

每日投资策略

宏观、行业及公司点评

全球市场观察

- 中国股市回调，港股医疗保健、地产建筑与必选消费领跌，原材料、工业与电讯领涨，南向资金净买入 136.4 亿港元，盈富基金、阿里巴巴与美团净买入规模居前，中兴通讯净卖出最多。A 股硬件设备、半导体与医药生物跌幅居前，钢铁、有色金属与公用事业涨幅较大。商品期货涨跌互现，债券价格小幅上涨，人民币兑美元小幅回落。
- 中美元首会晤达成三方面成果。美方取消对华 10%“芬太尼关税”，对华 24% 对等关税继续暂停一年，美国对华名义关税从 50%-55% 降至 40%-45%，实际有效关税从 25%-30% 降至 15%-20%，中方相应调整反制措施，双方继续延长部分关税排除措施；美方暂停 9 月 29 日公布的出口管制 50% 穿透性规则一年，中方暂停 10 月 9 日公布的稀土等出口管制等措施一年；美方暂停对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年，中方暂停相应反制措施一年。结果略低于市场预期，但为经贸磋商延续创造了条件。
- 日本央行连续第六次不加息符合市场预期，两名委员继续投票支持加息至 0.75%，央行上调本财年经济增长预测至 0.7%，核心通胀预测维持 2.7% 不变。新首相上任令日本央行加息时点略有推迟，但日本通胀居高和白宫对弱美元偏好将推动日本央行 12 月可能重启加息。
- 欧央行连续第三次暂停降息，维持存款基准利率 2% 不变，因关税冲击对欧元区经济影响小于预期，通胀降至 2% 目标后开始走平，未来不确定性上升。预计欧央行明年可能再降息一次。欧元区第三季度 GDP 环比增长 0.2% 好于预期，法国增速创近三年最高，德国继续停滞。
- 美股下跌，可选消费、通讯服务与信息技术领跌，地产、金融与医疗保健上涨。美联储如期降息，但鲍威尔发表鸽派言论，12 月暂停降息可能性上升，明年美联储可能再次降息两次。谷歌和 Meta 双双上调了 2025 年资本支出指引，并预告 2026 年投入将进一步“显著”增加。Meta 大跌 11%，因一次性税费导致季度盈利暴跌。亚马逊盘后大涨 13%，AWS 创三年最快增速，资本支出超预期。苹果涨 3%，服务业务超预期支撑上季营收创同期新高。OpenAI 可能最早 2026 年下半年提交上市申请、2027 年上市，估值约 1 万亿美元。继 Jefferies 之后，贝莱德被爆卷入借贷方欺诈案。
- 美联储远期降息空间收窄，美债收益率延续回升，美元反弹，加密货币下跌。黄金技术性反弹，但短期回调过程可能尚未结束。原油窄幅震荡。

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

宏观经济

■ 美国经济-美联储如期降息，短期可能观望

美联储下调政策利率 25 个基点至 3.75%-4%，12 月 1 日开始停止 QT，符合市场预期。鲍威尔记者会偏鹰派，表示联储内部对政策路径有较大分歧，12 月是否降息存在较大不确定性，就业走弱但有劳工供应减少影响，关税对通胀作用将是一次性的，如果关键数据继续缺失，联储将在 12 月会议上更加谨慎行事。目前货币市场对 12 月降息概率预测为 72%。

我们认为未来数月联储仍会更侧重于就业风险，就业市场进一步大幅走弱将是 12 月降息的充分必要条件。目前数据显示就业市场正缓慢走弱，但仍在稳健区间。我们维持美联储今年只有两次降息的预测，由于经济韧性仍强，12 月联储可能出于谨慎而暂停降息，年末联邦基金利率将在 3.8% 左右（目标区间 3.75%-4%）。明年随着经济增速走平和通胀回落，美联储可能进一步降息两次，年末联邦基金利率目标降至 3.25%-3.5%。短期内，美债收益率下降空间可能有限，美元指数可能小幅回落。（[链接](#)）

行业点评

■ 中国工程机械和重卡行业 - 3Q25 业绩初步解读：三一重工和中联重科超预期，潍柴符合预期，三一国际略低于预期

四家我们覆盖的公司于昨日（10 月 30 日）收盘后公布了 3Q25 业绩。三一重工净利润同比增长 48%，好于我们预期，主要得益于良好的费用控制。中联重科净利润同比增长 36%，同样好于我们的预期，主要得益于海外业务的加速增长和国内销售的复苏，中联同时宣布计划发行可转债，换股价 9.75 港元高于中联 H 股昨日收盘价 32%。潍柴动力净利润同比增长 29%，主要得益于重卡/发动机的强劲销售，业绩基本符合预期。三一国际的盈利增长仅为 16%（主要由于费用较高），略低于我们的预期。（[链接](#)）

公司点评

■ 谷歌 (GOOG US, 买入, 目标价: 328.0 美元) - 3Q25 业绩好于预期, AI 及云业务进展积极

谷歌发布 3Q25 业绩：总营收同比增长 16% 至 1023 亿美元，较彭博一致预期高 3%；剔除 35 亿美元欧盟罚款后公司营业利润同比增长 22% 至 347 亿美元，较一致预期高 8%，主要得益于整体效率提升及谷歌云业务的强劲盈利增长（同比增长 85%）。管理层将 FY25 资本支出指引上调至 910-930 亿美元（此前为 850 亿美元），同比增长 73%-77%。AI 投资已在核心搜索业务（AI Overviews 用户超 20 亿）与云业务（云合同金额同比增长 82% 至 1550 亿美元）中逐步见效，推动营收增速加快。鉴于 AI 的赋能，我们将 FY25-27 总营收预测上调 1%-4%。我们将估值周期更新至 FY26 并将目标价上调至 328.0 美元，基于 30x FY26 PE（前值：221.0 美元，基于 22x FY25 PE），反映 AI 驱动的前景改善。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 微软 (MSFT US, 买入, 目标价: 636.3 美元) - 云业务收入强劲增长, 人工智能赋能产品的变现能力提升

微软公布 1QFY26（财年结于 6 月）业绩：营收为 777 亿美元，同比增长 18.4%（4QFY25: 18.1%），较招银国际预期和彭博一致预期均高 3%，这得益于三个业务部门的全面超预期表现。净利润同比增长 12.5%，达到 277 亿美元，较招银国际预测和市场一致预期分别高出 2% 和 1%。若不计按权

益法投资 OpenAI 带来的亏损影响，EPS 将同比增长 23%。我们认为，本季财报展示出微软有能力实现云业务收入的强劲增长以及保持较高的运营效率，并通过 Copilot 相关服务变现推动收入的额外增长。受持续强劲的需求推动，Azure 和其他云服务 1Q 收入同比增长 40%，高于此前 37% 的指引。管理层强调，第一财季整体商业预订交易额同比增长了 112%，商业未履约订单 (RPO) 增至 3920 亿美元 (同比增长 51%)，加权平均期限保持在相对稳定的 2 年左右，我们认为这表明需求持续强劲，且具备不错的货币化潜力，能支持未来几个季度的收入增长。与此同时，1Q 运营利润率同比扩大 2.3 个百分点，这表明微软可以高效推动收入增长。鉴于业绩超预期以及运营效率提升好于预期且有望持续，我们将 2026-2028 财年的营收/运营利润预测上调 1-2%/3-4%，基于现金流折现的目标价上调 6% 至 636.3 美元 (前值：601.5 美元)，对应 34.8 倍 2027 财年期预期市盈率。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **ServiceNow (NOW US, 买入, 目标价: 1,180 美元) - 3Q25 业绩: 积极的 AI 进展支撑稳健的 cRPO 增长与利润率提升**

ServiceNow 发布 3Q25 业绩：总营收同比增长 22% 达 34.1 亿美元，基本符合彭博一致预期；非 GAAP 营业利润同比增长 31% 达 11.4 亿美元，较一致预期高出 11%，主要得益于 AI 驱动的运营效率提升与审慎的费用控制。受 Now Assist、公共部门及 Workflow Data Fabric 等产品业务超预期的推动，3Q25 cRPO 同比增长 21% 并超出指引 250 个基点。管理层将 FY25 订阅收入增长指引上调至同比+20.5%，非 GAAP 营业利润率指引上调至 31% (此前分别为同比+20% 与 30.5%)。考虑营收表现强劲且运营效率提升，我们将 FY25-27 非 GAAP 营业利润预测上调 1%-4%。我们将估值周期更新至 FY26，将目标价微调至 1,180 美元，基于 45x FY26E EV/EBITDA (前值：基于 55x FY25E EV/EBITDA 的目标价为 1,175 美元)。维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **Meta (META US, 买入, 目标价: 880.0 美元) - 3Q25 业绩: 营收表现稳健, 但 AI 投资或拖累短期盈利增长**

Meta 发布 3Q25 业绩：总营收同比增长 26% 至 512 亿美元，较彭博一致预期高 3%；剔除一次性税费影响后净利润同比增长 19% 达 186 亿美元，好于一致预期的 172 亿美元。4Q25 总营收指引为 560 亿至 590 亿美元 (同比增长 16%-22%)，符合一致预期 (573 亿美元)。FY25 公司总费用 (1140 亿至 1180 亿美元) 及资本支出 (700 亿至 720 亿美元) 指引也基本符合预期，但管理层关于 FY26 总费用及资本支出的展望 (即 FY26 总费用增长率及资本支出绝对值增幅将显著高于 FY25) 或引发投资者对利润率及投资回报率的担忧。尽管公司在 AI 方面取得稳健进展，我们仍预计 AI 投资将影响短期利润率，因此将 FY26-27 盈利预测下调 2%-4%。我们将估值窗口更新至 FY26，将目标价微调至 880.0 美元，基于 30 倍 FY26 市盈率 (前值：860.0 美元基于 30 倍 FY25 市盈率)，维持“买入”评级。 ([链接](#))

■ **中国平安 (2318 HK, 买入, 目标价: 75 港元) - 三季度盈利超预期, 各板块业务质态改善, 上行催化值得期待**

平安 3Q25 业绩表现强劲，集团前三季度归母营运利润同比增长 7.2% 至人民币 1,163 亿元，其中第三季度同比增长 15.2% 至 385 亿元，得益于财险和科技板块营运利润快速增长，以及资管板块 3Q25 净亏损大幅收窄的影响。前三季度资管板块实现扭亏为盈至 27 亿元，较 2024 年同期亏损 23 亿元，资

产减值压力好转。集团前三季度归母净利润同比增长 11.5%至 1,329 亿元，第三季度同比增长 45.4%至 648 亿元；若剔除一次性非经营损益的影响（含平安好医生、平安医保科技并表；汽车之家出售；已发行港美元可转债转股权价值重估损益等合计 93 亿元），集团三季度归母净利润同比增速达 82%。寿险及健康险新业务价值增长强劲，同比提升 46.2%至 357 亿元，其中第三季度同比增长 58.3%至 134 亿元。代理人和银保渠道前三季度新业务价值同比增长 23%/171%，得益于 3Q25 保费需求集中释放及价值率提升。财险综合成本率同比下降 0.8 个百分点至 97%，环比小幅上行主要受三季度台风灾害多发，导致出险率上升的影响；预计 4Q25 至明年，公司非车业务将受益于监管加强非车险行合一的政策影响，综合成本率 (COR) 将稳中有降。

催化剂：1) 寿险及健康险：寿险合同服务边际释放重回正增长轨道；我们预计合同服务边际的释放将于 2H26 实现正增长，进一步贡献寿险板块营运利润增长；2) 财险：在近期非车险行合一的推动下，公司非车综合成本率有望进一步改善；3) 资管板块存量风险持续化解，未来减值拖累集团盈利增长的影响更小。

考虑到投资收益大幅改善、资管板块存量风险缓释及集团内部协同效应增强，我们上调 FY25-27 每股盈利预测 9%/4%/5%至人民币 8.0/8.3/9.2 元。基于分部估值法，我们上调目标价至 75 港元，对应 0.8 倍 FY25E P/EV 和 1.2 倍 FY25E P/B，重申“买入”评级。（[链接](#)）

■ 比亚迪 (1211 HK/002594 CH, 买入/买入, 目标价: 125 港元/125 元人民币) - 逐季复苏

3Q25 盈利不及预期：比亚迪 3Q25 收入同比下降 3%，符合预期，毛利率环比扩大 0.7 个百分点、同比收窄 2.5 个百分点至 17.6%，低于我们预测；净利润环比上升 23%、同比下降 33%至 78 亿元，对应单车净利润约 7,000 元，相比 2Q25 的 5,600 元有所改善，但恢复速度慢于我们此前的预期。

4Q25 展望：比亚迪 3Q25 继续削减经销商库存，4Q25 能够更好地轻装上阵。我们将全年的销量预测从 490 万台下调至 461 万台，对应 4Q25 销量将环比提升 21%至 134 万台。虽然 4Q 将面临年终奖和渠道返利的扰动，我们预计比亚迪 4Q25 毛利率有望逐渐恢复至 18.0%，对应 4Q25 单车净利润有望升至约 7,700 元。

2026-27 年展望：我们认为比亚迪自 2Q25 以来盈利能力弱化可以看作是今年中国市场竞争进一步深化的体现。随着更多车企推出增程车型及与比亚迪类似架构的插混车型，比亚迪过去在混动市场上的绝对优势受到挑战。考虑到公司在今年逐步完成了各个细分市场的产品布局，我们预计比亚迪将在明年推出更多行业领先的新技术，可能是其在国内销量和盈利提升的关键。未来两年更高的海外销量占比也将提升利润率。我们预计比亚迪 2026-27 年的销量将分别增长 14%/10%至 525 万/580 万台。考虑到公司较高的资产质量（较低的减值风险和摊销压力）和更加审慎的费用控制，我们预计 2026-27 年的净利润有望分别增长 30%/20%至 438 亿/525 亿元。维持“买入”评级，将港股目标价下调至 125 港元，基于 20x FY27E P/E，对应 A 股目标价为 125 元人民币。（[链接](#)）

■ **比亚迪电子 (285 HK, 买入, 目标价: 43.54 港元) - 3Q 业绩受智能手机零部件拖累; 对 2026 年可折叠手机、汽车和 AI 服务器看法正面**

比亚迪电子公布的第三季度营收符合预期, 但盈利受到较弱的智能手机零部件 (iPhone 外壳)、新型智能产品下滑以及毛利率较低的拖累, 而新能源汽车业务保持稳定增长。在投资者电话会议中, 管理层预测, 受 iPhone 零部件拖累和 AI 服务器的拖累, 2025 年第四季度预测的营收/毛利率将同比持平; 预计 2026 年受零部件升级 (可折叠手机)、新能源汽车高端产品上量以及 AI 服务器项目 (液冷、高压直流、电源) 出货的驱动, 营收增长将更加强劲。考虑到第三季度业绩和消费电子业务组合的影响, 我们将 2025-2027 年预测的每股收益下调了 8-14%, 但对公司在 2026-2027 年新能源汽车/AI 服务器领域的增长机会仍持正面看法。我们基于分部估值法的目标价为 43.54 港元, 对应 16.2 倍 2026 年预期市盈率倍数。维持"买入"评级。 ([链接](#))

■ **生益科技 (600183 CH, 买入, 目标价: 90 元人民币) - 3Q25 业绩: AI 周期驱动盈利高增, PCB 成核心增长引擎**

生益科技公布强劲的 2025 年三季度业绩。公司实现收入人民币 79 亿元 (同比+55%, 环比+12%), 毛利率显著提升至 28.1% (对比 2024 年三季度的 22.9% 及 2025 年二季度的 26.9%)。净利润同比/环比分别增长 131%/18% 至人民币 10 亿元, 净利率升至 12.8% (3Q24/2Q25 分别为 8.6%/12.2%)。业绩凸显公司在 AI 基础设施核心环节的战略地位。我们预计公司收入将在 2025/26 年分别同比增长 41%/38%, 净利润同比增长 102%/79%。维持“买入”评级, 并将目标价上调至人民币 90 元, 基于 35 倍 2026 年预测市盈率, 反映 AI 驱动的强劲上行周期与持续的利润率改善。 ([链接](#))

■ **迈瑞医疗 (300760 CH, 买入, 目标价: 249.21 元人民币) - 海外业务稳健弥补国内市场短期压力**

迈瑞医疗于 2025 年前三季度实现营业收入 258 亿元, 同比下降 12.4%。其中, 2025 年第三季度收入为 91 亿元, 同比增长 1.5%, 显示出在海外增长加速与国内温和复苏的带动下, 公司业绩正逐步企稳回升。分地区看, 三季度海外收入同比增长 12% 至人民币 46 亿元, 其中欧洲收入增长 29%; 国内收入同比下降 7%, 但降幅较 2025 年上半年明显收窄。我们预计, 随着国内设备采购持续回暖、海外动能稳健, 叠加 4Q24 的低基数, 2025 年第四季度收入增长有望进一步加快。2025 年前三季度, 迈瑞归母净利润率为 29.3%, 同比下降 6 个百分点, 主要受集采 (VBP) 带来的国内价格压力及竞争加剧影响。同时, 海外扩张投入增加导致销售费用率上升。展望未来, 试剂原材料自研比例提升、高端产品及海外收入占比的提升, 预计将部分对冲国内利润压力, 维持公司稳健的长期盈利能力。

体外诊断 (IVD): 海外增长稳健, TLA 装机加速。2025 年第三季度, IVD 板块实现收入 36 亿元, 同比下降 3%; 但海外 IVD 收入实现双位数增长。实验室自动化系统 (TLA) 装机持续加快。2025 年前三季度, MT8000 TLA 系统在国内已安装 180 台, 预计全年装机量将超过 200 台; 海外市场销售超过 20 台, 已达成全年目标。我们认为, TLA 系统将助力迈瑞进一步渗透国内重点医院及海外中大型实验室, 推动 IVD 业务长期增长。

医学影像系统 (MIS): 高端突破持续推进。2025 年第三季度, MIS 板块收入为人民币 17 亿元, 与去年同期基本持平。海外 MIS 收入实现高个位数增长, 超高端产品在前三季度销售同比翻倍。随着 Resona A20、Nuewa A20

等高端产品加速放量，以及更多高端新品即将发布，我们看好迈瑞在国内外高端及超高端超声市场的份额提升潜力。

维持“买入”评级。考虑到 IVD 板块需求与价格压力持续，我们下调了 2025-27 年盈利预测，并基于 9 年 DCF 估值模型（WACC: 9.1%，永续增长率：3.0%），将目标价下调至人民币 249.21 元。（[链接](#)）

■ **联影医疗（688271 CH，买入，目标价：162.29 元人民币）-三季度业绩强劲复苏**

联影医疗前三季度实现收入人民币 89 亿元，同比增长 27%，已完成我们此前全年预测的 69%，高于历史平均水平的约 65%。2025 年第三季度收入同比大增 75%，主要受益于国内医疗设备采购显著回暖、海外业务持续增长以及 2024 年同期低基数影响。根据众成数科数据，三季度国内医疗影像设备招标金额同比增长 55%，显示出终端需求依然稳健。海外收入增长则得益于订单获取强劲以及订单转化效率的提升。基于此，我们上调 2025 年收入预测至人民币 133 亿元，对应同比增长 28.8%。

高端产品组合表现强劲。2025 年前三季度，公司国内收入同比增长 24%至人民币 69 亿元，主要受益于采购回暖以及市场份额提升（同比提升超 4 个百分点）。高端产品仍为核心增长动力，如磁共振（MR）收入同比增长 40%，其中 5T 和 3T 系统在中国市场的市占率分别大幅提升约 52 个和 4 个百分点；CT 收入同比增长 8%。其中高端 CT 增长约 30%。我们预计，光子计数 CT（uCT Ultima、uCT Sirius）将进一步巩固公司在高端 CT 市场的领先地位。分子影像（MI）收入同比增长 22%，PET/CT 连续十年保持国内领先，uMI Panorama 贡献了约 40%的 MI 收入。X 射线（XR）与放疗（RT）业务均实现双位数增长，市占率持续扩大。我们认为，中高端产品收入占比提升，有望对冲低端产品带来的利润压力。此外，公司将于 2025 年 11 月推出全线超声产品组合，进一步强化“诊断—治疗”一体化战略及其在高端影像市场的领导地位。

海外业务保持强劲增长势头。前三季度海外收入同比增长 42%至人民币 20 亿元，占总收入的 22.5%，同比提升 2.3 个百分点。北美地区收入同比增长逾 50%至约人民币 7 亿元，其中美国服务收入受益于装机基数扩大，同比增长超过 80%。多元化供应链布局和主动的库存管理有效缓解了关税带来的压力，服务收入的持续增长也将增强公司长期盈利韧性。欧洲收入同比翻倍至超过人民币 4 亿元，uMI Panorama GS 和 uMI Panvivo 等高端产品已成功切入西欧高端市场。亚太及中东、拉美、非洲等新兴市场也实现双位数增长。管理层表示，海外订单依然强劲。随着订单转化率提升，预计 2025 年第四季度海外业务将继续保持良好增长态势。

维持“买入”评级。考虑到 2025 年国内市场快速复苏以及海外业务强劲动能，我们将 2025–2027 年收入年复合增长率预测从 22.6%上调至 24.1%。基于 9 年 DCF 模型（WACC: 8.1%，永续增长率：4.0%），我们将目标价上调至人民币 162.29 元。（[链接](#)）

免责声明及披露**分析员声明**

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）

（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888 传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)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。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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。