

公司報告

小鹏汽车 (9868 HK)

三季度亏损收窄，人形机器人及Robotaxi加速落地

- 三季度亏损收窄且好于预期，与大众合作获得高毛利收入提升利润率
- 一车双能战略及出海支撑26年销量增长，Robotaxi和机器人落地加速
- 下调公司盈利预测，维持增持评级与目标价115港元/美股29美元

三季度亏损收窄且好于预期，与大众合作获高毛利收入

三季度净亏损3.8亿元（人民币，下同），同比/环比收窄78.9%/20.3%，好于Visible Alpha 5.64亿元预期约32.5%。1）收入：收入204亿元，同比/环比+102%/+11.5%。汽车收入181亿元，同比/环比+105%/+6.9%。三季度销量11.6万辆，同比/环比+149%/+12.4%，单车收入17.6万元，同比/环比-19.1%/-0.8%。2）毛利率：毛利率20.1%，同比/环比+4.9ppt/+2.8ppt，得益于与大众技术合作获高毛利收入。汽车毛利率13.1%，同比/环比+4.5ppt/-1.2ppt。3）费用率：研发/SG&A费用率为11.9%/12.2%，同比-4.2ppt/-3.9ppt，环比-0.2ppt/+0.4ppt。收入增长摊薄费用。4）净利润：净利率为-1.9%，同比/环比+16.0ppt/+0.7ppt。5）指引：四季度交付12.5-13.2万辆，同比+37%-44%，后两月平均4.3万。

Robotaxi与人形机器人加速落地，新车与海外共推盈利增长

1）新车周期强劲驱动盈利改善：四季度X9超级增程版正式交付，预订单量达上一代3倍；2026年将推出3款超级增程及4款全新车型，推动规模与市场份额同步提升。2）Robotaxi启动商业化：计划26年推出3款不同价位车型，采用无高精地图、无激光雷达技术路径，有效降本并提升场景适应性；与高德地图达成生态合作，交通、支付与运营服务形成协同。3）人形机器人：Iron已进入第七代研发，通过跨域整合实现硬件与软件的AI集成，2Q26完成全能力整合，26年底量产。初期将部署于导览、零售等商用场景，长期目标2030年销量100万台，价格与汽车相当。4）VLA 2.0智驾模型即将落地：模型参数提升10倍，26年初全面部署于Ultra车型；技术将向全球伙伴开源，形成可持续的技术授权收入模式。5）海外拓展：欧洲本地化工厂已实现G6/G9量产，26年计划推出3款海外专属车型；欧洲与印尼工厂目标产量达数万辆，本地化采购提升运营能力。

下调盈利预测，维持增持与目标价115港元/29美元

公司明年推进一车双能策略，增程车拓展新市场空间，以及海外拓展加快，26年有充足增长动力，但考虑行业竞争加剧，下调2025-27年销量3%/6%/11%。同时考虑AI相关研发加大投入，同期利润预测调整为-14亿/12亿/37亿（前次-12亿/26亿/53亿）。维持增持评级及目标价115港元/29美元，对应1.9x FY26 P/S，低于历史平均4.2x，高于向下一个标准差0.9x。因公司在人形机器人及Robotaxi两大赛道落地显著领先同业，给予估值高于其余领先的新势力。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	30,676	40,866	78,048	105,590	130,470
同比增长 (%)	14.2%	33.2%	91.0%	35.3%	23.6%
净利润	-10,376	-5,790	-1,482	1,210	3,700
同比增长 (%)	13.5%	-44.2%	-74.4%	n.a	205.8%
每股盈利 (人民币元)	-5.96	-3.06	-0.78	0.64	1.96
市盈率 (x)	n.a	n.a	n.a	137.2	44.9
市销率 (x)	5.4	4.1	2.1	1.6	1.3
ROE (%)	-28.3%	-17.1%	-4.9%	4.0%	11.3%

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测；截至2025年11月17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

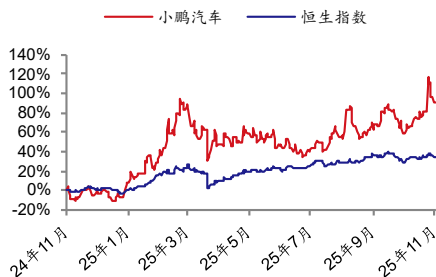
与市场预期差

我们对公司拓展增程车偏乐观，但对公司的纯电类别车型更偏谨慎。对公司与大众合作、加快出海，以此持续改善盈利偏乐观。我们预计公司未来AI赛道研发投入加大，费用规模有可能超市场预期。

增持

前次评级	增持
股价	96.0港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	115港元(+20%)
前次目标价	115港元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
9868 HK	21.2	23.7	91.2
恒生指数	4.5	13.1	34.8

行业：汽车汽配

恒生指数	26,384
国企指数	9,328

重要数据

52周股价区间 (港元)	42.9 - 110.8
港股市值 (百万港元)	166,437
日均成交量 (百万股)	43.18
每股净资产 (人民币)	17.44

主要股东

Simplicity Holding Limited	17.37%
淘宝中国控股有限公司	7.52%
Volkswagen Finance Luxembourg S.A.	4.99%

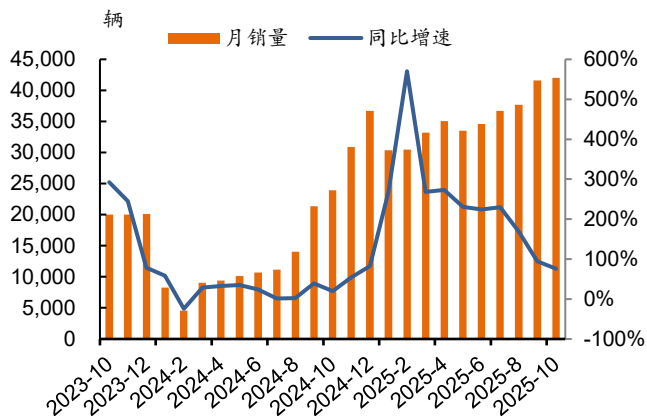
资料来源：彭博

相关报告

- 小鹏汽车 (9868 HK) - 汽车利润率超预期，深化大众合作拓展新收入流 (增持) (2025/8/20)
- 小鹏汽车 (9868 HK) - 一季度业绩持续大幅改善，新品强周期将启动 (增持) (2025/5/22)

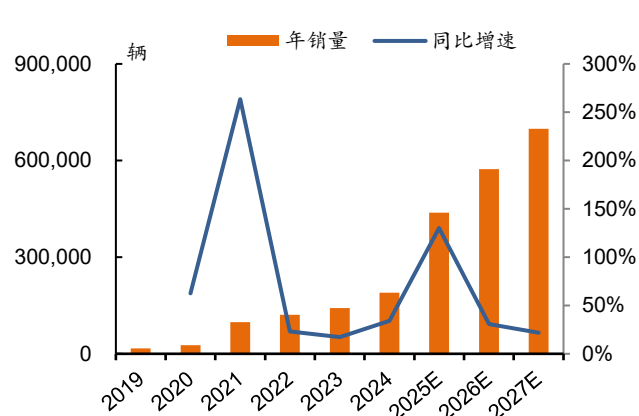
重点图表

图1: 公司月销量维持高增



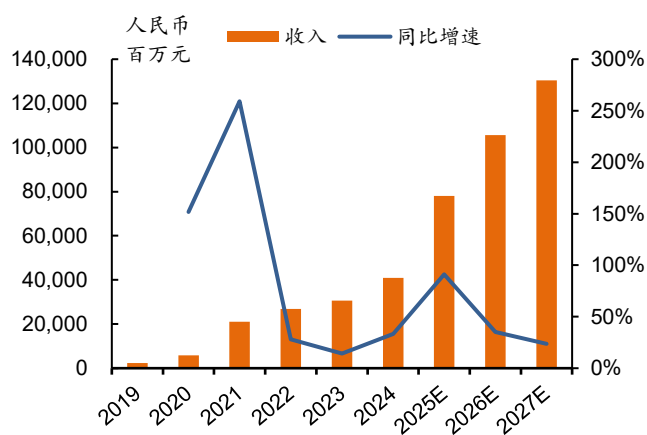
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图2: 公司年销量仍保持增长



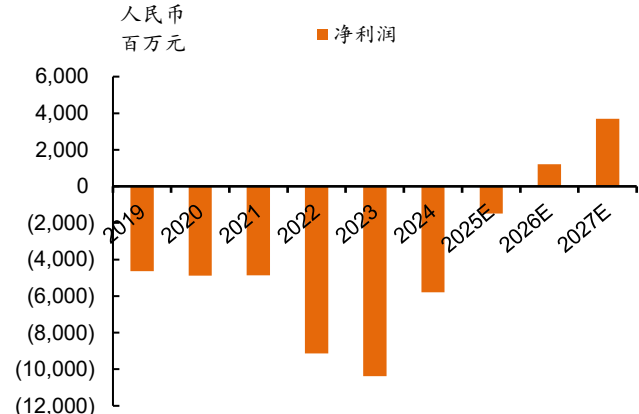
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图3: 公司收入随销量增长



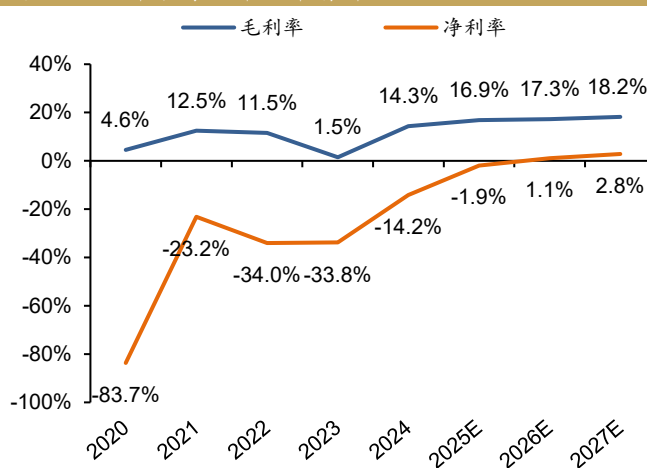
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图4: 净利润26年有望转正



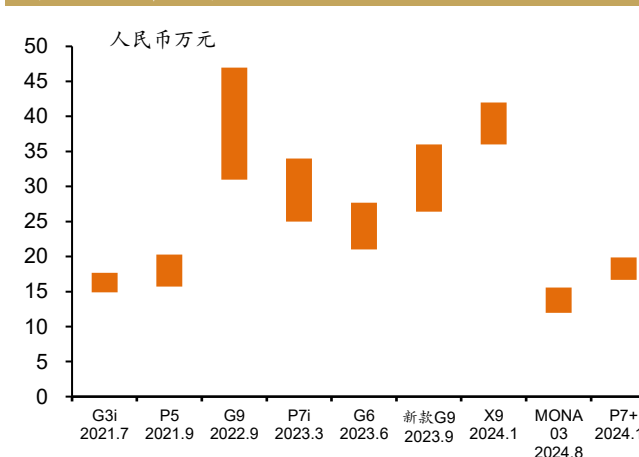
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图5: 毛利率和净利率稳中有升



资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图6: 小鹏车型价位区间



资料来源: 汽车之家, 招商证券 (香港)

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	10,102	16,105	15,811	18,274	20,381	101.8%	11.5%
车辆销售收入	8,795	14,671	14,369	16,884	18,054	105.3%	6.9%
营业成本	(8,560)	(13,780)	(13,351)	(15,107)	(16,277)	90.1%	7.7%
毛利	1,541	2,325	2,460	3,167	4,104	166.3%	29.6%
研发费用	(1,633)	(2,006)	(1,981)	(2,206)	(2,429)	48.7%	10.1%
销售、行政及一般费用	(1,633)	(2,275)	(1,946)	(2,167)	(2,493)	52.6%	15.0%
其他收益	(122)	401	426	271	66	n.a	-75.5%
营业利润	(1,847)	(1,556)	(1,041)	(935)	(751)	-59.3%	-19.6%
财务收益净额	235	207	162	233	201	-14.1%	-13.5%
其他收益净额	(163)	(1)	230	171	156	n.a	-8.6%
除税前溢利	(1,775)	(1,350)	(649)	(531)	(394)	-77.8%	-25.9%
所得税	(7)	44	(8)	9	7	n.a	-24.5%
净亏损	(1,808)	(1,330)	(664)	(478)	(381)	-78.9%	-20.3%
毛利率	15.3%	14.4%	15.6%	17.3%	20.1%	4.9ppt	2.8ppt
经营利润率	-18.3%	-9.7%	-6.6%	-5.1%	-3.7%	14.6ppt	1.4ppt
净利率	-17.9%	-8.3%	-4.2%	-2.6%	-1.9%	16.0ppt	0.7ppt
研发费用率	16.2%	12.5%	12.5%	12.1%	11.9%	-4.2ppt	-0.2ppt
销售、行政及一般费用率	16.2%	14.1%	12.3%	11.9%	12.2%	-3.9ppt	0.4ppt
财务费用率	-2.3%	-1.3%	-1.0%	-1.3%	-1.0%	1.3ppt	0.3ppt
合计费用率	30.0%	25.3%	23.8%	22.7%	23.2%	-6.9ppt	0.5ppt
销量 (辆)	46,533	91,507	94,008	103,181	116,007	149.3%	12.4%
单车平均售价 (万元人民币)	21.7	17.6	16.8	17.7	17.6	-19.1%	-0.8%
单车毛利 (万元人民币)	(3.9)	(1.5)	(0.7)	(0.5)	(0.3)	-91.5%	-29.1%
单车净利润 (万元人民币)	3.3	2.5	2.6	3.1	3.5	6.8%	15.3%

资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

图 8: 关键盈利预测调整

(人民币百万元)	新预测			原预测			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
汽车销量 (辆)									
总销量	437,704	573,000	698,000	452,803	608,000	788,000	-3.3%	-5.8%	-11.4%
平均销售单价 (人民币元)	161,679	170,442	174,068	163,452	171,481	180,980	-1.1%	-0.6%	-3.8%
费用率									
销售、行政及一般费用率	10.0%	8.3%	7.3%	10.0%	8.0%	7.0%	0.0ppt	0.3ppt	0.3ppt
研发费用率	11.0%	9.4%	9.2%	11.0%	9.4%	9.0%	0.0ppt	0.0ppt	0.2ppt
利润率									
毛利率	16.9%	17.3%	18.2%	17.3%	18.4%	18.6%	-0.4ppt	-1.1ppt	-0.4ppt
营业利润率	-3.1%	-0.1%	2.0%	-2.7%	1.3%	2.8%	-0.4ppt	-1.4ppt	-0.8ppt
净利率	-1.9%	1.1%	2.8%	-1.5%	2.3%	3.4%	-0.4ppt	-1.2ppt	-0.6ppt

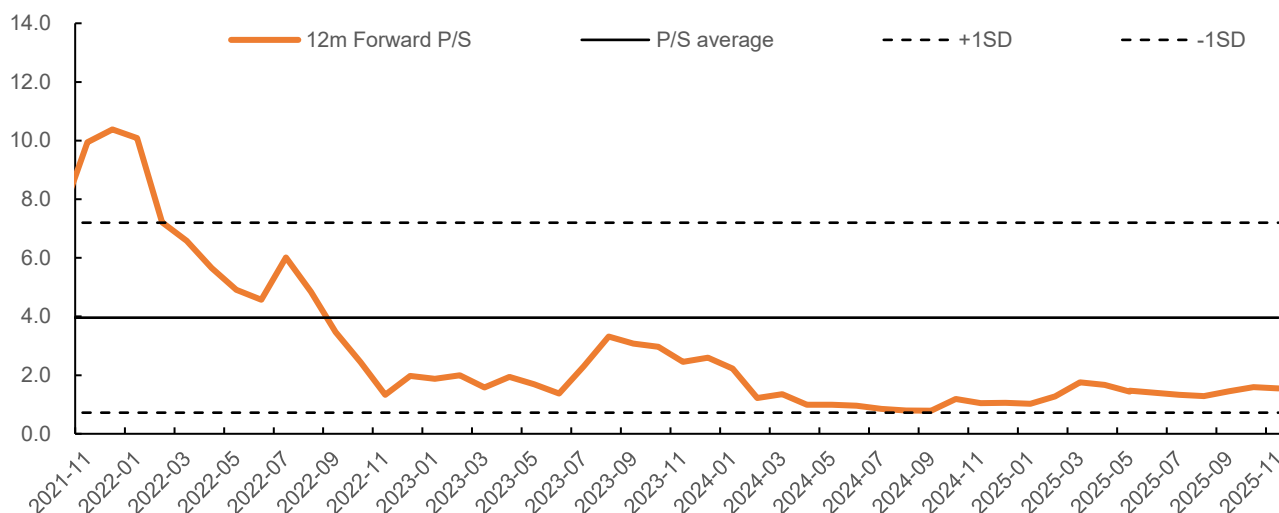
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图9: 利润表关键科目预测调整

(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	78,048	105,590	130,470	81,173	113,860	155,406	-3.8%	-7.3%	-16.0%
营业成本	-64,862	-87,365	-106,732	-67,097	-92,960	-126,571	-3.3%	-6.0%	-15.7%
毛利	13,186	18,225	23,738	14,076	20,900	28,835	-6.3%	-12.8%	-17.7%
销售、行政及一般费用	-7,805	-8,764	-9,524	-8,117	-9,109	-10,878	-3.8%	-3.8%	-12.4%
研发费用	-8,585	-9,925	-12,003	-8,929	-10,703	-13,987	-3.8%	-7.3%	-14.2%
营业利润	-2,404	-64	2,611	-2,170	1,488	4,370	10.8%	-104.3%	-40.3%
财务费用净额	922	1,408	1,742	922	1,461	1,922	0.0%	-3.6%	-9.4%
税前利润	-1,482	1,344	4,352	-1,249	2,950	6,292	18.7%	-54.4%	-30.8%
应交所得税	0	-134	-653	0	-295	-944	n.a	-54.4%	-30.8%
本年利润	-1,482	1,210	3,700	-1,249	2,655	5,348	18.7%	-54.4%	-30.8%
股东应占利润	-1,482	1,210	3,700	-1,249	2,655	5,348	18.7%	-54.4%	-30.8%

资料来源: 公司公告, 招商证券 (香港) 预测

图 10: 公司股价仍处于 12 个月前瞻市销率历史平均向下一个标准差水平



资料来源: 公司公告, 招商证券 (香港) 预测

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	100.7	130.0	29%	122,696	23.8	18.5	4.0	3.5	1.0	0.9	16.9	18.7	1.3	1.6	-50.6
理想汽车	2015 HK	增持	75.4	115.0	53%	20,766	30.0	14.3	1.9	1.7	1.2	0.8	6.4	11.9	0.0	0.0	-135.3
小鹏汽车	9868 HK	增持	96.0	115.0	20%	23,586	n.a	n.a	5.6	5.4	2.1	1.6	-4.9	4.0	0.0	0.0	-56.4
蔚来汽车	9866 HK	未评级	49.3	n.a	n.a	15,694	n.a	n.a	65.6	-41.1	1.2	0.9	-191.9	22.4	0.0	0.0	2.3
零跑汽车	9863 HK	未评级	54.8	n.a	n.a	74,068	n.a	n.a	5.8	4.2	1.0	0.6	7.3	26.5	0.0	0.0	-165.8
特斯拉	TSLA US	中性	408.9	473.0	16%	1,359,994	224.8	166.4	18.1	16.4	14.1	11.8	5.8	7.7	0.0	0.0	-31.1
平均							92.9	66.4	16.9	-1.7	3.4	2.8	-26.7	15.2	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%	24,342	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	17.2	32.0	86%	22,390	10.5	8.8	1.6	1.4	0.5	0.4	17.2	17.4	3.7	4.0	-37.2
广汽集团	2238 HK	未评级	3.4	n.a	n.a	9,395	-10.9	116.2	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	9.4	n.a	n.a	9,969	939.0	132.3	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	28.5	n.a	n.a	10,109	10.6	9.4	1.6	1.4	0.7	0.6	15.8	4.7	5.3	6.0	-7.6
平均							191.7	54.8	1.0	0.9	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	11.8	22.3	90%	3,578	6.8	5.2	0.5	0.5	0.1	0.1	7.9	9.6	6.8	8.7	39.6
美东汽车	1268 HK	未评级	1.7	n.a	n.a	287	-2.4	10.3	1.1	1.0	0.1	0.1	10.1	-17.6	1.8	4.4	-10.9
永达汽车	3669 HK	未评级	1.7	n.a	n.a	401	9.2	0.7	0.3	0.3	0.0	0.0	-11.1	2.9	6.7	4.9	23.1
平均							4.5	5.4	0.6	0.6	0.1	0.1	2.3	-1.7	5.1	6.0	17.3
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	增持	19.7	19.1	-3%	21,777	13.2	11.7	1.7	1.5	0.7	0.7	12.5	12.8	2.0	2.3	-4.5
福耀玻璃	3606 HK	增持	68.8	86.0	25%	23,913	18.7	15.9	4.1	3.7	3.6	3.1	22.1	23.0	3.2	3.7	-10.0
敏实集团	425 HK	增持	36.3	42.0	16%	5,442	13.9	12.0	1.8	1.6	1.5	1.3	12.5	13.0	1.4	2.5	27.0
京东方精电	710 HK	中性	5.0	6.8	37%	506	9.9	8.5	0.9	0.8	0.3	0.2	10.2	10.8	3.4	3.3	-68.1
耐世特	1316 HK	未评级	6.4	n.a	n.a	2,060	15.3	12.0	1.0	0.9	0.5	0.4	7.8	1.8	2.0	2.5	-13.0
平均							14.2	12.0	1.9	1.7	1.3	1.1	13.0	12.3	2.4	2.9	-13.7
机器人产业链																	
地平线机器人	9660 HK	增持	7.9	13.8	74%	14,910	n.a	n.a	17.2	40.8	30.3	18.7	n.a	n.a	0.0	0.0	n.a
禾赛科技	HSAI US	增持	18.3	28.0	53%	2,861	40.3	25.8	0.3	0.3	6.3	4.4	4.6	7.7	0.0	0.0	-62.6
优必选	9880 HK	增持	126.9	172.0	36%	7,704	n.a	n.a	30.6	28.9	29.5	19.7	-47.6	-38.4	0.0	0.0	16.5
越疆	2432 HK	增持	39.4	76.0	93%	1,998	n.a	n.a	15.3	14.2	28.0	20.9	-1.0	5.1	0.0	0.0	n.a
平均							40.3	25.8	15.8	21.0	23.5	15.9	-14.6	-8.5	0.0	0.0	-23.1
整体平均							80.1	33.8	7.9	3.9	5.4	3.9	-3.8	7.3	1.9	2.2	-26.4

收盘价截至2025年11月17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

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	54,522	49,736	70,331	85,210	101,928
货币资金	21,127	18,586	27,975	35,061	44,979
定期存款及其他短期投资	10,538	13,683	13,683	13,683	13,683
应收款项	2,716	2,450	6,244	8,447	10,438
存货	5,526	5,563	10,303	13,878	16,954
预付款项及其他资产	2,489	3,135	5,807	7,822	9,555
其他流动资产	12,125	6,319	6,319	6,319	6,319
非流动资产合计	29,641	32,970	36,062	39,353	42,253
物业、厂房及设备	10,954	11,522	13,369	14,951	16,305
无形资产	4,949	4,610	4,110		
其他非流动资产	13,737	16,838	18,584		
资产总计	84,163	82,706	106,393	124,563	144,181
流动负债合计	36,112	39,865	63,901	79,502	93,787
短期借款	3,889	4,609	5,531	6,637	7,965
应付贸易款和应付票据	22,210	23,080	45,823	59,871	72,294
其他流动负债	10,012	12,175	12,547	12,993	13,528
非流动负债合计	11,722	11,566	12,699	14,059	15,690
长期债务	5,651	5,665	6,797	8,157	9,788
经营租赁负债非流动部分	1,491	1,346	1,346	1,346	1,346
其他非流动负债	4,581	4,556	4,556	4,556	4,556
负债合计	47,834	51,431	76,601	93,560	109,477
夹层股本-可转换优先股	0	0	0	0	0
普通股	0	0	0	0	0
股本溢价	70,198	70,672	70,672	70,672	70,672
其他综合收益	1,831	2,094	2,094	2,094	2,094
留存收益	-35,760	-41,586	-43,068	-41,858	-38,156
股东应占权益	36,329	31,275	29,793	31,002	34,704
少数股东权益	0	0	0	0	0
权益合计	36,329	31,275	29,793	31,002	34,704
负债及权益合计	84,163	82,706	106,393	124,563	144,181

现金流量表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	956	-2,012	10,462	7,675	9,922
年内利润	-10,376	-5,790	-1,482	1,210	3,700
折旧及摊销	2,107	2,573	2,203	2,413	2,591
营运资本变动	7,352	-443	9,742	4,052	3,632
其它经营活动现金流	1,873	1,648	0	0	0
投资活动现金流	631	-1,255	-3,500	-3,500	-3,500
资本支出	-2,312	-2,428	-3,500	-3,500	-3,500
短期投资净额	5,441	-2,984	0	0	0
其它投资活动现金流	-2,499	4,157	0	0	0
筹资活动现金流	8,015	669	2,426	2,912	3,494
发行普通股所得款	0	0	0	0	0
发行可转换优先股所得款	0	0	0	0	0
净借款	3,110	1,229	2,426	2,912	3,494
其它筹资活动现金流	4,906	-559	0	0	0
现金净增加额	9,588	-2,562	9,389	7,086	9,918
汇率变动对现金的影响	-15	36	0	0	1
期末现金及现金等价物	24,302	21,740	31,129	38,215	48,132

利润表

人民币百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	30,676	40,866	78,048	105,590	130,470
营业成本	-30,225	-35,021	-64,862	-87,365	-106,732
毛利	451	5,846	13,186	18,225	23,738
研发费用	-5,277	-6,457	-8,585	-9,925	-12,003
销售、行政及一般费用	-6,559	-6,871	-7,805	-8,764	-9,524
其他支出	495	823	800	400	400
营业利润	-10,889	-6,658	-2,404	-64	2,611
财务费用净额	991	1,031	922	1,408	1,742
投资收入净额	-410	0	0	0	0
其他收益净额	-85	-203	0	0	0
除税前溢利	-10,394	-5,831	-1,482	1,344	4,352
所得税	-37	70	0	-134	-653
年内溢利	-10,376	-5,790	-1,482	1,210	3,700
少数股东损益	0	0	0	0	1
净利润	-10,376	-5,790	-1,482	1,210	3,700

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	14.2%	33.2%	91.0%	35.3%	23.6%
营业利润	25.1%	-38.9%	-63.9%	-97.3%	n.a
净利润	13.5%	-44.2%	-74.4%	n.a	205.8%
获利能力					
毛利润率	1.5%	14.3%	16.9%	17.3%	18.2%
营业利润率	-35.5%	-16.3%	-3.1%	-0.1%	2.0%
净利率	-33.8%	-14.2%	-1.9%	1.1%	2.8%
ROE	-28.3%	-17.1%	-4.9%	4.0%	11.3%
ROA	-13.3%	-6.9%	-1.6%	1.0%	2.8%
偿债能力					
资产负债率	56.8%	62.2%	72.0%	75.1%	75.9%
净负债比例	-31.9%	-26.6%	-52.5%	-65.4%	-78.5%
流动比率	151.0%	124.8%	110.1%	107.2%	108.7%
速动比率	135.7%	110.8%	93.9%	89.7%	90.6%
营运能力					
资产周转天数	926	745	442	399	376
存货周转天数	61	58	45	51	53
应收账款周转天数	32	22	20	25	26
应付账款周转天数	213	236	181	212	220
每股资料 (人民币元)					
每股盈利	-5.96	-3.06	-0.78	0.64	1.96
每股现金流	0.55	-1.06	5.53	4.06	5.25
每股净资产	20.87	16.54	15.75	16.39	18.35
每股派息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
市盈率(x)	n.a	n.a	n.a	137.2	44.9
市销率(x)	5.4	4.1	2.1	1.6	1.3

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,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