

公司報告

小鹏汽車 (9868 HK)

汽車利潤率超预期，深化大眾合作拓展新收入流

- 二季度淨虧損大幅收窄，汽車毛利率好於市場預期，四季度扭虧在望
- 下半年新品強勁，利潤率將逐季度提升，擴大大眾合作拓展新收入流
- 上調公司淨利潤預測，維持增持評級與目標價115港元/美股29美元

汽車毛利率大超预期，銷量指引較為樂觀

公司二季度歸母淨虧損4.8億元(人民幣，下同)，同比/環比縮窄63%/28%，大幅優於我們和Visible Alpha的一致預期。**1) 收入：**二季度總收入183億元，同比/環比+125%/+15.6%，其中汽車收入169億元，同比/環比+148%/+17.5%；單車收入17.7萬元，同比/環比+15.3%；**2) 毛利率：**二季度毛利率17.3%，同比/環比+3.3ppts/+1.8ppts；汽車毛利率14.3%，同比/環比+7.9ppts/+3.8ppts，大幅好於我們和VA的預期，反映新平台化造車降本效果顯著；**3) 費用率：**二季度研發/SG&A/財務費用率為12.1%/11.9%/-1.3%，同比-6.0ppts/-7.5ppts/+2.1ppts，環比-0.5ppt/-0.4ppt/-0.2ppt。費用率大幅改善主要受益於收入激增攤薄；**4) 淨利潤：**二季度歸母淨利潤率-2.6%，同比/環比+13.2ppts/+1.6ppts；**5) 指引：**預計三季度交付11.3-11.8萬輛，同比+143%-154%，對應八九月月均銷量約3.9萬輛；三季度總收入為196-210億元，同比+94%-108%。

下半年產品周期強勁，四季度實現扭虧，深化與大眾合作

1) 下半年產品周期強勁，四季度有望扭虧為盈：下半年新品爆款不斷，根據管理層，新P7訂單超此前所有車型，預計9月開始月銷破4萬。下半年將再推出首款增程車，高毛利率產品占比提升，毛利率逐季上行，有望四季度實現盈利。預計明年新品將超過今年，實現一車雙能，MONA將增加兩款SUV，海內外同時銷售；**2) 深化與大眾技術合作：**公司擴大與大眾技術合作，按最新協議，EEA技術架構將從大眾純電車遷移至大眾燃油車，公司將形成三條經常性技術授權收入流(技術平台/純電EEA架構/燃油EEA架構)；**3) 探索芯片外供：**積極探索外供自研圖靈芯片，目前已有客戶在洽談，開拓科技屬性高毛利業務收入；**4) 海外進展：**上半年海外交付超1.8萬輛，同比+200%，為歐洲高端國產新能源銷冠。7月在印尼實現X9本地化生產。明年新全系混動車型面向全球，加速全球擴張。

上調盈利預測，維持增持與目標價115港元/29美元

維持收入預測不變，因二季度毛利率超预期，2025-27年利潤預測(非GAAP)調整為-4.7億/29億/57億(前次-16億/21億/44億)。維持增持評級及目標價115港元/29美元，對應2.5x FY25 P/S(維持)，低於歷史平均4.2x，高於向下一個標準差0.9x。估值高於其餘領先的新勢力，主要慮及公司成長更快。**風險因素：**行業景氣度下降。

財務數據

(人民幣百萬元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
營業額	30,676	40,866	81,173	113,860	155,406
同比增長(%)	14.2%	33.2%	98.6%	40.3%	36.5%
淨利潤	-10,376	-5,790	-1,266	2,048	4,555
同比增長(%)	13.5%	-44.2%	-78.1%	n.a	122.4%
非GAAP淨利潤	-9,444	-5,551	-473	2,970	5,711
同比增長(%)	12.1%	-41.2%	-91.5%	n.a	92.3%
每股盈利(人民幣元)	-5.96	-3.06	-0.67	1.08	2.41
市盈率(X)	n.a	n.a	n.a	65.5	29.5
市銷率(X)	4.4	3.3	1.7	1.2	0.9
ROE(%)	-28.3%	-17.1%	-4.2%	6.9%	13.9%

資料來源：公司資料，招商證券(香港)預測；截至2025年8月19日收盤價

梁勇活

+86 755 8290 4571

liangy6@cmschina.com.cn

殷浩程

+86 755 8308 2215

yinhc@cmschina.com.cn

最新變動

25年二季度業績點評

增持

前次評級	增持
股價	77.1港元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	115港元(+49%)
前次目標價	115港元

股價表現



資料來源：彭博

%	1m	6m	12m
9868 HK	7.1	12.7	179.7
恒生指數	1.2	9.3	43.5

行業：汽車汽配

恒生指數	25,123
國企指數	9,006

重要數據

52周股價區間(港元)	26 - 106
港股市值(百萬港元)	154,141
日均成交量(百萬股)	21.72
每股淨資產(人民幣)	14.50

主要股東

Simplicity Holding Limited	17.37%
淘寶中國控股有限公司	7.52%
Volkswagen Finance Luxembourg S.A.	4.99%

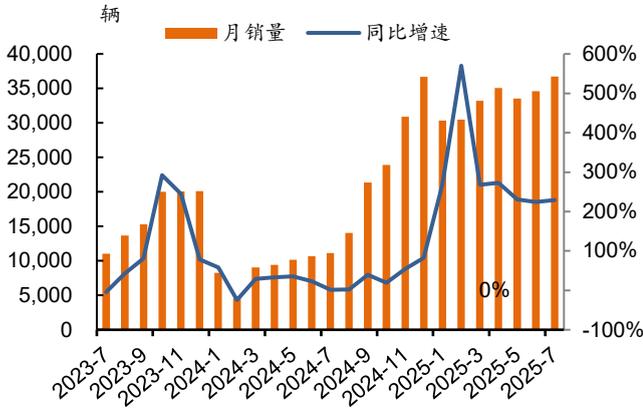
資料來源：彭博

相關報告

- 小鹏汽車(9868 HK) - 一季度業績持續大幅改善，新品強周期將啟動(增持)(2025/5/22)
- 小鹏汽車(9868 HK) - 智能化與平台化融合，三大成長曲線可期(增持)(2025/3/19)
- 小鹏汽車(9868 HK) - 投資邏輯梳理：苦盡甘來，一路向陽(增持)(2025/2/20)

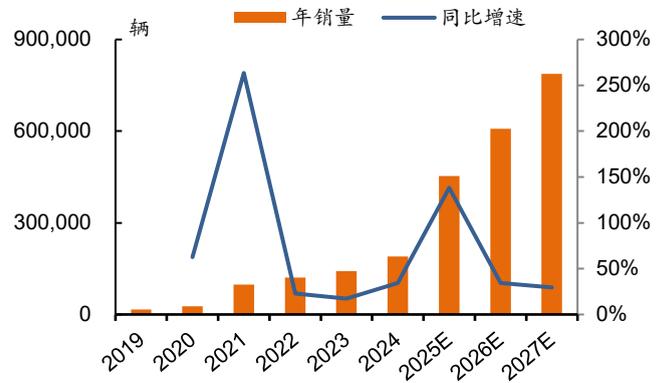
重点图表

图1: 公司月销量持续爆发



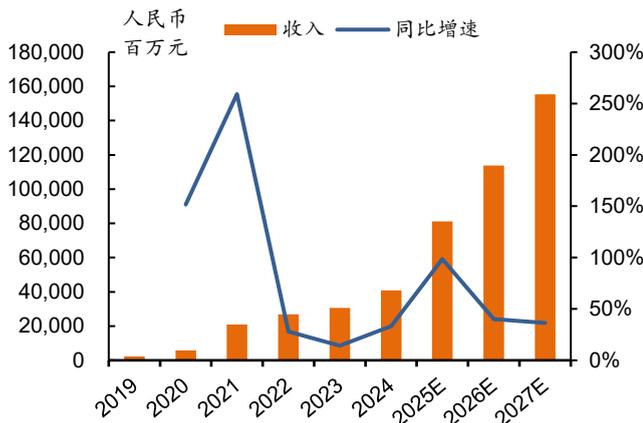
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 公司年销量进入爆发期



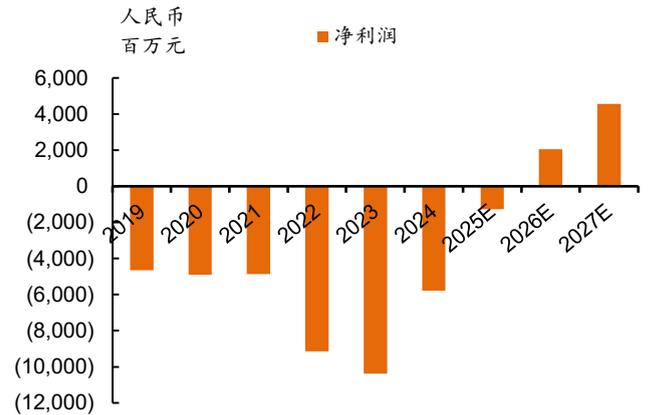
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 公司收入随销量激增



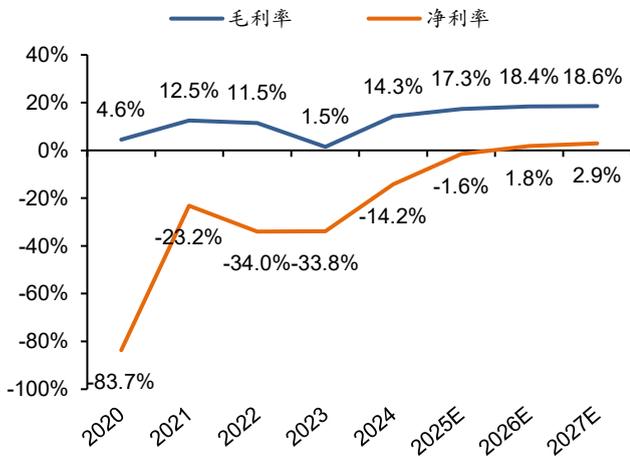
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 净利润26年有望转正



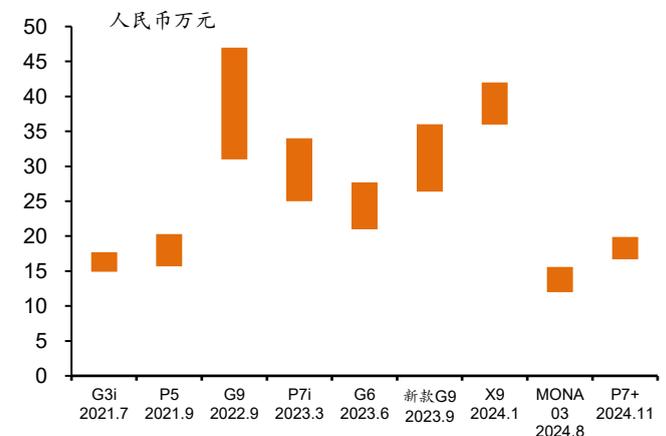
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 毛利率和净利率稳中有升



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图6: 小鹏车型价位区间



资料来源: 汽车之家, 招商证券(香港)

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	8,111	10,102	16,105	15,811	18,274	125.3%	15.6%
车辆销售收入	6,819	8,795	14,671	14,369	16,884	147.6%	17.5%
营业成本	(6,976)	(8,560)	(13,780)	(13,351)	(15,107)	116.6%	13.2%
毛利	1,136	1,541	2,325	2,460	3,167	178.9%	28.8%
研发费用	(1,467)	(1,633)	(2,006)	(1,981)	(2,206)	50.4%	11.4%
销售、行政及一般费用	(1,574)	(1,633)	(2,275)	(1,946)	(2,167)	37.7%	11.4%
其他收益	296	(122)	401	426	271	-8.2%	-36.3%
营业利润	(1,609)	(1,847)	(1,556)	(1,041)	(935)	-41.9%	-10.3%
财务收益净额	275	235	207	162	233	-15.3%	43.6%
其他收益净额	(12)	(163)	(1)	230	171	n.a	-26.0%
除税前溢利	(1,345)	(1,775)	(1,350)	(649)	(531)	-60.5%	-18.1%
所得税	34	(7)	44	(8)	9	-72.1%	n.a
净亏损	(1,285)	(1,808)	(1,330)	(664)	(478)	-62.8%	-28.1%
毛利率	14.0%	15.3%	14.4%	15.6%	17.3%	3.3ppt	1.8ppt
经营利润率	-19.8%	-18.3%	-9.7%	-6.6%	-5.1%	14.7ppt	1.5ppt
净利率	-15.8%	-17.9%	-8.3%	-4.2%	-2.6%	13.2ppt	1.6ppt
研发费用率	18.1%	16.2%	12.5%	12.5%	12.1%	-6.0ppt	-0.5ppt
销售、行政及一般费用率	19.4%	16.2%	14.1%	12.3%	11.9%	-7.5ppt	-0.4ppt
财务费用率	-3.4%	-2.3%	-1.3%	-1.0%	-1.3%	2.1ppt	-0.2ppt
合计费用率	34.1%	30.0%	25.3%	23.8%	22.7%	-11.4ppt	-1.2ppt
销量(辆)	30,207	46,533	91,507	94,008	103,181	241.6%	9.8%
单车平均售价(万元人民币)	26.9	21.7	17.6	16.8	17.7	-34.0%	5.3%
单车毛利(万元人民币)	(4.3)	(3.9)	(1.5)	(0.7)	(0.5)	-89.1%	-34.5%
单车净利润(万元人民币)	3.8	3.3	2.5	2.6	3.1	-18.4%	17.3%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图 8: 关键盈利预测调整

(人民币百万元)	新预测			原预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
汽车销量 (辆)									
总销量	452,803	608,000	788,000	452,803	608,000	788,000	0.0%	0.0%	0.0%
平均销售单价 (人民币元)	163,452	171,481	180,980	163,452	171,481	180,980	0.0%	0.0%	0.0%
费用率									
销售、行政及一般费用率	10.0%	8.0%	7.0%	10.0%	8.0%	7.0%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt
研发费用率	11.0%	9.4%	9.0%	10.5%	9.3%	9.0%	0.5ppt	0.1ppt	0.0ppt
利润率									
毛利率	17.3%	18.4%	18.6%	15.5%	17.4%	17.6%	1.8ppt	0.9ppt	0.9ppt
营业利润率	-2.7%	1.3%	2.8%	-4.0%	0.5%	1.9%	1.3ppt	0.8ppt	0.9ppt
净利率	-1.6%	1.8%	2.9%	-2.9%	1.0%	2.1%	1.3ppt	0.8ppt	0.8ppt

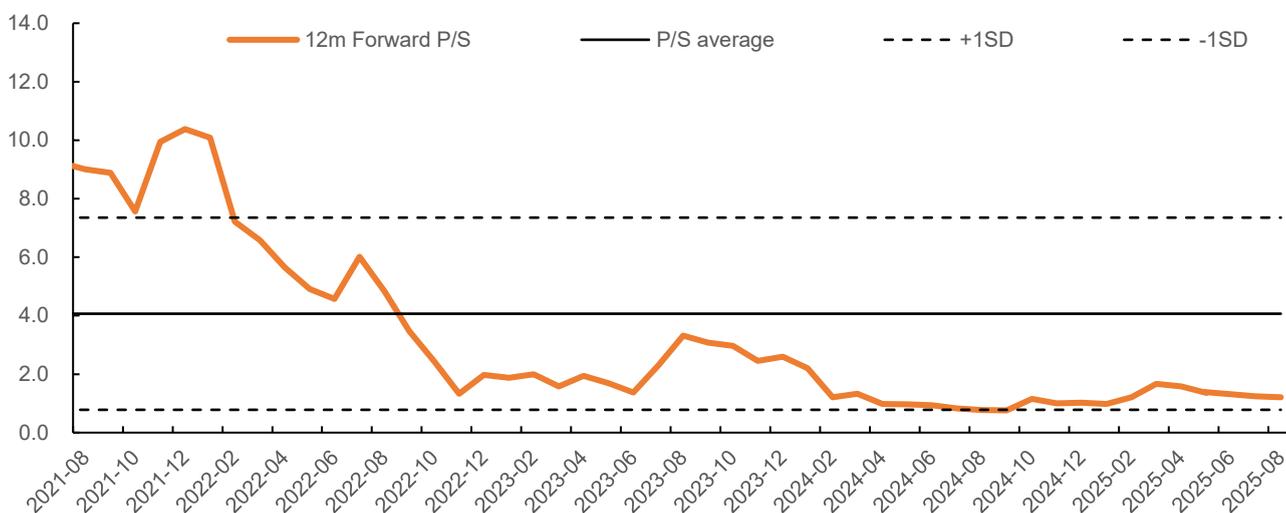
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图 9: 利润表关键科目预测调整

(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	81,173	113,860	155,406	81,173	113,860	155,406	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	-67,097	-92,960	-126,571	-68,577	-94,002	-127,997	-2.2%	-1.1%	-1.1%
毛利	14,076	20,900	28,835	12,596	19,857	27,409	11.8%	5.3%	5.2%
销售、行政及一般费用	-8,117	-9,109	-10,878	-8,117	-9,109	-10,878	0.0%	0.0%	0.0%
研发费用	-8,929	-10,703	-13,987	-8,523	-10,589	-13,987	4.8%	1.1%	0.0%
营业利润	-2,170	1,488	4,370	-3,245	560	2,944	-33.1%	165.9%	48.4%
财务费用净额	904	787	988	904	753	885	0.0%	4.6%	11.7%
税前利润	-1,266	2,276	5,359	-2,341	1,313	3,829	-45.9%	73.4%	39.9%
应交所得税	0	-228	-804	0	-131	-574	n.a	73.4%	39.9%
本年利润	-1,266	2,048	4,555	-2,341	1,181	3,255	-45.9%	73.4%	39.9%
股东应占利润	-1,266	2,048	4,555	-2,341	1,181	3,255	-45.9%	73.4%	39.9%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图 10: 公司股价仍处于 12 个月前瞻市销率历史平均向下一个标准差水平



资料来源: 公司公告, 招商证券(香港)预测

行业估值比较

公司	彭博 代码	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)	市盈率(x)		市净率(x)		市销率(x)		ROE(%)		股息收益率(%)		净负债率 (%)
							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	114.0	170.0	49%	135,262	16.8	13.8	4.2	3.4	1.0	0.8	24.4	23.9	1.8	2.2	-50.6
理想汽车	2015 HK	增持	93.5	138.0	48%	25,664	17.7	12.7	2.3	1.9	1.0	0.8	13.0	15.4	0.0	0.0	-135.3
小鹏汽车	9868 HK	增持	77.1		49%	18,834	n.a	n.a	4.7	4.4	1.7	1.2	-4.2	6.9	0.0	0.0	-56.4
蔚来汽车	9866 HK	未评级	38.6	n.a	n.a	11,127	n.a	n.a	46.4	-20.1	0.9	0.7	-210.2	-35.0	0.0	0.0	2.3
零跑汽车	9863 HK	未评级	73.4	n.a	n.a	98,066	n.a	n.a	8.1	6.3	1.4	1.0	5.4	20.9	0.0	0.0	-165.8
特斯拉	TSLA US	中性	329.3	360.5	9%	1,062,173	151.3	103.1	14.4	12.6	10.8	9.4	7.3	10.2	0.0	0.0	-31.1
平均							61.9	43.2	13.3	1.4	2.8	2.3	-27.4	7.1	0.3	0.4	-72.8
传统汽车制造商																	
长城汽车	2333 HK	增持	17.1	19.0	11%	26,317	9.3	8.4	1.5	1.3	0.8	0.7	15.8	15.5	3.2	3.6	16.5
吉利汽车	175 HK	增持	20.4	32.0	57%	26,428	12.5	10.5	1.9	1.7	0.5	0.4	17.2	17.4	3.1	3.3	-37.2
广汽集团	2238 HK	未评级	3.4	n.a	n.a	9,138	22.0	19.5	0.3	0.3	0.6	0.6	1.1	0.4	1.3	1.3	-21.1
东风集团	489 HK	未评级	6.0	n.a	n.a	6,317	40.1	30.2	0.3	0.3	0.4	0.3	1.1	0.0	0.6	1.4	-6.2
中国重汽	3808 HK	未评级	23.6	n.a	n.a	8,340	9.0	7.8	1.3	1.2	0.5	0.5	15.8	4.7	6.1	6.9	-7.6
平均							18.6	15.3	1.0	0.9	0.6	0.5	10.2	7.6	2.9	3.3	-11.1
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	增持	15.4	24.0	56%	4,680	8.3	6.6	0.7	0.7	0.2	0.2	8.4	9.9	5.6	7.1	39.6
美东汽车	1268 HK	未评级	2.1	n.a	n.a	354	6.5	4.9	0.8	0.7	0.1	0.1	15.4	-17.6	6.6	10.0	-10.9
永达汽车	3669 HK	未评级	2.0	n.a	n.a	480	7.2	0.7	0.3	0.3	0.1	0.1	2.8	3.7	6.4	8.4	23.1
平均							7.3	4.1	0.6	0.5	0.1	0.1	8.9	-1.4	6.2	8.5	17.3
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	增持	16.6	19.1	15%	18,530	10.4	9.4	1.5	1.3	0.6	0.5	14.3	14.2	2.5	2.8	-4.5
福耀玻璃	3606 HK	增持	58.6	73.0	25%	20,111	16.1	13.7	3.4	2.9	3.0	2.6	21.4	21.4	2.4	2.4	-10.0
敏实集团	425 HK	增持	31.8	34.0	7%	4,707	12.8	11.0	1.6	1.4	1.3	1.1	12.1	12.7	1.6	2.7	27.0
京东方精电	710 HK	增持	7.7	7.6	-1%	777	13.5	11.7	1.4	1.3	0.4	0.4	10.2	10.8	2.2	2.4	-68.1
耐世特	1316 HK	未评级	6.5	n.a	n.a	2,085	16.1	12.5	1.0	0.9	0.5	0.4	7.7	1.8	1.9	2.4	-13.0
平均							13.8	11.7	1.8	1.6	1.2	1.0	13.1	12.2	2.1	2.6	-13.7
机器人产业链																	
地平线机器人	9660 HK	增持	7.4	8.3	12%	13,188	n.a	n.a	9.5	11.1	26.5	16.4	n.a	n.a	0.0	0.0	n.a
禾赛科技	HSAI US	增持	25.4	32.0	26%	3,363	68.2	30.5	0.7	0.6	7.4	5.1	7.5	14.3	0.0	0.0	-62.6
优必选	9880 HK	增持	92.1	110.0	20%	5,570	n.a	n.a	29.8	69.0	22.7	14.9	-70.7	-137.1	0.0	0.0	16.5
越疆	2432 HK	增持	53.0	76.0	43%	2,563	n.a	n.a	20.6	19.2	36.2	27.1	-1.0	5.1	0.0	0.0	n.a
平均							68.2	30.5	15.2	25.0	23.2	15.9	-21.4	-39.2	0.0	0.0	-23.1
整体平均							25.8	18.1	6.8	5.3	5.2	3.7	-3.9	0.9	2.0	2.5	-26.4

收盘价截至2025年8月19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

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	54,522	49,736	64,511	79,199	101,785
货币资金	21,127	18,586	21,241	26,848	37,708
定期存款及其他短期投资	10,538	13,683	13,683	13,683	13,683
应收款项	2,716	2,450	6,494	9,109	12,432
存货	5,526	5,563	12,077	16,733	22,783
预付款项及其他资产	2,489	3,135	4,697	6,507	8,860
其他流动资产	12,125	6,319	6,319	6,319	6,319
非流动资产合计	29,641	32,970	36,277	39,935	44,119
物业、厂房及设备	10,954	11,522	13,294	14,800	16,080
无形资产	4,949	4,610	4,149	3,734	3,361
其他非流动资产	13,737	16,838	18,834	21,401	24,678
资产总计	84,163	82,706	100,788	119,134	145,904
流动负债合计	36,112	39,865	56,207	70,470	90,243
短期借款	3,889	4,609	7,000	8,400	10,081
应付贸易款和应付票据	22,210	23,080	36,435	48,807	66,310
其他流动负债	10,012	12,175	12,772	13,263	13,852
非流动负债合计	11,722	11,566	16,073	18,108	20,549
长期债务	5,651	5,665	10,171	12,206	14,647
经营租赁负债非流动部分	1,491	1,346	1,346	1,346	1,346
其他非流动负债	4,581	4,556	4,556	4,556	4,556
负债合计	47,834	51,431	72,280	88,578	110,791
表层股本-可转换优先股	0	0	0	0	0
普通股	0	0	0	0	0
股本溢价	70,198	70,672	70,672	70,672	70,672
其他综合收益	1,831	2,094	2,094	2,094	2,094
留存收益	-35,760	-41,586	-44,352	-42,304	-37,748
股东应占权益	36,329	31,275	28,508	30,556	35,113
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益合计	36,329	31,275	28,508	30,556	35,113
负债及权益合计	84,163	82,706	100,788	119,134	145,904

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	956	-3,321	161	5,182	9,649
年内利润	-10,376	-5,790	-1,266	2,048	4,555
折旧及摊销	2,107	2,188	2,238	2,457	2,641
营运资本变动	7,352	281	-811	677	2,453
其它经营活动现金流	1,873	0	0	0	0
投资活动现金流	631	-1,970	-3,500	-3,500	-3,500
资本支出	-2,312	-2,000	-3,500	-3,500	-3,500
短期投资净额	5,441	0	0	0	0
其它投资活动现金流	-2,499	30	0	0	0
筹资活动现金流	8,015	5,452	3,271	3,925	4,710
发行普通股所得款	9,507	0	0	0	0
发行可转换优先股所得款	0	0	0	0	0
净借款	3,110	5,452	3,271	3,925	4,710
其它筹资活动现金流	-4,601	0	0	0	0
现金净增加额	9,588	160	-68	5,607	10,860
汇率变动对现金的影响	-15	0	0	0	1
期末现金及现金等价物	24,302	24,462	24,394	30,001	40,862

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	30,676	40,866	81,173	113,860	155,406
营业成本	-30,225	-35,021	-67,097	-92,960	-126,571
毛利	451	5,846	14,076	20,900	28,835
研发费用	-5,277	-6,457	-8,929	-10,703	-13,987
销售、行政及一般费用	-6,559	-6,871	-8,117	-9,109	-10,878
其他支出	495	823	800	400	400
营业利润	-10,889	-6,658	-2,170	1,488	4,370
财务费用净额	991	1,031	904	787	988
投资收入净额	-410	0	0	0	0
其他收益净额	-85	-203	0	0	0
除税前溢利	-10,394	-5,831	-1,266	2,276	5,359
所得税	-37	70	0	-228	-804
年内溢利	-10,376	-5,790	-1,266	2,276	4,555
少数股东损益	0	0	0	0	1
净利润	-10,376	-5,790	-1,266	2,048	4,555

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	14.2%	33.2%	98.6%	40.3%	36.5%
营业利润	25.1%	-38.9%	-67.4%	n.a	193.6%
净利润	13.5%	-44.2%	-78.1%	n.a	122.4%
获利能力					
毛利润率	1.5%	14.3%	17.3%	18.4%	18.6%
营业利润率	-35.5%	-16.3%	-2.7%	1.3%	2.8%
净利率	-33.8%	-14.2%	-1.6%	1.8%	2.9%
ROE	-28.3%	-17.1%	-4.2%	6.9%	13.9%
ROA	-13.3%	-6.9%	-1.4%	1.9%	3.4%
偿债能力					
资产负债率	56.8%	62.2%	71.7%	74.4%	75.9%
净负债比例	-31.9%	-26.6%	-14.3%	-20.4%	-37.0%
流动比率	151.0%	124.8%	114.8%	112.4%	112.8%
速动比率	135.7%	110.8%	93.3%	88.6%	87.5%
营运能力					
资产周转天数	926	745	413	353	311
存货周转天数	61	62	50	57	57
应收账款周转天数	32	22	20	25	25
应付账款周转天数	213	204	136	159	158
每股资料 (人民币元)					
每股盈利	-5.96	-3.06	-0.67	1.08	2.41
每股现金流	0.55	-1.76	0.09	2.74	5.10
每股净资产	20.87	16.54	15.07	16.16	18.56
每股派息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
市盈率(x)	n.a	n.a	n.a	65.5	29.5
市销率(x)	4.4	3.3	1.7	1.2	0.9

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