

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

优必选 (9880 HK)

机器人交付能力将提升, 商业化及降本路径清晰

- 上半年亏损显著收窄, 机器人小规模交付, 预计下半年开始放量
- 机器人订单强劲并上调出货指引, 多途径高效率降本, 落地场景多元化
- 上调收入预测4%-7%, 上调目标价至140港元, AI机器人产业首选股

上半年业绩符合预期, 费用管控得力, 亏损收窄

上半年归母净亏损4.1亿元 (人民币, 下同), 同比/环比收窄20%/32%, 符合我们的预期。**1) 收入:** 上半年收入6.21亿元人民币, 同比/环比+27.5%/-24%。其中教育机器人和消费机器人贡献主要增长。**2) 毛利率:** 上半年毛利率达到35%, 同比/环比-3.0ppts/+11.9ppts, 因教育机器人毛利率较低导致。**3) 费用率:** 上半年销售/管理/研发费用率为36.0%/29.8%/35.1%, 同比+12ppts/+14.3ppts/+11.6ppts, 环比-0.5ppt/-10.8ppts/-4.5ppts, 费用额稳中有降, 成本管控得当。**4) 净利率:** 上半年归母净利润率为66.6%, 同比/环比改善39.4ppts/7.7ppts, 大幅收窄得益于收入增长。

人形订单强劲, 降本效率高, 商业化落地路径清晰

1) 人形机器人订单强劲: 9月起将开始为此前9,000万元汽车客户大单批量交付, 全年工业机型出货上调至500台以上; 教育机器人天空行者科研版200-300台, 预计今年总交付超800台。继4月/7月分获东风柳汽/汽车工厂订单后, 9月再获国内知名企业2.5亿元采购合同。**2) 高效降本:** 通过优化硬件方案、优化材料等措施, 机器人持续降本。今年发布的Walker S2成本已较S1下降50%, 预计年底可再降20-30%; 2026年上半年发布的S3目标再降50%, 规模化开模+CNC替代将金属部件成本压至20-30%。**3) 产能扩张:** 今年预计产能超1,000台, 2026年产能规划5千到1万台, 产能提升速度迅速, 叠加降本能力强, 规模化拐点可期。**4) 场景拓展:** 应用场景从汽车工业拓展至3C制造/重型装备/半导体/航空等。与北美半导体龙头/欧洲航空公司/日韩电子巨头加强合作, 下半年开始服装鞋帽用工场景深度测试; 具身智能平台向教育、商业服务快速复用, ROS 2.0+英伟达Orin实现端云一体调度。**5) 与长线基金Infini Capital协同:** 获10亿美元授信, 用于26-27年扩产及Walker S3研发, 并携手中东共建超级工厂与区域总部。**6) 盈利拐点:** 指引经营现金流目标2026年转正, 财务保守估计2027年扭亏为盈。

上调收入预测4%-7%, 上调目标价至140港元

上调25-27E年收入预测5%/4%/7%, 亏损预测减少4%/2%/22%, 反映机器人订单及交付强于预期。目标价由110港元调升至140港元, 对应21.7x FY26 P/S, 接近机器人产业链可比公司平均估值水平 (图7)。公司是AI机器人产业首选股。**风险因素:** 订单交付不及预期。

财务数据

(人民币百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	1,056	1,305	1,857	2,784	4,081
同比增长 (%)	4.7%	23.6%	42.3%	49.9%	46.6%
调整后净利润	(1,220)	(1,127)	(792)	(676)	(359)
同比增长 (%)	23.3%	-7.7%	-29.7%	-14.6%	-46.9%
每股盈利	(3.1)			(1.4)	(0.8)
市盈率 (X)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
市销率 (X)	42.3	34.2	24.1	16.0	10.9
ROE (%)	-62.3%	-53.4%	-47.6%	-38.4%	-19.1%

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港) 预测; 截至2025年9月3日收盘价

梁勇活	殷浩程
+86 755 8290 4571	+86 755 8308 2282
liangy6@cmschina.com.cn	yinhc@cmschina.com.cn

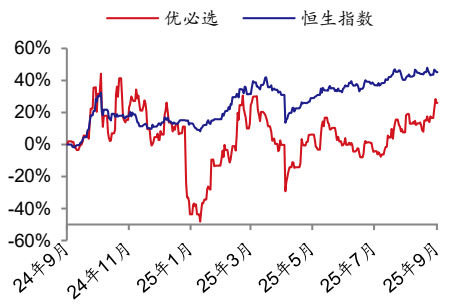
最新变动

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 (2025年9月3日)	103.4港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	140港元 (+35%)
前次目标价	110港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
9880 HK	6.3	(0.2)	25.9
恒生指数	2.5	7.4	45.2

行业: 汽车汽配

恒生指数	25,343
国企指数	9,050

重要数据

52周股价区间 (港元)	40.8 - 126
港股市值 (百万港元)	49,081
日均成交量 (百万股)	11.61
每股净资产 (港元)	6.23

主要股东

周剑	24%
深圳进化论投资合伙企业	8.6%
QM25 Limited	5.2%
意像架构投资 (香港)	5.1%
其他	22.5%
自由流通量	34.6%

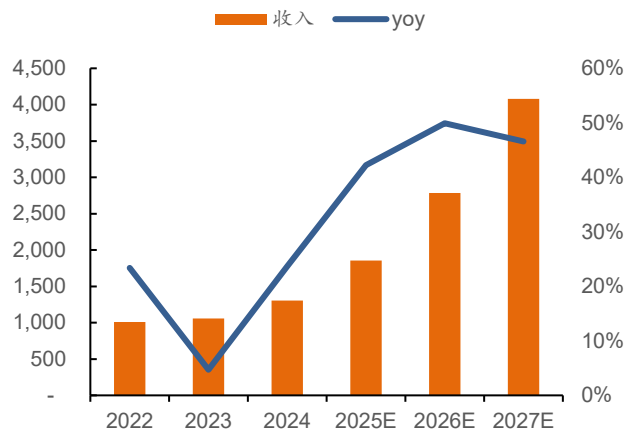
资料来源: 彭博

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)

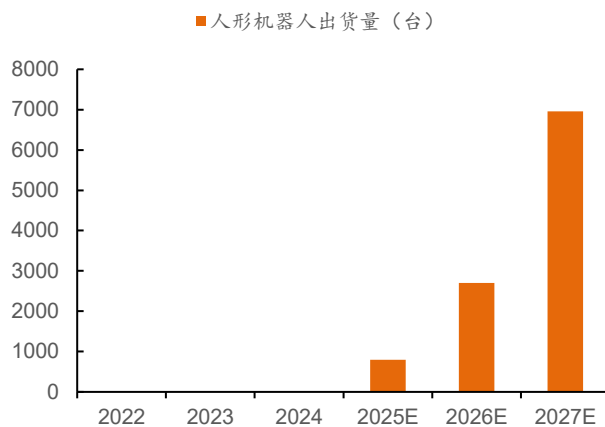
重点图表

图 1: 收入增速开始爆发 (百万元人民币)



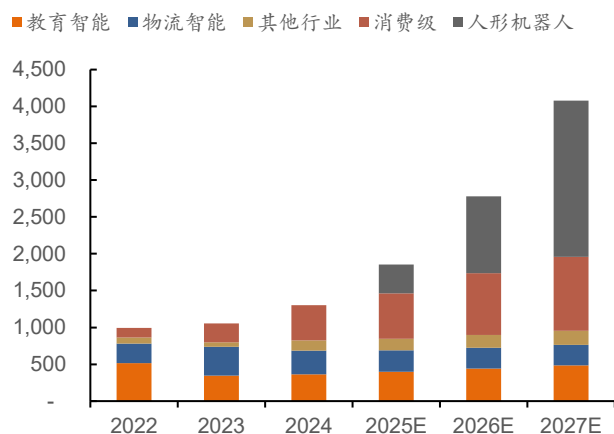
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 2: 人形机器人出货量开始激增



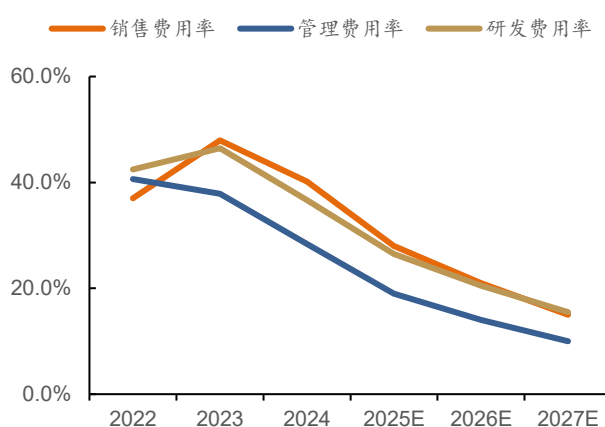
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 3: 人形机器人占比逐渐提升 (百万元人民币)



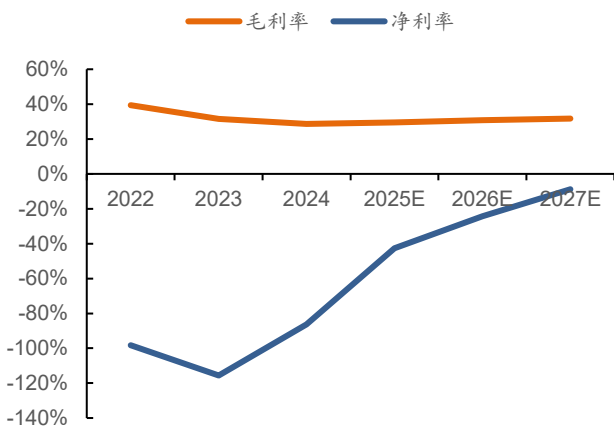
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 4: 三费占比下降迅速



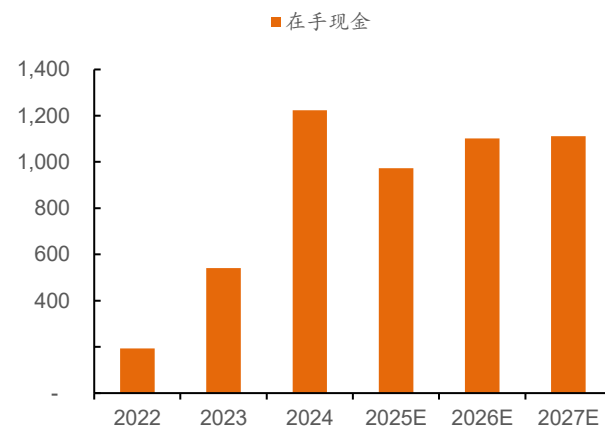
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 5: 毛利率稳定, 净利率改善明显



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图 6: 预计在手现金充裕, 随亏损收窄运营压力减轻 (百万元人民币)



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

人民币千元	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	同比	环比
营业总收入	261	795	487	818	621	27.5%	-24.0%
销售成本	-202	-521	-302	-629	-404	33.8%	-35.8%
毛利润	59	274	185	189	217	17.3%	15.1%
营业税金及附加	-3	-7	-7	-3	-3	-51.0%	27.0%
销售费用	-185	-321	-234	-290	-224	-4.3%	-23.0%
管理费用	-183	-217	-215	-155	-185	-13.9%	19.4%
研发费用	-224	-266	-228	-251	-218	-4.1%	-12.9%
财务费用	3	-12	8	-2	10	35.4%	n.a
营业利润	-547	-680	-530	-613	-439	-17.2%	-28.3%
税前利润	-548	-680	-531	-618	-435	-18.1%	-29.6%
所得税费用	-0	-37	-9	-2	-5	-43.8%	139.5%
本年利润	-548	-717	-540	-620	-440	-18.5%	-29.0%
少数股东权益	-15	-15	-23	-13	-26	12.3%	104.5%
归母净利润	-533	-701	-516	-607	-414	-19.9%	-31.9%
毛利率	22.6%	34.5%	38.0%	23.1%	35.0%	-3.0ppt	11.9ppt
经营利润率	-209.6%	-85.6%	-108.9%	-74.9%	-70.7%	38.2ppt	4.2ppt
归母净利润率	204.0%	88.3%	106.0%	74.2%	66.6%	-39.4ppt	-7.7ppt
销售费用率	-71.0%	-40.4%	-47.9%	-35.5%	-36.0%	12.0ppt	-0.5ppt
管理费用率	-70.1%	-27.3%	-44.1%	-19.0%	-29.8%	14.3ppt	-10.8ppt
研发费用率	-85.9%	-33.5%	-46.7%	-30.6%	-35.1%	11.6ppt	-4.5ppt
财务费用率	1.0%	-1.5%	1.6%	-0.2%	1.6%	0.1ppt	1.8ppt
合计费用率	-226.0%	-102.6%	-137.2%	-85.3%	-99.2%	38.0ppt	-14.0ppt

资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图 8：关键盈利预测调整

	新预测			原预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
人形机器人总出货量 (工业+教育, 台)	800	2,700	6,955	400	1,800	4,000	100.0%	50.0%	73.9%
ASP (万元)	49	39	30	50	44	40	-2.5%	-13.0%	-23.9%
费用率									
研发费用率	28.0%	21.0%	15.0%	30.0%	21.5%	17.0%	-2.0ppt	-0.5ppt	-2.0ppt
销售费用率	19.0%	14.0%	10.0%	20.0%	15.0%	11.0%	-1.0ppt	-1.0ppt	-1.0ppt
行政费用率	26.5%	20.5%	15.5%	29.0%	22.0%	17.0%	-2.5ppt	-1.5ppt	-1.5ppt
利润率									
毛利率	29.5%	30.8%	31.8%	30.0%	31.3%	32.3%	-0.5ppt	-0.5ppt	-0.5ppt
营业利润率	-42.5%	-24.1%	-8.3%	-46.7%	-25.5%	-11.5%	4.2ppt	1.5ppt	3.2ppt
归母净利润率	-42.7%	-24.3%	-8.8%	-46.8%	-25.8%	-12.1%	4.2ppt	1.5ppt	3.3ppt

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	1,857	2,784	4,081	1,763	2,687	3,830	5.4%	3.6%	6.5%
营业成本	-1,309	-1,926	-2,783	-1,234	-1,846	-2,593	6.1%	4.4%	7.3%
毛利润	548	857	1,298	529	841	1,237	3.6%	2.0%	4.9%
销售费用	-520	-585	-612	-529	-578	-651	-1.7%	1.2%	-6.0%
管理费用	-353	-390	-408	-353	-403	-421	0.1%	-3.3%	-3.1%
研发费用	-492	-571	-632	-511	-591	-651	-3.7%	-3.5%	-2.9%
营业利润	-789	-670	-338	-822	-686	-439	-4.1%	-2.3%	-23.0%
利润总额	-801	-684	-353	-834	-699	-454	-4.0%	-2.2%	-22.3%
所得税	-16	-14	-18	-17	-14	-23	-4.0%	-2.2%	-22.3%
净利润	-817	-697	-371	-851	-713	-477	-4.0%	-2.2%	-22.3%

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图 10：可比公司估值表 2025/2026 年数据（人民币百万元）

	25 年收入	25 年收入增速	26 年收入	26 年收入增速	FY25 P/S	FY26 P/S
特斯拉	701,421	0.5%	810,306	15.5%	11.0	9.5
英伟达	1,468,632	57.6%	1,947,819	32.6%	18.4	13.9
地平线机器人	3,495	46.6%	5,653	61.7%	35.0	21.7
寒武纪	6,829	481.4%	12,841	88.0%	86.0	45.7
奥比中光	981	73.8%	1,505	53.4%	33.9	22.1
平均	436,271.6	132.0%	555,624.7	50.3%	36.9	22.6
优必选	1,857	42.3%	2,784	49.9%	24.1	16.0
全部平均	363,869	117.0%	463,485	50.2%	34.7	21.5

资料来源：彭博一致预期，招商证券（香港）预测；注：上市公司估值截止于 2025 年 9 月 3 日股价

2025 年 9 月 4 日 (星期四)

机器人行业估值比较

公司	彭博 代码	国家/ 地区	招商证券 评级	股价 (港币)	招商证券 目标价 (港币)	上涨 空间	市值 (百万 美元)	EPS(港元)		市盈率(x)		市净率(x)		市销率(x)		ROE(%)	
								2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
人形机器人制造商																	
特斯拉	TSLA US	美国	中性	334.1	361	8%	1,077,590	15.5	22.8	153.5	104.6	14.6	12.8	11.0	9.5	7.3	10.2
优必选	9880 HK	中国	增持	103.4	140	35%	6,256	-1.8	-1.6	n.a	n.a	25.0	23.6	24.1	16.0	-47.6	-38.4
小米集团	1810 HK	中国	未评级	54.7	n.a	n.a	182,494	1.8	2.3	30.6	23.6	5.4	4.3	2.7	2.1	19.1	19.8
小鹏汽车	9868 HK	中国	增持	79.0	115	46%	19,296	-0.7	1.2	n.a	66.8	4.8	4.5	1.7	1.2	-4.2	6.9
平均										92.0	65.0	12.4	11.3	9.9	7.2	-6.3	-0.4
人形机器人供应商																	
地平线	9660 HK	中国	增持	9.6	11	14%	17,137	-0.1	-0.1	n.a	n.a	20.9	49.7	35.0	21.7	n.a	n.a
英伟达	NVDA US	美国	未评级	170.6	n.a	n.a	4,146,066	32.1	45.0	38.0	27.1	28.4	16.4	18.4	13.9	69.2	87.5
寒武纪	SH 688256	中国	未评级	1405.0	n.a	n.a	82,297	5.3	10.9	287.8	140.8	81.0	54.2	86.0	45.7	27.4	35.4
奥比中光	688322 CH		未评级	82.7	n.a	n.a	4,642	0.4	0.8	242.7	107.0	11.0	10.1	33.9	22.1	4.6	9.4
平均										189.5	91.6	40.1	26.9	46.1	27.2	33.7	44.1
协作机器人制造商																	
越疆	2432 HK	中国	增持	52.2	76	46%	2,521	0.0	0.1	n.a	373.2	20.2	18.8	35.5	26.5	-1.0	5.1
斗山机器人	454910 KS	韩国	未评级	61100.0	n.a	n.a	2,850	-3.0	-2.1	n.a	n.a	10.7	11.5	80.7	41.5	-9.7	-7.4
平均										-1.5	-1.0	n.a	373.2	15.4	15.1	58.1	34.0
传感器																	
ATI	NOVT US	美国	未评级	112.6	n.a	n.a	4,050	25.6	29.6	34.3	29.6	n.a	n.a	4.1	3.9	n.a	n.a
柯力传感	603662 SH	中国	未评级	69.6	n.a	n.a	2,735	1.2	1.5	56.6	46.7	6.6	6.0	11.4	9.5	11.6	12.7
平均										45.4	38.2	6.6	6.0	7.8	6.7	11.6	12.7
电机																	
步科股份	688160 SH	中国	未评级	89.2	n.a	n.a	1,134	0.9	1.2	107.4	83.6	9.0	7.1	11.9	9.7	7.2	8.6
鸣志电器	603728 SH	中国	未评级	63.7	n.a	n.a	3,737	0.3	0.4	212.4	144.5	8.9	8.6	9.3	8.1	3.9	5.0
平均										159.9	114.1	9.0	7.9	10.6	8.9	5.5	6.8
减速器																	
纳博特斯克	6268 T	日本	未评级	3101.0	n.a	n.a	2,538	6.5	7.6	25.2	21.4	1.4	1.3	1.1	1.1	5.4	6.0
哈默纳科	6324 T	日本	未评级	2395.0	n.a	n.a	1,559	1.2	3.1	105.5	40.9	3.0	2.9	3.8	3.3	2.7	6.3
绿的谐波	688017 SH	中国	未评级	154.5	n.a	n.a	3,965	0.6	0.9	263.6	180.9	7.7	7.4	50.3	37.0	3.0	4.3
双轮传动	002472 SZ	中国	未评级	37.5	n.a	n.a	4,450	1.5	1.8	25.1	20.9	3.2	2.8	2.9	2.5	13.2	13.9
平均										104.8	66.0	3.8	3.6	14.6	11.0	6.1	7.6
丝杠/轴承																	
日本 THK	6481 T	日本	未评级	4016.0	n.a	n.a	3,233	7.3	10.4	29.1	20.3	1.3	1.4	1.3	1.3	4.4	7.0
日本 NSK	6471 T	日本	未评级	778.0	n.a	n.a	2,629	1.4	2.5	28.4	16.3	0.6	0.6	0.5	0.4	2.0	3.7
Timken	TKR US	美国	未评级	75.1	n.a	n.a	5,232	41.1	47.5	14.2	12.3	1.7	1.6	1.2	1.1	11.0	12.0
舍弗勒	SHA DF	德国	未评级	5.5	n.a	n.a	6,062	2.8	5.3	18.1	9.4	1.3	1.3	0.2	0.2	5.7	15.3
恒立液压	601100 SH	中国	未评级	93.4	n.a	n.a	17,540	2.1	2.5	44.4	37.8	7.1	6.3	10.9	9.5	16.4	17.0
五洲新春	603667 SH	中国	未评级	40.0	n.a	n.a	2,050	0.4	0.5	100.0	76.9	4.8	4.6	3.7	3.2	4.4	5.5
北特科技	603009 SH	中国	未评级	46.9	n.a	n.a	2,223	0.3	0.5	143.9	104.2	9.1	8.5	6.3	5.2	6.7	9.3
平均										54.0	39.6	3.7	3.4	3.4	3.0	7.2	10.0
编码器																	
森萨塔科技	ST US	美国	未评级	31.8	n.a	n.a	4,634	26.2	28.1	9.5	8.8	1.5	1.4	1.3	1.2	16.6	14.5
Celera Motion	NOVT US	美国	未评级	112.6	n.a	n.a	4,050	25.6	29.6	34.3	29.6	n.a	n.a	4.1	3.9	n.a	n.a
平均										21.9	19.2	1.5	1.4	2.7	2.5	16.6	14.5
执行器总成																	
拓普集团	601689 SH	中国	未评级	65.0	n.a	n.a	15,816	1.9	2.4	33.9	27.2	5.0	4.4	3.3	2.7	15.0	16.4
三花智控	002050 SZ	中国	未评级	31.3	n.a	n.a	18,166	1.0	1.1	32.2	27.7	4.6	4.1	3.7	3.2	15.9	15.1
平均										33.0	27.5	4.8	4.3	3.5	2.9	15.5	15.8
整体平均										71.5	51.6	6.0	5.5	7.4	5.9	5.7	8.2

收盘价截至 2025 年 9 月 3 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	2,917	2,906	2,975	3,597	4,274
货币资金	541	1,224	973	1,102	1,111
应收款项	840	950	1,154	1,484	1,935
存货	416	461	562	711	913
预付款项及其他资产	120	118	124	130	136
其他流动资产	999	154	162	170	178
非流动资产合计	1,848	2,227	2,153	2,231	2,317
物业、厂房及设备	142	139	133	134	137
在建工程	1,011	1,309	1,374	1,443	1,515
无形资产	505	506	506	507	510
其他非流动资产	191	274	140	147	155
资产总计	4,766	5,134	5,128	5,828	6,591
流动负债合计	1,952	2,093	2,398	2,864	3,395
短期借款	777	793	952	1,095	1,204
应付贸易款和应付票据	416	548	657	940	1,320
其他流动负债	758	751	789	828	870
非流动负债合计	725	793	939	1,071	1,174
长期债务	649	709	850	978	1,076
其他非流动负债	76	85	89	93	98
负债合计	2,677	2,886	3,337	3,935	4,568
普通股	418	432	432	432	432
股本溢价	7,213	8,477	8,977	9,777	10,277
留存收益	(5,670)	(6,797)	(7,618)	(8,316)	(8,686)
股东应占权益	1,960	2,112	1,665	1,761	1,881
少数股东权益	128	136	125	132	141
权益合计	2,089	2,248	1,790	1,893	2,022
负债及权益合计	4,766	5,134	5,128	5,828	6,591

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(1,000)	(884)	(945)	(817)	(557)
年内利润	(1,265)	(1,160)	(817)	(697)	(371)
折旧及摊销	236	280	43	49	58
营运资本变动	(373)	(233)	(171)	(169)	(244)
其它经营活动现金流	400	230	-	-	-
投资活动现金流	(506)	(276)	(109)	(128)	(144)
资本支出	(532)	(227)	(137)	(155)	(173)
其它投资活动现金流	26	(49)	28	28	29
筹资活动现金流	1,880	1,826	803	1,073	710
净借款	1,945	1,949	803	1,073	710
其它筹资活动现金流	(65)	(123)	-	-	-
现金净增加额	376	670	(251)	129	9
汇率变动对现金的影响	1	3	-	-	-
期末现金（含受限现金）	521	1,191	940	1,069	1,079

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,056	1,305	1,857	2,784	4,081
营业成本	(723)	(931)	(1,309)	(1,926)	(2,783)
毛利	333	374	548	857	1,298
销售费用	(506)	(524)	(520)	(585)	(612)
管理费用	(400)	(370)	(353)	(390)	(408)
研发费用	(491)	(478)	(492)	(571)	(632)
其他支出	(164)	(145)	29	17	17
营业利润	(1,228)	(1,143)	(789)	(670)	(338)
营业外收入	1	2	3	3	3
营业外支出	(1)	(8)	(9)	(10)	(11)
除税前溢利	(1,227)	(1,149)	(801)	(684)	(353)
所得税	(37)	(11)	(16)	(14)	(18)
年内溢利	(1,265)	(1,160)	(817)	(697)	(371)
少数股东损益	(31)	(36)	(25)	(21)	(11)
归母净利润	(1,220)	(1,127)	(792)	(676)	(359)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	4.7%	23.6%	42.3%	49.9%	46.6%
营业利润	26.8%	-6.9%	-31.0%	-15.0%	-49.5%
股东应占利润	23.3%	-7.7%	-29.7%	-14.6%	-46.9%
获利能力					
毛利润率	31.5%	28.7%	29.5%	30.8%	31.8%
经营利润率	-116.3%	-87.6%	-42.5%	-24.1%	-8.3%
净利率	-115.6%	-86.3%	-42.7%	-24.3%	-8.8%
ROE	-62.3%	-53.4%	-47.6%	-38.4%	-19.1%
ROA	-25.6%	-22.0%	-15.4%	-11.6%	-5.5%
偿债能力					
资产负债率	56.2%	56.2%	65.1%	67.5%	69.3%
净负债比例	42.4%	12.4%	46.3%	51.3%	57.8%
流动比率	149.4%	138.9%	124.0%	125.6%	125.9%
速动比率	128.1%	116.9%	100.6%	100.8%	99.0%
营运能力					
资产周转天数	1,711	1,435	1,077	814	613
存货周转天数	187	172	157	135	120
应收账款周转天数	256	244	219	189	169
应付账款周转天数	181	188	183	178	173
每股资料（美元）					
每股收益	(3.1)	(2.7)	(1.7)	(1.4)	(0.8)
每股现金流	(2.5)	(2.1)	(2.0)	(1.7)	(1.2)
每股净资产	5.2	5.3	3.8	4.0	4.3
每股派息	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
估值比率					
市盈率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
市净率	42.3	34.2	24.1	16.0	10.9

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/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。

2025 年 9 月 4 日（星期四）

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件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。

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