

公司報告

京东 (JD US)

高基数下2025年四季度前景乏力

■ 京东2025年三季度总收入凭借日用百货及广告服务收入强劲增长, 以及京东外卖业务贡献, 实现超预期2%, 但新业务经营亏损大于预期

■ 2025年四季度受电子产品板块高基数影响面临挑战, 部分被外卖业务亏损收窄所抵消

■ 增持: 我们看好京东净利润在2026财年恢复增长, 预计2024至2026年复合年增长率为33%, 对应2025财年11.6倍市盈率; 下调目标价至39美元

2025年三季度JDR超预期, 新业务亏损扩大

京东2025年三季度收入增速放缓至同比+15%, 达2,991亿元人民币 (下同, 上一季度为+22%), 高于市场预期2%。京东零售收入 (JDR) 同比增速放缓至+11% (上一季度为+21%), 高于市场预期1%, 主要由日用百货同比加速增长+19%带动, 抵消了去年8月底国家以旧换新政策启动导致电子产品板块高基数带来的增速放缓。毛利润同比增长12%, 但毛利率同比下降0.5个百分点至16.9%。归母净营业利润为2亿元, 同比下降98%, 较市场一致预期低35%, 主要受公司对外卖、京喜及京东国际业务的投资影响, 导致新业务经营亏损扩大至157亿元。归母净利润为58亿元, 较预期高40%, 主要受益于非经营性收益。净现金为1,340亿元。

2025年四季度JDR面临更多挑战, 部分被京东外卖亏损减少所抵消

JDR: 我们预计2025年四季度的基数更高, 相较2025年三季度挑战加剧, 预测电子产品收入将同比下降5%。另一方面, 我们预计日用百货及广告业务在2025年四季度将分别实现15%和18%的同比增长, 部分抵消电子品类的拖累影响。在利润率方面, 由于国家补贴减少, 我们预计京东将在客户/商家补贴方面加大投入, 这可能会对京东零售利润率造成压力。总体, 我们预计京东零售2026财年预测收入同比增长3.4%, 非GAAP经营利润率同比收窄0.2个百分点至4.3%。**外卖业务:** 公司持续保持谨慎投资, 预计通过提升单位经济效益实现环比减亏。公司指出外卖业务向平台电商的交叉销售比例进一步提升至50%, 高于上一季度的40%。我们预计京东新业务将在2025年四季度录得138亿元亏损 (对比2025年三季度157亿元), 2025/26财年年底年度亏损分别为457亿元/337亿元。

增持: 目标价下调至39美元

由于JDR利润率展望恶化 (图8), 我们将2025/26财年非GAAP净利润预测下调5%/13%。我们也将目标价从42美元下调至39美元, 反映盈利预测的下调。尽管短期内缺乏催化剂, 我们仍维持对京东的增持评级, 自四月以来京东估值已大幅回调, 目前股价已反映基数上升带来的压力, 具备有吸引力的风险回报 (我们悲观情景下的目标价仅显示约7%的下行空间, 而基准情景则有29%的上行空间)。我们的目标价对应2026财年预测12倍市盈率, 低于同业平均15倍。**上行催化剂:** 1) 国家以旧换新政策持续推进, 有望带动JDR更高的增长及利润率前景; 2) 订单增长与用户留存加快, 以及外卖业务单量利润率改善。**主要风险:** 1) 宏观/消费恢复情况; 2) 竞争加剧; 3) 监管因素。

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	1,327.8	1,404.8	1,506.7
增长	3.7%	6.8%	14.6%	5.8%	7.3%
非 GAAP 净利润	35.2	47.8	27.6	33.6	48.5
增长	24.7%	35.9%	-42.4%	21.9%	44.2%
非 GAAP 每股盈利 (美元)	3.1	4.4	2.6	3.2	4.7
P/E (倍)	9.1	6.7	11.6	9.6	6.6
非 GAAP ROE	15.8%	20.3%	11.5%	14.0%	19.5%

注: 截至2025年11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

王腾杰

+852 3189 6122

+852 3189 6634

crystall@cmschina.com.hk

tommywong@cmschina.com.hk

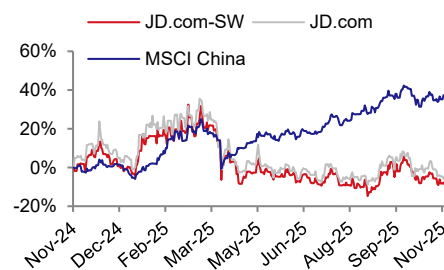
与市场的预期差

我们对2026财年预测的核心净利润较市场一致预期低9%, 主要由于我们对京东零售在国家补贴减少背景下, 对商家/用户补贴增量投入持更为保守的观点, 但我们仍然看好公司2026财年盈利恢复22%的同比增长。

增持

前次评级	增持
股价	31美元 124港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	39美元 (+27%) 153港元 (+23%)
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	(4.5)	(12.5)	(12.4)
9618 HK	(1.3)	(11.9)	(12.1)
MSCI中国	3.9	16.3	34.9

行业: TMT

恒生指数 (2025年11月13日)	27,073
MSCI中国 (2025年11月13日)	89

重要数据

52周股价区间 (美元/港元)	30 - 46/115 - 181
市值 (十亿美元)	44.6
日均成交量 美股/港股 (百万股)	8.56/8.94

主要股东

刘强东	11.2%
腾讯	2.3%
自由流通股	86.5%

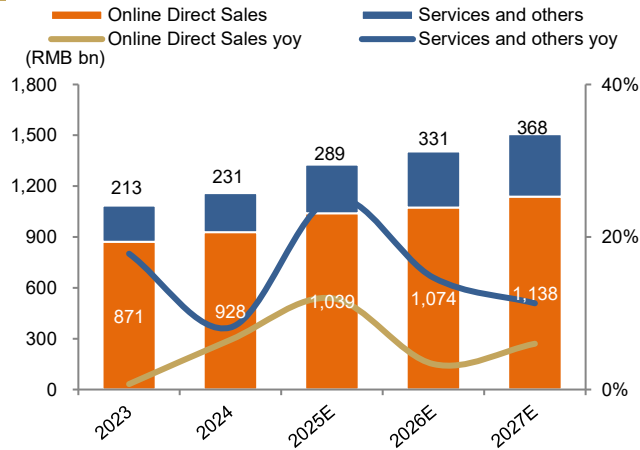
资料来源: 万得、彭博、招商證券 (香港) 研究部

相关报告

1. 京东 (JD US) - 25 年三季度业绩前瞻: 发展步伐稳健, 风险回报具吸引力 (增持) (2025/10/14)
2. 京东 (JD US) - 核心业务稳健; 外卖业务形成协同效应但增加盈利不确定性 (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)

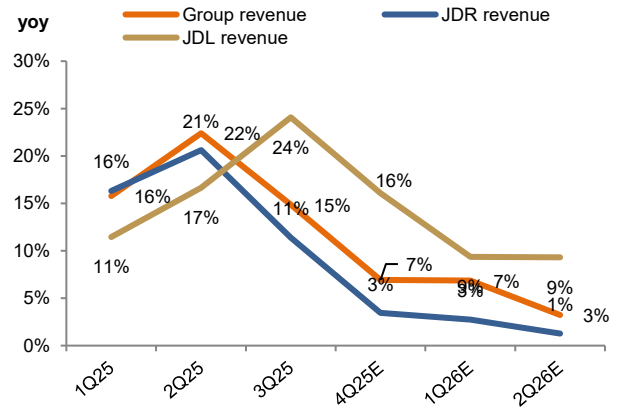
重点图表

图1: 线上商品收入 vs 服务和其它收入



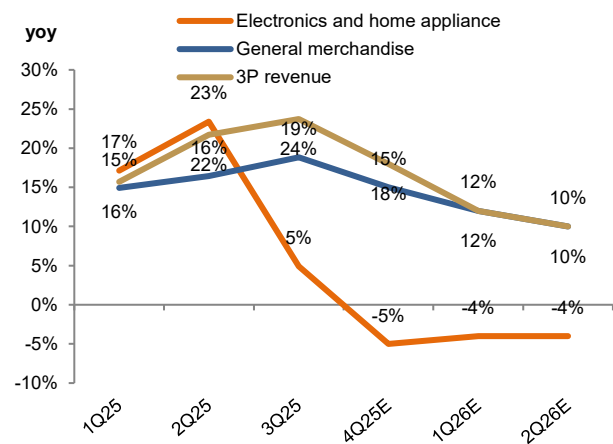
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图2: 京东零售和京东物流季度收入同比增速和预测



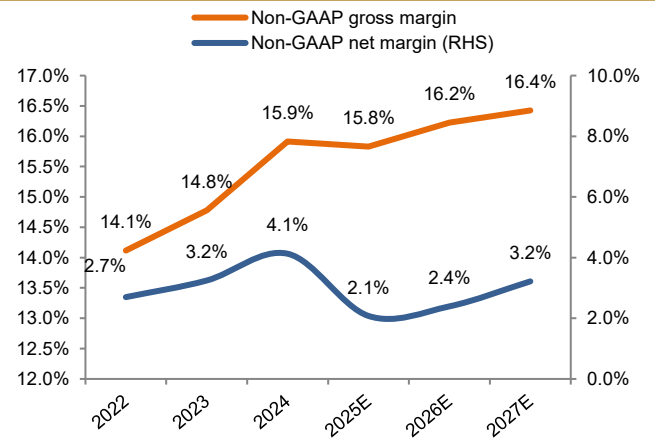
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图3: 按类别的收入增长



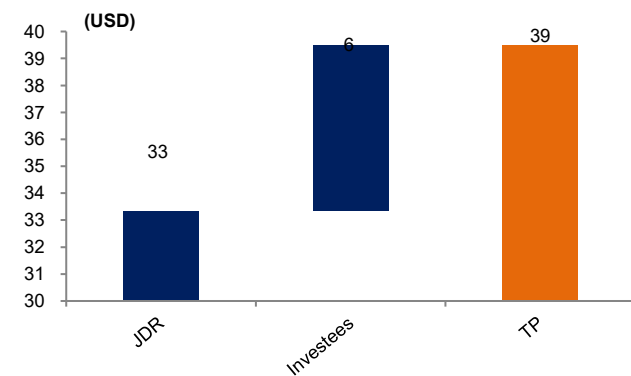
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

图4: 非GAAP毛利率和非GAAP净利润率



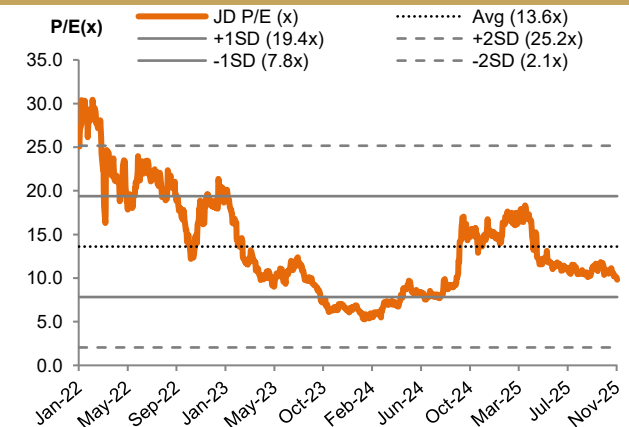
资料来源: 公司、招商证券 (香港) 预测

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

图7: 京东25年三季度业绩与招商证券和彭博一致预测对比

十亿元人民币	实际数据						招商证券	与实际数	彭博一致	与实际数
	3Q24	2Q25	3Q25	2Q25 yoy	3Q25 yoy	3Q25 qoq	预测 3Q25	据对比 差异	预测 3Q25	据对比 差异
净收入	260.4	356.7	299.1	22%	15%	-16%	295.0	1%	294.4	2%
线上直接销售	204.6	282.4	226.1	21%	10%	-20%	224.1	1%		
带电/家用电器商品	122.6	179.0	128.6	23%	5%	-28%	128.1	0%	132.9	-3%
日用百货商品	82.1	103.4	97.5	16%	19%	-6%	96.0	2%	93.5	4%
服务收入	55.8	74.2	73.0	29%	31%	-2%	70.9	3%		
平台及广告服务	20.8	28.5	25.7	22%	24%	-10%	25.1	2%	24.1	7%
物流及其他服务	35.0	45.7	47.3	34%	35%	3%	45.8	3%		
京东零售	225.0	310.1	250.6	21%	11%	-19%	247.9	1%	246.9	1%
京东物流	44.4	51.6	55.1	17%	24%	7%	52.9	4%		
新业务	5.0	13.9	15.6	199%	214%	13%	13.6	14%		
毛利润	45.0	56.6	50.5	23%	12%	-11%	51.3	-2%	49.5	2%
非 GAAP 经营利润	13.1	0.9	0.2	-92%	-98%	-76%	1.8	-88%	0.3	-35%
京东零售	11.6	13.9	14.8	38%	28%	6%	13.5	10%	13.1	13%
京东物流	2.1	2.0	1.3	-10%	-39%	-35%	2.4	-46%	2.3	-45%
新业务	-0.6	-14.8	-15.7	2026%	2459%	6%				
非 GAAP EBITDA	15.1	3.0	2.5	-78%	-84%	-18%	4.5	-45%	3.5	-29%
非 GAAP 净利润	13.2	7.4	5.8	-49%	-56%	-22%	4.3	34%	4.2	40%
经营性现金流	-6.2	24.4	-8.0	-52%	29%	n.a.				
自由现金流	-13.8	22.0	-11.2	-56%	-19%	n.a.				
净现金 (负债)	133.2	155.2	133.5							
总现金/权益	45%	52%	44%							
利润率										
非 GAAP 利润率										
毛利率	17.3%	15.9%	16.9%	0.1ppt	-0.5ppt	1.0ppt	17.4%	-0.5ppt	16.8%	0.1ppt
非 GAAP 经营利润率	5.0%	0.3%	0.1%	-3.7ppt	-5.0ppt	-0.2ppt	0.6%	-0.5ppt	0.1%	0.0ppt
EBITDA 利润率	5.8%	0.8%	0.8%	-3.8ppt	-5.0ppt	0.0ppt	1.5%	-0.7ppt	1.2%	-0.4ppt
非 GAAP 净利润率	5.1%	2.1%	1.9%	-2.9ppt	-3.1ppt	-0.1ppt	1.5%	0.5ppt	1.4%	0.5ppt

资料来源: 彭博、Visible Alpha、公司、招商证券 (香港) 预测

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	1,328	1,405	1,507	1,329	1,423	1,525	-0.1%	-1.3%	-1.2%
毛利润	209.9	227.8	247.4	213.8	231.7	251.4	-1.8%	-1.7%	-1.6%
非 GAAP 经营利润	11.2	25.3	43.2	16.8	35.5	55.5	-33.7%	-28.8%	-22.2%
非 GAAP EBITDA	20.7	35.2	53.6	26.4	45.4	66.0	-21.4%	-22.5%	-18.7%
非 GAAP 净利润	27.6	33.6	48.5	28.9	38.4	55.4	-4.6%	-12.5%	-12.5%
利润率分析									
毛利润率	15.8%	16.2%	16.4%	16.1%	16.3%	16.5%	-0.3pp	-0.1pp	-0.1pp
非 GAAP 经营利润率	0.8%	1.8%	2.9%	1.3%	2.5%	3.6%	-0.4pp	-0.7pp	-0.8pp
非 GAAP EBITDA 利润率	1.6%	2.5%	3.6%	2.0%	3.2%	4.3%	-0.4pp	-0.7pp	-0.8pp
非 GAAP 净利润率	2.1%	2.4%	3.2%	2.2%	2.7%	3.6%	-0.1pp	-0.3pp	-0.4pp

资料来源: 公司、彭博、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	1,328	1,405	1,507	1,324	1,406	1,494	0%	0%	1%
核心毛利润	210	228	247	212	229	254	-1%	-1%	-3%
核心经营利润	11	25	43	12	28	45	-4%	-9%	-4%
核心归母净利润	28	34	48	28	37	50	-1%	-9%	-4%
核心毛利润率	15.8%	16.2%	16.4%	16.0%	16.3%	17.0%	-0.2pp	-0.1pp	-0.6pp
核心经营利润率	0.8%	1.8%	2.9%	0.9%	2.0%	3.0%	0.0pp	-0.2pp	-0.2pp
核心净利润率	2.1%	2.4%	3.2%	2.1%	2.6%	3.4%	0.0pp	-0.2pp	-0.2pp

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 11 月 13 日

图 10: SOTP估值

我们给予京东零售（JDR）未来12个月市盈率（P/E）为8倍的估值，与我们对阿里巴巴（BABA US）淘天集团（TT Group）的目标市盈率保持一致，但较拼多多（PDD US）国内业务10倍目标市盈率存在折让，因其GMV增长有所放缓。在我们的分部估值法（SOTP）目标价中，也包含了对京东所投资企业的公允价值评估，例如京东物流。鉴于其盈利前景仍不明朗，我们未对京东的外卖业务给予估值；同时，由于该业务仍处于早期烧钱阶段，我们也未将净现金计入估值模型。我们39美元目标价对应15倍/12倍25/26年前瞻市盈率。

十亿元人民币；未来 12 个月	悲观	基本	乐观
京东零售收入	1,142	1,181	1,199
同比增长	0%	3%	5%
非 GAAP 净利润率	3.5%	3.8%	4.5%
京东零售非 GAAP 净利润	40.0	44.6	54.0
同比增长	-22%	-1%	6%
目标市盈率（倍）	6.0	8.0	10.0
京东零售目标估值(A)	240	357	540
十亿元人民币	悲观	基本	乐观
投资公司总价值	66	66	66
总估值 (A+B)	306	423	606
普通股数 (百万)		1,507	
每股价值 (人民币)	203	280	402
人民币/美元		7.10	
每股价值 (美元)	29	39	57
每股价值 (港元)	111	153	219
上行/下行空间	-7%	29%	84%
目标估值对应	FY25E	FY26E	FY27E
市盈率（倍）	14.8	12.1	8.4

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	FY26E	FY26E	FY26E	FY26E	收入	净利润	EBITDA
Tencent	腾讯	700 HK	港元	增持	656.0	766.0	16.8	772.0	14.5	12.4	21.4	18.6	1.3	6.7	17.1	22.2	9.6	13.8	15.9
Alibaba	阿里巴巴	BABA US	美元	增持	159.8	204.0	27.6	381.4	17.4	15.0	17.4	25.0	n.a.	2.6	18.1	10.7	12.3	2.6	13.2
Pinduoduo	拼多多	PDD US	美元	增持	134.5	审视中	n.a.	190.9	21.9	13.8	13.2	10.7	0.4	2.9	10.9	27.4	14.6	25.3	60.6
Netease	网易	NTES US	美元	增持	141.8	161.0	13.5	89.8	15.6	14.5	15.7	14.2	1.7	5.3	13.9	24.2	6.7	8.5	8.4
Meituan	美团	3690 HK	港元	增持	102.1	139.0	36.1	80.3	15.7	11.4	n.a.	n.a.	n.a.	1.4	15.0	3.6	12.1	n.a.	29.5
JD.com	京东	JD US	美元	增持	30.7	39.0	27.0	44.6	13.4	7.7	11.7	9.6	0.3	0.2	6.9	11.5	6.5	32.6	58.1
Tencent Music	腾讯音乐	TME US	美元	增持	18.7	25.6	37.0	28.9	15.2	14.7	21.6	19.4	1.7	5.6	16.6	11.4	12.4	11.4	10.2
Kanzhun	看准科技	BZ US	美元	增持	20.9	26.0	24.4	10.1	14.2	17.3	20.6	17.7	1.1	7.8	14.6	22.6	11.3	15.6	7.3
Bilibili	哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	25.9	30.0	15.9	10.9	18.9	14.1	31.0	22.7	0.7	2.4	16.8	12.2	9.1	34.1	28.5
Kuaishou	快手	1024 HK	港元	未评级	69.1	n.a.	n.a.	38.6	8.4	7.2	13.4	11.5	0.7	1.7	7.3	23.8	9.1	16.9	15.5
Baidu	百度	BIDU US	美元	未评级	120.7	n.a.	n.a.	42.3	7.8	7.2	16.4	15.2	1.2	2.2	10.6	6.1	5.8	12.7	12.5
China Literature	阅文	772 HK	港元	未评级	39.2	n.a.	n.a.	5.2	21.8	20.8	27.2	24.2	2.0	4.5	19.5	6.8	7.2	12.3	9.1
Meitu	美图	1357 HK	港元	未评级	8.5	n.a.	n.a.	5.0	35.5	25.4	37.8	28.3	0.9	7.2	18.8	17.1	23.0	31.7	36.1
中国公司均值									15.6	11.7	16.5	15.1	1.2	3.0	12.4	14.2	9.7	16.4	23.1
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	增持	237.6	301.0	26.7	2,539.8	15.6	12.8	27.0	23.9	1.4	3.2	18.5	19.7	11.2	29.7	33.1
Alphabet	谷歌	GOOGL US		增持	278.6	360.0	29.2	3,364.7	19.4	16.2	25.2	23.9	2.6	8.6	21.7	30.4	13.6	20.0	17.8
Meta	Meta	META US	美元	增持	609.9	870.0	42.6	1,537.6	15.1	12.6	21.8	18.6	1.1	6.5	13.7	29.3	16.9	4.1	14.2
Netflix	奈飞	NFLX US	美元	增持	1,154.2	1,423.0	23.3	489.1	35.9	28.8	44.1	37.2	1.7	9.6	n.a.	45.0	12.4	23.4	21.9
Uber	优步	UBER US	美元	增持	91.8	121.0	31.8	190.7	22.4	17.7	16.6	23.9	n.a.	3.1	19.4	23.7	15.4	n.a.	n.a.
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	增持	645.3	776.0	20.3	134.5	48.9	35.5	n.a.	45.3	1.0	5.9	41.3	27.5	14.1	52.9	54.2
Doordash	Doordash	DASH US	美元	增持	195.2	301.0	54.2	84.1	29.6	22.7	36.6	35.6	1.9	4.7	27.6	17.7	24.0	36.2	n.a.
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	增持	23.8	30.0	26.1	9.7	17.2	12.8	19.6	16.2	0.7	1.3	9.1	38.6	13.2	26.2	n.a.
Microsoft	微软	MSFT US	美元	增持	503.3	650.0	29.2	3,740.6	22.0	19.0	36.1	31.3	1.9	n.a.	27.0	29.6	14.6	n.a.	n.a.
海外公司均值									25.1	19.8	28.4	28.4	1.6	5.4	22.3	29.0	15.1	27.5	28.2

注：股价采用 2025 年 11 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	1,327.8	1,404.8	1,506.7
收入成本	-925.0	-975.0	-1,117.9	-1,177.0	-1,259.4
毛利	159.7	183.9	209.9	227.8	247.4
履约	-64.6	-70.4	-84.9	-83.2	-89.3
营销	-40.1	-48.0	-88.3	-94.3	-88.2
研发	-16.4	-17.0	-20.4	-19.7	-21.0
一般及行政费	-9.7	-8.9	-11.5	-11.8	-12.6
减值	-5.2	-2.4	0.0	0.0	0.0
总营业费用	-136.0	-146.7	-205.0	-209.0	-211.0
长期资产处置收益	2.3	1.5	0.4	0.0	0.0
营业利润/(亏损)	26.0	38.7	5.3	18.8	36.4
应占股权投资份额	1.0	2.3	6.3	0.8	0.8
净利息收入及其他收入	4.6	10.5	14.7	11.4	10.9
税前收入/(损失)	31.7	51.5	26.4	31.0	48.0
所得税支出	-8.4		-2.3	-4.7	-7.2
非控制性权益	0.9	-3.3	-2.0	0.0	0.0
净利润	24.2	41.4	22.1	26.4	40.8
非 GAAP 净利润	35.2	47.8	27.6	33.6	48.5

主要财务比率

	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
年成长率					
直销销售	0.7%	6.5%	12.0%	3.3%	6.0%
服务和其它	17.8%	8.1%	25.1%	14.7%	11.3%
收入	3.7%	6.8%	14.6%	5.8%	7.3%
非 GAAP 净利润	24.7%	35.9%	-42.4%	21.9%	44.2%
获利能力					
非 GAAP 毛利率	14.8%	15.9%	15.8%	16.2%	16.4%
非 GAAP 净利润率	3.2%	4.1%	2.1%	2.4%	3.2%
非 GAAP ROE	15.8%	20.3%	11.5%	14.0%	19.5%
非 GAAP ROA	5.8%	7.2%	3.8%	4.4%	6.2%
营运能力					
存货周转天数	28.8	29.5	28.3	26.7	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	68.0	71.2	70.6
每股资料 (人民币)					
每股销售额	683.6	753.4	880.8	942.1	1030.9
每股销售额(美元)	96.3	106.1	124.1	132.7	145.2
每股销售额(港元)	373.1	411.2	480.7	514.2	562.6
非 GAAP 每股盈利	22.2	31.1	18.3	22.5	33.2
非 GAAP 每股盈利(美元)	3.1	4.4	2.6	3.2	4.7
非 GAAP 每股盈利(港元)	12.1	17.0	10.0	12.3	18.1

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	143.3	149.6	162.1
短期投资	118.3	125.6	113.1	90.5	72.4
应收账款	20.3	25.6	26.6	28.1	30.1
存货	68.1	89.3	83.8	88.3	94.5
物业、厂房及设备和其他长期资产	119.5	125.7	131.8	138.3	145.5
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	744.8	767.2	807.5
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	273.9	288.4	308.5
其它	75.9	82.0	90.3	93.6	97.7
总负债	332.6	384.9	430.0	449.7	475.9
股东权益总额	231.9	239.3	238.8	241.6	255.6
少数股东权益	63.9	73.5	75.5	75.5	75.5
总权益	295.8	312.8	314.3	317.1	331.1
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	68.8	32.6	48.3
净利润	23.3	44.7	24.1	26.4	40.8
折旧和摊销	8.3	8.9	9.6	10.0	10.4
股权激励	4.8	3.0	5.0	5.4	5.8
应占股权投资份额	-1.0	-2.3	-6.3	-0.8	-0.8
营运资金变动	15.6	-21.4	30.1	-9.2	-8.8
其它	8.5	25.3	6.3	0.8	0.8
投资活动现金流	-59.5	-0.9	-8.1	0.9	-5.1
购买物业、设备及软件	-4.0	-5.4	-7.3	-7.7	-8.3
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	-14.0	-14.9
筹资活动现金流	-5.8	-21.0	-25.8	-27.2	-30.7
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	-27.6	-29.1	-32.6
其它	0.3	-1.2	0.0	0.0	0.0
现金流净额	-5.7	36.3	34.9	6.3	12.5

注：截至 2025 年 11 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.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。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人士，非相关人士不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人士开放，并且仅与相关人士进行。

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