.2	1.1	1.1	1.1
估值比率(x)				
市盈率	5.4	6.9	6.5	6.2
市净率	0.7	0.9	0.8	0.7
股息率(%)	6.4	5.0	5.3	5.5

附录

分析师声明

本人王云吟兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：招商银行-H（3968 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其它部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称为“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888