

公司報告

比亞迪股份 (1211 HK)

上半年業績低於預期，海外及高端化接力成長

- 上半年業績低於預期，價格戰令毛利率承压，研發高投入拖累業績
- 反內卷未阻斷成長之路，公司海外拓展和高端化將成為新的增長動力
- 下調盈利預測22%-24%，下調目標價至145港元

上半年業績不及預期，價格戰導致毛利率承压

2025年上半年比亞迪歸母淨利潤155.1億元(人民幣，下同)，同比/環比+13.8%/-41.7%，大幅低於Visible Alpha一致預期的211億元約26%。**1) 收入：**上半年營收3,713億元，同比/環比+23.3%/-22%。低於VA一致預期的4,034億元約8%。上半年汽車總銷量為214.6萬輛，同比/環比+33%/-19.3%，對應單車收入(剔除比亞迪電子)為14.1萬元，同比-0.4%/-3.7%。**2) 毛利率：**上半年毛利率為18%，同比/環比-0.8ppt/-1.8ppts，單車毛利(剔除比亞迪電子)為2.9萬元，同比/環比-15.3%/-8.0%，價格戰以及公司“增量不增價”戰略下，毛利率承压。**3) 費用率：**公司上半年銷售/管理/研發/財務費用率分別為3.3%/2.8%/8.0%/-0.9%，費用率合計13.2%，同比+0.6ppt，環比+1.3ppts，主要受加大數據中心等AI研發投入所拖累，管理、銷售費用保持穩定。**4) 利潤率：**公司上半年歸母淨利潤率為4.2%，同比/環比-0.3ppt/-1.4ppts。單車淨利潤(剔除比亞迪電子)為6,800元，同比/環比-9%/-30%，主要受終端讓利降庫存所致。

海外高速增長及高端化成新增長動力

1) 下半年有望企穩：政府發起強勢反內卷政策後，預計公司經營策略發生變化，三季度量/價/盈利能力重新平衡，公司基本面經歷激烈波動後有望企穩。四季度疊加旺季效應，單車利潤預計溫和回升。**2) 全球化和高端化接力成長：****a) 出海：**預計公司在國內市場在反內卷政策下，通過低成本獲得市場份額的節奏放慢，但海外成為重要新增長動力。上半年海外銷量46.4萬輛，同比大增144%；占比達22%，占比同比增長9ppts。預計公司全年出口翻倍以上達到90萬輛。此外，本地化生產加速，巴西工廠已於7月投產，匈牙利工廠預計今年年底至明年上半年投產，大馬工廠明年投產，進入海外高速擴張收穫期。預計公司明年出海仍將保持高速增長。**b) 高端化：**騰勢/仰望/方程豹上半年合計占比6.8%，較去年全年提升2.3ppts。高利潤的出口及高端車合計占比28.8%且保持強勁勢頭，有利公司提升修復盈利能力。

下調盈利預測22%-24%，下調目標價至145港元

下調2025-27E收入預測24%/22%/24%，反映反內卷政策後國內市場受負面衝擊以及研發高投入影響。我們認為反內卷並未阻斷公司成長之路，公司依然是中國車企全球化發展中競爭力最強的車企，預計公司調整後重啟增長動能。下調目標價至145港元(前次170港元)，對應22x FY26 P/E(倍數維持)或1.2x FY25-26 PE/G。風險因素：行業景氣度低於預期。

財務數據

(人民幣百萬元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
營業額	602,315	777,102	996,075,231		1,232,105
同比增長	42.0%	29.0%	28.2%	12.2%	10.3%
淨利潤	30,041	40,254	43,439	54,092	63,057
同比增長	80.7%	34.0%	7.9%	24.5%	16.6%
每股盈利(人民幣元)	3.44	4.61	4.76	5.93	6.92
每股股息(人民幣元)	1.03	1.32	1.43	1.78	2.08
市盈率(倍)	28.9	21.5	20.9	16.7	14.4
市銷率(倍)	1.4	1.1	0.9	0.8	0.7
ROE	21.6%	21.7%	20.1%	21.0%	20.7%

資料來源：公司資料、招商證券(香港)預測；截至2025年9月1日收盤價

梁勇活

+86 755 8290 4571

liangy6@cmschina.com.cn

殷浩程

+86 755 8308 2282

yinhc@cmschina.com.cn

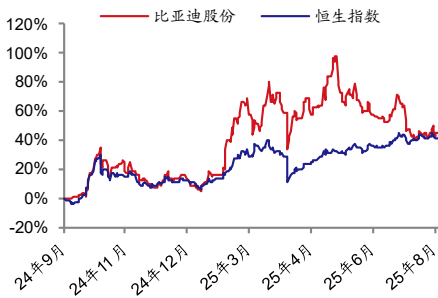
最新變動

25年上半年業績點評及盈利預測與目標價調整

增持

前次評級	增持
股價	108.4港元
12個月目標價 (上漲/下跌空間)	145港元(+34%)
前次目標價	170港元

股價表現



資料來源：彭博

%	1m	6m	12m
1211 HK	(6.7)	(10.6)	38.4
恒生指數	4.5	11.3	44.8

行業：汽車汽配

恒生指數	25,617
國企指數	9,122

重要數據

52周股價區間(港元)	77.3 - 159.3
港股市值(百萬港元)	1,057,722
日均成交量(百萬股)	30.35
每股淨資產(港元)	75.88

主要股東

王傳福	17.65%
呂向陽	8.22%
總股數(百萬股)	2,911
自由流通量	74.13%

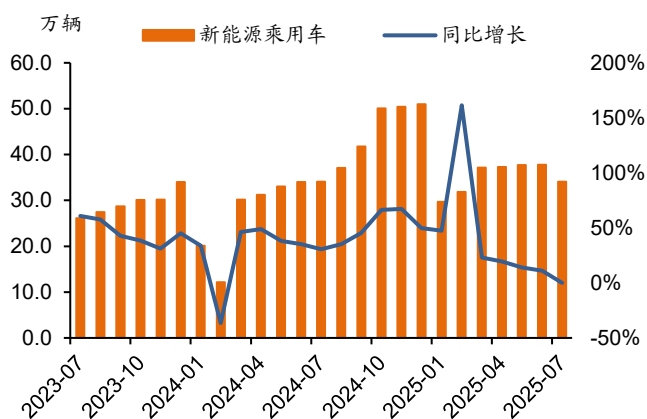
資料來源：彭博

相關報告

- 比亞迪股份(1211 HK) - 股東會見聞：從中國比亞迪到全球比亞迪(增持)(2025/6/10)
- 比亞迪股份(1211 HK) - 國內競爭優勢穩固，電動智能將向海外輻射(增持)(2025/3/25)

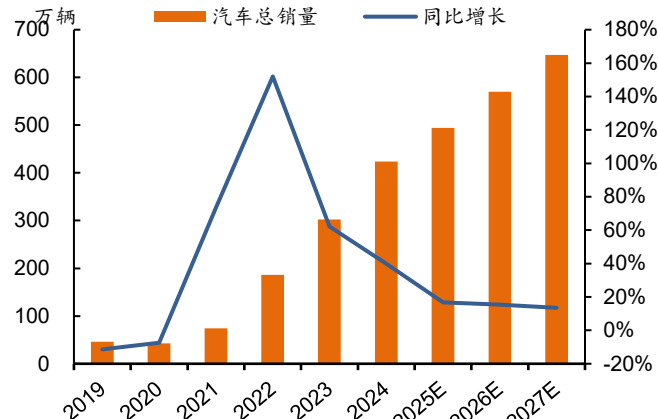
重点图表

图1: 新能源乘用车销量短期承压



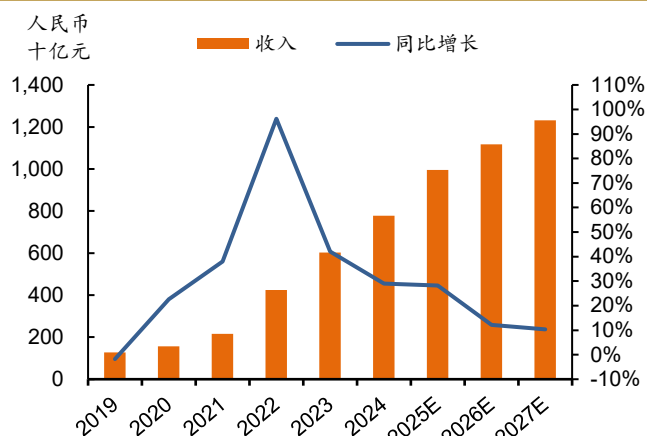
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 汽车年度销量持续增长(乘用车+商用)



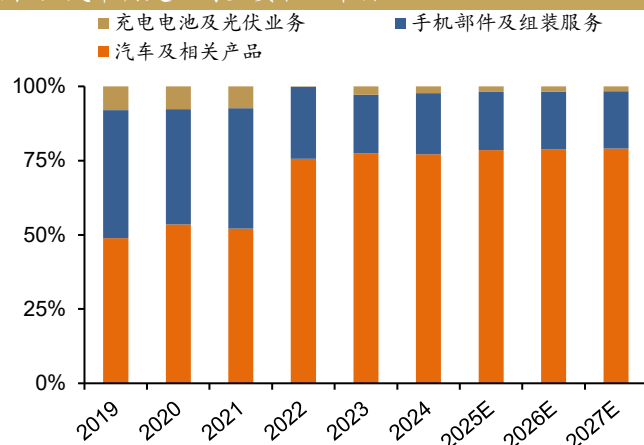
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图3: 公司收入未来三年持续增长



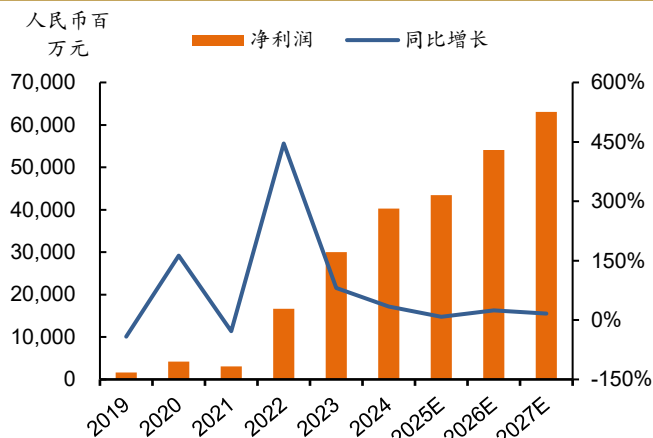
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图4: 汽车仍是公司主要收入来源



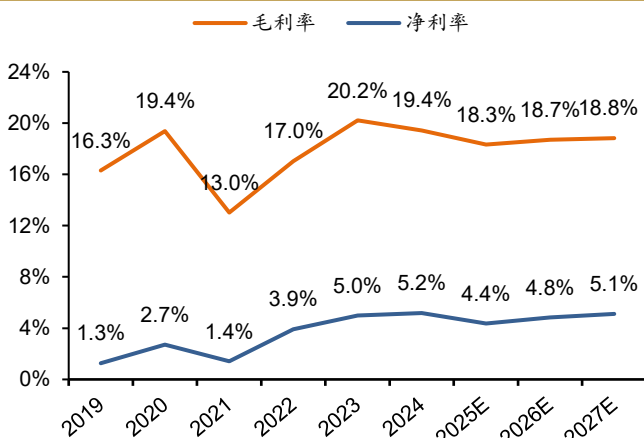
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图5: 公司净利润持续增长



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图6: 毛利率及净利润率未来保持稳定



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

(人民币百万元)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	同比	环比
营业总收入	176,182	201,125	274,851	170,360	200,921	14.0%	17.9%
销售成本	-123,844	-175,036	-228,093	-136,175	-168,240	35.8%	23.5%
毛利润	52,339	26,089	46,758	34,185	32,681	-37.6%	-4.4%
营业税金及附加	-3,153	-4,105	-5,354	-3,273	-2,723	-13.6%	-16.8%
销售费用	-3,796	-13,321	-165	-6,181	-6,230	64.1%	0.8%
管理费用	-3,926	-4,715	-6,235	-4,906	-5,480	39.6%	11.7%
研发费用	-9,010	-13,698	-19,876	-14,223	-15,373	70.6%	8.1%
财务费用	125	-958	-189	1,908	1,339	971.3%	-29.9%
营业利润	11,525	14,423	18,739	11,021	7,699	-33.2%	-30.1%
营业外收入净额	-14	-332	-378	170	20	n.a	-88.1%
税前利润	11,511	14,091	18,361	11,191	7,719	-32.9%	-31.0%
所得税费用	-2,168	-1,957	-3,021	-1,748	-1,123	-48.2%	-35.7%
本年利润	9,342	12,134	15,340	9,443	6,596	-29.4%	-30.2%
归母净利润	9,062	11,607	15,016	9,155	6,356	-29.9%	-30.6%
毛利率	29.7%	13.0%	17.0%	20.1%	16.3%	-13.4ppt	-3.8ppt
经营利润率	6.5%	7.2%	6.8%	6.5%	3.8%	-2.7ppt	-2.6ppt
归母净利润率	5.1%	5.8%	5.5%	5.4%	3.2%	-2.0ppt	-2.2ppt
销售费用率	2.2%	6.6%	0.1%	3.6%	3.1%	0.9ppt	-0.5ppt
管理费用率	2.2%	2.3%	2.3%	2.9%	2.7%	0.5ppt	-0.2ppt
研发费用率	5.1%	6.8%	7.2%	8.3%	7.7%	2.5ppt	-0.7ppt
财务费用率	-0.1%	0.5%	0.1%	-1.1%	-0.7%	-0.6ppt	0.5ppt
合计费用率	9.4%	16.3%	9.6%	13.7%	12.8%	3.4ppt	-0.9ppt

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图8: 分部门收入预测调整

(人民币百万元)	新预测			原预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
汽车及相关产品	782,046	881,489	973,937	805,033	980,324	1,169,502	-2.9%	-10.1%	-16.7%
手机部件及组装服务	195,308	216,084	237,528	193,660	214,281	232,519	0.9%	0.8%	2.2%
二次充电电池及光伏业务	18,721	19,657	20,640	18,721	19,657	20,640	0.0%	0.0%	0.0%
合计	996,075	1,117,231	1,232,105	1,017,415	1,214,262	1,422,662	-2.1%	-8.0%	-13.4%
毛利率	18.3%	18.7%	18.8%	19.7%	20.1%	20.2%	-1.4ppt	-1.4ppt	-1.4ppt

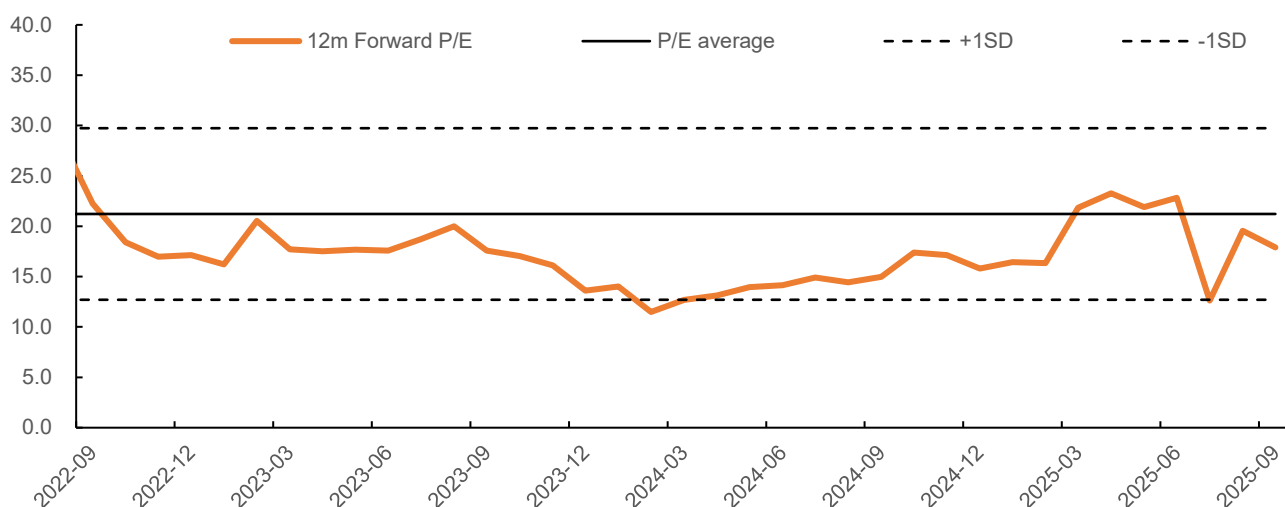
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图9: 公司财务预测调整

(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	996,075	1,117,231	1,232,105	1,017,415	1,214,262	1,422,662	-2.1%	-8.0%	-13.4%
营业成本	-813,467	-908,342	-1,000,054	-817,009	-970,793	-1,134,719	-0.4%	-6.4%	-11.9%
毛利	182,608	208,889	232,051	200,405	243,470	287,942	-8.9%	-14.2%	-19.4%
销售费用	-30,878	-33,517	-36,963	-31,540	-37,642	-42,680	-2.1%	-11.0%	-13.4%
管理费用	-23,906	-26,814	-29,571	-24,418	-29,142	-34,144	-2.1%	-8.0%	-13.4%
研发费用	-74,706	-80,441	-85,015	-68,167	-81,356	-95,318	9.6%	-1.1%	-10.8%
营业利润	53,898	67,202	77,978	70,209	85,718	102,440	-23.2%	-21.6%	-23.9%
财务费用	996	1,117	1,232	1,017	1,214	1,423	-2.1%	-8.0%	-13.4%
税前利润	54,298	67,602	78,378	70,209	85,718	102,440	-22.7%	-21.1%	-23.5%
应交所得税	-8,688	-10,816	-12,540	-11,233	-13,715	-16,390	-22.7%	-21.1%	-23.5%
本年利润	45,611	56,785	65,837	58,975	72,003	86,050	-22.7%	-21.1%	-23.5%
少数股东损益	2,172	2,693	2,780	2,172	2,693	2,780	0.0%	0.0%	0.0%
股东应占利润	43,439	54,092	63,057	56,804	69,310	83,270	-23.5%	-22.0%	-24.3%

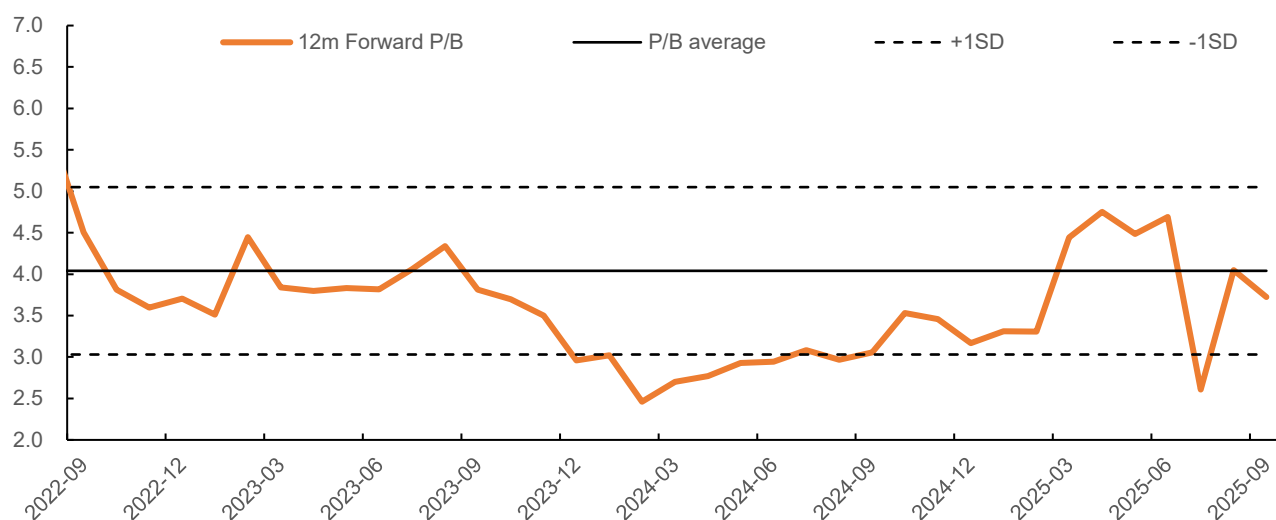
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图 10: 公司股价略低于水平 12 个月前瞻市盈率历史平均



资料来源: 万得、招商证券 (香港) 预测

图 11: 公司股价略低于 12 个月前瞻市净率历史平均水平



资料来源: 万得、招商证券 (香港) 预测

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	108.4	145.0	34%	134,721	20.8	16.7	4.2	3.5	1.0	0.9	20.1	21.0	1.4	1.8	-50.6
理想汽车	2015 HK	增持	92.1	115.0	25%	25,276	36.7	17.5	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	83.1	115.0	38%	20,321	n.a	n.a	5.0	4.7	1.8	1.3	-4.2	6.9	0.0	0.0	-56.4
蔚来汽车	9866 HK	未评级	53.0	n.a	n.a	15,254	n.a	n.a	61.0	-25.6	1.2	0.9	-207.0	-35.9	0.0	0.0	2.3
零跑汽车	9863 HK	未评级	64.3	n.a	n.a	86,840	n.a	n.a	7.1	5.3	1.2	0.8	7.2	25.9	0.0	0.0	-165.8
特斯拉	TSLA US	中性	333.9	361.0	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							70.3	46.3	15.7	0.5	2.9	2.4	-28.4	6.7	0.2	0.3	-72.8
传统汽车制造商																	
长城汽车	2333 HK	增持	19.1	26.0	36%	28,465	10.9	8.6	1.6	1.4	0.8	0.7	15.1	16.7	2.8	3.5	16.5
吉利汽车	175 HK	增持	19.1	32.0	67%	24,736	11.7	9.8	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	3.4	n.a	n.a	9,223	-79.1	22.5	0.3	0.3	0.7	0.6	0.9	0.4	1.1	1.2	-21.1
东风集团	489 HK	未评级	8.8	n.a	n.a	9,347	245.3	79.5	0.4	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	22.5	n.a	n.a	7,975	8.4	7.4	1.2	1.1	0.5	0.5	16.1	4.7	6.4	7.4	-7.6
平均							39.4	25.6	1.1	1.0	0.6	0.5	10.0	7.8	2.8	3.3	-11.1
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	增持	16.0	22.3	40%	4,848	9.2	7.1	0.7	0.7	0.2	0.2	7.9	9.6	5.0	6.4	39.6
美东汽车	1268 HK	未评级	2.0	n.a	n.a	347	-11.7	7.6	0.8	0.7	0.1	0.1	12.2	-17.6	3.5	5.9	-10.9
永达汽车	3669 HK	未评级	2.1	n.a	n.a	507	9.4	0.7	0.3	0.3	0.1	0.1	-0.4	3.3	5.9	5.4	23.1
平均							2.3	5.2	0.6	0.6	0.1	0.1	6.6	-1.6	4.8	5.9	17.3
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	增持	16.0	19.1	19%	18,042	10.0	9.0	1.4	1.3	0.6	0.5	14.3	14.2	2.6	2.9	-4.5
福耀玻璃	3606 HK	增持	68.6	86.0	25%	23,801	18.6	15.9	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	30.3	42.0	39%	4,486	11.6	10.0	1.5	1.3	1.2	1.0	12.5	13.0	1.7	3.0	27.0
京东方精电	710 HK	中性	6.0	6.8	13%	610	12.0	10.3	1.1	1.0	0.3	0.3	10.2	10.8	2.8	2.8	-68.1
耐世特	1316 HK	未评级	6.6	n.a	n.a	2,115	16.4	12.7	1.0	0.9	0.5	0.4	7.7	1.8	1.9	2.4	-13.0
平均							13.7	11.6	1.8	1.6	1.2	1.1	13.4	12.6	2.4	3.0	-13.7
机器人产业链																	
地平线机器人	9660 HK	增持	9.4	11.0	17%	16,807	n.a	n.a	20.5	48.7	34.3	21.2	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	68.4	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	100.3	110.0	10%	6,071	n.a	n.a	32.3	74.8	24.6	16.1	-70.7	-137.1	0.0	0.0	16.5
越疆	2432 HK	增持	51.8	76.0	47%	2,503	n.a	n.a	20.0	18.7	35.2	26.3	-1.0	5.1	0.0	0.0	n.a
平均							68.4	30.6	18.4	35.7	25.4	17.2	-21.4	-39.2	0.0	0.0	-23.1
整体平均							32.5	21.8	8.0	7.0	5.6	4.0	-4.5	0.9	1.8	2.2	-26.4

收盘价截至2025年9月1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	302,121	370,572	484,327	581,168	679,045
货币资金	109,094	102,739	175,091	245,044	317,098
存货	87,677	116,036	146,424	163,502	180,010
应收账款及应收票据	61,866	62,299	74,706	83,792	92,408
预付款项及其它应收款项	4,973	7,590	6,199	6,922	7,620
合约资产	2,660	1,411	1,411	1,411	1,411
其他流动资产	35,851	80,498	80,498	80,498	80,498
非流动资产	377,426	412,784	409,433	406,321	403,480
物业、工厂及设备	230,904	262,287	264,626	266,362	267,650
在建工程	34,726	19,954	19,954	19,954	19,954
无形资产	37,236	38,424	32,734	27,887	23,757
长期股权投资	17,647	19,082	19,082	19,082	19,082
其他非流动资产	56,913	73,036	73,036	73,036	73,036
资产合计	679,548	783,356	893,760	987,489	1,082,524
流动负债	453,667	495,985	571,204	619,199	662,248
应付账款及应付票据	198,483	241,643	313,232	356,506	393,418
合同负债	34,699	43,730	43,730	43,730	43,730
短期借款	18,323	12,103	15,734	20,455	26,591
其他流动负债	202,162	198,509	198,509	198,509	198,509
非流动负债	75,419	88,682	90,334	92,316	94,694
长期借款	11,975	8,258	9,909	11,891	14,269
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	63,444	80,425	80,425	80,425	80,425
负债合计	529,086	584,668	661,538	711,515	756,942
股本	2,911	2,909	2,909	2,909	2,909
资本/盈余公积	69,416	68,053	68,053	68,053	68,053
未分配利润	67,124	98,648	130,010	171,069	217,897
其他	-641	15,641	15,641	15,641	15,641
股东应占权益	138,810	185,251	216,613	257,672	304,500
少数股东权益	11,652	13,437	15,609	18,302	21,082
总权益	150,462	198,688	232,222	275,974	325,582
负债及权益合计	679,548	783,356	893,760	987,489	1,082,524

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	169,725	133,454	150,554	148,056	152,004
净利润	31,344	41,588	45,611	56,785	65,837
财务费用净额	886	1,908	1,407	1,772	2,235
折旧摊销	43,283	65,079	73,351	73,112	72,842
营运资金变动	92,494	21,471	30,185	16,387	11,090
其它经营活动现金流	1,719	3,408	0	0	0
投资活动现金流	-125,664	-129,082	-70,000	-70,000	-70,000
资本开支	-122,094	-97,360	-70,000	-70,000	-70,000
投资支付的现金	-2,085	-3,666	0	0	0
支付其他与投资活动有关	-10,513	-43,331	0	0	0
其他投资活动	9,028	15,275	0	0	0
筹资活动现金流	12,817	-10,268	-8,202	-8,103	-9,950
吸收投资收到的现金	98	98	0	0	0
发行债券收到的现金	28	0	0	0	0
净借款	18,073	-12,440	5,283	6,702	8,515
分配股利或偿付利息	-4,102	-10,051	-13,484	-14,805	-18,464
其他筹资活动现金流	-1,281	12,126	0	0	0
现金净增加额	57,329	-5,896	72,352	69,953	72,054
汇兑损益	451	-359	0	0	0
期末现金不含受限现金	108,512	102,616	174,968	244,921	316,975
受限资金	583	123	123	123	123
期末现金及现金等价物	108,512	102,616	175,091	245,044	317,098

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	602,315	777,102	996,075	1,117,231	1,232,105
营业成本	-480,558	-626,047	-813,467	-908,342	-1,000,054
毛利	121,757	151,056	182,608	208,889	232,051
营业税金及附加	-10,350	-14,752	-14,941	-16,758	-18,482
销售费用	-25,211	-24,085	-30,878	-33,517	-36,963
管理费用	-13,462	-18,645	-23,906	-26,814	-29,571
研发费用	-39,575	-53,195	-74,706	-80,441	-85,015
财务费用净额	1,475	-1,216	996	1,117	1,232
其他收入	3,469	11,324	14,725	14,725	14,725
营业利润	38,103	50,486	53,898	67,202	77,978
营业外收入	711	1,252	900	900	900
营业外支出	-1,546	-2,057	-500	-500	-500
税前利润	37,269	49,681	54,298	67,602	78,378
应交所得税	-5,925	-8,093	-8,688	-10,816	-12,540
本年利润	31,344	41,588	45,611	56,785	65,837
少数股东损益	1,303	1,334	2,172	2,693	2,780
股东应占利润	30,041	40,254	43,439	54,092	63,057
每股盈利 (人民币元)	3.44	4.61	4.76	5.93	6.92

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	42.0%	29.0%	28.2%	12.2%	10.3%
营业利润	76.9%	32.5%	6.8%	24.7%	16.0%
净利润	80.7%	34.0%	7.9%	24.5%	16.6%
获利能力					
毛利润率	20.2%	19.4%	18.3%	18.7%	18.8%
营业利润率	6.3%	6.5%	5.4%	6.0%	6.3%
净利率	5.0%	5.2%	4.4%	4.8%	5.1%
ROE	21.6%	21.7%	20.1%	21.0%	20.7%
ROA	4.4%	5.1%	4.9%	5.5%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	77.9%	74.6%	74.0%	72.1%	69.9%
净负债比例	-56.3%	-44.4%	-68.9%	-82.5%	-90.7%
流动比率	0.67	0.75	0.85	0.94	1.03
速动比率	0.47	0.51	0.59	0.67	0.75
营运能力					
资产周转天数	356	344	307	307	307
存货周转天数	63	59	59	62	63
应收账款周转天数	31	29	25	26	26
应付账款周转天数	9	9	6	7	9
每股资料 (人民币元)					
每股盈利	3.44	4.61	4.76	5.93	6.92
每股现金流	19.45	15.29	16.51	16.24	16.67
每股净资产	15.91	21.23	23.76	28.26	33.40
每股派息	1.03	1.32	1.43	1.78	2.08
估值比率 (倍)					
市盈率	28.9	21.5	20.9	16.7	14.4
市净率	6.2	4.7	4.2	3.5	3.0

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