

小鹏汽车 (XPEV.US/9868.HK): 四季度盈亏平衡能见度提升

我们重申小鹏汽车的“买入”评级，调整小鹏汽车美股/港股目标价至25.6美元/97.0港元，潜在升幅15%/18%。

- **重申小鹏“买入”评级：**小鹏一二季度汽车毛利率已经并将稳步小幅改善。随着二季度新老年度改款车型切换完成以及三季度重磅新车型的发布和交付，我们预期小鹏三四季度的交付量将有望大幅上扬。并且，随着具备双位数毛利率的新车型占比提升，公司下半年的毛利率将明显改善。今年四季度小鹏实现盈亏平衡能见度提升。作为我们的首推之一，小鹏当前估值1.6x市销率，结合在AI投入下带动的智能辅助驾驶、图灵芯片和机器人等加成，我们认为其估值具备吸引力。
- **汽车业务毛利率稳步改善：**今年一季度，小鹏收入为人民币158亿元，同比增长141%，环比下降2%，显著优于行业季节性下滑。展望二季度，公司汽车销量中位数显示4月、5月交付量将较3月小幅上升，主要受到新老车型切换阶段老车型交付放缓的影响。一季度毛利率为15.6%，同比增长2.7个百分点，环比增长1.1个百分点。其中，汽车业务毛利率环比稳步改善。费用为35亿元，控制较好，大体维持在去年三四季度水平。因此，公司的营业亏损和净亏损均较四季度进一步收窄。根据一季度业绩和展望，我们认为小鹏今年四季度盈亏平衡能见度提升，因此下调小鹏2025年净亏损预测。
- **业绩会要点及展望：**1) 公司今年二季度有5个年度改款车型，三季度有全新重磅车型。这将推动2025年下半年和2026年的汽车销量成长。2) 公司预期今年四季度整体毛利率有望达到15%-20%区间，并实现盈亏平衡。3) 自研图灵芯片车型将在二季度量产，三季度放量，并应用于此后的新车型。4) 机器人业务与小鹏汽车业务多个方面的能力协同，预期2026年有望进入到部分场景应用。
- **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2025年汽车销售/服务及其他收入2.0x/4.5x的市销率，得到小鹏汽车(XPEV.US)目标价为25.6美元，对应目标市销率2.2x。同时，我们得到小鹏汽车-W(9868.HK)目标价97.0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；新车型和改款车型订单/交付表现不及预期；上游成本压力拖累公司毛利率表现；经销模式转换效果不及预期；海外扩张进展不及预期；自动驾驶持续高投入，用户体验与竞争对手差异不明显。

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
营业收入	30,676	40,866	79,630	113,373	156,492
营收同比增速	14%	33%	95%	42%	38%
毛利率	1.5%	14.3%	16.8%	17.8%	18.2%
净利润(损失)	(10,376)	(5,790)	(1,446)	1,784	5,052
净利润增速	14%	(44%)	(75%)	NM	183%
目标市销率(x)	5.6	4.6	2.2	1.5	1.1

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

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5月22日

小鹏汽车 (XPEV.US)

买入

目标价(美元)	25.6
潜在升幅/降幅	+15%
目前股价(美元)	22.64
52周内股价区间(美元)	6.55-27.16
总市值(百万美元)	21,513
近90日均成交额(百万美元)	212.8

注：股价截至2025年5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

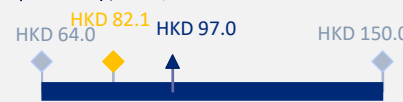
小鹏汽车-W (9868.HK)

买入

目标价(港元)	97.0
潜在升幅/降幅	+18%
目前股价(港元)	82.05
52周内股价区间(港元)	25.5-106
总市值(百万港元)	156,186
近90日均成交额(百万港元)	2,477.0

注：股价截至2025年5月22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
营业收入	30,676	40,866	79,630	113,373	156,492
营业成本	(30,225)	(35,021)	(66,270)	(93,202)	(127,936)
毛利润	451	5,846	13,361	20,171	28,556
营业费用	(11,341)	(12,504)	(15,636)	(19,370)	(24,457)
销售、行政及一般费用	(6,559)	(6,871)	(8,807)	(10,698)	(13,279)
研发费用	(5,277)	(6,457)	(8,532)	(10,375)	(12,880)
其他支出	495	823	1,703	1,703	1,703
营业利润（损失）	(10,889)	(6,658)	(2,275)	801	4,099
营业外收支	496	827	917	1,249	1,707
利息收入/（支出）净额	991	1,031	699	931	1,240
衍生工具负债之公允价值收益	(538)	(312)	181	281	431
其他收益-非经营	42	108	37	37	37
除税前溢利	(10,394)	(5,831)	(1,358)	2,050	5,807
所得税	(37)	70	(88)	(267)	(755)
净利润	(10,376)	(5,790)	(1,446)	1,784	5,052
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	-	-	-	-	-
归属普通股股东净利润	(10,376)	(5,790)	(1,446)	1,784	5,052
基本股数（ADS,百万）	870	946	950	950	950
摊销股数（ADS,百万）	870	946	950	950	950
基本每股收益（元）	(11.92)	(6.12)	(1.52)	1.88	5.32
稀释每股收益（元）	(11.92)	(6.12)	(1.52)	1.88	5.32

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动产生的现金流量净额	956	(2,012)	14,077	16,384	23,026
净利润	(10,376)	(5,790)	(1,446)	1,784	5,052
折旧及摊销	2,107	2,573	2,628	2,755	2,752
汇兑(收益)/损失	(97)	50	-	-	-
利息费用	(352)	(40)	699	931	1,240
其他营业活动现金流	845	(495)	-	-	-
营运资金变动	8,829	1,691	12,195	10,914	13,983
应收账款(增加)/减少	1,173	215	(4,751)	(4,135)	(5,284)
存货(增加)/减少	(2,359)	(1,060)	(4,964)	(4,278)	(5,517)
应付账款增加/(减少)	7,956	870	20,595	17,750	22,892
其他经营资金变动	2,059	1,666	1,315	1,578	1,893
投资活动产生的现金流量净额	631	(1,255)	(3,525)	(2,661)	(2,794)
资本支出	(2,303)	(2,258)	(3,600)	(2,728)	(2,855)
取得或购买长期投资	(189)	(144)	-	-	-
银行存款增加	5,441	(2,984)	-	-	-
短期投资	524	63	75	68	61
其他	(2,843)	4,069	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	8,015	669	5,000	5,000	5,000
借款	2,996	669	5,000	5,000	5,000
发行股份	5,020	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
外汇损益	(15)	36	-	-	-
现金流量净流量	9,588	(2,562)	15,553	18,724	25,232
期初现金及现金等价物	14,714	24,302	21,740	37,292	56,016
期末现金及现金等价物	24,302	21,740	37,292	56,016	81,248

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	34,059	34,671	50,224	68,948	94,180
短期投资	781	751	676	609	548
应收账款	4,598	5,008	9,759	13,894	19,179
存货	5,526	5,563	10,527	14,805	20,322
其他流动资产	9,557	3,742	4,490	5,389	6,466
流动资产合计	54,522	49,736	75,677	103,644	140,695
固定资产-物业、厂房及设备	10,954	11,522	12,078	12,063	12,122
资产使用权-非流动资产	1,456	1,262	1,323	1,321	1,327
土地使用权	2,789	2,744	2,877	2,873	2,887
无形资产	4,949	4,610	4,833	4,827	4,851
长期投资	2,085	1,963	1,963	1,963	1,963
其他非流动资产	7,407	10,868	10,868	10,868	10,868
资产合计	84,163	82,706	109,618	137,559	174,714
短期借款	5,253	6,468	6,968	7,468	7,968
应付账款	22,210	23,080	43,676	61,425	84,317
其他流动负债	8,648	10,317	12,380	14,856	17,827
流动负债合计	36,112	39,865	63,023	83,749	110,112
长期借款	5,651	5,665	10,165	14,665	19,165
其他非流动负债	6,072	5,902	5,902	5,902	5,902
负债合计	47,834	51,431	79,090	104,315	135,179
夹层权益	-	-	-	-	-
普通股	60	95	95	95	95
留存收益	(35,760)	(41,586)	(42,332)	(39,617)	(33,325)
其他综合收益	1,831	2,094	2,094	2,094	2,094
储备	70,198	70,672	70,672	70,672	70,672
股东权益合计	36,329	31,275	30,529	33,244	39,535
负债及股东权益合计	84,163	82,706	109,618	137,559	174,714

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营运指标增速					
营业收入增速	14%	33%	95%	42%	38%
毛利润增速	(85%)	1196%	129%	51%	42%
营业利润增速	25%	(39%)	(66%)	NM	412%
净利润增速	14%	(44%)	(75%)	NM	183%
盈利能力					
净资产收益率	(28.6%)	(18.5%)	(4.7%)	5.4%	12.8%
总资产报酬率	(12.3%)	(7.0%)	(1.3%)	1.3%	2.9%
投入资本回报率	(22.4%)	(12.8%)	(1.9%)	5.8%	10.7%
利润率					
毛利率	1.5%	14.3%	16.8%	17.8%	18.2%
营业利润率	(35.5%)	(16.3%)	(2.9%)	0.7%	2.6%
净利润率	(33.8%)	(14.2%)	(1.8%)	1.6%	3.2%
营运能力					
现金循环周期					
应收账款周转天数	50	43	34	38	39
存货周期天数	61	58	44	50	50
应付账款周转天数	220	236	184	206	208
净债务（净现金）	(23,155)	(22,539)	(33,092)	(46,815)	(67,048)
自由现金流	2,511	692	17,677	19,112	25,881

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 1Q25 业绩详情

人民币百万	1Q25	1Q24	同比	4Q24	环比
营业收入	15,811	6,548	141%	16,105	(2%)
毛利润	2,460	844	191%	2,325	6%
营业利润（损失）	(1,041)	(1,646)	(37%)	(1,556)	(33%)
净利润（损失）	(664)	(1,368)	(51%)	(1,330)	(50%)
基本每股收益 （人民币）	(0.70)	(1.45)	(52%)	(1.40)	(50%)

利润率	1Q25	1Q24	百分点	4Q24	百分点
毛利率	15.6%	12.9%	2.7	14.4%	1.1
营业费用率	22.1%	38.0%	(15.9)	24.1%	(2.0)
营业利润率	(6.6%)	(25.1%)	18.5	(9.7%)	3.1
净利率	(4.2%)	(20.9%)	16.7	(8.3%)	4.1

收入 人民币百万	1Q25	1Q24	同比	4Q24	环比
汽车销售	14,369	5,544	159%	14,671	(2%)
软件服务与其他	1,441	1,004	44%	1,434	1%
总收入	15,811	6,548	141%	16,105	(2%)

毛利率	1Q25	1Q24	百分点	4Q24	百分点
汽车销售	10.5%	5.5%	5.0	10.0%	0.4
软件服务与其他	66.4%	53.9%	12.4	59.6%	6.8
综合毛利率	15.6%	12.9%	2.7	14.4%	1.1

汽车销售	1Q25	1Q24	同比	4Q24	环比
汽车销量	94,008	21,821	331%	91,507	3%
汽车均价 （人民币）	152,852	254,085	(40%)	160,328	(5%)
汽车收入 （人民币百万）	14,369	5,544	159%	14,671	(2%)

资料来源：公司公告、浦银国际

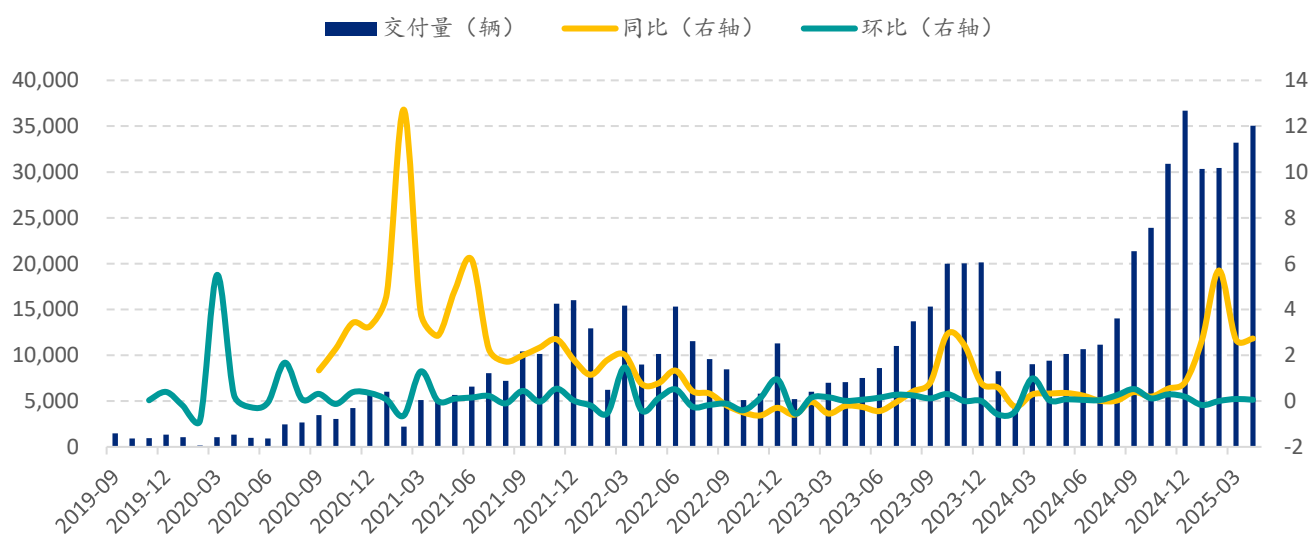
图表 3：小鹏汽车财务预测：新预测 vs 前预测

人民币百万	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	79,630	86,568	(8%)	113,373	138,871	(18%)	156,492	190,622	(18%)
毛利润	13,361	13,561	(1%)	20,171	24,091	(16%)	28,556	36,279	(21%)
经营利润（损失）	(2,275)	(3,384)	(33%)	801	4,983	(84%)	4,099	15,110	(73%)
净利润（损失）	(1,446)	(2,482)	(42%)	1,784	5,122	(65%)	5,052	13,964	(64%)
基本每股收益（元）	(1.52)	(2.62)	(42%)	1.88	5.40	(65%)	5.32	14.71	(64%)

利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	16.8%	15.7%	1.1	17.8%	17.3%	0.4	18.2%	19.0%	(0.8)
营业费用率	19.6%	19.6%	0.1	17.1%	13.8%	3.3	15.6%	11.1%	4.5
营业利润率	(2.9%)	(3.9%)	1.1	0.7%	3.6%	(2.9)	2.6%	7.9%	(5.3)
净利率	(1.8%)	(2.9%)	1.1	1.6%	3.7%	(2.1)	3.2%	7.3%	(4.1)

资料来源：浦银国际预测

图表 4：小鹏汽车月度销量：4 月交付 35,045 辆，同比增长 273%，环比增长 6%



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（2025 年）

人民币百万	收入	收入增速	市销率	估值
汽车销售	73,227	104%	2.0	142,792
服务及其他	6,404	27%	4.5	28,817
合计	79,630	95%	2.2	171,609
股数（百万）				1,899
目标价（人民币）				90
美元/人民币				7.2024
美股目标价（美元）				25.6
美股较 H 股溢价				2%
港元/人民币				0.9312
港股目标价（港元）				97.0

资料来源：浦银国际预测

图表 6：小鹏汽车（XPEV.US）历史市销率



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 2025 年 5 月 21 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）

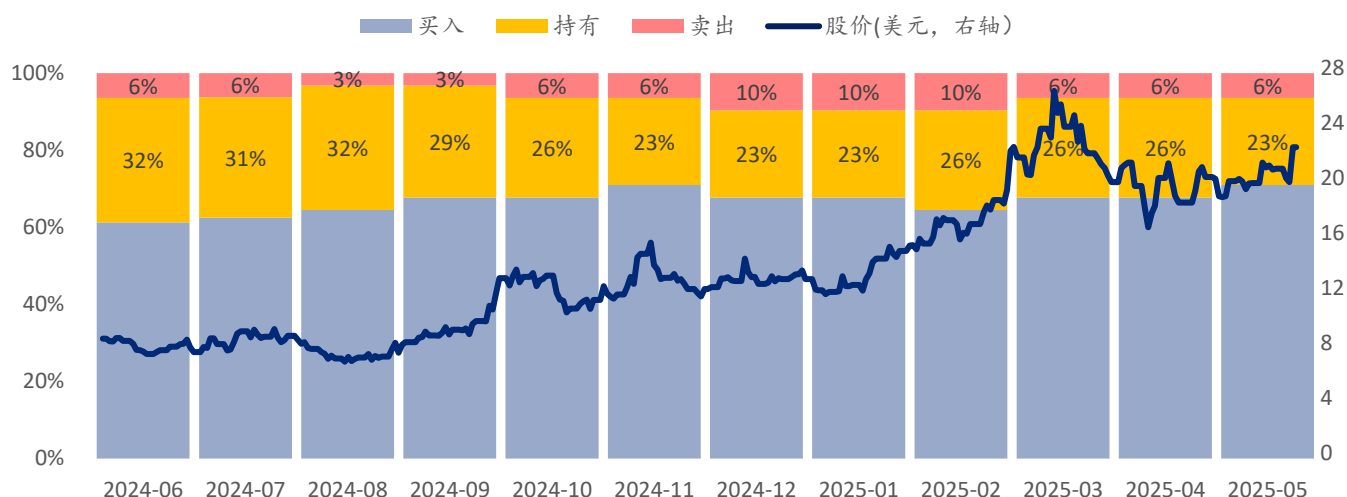


注：截至 2025 年 5 月 22 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

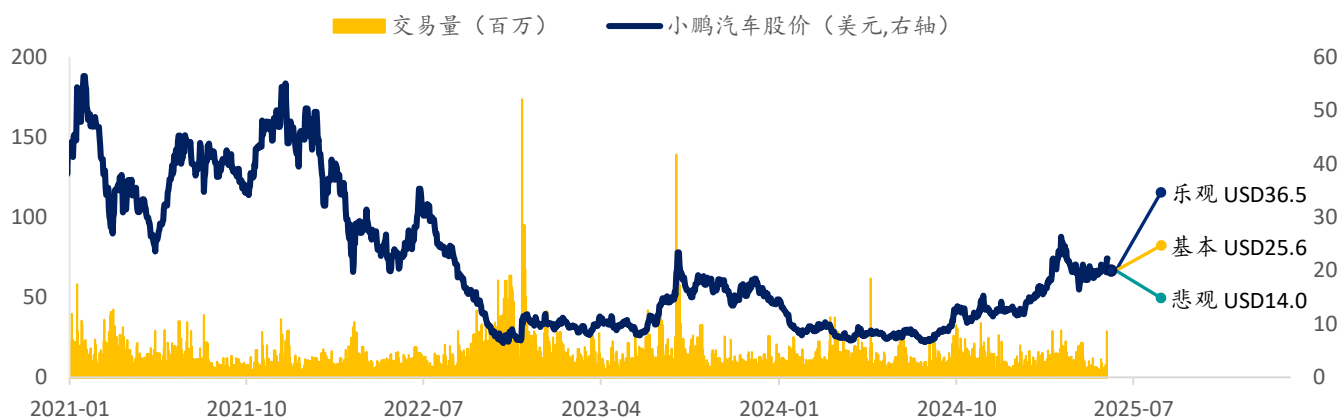
● SPDBI 乐观与悲观情景假设

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：36.5 美元（概率：20%）

- 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；
- 新车型和改款车型订单及交付量增速快于预期，推动汽车平均售价和毛利率提升；
- 海外扩张进展迅速，海外销量贡献高于预期；
- AI 及自动驾驶研发进展较快。

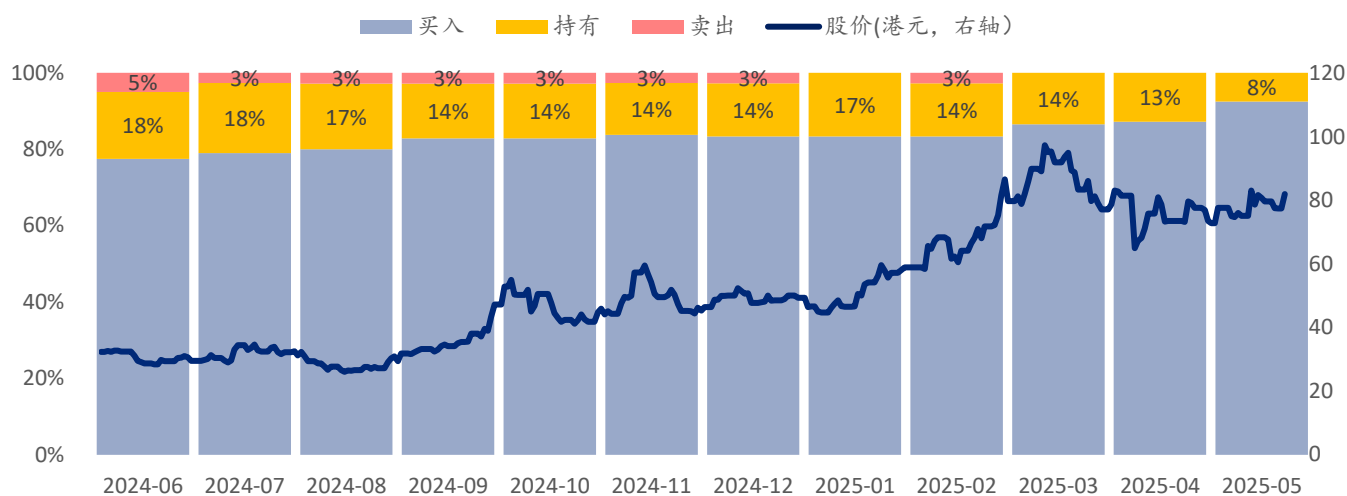
悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：14.0 美元（概率：15%）

- 新能源汽车行业需求增长不及预期拖累销量增速；
- 新车型和改款车型订单/交付表现不及预期；
- 上游成本压力拖累公司毛利率表现；
- 经销模式转换效果不及预期；
- 海外扩张进展不及预期；
- 自动驾驶高投入，体验与竞争对手差异不明显。

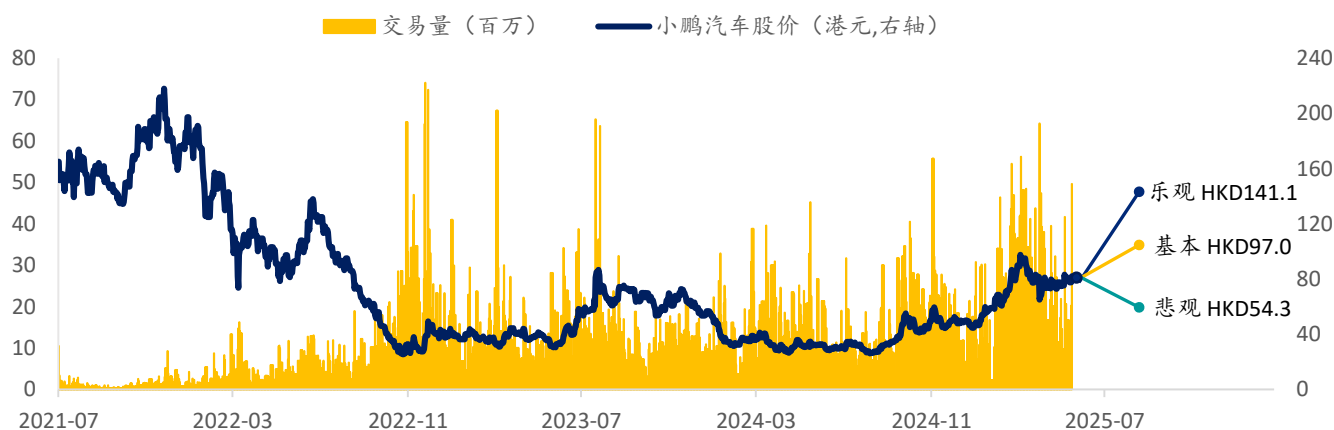
资料来源：浦银国际预测

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：141.1 港元（概率：20%）

- 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；
- 新车型和改款車型订单及交付量增速快于预期，推动汽车平均售价和毛利率提升；
- 海外扩张进展迅速，海外销量贡献高于预期；
- 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：54.3 港元（概率：15%）

- 新能源汽车行业需求增长不及预期拖累销量增速；
- 新车型和改款車型订单/交付表现不及预期；
- 上游成本压力拖累公司毛利率表现；
- 经销模式转换效果不及预期；
- 海外扩张进展不及预期；
- 自动驾驶高投入，体验与竞争对手差异不明显。

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	53.2	买入	75.0	20/3/2025	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	74.5	买入	114.2	27/2/2025	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	202.1	买入	236.3	8/5/2025	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	33.9	买入	40.7	28/4/2025	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	35.8	买入	41.6	28/10/2024	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	31.8	买入	37.2	28/4/2025	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	21.2	买入	24.7	22/4/2025	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	38.1	买入	60.5	21/3/2025	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	62.9	买入	88.9	27/3/2025	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	7.2	买入	9.1	18/3/2025	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	133.2	买入	153.0	30/4/2025	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	3.9	买入	5.3	24/3/2025	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	30.6	买入	41.1	24/3/2025	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	22.3	买入	25.6	22/5/2025	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	82.1	买入	97.0	22/5/2025	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	29.1	买入	32.2	17/3/2025	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	112.3	买入	132.0	17/3/2025	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	62.1	买入	74.6	20/5/2025	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	334.6	持有	374.8	16/5/2025	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	456.2	买入	458.8	28/4/2025	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	398.8	买入	444.0	28/4/2025	新能源汽车
HSAI US Equity	禾赛科技	21.0	买入	20.0	11/3/2025	激光雷达
2498 HK Equity	速腾聚创	38.0	买入	45.6	1/4/2025	激光雷达
MBLY US Equity	Mobileye	15.8	买入	19.6	14/5/2025	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	41.8	买入	49.7	12/5/2025	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	83.8	买入	99.4	12/5/2025	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	31.0	买入	39.0	11/5/2025	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	47.2	买入	56.7	11/5/2025	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	982.0	买入	1,046.6	18/4/2025	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	191.8	买入	188.4	18/4/2025	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	46.4	买入	52.9	30/4/2025	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	25.0	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	48.1	买入	55.7	1/4/2025	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	45.4	买入	52.2	8/4/2025	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	33.6	买入	33.4	8/4/2025	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	83.0	买入	112.4	30/10/2024	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	30.8	买入	38.7	14/8/2024	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	16.4	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	131.8	买入	143.0	28/2/2025	AI 芯片
AMD US Equity	超威半导体	112.1	买入	134.2	16/5/2025	AI 芯片
INTC US Equity	英特尔	20.7	卖出	20.4	28/11/2024	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	151.3	买入	178.3	14/5/2025	AI 芯片
2454 TT Equity	联发科	1,325.0	买入	1,820.8	10/2/2025	AI 芯片

注：港股、A股、台股截至 2025 年 5 月 22 日收盘价，美股截至 2025 年 5 月 21 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

