

蔚来(NIO.US/9866.HK): 销量预计逐步改善, 费用有望严格控制

我们维持蔚来的“买入”评级, 调整蔚来(NIO.US)/蔚来-SW(9866.HK)目标价至4.1美元/32.0港元, 对应潜在升幅均为16%。

- 重申蔚来“买入”评级:** 组织架构改革和优化将推动公司在销量份额端及利润端的改善, 整体势头向上。首先, 新款“5566”车型推动主品牌销量增长, 口碑传播带动乐道品牌销量恢复改善, 萤火虫在国内和海外的销量规划稳步推进。其次, 公司在费用控制上更加严格、清晰, 包括组织和人员优化, 有望带来下半年费用绝对值或比例显著改善。同时, 今年下半年销量增长将会带动现金流入, 保障长期竞争力。最后, 蔚来估值处于较低位置, 当前市销率0.6x, 估值上行空间较大。
- 蔚来、乐道、萤火虫三个品牌销量逐步上扬:** 5月上市的新款“5566”车型将带动蔚来品牌销量在6月及之后的交付量表现。今年四季度全新ES8的交付有望进一步带动销量和盈利。随着销售和组织架构的调整, 结合自身的产品力, 乐道的订单和交付量在稳步反弹。我们认为乐道有望承接今年新能源车行业纯电销量增速更高的行业动能, 保持销量提升。萤火虫单月交付将在2,000-3,000台的量级, 比较符合预期。同时, 海外销量贡献有望推动萤火虫的交付到3,000台/月以上。综上, 我们上调蔚来2025年和2026年的汽车销量预测。
- 严格控制费用, 盈利改善确定性增强:** 首先, 随着新车型上市以及销量的稳步提升, 蔚来的汽车毛利率水平有望持续改善。其次, 公司进行组织变革、降本增效、人员和团队的优化, 具体包括降低一线销售人员固定薪酬比例以及中后台部门的合并和精简等措施。公司指引今年下半年研发费用将下降到单季20亿-25亿元, 销售费用占比也会进一步下降, 管理费用将稳定在单季10亿元左右。因此, 我们调减今明两年营业亏损及净亏损的预测。
- 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分别给予0.7x和0.9x市销率。我们得到蔚来美股目标价4.1美元, 对应目标市销率0.7x。同时得到其港股目标价为32.0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; 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; 辅助驾驶功能升级落地速度较慢。

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	55,618	65,732	90,033	120,721	136,237
营收同比增速	13%	18%	37%	34%	13%
毛利率	5.5%	9.9%	11.8%	14.3%	15.4%
净利润(亏损)	(21,147)	(22,658)	(17,244)	(7,790)	(2,676)
净利润(亏损)增速	45%	7%	(24%)	(55%)	(66%)
目标市销率(x)	0.9	0.9	0.7	0.5	0.4

E=浦銀國際預測 資料來源: 公司報告、浦銀國際

沈岱
首席科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

黃佳琦
科技分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

2025年6月25日

蔚来(NIO.US)

目标价(美元)	4.1
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价(美元)	3.50
52周内股价区间(美元)	3.02-7.71
总市值(百万美元)	7,861
近90日均成交额(百万美元)	152.2

注: 股价截至2025年6月24日收盘

买入

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源: Bloomberg、浦銀國際

蔚来-SW(9866.HK)

目标价(港元)	32.0
潜在升幅/降幅	+16%
目前股价(港元)	27.55
52周内股价区间(港元)	23.7-60.7
总市值(百万港元)	61,877
近90日均成交额(百万港元)	269.6

注: 股价截至2025年6月25日收盘

买入

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间
资料来源: Bloomberg、浦銀國際



扫码关注浦銀國際研究

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	55,618	65,732	90,033	120,721	136,237
销售成本	(52,566)	(59,239)	(79,430)	(103,449)	(115,243)
毛利润	3,052	6,493	10,603	17,273	20,994
经营支出	(25,707)	(28,367)	(27,969)	(26,049)	(24,663)
销售费用	(12,885)	(15,741)	(17,868)	(17,503)	(15,431)
研发费用	(13,431)	(13,037)	(11,079)	(9,524)	(10,209)
营业利润(亏损)	(22,655)	(21,874)	(17,366)	(8,776)	(3,668)
非经营收入	2,196	(550)	192	881	900
财务费用	1,806	55	247	425	425
其他	390	(606)	(56)	456	474
税前利润(亏损)	(20,459)	(22,425)	(17,174)	(7,895)	(2,769)
税务费用	(261)	23	(14)	16	4
税后利润(亏损)含少数股东权益	(20,720)	(22,402)	(17,189)	(7,879)	(2,765)
少数股东权益	124	(92)	(89)	(89)	(89)
净利润(亏损)	(21,147)	(22,658)	(17,244)	(7,790)	(2,676)
基本股数(百万)	1,700	2,055	2,094	2,094	2,094
摊销股数(百万)	1,700	2,055	2,094	2,094	2,094
基本每股收益(元)	(12.44)	(11.03)	(8.24)	(3.72)	(1.28)
摊销每股收益(元)	(12.44)	(11.03)	(8.24)	(3.72)	(1.28)

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	32,935	19,329	18,386	28,259	34,199
受限制资金	5,542	8,321	8,321	8,321	8,321
短期投资	16,810	14,138	13,431	12,759	12,121
应收账款和应收票据	4,658	1,676	2,066	2,494	2,533
存货	5,278	7,087	8,362	9,584	9,396
其他流动负债	5,157	11,335	9,858	8,290	5,210
流动资产合计	70,380	61,886	60,424	69,707	71,779
物业、厂房及设备	24,847	25,893	30,749	36,329	42,524
无形资产	30	30	30	30	30
其他非流动资产	16,639	16,670	16,670	16,670	16,670
总资产	117,383	107,605	111,312	126,517	135,164
短期借货	9,821	9,127	11,409	14,261	17,827
应付账款和应付票据	29,766	34,387	46,108	60,050	66,897
其他流动负债	18,210	18,797	25,746	31,947	32,858
流动负债合计	57,798	62,311	83,263	106,258	117,581
长期借款	13,043	11,441	11,441	11,441	11,441
其他非流动负债	16,946	20,346	20,346	20,346	20,346
总负债	87,787	94,098	115,050	138,045	149,368
股本	117,717	118,688	118,688	118,688	118,688
储备	(90,325)	(112,486)	(129,730)	(137,520)	(140,196)
少数股东权益	189	98	98	98	98
其他	(1,850)	(239)	(239)	(239)	(239)
股东权益总额	29,596	13,507	(3,738)	(11,528)	(14,204)
总负债和股东权益	117,383	107,605	111,312	126,517	135,164

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(1,382)	(7,849)	5,523	15,836	11,257
税后利润(亏损)含少数股东权益	(20,720)	(22,402)	(17,189)	(7,879)	(2,765)
折旧	3,378	5,875	4,286	3,563	2,947
其他经营活动现金流	6,714	8,476	(56)	89	89
营运资金变动	9,246	201	18,481	20,063	10,986
应收账款减少(增加)	461	2,981	(390)	(427)	(39)
库存减少(增加)	2,914	(1,809)	(1,275)	(1,222)	189
应付账款增加(减少)	4,542	4,621	11,721	13,943	6,846
其他经营资金变动	1,329	(5,592)	8,426	7,770	3,991
投资活动现金流	(10,885)	(4,958)	(8,748)	(8,815)	(8,883)
资本支出	(14,341)	(9,142)	(9,142)	(9,142)	(9,142)
取得或购买长期投资	(422)	(392)	(313)	(344)	(378)
银行存款增加	-	-	-	-	-
短期投资	3,854	4,456	707	672	638
其他	23	120	-	-	-
融资活动现金流	27,663	1,772	2,282	2,852	3,565
借款	1,918	1,706	2,282	2,852	3,565
发行股份	20,962	-	-	-	-
发行债券	8,121	-	-	-	-
其他	(3,339)	66	-	-	-
外汇损益	70	161	-	-	-
现金及现金等价物净流量	15,466	(10,874)	(943)	9,874	5,939
期初现金及现金等价物	23,155	38,622	27,747	26,804	36,678
期末现金及现金等价物	38,622	27,747	26,804	36,678	42,617

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营运指标增速					
营业收入增速	13%	18%	37%	34%	13%
毛利润增速	(41%)	113%	63%	63%	22%
营业利润(亏损)增速	45%	(3%)	(21%)	(49%)	(58%)
净利润(亏损)增速	45%	7%	(24%)	(55%)	(66%)
盈利能力					
净资产收益率	(74%)	(105%)	(353%)	102%	21%
总资产报酬率	(20%)	(20%)	(16%)	(7%)	(2%)
投入资本回报率	(44%)	(64%)	(91%)	(62%)	(24%)
利润率					
毛利率	5%	10%	12%	14%	15%
营业利润率	(41%)	(33%)	(19%)	(7%)	(3%)
净利润率	(38%)	(34%)	(19%)	(6%)	(2%)
营运能力					
现金循环周期	(112)	(142)	(142)	(149)	(164)
应收账款周转天数	32	18	8	7	7
存货周期天数	47	38	35	32	30
应付账款周转天数	191	198	185	187	201
负债率					
净债务(净现金)	(15,613)	(7,082)	(3,857)	(10,878)	(13,252)
自由现金流	(24,372)	(24,940)	(3,741)	5,708	1,122

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

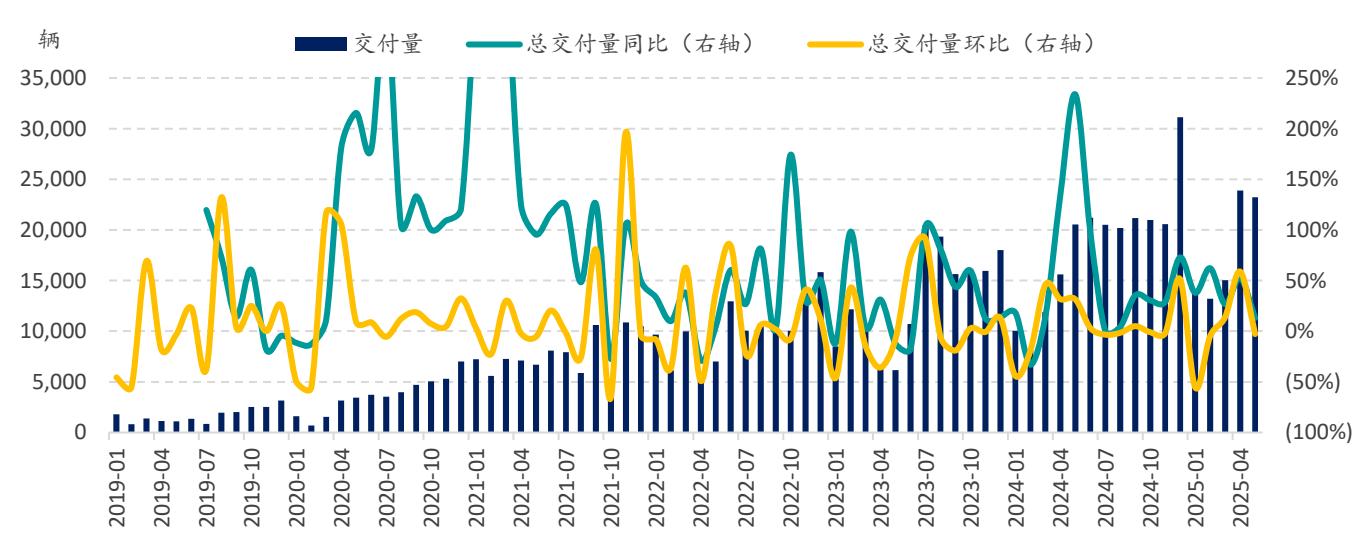
● 预测调整

图表 2: 蔚来财务预测: 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	90,033	80,265	12%	120,721	106,418	13%	136,237	140,957	(3%)
毛利润	10,603	7,986	33%	17,273	13,071	32%	20,994	20,056	5%
营业利润 (亏损)	(17,366)	(18,800)	(8%)	(8,776)	(16,301)	(46%)	(3,668)	(9,404)	(61%)
净利润 (亏损)	(17,244)	(17,984)	(4%)	(7,790)	(15,719)	(50%)	(2,676)	(8,993)	(70%)
基本每股收益 (元)	(8.24)	(8.75)	(6%)	(3.72)	(7.65)	(51%)	(1.28)	(4.38)	(71%)
利润率									
毛利率	11.8%	9.9%	1.8	14.3%	12.3%	2.0	15.4%	14.2%	1.2
营业费用率	31.1%	33.4%	(2.3)	21.6%	27.6%	(6.0)	18.1%	20.9%	(2.8)
营业利润率	(19.3%)	(23.4%)	4.1	(7.3%)	(15.3%)	8.0	(2.7%)	(6.7%)	4.0
净利率	(19.2%)	(22.4%)	3.3	(6.5%)	(14.8%)	8.3	(2.0%)	(6.4%)	4.4

E=浦银国际预测; 资料来源: 浦银国际

图表 3: 蔚来月度销量: 5月交付 23,231 辆, 同比增长 13%, 环比下降 3%



资料来源: 公司公告、浦银国际

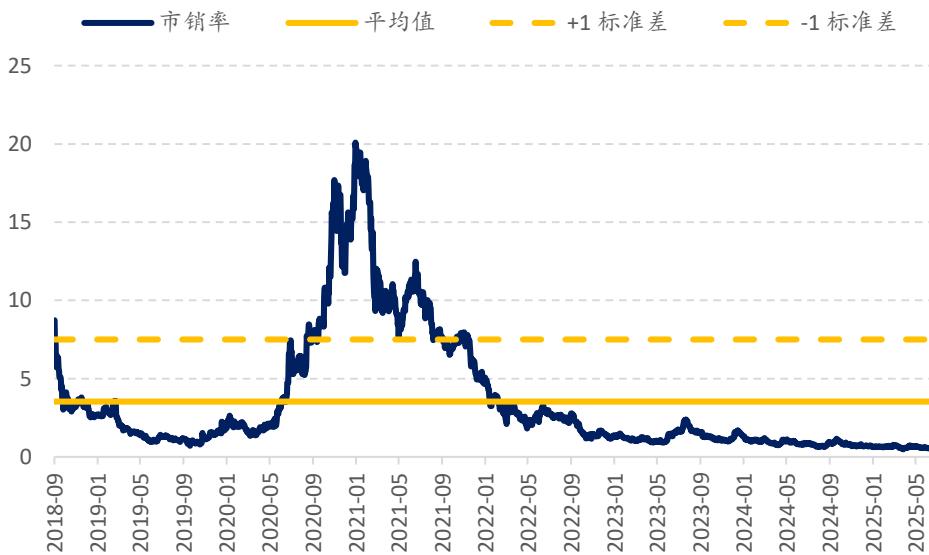
● 分部加总估值

图表 4: 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	79,356	36%	0.7	51,581
其他销售	10,677	42%	0.9	9,609
合计	90,033	37%	0.7	61,190
股数 (百万)				2,094
目标价 (人民币)				29
美元/人民币				7.1716
目标价 (美元)				4.1
港元/人民币				0.9135
目标价 (港元)				32.0

资料来源：浦银国际预测

图表 5: 蔚来 (NIO.US) 历史市销率：上市以来均值 3.5x



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6: 浦银国际目标价: 蔚来 (NIO.US)



注: 截至 2025 年 6 月 24 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 浦银国际目标价: 蔚来-SW (9866.HK)

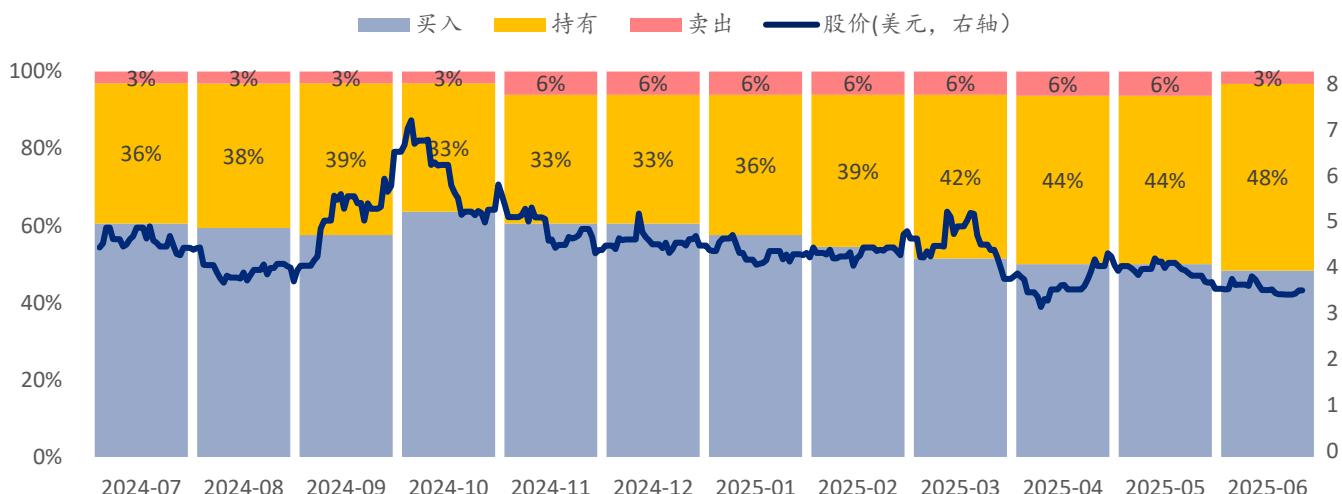


注: 截至 2025 年 6 月 25 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

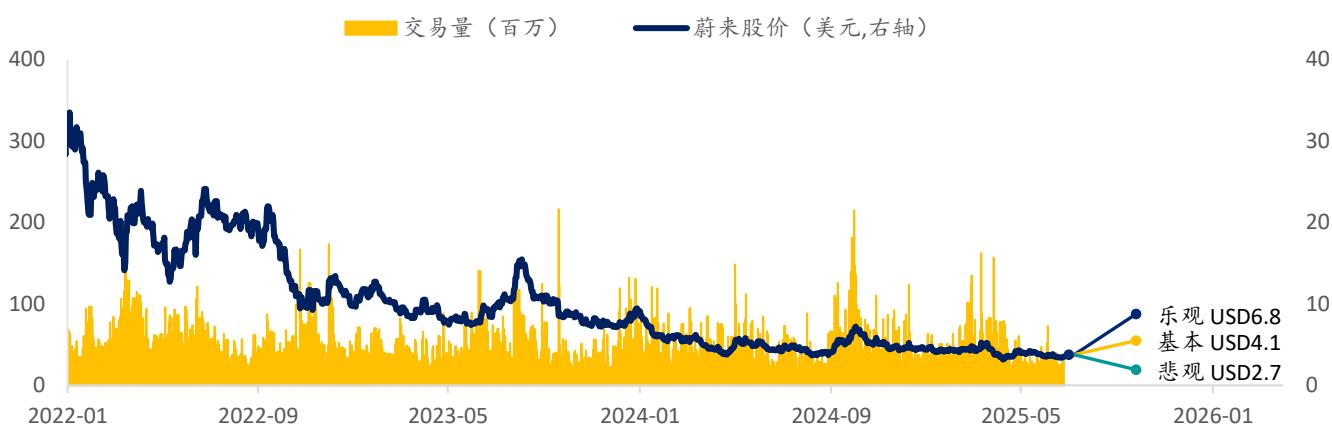
• SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8: 蔚来 (NIO.US) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 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: 6.8 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改善;
- 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。

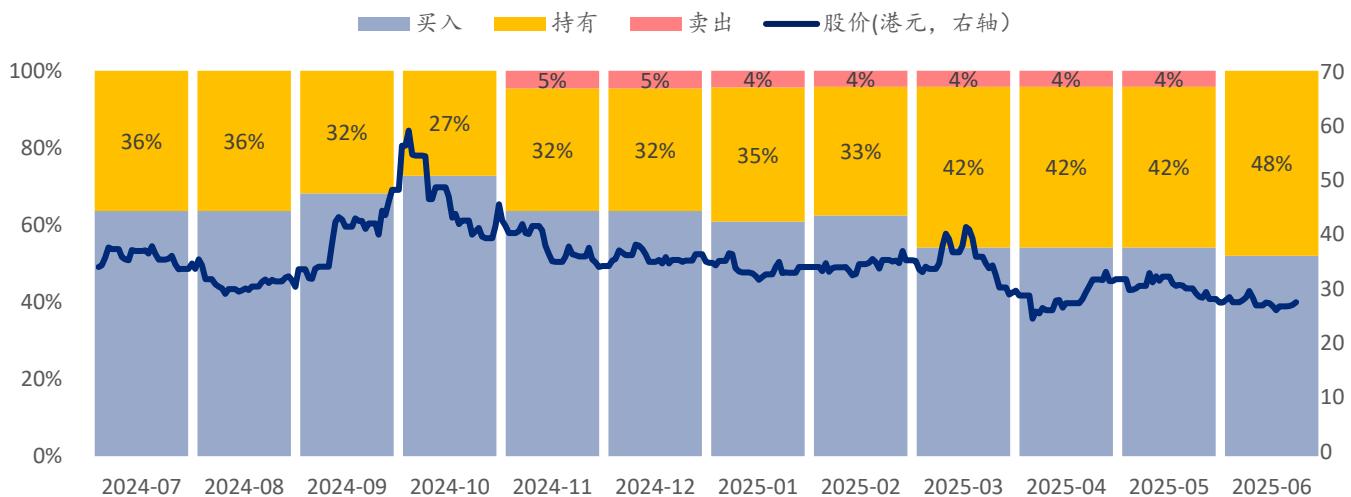
悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 2.7 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;
- 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、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;
- 辅助驾驶功能升级落地速度较慢。

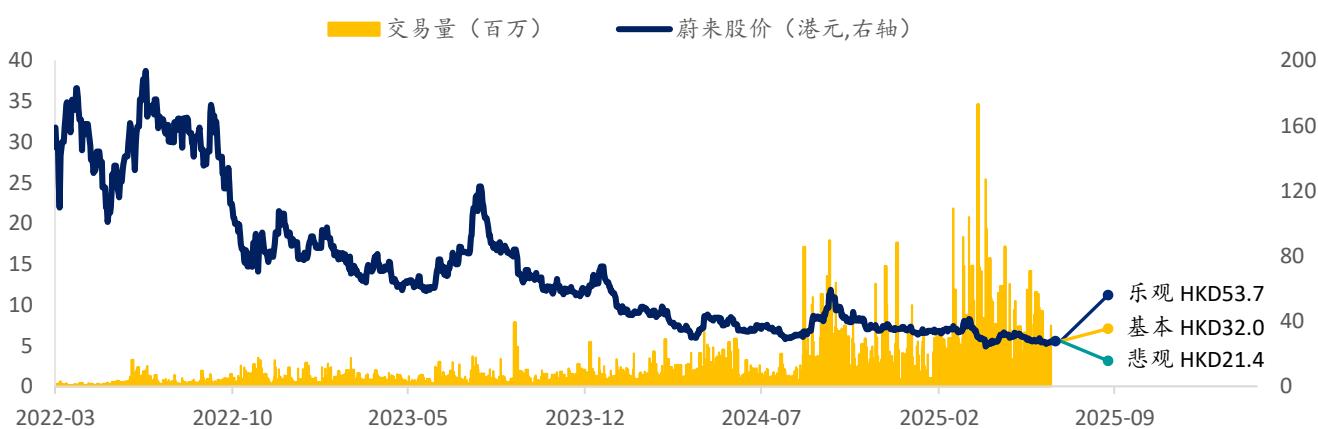
资料来源: 浦银国际预测

图表 10: 蔚来-SW (9866.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 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: 53.7 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改善;
- 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: 21.4 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;
- 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、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;
- 辅助驾驶功能升级落地速度较慢。

资料来源: 浦银国际预测

图表 12: 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	56.7	买入	75.0	20/3/2025	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	78.9	买入	114.2	27/2/2025	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	200.3	买入	236.3	8/5/2025	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	31.9	买入	40.7	28/4/2025	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	33.7	买入	41.6	28/10/2024	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	33.2	买入	37.2	28/4/2025	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	22.1	买入	24.7	22/4/2025	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	41.1	买入	60.5	21/3/2025	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	68.4	买入	88.9	27/3/2025	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	8.2	买入	9.1	18/3/2025	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	128.6	买入	153.0	30/4/2025	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	3.5	买入	4.1	25/6/2025	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	27.6	买入	32.0	25/6/2025	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	19.9	买入	25.6	22/5/2025	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	76.5	买入	97.0	22/5/2025	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	28.5	买入	32.7	30/5/2025	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	111.7	买入	126.6	30/5/2025	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	56.7	买入	74.6	20/5/2025	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	340.5	持有	374.8	16/5/2025	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	129.9	买入	458.8	28/4/2025	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	349.3	买入	444.0	28/4/2025	新能源汽车
HSAI US Equity	禾赛科技	20.8	买入	25.5	27/5/2025	激光雷达
2498 HK Equity	速腾聚创	33.4	买入	39.5	2/6/2025	激光雷达
MBLY US Equity	Mobileye	18.0	买入	19.6	14/5/2025	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	44.1	买入	49.7	12/5/2025	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	88.4	买入	99.4	12/5/2025	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	35.6	买入	39.0	11/5/2025	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	52.9	买入	56.7	11/5/2025	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	1,070.0	买入	1,046.6	18/4/2025	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	220.1	买入	188.4	18/4/2025	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	46.9	买入	52.9	30/4/2025	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	24.8	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	51.6	买入	55.7	1/4/2025	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	42.6	买入	52.2	8/4/2025	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	31.8	买入	33.4	8/4/2025	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	80.9	买入	112.4	30/10/2024	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	30.6	买入	38.7	14/8/2024	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	17.2	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	147.9	买入	143.0	28/2/2025	AI 芯片
AMD US Equity	超威半导体	138.4	买入	134.2	16/5/2025	AI 芯片
INTC US Equity	英特尔	22.6	卖出	20.4	28/11/2024	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	155.7	买入	178.3	14/5/2025	AI 芯片
2454 TT Equity	联发科	1,295.0	买入	1,820.8	10/2/2025	AI 芯片

注: A股、港股截至 2025 年 6 月 25 日收盘价, 美股截至 2025 年 6 月 24 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团 - 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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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及的股票，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及的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提及的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及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

