

公司報告

禾賽科技 (HSAI US)

二季度毛利率超预期, 多赛道开花, 长线增长动力足

- 二季度出货量超去年全年, 产品结构下行, 但毛利率好于预期
- 上半年汽车及机器人领域市占率均第一, 订单强劲, 中长线增长动力足
- 估值方法切换至P/E, 维持增持评级, 上调目标价至32美元

产品结构变化但毛利率超预期, 上半年出货量超去年全年

公司二季度归母净利润4,409万元(人民币,下同),超出我们与Visible Alpha的一致预期。**1) 收入符合预期:** 二季度营收70.6亿元,同比/环比+53.9%/+34.5%,连续5个季度同比增长,受益于大众产品ATX二季度量产爬坡。二季度出货量达35.2万台,同比大增307%,上半年出货量超24年全年。其中,ADAS雷达交付30.36万台,同比增长276%,机器人雷达出货4.9万台,同比大增744%;**2) ASP下降但毛利率大超预期:** 二季度ASP下降至2,006元,同比/环比-62%/-25%,受销售结构变化所致,此为符合预期;但二季度毛利率达42.5%,同比/环比-2.5ppts/+0.8ppt,环比提升超预期,体现出技术迭代后低价产品毛利率保持较高水平,且未来出货量爬坡有望持续提升规模效应;**3) 费用率:** 二季度销售/管理/研发费用率为6.0%/9.0%/28.2%,同比-6.2ppts/-5.4ppts/-15.1ppts,费用额保持稳定,大幅下降受益于收入激增,随出货量提升,费用率仍有下行空间;**4) 利润率大超预期:** 二季度净利润率为6.2%,同比改善约21.9ppts;**5) 全年指引:** 全年出货量指引为120万-150万颗,毛利率指引为40%。

汽车及机器人激光雷达市占率均居榜首, 高增长动力充足

中长期高增长动力足:**1) 国内市场:** 今年上半年乘用车领域主激光雷达交付量市占率第一。二季度及近期与约九家车企签订二十多个车型定点合作;2026年小米绝大部分车型定点为禾赛独家且标配;吉利/奇瑞/长城/长安等主机厂将新订订单至禾赛;**2) 海外市场:** 签下丰田汽车旗下广汽丰田2026年量产新车型定点,是进入日系体系的里程碑;与欧洲顶级车厂的全球量产项目(十年独家合作,涵盖油车和电车)已进展到C样交付阶段,2026年开始交付,2027年大量交付;**3) 机器人:** 今年上半年机器人领域激光雷达市占率第一,逐成第二增长引擎,割草机用GT系列激光雷达每季度稳定发货4-5万颗,上半年交付近10万颗,全年预计20万颗。

估值方法切换至P/E, 上调目标价至32美元

维持出货量及收入预测不变。因新品快速放量,毛利率大超预期,上调全年毛利率至40.9%。但上调费用率、税金并下调其他收益(图8),下调25-27E净利18.8%-8.7%。公司上半年已实现盈利,估值法由P/S切换至P/E,上调目标价至32美元,对应26财年42倍P/E。较可比公司英伟达、Mobileye均值溢价约23%,反映公司是首家扭亏为盈的智驾供应商及受益于多行业顺风。禾赛为激光雷达首推股。**风险因素:** 行业景气度下降。

财务数据

(人民币百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	1,877	2,077	3,281	4,767	6,666
同比增长(%)	56.1%	10.7%	58.0%	45.3%	39.9%
净利润	(476)	(102)	320	714	1,157
同比增长(%)	58%	-78%	-412%	123%	62%
每股盈利	(3.8)	(0.8)	2.5	5.5	8.9
市盈率(X)	n.a.	n.a.	77.7	34.8	21.5
市销率(X)	13.2	12.0	7.6	5.2	3.7
ROE(%)	-12.3%	-2.6%	7.5%	14.3%	18.8%

资料来源: 公司资料、招商證券(香港)预测;截至2025年8月18日收盘价

梁勇活 殷浩程
+86 755 8290 4571 +86 755 8308 2215
liangy6@cmschina.com.cn yinhc@cmschina.com.cn

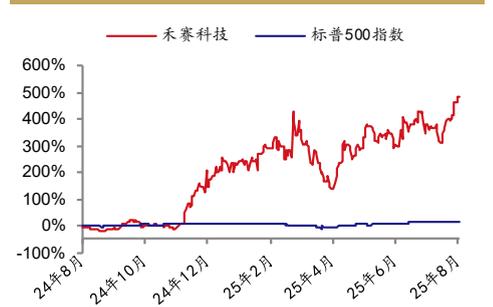
最新变动

25年二季度业绩点评

增持

前次评级	增持
股价	26.6美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	32美元(+20%)
前次目标价	23.4美元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
HSAI US	22.4	50.9	487.6
SPX	2.4	5.5	15.0

行业: 汽车汽配

标普500指数	6,449
纳斯达克指数	21,630

重要数据

52周股价区间(美元)	3.56 - 27.94
市值(百万美元)	3,526
日均成交量(百万股)	1.74
每股净资产(美元)	4.59

主要股东

孙恺	8.05%
李一帆	7.77%
向少卿	7.77%
Lightspeed China Partners	6.63%

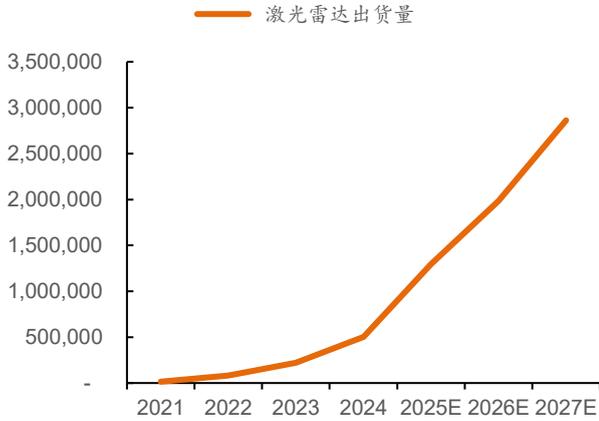
资料来源: 彭博

相关报告

- 全球人工智能/自动驾驶——供应链 - 年报专题: 龙头业绩显著向好, 今年高成长可期(推荐)(2025/4/29)
- 全球人工智能/自动驾驶——供应链 - 智驾零部件强劲爆发, 向具身智能泛化空间大(推荐)(2025/3/18)
- 全球人工智能/自动驾驶——整车 - 自动驾驶进入快车道, 技术与成本分层演进(推荐)(2024/12/4)

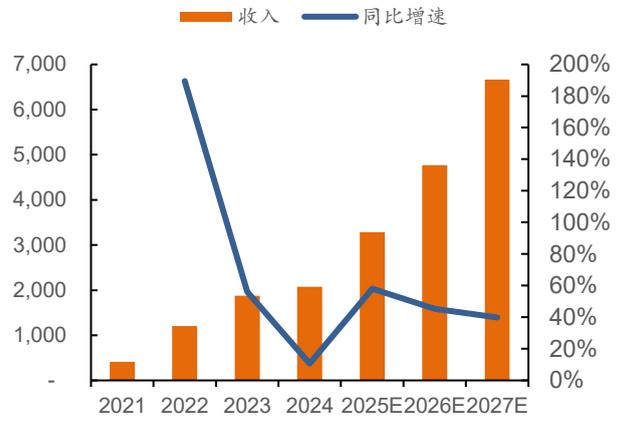
重点图表

图1: 激光雷达销量飙升



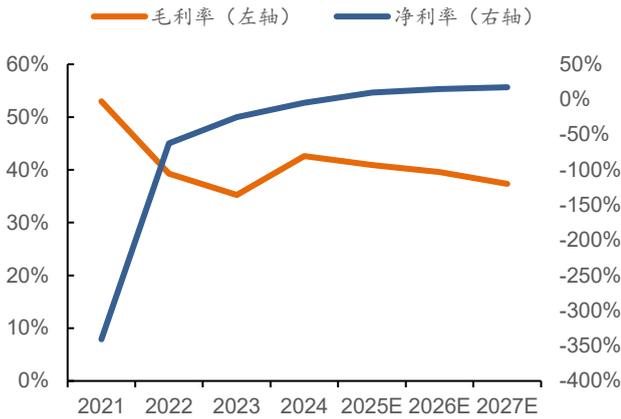
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: 公司收入保持高增(百万元人民币)



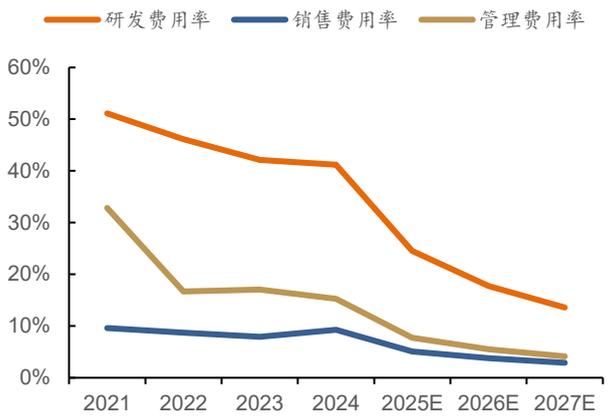
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图3: 毛、净利率趋于稳定



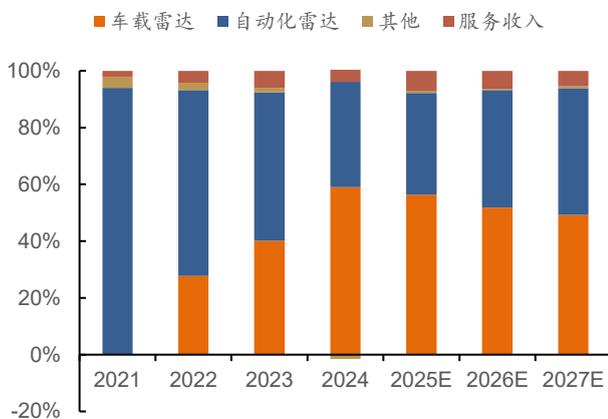
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图4: 费用率下降明显



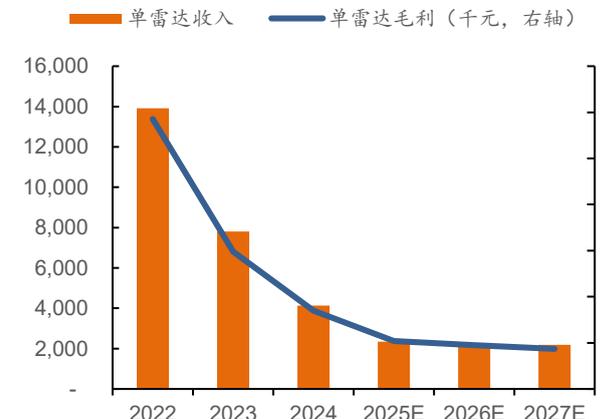
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图5: 自动化与车载同时发力



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图6: 单雷达毛利趋于稳定



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

人民币百万元	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	同比	环比
营业收入	459	539	720	525	706	53.9%	34.5%
营业成本	(252)	(282)	(439)	(306)	-406	61.1%	32.6%
毛利	207	258	281	219	300	45.3%	37.1%
销售费用	(56)	(46)	(49)	(51)	-42	-24.1%	-16.3%
管理费用	(66)	(77)	(105)	(54)	-64	-3.7%	17.8%
研发费用	(199)	(220)	(242)	(183)	-199	0.3%	8.7%
其他收益	18	8	222	35	28	54.3%	-21.6%
营业利润	(303)	(335)	(174)	(253)	-278	-8.3%	9.9%
其他收益净额	2	1	4	2	21	-11.4%	34.7%
除税前溢利	(7)	(7)	15	(2)	44	-161.6%	-351.0%
所得税	(0)	0	(0)	0	-0	-74.4%	-240.3%
权益法投资损失	(0)	0	(0)	(0)	-0	57.1%	-8.3%
年内溢利	(7.2)	(7.0)	14.7	(1.8)	44.1	-161.2%	-351.2%
净利润	(7.2)	(7.0)	14.7	(1.8)	44.1	-161.2%	-351.2%
毛利率	45.1%	47.7%	39.0%	41.7%	42.5%	-2.5ppt	0.8ppt
经营利润率	-20.9%	-14.3%	14.8%	-6.4%	3.2%	24.1ppt	9.6ppt
净利率	-15.7%	-13.0%	20.4%	-3.3%	6.2%	21.9ppt	9.6ppt
销售费用率	12.1%	8.6%	6.8%	9.6%	6.0%	-6.2ppt	-3.6ppt
管理费用率	14.4%	14.2%	14.7%	10.3%	9.0%	-5.4ppt	-1.3ppt
研发费用率	43.3%	40.8%	33.7%	34.9%	28.2%	-15.1ppt	-6.7ppt
合计费用率	69.8%	63.6%	55.2%	54.8%	43.2%	-26.6ppt	-11.6ppt
总出货量	86,526	134,208	222,054	195,818	352,095	306.9%	79.8%
车载雷达出货量	80,773	129,913	193,238	146,087	303,564	275.8%	107.8%
机器人雷达出货量	5,753	4,295	28,816	49,731	48,531	743.6%	-2.4%
平均售价(千元)	5.3	4.0	3.2	2.7	2.006	-62.2%	-25.2%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图8: 公司盈利预测调整

人民币百万元	新预测			原预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,281	4,767	6,666	3,281	4,767	6,666	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	-1,685	-2,556	-3,769	(1,804)	(2,674)	(3,819)	-6.6%	-4.4%	-1.3%
毛利	1,342	1,887	2,490	1,224	1,770	2,439	9.7%	6.6%	2.1%
销售费用	-166	-179	-193	-164	-170	-183	1.2%	5.6%	5.6%
管理费用	-254	-261	-276	-247	-255	-269	2.6%	2.6%	2.6%
研发费用	-804	-845	-905	-804	-845	-905	0.0%	0.0%	0.0%
其他运营收入	141	148	155	290	304	320	-51.4%	-51.4%	-51.4%
营业利润	259	750	1,272	298	805	1,402	-13.0%	-6.9%	-9.3%
财务费用净额	96	101	106	96	101	106	0.0%	0.0%	0.0%
税前利润	355	850	1,377	394	906	1,508	-9.8%	-6.1%	-8.7%
应交所得税	-36	-136	-220	0	-145	-241	n.a	-6.1%	-8.7%
股东应占利润	320	714	1,157	394	761	1,266	-18.8%	-6.1%	-8.7%
调整后利润	320	714	1,157	394	761	1,266	-18.8%	-6.1%	-8.7%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

业绩预测说明:

- 1) 二季度出货量符合预期, 维持出货量和收入预测不变
- 2) 因二季度新品毛利率大超预期, 上调全年及 26、27 年毛利率
- 3) 小幅上调销售、管理费用, 因为公司上量超预期, 进入高速扩张周期
- 4) 下调其他运营收入, 剔除 24 年来自某美系头部 OEM 的 2 亿元一次性收入。
- 5) 上调 25 年所得税预测, 因为公司提早进入 GAAP 盈利

综合以上调整后, 我们对公司 FY25-27E 归母净利润下调 18.8%/6.1%/8.7%。

自动驾驶产业链标的估值表

公司	彭博 代码	国家 地区	招商证券 评级	股价 (本币)	招商证券 目标价 (本币)	上涨 空间	市值 (百万美 元)	EPS(本币)		市盈率(x)		市净率(x)		市销率(x)		ROE(%)	
								2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Robotaxi 主机厂																	
特斯拉	TSLA US	美国	中性	335.2	361.0	8%	1,081,041	2.2	3.2	154.0	105.0	14.6	12.8	11.0	9.5	7.3	10.2
理想汽车	2015 HK	中国	增持	95.8	138.0	44%	26,232	4.9	6.8	18.1	13.0	2.3	2.0	1.1	0.8	13.0	15.4
小鹏汽车	9868 HK	中国	增持	78.5	115.0	46%	19,142	-1.2	0.6	n.a	115.5	5.0	4.8	1.7	1.2	-8.0	4.2
吉利汽车	175 HK	中国	增持	19.8	32.0	62%	25,552	1.5	1.8	12.1	10.2	1.8	1.6	0.5	0.4	17.2	17.4
比亚迪	1211 HK	中国	增持	113.7	170.0	50%	135,520	6.2	7.6	16.8	13.7	4.1	3.4	1.0	0.8	24.4	23.9
蔚来汽车	9866 HK	中国	未评级	38.3	n.a	n.a	11,008	-7.6	-3.9	n.a	n.a	45.1	-19.6	0.8	0.6	-210.2	-35.0
平均										50.2	51.5	12.2	0.8	2.7	2.2	-26.0	6.0
打车平台																	
优步	UBER US*	美国	增持)		n.a	n.a	195,988	25.5	29.6	26.5	22.8	7.7	6.2	3.5	3.0	69.2	26.9
Lvft	LYFT US*	美国	增持	16.0	n.a	n.a	6,511	7.7	10.0	14.9	11.6	7.7	7.0	0.9	0.8	69.2	24.7
平均										20.7	17.2	7.7	6.6	2.2	1.9	69.2	25.8
自驾 SoC																	
英伟达	NVDA US	美国	未评级	182.0	n.a	n.a	4,441,044	31.6	42.7	41.3	30.6	30.6	19.4	20.2	15.9	69.2	84.7
Mobileye	MBLY US	美国	未评级	14.3	n.a	n.a	11,744	2.2	2.7	46.5	38.6	1.0	1.0	5.8	5.3	2.4	2.9
地平线	9660 HK	中国	增持	7.3	8.3	14%	12,890	-0.1	0.0	n.a	n.a	9.3	10.9	25.9	16.0	n.a	n.a
黑芝麻智能	2533 HK	中国	增持	18.6	26.5	43%	1,506	-2.5	-2.3	n.a	n.a	-271.6	-7.3	13.0	7.9	n.a	n.a
平均										43.9	34.6	-57.7	6.0	16.2	11.3	35.8	43.8
座舱 SoC																	
高通	QCOM US	美国	未评级	158.9	n.a	n.a	171,453	85.5	86.2	13.4	13.3	6.3	5.1	3.6	3.5	46.1	40.8
AMD	AMD US	美国	未评级	176.1	n.a	n.a	285,848	28.5	43.3	44.5	29.2	4.6	4.2	8.0	6.6	8.8	12.9
联发科	2454 TW	中国	未评级	1,410.0	n.a	n.a	75,192	16.1	18.6	21.0	18.1	5.7	5.2	3.6	3.1	27.0	30.0
英特尔	INTC US	美国	未评级	23.7	n.a	n.a	103,560	1.0	4.8	172.8	35.2	1.0	1.0	1.8	1.8	-1.1	1.9
平均										62.9	23.9	4.4	3.9	4.2	3.7	20.2	21.4
激光雷达																	
禾赛科技	HSAI US	美国	增持	26.6	32.0	20%	3,526	2.5	5.5	71.4	32.0	0.7	0.6	7.7	5.3	7.5	14.3
速腾聚创	2498 HK	中国	增持	35.7	50.0	40%	2,158	-0.3	0.2	n.a	1279.8	4.5	4.9	5.8	4.1	-4.2	2.8
Luminar	LAZR US	美国	未评级	35.7	n.a	n.a	2,158	-0.5	0.2	n.a	167.3	5.3	5.2	5.9	3.9	-6.8	3.0
平均										n.a	493.0	3.5	3.6	6.4	4.4	-1.2	6.7
线控制动																	
耐世特	1316 HK	中国	未评级	6.5	n.a	n.a	2,074	0.4	0.5	16.1	12.4	1.0	0.9	0.4	0.4	6.3	7.7
伯特利	603596 SH	中国	未评级	51.7	n.a	n.a	4,367	2.5	3.2	20.5	16.4	4.0	3.3	2.3	1.8	19.9	20.5
平均										16.1	12.4	1.0	0.9	0.4	0.4	6.3	7.7
整体平均										52.3	127.6	-7.1	3.1	6.5	4.8	-0.1	14.8

收盘价截至 2025 年 8 月 18 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; *由招商证券 (香港) 研究部互联网组覆盖

财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	4,398	4,683	5,086	6,110	7,689
货币资金	1,555	2,839	2,805	3,107	3,800
定期存款及其他短期投资	1,586	362	362	362	362
应收款项	525	765	890	1,267	1,736
存货	208	193	222	249	279
预付款项及其他资产	208	193	222	249	279
其他流动资产	316	330	584	876	1,234
非流动资产合计	1,265	1,307	1,419	1,464	1,469
物业、厂房及设备	872	944	1,029	1,050	1,029
无形资产	79	77	80	84	86
其他非流动资产	315	286	309	331	354
资产总计	5,663	5,990	6,505	7,574	9,159
流动负债合计	1,335	1,629	1,756	2,062	2,436
其他金融负债	112	345	380	418	460
应付贸易款和应付票据	269	345	314	462	661
其他流动负债	954	939	1,062	1,182	1,316
非流动负债合计	465	429	475	524	578
长期债务	286	269	296	326	359
经营租赁负债非流动部分	119	98	108	119	131
其他非流动负债	60	61	70	79	88
负债合计	1,800	2,058	2,231	2,586	3,014
普通股	0	0	0	0	0
股本溢价	7,424	7,577	7,577	7,577	7,577
留存收益	(3,307)	(3,410)	(3,068)	(2,353)	(1,196)
股东应占权益	3,862	3,932	4,274	4,988	6,145
少数股东权益					
权益合计	3,862	3,932	4,274	4,988	6,145
负债及权益合计	5,663	5,990	6,505	7,574	9,159

现金流量表

人民币百万元	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	57	64	183	471	800
年内利润	(476)	(102)	320	714	1,157
折旧及摊销	86	132	166	192	176
营运资本变动	117	(142)	(465)	(548)	(658)
其它经营活动现金流	330	176	162	112	125
投资活动现金流	(1,060)	956	(278)	(237)	(181)
资本支出	(415)	(271)	(255)	(216)	(157)
短期投资净额	(622)	1,227	-	-	-
其它投资活动现金流	(24)	-	(23)	(21)	(24)
筹资活动现金流	1,590	251	61	68	74
发行可转换优先股所得款	1	2	3	4	5
净借款	377	334	61	68	74
其它筹资活动现金流	1,213	(86)	(3)	(4)	(5)
现金净增加额	587	1,270	(34)	302	693
汇率变动对现金的影响	58	14	-	-	-
期末现金及现金等价物	1,558	2,843	2,805	3,107	3,800

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,877	2,077	3,281	4,767	6,666
营业成本	(1,216)	(1,193)	(1,685)	(2,556)	(3,769)
毛利	661	885	1,342	1,887	2,490
研发费用	(791)	(856)	(804)	(845)	(905)
销售、行政及一般费用	(469)	(510)	(420)	(440)	(469)
其他支出	27	276	141	148	155
营业利润	(572)	(205)	259	750	1,272
财务费用净额	100	104	96	101	106
投资收入净额	1	2	3	4	5
其他收益净额	(4)	(3)	(17)	(18)	(20)
除税前溢利	(475)	(101)	355	850	1,377
所得税	(1)	(1)	(36)	(136)	(220)
年内溢利	(476)	(102)	320	714	1,157
少数股东损益	-	-	-	-	-
净利润	(476)	(102)	320	714	1,157

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	56.1%	10.7%	58.0%	45.3%	39.9%
营业利润	51.1%	-64.2%	-226.5%	189.1%	69.6%
净利润	58.3%	-78.5%	-412.4%	123.4%	61.9%
获利能力					
毛利润率	35.2%	42.6%	40.9%	39.6%	37.4%
营业利润率	-30.5%	-9.9%	7.9%	15.7%	19.1%
净利率	-25.4%	-4.9%	9.7%	15.0%	17.4%
ROE	-12.3%	-2.6%	7.5%	14.3%	18.8%
ROA	-8.4%	-1.7%	4.9%	9.4%	12.6%
偿债能力					
资产负债率	31.8%	34.4%	34.3%	34.1%	32.9%
净负债比例	-30.0%	-56.6%	-49.8%	-47.4%	-48.5%
流动比率	329.4%	287.5%	289.6%	296.3%	315.7%
速动比率	292.2%	257.9%	244.6%	242.5%	254.2%
营运能力					
资产周转天数	924	1024	695	539	458
存货周转天数	105	93	88	85	82
应收账款周转天数	77	101	99	97	95
应付账款周转天数	71	70	68	66	64
每股资料 (人民币元)					
每股盈利	(3.8)	(0.8)	2.5	5.5	8.9
每股现金流					
每股净资产					
每股派息	0%	0%	0%	0%	0%
估值比率					
市盈率(x)	n.a.	n.a.	77.7	34.8	21.5
市销率(x)	13.2	12.0	7.6	5.2	3.7

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/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

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。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a) 至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828