

公司報告

特斯拉 (TSLA US)

汽车周期压力犹存，因缺乏短期催化剂下调评级至中性

- 二季度公司利润及毛利率略超预期，得益新款 Model Y 及原材料降本提升
- 小型车 3Q 末上市，Robotaxi 扩大运营，三代 Optimus 年内发布明年量产
- AI 赛道有待催化，汽车短期仍承压，下调至中性评级与目标价 361 美元

2Q 毛利率及净利润略超预期，下半年新车或稀释政策调整压力

二季度归母净利润 11.9 亿美元，同比/环比-11.8%/+16.3%，略高于 Visible Alpha 一致预期的 11.6 亿美元约 2.7%。1) 收入：二季度销售汽车 38.4 万辆，同比/环比-13.5%/+14.1%，马斯克退出政坛后销量环比提升，下半年 7,500 美元补贴退坡后将有一定负面冲击，但平价小型车量产或对冲其影响。汽车销售收入 157.9 亿美元，同比/环比-14.8%/+22.1%，对应单车收入 4.1 万美元，同比/环比-1.5%/+7.1%。二季度能源收入 27.9 亿美元，同比/环比-7.5%/+2.2%。2) 毛利：二季度汽车毛利率 14.1%，同比/环比+0.2ppt/+2.7ppts，原材料成本下降抵消关税升高，其次是新款 Model Y 二季度上市提升了售价及利润率，减缓市场竞争对盈利的冲击。能源毛利率达 30.3%，同比/环比+5.8ppts/+1.6ppts。二季度整体毛利率达 17.2%，同比/环比-0.7ppt/+0.9ppt，整体表现稳健。随着监管积分取消以及 OBBB（大而美法案）或负面影响高毛利率能源业务，预计下半年整体毛利率仍承压。3) 费用率：二季度研发费用率 7.1%，同比/环比+2.9ppts/-0.2ppt。SG&A 费用率 6.1%，同比/环比+1.1ppts/-0.4ppt。

自动驾驶落地加速，Optimus 迭代三代明年量产

- 1) Robotaxi：已申请佛州/湾区等多地区推广，若获批则有望快速加大覆盖；奥斯丁运营面积将扩 10 倍，副驾安全员为加速落地而非必须。
- 2) FSD：年底部分区域开放无监督，欧/中同步推进监管审批；参数量将扩 10 倍，V12 后订阅率增长 25%。
- 3) 共享网络：明年私家车可接入 Robotaxi。
- 4) 平价小型车：1H25 启动生产，受补贴抢装及新产线爬坡拖累，节奏低于原预期，预计 2H25 量产。
- 5) 人形机器人：Optimus 3 进展顺利，原型年内发布、明年量产，远期目标年产 100 万台。
- 6) Dojo：明年扩至 10 万节点；AI5/AI6 分别 2026 年/2027 年底量产，融合车与数据中心芯片设计。

汽车周期压力犹存，下调评级至中性及目标价至 361 美元

公司强调未来几个季度业绩面临压力，汽车短期仍承压。维持盈利预测不变，但考虑汽车周期不确定性，小幅下调汽车估值，用分部加总法（图 8），下调至中性评级与目标价 361 美元。长期仍看好公司 AI+智能车及 AI+机器人两大赛道的价值，催化剂有 AI 日技术发布、自动驾驶运营扩大、人形机器人技术展示等，我们将在公司业务有重大进展或技术突破后重申基本面。风险因素：行业景气度下降；马斯克参政。

财务数据

单位：百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	96,773	97,690	98,208	113,453	143,637
同比增长	18.8%	0.9%	0.5%	15.5%	26.6%
净利润	14,997	7,091	5,855	9,330	12,716
同比增长	19.4%	-52.7%	-17.4%	59.4%	36.3%
非 GAAP 净利润	10,882	8,419	7,655	11,230	14,716
同比增长	-22.9%	-22.6%	-9.1%	46.7%	31.0%
非 GAAP 每股盈利 (美元)	3.12	2.39	2.18	3.19	3.62
非 GAAP 市盈率	106.6	138.9	152.8	104.2	92.0
市净率	18.5	16.0	14.5	12.7	11.0
ROE	23.9%	9.7%	7.3%	10.2%	11.9%

资料来源：公司资料、招商證券 (香港) 预测；截至 2025 年 7 月 23 日收盘价

梁勇活

+86 755 8290 4571

liangy6@cmschina.com.cn

殷浩程

+86 755 8308 2215

yinhc@cmschina.com.cn

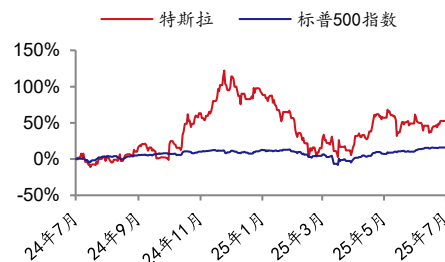
最新变动

2025 年二季度业绩点评

▼ 中性

前次评级	增持
股价	332.6 美元
12 个月目标价 (上涨/下跌空间)	361 美元 (+8%)
前次目标价	377 美元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
TSLA US	2.3	(22.7)	31.1
SPX	5.5	5.0	13.2

资料来源：彭博

行业：汽车汽配

标普 500	6,359
纳斯达克指数	21,020
重要数据	
52 周股价区间 (美元)	182 - 488.54
市值 (百万美元)	1,071,161
日均成交量 (百万股)	81.21
每股净资产 (美元)	24.00
主要股东	
埃隆·马斯克	12.89%
The Vanguard Group	7.21%
BlackRock	5.92%
自由流通量	73.98%

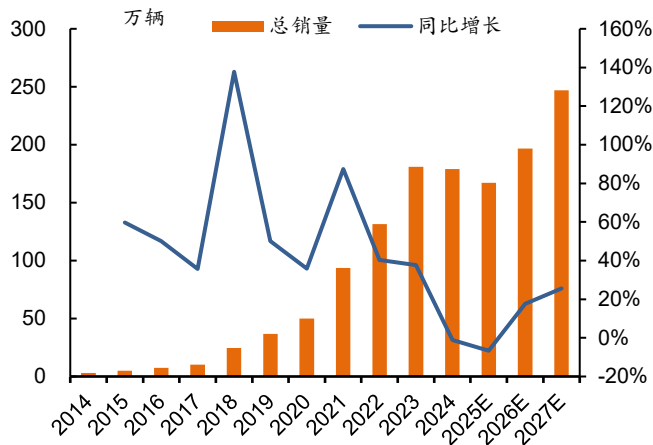
资料来源：彭博

相关报告

- 全球人工智能/机器人 - 行业密集利好来袭，看好头部领先公司（推荐）（2025/7/21）
- 特斯拉 (TSLA US) - 25 年汽车产品周期恢复，AI 机器人进展超预期（增持）（2025/1/15）
- 特斯拉 (TSLA US) - 入局 Robotaxi，加大 AI 战略布局（增持）（2024/10/11）

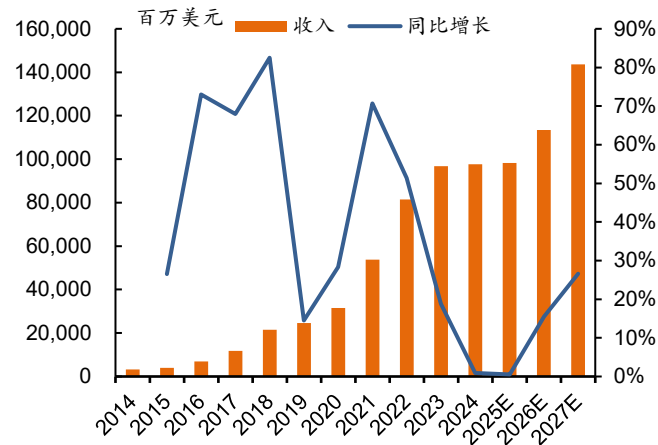
重点图表

图 1: 公司年度销量保持增长



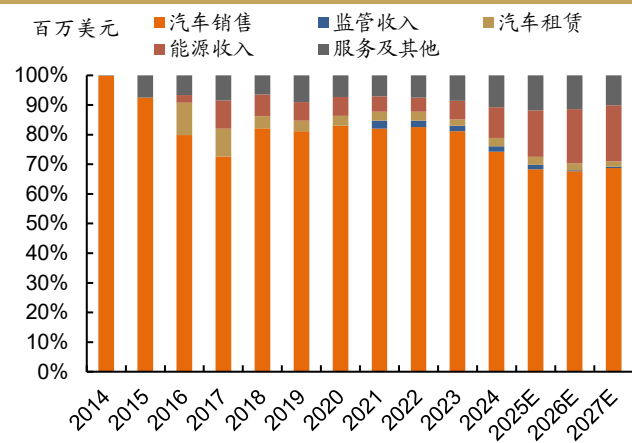
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 2: 公司收入增长及增速稳定



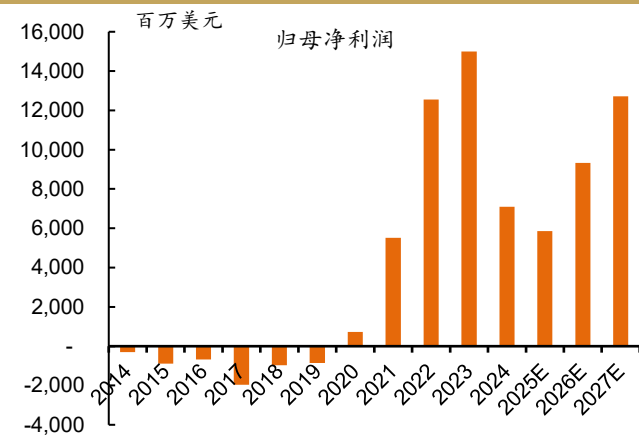
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 3: 收入逐渐多元化, 多赛道同时发力



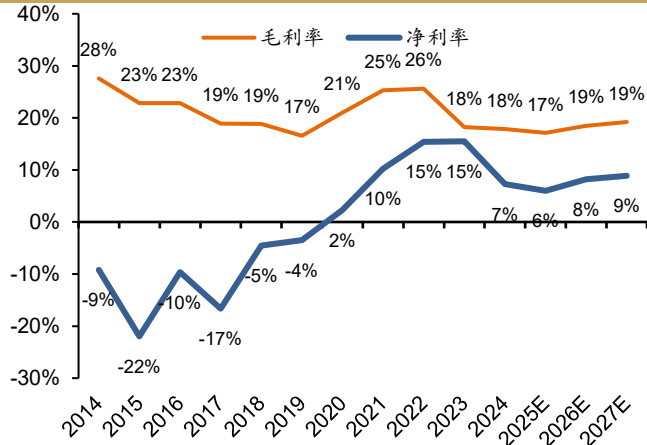
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 4: 归母净利润预测 25 年重启上升趋势



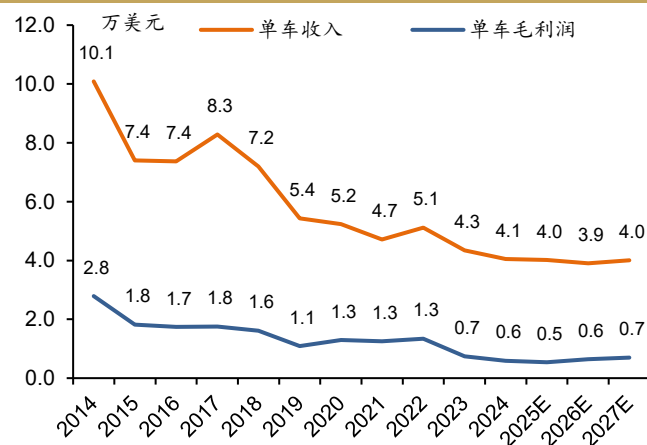
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 5: 整体毛利率和净利率逐渐回升



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 6: 单车收入和单车毛利润保持稳定



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 7: 公司季度业绩概览

(百万美元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	同比	环比
营业收入	25,500	25,182	25,707	19,335	22,496	-11.8%	16.3%
营业成本	-20,922	-20,185	-21,528	-16,182	-18,618	-11.0%	15.1%
毛利润	4,578	4,997	4,179	3,153	3,878	-15.3%	23.0%
研发费用	-1,074	-1,039	-1,276	-1,409	-1,589	48.0%	12.8%
销售、管理及一般费用	-1,277	-1,186	-1,313	-1,251	-1,366	7.0%	9.2%
除税前溢利	1,787	2,791	2,524	589	1,549	-13.3%	163.0%
所得税	-371	-602	-381	-169	-359	-3.2%	112.4%
归母净利润	1,400	2,173	2,128	409	1,172	-16.3%	186.6%
非 GAAP 净利润	1,400	2,173	2,125	409	1,172	-16.3%	186.6%
毛利率	18.0%	19.8%	16.3%	16.3%	17.2%	-0.7ppt	0.9ppt
汽车销售毛利率	13.9%	16.4%	12.8%	11.3%	14.1%	0.2ppt	2.7ppt
能源毛利率	24.6%	30.5%	25.2%	28.8%	30.3%	5.8ppt	1.6ppt
研发费用率	4.2%	4.1%	5.0%	7.3%	7.1%	2.9ppt	-0.2ppt
销售、管理及一般费用率	5.0%	4.7%	5.1%	6.5%	6.1%	1.1ppt	-0.4ppt
整体费用率	9.2%	8.8%	10.1%	13.8%	13.1%	3.9ppt	-0.6ppt
归母净利润率	5.5%	8.6%	8.3%	2.1%	5.2%	-0.3ppt	3.1ppt
非 GAAP 归母净利润率	5.5%	8.6%	8.3%	2.1%	5.2%	-0.3ppt	3.1ppt
单车数据 (万美元)							
单车收入	4.2	4.1	3.8	3.8	4.1	-1.5%	7.1%
单车毛利	0.6	0.7	0.5	0.4	0.6	-0.1%	32.9%
单车归母净利润	0.3	0.5	0.4	0.1	0.3	-3.2%	151.2%
单车非 GAAP 净利润	0.3	0.5	0.4	0.1	0.3	-3.2%	151.2%

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

我们将公司估值分为显性业务与潜在业务:

显性业务 (汽车/FSD/储能): 由于具备历史连贯性, 我们采取 P/E 估值法。25 年公司汽车业务处于周期低谷, 而随着新车型发布, 预计 26 年将重回上行周期。给予 26 年 75x 非 GAAP 市盈率 (前次 80x), 为历史平均估值 (详见图 11), 对应每股 241 美元 (前次 258 美元), 估值下调反映新车上市前公司汽车周期仍有不确定性。

AI 潜在业务 (Robotaxi/Dojo 云计算/人形机器人): 由于尚未贡献收入, 我们采用 DCF 估值法, 同时根据当前技术成熟度给予一定折让。根据 DCF 估值 (详见图 8-10), Robotaxi/Dojo 云计算/人形机器人业务分别对应每股 43/35/42 美元, 合计 119 美元。

图 8: 公司分部估值

业务大类	业务细分	估值方法	市值 (百万美元)	目标价 (美元/股)	技术完成度	调整后目标价 (美元/股)	估值占比
整体估值		SOTP	1,362,359	391		361	100.0%
显性业务	汽车/FSD/储能	75x FY26 非 GAAP P/E	842,236	241	100%	241	67%
	Robotaxi 平台	DCF	165,714	48	90%	43	11%
潜在业务	Dojo AI 云计算	DCF	173,054	50	70%	35	1%
	人形机器人	DCF	181,355	52	80%	42	11%
	小计		520,123	149	80%	119	32%

资料来源: 招商证券 (香港) 预测

图 9: Robotaxi 平台业务 DCF 模型

DCF (百万美元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
特斯拉保有量 (万辆)	669	782	931	1,130	1,362	1,614	1,878	2,139	2,402
Robotaxi 渗透率		1.8%	3.5%	5.5%	6.5%	7.5%	8.5%	9.0%	9.5%
Robotaxi 用户 (万辆)		14	33	62	89	121	160	193	228
特斯拉分成		30%	30%	30%	35%	35%	40%	45%	50%
Robotaxi 收入		3,137	7,261	13,838	21,479	27,263	37,922	47,175	62,115
同比			131.5%	90.6%	55.2%	26.9%	39.1%	24.4%	31.7%
营业利润		182	758	2,119	4,406	6,930	13,430	19,082	28,218
税后净营业利润		182	758	1,907	3,833	5,891	11,147	15,266	22,574
资本开支	800	1,000	1,200	1,440	1,728	2,074	2,488	2,986	3,583
折旧摊销		850	1,020	1,224	1,469	1,763	2,115	2,538	3,046
相关运营资本变动		-31	-73	-138	-215	-273	-379	-472	-621
自由现金流	-800	1	505	1,552	3,359	5,307	10,394	14,346	21,416
自由现金流折现总额	27,856								
永续增长率	4%								
折旧率	11%								
终值	137,858								
企业价值	165,714								
每股价值	48								

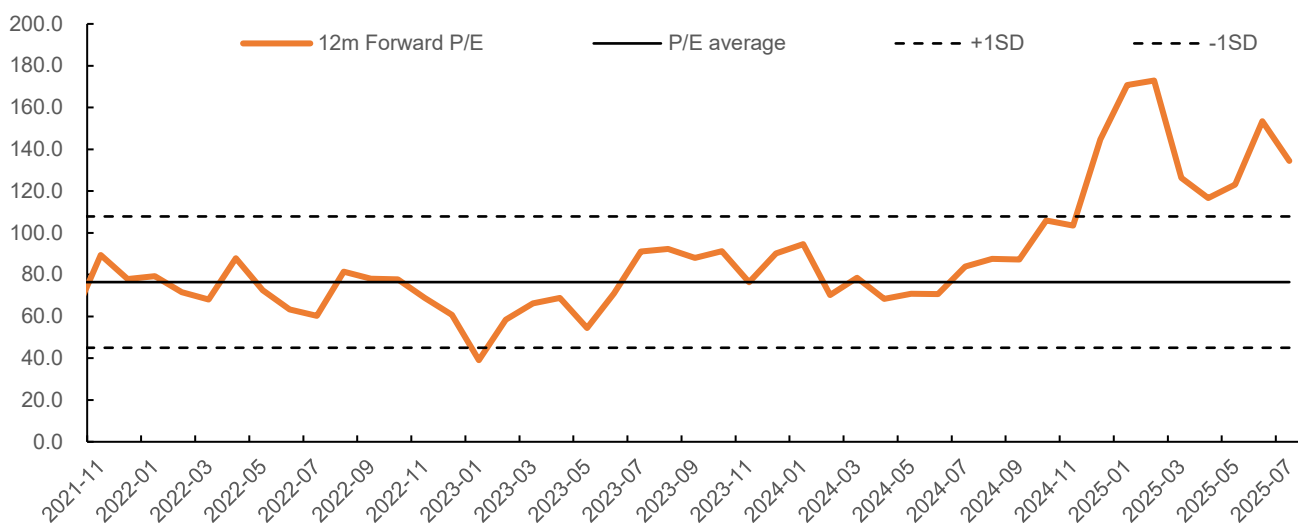
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 10: Dojo 云计算业务 DCF 模型

DCF (百万美元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
全球 AI 云服务市场规模	104,142	141,425	192,055	260,810	354,180	480,977	653,166	887,000	1,204,546
同比	35.8%	35.8%	35.8%	35.8%	35.8%	35.8%	35.8%	35.8%	35.8%
特斯拉市占率	0.0%	0.0%	0.3%	0.5%	1%	2%	3%	3%	4%
Dojo 云计算服务收入			576	1,304	4,250	9,139	16,982	29,271	48,182
同比					225.9%	115.0%	85.8%	72.4%	64.6%
营业利润			204	591	2,359	5,521	10,939	19,743	33,934
税后净营业利润			184	532	2,006	4,417	8,751	15,795	27,147
资本开支	1,100	1,200	1,500	1,800	1,620	1,458	1,312	1,181	1,063
折旧摊销	100	210	1,275	1,530	1,377	1,239	1,115	1,004	903
相关运营资本变动			-6	-13	-43	-91	-170	-293	-482
自由现金流	-1,000	-990	-47	249	1,720	4,107	8,385	15,325	26,506
自由现金流折现总额	25,176								
永续增长率	3%								
折旧率	11%								
终值	147,878								
企业价值	173,054								
每股价值	50								

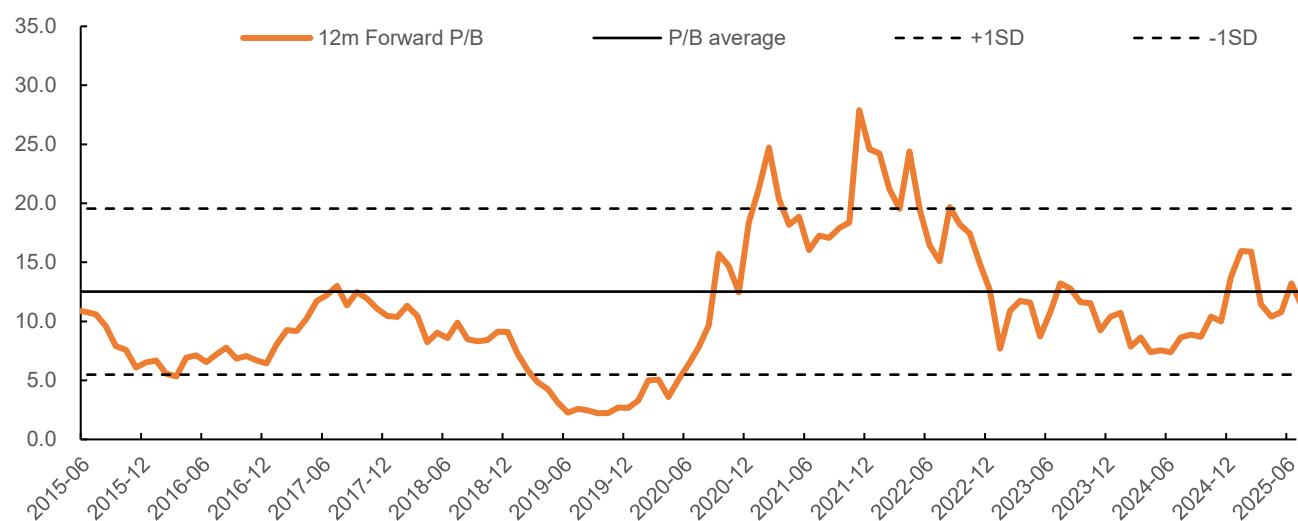
资料来源: Valuates Reports, 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 11: 公司 12 个月前瞻市盈率历史走势图



资料来源: 万得, 招商证券 (香港)

图 12: 公司 12 个月前瞻市净率历史走势图



资料来源: 万得, 招商证券 (香港)

行业估值比较

	彭博	招商证券	股价	招商证券	上涨	市值	市盈率 (x)		市净率 (x)		市销率 (x)		ROE (%)		股息收益率 (%)		净负债率
				目标价		(百万美											(%)
公司	代码	评级	(本币)	(本币)	空间	元)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2024
新能源汽车制造商																	
比亚迪股份	1211 HK	增持	133.4	170.0	27%	148,183	19.5	16.0	4.8	3.9	1.0	0.9	24.4	23.9	1.5	1.9	-50.6
理想汽车	2015 HK	增持	121.4	138.0	14%	33,109	22.7	16.4	2.9	2.5	1.3	1.0	13.0	15.4	0.0	0.0	-135.3
小鹏汽车	9868 HK	增持	74.1	115.0	55%	17,984	n.a	n.a	4.7	4.5	1.6	1.1	-8.0	4.2	0.0	0.0	-56.4
蔚来汽车	9866 HK	未评级	39.5	n.a	n.a	11,301	n.a	n.a	70.1	-14.1	0.9	0.7	-244.8	-41.1	0.0	0.0	2.3
零跑汽车	9863 HK	未评级	61.2	n.a	n.a	81,755	n.a	n.a	6.9	5.5	1.2	0.9	2.5	17.7	0.0	0.0	-165.8
特斯拉	TSLA US	中性	332.6	361.0	8%	1,071,161	152.8	104.2	14.5	12.7	10.9	9.4	7.3	10.2	0.0	0.0	-31.1
平均							65.0	45.5	17.3	2.5	2.8	2.3	-34.3	5.1	0.3	0.3	-72.8
传统汽车制造商																	
长城汽车	2333 HK	增持	13.6	19.0	40%	23,529	7.3	6.6	1.2	1.0	0.7	0.7	15.8	15.5	4.1	4.5	16.5
吉利汽车	175 HK	增持	18.9	32.0	69%	24,280	11.5	9.6	1.7	1.5	0.5	0.4	17.2	17.4	3.3	3.6	-37.2
广汽集团	2238 HK	未评级	3.2	n.a	n.a	9,125	40.0	18.8	0.3	0.3	0.6	0.6	1.1	0.4	1.4	1.4	-21.1
东风集团	489 HK	未评级	5.0	n.a	n.a	5,214	85.5	45.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.6	0.0	0.8	2.3	-6.2
中国重汽	3808 HK	未评级	24.7	n.a	n.a	8,687	9.3	8.1	1.3	1.2	0.6	0.5	15.9	4.7	5.8	6.7	-7.6
平均							30.7	17.6	0.9	0.9	0.5	0.5	10.1	7.6	3.1	3.7	-11.1
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	增持	13.7	24.0	76%	4,119	7.2	5.8	0.6	0.6	0.2	0.2	8.4	9.9	6.3	8.0	39.6
美东汽车	1268 HK	未评级	2.1	n.a	n.a	367	6.8	5.1	0.9	0.8	0.1	0.1	15.4	-17.6	6.4	9.6	-10.9
永达汽车	3669 HK	未评级	2.3	n.a	n.a	554	7.8	0.7	0.3	0.3	0.1	0.1	2.8	3.7	5.6	7.7	23.1
平均							7.3	3.9	0.6	0.5	0.1	0.1	8.9	-1.3	6.1	8.4	17.3
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	增持	17.8	19.1	7%	19,657	11.1	10.0	1.6	1.4	0.6	0.6	14.3	14.2	2.4	2.6	-4.5
福耀玻璃	3606 HK	增持	59.5	73.0	23%	20,657	16.1	13.8	3.4	2.9	3.1	2.7	21.4	21.4	2.4	2.4	-10.0
敏实集团	425 HK	增持	27.4	34.0	24%	4,018	10.9	9.3	1.3	1.2	1.1	0.9	12.1	12.7	1.8	3.2	27.0
京东方精电	710 HK	增持	6.4	7.6	19%	641	11.2	9.7	1.1	1.1	0.3	0.3	10.2	10.8	2.7	2.9	-68.1
耐世特	1316 HK	未评级	6.3	n.a	n.a	2,021	16.7	12.7	1.0	0.9	0.4	0.4	7.1	1.8	1.9	2.3	-13.0
平均							13.2	11.1	1.7	1.5	1.1	1.0	13.0	12.2	2.2	2.7	-13.7
机器人产业链																	
地平线机器人	9660 HK	增持	6.9	8.3	20%	12,254	n.a	n.a	20.8	10.3	24.6	15.2	n.a	n.a	0.0	0.0	n.a
禾赛科技	HSAI US	增持	17.9	26.5	48%	2,841	46.1	23.9	28.8	66.8	20.6	13.5	9.1	14.9	0.0	0.0	-62.6
优必选	9880 HK	增持	90.0	110.0	22%	5,065	n.a	n.a	0.0	0.0	0.0	0.0	-70.7	-137.1	0.0	0.0	16.5
越疆	2432 HK	增持	54.0	76.0	41%	2,592	n.a	n.a	20.8	19.4	36.5	27.3	-1.0	5.1	0.0	0.0	n.a
平均							46.1	23.9	17.6	24.1	20.4	14.0	-20.9	-39.0	0.0	0.0	-23.1
整体平均							28.4	18.6	8.2	5.4	4.7	3.4	-5.7	0.4	2.0	2.6	-26.4

收盘价截至2025年7月23日，未评级公司基于市场共识，资料来源：彭博，招商证券（香港）预测

财务预测表

资产负债表

单位: 百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	49,616	58,360	59,706	71,244	79,160
现金及现金等价物	16,398	16,139	13,162	13,814	12,054
短期投资	12,696	20,424	26,489	33,312	41,525
应收账款	3,508	4,418	3,397	3,150	4,414
存货	13,626	12,017	11,238	15,180	13,839
预付款项和其他流动资产	3,388	5,362	5,419	5,788	7,328
非流动资产合计	57,002	63,710	69,415	75,722	86,026
固定资产-物业、厂房及设备	29,725	35,836	40,658	46,930	57,128
经营租赁车辆	5,989	5,581	6,562	6,693	6,894
太阳能系统租赁-非流动资产	5,229	4,924	4,826	4,729	4,634
无形资产	178	150	150	150	150
其他非流动资产	15,881	17,219	17,219	17,219	17,219
资产合计	106,618	122,070	129,121	146,965	165,186
流动负债合计	28,748	28,821	27,505	32,950	34,708
应付账款	14,431	12,474	10,781	14,903	13,408
长期借贷及资本租赁即期部	2,373	2,456	2,702	2,972	3,269
其他流动负债	11,944	13,891	14,022	15,076	18,031
非流动负债合计	14,261	19,569	20,332	21,483	23,205
长期借贷及资本租赁扣除即	2,857	5,757	6,333	6,966	7,663
递延收入扣除即期部分	3,251	3,317	3,335	3,852	4,877
其他非流动负债	8,153	10,495	10,665	10,665	10,665
负债合计	43,009	48,390	47,837	54,433	57,912
普通股	3	3	3	3	3
股本溢价	34,892	38,371	40,171	42,071	44,071
累计其他全面收益	-143	-670	-670	-670	-670
留存收益	27,882	35,209	41,064	50,394	63,109
股东应占权益	62,634	72,913	80,568	91,798	106,513
少数股东权益	975	704	716	734	760
权益合计	63,609	73,617	81,284	92,532	107,273
负债和权益合计	106,618	122,070	129,121	146,965	165,186

现金流量表

单位: 百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13,256	14,923	13,454	20,186	24,132
净利润	14,974	7,153	5,867	9,349	12,741
折旧和摊销	4,667	5,368	6,472	7,342	8,475
营运资本变动	-2,248	81	-684	1,595	916
其他经营活动	-4,137	2,321	1,800	1,900	2,000
投资活动现金流	-15,584	-18,787	-17,359	-20,437	-26,886
资本支出扣除资本租赁	-8,898	-11,339	-11,294	-13,614	-18,673
支付太阳能系统的租赁成本	-1	-3	0	0	0
其他投资活动	-6,685	-7,445	-6,065	-6,823	-8,213
融资活动现金流	2,589	3,853	821	903	994
发行普通股	0	0	0	0	0
净借款	2,580	3,244	821	903	994
行使股票期权所得款	700	1,241	0	0	0
其他融资活动	-691	-632	0	0	0
现金净增加额	265	-11	-3,084	652	-1,760
汇率变动影响	4	-141	0	0	1
现金及等价物 (包括受限现金)	17,189	17,037	13,953	14,605	12,845
受限现金	791	791	791	791	791
现金及现金等价物, 期末	16,398	16,246	13,162	13,814	12,054

利润表

单位: 百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	96,773	97,690	98,208	113,453	143,637
营业成本	-79,113	-80,240	-81,393	-92,462	-116,075
毛利	17,660	17,450	16,815	20,992	27,562
研发费用	-3,969	-4,540	-4,910	-4,878	-6,176
销售、管理及一般费用	-4,800	-5,150	-5,205	-5,559	-7,038
其他费用	0	-684	0	149	452
营业利润	8,891	7,076	6,700	10,702	14,800
财务费用净额	910	1,219	833	983	1,126
其他收入净额	172	695	-200	0	0
除税前溢利	9,973	8,990	7,333	11,686	15,926
所得税	5,001	-1,837	-1,467	-2,337	-3,185
净利润	14,974	7,153	5,867	9,349	12,741
少数股东权益	-23	62	12	19	25
股东应占利润	14,997	7,091	5,855	9,330	12,716
非 GAAP 净利润	10,882	8,419	7,655	11,230	14,716

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	18.8%	0.9%	0.5%	15.5%	26.6%
营业利润	-34.9%	-20.4%	-5.3%	59.7%	38.3%
股东应占利润	19.4%	-52.7%	-17.4%	59.4%	36.3%
获利能力					
毛利率	18.2%	17.9%	17.1%	18.5%	19.2%
经营利润率	9.2%	7.2%	6.8%	9.4%	10.3%
净利率	15.5%	7.3%	6.0%	8.2%	8.9%
ROE	23.9%	9.7%	7.3%	10.2%	11.9%
ROA	14.1%	5.8%	4.5%	6.3%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	40.3%	39.6%	37.0%	37.0%	35.1%
净负债比例	-17.8%	-10.9%	-5.1%	-4.2%	-1.1%
流动比率	1.73	2.02	2.17	2.16	2.28
速动比率	1.25	1.61	1.76	1.70	1.88
营运能力					
资产周转天数	356	427	467	444	397
存货周转天数	61	58	52	52	46
应收账款周转天数	12	15	15	11	10
应付账款周转天数	68	61	52	51	45
每股资料 (美元)					
每股收益	3.12	2.39	2.18	3.19	3.62
每股现金流	3.80	4.24	3.83	5.74	6.86
每股净资产	17.95	20.73	22.91	26.10	30.29
每股派息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
市盈率	106.6	138.9	152.8	104.2	92.0
市净率	18.5	16.0	14.5	12.7	11.0

资料来源: 公司报表, 招商证券 (香港) 预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明: (i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商證券可能會持有報告中所提到公司所發行的證券頭寸並進行交易，還可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。

本報告版權歸招商證券所有，未經書面許可任何機構和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。對於因使用或分發本文檔而引起的任何第三方索賠或訴訟，招商證券不承擔任何責任。

本報告僅在適用法律允許的情況下分發。如果在任何司法管轄區、任何法律或法規禁止或限制下，您仍收到本報告，則不旨在分發給您。尤其是，本報告僅提供給根據美國證券法允許招商證券接觸的某些美國人，而不能以其他方式直接或間接地將其分發或傳播入美國境內或給美國人。

在香港，本報告由招商證券（香港）有限公司分發。招商證券（香港）有限公司現持有香港證券及期貨事務監察委員會（SFC）所發的營業牌照，並由 SFC 按照《證券及期貨條例》進行監管。目前的經營範圍包括第 1 類（證券交易）、第 2 類（期貨合約交易）、第 4 類（就證券提供意見）、第 6 類（就機構融資提供意見）和第 9 類（提供資產管理）。

在韓國，專業客戶可以通過 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求獲得本報告。

在英國，本報告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分發。本報告可以分發給以下人士：（1）符合《2000 年金融服務和市場法》（2005 年金融促進）令第 19（5）章定義的投資專業人士；（2）符合該金融促進令第 49（2）（a）至（d）章定義高淨值的公司、或非法人協會等；或（3）可以通過合法方式傳達或促使其進行投資活動的邀請或誘使的人（根據《2000 年金融服務和市場法》第 21 條的定義）（所有這些人一起被稱為“相關人”）。本報告僅針對相關人員，非相關人員不得對其採取行動或依賴該報告。本報告所涉及的任何投資或投資活動僅對相關人員開放，並且僅與相關人員進行。

如本免責條款的中、英文兩個版本有任何抵觸或不相符之處，須以英文版本為準。

©招商證券（香港）有限公司版權所有

香港

招商證券（香港）有限公司
香港中環交易廣場一期 48 樓
電話：+852 3189 6888
傳真：+852 3101 0828