



## 零跑汽车 (9863.HK): 四季度毛利率大幅改善, 国内与海外市场共助销量成长

我们重申零跑汽车的“买入”评级。我们下调零跑汽车 (9863.HK) 目标价至 29.8 港元, 潜在升幅 25%。

- 重申零跑汽车的“买入”评级:** 在国内市场, 零跑今年销量目标为 25 万-30 万辆。考虑到 3 月、6 月、年底分别交付的 C10、C16、5 座 A 级 SUV 3 款新车型, 配合渠道调整和扩张, 零跑有望在 4Q24 实现 3 万辆/月以上交付。在海外市场, 公司目标在今年底明年初完成欧洲、中东非、亚太、南美四个地区的落地。同时配合明年 A12 和 A03 投放, 海外销量有望在 2025 年加速增长; 与 Stellantis 合作有望给海外扩张提供保障。长期来看, 零跑还将以一级供应商 (Tier 1) 的角色向主机厂供应核心零部件, 以增厚基本面。目前, 零跑 2024/25 的市销率为 1.1x 和 0.6x, 估值吸引。综合考虑公司相对更畅顺的海外扩张和毛利率的持续改善, 我们继续将零跑 (9863.HK) 选为新能源车行业的首推标的之一。
- 汽车毛利率大幅改善:** Q4 毛利率为 6.7%, 同比、环比增长 13.6/5.5 个百分点, 超出我们此前预测, 主要来自销售规模的扩大和连续的降本, 尤其是技术降本。4Q23 的毛利率提升是在公司汽车销售平均价格同比、环比分别下降 26%/25% 的情况做到的。因此, 我们看到零跑单车成本的下降速度高于售价端的价格促销, 与之前[价格竞争与电池降本分析](#)中的情况大体一致。我们认为此毛利率改善趋势有望在 2024 年延续。因此, 零跑 4Q23 营业亏损与净亏损皆同比环比改善, 优于我们和市场预期。
- 极致内卷应对中国市场激烈的竞争:** 以 6 个月为周期, 从 2022 年 9 月至 2024 年 3 月, 零跑已经完成 3 轮降本, 并即将进入第四轮。通过全域自研, 零跑可以制造 60%-70% 的汽车电子物料。叠加不断进行的技术降本, 零跑力争实现每轮降本 1 万-1.5 万元, 从而在中国市场竞争中脱颖而出。而且, 零跑目前主力车型所在的 10 万元-20 万元的价格段面对新势力的竞争最小, 因而我们看好零跑这两年国内销量增长。
- 估值:** 我们采用分部加总法估值, 使用市销率进行估值, 分别给予零跑 2024 年汽车销售和服务及其他收入 1.1x 和 5.0x 的市销率, 得到目标价 29.8 港元, 潜在升幅 25%, 对应目标市销率 1.1x。
- 投资风险:** 新能源汽车行业需求增长不及预期拖累销量增速。新车型及改款主力车型订单表现不及预期。出海进度慢于预期, 拖累公司销量成长。渠道优化进度不及预期。智能驾驶研发进度持续落后。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营收	12,385	16,747	33,820	61,495	79,729
营收同比增速	295%	35%	102%	82%	30%
毛利率	(15.4%)	0.5%	7.9%	10.8%	13.8%
净利润 (损失)	(5,109)	(4,216)	(2,726)	(218)	3,062
净损失增速	80%	(17%)	(35%)	(92%)	NM
目标市销率(x)	2.3	1.9	1.1	0.6	0.5

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师  
 tony\_shen@spdbi.com  
 (852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师  
 sia\_huang@spdbi.com  
 (852) 2809 0355

2024 年 3 月 26 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	29.8
潜在升幅/降幅	+25%
目前股价 (港元)	23.9
52 周内股价区间 (港元)	48.5-19.6
总市值 (百万港元)	27,101
近 3 月日均成交额 (百万港元)	79.0

注: 截至 2024 年 3 月 25 日收盘价

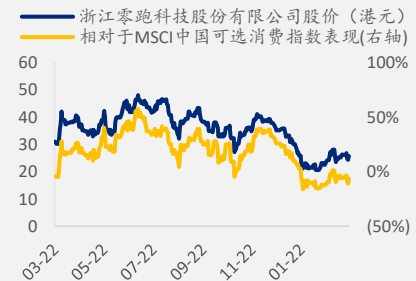
### 市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>12,385</b>	<b>16,747</b>	<b>33,820</b>	<b>61,495</b>	<b>79,729</b>
营业成本	(14,296)	(16,666)	(31,137)	(54,852)	(68,695)
<b>毛利润 (损失)</b>	<b>(1,911)</b>	<b>80</b>	<b>2,683</b>	<b>6,643</b>	<b>11,033</b>
<b>营业费用</b>	<b>(3,315)</b>	<b>(4,458)</b>	<b>(5,563)</b>	<b>(7,057)</b>	<b>(8,190)</b>
销售、行政及一般费用	(1,114)	(1,795)	(2,239)	(2,962)	(3,460)
研发费用	(1,411)	(1,920)	(2,399)	(2,829)	(3,080)
其他支出	51	115	141	141	141
<b>营业利润 (损失)</b>	<b>(5,227)</b>	<b>(4,377)</b>	<b>(2,880)</b>	<b>(414)</b>	<b>2,844</b>
<b>营业外收支</b>	<b>118</b>	<b>161</b>	<b>155</b>	<b>197</b>	<b>220</b>
利息收入/(支出)净额	106	157	136	162	162
衍生工具负债之公允价值收益	12	4	17	17	18
其他收益-非经营	-	-	2	18	40
<b>除税前溢利</b>	<b>(5,109)</b>	<b>(4,216)</b>	<b>(2,725)</b>	<b>(217)</b>	<b>3,064</b>
所得税	(0)	(0)	(1)	(2)	(2)
<b>净利润</b>	<b>(5,109)</b>	<b>(4,216)</b>	<b>(2,726)</b>	<b>(218)</b>	<b>3,062</b>
基本股数 (百万)	1,045	1,165	1,359	1,359	1,359
摊销股数 (百万)	1,045	1,165	1,359	1,359	1,359
<b>基本每股收益 (元)</b>	<b>(4.89)</b>	<b>(3.62)</b>	<b>(2.01)</b>	<b>(0.16)</b>	<b>2.25</b>
<b>稀释每股收益 (元)</b>	<b>(4.89)</b>	<b>(3.62)</b>	<b>(2.01)</b>	<b>(0.16)</b>	<b>2.25</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>(2,400)</b>	<b>1,082</b>	<b>7,827</b>	<b>21,453</b>	<b>24,808</b>
净利润	(5,109)	(4,216)	(2,726)	(218)	3,062
折旧	395	427	515	797	1,260
摊销	(13)	(14)	(14)	(14)	(15)
汇兑(收益)/损失	52	(18)	-	-	-
利息费用	5	23	-	-	-
其他经营活动现金流	813	775	-	-	-
<b>营运资金变动</b>	<b>1,456</b>	<b>4,105</b>	<b>10,052</b>	<b>20,889</b>	<b>20,502</b>
应收账款(增加)/减少	(904)	759	(664)	(868)	(251)
存货(增加)/减少	(1,026)	(471)	(1,011)	(1,358)	(264)
应付账款增加/(减少)	3,391	3,860	11,309	21,704	18,869
其他经营资金变动	(5)	(43)	418	1,411	2,148
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>(1,292)</b>	<b>(4,860)</b>	<b>(2,340)</b>	<b>(4,001)</b>	<b>(4,440)</b>
资本支出	(1,371)	(1,306)	(2,638)	(4,269)	(4,682)
取得或购买长期投资	(47)	(98)	-	-	-
银行存款增加	(428)	(1,615)	-	-	-
短期投资	352	(2,022)	299	269	242
其他	202	181	-	-	-
<b>融资活动产生的现金流量净额</b>	<b>6,355</b>	<b>8,552</b>	<b>2,837</b>	<b>5,047</b>	<b>4,488</b>
借款	1,254	2,026	2,837	5,047	4,488
发行股份	-	-	-	-	-
其他	5,102	6,525	-	-	-
外汇损益	(53)	9	-	-	-
<b>现金流量净流量</b>	<b>2,611</b>	<b>4,782</b>	<b>8,325</b>	<b>22,500</b>	<b>24,856</b>
<b>期初现金及现金等价物</b>	<b>4,338</b>	<b>6,949</b>	<b>11,731</b>	<b>20,056</b>	<b>42,556</b>
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>6,949</b>	<b>11,731</b>	<b>20,056</b>	<b>42,556</b>	<b>67,412</b>

### 资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	8,852	16,619	24,943	47,443	72,299
短期投资	930	2,987	2,688	2,419	2,177
应收账款	1,685	926	1,590	2,458	2,708
存货	1,749	1,719	2,731	4,089	4,353
其他流动资产	422	436	523	628	753
<b>流动资产合计</b>	<b>13,638</b>	<b>22,687</b>	<b>32,475</b>	<b>57,036</b>	<b>82,291</b>
固定资产-物业、厂房及设备	3,208	3,868	5,992	9,464	12,886
资产使用权-非流动资产	820	732	732	732	732
无形资产	447	450	464	478	493
长期投资	30	44	44	44	44
其他非流动资产	1,124	672	672	672	672
<b>资产总计</b>	<b>19,268</b>	<b>28,453</b>	<b>40,379</b>	<b>68,427</b>	<b>97,118</b>
短期借款	1,019	1,581	3,509	7,083	10,600
应付账款	5,987	9,847	21,156	42,859	61,728
其他流动负债	2,252	2,526	3,031	4,546	6,819
<b>流动负债合计</b>	<b>9,257</b>	<b>13,954</b>	<b>27,696</b>	<b>54,489</b>	<b>79,147</b>
长期借款	773	892	1,801	3,275	4,246
其他非流动负债	978	1,110	1,110	1,110	1,110
<b>负债合计</b>	<b>11,009</b>	<b>15,955</b>	<b>30,607</b>	<b>58,873</b>	<b>84,503</b>
普通股	1,143	1,337	1,337	1,337	1,337
留存收益	-	-	(2,726)	(2,944)	117
其他综合收益	7,116	11,161	11,161	11,161	11,161
<b>股东权益合计</b>	<b>8,259</b>	<b>12,498</b>	<b>9,772</b>	<b>9,554</b>	<b>12,615</b>
<b>负债及股东权益合计</b>	<b>19,268</b>	<b>28,453</b>	<b>40,379</b>	<b>68,427</b>	<b>97,118</b>

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>营运指标增速</b>					
营业收入增速	295%	35%	102%	82%	30%
毛利润增速	38%	NM	3234%	148%	66%
营业损失增速	82%	(16%)	(34%)	(86%)	NM
净损失增速	80%	(17%)	(35%)	(92%)	NM
<b>盈利能力</b>					
净资产收益率	(66.0%)	(40.6%)	(24.5%)	(2.3%)	27.6%
总资产报酬率	(32.1%)	(17.7%)	(7.9%)	(0.4%)	3.7%
投入资本回报率	(52.0%)	(29.2%)	(19.1%)	(2.1%)	10.3%
<b>利润率</b>					
毛利率	(15.4%)	0.5%	7.9%	10.8%	13.8%
营业利润率	(42.2%)	(26.1%)	(8.5%)	(0.7%)	3.6%
净利润率	(41.3%)	(25.2%)	(8.1%)	(0.4%)	3.8%
<b>营运能力</b>					
<b>现金循环周期</b>					
应收账款周转天数	36	28	14	12	12
存货周转天数	32	38	26	23	22
应付账款周转天数	110	173	182	213	278
净债务 (净现金)	(7,060)	(14,146)	(19,633)	(37,086)	(57,454)
自由现金流	(1,882)	1,645	10,479	25,737	29,504

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

## ● 业绩回顾及预测调整

### 零跑汽车 4Q23 业绩：

- 营业收入为人民币 52.78 亿元，同比增长 75%，环比下降 7%，不及市场预期，主要由于汽车平均售价的降幅大于我们的预测。
- 交付量为 55,328 辆，同比增长 135%，环比增长 54%。汽车平均售价同比下降 26%，环比下降 25%。
- 毛利率为 6.7%，同比改善 13.6 个百分点，由负转正；环比改善 5.5 个百分点，表现超市场预期。毛利率改善的原因主要是销售规模的提升和连续的降本。
- 营业亏损为人民币 10.18 亿元，同比收窄 26%，环比收窄 1%。营业费用率为 26.0%，同比下降 12.6 个百分点，环比增长 6.7 个百分点。
- 净亏损为人民币 9.47 亿元，同比收窄 29%，环比收窄 4%。净亏损程度低于一致预测。

### 业绩会要点：

- **销量目标：**管理层预期全年国内销量达到 25 万-30 万辆，4Q24 达到月交付 3 万辆以上。车型拆分上，公司希望 C 系列销量占比达到 80% 以上；C 系列内部则希望销量能够较为平衡，利于公司产能调配。而与 Stellantis 的 JV 出口要到三季度末才开始交付。
- **毛利率指引：**全年毛利率指引 5%-10% 区间。
- **降本措施：**公司整体的降本措施以 6 个月为周期，到 2024 年 3 月底已完成了三个周期，马上会进入第四轮降本周期。每个降本周期公司希望实现除电芯外降本能力达到 1 万-1.5 万元。
- **新品规划：**今年国内除了 C10 和 C16，年底还将发布一款 5 座 A 级 SUV；海外明年将会有 A12 和 A03 投放市场。
- **出海策略：**公司希望欧洲、南美、中东非、亚太 4 大区同时落地，加快节奏，同时在 2024 年底、1Q25 之前实现所有人员、网点、产品到位。
- **商业模式：**除了国内和海外的整车市场，零跑还将以 Tier1 的角色向主机厂供应核心零部件，该项业务将在 2025-2026 年真正体现效益。
- **智能驾驶：**C10 上已经发布的 NAP，在上海和杭州开通高速和城市高架的自动驾驶。管理层相信通过 3-6 个月的优化，零跑在智驾方面整体的能力会逐渐向业内的头部企业靠拢。

图表 2：零跑汽车 4Q23 业绩详情

人民币百万	4Q23	4Q22	同比	3Q23	环比
营业收入	5,278	3,015	75%	5,656	(7%)
毛利润 (损失)	355	(209)	NM	67	427%
营业利润 (损失)	(1,018)	(1,372)	(26%)	(1,025)	(1%)
净利润 (损失)	(947)	(1,325)	(29%)	(986)	(4%)
基本每股收益 (人民币)	(0.77)	(1.16)	(34%)	(0.86)	(11%)

利润率	4Q23	4Q22	百分点	3Q23	百分点
毛利率	6.7%	(6.9%)	13.6	1.2%	5.5
营业费用率	26.0%	38.6%	(12.6)	19.3%	6.7
营业利润率	(19.3%)	(45.5%)	26.2	(18.1%)	(1.2)
净利率	(17.9%)	(43.9%)	26.0	(17.4%)	(0.5)

汽车销售	4Q23	4Q22	同比	3Q23	环比
汽车销量 (辆)	55,328	23,524	135%	36,000	54%
汽车均价 (人民币)	95,361	128,118	(26%)	127,544	(25%)
汽车销售收入 (人民币百万)	5,276	3,014	75%	5,653	(7%)

资料来源：公司公告、浦银国际

## 零跑汽车预测调整

- 下调零跑 2024、2025 年的营业收入预测值，主要考虑到激烈的行业竞争环境以及公司在大众市场主力产品销售规模持续扩大带来的汽车平均售价下行。
- 略微上调零跑 2024、2025 年的净亏损预测值，预计公司将在 2026 年实现净利润的转正。

图表 3：零跑汽车财务预测：新预测 vs 前预测

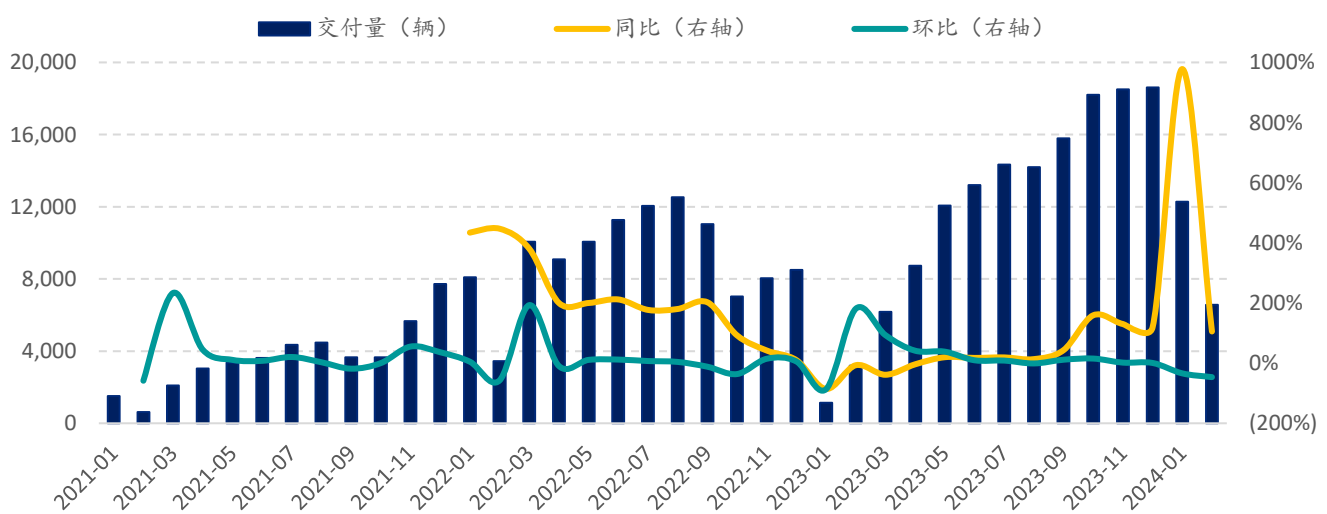
人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	33,820	38,713	(13%)	61,495	64,175	(4%)	79,729	-	-
毛利润 (损失)	2,683	2,750	(2%)	6,643	6,177	8%	11,033	-	-
经营利润 (损失)	(2,880)	(2,535)	14%	(414)	(34)	1111%	2,844	-	-
净利润 (损失)	(2,726)	(2,393)	14%	(218)	151	NM	3,062	-	-
基本每股收益 (元)	(2.01)	(1.79)	12%	(0.16)	0.11	NM	2.25	-	-

利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	7.9%	7.1%	0.8	10.8%	9.6%	1.2	13.8%	-	-
营业费用率	16.4%	13.7%	2.8	11.5%	9.7%	1.8	10.3%	-	-
营业利润率	(8.5%)	(6.5%)	(2.0)	(0.7%)	(0.1%)	(0.6)	3.6%	-	-
净利率	(8.1%)	(6.2%)	(1.9)	(0.4%)	0.2%	(0.6)	3.8%	-	-

资料来源：浦银国际预测

图表 4：零跑汽车月度销量：2 月交付 6,566 辆，环比下降 47%，同比增长 105%



资料来源：公司公告、浦银国际

## ● 分部加总估值

我们采用 SOTP (Sum of Total Parts, 分部加总法) 对零跑进行估值预测。我们预测零跑 2024 年的汽车销售、服务及其他收入增速分别为 102% 和 38%，分别给予 1.1x 和 5.0x 的市销率, 同时采用 0.9200 的港元/人民币汇率计算, 得到 29.8 港元的目标价, 维持“买入”评级, 潜在升幅 25%。

图表 5: 零跑分部加总估值法 (2024 年)

人民币百万	收入	收入增速	市销率 (x)	估值
汽车销售	33,800	102%	1.1	37,180
服务及其他	19	38%	5.0	96
<b>合计</b>	<b>33,820</b>	<b>102%</b>	<b>1.1</b>	<b>37,276</b>
股数 (百万)				1,359
目标价 (人民币)				27.4
港元/人民币				0.9200
<b>目标价 (港元)</b>				<b>29.8</b>

资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 零跑汽车 (9863.HK) 历史市销率: 上市以来均值 0.9x



注: 截至 2024 年 3 月 25 日收盘价; 历史均值取自上市以来数据;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7：浦银国际目标价：零跑汽车（9863.HK）

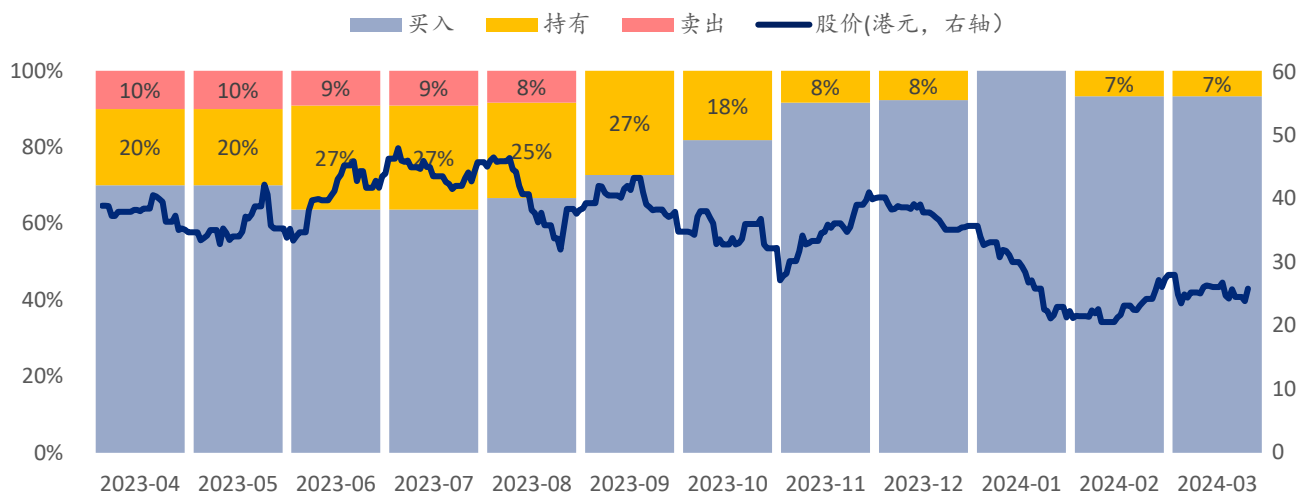


注：截至 2024 年 3 月 25 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

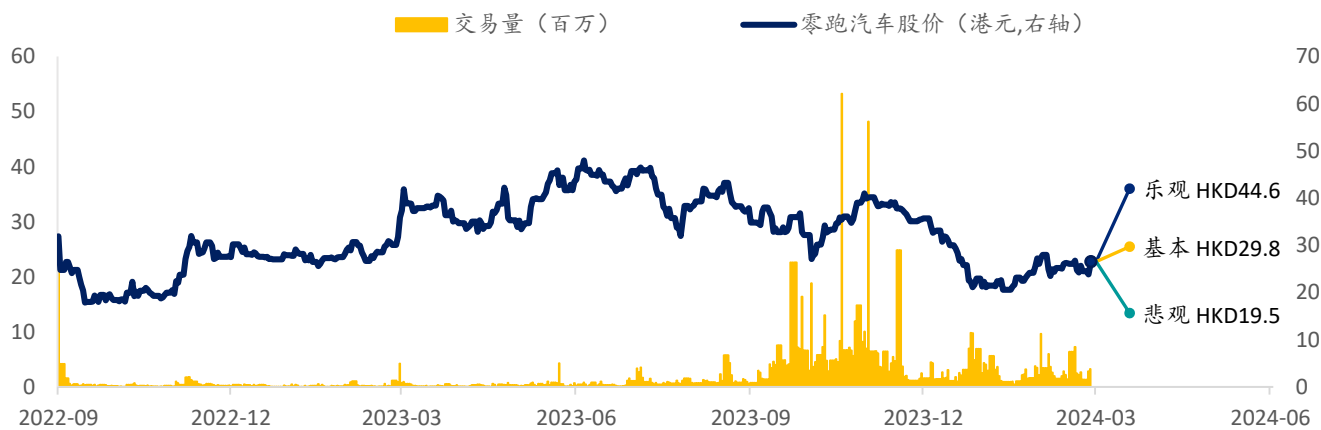
## ● SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8：零跑汽车（9863.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：零跑汽车（9863.HK）SPDBI 情景假设



### 乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：44.6 港元（概率：20%）

- 中国及海外新能源乘用车，市场需求增速高于预期，强力推动零跑汽车销量扩大；
- C 系列新车型和改款车型发布后，订单增速快于预期，推动销量规模继续提升，毛利继续改善；
- 线下门店效率提升，带动新增订单量提升；
- 智能驾驶研发进展较快，企及行业头部水平。

### 悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：19.5 港元（概率：15%）

- 新能源汽车行业需求波动，拖累销量增速；
- 新车型及改款主力车型订单表现不及预期；
- 出海进度慢于预期，拖累公司销量成长；
- 渠道优化进度不及预期；
- 智能驾驶研发进度持续落后。

资料来源：浦银国际预测



图表 10: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	14.8	买入	18.6	21/3/2024	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	159.0	买入	179.4	26/2/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	29.5	买入	36.7	1/3/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	37.2	买入	49.9	26/10/2023	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	30.5	买入	34.5	24/10/2023	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	13.3	买入	11.4	29/5/2022	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	24.2	买入	28.8	25/3/2024	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	43.0	买入	80.8	10/11/2023	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	3.0	买入	5.1	10/11/2023	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	97.4	买入	127.9	10/11/2023	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	4.9	买入	9.4	15/6/2023	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	38.4	买入	73.9	15/6/2023	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	8.6	买入	12.4	21/3/2024	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	33.8	买入	48.6	21/3/2024	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	30.5	买入	40.8	23/3/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	119.0	买入	159.5	23/3/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	23.9	买入	29.8	26/3/2024	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉 (TESLA)	172.6	持有	202.9	26/1/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	211.0	买入	280.4	3/11/2023	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	214.2	买入	302.9	3/11/2023	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	15.5	买入	17.9	7/2/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	44.6	买入	52.6	7/2/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	15.5	买入	20.6	7/2/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	32.2	买入	43.6	7/2/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	39.4	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	20.0	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	38.2	买入	43.4	25/10/2023	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	42.5	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	23.6	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	149.8	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	35.8	买入	44.4	20/9/2023	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	30.3	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体

注：截至 2024 年 3 月 25 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

