

蔚来 (NIO.US/9866.HK): 控费效果展现, 汽车销量显著抬头

我们维持蔚来的“买入”评级, 上调蔚来 (NIO.US)/蔚来-SW (9866.HK) 目标价至 7.7 美元/59.9 港元, 潜在升幅 17%/17%。

- **重申蔚来“买入”评级:** 蔚来二季度费用环比下降 7%, 严格控费效果开始显现。公司预计三四季度研发费用将进一步下降至人民币 20 亿元。而且, 乐道 L90 和蔚来 ES8 两款车型需求高于公司内部预期, 蔚来正积极调配和调增产能, 推动交付量成长。我们认为公司四季度目标实现 non-GAAP 盈亏平衡确定性大幅增加。展望明年, 新车周期以及严格控费的趋势和基调将会延续, 蔚来当前市销率 1.0x, 具备吸引力。
- **二季度费用控制初见成效, 目标四季度盈亏平衡:** 今年二季度, 蔚来实现收入人民币 190 亿元, 同比增长 9%, 环比增长 58%。毛利率为 10.0%, 同比增长 0.3 个百分点, 环比增长 2.3 个百分点, 主要受益于技术服务收入。其中, 汽车销售毛利率为 10.3%, 环比略微提升 0.1 个百分点, 受到“5566”车型切换的影响。公司二季度的费用为 68.1 亿元, 同比下降 1%, 环比下降 7%, 持续严格控制费用。因此, 公司二季度的营业亏损和净亏损分别环比收窄 24%和 25%。公司指引三季度交付量中位数 8.9 万辆 (同比增长 44%/环比增长 24%), 规划四季度整车产能将达约 5.5 万辆/月。在持续控费下, 目标四季度实现 non-GAAP 盈亏平衡。我们上调 2025 年和 2026 年销量预测, 并下调今明两年的营业亏损和净亏损预测。
- **业绩会要点及展望:** 1) 二季度, 公司进入新车周期。萤火虫、L90、ES8 等三款车型需求超出预期。四季度销量目标为 15 万辆。2) 目标四季度实现 non-GAAP 盈亏平衡, 其中研发费用今年三四季度有望控制在 20 亿元的水平, 明年有望维持在 20 亿-25 亿元。3) 明年有 ES9、ES7、乐道 L80 三款大车上市。
- **估值:** 我们采用分部加总法对蔚来估值, 对蔚来 2025 年汽车销售和其他销售分别给予 1.2x 和 1.8x 市销率。我们得到蔚来美股目标价 7.7 美元, 对应目标市销率 1.3x。同时, 得到其港股目标价为 59.9 港元。
- **投资风险:** 新能源汽车行业需求增长不及预期, 拖累销量增速; 乐道新车型交付表现不及预期; 新品牌新车型上市和交付慢于计划; 低线城市销售渠道扩张以及换电站铺设不及预期; 行业竞争加剧, 价格压力增加, 拖累利润表现; 辅助驾驶功能升级落地速度较慢。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2023-2027E)

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营收	55,618	65,732	93,677	130,644	144,235
营收同比增速	13%	18%	43%	39%	10%
毛利率	5.5%	9.9%	12.0%	14.5%	14.2%
净利润 (亏损)	(21,147)	(22,658)	(17,162)	(3,762)	(899)
同比增速	45%	7%	(24%)	(78%)	(76%)
目标市销率 (x)	1.7	1.7	1.3	0.9	0.8

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师
tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师
sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

2025 年 9 月 3 日

蔚来 (NIO.US)

买入

目标价 (美元)	7.7
潜在升幅/降幅	+17%
目前股价 (美元)	6.58
52 周内股价区间 (美元)	3.02-7.71
总市值 (百万美元)	14,779
近 90 日均成交额 (百万美元)	309.7

注: 股价截至 2025 年 9 月 2 日收盘

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

蔚来-SW (9866.HK)

买入

目标价 (港元)	59.9
潜在升幅/降幅	+17%
目前股价 (港元)	51.05
52 周内股价区间 (港元)	23.7-60.7
总市值 (百万港元)	114,658
近 90 日均成交额 (百万港元)	341.9

注: 股价截至 2025 年 9 月 2 日收盘

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测

利润表						资产负债表					
人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E	人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	55,618	65,732	93,677	130,644	144,235	货币资金	32,935	19,329	20,210	37,809	45,660
销货成本	(52,566)	(59,239)	(82,402)	(111,656)	(123,698)	受限制资金	5,542	8,321	8,321	8,321	8,321
毛利润	3,052	6,493	11,275	18,989	20,537	短期投资	16,810	14,138	13,431	12,759	12,121
经营支出	(25,707)	(28,367)	(27,806)	(22,883)	(21,587)	应收账款和应收票据	4,658	1,676	2,150	2,699	2,681
销售费用	(12,885)	(15,741)	(17,690)	(13,809)	(11,969)	存货	5,278	7,087	8,675	10,345	10,085
研发费用	(13,431)	(13,037)	(10,857)	(9,736)	(10,281)	其他流动负债	5,157	11,335	10,487	9,382	5,667
营业利润（亏损）	(22,655)	(21,874)	(16,531)	(3,895)	(1,050)	流动资产合计	70,380	61,886	63,274	81,314	84,536
非经营收入	2,196	(550)	(360)	35	53	物业、厂房及设备	24,847	25,893	30,749	36,329	42,524
财务费用	1,806	55	(387)	(421)	(421)	无形资产	30	30	30	30	30
其他	390	(606)	28	456	474	其他非流动资产	16,639	16,670	16,670	16,670	16,670
税前利润（亏损）	(20,459)	(22,425)	(16,891)	(3,860)	(997)	总资产	117,383	107,605	114,161	138,125	147,920
税务费用	(261)	23	(67)	10	9	短期借贷	9,821	9,127	11,409	14,261	17,827
税后利润（亏损）含少数股东权益	(20,720)	(22,402)	(16,958)	(3,851)	(987)	应付账款和应付票据	29,766	34,387	47,833	64,815	71,805
少数股东权益	124	(92)	(88)	(88)	(88)	其他流动负债	18,210	18,797	26,788	34,680	34,820
净利润（亏损）	(21,147)	(22,658)	(17,162)	(3,762)	(899)	流动负债合计	57,798	62,311	86,030	113,756	124,451
基本股数（百万）	1,700	2,055	2,196	2,196	2,196	长期借款	13,043	11,441	11,441	11,441	11,441
摊销股数（百万）	1,700	2,055	2,196	2,196	2,196	其他非流动负债	16,946	20,346	20,346	20,346	20,346
基本每股收益（元）	(12.44)	(11.03)	(7.82)	(1.71)	(0.41)	总负债	87,787	94,098	117,817	145,543	156,238
摊销每股收益（元）	(12.44)	(11.03)	(7.82)	(1.71)	(0.41)	股本	117,717	118,688	118,688	118,688	118,688
						储备	(90,325)	(112,486)	(129,648)	(133,410)	(134,310)
						少数股东权益	189	98	98	98	98
						其他	(1,850)	(239)	(239)	(239)	(239)
						股东权益总额	29,596	13,507	(3,656)	(7,418)	(8,318)
						总负债和股东权益	117,383	107,605	114,161	138,125	147,920

现金流量表						主要财务比率					
人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(1,382)	(7,849)	7,347	23,561	13,169	营运指标增速					
税后利润（亏损）含少数股东权益	(20,720)	(22,402)	(16,958)	(3,851)	(987)	营业收入增速	13%	18%	43%	39%	10%
折旧	3,378	5,875	4,286	3,563	2,947	毛利润增速	(41%)	113%	74%	68%	8%
其他营业活动现金流	6,714	8,476	(205)	88	88	营业利润（亏损）增速	45%	(3%)	(24%)	(76%)	(73%)
营运资金变动	9,246	201	20,224	23,761	11,122	净利润（亏损）增速	45%	7%	(24%)	(78%)	(76%)
应收账款减少（增加）	461	2,981	(474)	(549)	17	盈利能力					
库存减少（增加）	2,914	(1,809)	(1,588)	(1,669)	260	净资产收益率	(74%)	(105%)	(348%)	68%	11%
应付账款增加（减少）	4,542	4,621	13,446	16,981	6,990	总资产报酬率	(20%)	(20%)	(15%)	(3%)	(1%)
其他经营资金变动	1,329	(5,592)	8,840	8,997	3,855	投入资本回报率	(44%)	(64%)	(86%)	(21%)	(5%)
投资活动现金流	(10,885)	(4,958)	(8,748)	(8,815)	(8,883)	利润率					
资本支出	(14,341)	(9,142)	(9,142)	(9,142)	(9,142)	毛利率	5%	10%	12%	15%	14%
取得或购买长期投资	(422)	(392)	(313)	(344)	(378)	营业利润率	(41%)	(33%)	(18%)	(3%)	(1%)
银行存款增加	-	-	-	-	-	净利润率	(38%)	(34%)	(18%)	(3%)	(1%)
短期投资	3,854	4,456	707	672	638	营运能力					
其他	23	120	-	-	-	现金循环周期	(112)	(142)	(140)	(146)	(165)
融资活动现金流	27,663	1,772	2,282	2,852	3,565	应收账款周转天数	32	18	7	7	7
借款	1,918	1,706	2,282	2,852	3,565	存货周期天数	47	38	35	31	30
发行股份	20,962	-	-	-	-	应付账款周转天数	191	198	182	184	202
发行债券	8,121	-	-	-	-	净债务（净现金）	(15,613)	(7,082)	(5,681)	(20,428)	(24,714)
其他	(3,339)	66	-	-	-	自由现金流	(24,372)	(24,940)	(1,163)	14,287	3,876
外汇损益	70	161	-	-	-						
现金及现金等价物净流量	15,466	(10,874)	881	17,599	7,851						
期初现金及现金等价物	23,155	38,622	27,747	28,628	46,227						
期末现金及现金等价物	38,622	27,747	28,628	46,227	54,079						

E=浦银国际预测
资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

● 业绩回顾及预测调整

图表 2：蔚来 2Q25 业绩详情

人民币百万	2Q25	2Q24	同比	1Q25	环比
营业收入	19,009	17,446	9%	12,035	58%
毛利润	1,898	1,689	12%	920	106%
营业利润（亏损）	(4,909)	(5,209)	(6%)	(6,418)	(24%)
净利润（亏损）	(5,141)	(5,126)	0%	(6,891)	(25%)
基本每股收益（人民币）	(2.31)	(2.50)	(8%)	(3.29)	(30%)

利润率	2Q25	2Q24	百分点	1Q25	百分点
毛利率	10.0%	9.7%	0.3	7.6%	2.3
营业费用率	35.8%	39.5%	(3.7)	61.0%	(25.2)
营业利润率	(25.8%)	(29.9%)	4.0	(53.3%)	27.5
净利率	(27.0%)	(29.4%)	2.3	(57.3%)	30.2

人民币百万	2Q25	2Q24	同比	1Q25	环比
汽车	16,136	15,680	3%	9,939	62%
其他	2,873	1,766	63%	2,095	37%
总收入	19,009	17,446	9%	12,035	58%

毛利率	2Q25	2Q24	百分点	1Q25	百分点
汽车	10.3%	12.2%	(1.9)	10.2%	0.1
其他	8.2%	(12.3%)	20.5	(4.5%)	12.7
综合毛利率	10.0%	9.7%	0.3	7.6%	2.3

汽车销售	2Q25	2Q24	同比	1Q25	环比
汽车销量（辆）	72,056	57,373	26%	42,094	71%
汽车均价（人民币）	223,939	273,293	(18%)	236,122	(5%)
汽车收入（人民币百万）	16,136	15,680	3%	9,939	62%

资料来源：公司公告、浦银国际

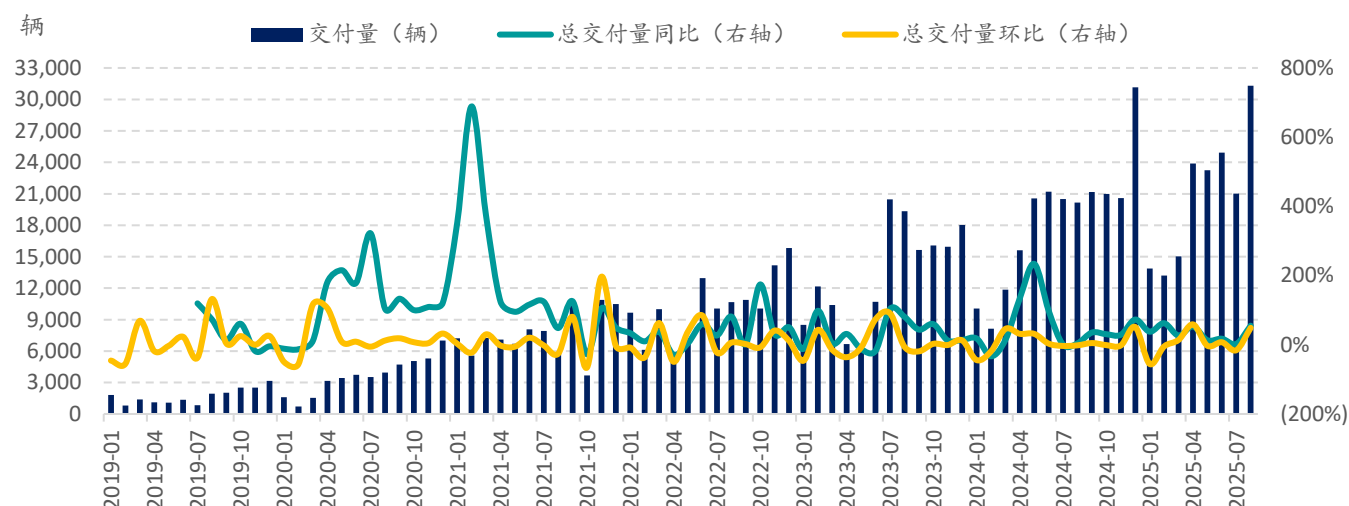
图表 3：蔚来财务预测：新预测 vs 前预测

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	93,677	90,033	4%	130,644	120,721	8%	144,235	136,237	6%
毛利润	11,275	10,603	6%	18,989	17,273	10%	20,537	20,994	(2%)
营业利润 (亏损)	(16,531)	(17,366)	(5%)	(3,895)	(8,776)	(56%)	(1,050)	(3,668)	(71%)
净利润 (亏损)	(17,162)	(17,244)	(0%)	(3,762)	(7,790)	(52%)	(899)	(2,676)	(66%)
基本每股收益 (元)	(7.82)	(8.24)	(5%)	(1.71)	(3.72)	(54%)	(0.41)	(1.28)	(68%)

利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	12.0%	11.8%	0.3	14.5%	14.3%	0.2	14.2%	15.4%	(1.2)
营业费用率	29.7%	31.1%	(1.4)	17.5%	21.6%	(4.1)	15.0%	18.1%	(3.1)
营业利润率	(17.6%)	(19.3%)	1.6	(3.0%)	(7.3%)	4.3	(0.7%)	(2.7%)	2.0
净利率	(18.3%)	(19.2%)	0.8	(2.9%)	(6.5%)	3.6	(0.6%)	(2.0%)	1.3

E=浦银国际预测；资料来源：浦银国际

图表 4：蔚来月度销量：8 月交付 31,305 辆，同比增长 55%，环比增长 49%



资料来源：公司公告、浦银国际

● 分部加总估值

图表 5：蔚来分部加总估值法（2025 年）

人民币百万	收入	收入增速	市销率	估值
汽车销售	81,303	40%	1.2	97,563
其他销售	12,375	65%	1.8	22,274
合计	93,677	43%	1.3	119,838
股数（百万）				2,196
目标价（人民币）				54.6
美元/人民币				7.1108
目标价（美元）				7.7
港元/人民币				0.9109
目标价（港元）				59.9

资料来源：浦银国际预测

图表 6：蔚来（NIO.US）历史市销率：上市以来均值 3.4x



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：浦银国际目标价：蔚来（NIO.US）



注：截至 2025 年 9 月 2 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：浦银国际目标价：蔚来-SW（9866.HK）

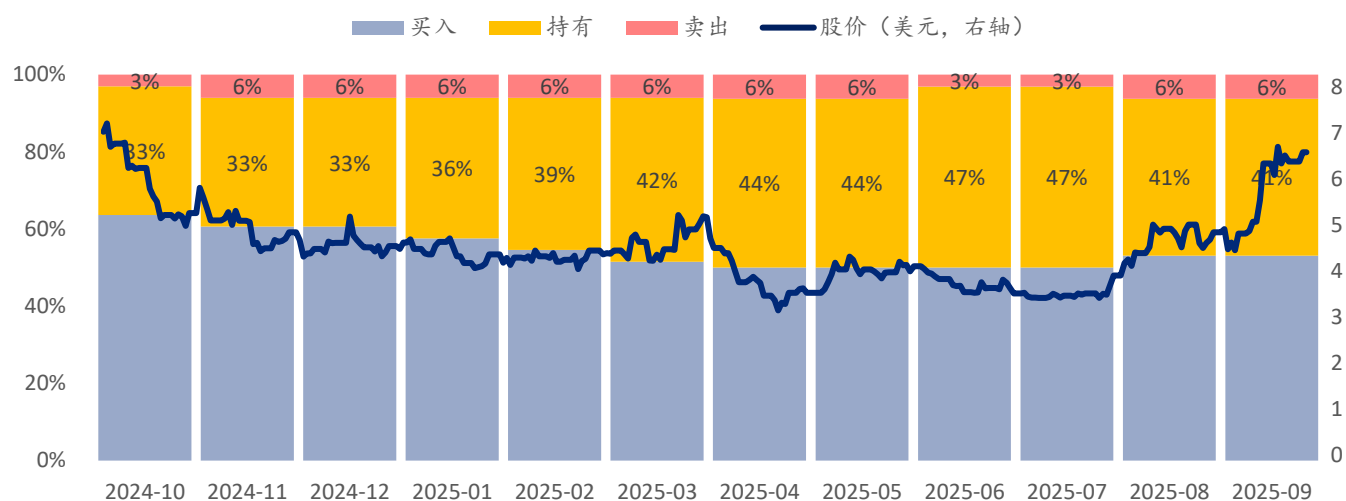


注：截至 2025 年 9 月 2 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

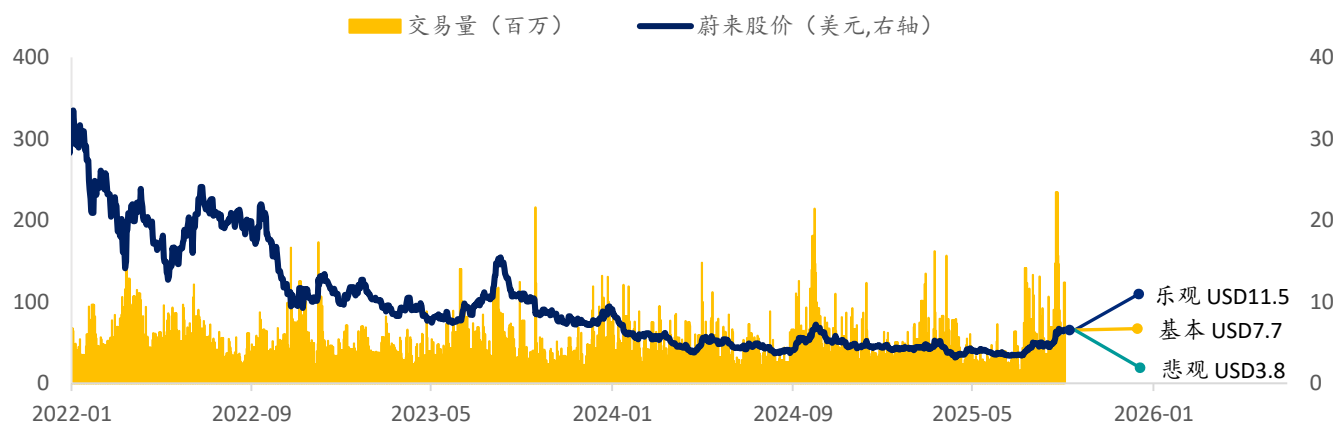
● SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9：蔚来（NIO.US）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：蔚来（NIO.US）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：11.5 美元（概率：15%）

- 中国及海外新能源乘用车，市场需求增速高于预期，推动蔚来汽车销量快速提升；
- L90 和 ES8 等新车型交付量表现好于预期，提振规模效应带来毛利率改善；
- 低线城市销售渠道扩张及换电站铺设进展好于预期，转化订单能力好于预期；
- 换电站业务日服务单量持续提升，盈亏平衡。

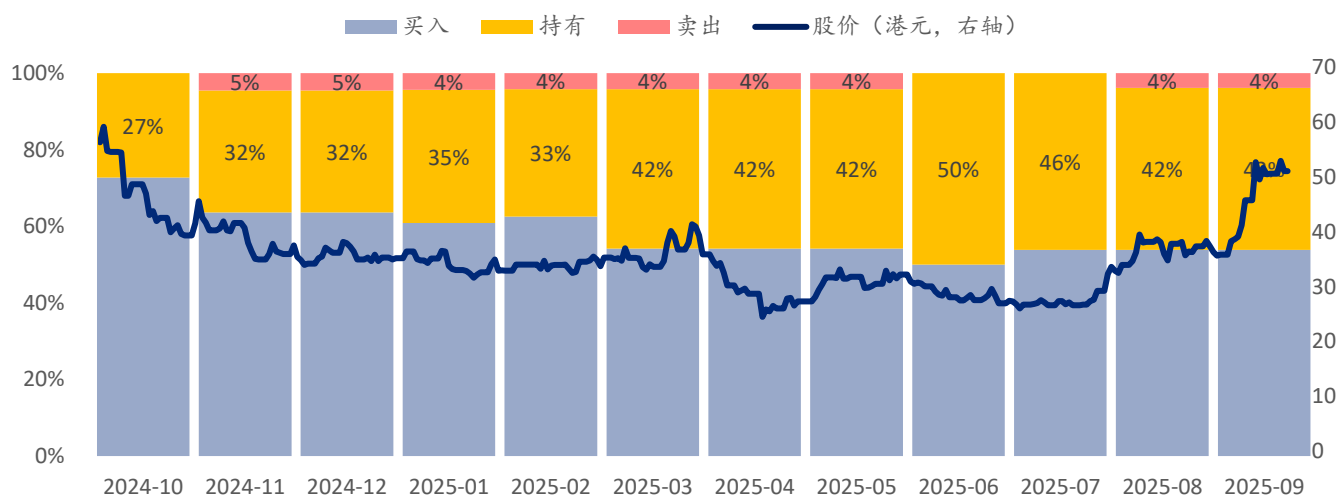
悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：3.8 美元（概率：15%）

- 新能源汽车行业需求增长不及预期，拖累销量增速；
- 新品牌、新车型上市和交付慢于计划；
- 低线城市销售渠道扩张、换电站铺设不及预期；
- 行业竞争加剧，价格压力增加，拖累利润表现；
- 辅助驾驶功能升级落地速度较慢。

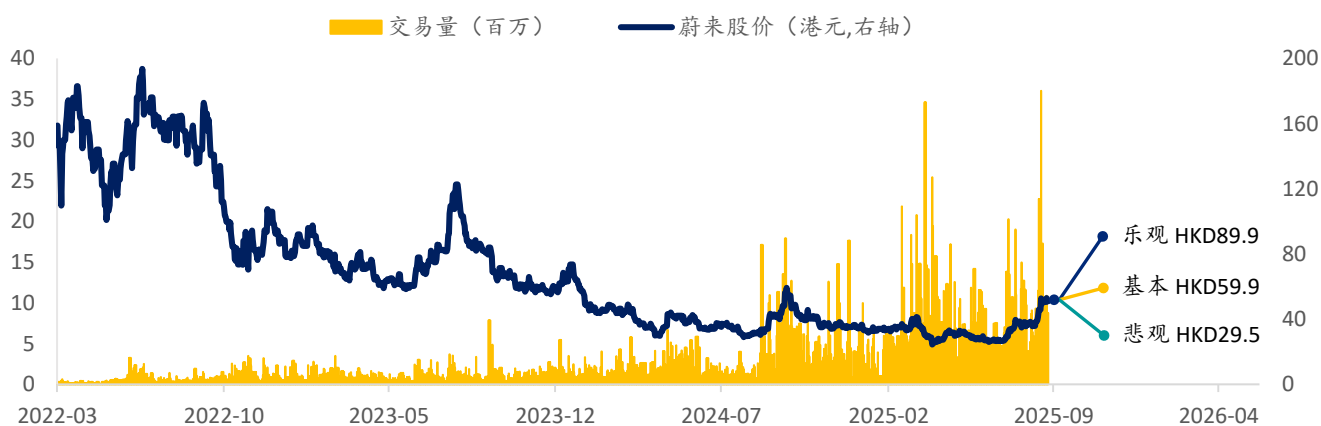
资料来源：浦银国际预测

图表 11：蔚来-SW (9866.HK) 市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 12：蔚来-SW (9866.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：89.9 港元（概率：15%）

- 中国及海外新能源乘用车，市场需求增速高于预期，推动蔚来汽车销量快速提升；
- L90 和 ES8 等其他新车型交付量表现好于预期，提振规模效应带来毛利率改善；
- 低线城市销售渠道扩张及换电站铺设进展好于预期，转化订单能力好于预期；
- 换电站业务日服务单量持续提升，盈亏平衡。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：29.5 港元（概率：15%）

- 新能源汽车行业需求增长不及预期，拖累销量增速；
- 新品牌、新车型上市和交付慢于计划；
- 低线城市销售渠道扩张、换电站铺设不及预期；
- 行业竞争加剧，价格压力增加，拖累利润表现；
- 辅助驾驶功能升级落地速度较慢。

资料来源：浦银国际预测

图表 13: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	55.9	买入	75.0	2025/8/22	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	87.2	买入	114.2	2025/2/27	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	229.7	买入	236.3	2025/5/8	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	43.3	买入	48.3	2025/9/1	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	41.7	买入	41.6	2024/10/28	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	43.8	买入	52.8	2025/8/28	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	30.0	买入	34.9	2025/8/27	结构件、组装
6613 HK Equity	蓝思科技	26.2	买入	31.9	2025/8/27	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	42.2	买入	60.5	2025/3/21	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	79.6	买入	96.6	2025/8/22	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	14.1	买入	15.6	2025/8/12	手机光学
603501 CH Equity	豪威集团	137.9	买入	167.4	2025/9/1	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	6.6	买入	7.7	2025/9/3	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	51.1	买入	59.9	2025/9/3	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	20.8	买入	27.4	2025/8/25	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	80.8	买入	106.9	2025/8/25	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	24.4	买入	26.4	2025/8/29	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	91.7	买入	102.6	2025/8/29	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	63.6	买入	83.0	2025/8/19	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	329.4	持有	298.2	2025/7/25	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	110.8	买入	458.8	2025/4/28	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	110.0	买入	444.0	2025/4/28	新能源汽车
HSAI US Equity	禾赛科技	25.0	买入	28.0	2025/8/15	激光雷达
2498 HK Equity	速腾聚创	37.8	买入	41.2	2025/8/22	激光雷达
MBLY US Equity	Mobileye	13.7	买入	18.1	2025/7/28	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	60.7	买入	61.2	2025/8/14	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	114.8	买入	104.1	2025/8/14	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	49.2	买入	52.7	2025/8/8	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	76.8	买入	77.9	2025/8/8	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	1,160.0	买入	1,390.3	2025/7/18	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	228.4	买入	287.6	2025/7/18	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	50.2	买入	52.9	2025/4/30	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	30.3	买入	30.5	2023/9/20	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	64.2	买入	60.9	2025/7/22	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	47.4	买入	52.2	2025/4/8	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	38.2	买入	33.4	2025/4/8	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	104.4	买入	112.4	2024/10/30	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	34.1	买入	38.7	2024/8/14	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	25.9	买入	67.1	2023/9/20	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	170.8	买入	203.0	2025/8/31	AI 芯片
AMD US Equity	超威半导体	162.3	买入	134.2	2025/5/16	AI 芯片
INTC US Equity	英特尔	24.2	卖出	20.4	2024/11/28	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	158.8	买入	178.3	2025/5/14	AI 芯片
2454 TT Equity	联发科	1,360.0	买入	1,820.8	2025/2/10	AI 芯片

注：截至 2025 年 9 月 2 日收盘；资料来源：Bloomberg、浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

