

公司报告

禾赛科技 (HSAI US)

三季度业绩基本符合预期，中长线拓展空间巨大

- 三季度收入毛利率基本符合预期，公司上调全年利润指引
- 明年出货量指引强劲，市场短期过度担忧竞争，但中长线空间仍大
- 上调25财年盈利预测，下调目标价至28美元/218.1港元反映股本扩大

三季度收入毛利率基本符合预期，上调全年利润指引

三季度归母净利润2.56亿元（人民币，下同），同比扭亏为盈/环比增长481%，剔除1.73亿一次性投资收益后，核心利润为8331万，高于VA一致预期约32%。1) 收入：三季度总收入7.95亿元，同比/环比+47.5%/+12.6%。总出货量达44.1万台，同比/环比+229%/+25.4%。三季度ASP达1.8千元，同比/环比-55.2%/-10.2%，主要受ADAS低价产品上量所致。2) 毛利率：三季度毛利率为42.1%，同比/环比-5.6ppts/-0.4ppts，下降受产品销售结构变化影响。3) 费用率：三季度研发/销售/管理费用率为25%/5.5%/9.2%，综合费用率为39.7%，同比/环比-23.9ppts/-3.5ppts，费用额基本保持稳定。4) 净利率：剔除一次性收入后，三季度核心利润率改善至10.5%，同比/环比+23.2ppts/+4.2ppts。5) 指引：全年净利润指引上调至3.5至4.5亿元（前为2-3.5亿元）。

出货量及毛利率指引积极，L3与海外成为新增长点

1) 指引乐观：a) 指引4Q出货约60万台，收入10-12亿元，ATX占比约80%，毛利率维持40%左右，全年收入30-32亿元。ATX加速替代AT128，产品结构趋向量增价降，但成本优化与AI驱动的管理效率令毛利率有支撑。b) 2026年ADAS出货预计达200-300万台，机器人雷达出货量翻倍，ASP受产品结构影响或小幅下滑，但L3自驾渗透、单车激光雷达配置提升（3-6颗）推升未来单车价值提升至500-1,000美元，我们预计26年毛利率同比持平或窄幅波动。2) 客户覆盖全：已覆盖核心客户小米/比亚迪/零跑/极氪/长城，广汽与奇瑞将于2026年启动SOP，L3车型有望将激光雷达列为标配。3) 海外潜力大：北美及亚洲Robotaxi客户追加数千万美元订单，海外量产26-27年开始放量，海外收入占比提升可改善盈利性。4) 前瞻布局：聚焦四大方向—感知性能升级、感知+AI融合、空间感知延展及物理AI基础设施建设，加深自动驾驶与机器人技术护城河。

市场过度担忧竞争但市场空间大，下调目标价反映股本扩大

业绩后公司股价波动受毛利率环比下降担忧影响，我们认为行业渗透率仍低，汽车/泛机器人领域拓展空间巨大，在快速提升渗透率阶段利润率窄幅波动是合理。上调25财年净利润预测26%反映一次性受益影响，维持26-27财年基本不变（图8）。考虑港股上市令股本扩张，下调目标价至28美元 / 218.1 港元，估值参考：1) 给予FY26 43.3x PE 或 0.7x PEG；2) 公司将进入连续盈利周期，未来现金流可见度显著增强，DCF（图9）反映公司的长期价值。风险因素：行业景气度下降。

财务数据

(人民币百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业额	1,877	2,077	3,207	4,666	6,804
同比增长 (%)	56.1%	10.7%	54.4%	45.5%	45.8%
净利润	-476	-102	402	721	1,167
同比增长 (%)	58.3%	-78.5%	-493.1%	79.2%	61.9%
每股盈利	-3.8	-0.8	3.0	4.6	7.5
市盈率 (X)	n.a.	n.a.	57.6	32.1	19.9
市销率 (X)	12.3	11.2	7.2	5.0	3.4
ROE (%)	-12.3%	-2.6%	4.6%	7.7%	11.0%

资料来源：公司资料，招商證券 (香港) 预测；截至2025年11月11日收盘价

梁勇活

+86 755 8290 4571

liangy6@cmschina.com.cn

殷浩程

+86 755 8308 2215

yinhc@cmschina.com.cn

与市场的预期差

市场过度担忧公司短期价格竞争，但我们认为在渗透率快速提升周期，龙头公司适度降低毛利率来换取更大的市占率提升，是合理的商业策略。

增持

前次评级	增持
股价	20.8美元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	28美元(+35%)
前次目标价	32美元

股价表现



%	1m	6m	12m
HSAI US	(5.8)	13.3	393.6
SPX	4.5	16.3	14.4

行业：汽车汽配

标普500指数	6,847
纳斯达克指数	23,468

重要数据

52周股价区间 (美元)	4.02 - 30.85
市值 (百万美元)	3,245
日均成交量 (百万股)	2.08
每股净资产 (美元)	9.61

主要股东

孙恺	8.05%
李一帆	7.77%
向少卿	7.77%
Lightspeed China Partners	6.63%

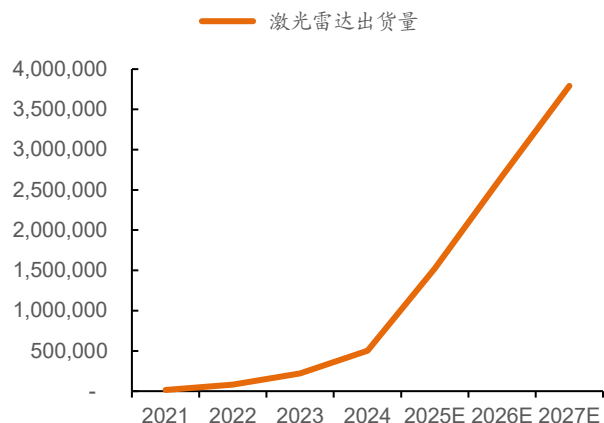
资料来源：彭博

相关报告

- 禾赛 (HSAI US) - 二季度毛利率超预期，多赛道开花，长线增长动力足 (增持) (2025/8/19)
- 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)

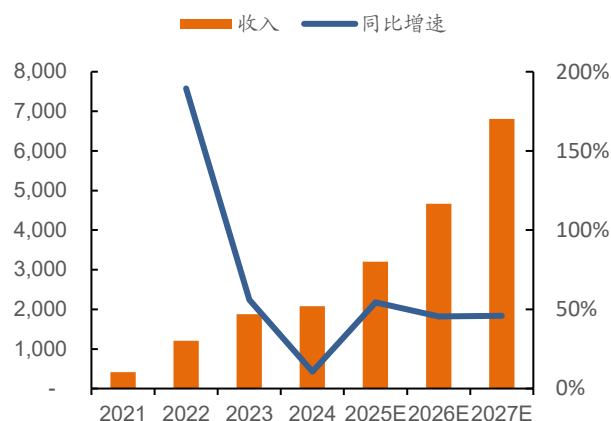
重点图表

图1: 激光雷达销量飙升 (颗)



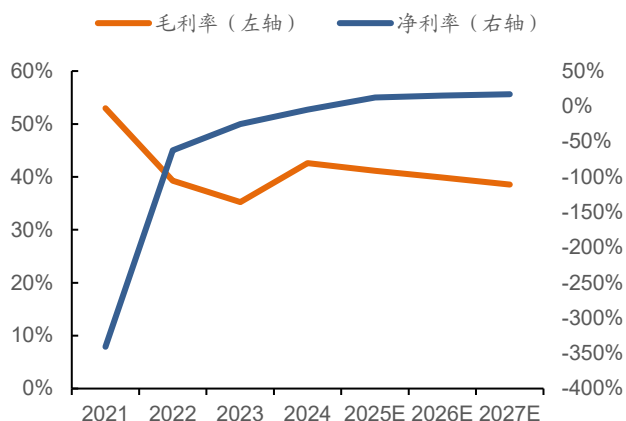
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图2: 公司收入保持高增 (百万元人民币)



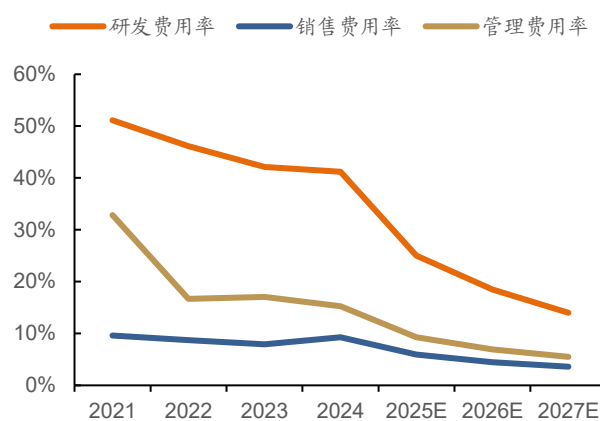
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图3: 毛、净利率趋于稳定



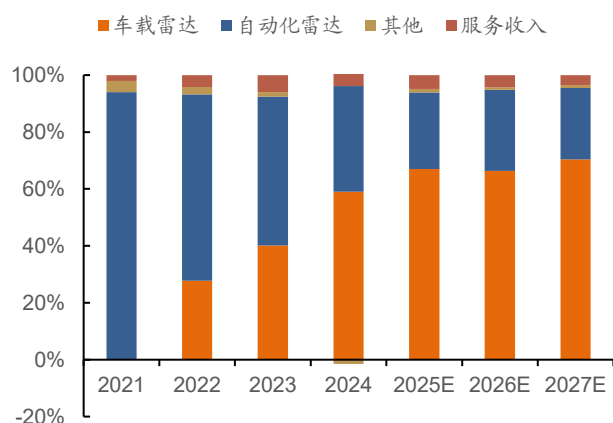
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图4: 费用率下降明显



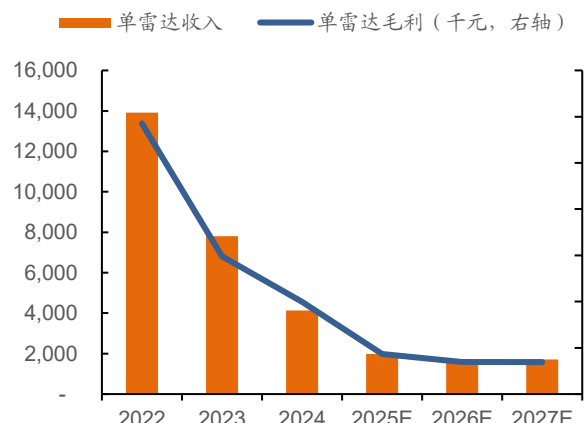
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图5: 自动化与车载同时发力



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图6: 单雷达毛利趋于稳定



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	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	同比	环比
营业收入	539	720	525	706	795	47.5%	12.6%
营业成本	-282	-439	-306	-406	-460	63.3%	13.4%
毛利	258	281	219	300	335	30.1%	11.5%
销售费用	-46	-49	-51	-42	-44	-5.6%	3.2%
管理费用	-77	-105	-54	-64	-73	-4.1%	15.1%
研发费用	-220	-242	-183	-199	-199	-9.7%	-0.2%
其他收益	8	222	35	28	58	606.5%	111.2%
营业利润	-335	-174	-253	-278	-258	-23.1%	-7.2%
其他收益净额	7	41	16	21	206	2941.4%	867.1%
除税前溢利	-70	148	-18	44	284	-502.8%	542.0%
所得税	0	-1	0	-0	-28	-40541.2%	29155.3%
权益法投资损失	0	-0	-0	-0	-0	-383.3%	363.6%
年内溢利	(70.4)	147.0	(17.5)	44.1	256.2	-464.1%	481.1%
净利润	(70.4)	147.0	(17.5)	44.1	256.2	-464.1%	481.1%
毛利率	47.7%	39.0%	41.7%	42.5%	42.1%	-5.6ppt	-0.4ppt
经营利润率	-14.3%	14.8%	-6.4%	3.2%	9.7%	24.0ppt	6.5ppt
净利率	-13.0%	20.4%	-3.3%	6.2%	32.2%	45.2ppt	26.0ppt
销售费用率	8.6%	6.8%	9.6%	6.0%	5.5%	-3.1ppt	-0.5ppt
管理费用率	14.2%	14.7%	10.3%	9.0%	9.2%	-5.0ppt	0.2ppt
研发费用率	40.8%	33.7%	34.9%	28.2%	25.0%	-15.8ppt	-3.2ppt
合计费用率	63.6%	55.2%	54.8%	43.2%	39.7%	-23.9ppt	-3.5ppt
总出货量	134,208	222,054	195,818	352,095	441,398	228.9%	25.4%
车载雷达出货量	129,913	193,238	146,087	303,564	380,759	193.1%	25.4%
机器人雷达出货量	4,295	28,816	49,731	48,531	60,639	1311.9%	24.9%
平均售价 (千元)	4.0	3.2	2.7	2.0	1.8	-55.2%	-10.2%

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图8: 公司盈利预测调整

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	3,207	4,666	6,804	3,281	4,767	6,666	-2.3%	-2.1%	2.1%
营业成本	-1,888	-2,805	-4,181	(1,685)	(2,556)	(3,769)	12.0%	9.7%	10.9%
毛利	1,319	1,861	2,623	1,342	1,887	2,490	-1.7%	-1.4%	5.3%
销售费用	-191	-208	-245	-166	-179	-193	14.9%		27.0%
管理费用	-298	-324	-374	-254	-261	-276	17.6%	24.2%	35.7%
研发费用	-802	-863	-953	-804	-845	-905	-0.3%	2.2%	5.2%
其他运营收入	145	100	20	141	148	155	2.8%	-32.5%	-87.1%
营业利润	174	566	1,071	259	750	1,272	-33.1%	-24.5%	-15.8%
财务费用净额	85	156	157	96	101	106	-11.2%	54.7%	49.0%
税前利润	430	722	1,229	355	850	1,377	21.1%	-15.1%	-10.8%
应交所得税	-28	-1	-61	-36	-136	-220	-21.3%	-99.5%	-72.1%
股东应占利润	402	721	1,167	320	714	1,157	25.9%	0.9%	0.9%

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

盈利预测调整:

- 1) 收入预测下调: 公司低价产品 ATX 替代 AT128 的速度快于预期, 产品结构变化导致 ASP 降幅超出此前假设, 带动整体收入预测下调。
- 2) 费用略高于预期: 年初公司费用指引约为 12 亿元, 我们现预计约 13 亿元, 主要因销售和管理费用维持高位。
- 3) 利润下调幅度有限: 虽然营业利润同比降幅约 33%, 但绝对额仅减少约 8,500 万元, 主要系公司刚进入持续盈利阶段, 利润基数较低。

估值说明:

由于公司未来现金流可见性较高, 我们转为使用 DCF 估值, 假设无风险利率为 3.5, beta 为 1.3, 股权风险溢价为 7.0%, 公司 WACC 为 10.6%。以永续 3% 增长假设, 公司目前现金流对应目标价为 28.0 美元或 218.1 港元。

图9: DCF估值

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
收入	3,207	4,666	6,804	8,447	10,219	11,928	13,473	14,940	16,386
EBIT	430	722	1,229	1,636	2,034	2,358	2,637	2,970	3,220
所得税	(28)	(1)	(61)	(82)	(203)	(259)	(316)	(356)	(386)
NOPAT	402	721	1,167	1,555	1,831	2,099	2,321		2,833
加: 折旧与摊销	132	166	193	178	179	188	198	207	216
减: 经营资金变	(271)	(286)	(239)	(204)	(260)	(274)	(289)	(305)	(321)
减: 资本支出	(188)	(427)	(595)	(465)	(486)	(452)	(389)	(351)	(328)
FCF	451	1,029	1,717	1,993	2,236	2,465	2,619	2,866	3,056
WACC	每股权益价值								
无风险利率	3.5%	永续增长率			3%				
BETA	1.3	自由现金流现值			10,352				
股权风险溢价	7.0%	终值现值			18,477				
权益成本	12.6%	企业价值			28,829				
债务成本	7%	2025 年净负债			(2,393)				
债务占比	30%	权益价值			31,222				
有效税率	15%	流通股数 (百万)			156				
WACC	10.6%	每股价值			28.0				

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

自动驾驶产业链标的估值表

公司	彭博	国家	招商证券	股价	招商证券	上涨	市值	EPS(本币)		市盈率(x)		市净率(x)		市销率(x)		ROE(%)	
	代码	地区	评级	(本币)	目标价 (本币)	空间	(百万美 元)	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Robotaxi 主机厂																	
特斯拉	TSLA US	美国	中性	439.6	473.0	8%	1,462,097	1.8	2.5	241.7	178.9	19.5	17.6	15.1	12.7	5.8	7.7
理想汽车	2015 HK	中国	增持	79.7	115.0	44%	21,941	2.3	4.8	31.7	15.1	2.0	1.8	1.2	0.9	6.4	11.9
小鹏汽车	9868 HK	中国	增持	108.5	115.0	6%	26,662	-0.7	1.1	n.a	91.8	6.6	6.2	2.3	1.7	-4.2	6.9
吉利汽车	175 HK	中国	增持	18.1	32.0	77%	23,592	1.5	1.8	11.0	9.3	1.7	1.5	0.5	0.4	17.2	17.4
比亚迪	1211 HK	中国	增持	101.3	130.0	28%	123,373	3.9	5.0	24.0	18.6	4.1	3.5	1.0	0.9	16.9	18.7
蔚来汽车	9866 HK	中国	未评级	54.9	n.a	n.a	17,473	-6.9	-2.6	n.a	n.a	69.9	-47.9	1.3	0.9	-191.9	22.4
平均										77.1	62.7	17.3	-2.9	3.6	2.9	-25.0	14.2
打车平台																	
优步	UBER US*	美国	增持	93.6	n.a	n.a	194,485	42.0	29.3	15.9	22.7	6.7	5.5	3.4	2.9	69.2	43.4
Lvft	LYFT US*	美国	增持	24.2	n.a	n.a	9,863	7.8	9.6	22.1	17.9	13.0	11.2	1.4	1.2	69.2	37.7
平均										19.0	20.3	9.9	8.3	2.4	2.1	69.2	40.5
自驾 SoC																	
英伟达	NVDA US	美国	未评级	193.2	n.a	n.a	4,693,788	32.3	47.6	42.6	28.9	32.0	18.1	20.7	14.9	69.2	90.2
Mobileye	MBLY US	美国	未评级	12.7	n.a	n.a	10,414	2.3	2.5	39.5	36.1	0.9	0.9	5.1	4.7	2.4	2.8
地平线	9660 HK	中国	增持	8.3	13.8	66%	15,648	-0.1	-0.1	n.a	n.a	18.0	42.9	31.9	19.7	n.a	n.a
黑芝麻智能	2533 HK	中国	增持	22.1	26.5	20%	1,823	-2.5	-2.3	n.a	n.a	-322.4	-8.6	15.6	9.5	n.a	n.a
平均										41.0	32.5	-67.9	13.3	18.3	12.2	35.8	46.5
座舱 SoC																	
高通	QCOM US	美国	未评级	174.0	n.a	n.a	186,333	86.3	89.5	14.3	13.8	6.1	7.5	3.7	3.7	47.1	47.0
AMD	AMD US	美国	未评级	237.5	n.a	n.a	386,692	28.4	46.4	59.6	36.4	6.3	5.7	10.4	7.9	8.9	13.3
英特尔	INTC US	美国	未评级	37.9	n.a	n.a	180,688	2.4	4.5	110.8	60.2	1.6	1.6	3.1	3.1	0.7	1.8
平均										61.6	36.8	4.6	4.9	5.8	4.9	18.9	20.7
激光雷达																	
禾赛科技	HSAI US	美国	增持	20.8	28.0	35%	3,245	3.0	4.6	45.9	29.3	0.3	0.3	7.2	4.9	4.6	7.7
速腾聚创	2498 HK	中国	增持	34.0	50.0	47%	2,067	-0.3	0.1	n.a	1490.0	4.3	4.7	6.5	4.4	-4.6	2.3
Luminar	LAZR US	美国	未评级	1.2	n.a	n.a	82	-31.9	-15.0	n.a	n.a	-0.2	-1.0	1.1	1.4	94.5	57.9
平均										n.a	759.7	1.5	1.3	5.0	3.6	31.5	22.6
线控制动																	
耐世特	1316 HK	中国	未评级	6.7	n.a	n.a	2,177	0.4	0.5	16.1	12.7	1.0	1.0	0.4	0.4	6.4	7.8
伯特利	603596 SH	中国	未评级	47.2	n.a	n.a	4,026	2.4	3.0	19.9	15.7	3.7	3.0	2.1	1.7	19.0	19.8
平均										16.1	12.7	1.0	1.0	0.4	0.4	6.4	7.8
整体平均										57.9	155.5	-8.7	3.3	7.5	5.4	5.3	21.0

收盘价截至 2025 年 11 月 11 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；*由招商证券（香港）研究部互联网组覆盖

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	4,398	4,683	9,793	10,819	12,425
货币资金	1,555	2,839	3,173	3,530	4,197
定期存款及其他短期投资	1,586	362	4,801	4,801	4,801
应收款项	525	765	879	1,240	1,752
存货	208	193	222	249	279
预付款项及其他资产	208	193	222	249	279
其他流动资产	316	330	495	750	1,115
非流动资产合计	1,265	1,307	1,427	1,472	1,498
物业、厂房及设备	872	944	1,029	1,050	1,050
无形资产	79	77	88	92	94
其他非流动资产	315	286	309	331	354
资产总计	5,663	5,990	11,220	12,291	13,923
流动负债合计	1,335	1,629	2,068	2,370	2,781
其他金融负债	112	345	483	532	585
应付贸易款和应付票据	269	345	491	707	1,020
其他流动负债	954	939	1,094	1,131	1,176
非流动负债合计	465	429	475	524	578
长期债务	286	269	296	326	359
经营租赁负债非流动部分	119	98	108	119	131
其他非流动负债	60	61	70	79	88
负债合计	1,800	2,058	2,543	2,894	3,359
普通股	0	0	0	0	0
股本溢价	7,424	7,577	11,897	11,897	11,897
留存收益	-3,307	-3,410	-2,985	-2,264	-1,097
股东应占权益	3,862	3,932	8,676	9,397	10,564
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益合计	3,862	3,932	8,676	9,397	10,564
负债及权益合计	5,663	5,990	11,220	12,291	13,923

现金流量表

人民币百万元	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	57	64	574	518	786
年内利润	-476	-102	402	721	1,167
折旧及摊销	86	132	166	193	178
营运资本变动	117	-142	-188	-427	-595
其它经营活动现金流	330	176	193	30	37
投资活动现金流	-1,060	956	-4,725	-239	-204
资本支出	-415	-271	-263	-218	-180
短期投资净额	-622	1,227	-4,439	0	0
其它投资活动现金流	-24	0	-23	-21	-24
筹资活动现金流	1,590	251	4,485	78	86
发行可转换优先股所得款	1	2	3	4	5
净借款	377	334	165	78	86
其它筹资活动现金流	1,213	-86	4,317	-4	-5
现金净增加额	587	1,270	334	357	668
汇率变动对现金的影响	58	14	0	0	0
期末现金及现金等价物	1,558	2,843	3,173	3,530	4,197

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,877	2,077	3,207	4,666	6,804
营业成本	-1,216	-1,193	-1,888	-2,805	-4,181
毛利	661	885	1,319	1,861	2,623
研发费用	-791	-856	-802	-863	-953
销售、行政及一般费用	-469	-510	-489	-532	-619
其他支出	27	276	145	100	20
营业利润	-572	-205	174	566	1,071
财务费用净额	100	104	103	176	179
投资收入净额	1	2	3	4	5
其他收益净额	-4	-3	151	-24	-27
除税前溢利	-475	-101	430	722	1,229
所得税	-1	-1	-28	-1	-61
年内溢利	-476	-102	402	721	1,167
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	-476	-102	402	721	1,167

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	56.1%	10.7%	54.4%	45.5%	45.8%
营业利润	51.1%	-64.2%	-184.7%	226.1%	89.3%
净利润	58.3%	-78.5%	-493.1%	79.2%	61.9%
获利能力					
毛利润率	35.2%	42.6%	41.1%	39.9%	38.5%
营业利润率	-30.5%	-9.9%	5.4%	12.1%	15.7%
净利率	-25.4%	-4.9%	12.6%	15.5%	17.2%
ROE	-12.3%	-2.6%	4.6%	7.7%	11.0%
ROA	-8.4%	-1.7%	3.6%	5.9%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	31.8%	34.4%	22.7%	23.5%	24.1%
净负债比例	-30.0%	-56.6%	-27.6%	-28.4%	-30.8%
流动比率	329.4%	287.5%	473.5%	456.5%	446.8%
速动比率	292.2%	257.9%	439.5%	415.0%	397.2%
营运能力					
资产周转天数	924	1,024	979	920	703
存货周转天数	105	93	80	77	74
应收账款周转天数	77	101	100	97	94
应付账款周转天数	71	70	95	92	89
每股资料 (人民币元)					
每股盈利	-3.8	-0.8	3.0	4.6	7.5
每股现金流	0.5	0.5	4.2	3.3	5.0
每股净资产	31.0	30.4	63.6	60.2	67.7
每股派息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
市盈率(x)	n.a.	n.a.	57.6	32.1	19.9
市销率(x)	12.3	11.2	7.2	5.0	3.4

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.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。

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

2025 年 11 月 13 日 (星期四)

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