

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

中升控股(881 HK)

新车市场或现曙光, 售后及新能源护航增长

- 上半年业绩低于预期, 新车及二手车毛利率承压, 厂家补贴节奏扰动大
- 管理层预期新车市场或现曙光, 售后增长仍稳健, 新能源持续扩张
- 下调利润预测4%-8%, 下调目标价至22.3港元

业绩低于预期, 毛利率承压, 补贴节奏及二手车扰动利润

上半年公司归母净利润为10.11亿元 (人民币, 下同), 同比/环比-36.0%/-38.1%, 低于Visible Alpha一致预期约50%, 受新车及二手车盈利能力承压影响, 其中新车毛利率下降受厂家补贴节奏影响大。1) 收入: 上半年总收入为773亿元, 同比/环比-6.2%/-9.8%, 符合VA一致预期。其中, 新车收入为579亿元, 同比/环比-4.7%/-10%; 精品及售后服务收入134亿元, 同比/环比持平/-4.5%; 二手车收入为60.15亿元, 同比/环比-27%/-16%。上半年新车销量为22.86万辆, 同比/环比-1.7%/-9.5%; 二手车销量为11.12万辆, 同比/环比+9.6%/-10.8%。对应新车/二手车单车收入分别为28/5.4万元, 同环比大幅下滑。2) 毛利率: 上半年毛利率为5.4%, 同比/环比-0.5ppt/-1.3ppts。其中, 新车/售后/二手车毛利率为-3.3%/47.5%/4.3%, 同比-0.8ppt/+0.3ppt/-3.2ppts, 价格战影响下盈利能力明显收缩。3) 费用率: 销售/管理费用率为4.4%/1.4%, 基本保持稳定, 费用额有所下降。

管理层预期新车毛利或见底, 售后与新能源扩张保增长

1) 指引新车毛利率有望好转: 管理层判断新车市场即将迎来曙光, 能够见底甚至有机会反转, 源于经销渠道持续整合, 市场份额向龙头集中, 其次强力的反内卷政策有利于汽车销售价格稳定。2) 售后保障中心持续扩张: 46家钣喷中心已投运, 2022年起跑量, 2025下半年再增19家; 同城“门店+第三方”双轮驱动, 集中化钣喷提升人效, 保险公司深度合作, 单店产值爬坡路径清晰。3) 新能源开拓新收入源: 问界门店38家、年内新增4-6家, 全年市占率5-8%; M7等低价位车型下半年上线, 销量弹性可期, 渠道密度与华为生态持续强化。4) 高端车型受政策影响有限: 90-130万价位销量占比仅1.7%, 主机厂已全额补贴三季度豪车税缺口, 毛利冲击有限, 政策退坡后品牌力与网络优势将加速释放。

维持增持评级, 下调目标价至22.3港元

与管理层观点相同, 我们判断新车毛利率已触底: 1) 主机厂补贴多在下半年确认; 2) 行业反内卷政策落地, 下半年终端降价趋缓; 3) 奔驰 (公司主要品牌) 明后两年将发布超30款新车, 迎强产品周期, 定价韧性增强, 盈利修复可期。此外, 公司核心支柱售后稳健增长及新能源业务进展顺利, 维持增持评级。下调25-27年利润预测8%/5%/4%, 反映新车及二手车利润率下降短期影响。下调公司目标价至22.3港元 (前次24港元), 相当于12.8x FY25 P/E, 为公司历史均值水平。风险因素: 行业景气度下降。

盈利预测及估值

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	179,290	168,124	170,959	173,021	175,300
同比增长	-0.3%	-6.2%	1.7%	1.2%	1.3%
净利润	5,018	3,212	3,896	5,043	6,288
同比增长	-24.7%	-36.0%	21.3%	29.4%	24.7%
每股收益 (人民币)	2.09	1.35	1.59	2.06	2.57
每股股息 (人民币)	0.73	0.62	0.73	0.95	1.18
市盈率 (倍)	7.0	10.9	9.2	7.1	5.7
市净率 (倍)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
ROE	11.0%	6.9%	7.9%	9.6%	11.1%

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测; 收盘价截至2025年8月29日

梁勇活

+86 755 8290 4571

liangy6@cmschina.com.cn

殷浩程

+86 755 8308 2215

yinhc@cmschina.com.cn

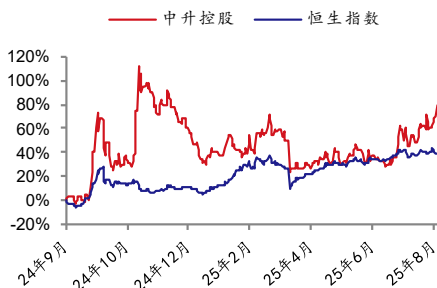
最新变动

25年上半年业绩点评, 盈利预测与目标价调整

增持

前次评级	增持
股价	16.1港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	22.3港元(+39%)
前次目标价	24.0港元

股价表现



%	1m	6m	12m
881 HK	15.3	26.7	79.6
恒生指数	(0.4)	9.3	30.4

行业: 汽车汽配

恒生指数	25,078
国金指数	8,948

重要数据

52周股价区间 (港元)	8.57 - 20.55
港股市值 (百万港元)	38,061
日均成交量 (百万股)	15.53
每股净资产 (人民币)	20.48

主要股东

Blue Natural Development Ltd.	48.67%
JSH Investment Holdings Limited	21.20%
总股数 (百万股)	2,386
自由流通股	30.13%

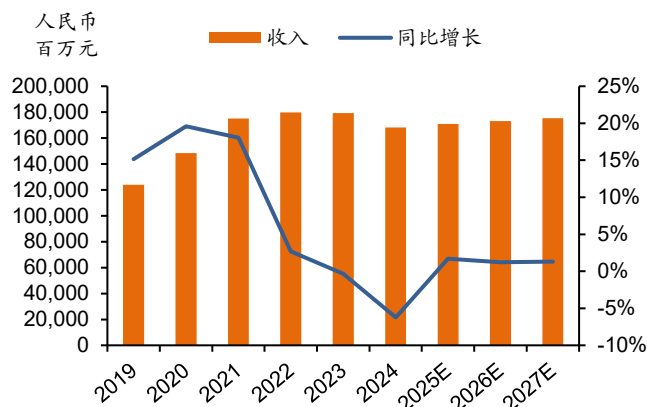
资料来源: 彭博

相关报告

- 中升控股(881 HK) - 中心化运营及跨品牌业务初见成效, 拓展高端电动品牌 (增持) (2025/4/1)
- 中升控股(881 HK) - 绑定华为系跑通新能源模式, 重启成长催化价值重估 (增持) (2024/11/11)
- 中升控股(881 HK) - 短期业绩受新车市场冲击, 售后及二手车长线价值仍在 (增持) (2024/9/2)

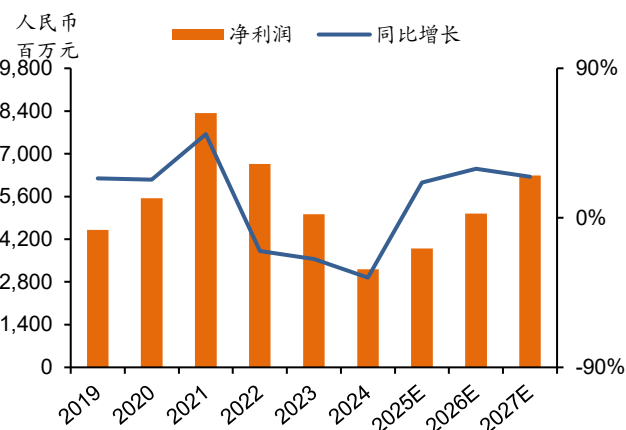
重点图表

图1: 公司未来收入稳定



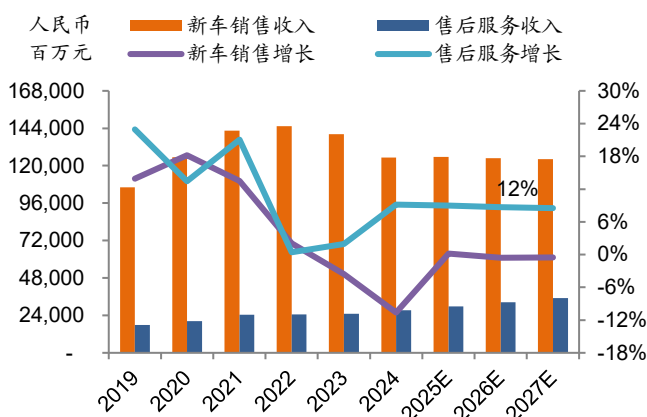
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图2: 公司净利润未来重新增长



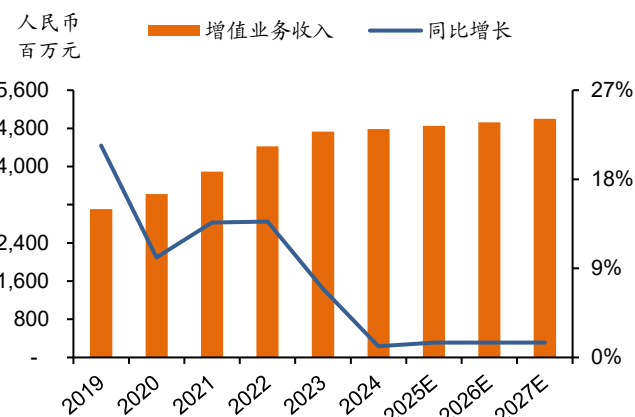
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图3: 售后服务成为新增长动力



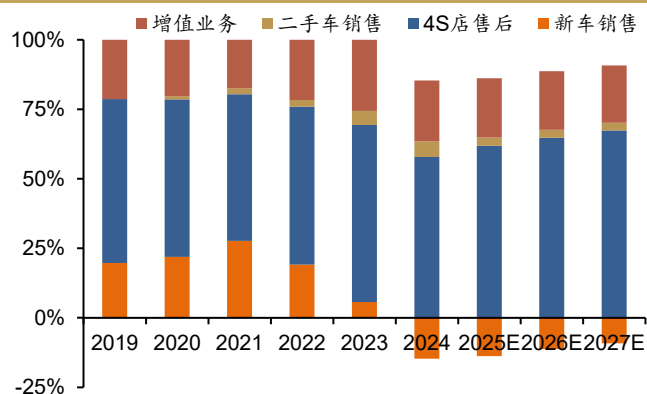
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图4: 增值业务收入稳定



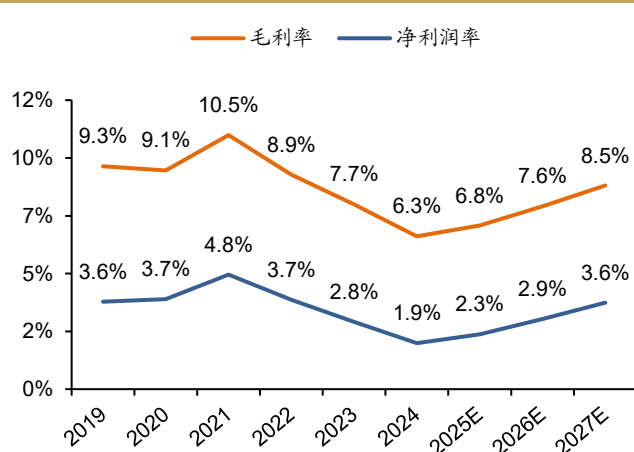
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图5: 公司分部门毛利润占比预测



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图6: 公司毛利率及净利润率触底反弹



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图7: 半年度业绩概览

单位 (人民币百万)	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	同比	环比
收入	81,902	97,388	82,421	85,703	77,322	-6.2%	-9.8%
销售成本	(74,932)	(90,594)	(77,495)	(79,957)	(73,113)	-5.7%	-8.6%
毛利	6,970	6,795	4,926	5,746	4,209	-14.6%	-26.7%
其他收入	2,400	2,331	2,368	2,417	2,229	-5.9%	-7.8%
销售及分销成本	(3,498)	(4,239)	(3,447)	(4,105)	(3,434)	-0.4%	-16.3%
行政开支	(1,104)	(1,314)	(1,091)	(1,139)	(1,099)	0.8%	-3.5%
经营溢利	4,768	3,572	2,756	2,919	1,905	-30.9%	-34.7%
融资成本	(718)	(789)	(792)	(781)	(681)	-14.0%	-12.7%
除税前溢利	4,048	2,783	1,964	2,139	1,221	-37.8%	-42.9%
税项	(1,032)	(808)	(464)	(568)	(297)	-36.1%	-47.7%
年内溢利	3,015	1,976	1,500	1,571	924	-38.4%	-41.2%
股东应占溢利	3,009	2,009	1,580	1,633	1,011	-36.0%	-38.1%
毛利率	8.5%	7.0%	6.0%	6.7%	5.4%	-0.5ppt	-1.3ppt
经营利润率	5.8%	3.7%	3.3%	3.4%	2.5%	-0.9ppt	-0.9ppt
净利率	3.7%	2.1%	1.9%	1.9%	1.3%	-0.6ppt	-0.6ppt
销售费用率	4.3%	4.4%	4.2%	4.8%	4.4%	0.3ppt	-0.3ppt
管理费用率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	0.1ppt	0.1ppt
财务费用率	0.9%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	-0.1ppt	0.0ppt
合计费用率	6.5%	6.5%	6.5%	7.0%	6.7%	0.3ppt	-0.3ppt

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图8: 收入预测调整

(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									
新车销售	125,541	124,852	124,215	125,541	124,852	124,215	0.0%		0.0%
售后服务	29,846	32,442	35,200	29,846	32,442	35,200	0.0%	0.0%	0.0%
二手车销售	15,571	15,727	15,884	15,571	15,727	15,884	0.0%	0.0%	0.0%
合计	170,959	173,021	175,300	170,959	173,021	175,300	0.0%	0.0%	0.0%
毛利润率									
新车销售	-2.5%	-2.1%	-1.8%	-2.4%	-2.1%	-0	-0.1ppt	0.0ppt	0.0ppt
售后服务	47.2%	46.5%	46.5%	46.2%	46.2%	0	1.0ppt	0.3ppt	0.3ppt
二手车销售	4.3%	4.3%	4.3%	8.0%	7.0%	0	-3.7ppt	-2.7ppt	-2.7ppt
合计	6.8%	7.6%	8.5%	7.0%	7.8%	0	-0.2ppt	-0.2ppt	-0.2ppt

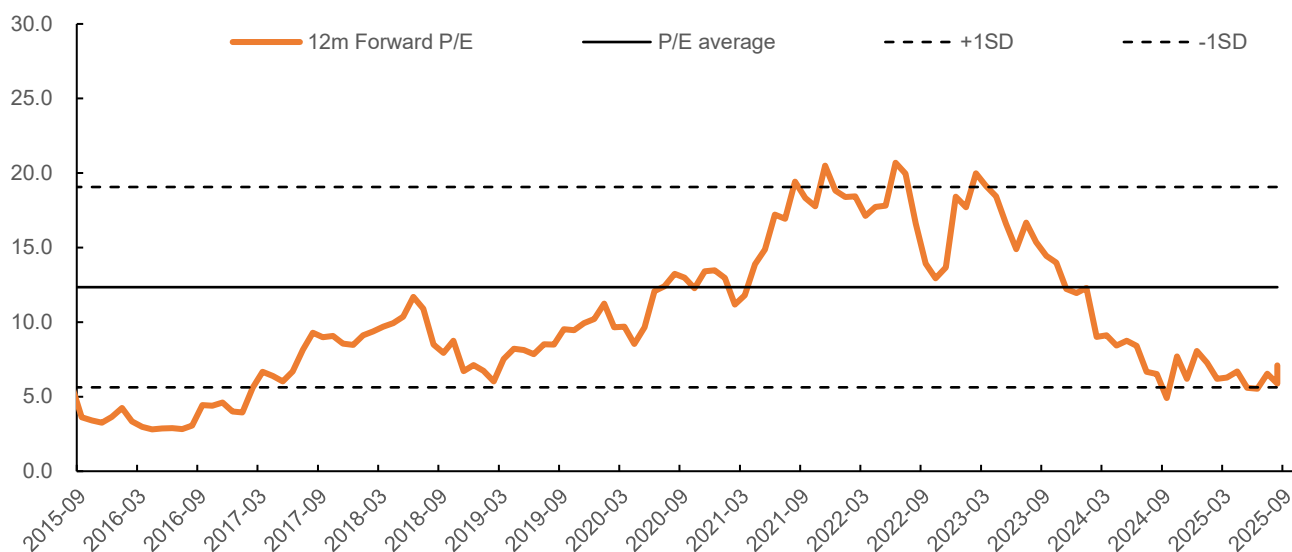
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图9: 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
收入	170,959	173,021	175,300	170,959	173,021	175,300	0.0%	0.0%	0.0%
销售及提供服务成本	(159,340)	(159,881)	(160,485)	(158,937)	(159,554)	-160,161	0.3%	0.2%	0.2%
毛利	11,618	13,140	14,815	12,021	13,467	15,138	-3.4%	-2.4%	-2.1%
其他收入	4,856	4,929	5,003	4,856	4,929	5,003	0.0%	0.0%	0.0%
销售及分销成本	(7,693)	(7,786)	(7,888)	(7,693)	(7,786)	-7,888	0.0%	0.0%	0.0%
行政开支	(2,274)	(2,301)	(2,331)	(2,274)	(2,301)	-2,331	0.0%	0.0%	0.0%
经营溢利	6,507	7,982	9,598	6,911	8,309	9,921	-5.8%	-3.9%	-3.3%
融资成本	(1,539)	(1,557)	(1,578)	(1,539)	(1,557)	-1,578	0.0%	0.0%	0.0%
除税前溢利	4,966	6,428	8,016	5,370	6,755	8,339	-7.5%	-4.8%	-3.9%
税项	(1,242)	(1,607)	(2,004)	(1,342)	(1,689)	-2,085	-7.5%	-4.8%	-3.9%
年内溢利	3,725	4,821	6,012	4,027	5,067	6,254	-7.5%	-4.8%	-3.9%
股东应占利润	3,896	5,043	6,288	4,213	5,300	6,542	-7.5%	-4.8%	-3.9%

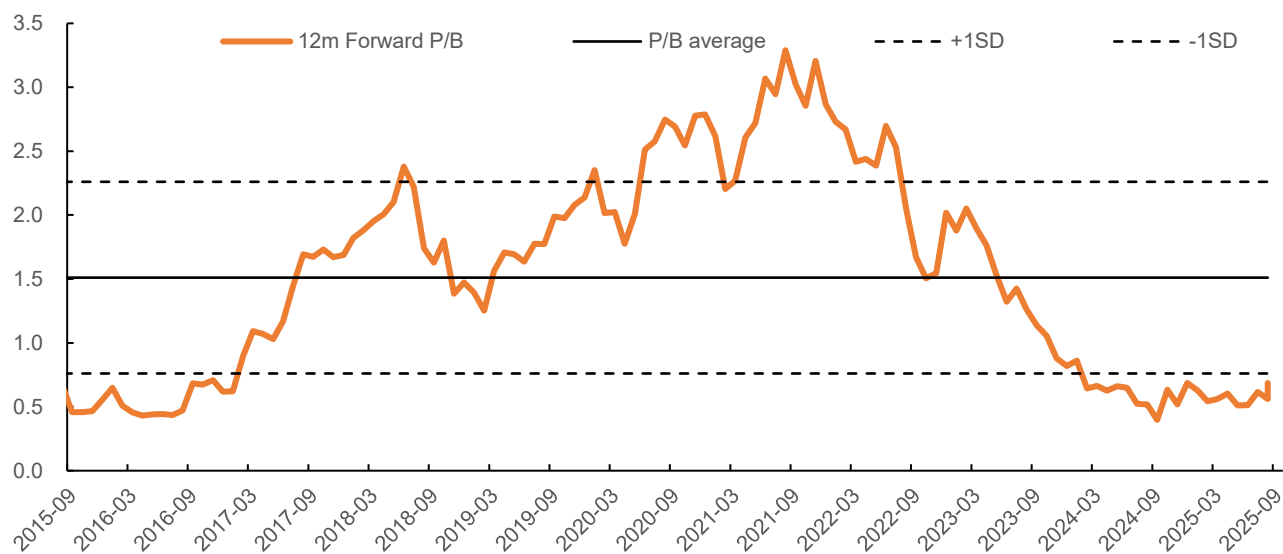
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 10: 公司股价处于 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) 预测

图 11: 公司股价处于 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) 预测

2025 年 9 月 1 日 (星期一)

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	114.4	170.0	49%	140,979	16.8	13.8	4.1	3.4	1.0	0.8	24.4	23.9	1.8	2.2	-50.6
理想汽车	2015 HK	增持	91.7	115.0	25%	25,187	36.5	17.4	2.4	2.1	1.4	1.0	6.4	11.9	0.0	0.0	-135.3
小鹏汽车	9868 HK	增持	83.9	115.0	37%	20,522	n.a	n.a	5.1	4.8	1.8	1.3	-4.2	6.9	0.0	0.0	-56.4
蔚来汽车	9866 HK	未评级	50.6	n.a	n.a	14,581	n.a	n.a	61.2	-25.6	1.2	0.9	-207.0	-31.7	0.0	0.0	2.3
零跑汽车	9863 HK	未评级	64.7	n.a	n.a	86,502	n.a	n.a	7.1	5.2	1.2	0.8	7.2	26.2	0.0	0.0	-165.8
特斯拉	TSLA US	中性	333.9	361	8%	1,076,881	153.4	104.6	14.6	12.8	11.0	9.5	7.3	10.2	0.0	0.0	-31.1
平均							68.9	45.2	15.7	0.4	2.9	2.4	-27.7	7.9	0.3	0.4	-72.8
传统汽车制造商																	
长城汽车	2333 HK	增持	18.6	26.0	40%	28,152	10.1	9.0	1.6	1.4	0.9	0.8	15.8	15.5	3.0	3.3	16.5
吉利汽车	175 HK	增持	19.6	32.0	64%	25,312	11.9	10.0	1.8	1.6	0.5	0.4	17.2	17.4	3.2	3.5	-37.2
广汽集团	2238 HK	未评级	3.5	n.a	n.a	9,403	36.4	22.1	0.3	0.3	0.6	0.6	0.9	0.4	1.2	1.2	-21.1
东风集团	489 HK	未评级	8.9	n.a	n.a	9,455	248.1	80.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.0	0.3	0.9	-6.2
中国重汽	3808 HK	未评级	22.7	n.a	n.a	8,034	8.5	7.4	1.3	1.1	0.5	0.5	16.1	4.7	6.4	7.3	-7.6
平均							63.0	25.8	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	16.1	22.3	39%	4,880	9.2	7.1	0.7	0.7	0.2	0.2	7.9	9.6	4.9	6.4	39.6
美东汽车	1268 HK	未评级	2.1	n.a	n.a	370	-12.4	8.1	0.9	0.8	0.1	0.1	12.2	-17.6	3.3	5.5	-10.9
永达汽车	3669 HK	未评级	2.2	n.a	n.a	519	9.6	0.7	0.3	0.3	0.1	0.1	-0.4	3.3	5.8	5.2	23.1
平均							2.1	5.3	0.6	0.6	0.1	0.1	6.6	-1.6	4.7	5.7	17.3
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	增持	16.3	19.1	17%	18,443	10.2	9.2	1.5	1.3	0.6	0.5	14.3	14.2	2.6	2.9	-4.5
福耀玻璃	3606 HK	增持	68.8	86.0	25%	23,799	18.7	16.0	4.1	3.7	3.6	3.1	22.1	23.0	3.2	3.7	-10.0
敏实集团	425 HK	增持	32.9	42.0	28%	4,873	12.6	10.9	1.6	1.4	1.3	1.1	12.5	13.0	1.6	2.7	27.0
京东方精电	710 HK	中性	6.1	6.8	12%	618	12.1	10.4	1.1	1.0	0.3	0.3	10.2	10.8	2.8	2.7	-68.1
耐世特	1316 HK	未评级	6.9	n.a	n.a	2,215	17.2	13.3	1.0	1.0	0.5	0.5	7.7	1.8	1.8	2.3	-13.0
平均							14.2	12.0	1.9	1.7	1.3	1.1	13.4	12.6	2.4	2.9	-13.7
机器人产业链																	
地平线机器人	9660 HK	增持	9.6	11.0	15%	17,097	n.a	n.a	20.8	49.5	34.9	21.6	n.a	n.a	0.0	0.0	n.a
禾赛科技	HSAI US	增持	25.8	32.0	24%	3,414	68.3	30.6	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	95.7	110.0	15%	5,794	n.a	n.a	30.8	71.3	23.4	15.4	-70.7	-137.1	0.0	0.0	16.5
越疆	2432 HK	增持	52.7	76.0	44%	2,550	n.a	n.a	20.4	19.0	35.8	26.8	-1.0	5.1	0.0	0.0	n.a
平均							68.3	30.6	18.2	35.1	25.4	17.2	-21.4	-39.2	0.0	0.0	-23.1
整体平均							39.2	21.8	8.0	6.9	5.6	4.0	-4.2	1.2	1.8	2.2	-26.4

收盘价截至2025年8月29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	57,599	65,580	69,244	73,774	78,936
现金及现金等价物	15,612	18,688	21,821	26,163	31,118
限制性银行存款	3,871	4,257	4,257	4,257	4,257
贸易应收款项	4,109	4,654	4,732	4,789	4,852
其他应收款项	17,341	19,313	19,544	19,611	19,685
存货	16,366	18,477	18,698	18,762	18,833
其他流动资产	300	192	192	192	192
非流动资产	45,670	44,591	44,234	43,693	43,190
物业、工厂及设备	18,055	17,324	17,287	17,029	16,811
租赁土地及土地使用权	3,494	3,448	3,503	3,582	3,645
无形资产	9,629	9,238	8,859	8,496	8,147
对合营公司投资	55	54	54	54	54
其他非流动资产	14,437	14,527	14,531	14,532	14,533
总资产	103,268	110,171	113,479	117,467	122,126
流动负债	33,530	40,019	40,721	41,279	41,843
贸易应付款项	11,041	12,608	12,759	12,802	12,851
其他应付款及应计项目	3,687	4,238	4,289	4,304	4,320
当期所得税负债	2,310	2,153	2,153	2,153	2,153
短期贷款	15,873	16,965	17,465	17,965	18,465
其他流动负债	619	4,054	4,054	4,054	4,054
非流动负债	23,692	23,234	23,634	24,034	24,434
借款	12,500	15,074	15,474	15,874	16,274
递延所得税负债	3,419	3,429	3,429	3,429	3,429
其他流动负债	7,774	4,731	4,731	4,731	4,731
负债合计	57,222	63,253	64,355	65,313	66,277
发行股本	0	0	0	0	0
其他储备	45,797	47,023	49,400	52,653	56,624
股东应占权益	45,797	46,830	49,207	52,459	56,431
少数股东权益	249	88	(83)	(305)	(581)
总权益	46,047	46,918	49,124	52,155	55,849
负债及权益合计	103,268	110,171	113,479	117,467	122,126

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,426	3,439	6,795	8,091	9,251
税前盈利	6,831	4,103	4,966	6,428	8,016
折旧摊销	967	1,537	1,474	1,471	1,449
营运资金变动	(1,961)	(3,745)	(330)	(129)	(143)
其它经营活动	589	1,545	684	321	(71)
投资活动现金流	(497)	620	(1,504)	(1,301)	(1,301)
资本支出	(2,893)	(2,289)	(1,500)	(1,300)	(1,300)
其它投资活动	2,396	2,909	(4)	(1)	(1)
筹资活动现金流	(2,001)	(1,000)	(2,157)	(2,448)	(2,995)
净借款	6,363	451	900	900	900
已付股息	(1,238)	(1,219)	(1,519)	(1,790)	(2,317)
其它筹资活动	(7,126)	(232)	(1,539)	(1,557)	(1,578)
现金净增加额	3,928	3,059	3,133	4,342	4,955
期末现金及现金等价物	15,612	18,688	21,821	26,163	31,118

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售收入	179,290	168,124	170,959	173,021	175,300
销售成本	(165,526)	(157,452)	(159,340)	(159,881)	(160,485)
毛利	13,764	10,672	11,618	13,140	14,815
分销成本	(7,737)	(7,553)	(7,693)	(7,786)	(7,888)
行政开支	(2,419)	(2,229)	(2,274)	(2,301)	(2,331)
其他收入	4,731	4,784	4,856	4,929	5,003
运营利润	8,340	5,675	6,507	7,982	9,598
财务净成本	(1,507)	(1,573)	(1,539)	(1,557)	(1,578)
税前利润	6,831	4,103	4,966	6,428	8,016
应交所得税	(1,840)	(1,033)	(1,242)	(1,607)	(2,004)
本年利润	4,991	3,071	3,725	4,821	6,012
少数股东收益	27	141	171	222	277
净利润	5,018	3,212	3,896	5,043	6,288
每股收益 (人民币)	2.09	1.35	1.59	2.06	2.57

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-0.3%	-6.2%	1.7%	1.2%	1.3%
营业利润	-18.0%	-32.0%	14.7%	22.7%	20.2%
净利润	-24.7%	-36.0%	21.3%	29.4%	24.7%
获利能力					
毛利率	7.7%	6.3%	6.8%	7.6%	8.5%
经营利润率	4.7%	3.4%	3.8%	4.6%	5.5%
净利率	2.8%	1.9%		2.9%	3.6%
ROE	11.0%	6.9%	7.9%	9.6%	11.1%
ROA	4.9%	2.9%	3.4%	4.3%	5.1%
偿债能力					
资产负债率	55.4%	57.4%	56.7%	55.6%	54.3%
净负债比例	27.9%	28.5%	22.6%	14.6%	6.4%
流动比率	1.72	1.64	1.70	1.79	1.89
速动比率	1.23	1.18	1.24	1.33	1.44
营运能力					
资产周转天数	198	232	239	244	249
存货周转天数	35	40	43	43	43
应收账款周转天数	6	10	10	10	10
应付账款周转天数	21	27	29	29	29
每股资料 (人民币)					
每股收益	2.09	1.35	1.59	2.06	2.57
每股现金	6.32	7.63	8.91	10.69	12.71
每股净资产	18.55	19.13	20.10	21.43	23.05
每股派息	0.73	0.62	0.73	0.95	1.18
估值比率(倍)					
市盈率	7.0	10.9	9.2	7.1	5.7
市净率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

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。

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