

公司报告

招商证券 (香港) 有限公司
证券研究部

阿里巴巴 (BABA US)

千问APP正式发布, 打造旗舰“AI原生应用”

■ 阿里巴巴正式推出旗舰级C端AI应用——千问APP, 依托强大模型基础与应用生态

■ 阿里巴巴作为全栈AI提供商的领导地位再获确认, 持续创新驱动盈利加速与估值回升

■ 重申中国互联网板块首选标的, “白宫备忘录”事件提供买入良机, 目标价维持204美元

全新千问APP彰显阿里C端AI业务雄心

今日阿里巴巴正式发布“千问”APP ([链接](#)) 定位为“阿里最强大模型官方AI助手”, 具备对话问答、智能写作及多模态全能相机功能。我们认为此次发布标志:

1) 阿里C端AI原生应用的战略野心: 全新千问APP整合此前发布的通义APP和夸克AI助手, 背靠阿里长期投入的基础模型尖端能力 (图2)。英伟达CEO在2025年GTC大会上指出, 阿里通义千问Qwen自2025年起已占据开源模型市场大部分份额且持续扩大优势 (图11)。

2) AI智能体持续赋能业务协同: 媒体报道称千问APP将在未来数月逐步上线智能体功能, 打通电商 (淘宝/天猫)、本地生活/票务 (高德/淘宝闪购/飞猪)、办公 (钉钉)、支付 (支付宝) 等阿里生态。相较于ChatGPT对接第三方应用的模式, 我们认为阿里自建的全生态产品体系及免费策略构成竞争优势, 短期需关注DAU增长 (据QuestMobile数据: ChatGPT DAU 2亿+/豆包5400万+/DeepSeek2800万+)。

“千问恐慌”与“白宫备忘录”提供买入良机

11月15日英国《金融时报》([链接](#))援引美国国家安全部未公开备忘录称, 美国政府指控阿里巴巴为中国军方针对美国目标提供技术支持。报道未提及美方可能采取的行动。阿里驳斥该指控“完全虚假”, 并称“这一恶意公关操作显然来自流氓势力, 旨在破坏特朗普总统近期与中国达成的贸易协议”。我们认为阿里合规性良好, 参考1月初“腾讯被美国防部列入清单” (当日股价跌约8%但迅速修复, 年初至今涨幅约54%, 参考我们的[报告](#)), 此类指控与公司经营无关, 股价回调即买入机会。

重申首选标的, AI进展助推估值重塑

据Omdia数据, 25年上半年中国AI云市场规模达223亿人民币, 阿里以35.8%份额居首 (图10)。我们认为C端新举措将长期驱动收入增长, 维持SOTP目标价204美元 (图13), 对应21倍27财年市盈率 (对比美国云巨头28倍远期市盈率)。基于阿里强大的执行力、业务协同性及全栈技术产品体系构成的AI核心受益地位, 重申为首选标的。催化剂来自淘天集团CMR增长/利润率提升、云业务加速及其他业务减亏。主要风险: 1) 宏观环境 2) 监管政策 3) 行业竞争。

盈利预测及估值

人民币十亿元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
收入	941	996	1,054	1,231	1,405
增长	8%	6%	6%	17%	14%
非 GAAP 归属于股东的净利润	158	158	113	162	193
增长	10%	0%	-28%	43%	19%
非 GAAP 摊薄每股盈利(美元)	8.7	9.1	6.7	9.9	12.2
市盈率 (美股)	16.7	16.7	23.3	16.3	13.7
净资产收益率	16%	16%	11%	15%	16%

注: 收盘价截至2025年11月14日; 阿里财年3月年结; 资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测

李怡珊, CFA

王腾杰

+852 3189 6122

+852 3189 6634

crystalli@cmschina.com.hk

tommywong@cmschina.com.hk

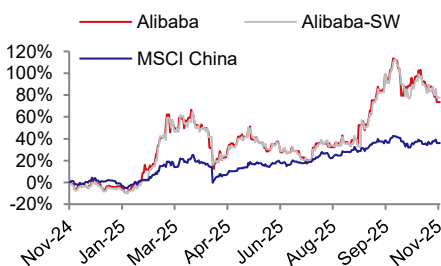
与市场的预期差

我们26-28财年营收预测高出一致预期2-8%, 核心营业利润比一致预期低1-7%, 主要因为即时零售订单量预期高于市场, 因为我们对阿里巴巴的执行力、AI举措、业务协同拉动即时零售增长更有信心。

增持

前次评级	增持
股价 (2025年11月14日)	176美元/174港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	204美元 (+16%) 198港元 (+14%)
前次目标价	204美元/198港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
BABA US	(7.9)	24.6	73.6
MSCI中国	0.3	25.5	77.6
MSCI中国	3.3	16.7	36.1

行业: TMT

恒生指数 (2025年11月14日)	26,572
MSCI中国 (2025年11月14日)	87

重要数据

52周股价区间 (美元/港元)	79 - 193/77 - 186
美股市值 (十亿美元)	367.0
日均成交量 美股/港股 (百万股)	10.34/78.29

主要股东

BlackRock	5.6%
The Vanguard Group, Inc.	4.3%
SoftBank Group Corp.	3.5%
其他	2.0%
自由流通量	84.6%

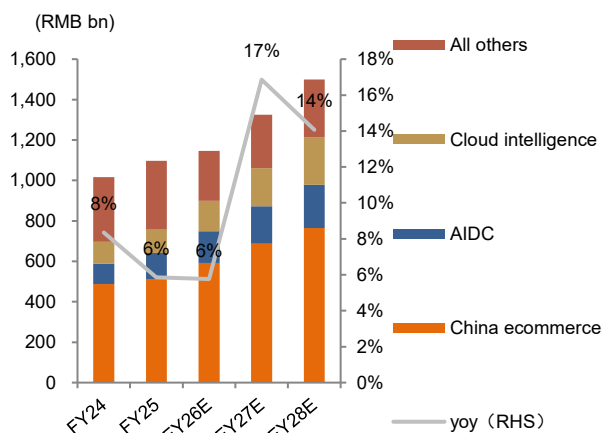
资料来源: 彭博、万得、招商证券 (香港) 研究部

相关报告

1. 阿里巴巴 (BABA US) - 2025 云栖大会: 强化AI发展愿景, 赋能美好未来 (增持) (2025/09/25)
2. 阿里巴巴 (BABA US) - 持续生态协同赋能更好未来 (增持) (2025/8/31)
3. 阿里巴巴 (BABA US) - 短期波动不改稳健改善趋势 (增持) (2025/5/19)

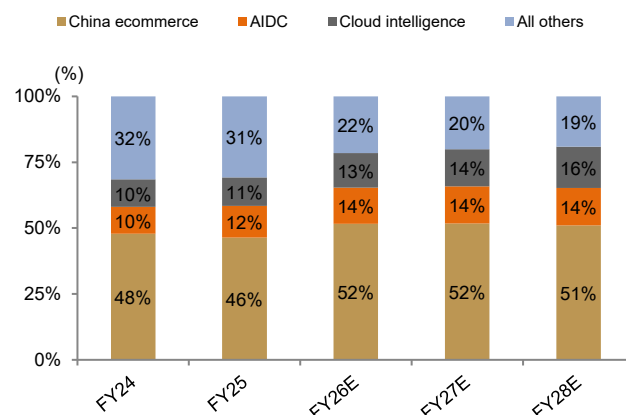
重点图表

图1：分业务收入预测 (十亿 人民币)



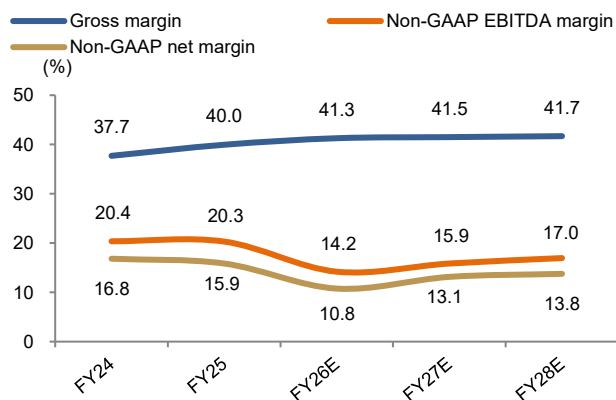
资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图2：分部收入构成



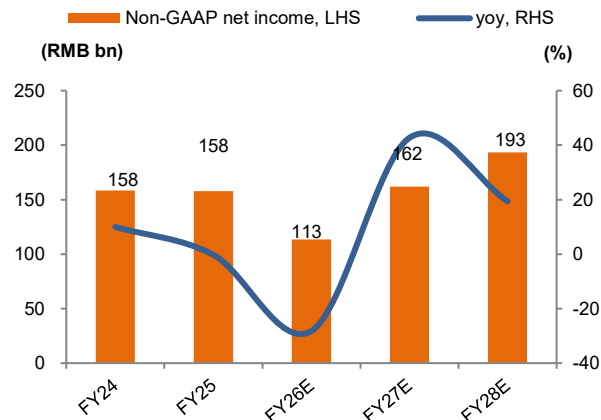
资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图3：利润率



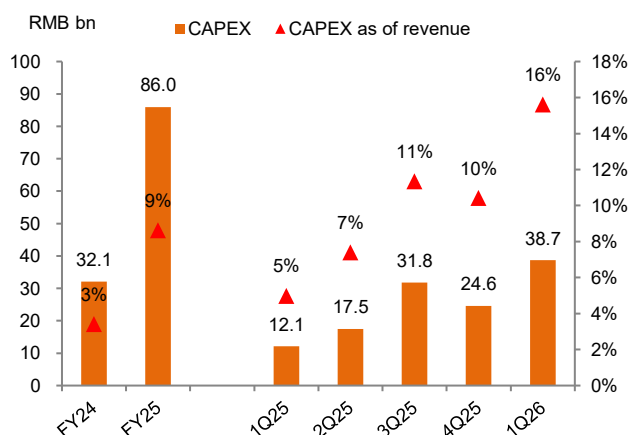
资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图4：归属于股东的非GAAP净利润 (十亿 人民币)



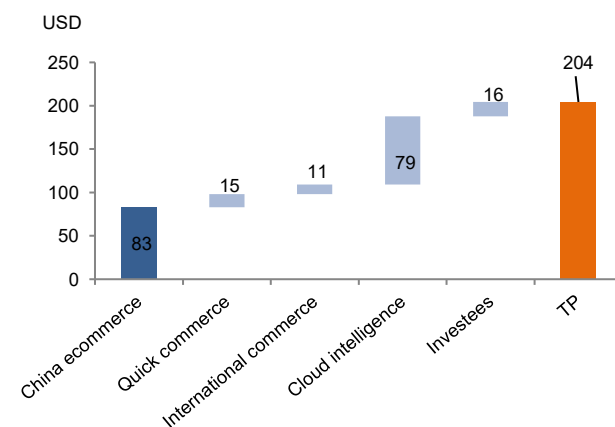
资料来源：公司、招商证券（香港）预测

图5：阿里巴巴资本支出 (十亿 人民币)



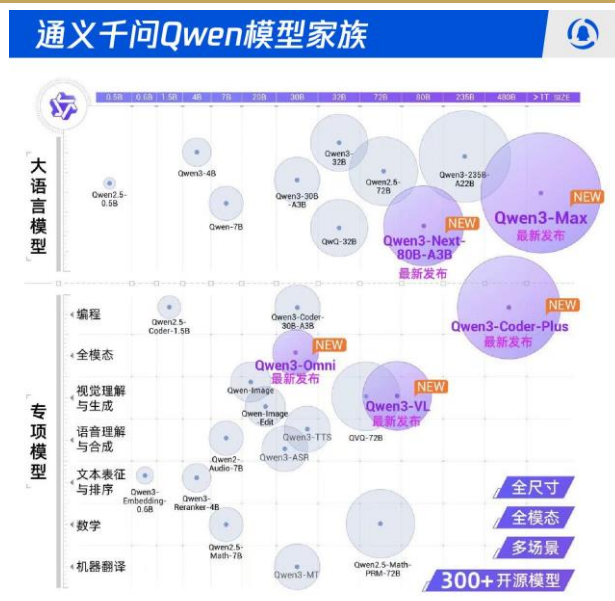
资料来源：公司、招商证券（香港）

图6：阿里巴巴分部加总估值 (美元)



资料来源：公司、招商证券（香港）预测

阿里巴巴将于11月25日公布26年二季度业绩。我们预计：1) 集团营收同比加速至+3.6% (相比26年一季度的+1.6%)，主要受益于即时零售业务的增量贡献；2) CMR同比+10%，与上季度相近，增速快于GMV，主要得益于抽佣率提升；3) 即时零售营收预计达到人民币269亿元，同比+83%、环比+82%，受夏季补贴驱动，但也导致26年二季度约300亿元人民币的经营亏损；4) 云业务与国际电商业务预计保持强劲增长，分别同比+26%/+19%；5) 集团整体经调整EBITA同比下降61%至159亿元人民币，非GAAP净利润同比下降54%至168亿元人民币。



资料来源：公司、招商证券（香港）

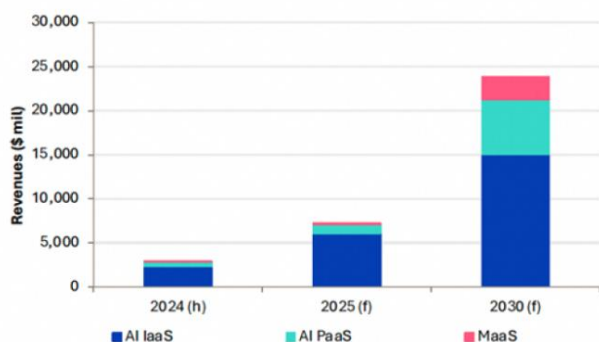
在2025云栖大会上，阿里巴巴发布了一整套AI模型和技术，重点展示了对“通义”模型家族及基础设施的重大升级。主要发布内容包括：**旗舰模型 Qwen3-Max**：作为最大规模的基础模型，其参数量超过1万亿，预训练数据量达36万亿tokens。**高效优化模型 Qwen3-Next**：这一代新架构在总计800亿参数中仅激活30亿参数，即可匹配更大模型（如Qwen3的2350亿版本）的性能。

专用模型: 1) **Qwen3-Coder-Plus:** 在代码生成速度和安全性方面得到增强, 开源后在OpenRouter上的API调用量激增1,474%。2) **Qwen3-VL:** 一款视觉理解模型, 在32项基准测试中超越Gemini-2.5-Pro和GPT-5, 支持2小时视频分析和具身智能的3D定位。3) **Qwen3-Omni:** 一款全模态模型, 能够处理音视频, 在32项任务中达到SOTA表现, 并支持实时“听、说、写”类应用。

多模态与创意工具:1) **通义万相2.5-preview:** 可生成10秒、1080P并带同步音频的视频, 同时具备图像编辑和文本转图表的能力。2) **通义百聆:** 一套全新的语音模型套件, 包括Fun-ASR (语音识别) 和Fun-CosyVoice (支持100多种音色), 面向客户服务和娱乐场景。

图9: Omdia 预测中国的 AI 云市场将在 2025 至 2030 年间实现 26.8% 的年均复合增长率

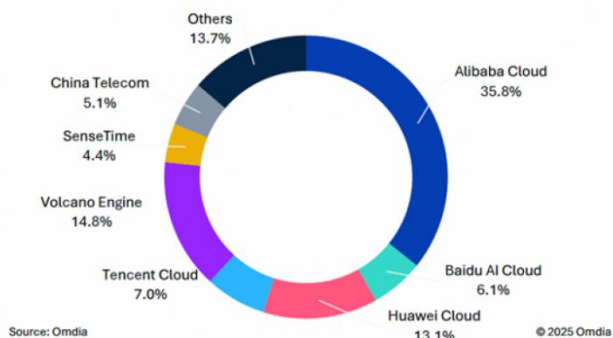
AI cloud market, China, 2024-2030



资料来源: Omdia、招商证券 (香港)

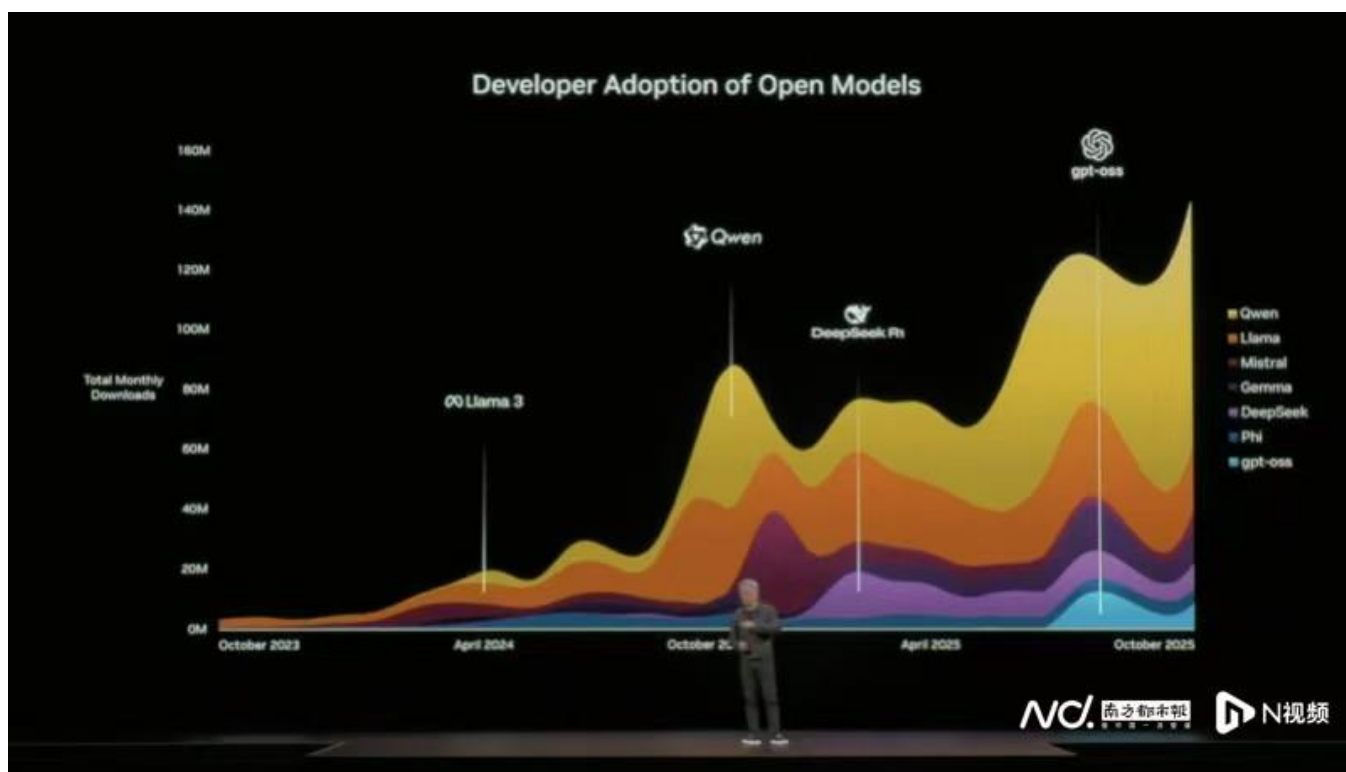
图10: 2025年上半年, 中国AI云市场规模达到223亿元人民币。阿里云以35.8%的市场份额位居第一, 超过第二至第四名的总和

AI cloud market by vendor, 1H25



资料来源: Omdia、招商证券 (香港)

图11: 英伟达CEO宣布阿里巴巴已占据开发者开源模型的绝大部分份额



资料来源: 英伟达、南方都市报、招商证券 (香港)

图12: 招商证券预测 vs. 市场一致预测

人民币十亿元	招商证券预测			市场一致预测			差异		
	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E	FY26E	FY27E	FY28E
收入	1,053.8	1,231.4	1,404.7	1,032.0	1,168.6	1,304.2	2%	5%	8%
核心毛利润	435.0	511.1	585.7	433.9	494.6	565.1	0%	3%	4%
核心营业利润	120.9	162.1	199.9	122.1	171.9	215.0	-1%	-6%	-7%
扣除少数股东后的核心净利润	113.4	161.8	193.2	112.4	150.9	193.9	1%	7%	0%
核心毛利率	41.3%	41.5%	41.7%	42.0%	42.3%	43.3%	-0.8pp	-0.8pp	-1.6pp
核心营业利润率	11.5%	13.2%	14.2%	11.8%	14.7%	16.5%	-0.4pp	-1.5pp	-2.3pp
核心净利润率	10.8%	13.1%	13.8%	10.9%	12.9%	14.9%	-0.1pp	0.2pp	-1.1pp

资料来源: 彭博、公司、招商证券 (香港) 预测; 注: 一致预测截至2025年11月17日

我们的分部加总估值:

- **中国电商 (不含即时零售):** 我们给予中国电商 (不含即时零售) 板块 8 倍市盈率, 与京东 (JD US) 的目标市盈率一致, 低于拼多多 (PDD US) 10 倍的目标市盈率, 原因在于 GMV 增速较慢。
- **即时零售:** 我们给予即时零售业务 1.5 倍市销率, 原因在于淘宝闪购的日均订单量已与美团相当, 同时新推出的高德“扫街榜”有望释放到店业务的增长潜力; 相比之下, 美团外卖业务的目标市销率为 1.5 倍。
- **阿里国际数字商业 (AIDC):** 我们给予国际电商业务 1 倍市销率。
- **云业务:** 我们给予云业务 7 倍市销率, 原因在于资本开支指引上调及长期目标、强劲需求以及阿里巴巴的市场领导地位; 相比之下, 中国同行平均为 5 倍, 美国同行平均为 8 倍。

我们的分部加总目标价为 204 美元。该目标价对应 27 财年 21 倍市盈率 (相比之下, 美国云计算龙头如微软、谷歌、亚马逊、甲骨文等的前瞻市盈率为 28 倍)。

图13: 阿里巴巴估值表

RMB bn	Metrics	Bear		Base		Bull	
		Next 12-mo	yoy growth	Next 12-mo	yoy growth	Next 12-mo	yoy growth
China ecommerce	NP	157.6	-5%	172.9	1%	182.5	10%
Quick commerce	Revenue	131.9	30%	167.2	65%	202.9	100%
International digital commerce	Revenue	173.2	10%	186.1	18%	204.7	30%
Cloud intelligence	Revenue	142.4	-5%	187.4	25%	194.9	30%
All others	Revenue	197.6	-20%	265.7	8%	247.0	0%
Target value RMB bn	Metrics	Bear		Base		Bull	
		Multiple	Value	Multiple	Value	Multiple	Value
China ecommerce	PE	6.0	945.6	8.0	1,383.2	10.0	1,824.8
Quick commerce	PS	1.0	131.9	1.5	250.7	2.0	405.9
International digital commerce	PS	0.5	86.6	1.0	186.1	1.5	307.0
Cloud intelligence	PS	5.0	712.0	7.0	1,311.6	9.0	1,753.8
All others	PS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	123.5
Segment target value (a)			1,876		3,132		4,415
Investees value (b)			273.1		273.1		273.1
Total value			2,149		3,405		4,688
No. of ordinary share (mn)			2,346		2,346		2,346
Value per share (RMB)			916		1,451		1,998
CNY/USD			7.20		7.10		7.20
Value per share (USD)			127		204		277
Value per share (HKD)			125		198		273
Target Price implied P/E (x)		FY26E	FY27E	FY26E	FY27E	FY26E	FY27E
		19	13	30	21	41	29

资料来源: 公司、彭博、招商证券 (香港) 预测

估值对比

Company	CN name	Bloomberg Ticker	Ccy	CMS Rating	Price	CMS TP	Up/(Dn) side (%)	Mkt cap (USD bn)	EV/EBITDA (x)		P/E (x)		PEG*	P/S (x)		P/OCF (x)	ROE (%)	2025-2027E CAGR		
									FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY26E	FY26E	FY26E	FY26E	FY26E	FY26E	SALES	NP
Tencent	腾讯	700 HK	港元	增持	641.0	766.0	19.5	754.2	14.2	12.1	20.9	18.2	1.3	6.6	16.4	22.2	9.6	13.8	16.0	
Alibaba	阿里巴巴	BABA US	美元	增持	153.8	204.0	32.6	367.0	17.4	15.0	16.7	23.3	n.a.	2.5	18.2	11.0	11.2	1.2	13.3	
Pinduoduo	拼多多	PDD US	美元	增持	131.0	审视中	n.a.	185.9	20.7	13.1	12.8	10.4	0.4	2.8	10.7	27.4	14.6	25.3	60.6	
Netease	网易	NTES US	美元	增持	140.1	161.0	14.9	88.7	15.3	14.3	15.5	14.0	1.7	5.2	13.8	24.2	6.7	8.5	8.4	
Meituan	美团	3690 HK	港元	增持	100.0	139.0	39.0	78.6	15.2	11.1	n.a.	n.a.	n.a.	1.4	14.7	3.6	12.1	n.a.	29.4	
JD.com	京东	JD US	美元	增持	29.3	39.0	33.1	42.6	13.2	7.7	11.1	9.1	0.3	0.2	6.1	11.5	6.5	32.6	58.9	
Tencent Music	腾讯音乐	TME US	美元	增持	18.9	25.6	35.2	29.3	15.4	14.9	21.9	19.7	1.7	5.7	17.1	11.4	12.4	11.4	10.1	
Kanzhun	看准科技	BZ US	美元	增持	20.6	26.0	26.2	9.9	13.6	16.6	20.3	17.4	1.1	7.7	14.4	22.6	11.3	15.6	7.2	
Bilibili	哔哩哔哩	BILI US	美元	增持	26.2	30.0	14.6	11.0	19.9	14.8	31.3	22.9	0.7	2.4	16.4	12.3	9.1	34.1	30.1	
Kuaishou	快手	1024 HK	港元	未评级	67.1	n.a.	n.a.	37.4	8.1	7.0	13.0	11.2	0.7	1.7	7.1	23.8	9.1	16.9	15.4	
Baidu	百度	BIDU US	美元	未评级	116.0	n.a.	n.a.	40.7	7.4	6.7	15.8	14.6	1.1	2.1	10.2	6.1	5.8	12.7	12.5	
China Literature	阅文	772 HK	港元	未评级	38.2	n.a.	n.a.	5.0	21.0	20.2	26.4	23.5	1.9	4.4	19.0	6.9	6.8	12.2	8.3	
Meitu	美图	1357 HK	港元	未评级	8.4	n.a.	n.a.	4.9	35.0	25.1	37.4	27.9	0.9	7.1	18.6	17.1	23.0	31.7	36.1	
China average									15.3	11.5	16.3	14.8	1.1	3.0	12.2	14.3	9.6	16.3	23.1	
Amazon	亚马逊	AMZN US	美元	增持	234.7	301.0	28.3	2,508.9	15.4	12.7	26.7	23.6	1.4	3.2	18.3	19.7	11.3	29.7	33.1	
Alphabet	谷歌	GOOGL US	美元	增持	276.4	360.0	30.2	3,338.8	19.3	16.1	25.0	23.7	2.6	8.6	21.7	30.4	14.0	20.0	17.8	
Meta	Meta	META US	美元	增持	609.5	870.0	42.7	1,536.5	15.2	12.7	21.8	18.7	1.1	6.5	13.7	29.3	17.1	3.9	14.2	
Netflix	奈飞	NFLX US	美元	增持	111.2	142.3	27.9	471.3	34.6	27.8	42.6	35.9	1.7	9.2	48.4	45.0	12.4	23.4	21.9	
Uber	优步	UBER US	美元	增持	91.6	121.0	32.1	190.4	22.4	17.8	16.6	23.9	n.a.	3.2	19.4	23.7	15.4	n.a.	n.a.	
Spotify	Spotify	SPOT US	美元	增持	635.8	776.0	22.1	132.5	48.2	35.5	n.a.	44.6	1.0	5.8	40.6	27.5	14.2	53.0	54.3	
Doordash	Doordash	DASH US	美元	增持	207.0	301.0	45.4	89.2	31.6	24.2	38.8	37.8	2.0	5.0	29.5	17.7	24.0	38.0	n.a.	
Lyft	Lyft	LYFT US	美元	增持	23.1	30.0	29.6	9.4		12.6	19.2	15.8	0.7	1.3	8.8	38.6	13.2	26.1	n.a.	
Microsoft	微软	MSFT US	美元	增持	510.2	650.0	27.4	3,791.9	22.3	19.4	36.7	31.9	2.0	n.a.	27.4	29.4	14.4	n.a.	n.a.	
Global average									25.1	19.9	28.4	28.4	1.6	5.3	25.3	29.0	15.1	27.7	28.3	

注：股价采用2025年11月14日收市价；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

2025 年 11 月 17 日 (星期一)

财务预测表

损益表

人民币十亿元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	941	996	1,054	1,231	1,405
营收成本	-586	-598	-619	-720	-819
毛利润	355	398	435	511	586
销售及营销费用	-115	-144	-227	-233	-253
一般及行政费用	-42	-44	-40	-49	-56
产品开发	-52	-57	-60	-79	-89
摊销	-22	-6	-3	-4	-4
减值	-11	-6	0	0	0
总营业费用	-241	-257	-330	-365	-402
营业利润	113	141	105	146	184
利息支出	-8	-10	-9	-8	-8
利息及投资收入	-10	21	32	20	20
其他收入	6	3	0	0	0
税前利润	102	155	129	158	
备付所得税	-23	-35	-29	-39	-47
应占股权投资业绩	-8	6	6	20	20
少数股东权益	-9	-4	1	-1	-2
夹层权益的增值	0	-1	2	0	0
归属于股东的净利润	80	129	107	141	170
归属于股东的非 GAAP 净利润	158	158	113	162	193

财务比率

	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
年成长率					
收入合计	8%	6%	6%	17%	14%
非 GAAP EBITDA	9%	6%	-26%	31%	22%
归属于股东的非 GAAP 净利润	10%	0%	-28%	43%	19%
盈利能力					
毛利率	37.7%	40.0%	41.3%	41.5%	41.7%
非 GAAP EBITDA 利润	20.4%	20.3%	14.2%	15.9%	17.0%
归属于股东的非 GAAP 净利润率	16.8%	15.9%	10.8%	13.1%	13.8%
ROE	16.0%	15.8%	11.0%	14.7%	16.1%
ROA	4.1%	7.1%	5.8%	7.4%	8.5%
每股比率 (人民币)					
非 GAAP 基本每股盈利	62.6	66.9	49.6	72.9	89.7
非 GAAP 摊薄每股盈利	62.1	65.4	48.3	71.1	87.6
非 GAAP 摊薄每股盈利 (美元)	8.75	9.08	6.71	9.88	12.16
非 GAAP 摊薄每股盈利 (港元)	8.47	8.80	6.50	9.57	11.78
估值比率 (x)					
市盈率 (美股)	16.7	16.7	23.3	16.3	13.7
市盈率 (港股)	20.5	19.8	26.8	18.2	14.8

资产负债表

人民币十亿元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
现金及现金等价物	248	145	144	10	168
预付款及应收账款	260	286	298	441	389
股权投资	203	210	214	219	223
物业及设备净额	185	203	226	254	284
无形资产	27	21	23	25	26
证券投资	221	357	357	357	357
其他	621	582	593	605	618
总资产	1,765	1,804	1,856	1,911	2,065
借款	171	231	196	197	198
应计费用和应付账款	298	333	333	333	333
商品存款	13	0	38	7	44
递延收入	73	68	68	68	68
其他	98	82	82	82	82
总负债	652	714	717	687	725
股东权益总额	987	1,010	1,058	1,144	1,261
夹层资本	11	12	12	12	12
少数股东权益	115	69	70	68	67
总资本与夹层资本合计	1,113	1,090	1,139	1,224	1,340
净现金	379	187	232	109	278

现金流量表

人民币十亿元	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
经营活动现金流	183	164	191	35	340
净利润	71	125	108	140	0
折旧	27	29	29	33	38
摊销	18	13	20	23	28
股权激励	19	16	15	17	19
投资证券损益	23	-29	0	0	0
应占股权投资份额	8	-9	-4	-4	-4
营运资金变动	-14	-24	25	-174	90
其他	31	41	-2	0	169
投资活动现金流	-22	-185	-85	-98	-111
资本支出	-33	-86	-74	-86	-98
股权投资增加净额	-2	-4	0	0	0
其他	13	-96	-11	-12	-13
筹资活动现金流	-108	-76	-107	-71	-71
借款增加净额	9	60	-35	1	1
权益增加净额	-106	-116	-72	-72	-72
其他	-12	-20	0	0	0
净现金流	57	-97	-1	-134	158

注：截至2025年11月14日收盘价；阿里巴巴的财政年度3月年结；
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,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