

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

敏实集团(425 HK)

上半年业绩强劲，长线布局三大新赛道

- 上半年业绩强劲增长，毛利率相对稳健，费用率管控得力且全面下降
- 公司长线布局人形机器人、低空经济、AI液冷等前景广阔的新赛道
- 上调盈利预测3%-4%，维持增持评级，上调目标价至42港元

上半年业绩强劲，毛利率维持高位，费用管控得力

1) 净利润: 上半年归母净利润12.8亿元 (人民币, 下同), 同比/环比+19.5%/+2.0%, 符合VA一致预期, 但高于我们预期, 业绩受益于降本增效及规模效应。**2) 收入:** 上半年收入122.9亿元, 同比/环比+10.8%/+1.9%, 主要得益于电池盒业务同比大增50%至35.8亿元, 及传统业务稳健增长。国内/外收入占比为35%/65%, 国内/海外收入同比分别-4.9%/21.6%, 因品牌结构原因, 国内市场跑输乘用车销量 (同比+11.4%), 而海外市场受益前期订单释放而强劲增长。**3) 毛利率:** 上半年毛利率为28.3%, 同比/环比-0.2ppt/-1.1ppts, 原材料价格波动及行业竞争加剧背景下表现相对稳健, 得益于全球本地化生产布局降运输成本, 精益生产提效及采购成本优化。**4) 费用率:** 上半年销售/管理/研发费用率为4.2%/6.5%/5.9%, 同比-0.6ppt/-0.1ppt/-0.5ppt, 环比-0.1ppt/-0.9ppt/-0.2ppt, 全面下降体现管控得力。**5) 自由现金流:** 上半年自由现金流达13.4亿元, 同比增长约7亿元。

积极布局三大新赛道，为长线增长铺路

公司积极开展三大赛道，五大产品线短期收入贡献有限，但行业前景广阔为长线增长铺路：**1) 人形机器人:** 与智元机器人开展深度合作，聚焦高集成关节模组、轻量化结构件与机电执行表面处理，预计9月起小批量交付一体化关节。**2) 低空经济:** 聚焦eVTOL 机体和旋翼两大产品，已与多家飞行汽车/eVTOL公司合作。其中，7月与头部公司亿航智能签署战略合作协议并获量产订单，深度参与适航认证；依托自研VarinTech 复材工艺降本可达85%、工序减半。现正在同步拓展中国及北美主流主机厂，实现从样件到量产全栈配套。**3) AI 液冷与无线充电:** 基于车用技术延伸至AI与自动驾驶场景，AI液冷板业务依托电池热管理技术，已拓展至数据中心与AI服务器领域，有望与海外头部客户推进合作。无线充电将与西门子联合开发，布局汽车及机器人无感充电，且处于方案匹配与测试阶段。

维持增持评级，上调目标价至42港元

考虑降本能力突出，上调FY25-27E净利润预测4%/3%/3%，估值基期切换至26财年，上调目标价至42港元，相当于14倍26财年市盈率，估值为公司历史平均估值。自我们一季度报告提示切换新赛道加速价值重估之后，股价已近翻倍，短期警惕获利回吐。**风险因素:** 行业景气度低于预期。

盈利预测及估值

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	20,524	23,147	26,323	30,750	36,208
同比增长	18.6%	12.8%	13.7%	16.8%	17.8%
净利润	1,903	2,319	2,767	3,207	3,776
同比增长	26.8%	21.9%	19.3%	15.9%	17.8%
每股盈利 (元)	1.65	2.02	2.38	2.76	3.25
每股股息 (元)	0.00	0.40	0.48	0.83	0.97
市盈率(x)	19.3	15.8	13.4	11.6	9.8
市净率(x)	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4
ROE	10.3%	11.2%	12.5%	13.0%	13.7%

收盘价截至2025年8月27日，资料来源：公司资料、招商证券 (香港) 预测

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

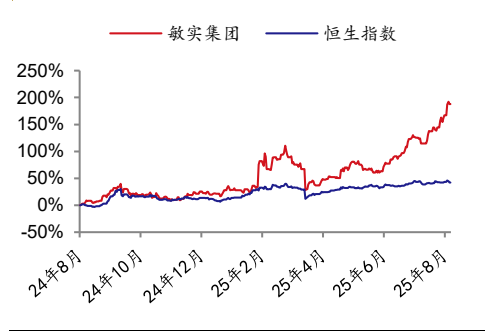
最新变动

25年上半年业绩点评，盈利预测及目标价调整

增持

前次评级	增持
股价	34.8港元
目标价(上涨空间)	42.0港元(+21%)
前次目标价	34.0港元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
425 HK	29.0	46.6	187.8
恒生指数	(1.4)	5.9	42.4

行业：汽车汽配

恒生指数	25,202
国企指数	9,020

重要数据

52周股价区间 (港元)	11.92 - 35.92
港股市值 (百万港元)	35,809
日均成交量 (百万股)	8.31
每股净资产 (港币)	18.72

主要股东

敏实控股有限公司	38.74%
总股数 (百万股)	1,162
自由流通量	61.26%

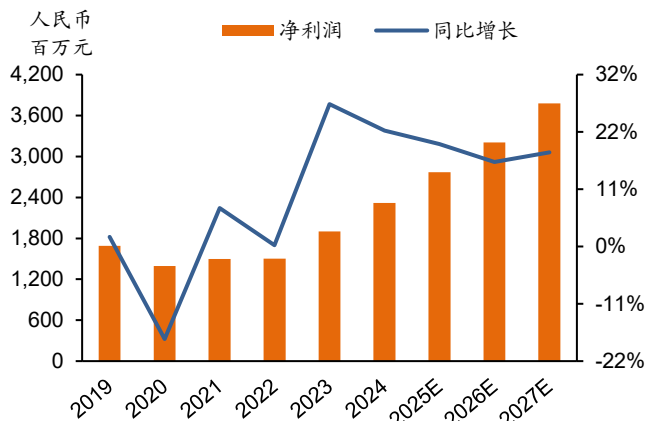
资料来源：彭博

相关报告

- 敏实集团 (425 HK) - 长期规划指引乐观，新赛道顺风助增长 (增持) (2025/3/26)
- 敏实集团 (425 HK) - 切入人形机器人新赛道，开启价值重估之路 (增持) (2025/2/24)
- 敏实集团 (425 HK) - 盈利能力回升，国内外优化客户结构夯实增长韧性 (增持) (2024/8/22)

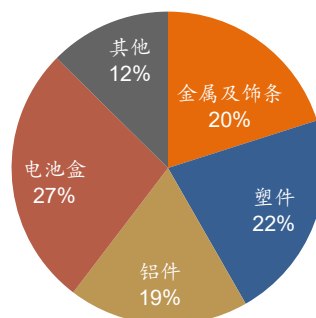
重点图表

图1: 公司净利润稳健增长



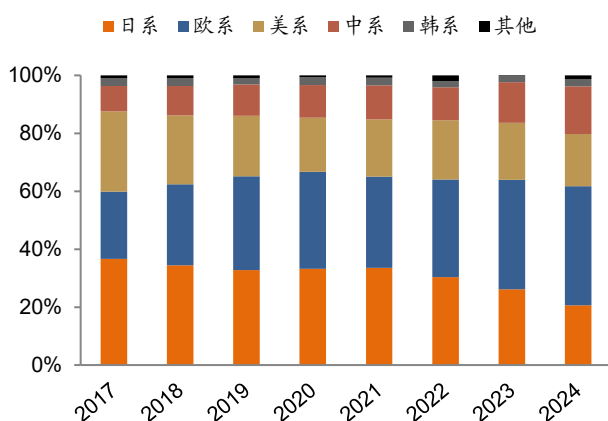
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 公司分类产品收入占比 (2025上半年)



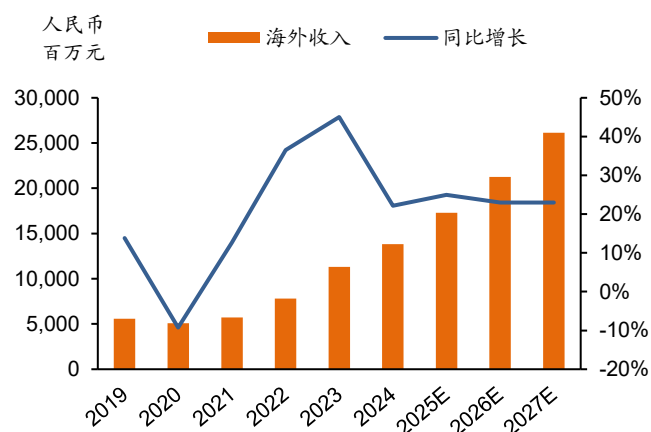
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 公司收入分国别品牌占比



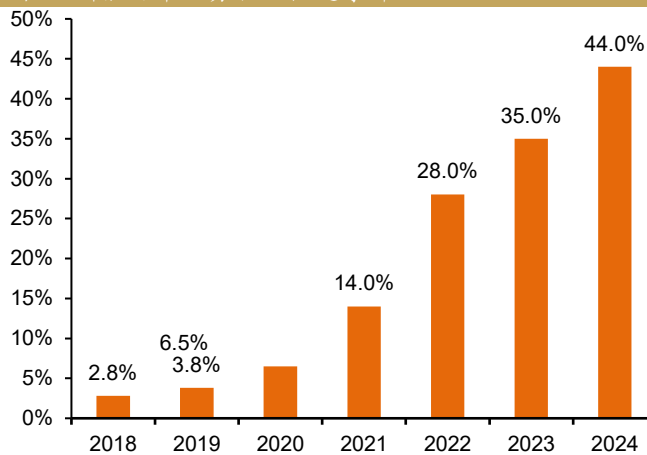
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 公司海外业务持续拓展



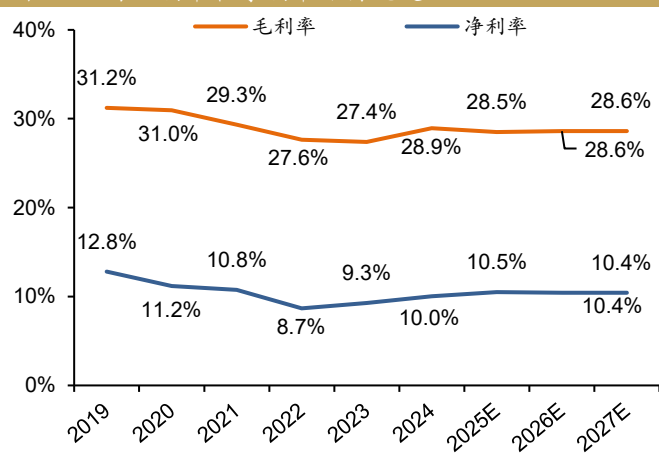
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 新能源车业务占比快速攀升



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图6: 公司毛利率和净利率保持稳定



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图7: 公司业绩概述

(人民币百万元)	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	同比	环比
营业额	10,054	9,747	10,776	11,090	12,057	12,287	10.8%	1.9%
销售成本	-7,384	-7,185	-7,717	-7,929	-8,520	-8,814	11.2%	3.4%
毛利	2,670	2,563	3,059	3,162	3,536	3,473	9.9%	-1.8%
投资收入	134	171	185	191	135	202	5.9%	50.0%
其他收入	159	148	267	207	253	125	-39.4%	-50.5%
其他利得与损失	-13	4	80	-15	7	-19	31.1%	-360.0%
分销及销售开支	-418	-360	-432	-531	-516	-512	-3.6%	-0.8%
行政开支	-741	-623	-826	-743	-896	-805	8.4%	-10.2%
研发开支	-665	-616	-781	-715	-735	-726	1.6%	-1.2%
经营利润	1,125	1,287	1,551	1,556	1,784	1,738	11.7%	-2.6%
借贷利息	-121	-232	-283	-291	-230	-178	-38.6%	-22.5%
分占联营公司溢利	-11	-10	-12	-14	-20	-11	-23.2%	-44.6%
除税前溢利	982	1,056	1,259	1,273	1,534	1,571	23.4%	2.4%
所得税开支	-130	-159	-193	-196	-235	-251	28.3%	6.9%
本年溢利	852	897	1,067	1,077	1,299	1,319	22.5%	1.5%
净利润	843	887	1,016	1,068	1,251	1,277	19.5%	2.0%
毛利率	26.6%	26.3%	28.4%	28.5%	29.3%	28.3%	-0.2ppt	-1.1ppt
经营利润率	11.2%	13.2%	14.4%	14.0%	14.8%	14.1%	0.1ppt	-0.7ppt
净利率	8.4%	9.1%	9.4%	9.6%	10.4%	10.4%	0.8ppt	0.0ppt
销售费用率	4.2%	3.7%	4.0%	4.8%	4.3%	4.2%	-0.6ppt	-0.1ppt
管理费用率	7.4%	6.4%	7.7%	6.7%	7.4%	6.5%	-0.1ppt	-0.9ppt
研发费用率	6.6%	6.3%	2%	6.4%	6.1%	5.9%	-0.5ppt	-0.2ppt
财务费用率	1.2%	2.4%	2.6%	2.6%	1.9%	1.5%	-1.2ppt	-0.5ppt
合计费用率	19.3%	18.8%	21.6%	20.5%	19.7%	18.1%	-2.5ppt	-1.6ppt

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图8: 收入及毛利润率预测调整

(人民币百万元)	新预测			原预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
中国	9,043	9,496	10,065	9,789	10,377	11,103	-7.6%	-8.5%	-9.3%
海外业务	17,280	21,254	26,143	17,003	20,744	25,308	1.6%	2.5%	3.3%
合计	26,323	30,750	36,208	26,793	31,121	36,411	-1.8%	-1.2%	-0.6%
毛利润率	28.5%	28.6%	28.6%	29.0%	29.0%	29.0%	-0.5ppt	-0.4ppt	-0.4ppt

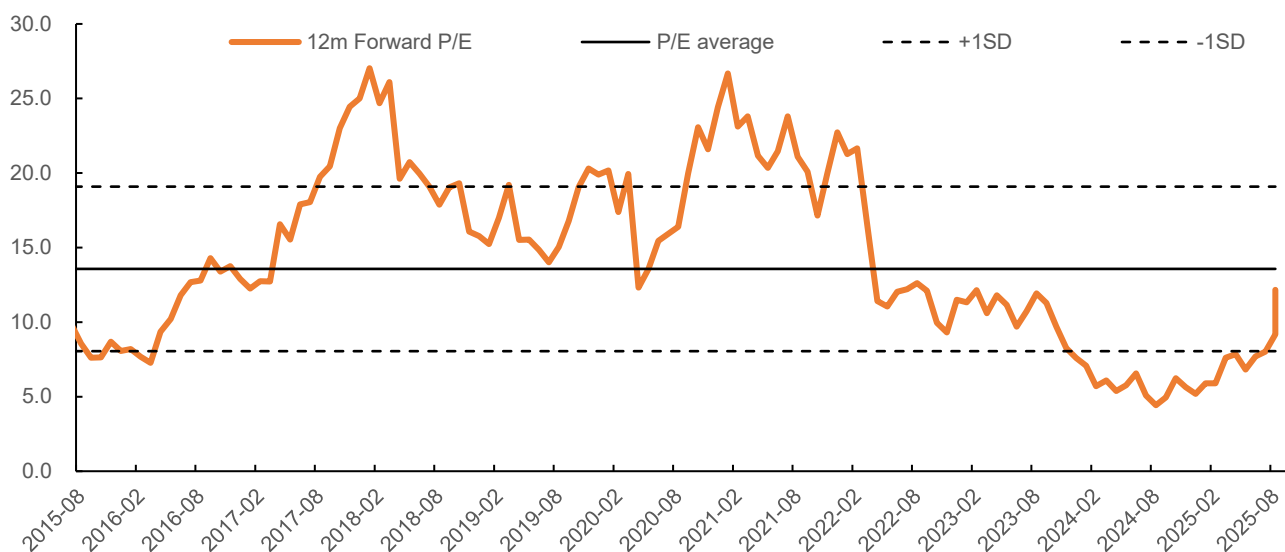
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图9: 损益表预测调整

(人民币百万元)	新预测			原预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业额	26,323	30,750	36,208	26,793	31,121	36,411	-1.8%	-1.2%	-0.6%
销售成本	-18,821	-21,955	-25,853	-19,023	-22,096	-25,852	-1.1%	-0.6%	0.0%
毛利	7,502	8,794	10,356	7,770	9,025	10,559	-3.4%	-2.6%	-1.9%
投资收入	395	461	543	402	467	546	-1.8%	-1.2%	-0.6%
其他收入	290	338	398	295	342	401	-1.8%	-1.2%	-0.6%
其他利得与损失	0	0	0	0	0	0	n.a	n.a	n.a
分销及销售开支	-1,106	-1,322	-1,557	-1,152	-1,338	-1,566	-4.0%	-1.2%	-0.6%
行政开支	-1,790	-2,091	-2,462	-1,902	-2,210	-2,585	-5.9%	-5.4%	-4.8%
研发开支	-1,553	-1,845	-2,172	-1,742	-2,023	-2,330	-10.8%	-8.8%	-6.8%
经营利润	3,738	4,336	5,105	3,671	4,264	5,025	1.8%	1.7%	1.6%
借贷利息	-395	-461	-543	-509	-560	-655	-22.4%	-17.7%	-17.1%
分占共同控制实体溢利	53	61	72	54	62	73	-1.8%	-1.2%	-0.6%
除税前溢利	3,396	3,936	4,635	3,215	3,766	4,442	5.6%	4.5%	4.3%
所得税开支	-543	-630	-742	-482	-565	-666	12.7%	11.5%	11.3%
本年度溢利	2,852	3,306	3,893	2,733	3,201	3,776	4.4%	3.3%	3.1%
股东应占利润	2,767	3,207	3,776	2,651	3,105	3,663	4.4%	3.3%	3.1%

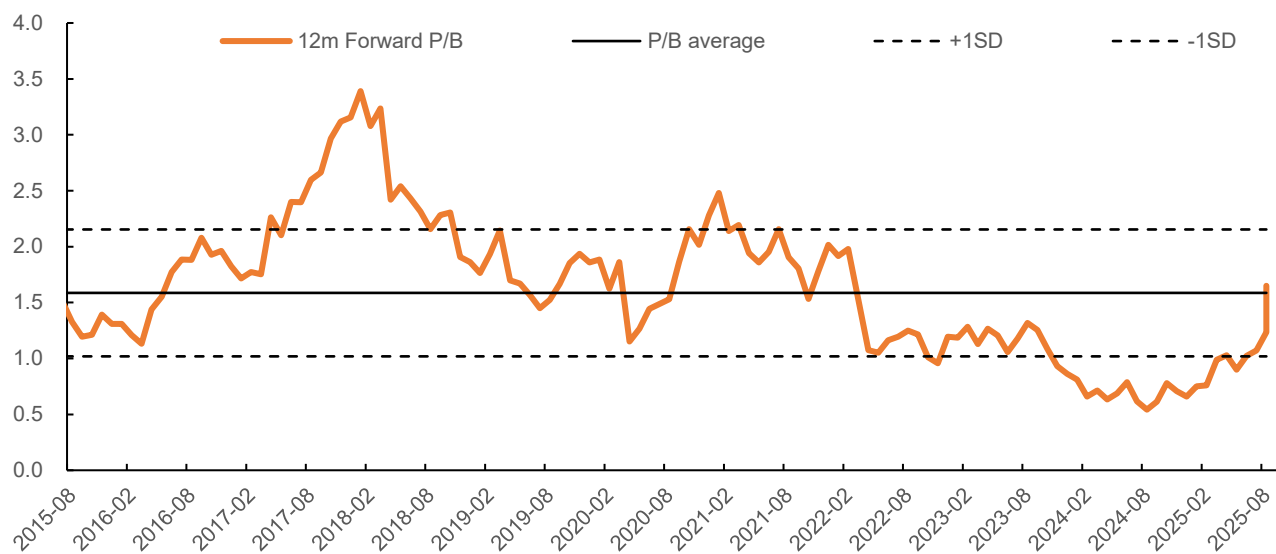
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 10: 公司股价仍处于 12 个月前瞻市盈率历史平均向下一个标准差水平



资料来源: 万得、招商证券 (香港)

图 11: 公司风仍处于 12 个月前瞻市净率历史平均向下一个标准差水平



资料来源: 万得、招商证券 (香港)

2025 年 8 月 28 日 (星期四)

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	115.1	170.0	48%	138,543	17.0	13.9	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	91.4	138.0	51%	25,132	17.2	12.4	2.2	1.9	1.0	0.8	13.0	15.4	0.0	0.0	-135.3
小鹏汽车	9868 HK	增持	92.5	115.0	24%	22,650	n.a	n.a	5.6	5.3	2.0	1.4	-4.2	6.9	0.0	0.0	-56.4
蔚来汽车	9866 HK	未评级	51.7	n.a	n.a	14,899	n.a	n.a	60.7	-25.4	1.2	0.9	-207.0	-31.7	0.0	0.0	2.3
零跑汽车	9863 HK	未评级	65.7	n.a	n.a	87,839	n.a	n.a	7.3	5.4	1.2	0.8	7.0	25.3	0.0	0.0	-165.8
特斯拉	TSLA US	中性	349.6	360.5	3%	1,127,617	160.6	109.5	15.3	13.4	11.5	9.9	7.3	10.2	0.0	0.0	-31.1
平均							64.9	45.3	15.9	0.7	3.0	2.4	-26.6	8.3	0.3	0.4	-72.8
传统汽车制造商																	
长城汽车	2333 HK	增持	18.1	19.0	5%	27,331	9.8	8.8	1.5	1.4	0.9	0.8	15.8	15.5	3.1	3.4	16.5
吉利汽车	175 HK	增持	19.2	32.0	67%	24,885	11.7	9.8	1.8	1.5	0.5	0.4	17.2	17.4	3.3	3.5	-37.2
广汽集团	2238 HK	未评级	3.7	n.a	n.a	9,469	24.0	21.3	0.3	0.3	0.6	0.6	1.1	0.4	1.2	1.2	-21.1
东风集团	489 HK	未评级	9.1	n.a	n.a	9,603	251.7	81.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.0	0.3	0.9	-6.2
中国重汽	3808 HK	未评级	23.3	n.a	n.a	8,269	8.8	7.7	1.3	1.2	0.5	0.5	15.8	4.7	6.1	7.0	-7.6
平均							61.2	25.9	1.1	1.0	0.6	0.5	10.1	7.6	2.8	3.2	-11.1
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	增持	15.1	24.0	59%	4,590	8.1	6.4	0.7	0.6	0.2	0.2	8.4	9.9	5.7	7.2	39.6
美东汽车	1268 HK	未评级	2.1	n.a	n.a	363	6.7	6.0	0.8	0.8	0.1	0.1	13.7	-17.6	5.8	7.2	-10.9
永达汽车	3669 HK	未评级	2.1	n.a	n.a	496	8.7	0.7	0.3	0.3	0.1	0.1	-0.5	3.4	6.2	5.8	23.1
平均							7.8	4.4	0.6	0.6	0.1	0.1	7.2	-1.4	5.9	6.7	17.3
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	增持	16.6	19.1	15%	18,567	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	69.6	86.0	24%	23,406	19.0	16.2	4.2	3.7	3.5	3.0	22.1	23.0	3.2	3.7	-10.0
敏实集团	425 HK	增持	34.8	42.0	21%	5,166	13.4	11.6	1.7	1.5	1.4	1.2	12.5	13.0	1.5	2.6	27.0
京东方精电	710 HK	中性	6.4	6.8	7%	646	12.6	10.9	1.2	1.1	0.3	0.3	10.2	10.8	2.7	2.6	-68.1
耐世特	1316 HK	未评级	6.9	n.a	n.a	2,221	17.1	13.2	1.1	1.0	0.5	0.5	7.7	1.8	1.8	2.3	-13.0
平均							14.5	12.3	1.9	1.7	1.3	1.1	13.4	12.6	2.3	2.8	-13.7
机器人产业链																	
地平线机器人	9660 HK	增持	7.9	8.3	5%	14,156	n.a	n.a	10.2	11.9	28.4	17.5	n.a	n.a	0.0	0.0	n.a
禾赛科技	HSAI US	增持	26.0	32.0	23%	3,444	69.4	31.1	0.7	0.6	7.5	5.2	7.5	14.3	0.0	0.0	-62.6
优必选	9880 HK	增持	93.7	110.0	17%	5,679	n.a	n.a	30.3	70.1	23.0	15.1	-70.7	-137.1	0.0	0.0	16.5
越疆	2432 HK	增持	52.3	76.0	45%	2,533	n.a	n.a	20.3	18.9	35.7	26.7	-1.0	5.1	0.0	0.0	n.a
平均							69.4	31.1	15.4	25.4	23.6	16.1	-21.4	-39.2	0.0	0.0	-23.1
整体平均							39.2	21.8	7.5	5.2	5.3	3.8	-3.9	1.3	2.0	2.3	-26.4

收盘价截至2025年8月27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：人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	17,493	17,169	20,073	23,518	27,335
现金及现金等价物	4,165	2,630	3,839	4,970	5,924
限制性银行存款	1,840	1,771	1,771	1,771	1,771
贸易应收款项	6,610	7,476	8,502	9,932	11,694
存货	3,982	4,641	5,310	6,195	7,294
其他流动资产	895	652	652	652	652
非流动资产	20,054	21,590	21,435	22,358	23,432
物业、工厂及设备	15,476	15,798	16,272	16,793	17,405
租赁土地及土地使用权	1,058	1,035	1,299	1,419	1,540
无形资产	112	92	135	145	156
对合营公司投资	133	95	95	95	95
其他非流动资产	3,275	4,570	3,634	3,905	4,236
总资产	37,547	38,759	41,508	45,876	50,767
流动负债	14,117	14,577	15,848	17,464	19,423
贸易应付款项	7,004	7,260	8,307	9,691	11,411
当期所得税负债	226	206	206	206	206
短期贷款	5,851	5,894	6,095	6,296	6,497
其他流动负债	1,036	1,216	1,240	1,271	1,309
非流动负债	4,290	2,923	2,923	2,923	2,923
借款	3,837	2,525	2,525	2,525	2,525
递延所得税负债	223	197	197	197	197
其他流动负债	230	201	201	201	201
负债合计	18,407	17,500	18,772	20,387	22,347
发行股本	116	116	116	116	116
其他储备	18,202	20,329	21,721	24,375	27,189
股东应占权益	18,318	20,445	21,837	24,491	27,305
少数股东权益	821	814	899	999	1,115
总权益	19,140	21,259	22,737	25,489	28,420
负债及权益合计	37,547	38,759	41,508	45,876	50,767

现金流量表

单位：人民币百万元	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,136	3,274	3,575	3,793	4,248
税前盈利	2,315	2,807	3,396	3,936	4,635
折旧摊销	1,205	1,363	1,396	1,433	1,479
营运资金变动	820	(1,269)	(648)	(931)	(1,142)
其他经营活动	(205)	374	(568)	(645)	(723)
投资活动现金流	(2,960)	(1,626)	(1,708)	(1,849)	(1,990)
资本支出	(2,940)	(1,737)	(1,817)	(1,954)	(2,090)
收购资产	0	0	0	0	0
投资变动	0	0	0	0	0
其他投资活动	(20)	112	109	105	101
筹资活动现金流	(1,231)	(3,184)	(658)	(814)	(1,304)
净借款	1,504	42	201	201	201
已付股息	(515)	(521)	(395)	(461)	(543)
其他融资活动	(2,220)	(2,705)	(464)	(553)	(962)
现金净增加额	(55)	(1,535)	1,209	1,131	954
汇兑损益	0	0	0	0	0
期末现金及现金等价物	4,165	2,630	3,839	4,970	5,924

利润表

单位：人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售收入	20,524	23,147	26,323	30,750	36,208
销售成本	(14,902)	(16,449)	(18,821)	(21,955)	(25,853)
毛利	5,622	6,698	7,502	8,794	10,356
分销成本	(792)	(1,048)	(1,106)	(1,322)	(1,557)
行政开支	(1,449)	(1,638)	(1,790)	(2,091)	(2,462)
研发开支	(1,397)	(1,449)	(1,553)	(1,845)	(2,172)
其他收入	854	778	684	799	941
运营利润	2,838	3,340	3,738	4,336	5,105
财务成本	(515)	(521)	(395)	(461)	(543)
联营公司投资收益	(22)	(34)	0	0	0
合营企业投资收益	38	38	53	61	72
其他收入支出净额	(22)	(16)	0	0	0
税前利润	2,315	2,807	3,396	3,936	4,635
应交所得税	(351)	(431)	(543)	(630)	(742)
本年利润	1,964	2,376	2,852	3,306	3,893
少数股东收益	(61)	(56)	(86)	(99)	(117)
股东应占利润	1,903	2,319	2,767	3,207	3,776
每股收益（人民币元）	1.65	2.02	2.38	2.76	3.25

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	18.6%	12.8%	13.7%	16.8%	17.8%
营业利润	37.8%	17.7%	11.9%	16.0%	17.8%
净利润	26.8%	21.9%	19.3%	15.9%	17.8%
获利能力					
毛利润率	27.4%	28.9%	28.5%	28.6%	28.6%
经营利润率	13.8%	14.4%	14.2%	14.1%	14.1%
净利率	9.3%	10.0%	10.5%	10.4%	10.4%
ROE	10.3%	11.2%	12.5%	13.0%	13.7%
ROA	5.2%	6.1%	6.9%	7.2%	7.7%
偿债能力					
资产负债率	49.0%	45.2%	45.2%	44.4%	44.0%
净负债比例	96.2%	82.3%	82.6%	80.0%	78.6%
流动比率	124%	118%	127%	135%	141%
速动比率	96%	86%	93%	99%	103%
营运能力					
资产周转天数	630	602	556	519	487
存货周转天数	93	96	96	96	95
应收账款周转天数	117	111	111	109	109
应付账款周转天数	156	158	151	150	149
每股资料（人民币元）					
每股收益	1.65	2.02	2.38	2.76	3.25
每股现金	3.58	2.26	3.30	4.28	5.10
每股净资产	15.76	17.59	18.79	21.08	23.50
每股派息	0.00	0.40	0.48	0.83	0.97
估值比率(x)					
市盈率	19.3	15.8	13.4	11.6	9.8
市净率	2.0	1.8	1.7	1.5	1.4

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 ChinaMerchantsSecurities(Korea)Co.,Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 ChinaMerchantsSecurities(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