

公司報告

京东 (JD US)

25年三季度业绩前瞻: 发展步伐稳健, 风险回报具吸引力

- 我们预计京东25年三季度营收增长符合预期, 集团收入同比增长**13%**, 京东零售同比增长**10%**, 环比增速放缓主要受去年同期高基数影响
- 京东到家与电商业务之间的协同效应推动了用户增长与交叉销售; 京东到家的投资趋于稳定, 单位经济效益有所改善
- 增持: 市场担忧已消化; 目前公司市盈率相较于同行存在**40-55%**的折价; 风险回报具吸引力, 目标价维持在**42美元**

核心电商业务保持稳健, 利润率略有改善

我们预计京东25年三季度集团收入同比增长**13%**, 京东零售同比增长**10%**, 与当前市场一致预期相符。增速较上一季度的22%和21%有所放缓, 主要由于电子品类的高基数效应(全国以旧换新政策于去年8月份推出), 该因素将在25年四季度带来更显著的负面影响。百货商品和第三方营销收入预计将分别保持17%和21%的同比稳健增长, 主要受以下因素驱动: 1) 京东在供应链、POP商家和用户方面的持续投入; 2) 由外卖业务带来的新用户所创造的交叉销售机会, 该业务继续保持约40%的同比快速增长, 与上季度相近。我们预计**京东零售的营业利润率将改善至5.5%**(此前为5.2%), 得益于产品结构以及供应链的持续优化。京东已于10月9日正式启动**2025年“双十一”大促**, 重点聚焦于为消费者提供直接折扣和充足的商品供应, 同时为商家推出多项支持性政策(图7)。

到家业务的投资趋于平稳, 单位经济效益有所改善

在今夏竞争加剧的背景下, 京东在补贴方面保持了克制, 同时得益于消费者对高质量外卖服务的认知提升以及用户留存率提高, 日均订单量实现环比改善, 这也带动了单位经济效益的提升。我们预计外卖业务在25年三季度的亏损将较二季度有所收窄。另一方面, 京东加大了在其它新业务(如京喜)上的投入, 以获取低线市场的客户, 但因此在25年下半年亏损幅度较上半年有所扩大。整体来看, 我们预计新业务在25年三季度录得约**148亿人民币**的亏损, 四季度约**116亿元人民币**(相比二季度的148亿元)。我们上调了京东集团25年第三、四季度的非GAAP净利润预测至**43亿元**和**44亿元人民币**(市场一致预期分别为38亿元和42亿元), 主要原因在于京东零售利润率好于预期, 以及到家业务亏损收窄。

增持: 维持42美元目标价

整体而言, 我们将25-27财年的非GAAP净利润预测小幅上调约1-2%(图8)。我们认为, 自8月以来的股价回调已反映: 1) 新业务的增量投资; 2) 电子品类的高基数压力。我们看到京东在外卖业务上的投资更为理性审慎, 作为长期战略有望与其核心电商业务形成协同效应, **有助于缓解市场对其长期盈利不确定性的担忧**。当前股价对应9倍/6倍26年/27年市盈率, 而同业平均为15倍/13倍, 风险回报具吸引力。维持增持评级和目标价**42美元**, 基于京东零售8倍市盈率(于阿里巴巴一致)以及参股公司合理估值(图10), 对应25年/26年市盈率15倍/11倍。**上行催化因素:** 1) 订单/用户留存率增长加快, 外卖业务UE改善; 2) 京东零售增长/利润率改善; 3) 海外机会。**主要风险:** 1) 宏观/消费复苏; 2) 竞争; 3) 监管。

盈利预测及估值

十亿元人民币	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
收入	1,084.7	1,158.8	1,329.0	1,422.9	1,525.1
增长	3.7%	6.8%	14.7%	7.1%	7.2%
非 GAAP 净利润	35.2	47.8	28.9	38.4	55.4
增长	24.7%	35.9%	-39.6%	33.0%	44.2%
非 GAAP 每股盈利 (美元)	3.1	4.4	2.7	3.7	5.5
P/E (倍)	9.9	7.3	12.0	9.1	6.3
非 GAAP ROE	15.8%	20.3%	12.1%	15.9%	21.8%

注: 截至2025年10月13日的收盘价; 资料来源: 彭博、公司、招商證券(香港)预测

李怡珊, CFA 王騰杰
+852 3189 6122 +852 3189 6634
crystall@cmschina.com.hk tommywong@cmschina.com.hk

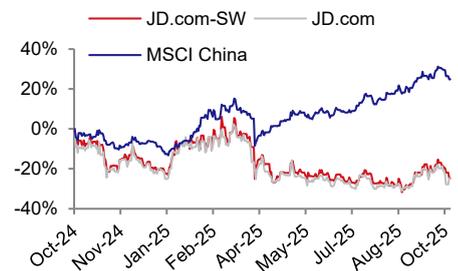
与市场的预期差

我们对25年至27年的非GAAP净利润预测比市场一致预期高出3-4%, 主因我们看好京东零售利润率扩张前景, 以及外卖业务的理性投资和单位经济效益改善。

增持

前次评级	增持
股价	33美元 127港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	42美元(+27%) 163港元(+28%)
前次目标价	42美元 163港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
JD US	(5.4)	(12.5)	(27.3)
9618 HK	0.1	(7.9)	(21.1)
MSCI中国	0.7	30.7	25.3

行业: TMT

恒生指数 (2025年10月13日)	25,889
MSCI中国 (2025年10月13日)	87

重要数据

52周股价区间(美元/港元)	30 - 46/115 - 181
市值(十亿美元)	48.3
日均成交量 美股/港股 (百万股)	16.89/14.11

主要股东

刘强东	11.2%
腾讯	2.3%
自由流通股	86.5%

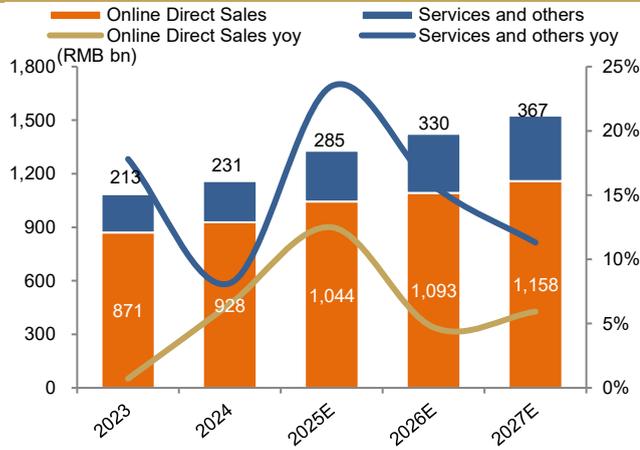
资料来源: 万得、彭博、招商證券(香港)研究部

相关报告

1. 京东 (JD US) - 外卖业务投资审慎, 强化核心电商协同效应 (增持) (2025/8/15)
2. 京东 (JD US) - 核心业务稳健; 外卖业务形成协同效应但也增加盈利不确定性 (增持) (2025/5/15)
3. 京东 (JD US) - 营收重回双位数增长 (增持) (2025/3/10)
4. 京东 (JD US) - 24年四季度业绩前瞻: 持续受益于以旧换新国补政策 (增持) (2025/1/21)

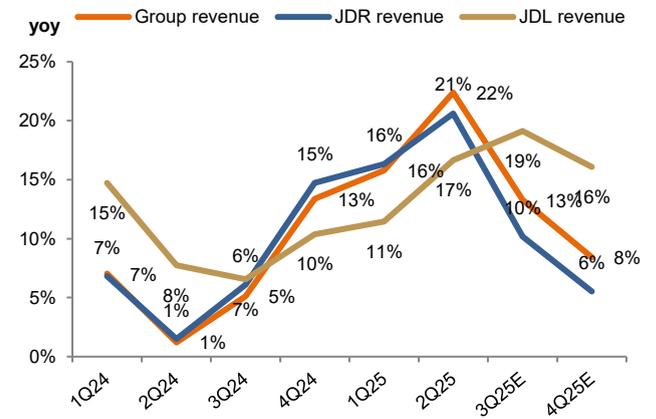
重点图表

图1: 线上商品收入 vs 服务和其它收入



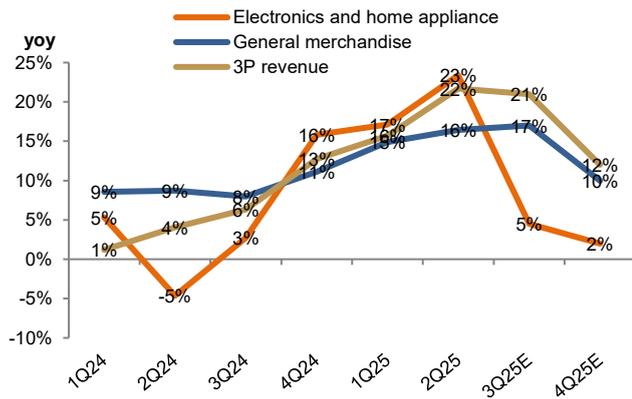
资料来源: 公司, 招商证券(香港)预测

图2: 京东零售和京东物流季度收入同比增速和预测



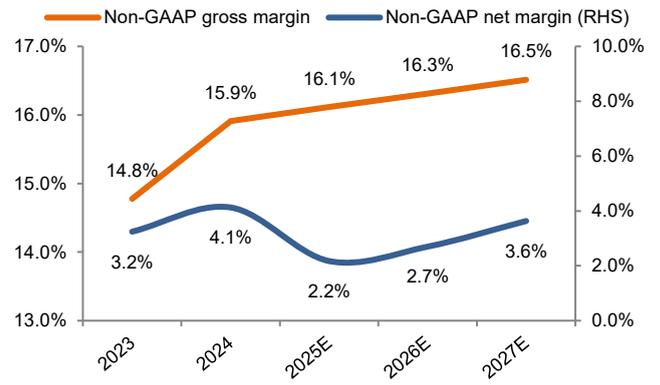
资料来源: 公司, 招商证券(香港)预测

图3: 按类别的收入增长



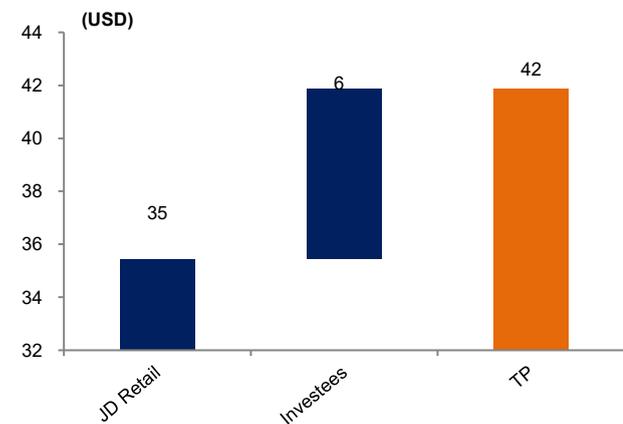
资料来源: 公司, 招商证券(香港)预测

图4: 非GAAP毛利率和非GAAP净利润率



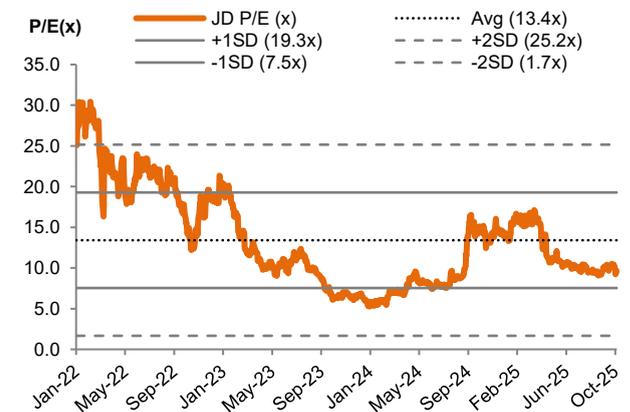
资料来源: 公司, 招商证券(香港)预测

图5: 京东SOTP估值



资料来源: 公司, 彭博, 招商证券(香港)预测

图6: 市盈率区间



资料来源: 公司, 彭博, 招商证券(香港)预测

2025年双十一举措: 京东已于10月9日启动25年双十一大促,比24年提前5天开幕。京东简化了活动机制,推出“官方直降”策略,折扣力度最高可达90% (“官方直降,低至一折”),使规则更简单透明,消费者可直接享受即时优惠。京东同时宣布了多项针对商家和消费者的支持性政策:

- **商家:** 新商家免收平台使用费,并在广告流量、贷款和配送方面提供补贴。京东还为商家提供图片生成、客户服务和店铺运营等AI工具,帮助提升经营效率。
- **消费者:** 取消预售,所有商品均为现货并可即时发货。商品补贴包括官方直降5%至20% (“官方直降5%-20%”)、跨店满300减50等。此外,京东PLUS会员可享受10倍积分奖励以及专属客户服务。

图7: 京东2025年双11大促活动



资料来源:公司、招商证券(香港)

图8: 盈利预测调整

十亿元人民币	调整后			调整前			差异		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	1,329	1,423	1,525	1,319	1,402	1,496	0.8%	1.5%	2.0%
毛利润	213.8	231.7	251.4	212.2	228.3	246.6	0.8%	1.5%	2.0%
非 GAAP 经营利润	16.8	35.5	55.5	16.3	34.5	53.0	3.0%	2.9%	4.8%
非 GAAP EBITDA	26.4	45.4	66.0	25.9	44.4	64.0	1.9%	2.3%	3.1%
非 GAAP 净利润	28.9	38.4	55.4	28.8	37.9	54.4	0.4%	1.3%	1.8%
利润率分析									
非 GAAP 毛利润率	16.1%	16.3%	16.5%	16.1%	16.3%	16.5%	0.0pp	0.0pp	0.0pp
非 GAAP 经营利润率	1.3%	2.5%	3.6%	1.2%	2.5%	3.1%	0.0pp	0.0pp	0.5pp
非 GAAP EBITDA 利润率	2.0%	3.2%	4.3%	2.0%	3.2%	3.8%	0.0pp	0.0pp	0.5pp
非 GAAP 净利润率	2.2%	2.7%	3.6%	2.2%	2.8%	3.3%	0.0pp	-0.2pp	0.3pp

资料来源: 彭博、公司、招商证券(香港)预测

图9: 招商证券预测与彭博一致预测对比

十亿元人民币	招商证券预测			彭博一致预测			差异		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	1,329	1,423	1,525	1,325	1,404	1,491	0%	1%	2%
核心毛利润	214	232	251	212	231	252	1%	0%	0%
核心经营利润	17	35	56	16	33	54	2%	6%	2%
核心非 GAAP 净利润	29	38	55	28	37	53	2%	3%	4%
核心毛利润率	16.1%	16.3%	16.5%	16.0%	16.5%	16.9%	0.1pp	-0.2pp	-0.4pp
核心经营利润率	1.3%	2.5%	3.6%	1.2%	2.4%	3.6%	0.0pp	0.1pp	0.0pp
核心净利润率	2.2%	2.7%	3.6%	2.1%	2.7%	3.6%	0.0pp	0.0pp	0.0pp

资料来源: 彭博、Visible Alpha、公司、招商证券(香港)预测; 附注: 一致预测数据截至2025年10月13日

图10: SOTP估值

- 我们给予京东零售未来12个月8倍市盈率的估值，相比之下，我们对阿里巴巴（BABA US）中国电商业务的目标市盈率为8倍，对拼多多（PDD US）国内业务的目标市盈率为10倍，主要考虑到京东的GMV增速较拼多多更慢，以及由于即时零售业务持续投入导致盈利能见度较低。
- 我们的分部加总估值（SOTP-TP）也包含了对京东物流等参股公司的合理估值。对于京东的外卖业务未给予估值，也未计入净现金，因为该业务仍处于早期烧钱阶段。
- 我们的目标价42美元对应25年/26财年15倍/11倍市盈率。

RMB bn	Valuation basis	Valuation metrics	Multiple (x)			Seg as % of group valuation			Valuation (RMB bn)		
			Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
Earnings period: FY25E											
JD Retail	P/E	RMB40bn	6.0	8.0	10.0	82.8%	84.9%	88.9%	319	374	532

Listed holdings	Market cap	% Stake	Stake value	Listed holdings	Market cap	% Stake	Stake value
Consumer				Technology			
Yixin (2858 HK)	13	14.2%	1.9	CSG Smart Science (300222 CH)	8	4.5%	0.4
Vipshop (VIPS US)	55	4.3%	2.4	Kingdee (268 HK)	45	3.6%	1.6
ATRenew Inc (RERE US)	4	34.1%	1.4	Logistics			
Better Life (002251 CH)	15	3.1%	0.5	JD Logistics (2618 HK)	76	68.2%	52.1
Qianweiyangchu Food (001215 CH)	3	3.9%	0.1	ESR (1821 HK)	49	4.7%	2.3
Listed holdings, marked to market, subtotal							62.6
Unlisted holdings				Est. value	% Stake	Stake value	
Wanda CM				216	2.1%	4.4	
Foyo				7	4.0%	0.3	
Tiantian Guoyuan				3	14.2%	0.5	
Shadowfax				4	3.3%	0.1	
Unlisted holdings, subtotal at 30% discount							3.7

RMB bn	Bear	Base	Bull
Total valuation of investees (B)	66	66	66
Total valuation (A+B)	385	441	598
No. of ordinary share (mn)		1,488	
Value per share (RMB)	259	296	402
CNY/USD		7.13	
Value per share (USD)	36	42	56
Value per share (HKD)	142	163	221

Current traded Value multiple		Target value implied multiple	
FY25E P/E (x)	11.6	TP implied FY25E P/E (x)	14.6
FY26E P/E (x)	8.8	TP implied FY26E P/E (x)	11.0
FY25E estimated yield (cash dividend + repurchase @ USD2bn)	4.2%	FY25E estimated yield (cash dividend + repurchase @ USD2bn)	3.2%

资料来源: 公司, 招商证券(香港)预测

估值对比

公司名称	中文名称	股票代码	货币	招商证券评级	股价	招商证券目标价	上行空间 (%)	市值 (十亿美元)	EV/EBITDA (倍)		P/E (倍)		PEG*	P/S (倍)		P/OCF (倍)		ROE (%)			2025-2027 年复合增速		
									FY25E	FY26E	FY25E	FY26E		FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	收入	净利润	EBITDA	
Tencent	腾讯	700 HK	港元	增持	639.0	审视中	n.a.	751.9	13.7	11.6	20.4	18.1	1.4	7.2	6.6	19.6	23.7	22.4	9.8	13.0	15.6		
Alibaba	阿里巴巴	BABA US	美元	增持	166.8	204.0	22.3	397.7	17.0	14.8	18.1	26.0	n.a.	2.9	2.7	17.3	15.8	10.7	12.3	2.6	12.2		
Pinduoduo	拼多多	PDD US	美元	增持	127.6	147.0	15.2	181.1	15.3	9.4	12.5	10.1	0.4	3.0	2.7	13.1	28.8	27.4	14.4	25.3	52.4		
Netease	网易	NTES US	美元	增持	149.4	审视中	n.a.	94.6	16.5	15.3	16.5	14.9	1.8	6.0	5.6	15.7	26.2	24.2	6.7	8.5	8.6		
Meituan	美团	3690 HK	港元	增持	99.8	139.0	39.3	78.4	15.8	11.3	n.a.	n.a.	n.a.	1.5	1.4	n.a.	n.a.	3.6	12.1	n.a.	29.0		
JD.com	京东	JD US	美元	增持	33.3	42.0	26.3	48.3	12.5	7.5	12.0	9.1	0.2	0.3	0.2	8.1	20.3	12.1	7.1	38.5	52.6		
Tencent Music	腾讯音乐	TME US	美元	增持	23.2	29.2	25.9	35.9	19.3	17.9	27.3	24.1	1.8	8.0	7.3	22.1	14.8	11.8	10.0	13.0	11.1		
Kanzhun	看准科技	BZ US	美元	增持	22.8	26.0	14.0	10.9	14.3	16.9	22.4	19.2	1.2	9.5	8.5	17.8	22.1	22.6	11.3	15.6	8.0		
Bilibili	哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	27.2	30.0	10.1	11.5	20.9	15.3	35.0	24.8	0.7	2.7	2.5	25.6	6.7	11.8	9.0	34.7	30.1		
Vipshop	唯品会	VIPS US	美元	增持	19.1	审视中	n.a.	9.9	9.6	7.2	8.0	7.8	2.6	0.7	0.6	5.8	7.1	6.9	2.5	3.0	23.7		
Cloud Music	云音乐	9899 HK	港元	增持	248.0	330.0	33.1	6.9	22.4	18.8	16.7	20.5	n.a.	6.3	5.7	19.1	25.6	16.9	12.2	n.a.	19.9		
Newborn Town	赤子城	9911 HK	港元	增持	11.4	16.2	41.7	2.1	10.9	8.6	12.0	9.7	0.4	2.2	1.8	14.0	59.9	36.9	20.0	21.9	27.1		
Trip.com	携程	TCOM US	美元	未评级	70.8	n.a.	n.a.	46.2	15.5	13.5	17.9	15.9	1.1	6.2	4.7	9.8	14.1	11.3	13.5	14.7	15.9		
Kuaishou	快手	1024 HK	港元	未评级	80.5	n.a.	n.a.	44.8	10.1	8.6	15.8	13.4	0.8	2.5	2.0	12.2	24.7	23.5	9.1	17.5	16.4		
Baidu	百度	BIDU US	美元	未评级	125.7	n.a.	n.a.	44.1	6.4	5.7	16.9	15.8	1.2	2.4	2.3	10.9	7.1	6.1	5.9	13.5	13.8		
DIDI	滴滴	DIDIY US	美元	未评级	6.3	n.a.	n.a.	29.1	15.3	9.4	n.a.	19.5	n.a.	1.0	0.8	21.8	4.4	11.1	9.8	n.a.	52.4		
China Literature	阅文	772 HK	港元	未评级	37.4	n.a.	n.a.	4.9	20.8	20.0	26.0	23.2	1.9	4.3	4.3	17.4	6.9	6.7	7.4	12.4	8.6		
Meitu	美图	1357 HK	港元	未评级	9.0	n.a.	n.a.	5.3	37.4	27.1	40.6	30.4	1.0	n.a.	7.6	33.8	14.7	16.9	22.5	31.0	34.1		
中国公司均值									14.5	11.7	18.8	15.7	1.2	3.4	3.2	15.0	16.6	14.4	9.6	16.7	23.1		
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	增持	220.1	271.0	23.1	2,347.0	14.5	12.2	26.5	22.9	1.2	3.6	3.0	16.6	21.8	19.7	10.6	27.6	31.0		
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	增持	244.2	审视中	n.a.	2,955.6	17.1	14.8	23.4	21.9	1.7	8.4	7.8	20.2	31.2	28.4	12.4	19.2	15.5		
Meta	Meta	META US	美元	增持	715.7	964.0	34.7	1,797.9	17.5	14.6	22.1	19.9	1.7	n.a.	7.9	16.6	35.4	29.3	15.5	7.3	19.7		
Netflix	奈飞	NFLX US	美元	增持	1,219.0	1,423.0	16.7	518.0	37.0	30.7	44.6	38.9	2.0	n.a.	n.a.	55.4	42.3	44.8	12.1	25.7	23.1		
Uber	优步	UBER US	美元	增持	94.1	审视中	n.a.	196.2	23.0	18.3	25.1	23.2	1.7	4.4	3.3	21.0	28.0	27.4	14.7	n.a.	n.a.		
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	增持	692.0	审视中	n.a.	144.3	n.a.	38.3	n.a.	n.a.	0.8	8.4	6.3	47.8	18.9	28.4	14.4	48.0	48.7		
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	增持	20.0	审视中	n.a.	8.1	13.6	10.4	16.1	14.0	0.9	1.4	1.1	9.4	19.8	16.2	12.7	19.0	n.a.		
海外公司均值									20.4	19.9	26.3	23.5	1.4	5.3	4.9	26.7	28.2	27.7	13.2	24.5	27.6		

注：股价采用 2025 年 10 月 13 日收盘价；未评级公司的未来预测是基于彭博市场共识；资料来源：彭博、公司、招商证券（香港）预测

财务预测表

利润表

人民币十亿元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
总净收入	1,084.7	1,158.8	1,329.0	1,422.9	1,525.1
收入成本	-925.0	-975.0	-1,115.2	-1,191.2	-1,273.7
毛利	159.7	183.9	213.8	231.7	251.4
履约	-64.6	-70.4	-81.4	-83.8	-89.9
营销	-40.1	-48.0	-90.6	-86.9	-78.8
研发	-16.4	-17.0	-19.6	-19.7	-20.9
一般及行政费	-9.7	-8.9	-12.2	-13.7	-14.7
减值	-5.2	-2.4	0.0	0.0	0.0
总营业费用	-136.0	-146.7	-203.8	-204.2	-204.3
长期资产处置收益	2.3	1.5	0.2	0.0	0.0
营业利润/(亏损)	26.0	38.7	10.2	27.6	47.2
应占股权投资份额	1.0	2.3	4.1	0.8	0.8
净利息收入及其他收入	4.6	10.5	10.8	6.6	6.4
税前收入/(损失)	31.7	51.5	25.1	35.0	54.4
所得税支出	-8.4	-6.9	-2.8	-5.2	-8.2
非控制性权益	0.9	-3.3	-0.9	0.0	0.0
净利润	24.2	41.4	21.3	29.7	46.2
非 GAAP 净利润	35.2	47.8	28.9	38.4	55.4

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
直营销售	0.7%	6.5%	12.5%	4.7%	5.9%
服务和其它	17.8%	8.1%	23.5%	15.7%	11.3%
收入	3.7%	6.8%	14.7%	7.1%	7.2%
非 GAAP 净利润	24.7%	35.9%	-39.6%	33.0%	44.2%
获利能力					
非 GAAP 毛利率	14.8%	15.9%	16.1%	16.3%	16.5%
非 GAAP 净利润率	3.2%	4.1%	2.2%	2.7%	3.6%
非 GAAP ROE	15.8%	20.3%	12.1%	15.9%	21.8%
非 GAAP ROA	5.8%	7.2%	4.0%	5.1%	7.0%
营运能力					
存货周转天数	28.8	29.5	28.3	26.5	26.5
应收账款周转天数	6.9	7.2	7.2	7.1	7.1
应付账款周转天数	64.5	67.2	68.1	70.7	70.6
每股资料 (人民币)					
每股销售额	683.6	753.4	893.4	980.1	1071.7
每股销售额(美元)	96.3	106.1	125.8	138.0	150.9
每股销售额(港元)	373.1	411.2	487.6	534.9	584.9
非 GAAP 每股盈利	22.2	31.1	19.4	26.5	38.9
非 GAAP 每股盈利(美元)	3.1	4.4	2.7	3.7	5.5
非 GAAP 每股盈利(港元)	12.1	17.0	10.6	14.4	21.2

资产负债表

人民币十亿元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
现金及现金等价物	71.9	108.4	141.2	153.7	171.1
短期投资	118.3	125.6	113.1	90.5	72.4
应收账款	20.3	25.6	26.6	28.5	30.5
存货	68.1	89.3	83.6	89.3	95.5
物业、厂房及设备和其他长期资产	119.5	125.7	131.8	138.5	145.9
股权投资	56.7	56.9	60.0	63.1	66.3
其它	174.2	166.7	186.3	209.4	236.6
总资产	629.0	698.2	742.6	773.0	818.3
短期借款	5.0	7.6	5.0	5.0	5.0
长期借款	42.0	56.5	60.8	62.7	64.7
应付账款和费用	209.7	238.8	273.2	291.8	312.1
其它	75.9	82.0	90.4	94.1	98.2
总负债	332.6	384.9	429.4	453.7	480.0
股东权益总额	231.9	239.3	238.3	244.4	263.5
少数股东权益	63.9	73.5	74.4	74.4	74.4
总权益	295.8	312.8	312.7	318.8	337.8
可赎回非控股权益	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5

现金流量表

人民币十亿元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
经营活动现金流	59.5	58.1	67.1	40.2	55.0
净利润	23.3	44.7	22.3	29.7	46.2
折旧和摊销	8.3	8.9	9.6	10.0	10.4
股权激励	4.8	3.0	5.5	6.6	7.1
应占股权投资份额	-1.0	-2.3	-4.1	-0.8	-0.8
营运资金变动	15.6	-21.4	29.7	-6.2	-8.8
其它	8.5	25.3	4.1	0.8	0.8
投资活动现金流	-59.5	-0.9	-8.1	0.7	-5.3
购买物业、设备及软件	-4.0	-5.4	-7.3	-7.8	-8.4
短期投资增加净额	-51.3	18.1	12.6	22.6	18.1
其它	-4.2	-13.6	-13.3	-14.1	-15.0
筹资活动现金流	-5.8	-21.0	-26.2	-28.3	-32.3
借款增加净额	3.1	14.4	1.8	1.9	2.0
普通股所得资金	-9.2	-34.2	-27.9	-30.2	-34.3
其它	0.3	-1.2	0.0	0.0	0.0
现金流净额	-5.7	36.3	32.9	12.5	17.4

注：截至2025年10月13日的收盘价；
资料来源：彭博、公司、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/cms/hk/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