

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

比亚迪股份 (1211 HK)

三季度业绩不及预期，静待增长动力切换至海外市场

- 三季度业绩低于预期，价格战趋缓令单车利润回升，管理层增持显信心
- 推进高端化及技术升级，布局海外市场，切换增长动力至全球化发展
- 下调2025-27E盈利预测19%/16%/14%，下调目标价至130港元

三季度业绩低于预期，价格战趋缓，但利润释放空间仍受压

三季度净利润78.23亿元 (人民币，下同)，同比/环比 -32.6%/+23.1%，低于Visible Alpha一致预期的90.2亿约13.3%。**1) 收入：**三季度营收1,950亿元，同比/环比 -3.1%/-3.0%，低于VA一致预期的2,153亿约9.5%。公司三季度汽车总销量为111万辆，同比/环比 -1.8%/-2.7%，对应单车收入 (剔除比亚迪电子) 为13.7万元，同比/环比 -1.6%/-0.4%，环比基本持平，反映出价格战趋缓。**2) 毛利率反弹：**三季度毛利率为17.6%，同比/环比 +4.6ppt/+1.3ppt；单车毛利 (剔除比亚迪电子) 为2.8万元，同比/环比 +42.7%/+9.5%。**3) 费用率：**公司三季度销售/管理/研发/财务费用率为3.1%/2.5%/7.3%/0.2%，费用率合计13.0%，同比/环比+0.4ppt/+0.2ppt，环比下降体现反内卷后公司适度控制费用开支。**4) 利润率：**三季度归母净利率为4.0%，同比/环比 -1.8ppt/+0.8ppt。单车净利润 (剔除比亚迪电子) 为0.62万元，同比/环比 -33.7%/+26.0%，仍未回到高位区。

国内推进高端化及技术升级，海外市场蓄力第二增长曲线

反内卷后公司在国内市场的扩张能力受限制，增长放缓，增长空间从国内转移到海外。**1) 国内：技术升级，推进高端化。**第五代DM技术优化，油耗再降10%，百公里亏电油耗仅2.6L。产品结构持续上移，方程豹钛7、腾势N8L等新车型上市初步表现亮眼。前三季度高端车型占比达7.0%，较去年全年提升2.5ppts，支撑单车均价可以部分稀释反内卷的压力。**2) 海外：全球化布局提速。**三季度海外销量强劲增长达23万辆，同比大增156%；前三季度海外销量占比升至21.4%，较去年提升11.2ppts。海外本地化生产加速落地，巴西工厂三季度顺利投产，匈牙利工厂预计四季度投产，土耳其及印尼工厂明年投产在即。我们预计公司明年海外销售在25年90-100万辆基础上增长超过50%。**3) 管理层增持彰显信心：**三季度5位高管及32名核心员工合计增持48.8万股，体现对长期前景坚定信心。

下调盈利预测19%/16%/14%，下调目标价至130港元

25年是公司增长空间从国内转向海外的是调整期，国内市场的销量及盈利能力均受冲击，预计26年海外起量后才能重新恢复增长动能，因而下调2025-27E净利润预测19%/16%/14%，下调目标价至130港元 (前次145港元)，对应24x FY26 P/E或1.2x FY26-27 PE/G。估值高于理想/吉利/长城平均的 (11x)，但公司具有独特垂直一体化商业模式并且是电动车出海最有竞争力的公司，给予估值高于同业。股价自高位回撤35%，已较大程度反映负面因素，维持增持评级。**风险因素：**行业景气度低于预期。

财务数据

(人民币百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	602,315	777,102	886,006	1,009,216	1,143,850
同比增长	42.0%	29.0%	14.0%	13.9%	13.3%
净利润	30,041	40,254	35,269	45,382	54,442
同比增长	80.7%	34.0%	-12.4%	28.7%	20.0%
每股盈利 (人民币元)	3.44	4.61	3.87	4.98	5.97
每股股息 (人民币元)	1.03	1.32	1.16	1.49	1.79
市盈率 (倍)	27.7	20.7	24.6	19.2	16.0
市净率 (倍)	6.0	4.5	4.2	3.6	3.1
ROE	21.6%	21.7%	16.9%	18.7%	19.2%

资料来源：公司资料、招商证券 (香港) 预测；截至2025年10月30日收盘价

梁勇活

+86 755 8290 4571

liangy6@cmschina.com.cn

殷浩程

+86 755 8308 2282

yinhc@cmschina.com.cn

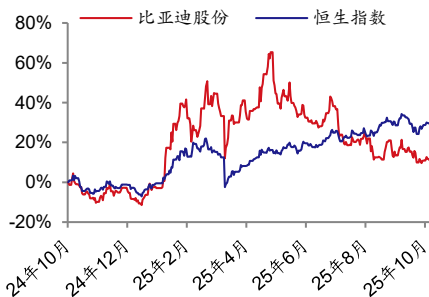
与市场的预期差

我们大幅下调公司盈利预测，认为市场低估了反内卷对公司销量、利润的潜在冲击，该因素可能在今年四季度及明年一季度将表现得更为充分。我们对中长期海外增长空间预期更乐观。

增持

前次评级	增持
股价	104.2港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	130港元 (+25%)
前次目标价	145港元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
1211 HK	(5.4)	(15.6)	11.1
恒生指数	(2.1)	18.8	29.4

行业：汽车汽配

恒生指数	26,283
国企指数	9,347

重要数据

52周股价区间 (港元)	81.8 - 159.3
港股市值 (百万港元)	966,879
日均成交量 (百万股)	21.53
每股净资产 (港元)	26.35

主要股东

王传福	16.90%
吕向阳	7.87%
总股数 (百万股)	9,117
自由流通量	75.23%

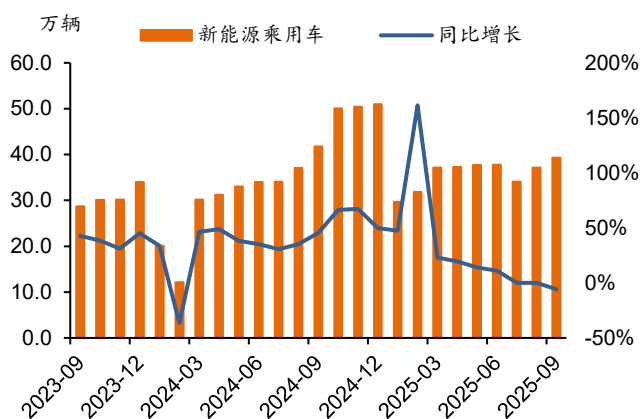
资料来源：彭博

相关报告

1. 比亚迪股份 (1211 HK) - 上半年业绩低于预期，海外及高端化接力成长 (增持) (2025/9/2)
2. 比亚迪股份 (1211 HK) - 股东会见闻：从中国比亚迪到全球比亚迪 (增持) (2025/6/10)

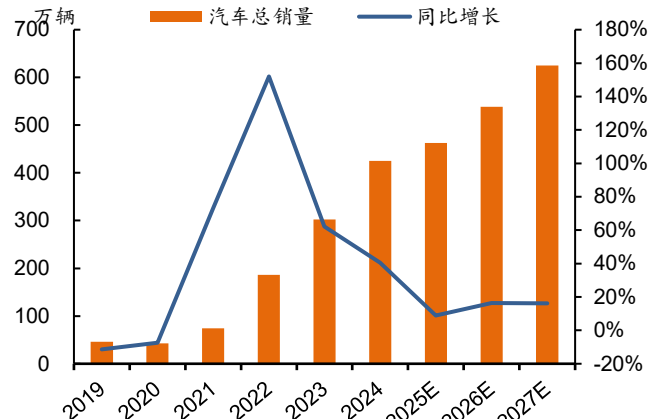
重点图表

图1：新能源乘用车销量短期承压



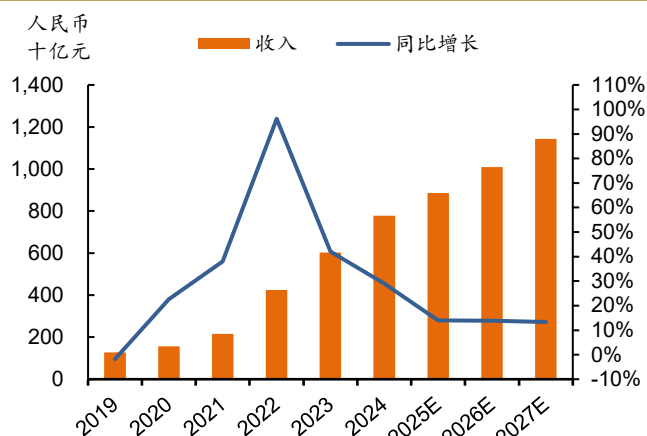
资料来源：公司资料、招商证券（香港）

图2：汽车年度销量持续增长（乘用+商用）



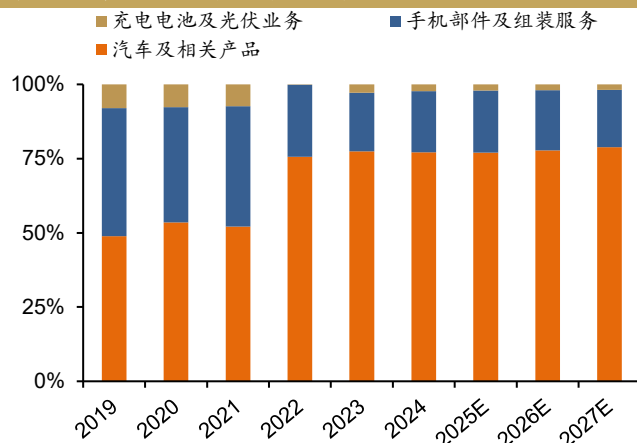
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图3：公司收入未来三年持续增长



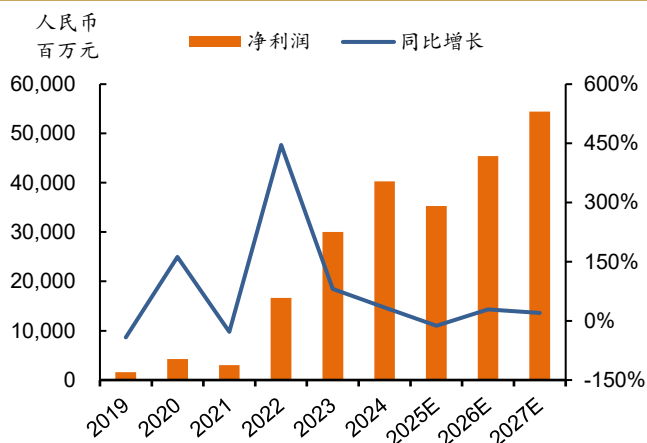
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图4：汽车仍是公司主要收入来源



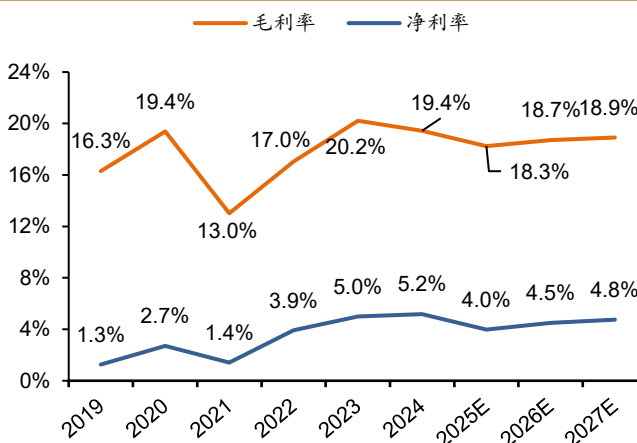
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图5：公司净利润26、27年维持增长



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稳中有升



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)	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	同比	环比
营业总收入	201,125	274,851	170,360	200,921	194,985	-3.1%	-3.0%
销售成本	-175,036	-228,093	-136,175	-168,240	-160,639	-8.2%	-4.5%
毛利润	26,089	46,758	34,185	32,681	34,346	31.6%	5.1%
营业税金及附加	-4,105	-5,354	-3,273	-2,723	-2,919	-28.9%	7.2%
销售费用	-13,321	-165	-6,181	-6,230	-6,097	0.9%	-2.1%
管理费用	-4,715	-6,235	-4,906	-5,480	-4,882	3.5%	-10.9%
研发费用	-13,698	-19,876	-14,223	-15,373	-14,152	3.3%	-7.9%
财务费用	-958	-189	1,908	1,339	-311	-67.5%	-123.2%
营业利润	14,423	18,739	11,021	7,699	10,186	-29.4%	32.3%
营业外收入净额	-332	-378	170	20	-436	31.4%	-2252.2%
税前利润	14,091	18,361	11,191	7,719	9,750	-30.8%	26.3%
所得税费用	-1,957	-3,021	-1,748	-1,123	-1,557	-20.4%	38.6%
本年利润	12,134	15,340	9,443	6,596	8,193	-32.5%	24.2%
归母净利润	11,607	15,016	9,155	6,356	7,823	-32.6%	23.1%
毛利率	13.0%	17.0%	20.1%	16.3%	17.6%	4.6ppt	1.3ppt
经营利润率	7.2%	6.8%	6.5%	3.8%	5.2%	-1.9ppt	1.4ppt
归母净利润率	5.8%	5.5%	5.4%	3.2%	4.0%	-1.8ppt	0.8ppt
销售费用率	6.6%	0.1%	3.6%	3.1%	3.1%	0.1ppt	0.0ppt
管理费用率	2.3%	2.3%	2.9%	2.7%	2.5%	0.2ppt	-0.2ppt
研发费用率	6.8%	7.2%	8.3%	7.7%	7.3%	0.4ppt	-0.4ppt
财务费用率	0.5%	0.1%	-1.1%	-0.7%	0.2%	-0.3ppt	0.8ppt
合计费用率	16.3%	9.6%	13.7%	12.8%	13.0%	0.4ppt	0.2ppt

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	682,635	785,353	901,959	782,046	881,489	973,937	-12.7%	-10.9%	-7.4%
手机部件及组装服务	184,649	204,206	221,250	195,308	216,084	237,528	-5.5%	-5.5%	-6.9%
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	886,006	1,009,216	1,143,850	996,075	1,117,231	1,232,105	-11.1%	-9.7%	-7.2%
毛利率	18.3%	18.7%	18.9%	18.3%	18.7%	18.8%	-0.1ppt	0.0ppt	0.1ppt

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

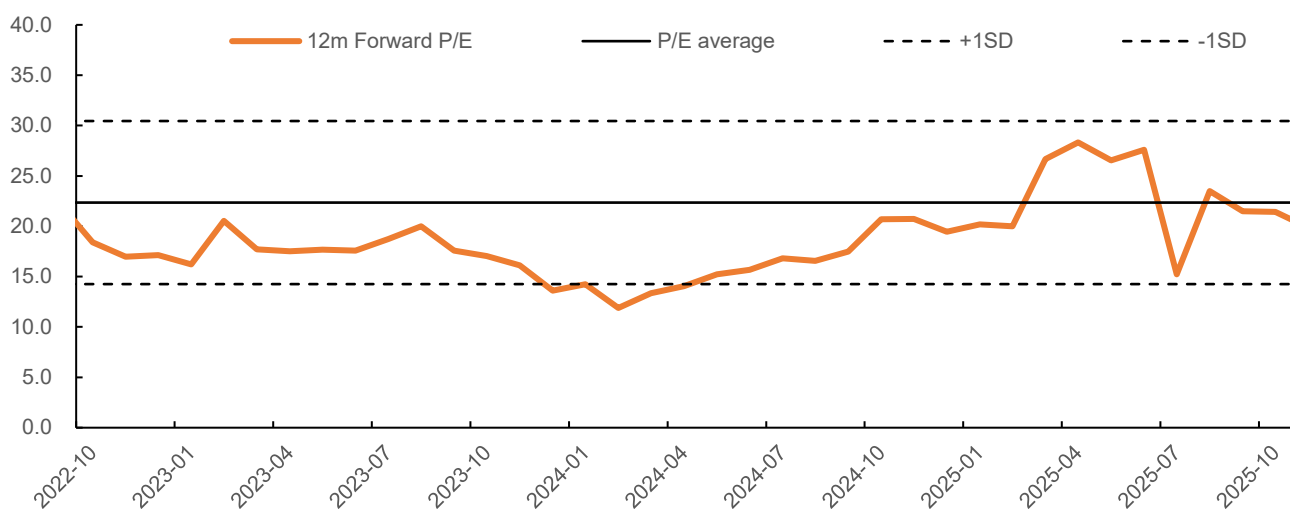
图9：公司财务预测调整

(人民币百万元)	新预测			原预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E E	2026E	2027E	
营业收入	886,006	1,009,216	1,143,850	996,075	1,117,231	1,232,105	-11.1%	-9.7%	-7.2%
营业成本	-724,303	-820,452	-927,493	-813,467	-908,342	-1,000,054	-11.0%	-9.7%	-7.3%
毛利	161,702	188,765	216,357	182,608	208,889	232,051	-11.4%	-9.6%	-6.8%
销售费用	-28,352	-31,286	-34,315	-30,878	-33,517	-36,963	-8.2%	-6.7%	-7.2%
管理费用	-23,036	-25,230	-28,596	-23,906	-26,814	-29,571	-3.6%	-5.9%	-3.3%
研发费用	-69,108	-76,700	-84,645	-74,706	-80,441	-85,015	-7.5%	-4.6%	-0.4%
营业利润	43,526	56,144	67,511	53,898	67,202	77,978	-19.2%	-16.5%	-13.4%
财务费用	886	1,009	1,144	996	1,117	1,232	-11.1%	-9.7%	-7.2%
税前利润	43,926	56,544	67,911	54,298	67,602	78,378	-19.1%	-16.4%	-13.4%
应交所得税	-7,028	-9,047	-10,866	-8,688	-10,816	-12,540	-19.1%	-16.4%	-13.4%
本年利润	36,898	47,497	57,045	45,611	56,785	65,837	-19.1%	-16.4%	-13.4%
少数股东损益	1,630	2,115	2,603	2,172	2,693	2,780	-25.0%	-21.5%	-6.4%
股东应占利润	35,269	45,382	54,442	43,439	54,092	63,057	-18.8%	-16.1%	-13.7%

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

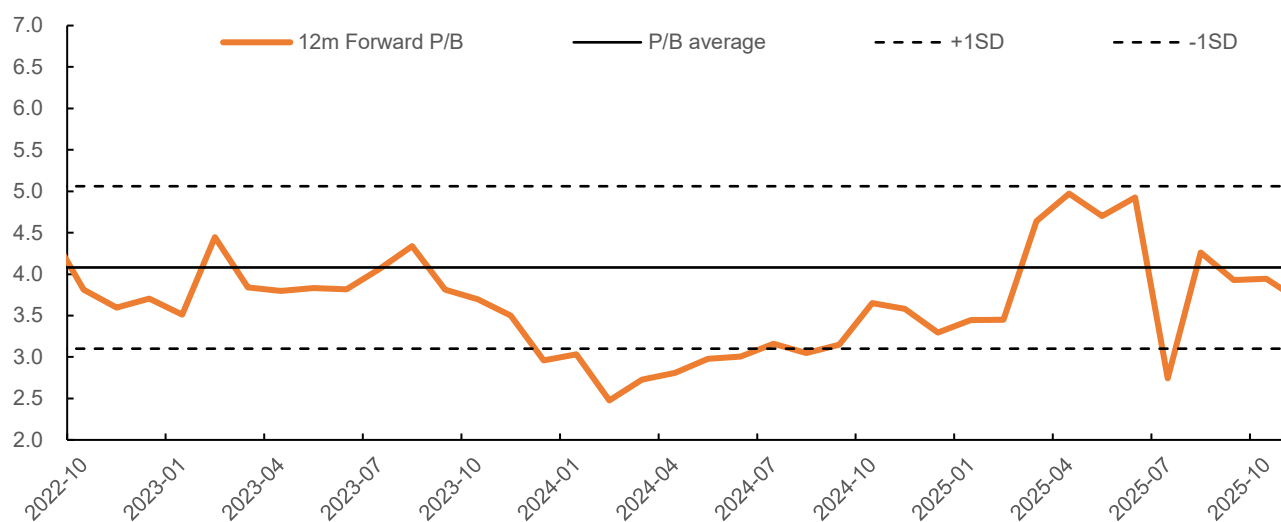
2025 年 10 月 31 日 (星期五)

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

2025 年 10 月 31 日 (星期五)

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	104.2	130.0	25%	128,573	24.6	19.2	4.2	3.6	1.0	0.9	16.9	18.7	1.2	1.6	-50.6
理想汽车	2015 HK	增持	80.6	115.0	43%	22,193	32.1	15.3	2.1	1.8	1.2	0.9	6.4	11.9	0.0	0.0	-135.3
小鹏汽车	9868 HK	增持	88.4	115.0	30%	21,727	n.a	n.a	5.4	5.0	1.9	1.4	-4.2	6.9	0.0	0.0	-56.4
蔚来汽车	9866 HK	未评级	55.2	n.a	n.a	17,555	n.a	n.a	69.5	-47.6	1.4	1.0	-195.0	26.3	0.0	0.0	2.3
零跑汽车	9863 HK	未评级	59.0	n.a	n.a	79,677	n.a	n.a	6.3	4.6	1.1	0.7	7.4	26.9	0.0	0.0	-165.8
特斯拉	TSLA US	中性	440.1	473.0	7%	1,463,693	242.0	179.1	19.5	17.6	15.1	12.7	5.8	7.7	0.0	0.0	-31.1
平均							99.6	71.2	17.8	-2.5	3.6	2.9	-27.1	16.4	0.2	0.3	-72.8
传统汽车制造商																	
长城汽车	2333 HK	增持	15.6	24.0	54%	24,588	9.1	7.4	1.3	1.2	0.7	0.6	14.8	16.0	3.3	4.1	16.5
吉利汽车	175 HK	增持	18.8	32.0	70%	24,443	11.4	9.6	1.7	1.5	0.5	0.4	17.2	17.4	3.4	3.6	-37.2
广汽集团	2238 HK	未评级	3.3	n.a	n.a	9,260	-10.7	114.5	0.3	0.3	0.7	0.6	-0.2	0.4	1.9	1.2	-21.1
东风集团	489 HK	未评级	9.6	n.a	n.a	10,143	955.0	134.5	0.5	0.5	0.6	0.5	0.3	0.0	0.3	0.8	-6.2
中国重汽	3808 HK	未评级	26.3	n.a	n.a	9,345	9.8	8.6	1.4	1.3	0.6	0.6	15.9	4.7	5.7	6.5	-7.6
平均							194.9	54.9	1.1	1.0	0.6	0.5	9.6	7.7	2.9	3.2	-11.1
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	增持	12.5	22.3	79%	3,802	7.2	5.5	0.6	0.5	0.2	0.2	7.9	9.6	6.4	8.2	39.6
美东汽车	1268 HK	未评级	1.8	n.a	n.a	310	-2.6	11.1	1.2	1.1	0.1	0.1	10.1	-17.6	1.7	4.1	-10.9
永达汽车	3669 HK	未评级	1.7	n.a	n.a	411	9.5	0.7	0.3	0.3	0.1	0.0	-11.1	2.9	6.6	4.8	23.1
平均							4.7	5.8	0.7	0.6	0.1	0.1	2.3	-1.7	4.9	5.7	17.3
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	增持	15.4	19.1	24%	17,591	10.3	9.1	1.3	1.2	0.6	0.5	12.5	12.8	2.6	2.9	-4.5
福耀玻璃	3606 HK	增持	69.7	86.0	23%	24,439	18.9	16.2	4.2	3.7	3.7	3.1	22.1	23.0	3.1	3.7	-10.0
敏实集团	425 HK	增持	35.1	42.0	20%	5,261	13.5	11.6	1.7	1.5	1.4	1.2	12.5	13.0	1.5	2.6	27.0
京东方精电	710 HK	中性	5.1	6.8	32%	524	10.2	8.8	0.9	0.9	0.3	0.2	10.2	10.8	3.3	3.2	-68.1
耐世特	1316 HK	未评级	6.9	n.a	n.a	2,242	16.6	13.2	1.1	1.0	0.5	0.5	7.8	1.8	1.9	2.3	-13.0
平均							13.9	11.8	1.8	1.7	1.3	1.1	13.0	12.3	2.5	2.9	-13.7
机器人产业链																	
地平线机器人	9660 HK	增持	9.0	13.8	53%	17,046	n.a	n.a	19.6	46.6	34.7	21.4	n.a	n.a	0.0	0.0	n.a
禾赛科技	HSAI US	增持	23.2	32.0	38%	3,621	61.3	27.4	0.6	0.6	7.8	5.4	7.5	14.3	0.0	0.0	-62.6
优必选	9880 HK	增持	142.1	172.0	21%	8,631	n.a	n.a	34.3	32.4	33.0	22.0	-47.6	-38.4	0.0	0.0	16.5
越疆	2432 HK	增持	51.6	76.0	47%	2,502	n.a	n.a	20.0	18.6	35.0	26.2	-1.0	5.1	0.0	0.0	n.a
平均							61.3	27.4	18.6	24.6	27.7	18.8	-13.7	-6.3	0.0	0.0	-23.1
整体平均							83.4	34.8	8.6	4.3	6.2	4.4	-3.8	7.9	1.9	2.2	-26.4

收盘价截至2025年10月30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

2025 年 10 月 31 日 (星期五)

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	446,369	530,370	627,189
货币资金	109,094	102,739	161,431	218,061	284,597
存货	87,677	116,036	130,375	147,681	166,949
应收账款及应收票据	61,866	62,299	66,450	75,691	85,789
预付款项及其它应收款项	4,973	7,590	6,205	7,028	7,945
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	855,802	936,692	1,030,668
流动负债	453,667	495,985	541,959	583,951	632,120
应付账款及应付票据	198,483	241,643	283,986	321,258	363,290
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	632,293	676,267	726,814
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	121,839	156,640	197,466
其他	-641	15,641	15,641	15,641	15,641
股东应占权益	138,810	185,251	208,442	243,243	284,069
少数股东权益	11,652	13,437	15,067	17,182	19,785
总权益	150,462	198,688	223,509	260,425	303,855
负债及权益合计	679,548	783,356	855,802	936,692	1,030,668

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	136,894	132,282	143,872
净利润	31,344	41,588	36,898	47,497	57,045
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	25,238	9,901	11,750
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	-5,651	-7,336
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	-12,353	-15,851
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	58,692	56,630	66,536
汇兑损益	451	-359	0	0	0
期末现金不含受限现金	108,512	102,616	161,308	217,938	284,474
受限资金	583	123	123	123	123
期末现金及现金等价物	108,512	102,616	161,431	218,061	284,597

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	602,315	777,102	886,006	1,009,216	1,143,850
营业成本	-480,558	-626,047	-724,303	-820,452	-927,493
毛利	121,757	151,056	161,702	188,765	216,357
营业税金及附加	-10,350	-14,752	-13,290	-15,138	-17,158
销售费用	-25,211	-24,085	-28,352	-31,286	-34,315
管理费用	-13,462	-18,645			-28,596
研发费用	-39,575	-53,195	-69,108	-76,700	-84,645
财务费用净额	1,475	-1,216	886	1,009	1,144
其他收入	3,469	11,324	14,725	14,725	14,725
营业利润	38,103	50,486	43,526	56,144	67,511
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	43,926	56,544	67,911
应交所得税	-5,925	-8,093	-7,028	-9,047	-10,866
本年利润	31,344	41,588	36,898	47,497	57,045
少数股东损益	1,303	1,334	1,630	2,115	2,603
股东应占利润	30,041	40,254	35,269	45,382	54,442
每股盈利 (人民币元)	3.44	4.61	3.87	4.98	5.97

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	42.0%	29.0%	14.0%	13.9%	13.3%
营业利润	76.9%	32.5%	-13.8%	29.0%	20.2%
净利润	80.7%	34.0%	-12.4%	28.7%	20.0%
获利能力					
毛利率	20.2%	19.4%	18.3%	18.7%	18.9%
营业利润率	6.3%	6.5%	4.9%	5.6%	5.9%
净利率	5.0%	5.2%	4.0%	4.5%	4.8%
ROE	21.6%	21.7%	16.9%	18.7%	19.2%
ROA	4.4%	5.1%	4.1%	4.8%	5.3%
偿债能力					
资产负债率	77.9%	74.6%	73.9%	72.2%	70.5%
净负债比例	-56.3%	-44.4%	-65.1%	-76.3%	-85.8%
流动比率	0.67	0.75	0.82	0.91	0.99
速动比率	0.47	0.51	0.58	0.66	0.73
营运能力					
资产周转天数	356	344	338	324	314
存货周转天数	63	59	62	62	62
应收账款周转天数	31	29	27	26	26
应付账款周转天数	9	9	7	8	9
每股资料 (人民币元)					
每股盈利	3.44	4.61	3.87	4.98	5.97
每股现金流	19.45	15.29	15.01	14.51	15.78
每股净资产	15.91	21.23	22.86	26.68	31.16
每股派息	1.03	1.32	1.16	1.49	1.79
估值比率 (倍)					
市盈率	27.7	20.7	24.6	19.2	16.0
市净率	6.0	4.5	4.2	3.6	3.1

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