

每日投资策略

公司首发/点评

全球市场观察

- 港股小幅反弹，工业、必选消费与金融领涨，医疗、公用事业与资讯科技下跌，南向资金净卖出 146.82 亿港元，盈富基金、恒生中国企业与南方恒生科技等 ETF 净卖出规模最大，腾讯、泡泡玛特与东方甄选净买入规模居前。A 股持续跑赢港股，美容护理、石油石化与电子涨幅居前，生物医药、家电与地产跑输市场。大宗商品涨跌互现，国债收益率基本持平，人民币兑美元小幅走强。
- 中国险资持续增持港股金融等高股息板块，年内已举牌 30 次，2024 年末中国保险资管股票投资组合中港股通等跨境互联互通股票投资占比已接近 40%。作为香港市场晴雨表，港交所上半年收入同比增长 33% 创半年度历史新高，纯利同比增长 39%，因美元走弱、资金回流和南下资金活跃，证券交易额与融资额大增，港交所称将研究 T+1 结算周期和 24 小时交易机制。百度 2Q 营收同比下降 4%，核心净利润增 35%。富途 2Q 营收同比增长 69.7%，净利润飙升 112.7%，美股和港股交易表现强劲。
- 中国持续释放反内卷和去产能信号。工信部等多部委召开光伏产业座谈会，讨论加强产业调控推动落后产能有序退出、遏制低价无序竞争、规范产品质量和支持行业自律。对石油石化行业整顿可能很快启动，年产能低于 200 万吨小型炼油厂可能关闭，对占比约 40%、运营超过 20 年的石化装置进行改造，引导减少对供应过剩的大宗化工品投资，转向对特种精细化学品投资。
- 日股下跌，日债收益率上升，日元走强。美国科技股回调带动日本科技股下跌。在美国财长罕见评论日本应该加息以支持日元走强之后，市场对日本央行 4Q 加息预期升温。
- 美股连续回调，可选消费、信息技术与通讯服务领跌，能源上涨，必选消费与医疗等防御性板块跑赢。OpenAI 首次公开讨论上市可能性，称未来可能出售 AI 基础设施服务，7 月单月收入突破 10 亿美元。MIT 报告称 95% 企业从生成式 AI 投资中获得回报为零，降低市场对 AI 股热情。橡树资本创始人马克斯称美国股市处于泡沫初期阶段，类似 1990 年代后期市场对科技股热情，在时任美联储主席格林斯潘 1996 年 12 月发出“非理性繁荣”警告之后，市场又上涨几年直至 2000 年科技股泡沫破裂。美国 PPI 增速大幅反弹并超过 CPI 增速，商贸零售等中下游行业利润率可能承压。
- 美债收益率先跌后升，美元指数先升后降，黄金创两周新低后转涨。美国原油库存下降超预期，油价上涨。比特币先跌后涨。美联储 7 月会议纪要总体鹰派，多数委员认为通胀风险超过就业风险，关税影响仍需时间全面显现，美债市场具有一定脆弱性，需要关注稳定币影响；一些委员预计关税对价格影响是一次性的，但有些委员认为会持续推升通胀，还有委员警告长期通胀预期不稳定风险；有委员认为当前利率可能并未远高于中性水平。此次会议尚未包含 7 月就业数据恶化信息。在 7 月就业数据恶化之后，大部分官员可

招银国际研究部

邮件: research@cmbi.com.hk

环球主要股市上日表现

	收市价	升跌 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,166	-0.41	25.45
恒生国企	9,013	-0.29	23.64
恒生科技	5,541	-0.03	24.02
上证综指	3,766	1.88	12.37
深证综指	2,363	2.69	20.71
深圳创业板	2,608	2.90	21.76
美国道琼斯	44,922	-0.05	5.59
美国标普 500	6,411	-0.60	9.01
美国纳斯达克	21,315	-1.42	10.38
德国 DAX	24,325	-0.14	22.18
法国 CAC	7,968	0.56	7.96
英国富时 100	9,174	0.39	12.25
日本日经 225	42,889	-1.13	7.50
澳洲 ASX	8,918	-0.23	9.30
台湾加权	23,625	-2.91	2.56

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升/跌 (%)	
		单日	年内
恒生金融	44,940	-0.42	27.90
恒生工商业	14,084	-0.34	25.19
恒生地产	18,493	-1.15	24.01
恒生公用事业	36,540	-0.96	2.46

资料来源: 彭博

能认为就业和通胀风险相对平衡。我们预计美联储 9 月将保持利率不变，10 月和 12 月各降息一次。

- 白宫持续威胁美联储独立性，特朗普以涉嫌个人房贷欺诈为由要求拜登任命的美联储理事 Cook 辞职，显示他急于控制美联储意图，此举利空美元指数而利好黄金与大宗商品。继英特尔后，白宫探讨如何通过《芯片法案》资金获得更多芯片巨头股权，白宫去年底已确定向三星、美光、台积电提供补贴，但大部分资金尚未发放，重新谈判以补贴换股权成为可能，预示美国战略性行业可能从私人资本主义转为国家资本主义。

公司首发

- **锅圈 (2517 HK, 首次覆盖-买入, 目标价: 4.80 港元) - 中国在家吃饭的龙头品牌, 供应链产品渠道全方位创新**

锅圈是中国最大的家庭餐饮解决方案一站式品牌。2022 年实现零售销售额 111 亿元人民币，市场占有率达 3%。公司产品组合多元，覆盖八大类别（火锅、烧烤、饮品、单人即食、预制菜、鲜食、西餐及零食），可满足多元化的用餐场景。24 财年实现约 65 亿元销售收入，2.3 亿元利润，门店数量达 10,150 家。

C2F (Consumer-to-Factory) 模式：对消费者（配送快和方便、质量好、价格优、选择多）、加盟商及供货商均有诸多优势。锅圈以 C2F 模式，通过 700 多款 SKU（每年新推 400 款），为年轻且生活忙碌的消费者（特别在低线城市）提供快速、高质、物美多元的选择。通过自建 6 大专业工厂、顶尖供货商体系严控食品安全与质量，也通过 1 万家门店的网络实现快速配送（高线城市可 24 小时营业）。垂直一体化供应链亦令其售价较美团小象/永辉/海底捞分别低约 10%/40%/80%，在火锅、烧烤和套餐类目具明显领先优势。

持续产品创新：以爆款套餐引流，强劲的新品类拓展带动销量。锅圈通过爆款套餐带动在线大流量转化至线下。其“牛肚自由火锅套餐”2024 年 7 个月内热卖 500 万份、创造 5 亿元收入。2025 年公司持续拓展牛排、小龙虾、啤酒、甜品及冷冻零食品类，提升淡季销售，同时也有计划向上游投资提升产品质量并压低成本。

渠道升级与扩展：利用抖音获取新用户，会员体系及门店升级刺激新需求与高频消费。自 2024 年起，锅圈加快抖音平台增长，同步升级会员体系（平均消费额与频次提升，会员数同比增长 48%，预付卡销售增长 37%至近 10 亿元）。门店升级回报强劲，高线城市 24 小时门店形态推广后，能低成本推动单店销售增长约 5%；低线城市升级为大型门店后，单店销售增长超 20%，同时回本期更短，因租金与人力成本更低。

我们预计公司 24 至 27 财年销售收入和净利润分别实现复合年增长率 17%和 42%，归母净利率于 2027 年提升至 6.4%。这一增长动力来自爆款新品引领、渠道拓展、品类多元化、城市分层门店升级，以及会员体系优化带动频次提升，并以员工培训深化客户粘性。利润率持续扩张亦得益于产品结构优化、供应链效率提升、自产比重提高、规模效应与经营杠杆。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 4.80 港元，对应 23 倍 26 财年预测市盈率。公司具备：1) 高度垂直整合的商业模式，2) 庞大的门店网络，3) 产品与渠道双重强势品牌力，且 4) 24 至 27 财年预期年均销售额增速快（17%），因此我们给予 23 倍 26 财年预测市盈率估值，较同行均值/中位数 23.9/ 17.4 倍分别有 4% 折让/ 32% 溢价。（[链接](#)）

公司点评

■ 百度 (BIDU US, 买入, 目标价: 132.0 美元) - 广告业务仍需时间恢复, 而自动驾驶出租车和云业务增长良好

百度 2Q25 业绩好于市场此前较弱的预期：百度核心业务收入为 263 亿元人民币，同比下降 2%，但比市场一致预期高 1.6%；百度核心业务的 non-GAAP 营业利润达到 44 亿元人民币，同比下降 37%，但较市场预期高出 12%。尽管由于业务转型计划比预期更为激进，广告收入增长的恢复可能久于我们之前预期，但萝卜快跑和百度云等新业务正在良好增长，有望成为收入和盈利增长的长期驱动因素。百度提升股东回报的举措应该会在业务转型期间为估值提供支撑，并且考虑到当前较低的估值（基于扣除现金后的 2025 年 non-GAAP PE 约为 4 倍），自动驾驶出租车业务发展的更多积极进展可能会成为股价的催化剂。在考虑了股票回购对股份减少的影响后，我们将基于 SOTP 的目标价格微调至 132.0 美元（之前为 130.3 美元）。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ Boss 直聘 (BZ US, 买入, 目标价: 25.5 美元) - 2Q25 业绩超预期；招聘需求改善

BOSS 直聘公布 2Q25 业绩：总营收同比增长 10% 至人民币 21 亿元，符合一致预期；非 GAAP 净利润同比增长 31% 至 9.41 亿元，较一致预期高 15%，主要得益于运营杠杆效应及销售费用的有效控制（同比减少 23%）。展望 3Q25E，管理层预计总营收将同比增长 11.4%-13.0% 至 21.3 亿-21.6 亿元，得益于供需环境改善，增长将重新加速。考虑到运营杠杆及费用控制好于预期，我们上调 FY25-27 年盈利预测 5-9%。我们将目标价上调至 25.5 美元，基于 24x FY25E non-GAAP PE（前值：21.0 美元，基于 21x FY25E non-GAAP PE），主要考虑公司盈利增长能见度以及同业估值水平的提升。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ 贝壳控股 (BEKE US, 买入, 目标价: 23.8 美元) - 2Q25 业绩预览：预计业绩好于预期

贝壳控股将于 8 月 26 日发布 2Q25 业绩，我们预计其营收为 261 亿元人民币，同比增长 11.7%；non-GAAP 净利润为 17.5 亿元人民币，对应 non-GAAP 净利润率 6.7%。我们对 2Q25E 营收及 non-GAAP 净利润的预测，分别较彭博一致预期高出 0.4% 和 2.2%。我们仍看好贝壳在房屋交易业务领域扩大市场份额的能力，这得益于其强大的技术能力、卓越的服务质量以及完善的经纪人合作网络。尽管面临行业逆风，且贝壳在更积极地承担社会责任，可能对短期盈利能力造成压力，但我们认为，凭借其核心业务运营效率的提升以及家装业务借助规模效应实现的盈利改善，贝壳有望实现长期健康的盈利能力扩张和业绩增长。我们基于 SOTP 的目标价微调至 23.8 美元（此前为 24.6 美元），对应 2025E 及 2026E non-GAAP 市盈率分别为 28 倍和 23 倍。维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **科伦博泰 (6990 HK, 买入, 目标价: 498.55 港元) - 预计将在 2025 年 ESMO 大会上发布更多重要数据**

科伦博泰在 2025 年上半年实现营收人民币 9.5 亿元, 净亏损人民币 1.45 亿元。其中产品销售收入达 3.1 亿元, SKB264 (sac-TMT) 贡献 3.02 亿元, 占我们此前全年预测的 34%。SKB264 自 2024 年 11 月获批用于晚期 TNBC, 以及 2025 年 3 月获批用于 EGFR 突变 NSCLC 后, 正处于早期放量阶段。管理层维持 2025 年 SKB264 销售目标为 8 亿至 10 亿元人民币。我们预计 SKB264 已获批的两个适应症将于 2026 年初纳入国家医保目录。2025 年上半年, 公司还确认了 6.41 亿元的合作收入及研发服务收入, 其中包括将 SKB378 (TSLP) 许可给 WindwardBio 所获得的首付款, 以及来自默沙东的里程碑付款。今年上半年, 销售费用占药品销售收入的 58%, 反映出 SKB264 在获批后商业化活动的开启。公司账面现金及金融资产合计 44.6 亿元人民币, 资金充足, 足以支持商业化进程及在研管线推进。

SKB264 将在 ESMO 大会上发布中国关键三期临床研究数据。公司计划于今年 9 月的 ESMO 大会上发布 SKB264 在二线 EGFR 突变 NSCLC 和二线 HR+/HER2-乳腺癌的中国三期临床研究结果。我们认为, SKB264 有望成为首个在二线 EGFR 突变 NSCLC 中展示总生存期 (OS) 获益的 TROP2 ADC, 进一步巩固其同类最佳定位。回顾此前, Trodelvy 和 Dato-DXd 在该适应症中均未能带来 OS 获益。除二线治疗外, 我们也将密切关注 Dato-DXd 在一线野生型 NSCLC (联合 Durvalumab 和卡铂) 中的三期 AVANZAR 研究数据公布, 其结果或将重塑 TROP2 ADC 未来进入一线治疗市场的预期。

SKB264 临床推进效率显著。在中国, 科伦博泰正在积极推进多个 SKB264 的三期临床试验, 包括: 1) 一线 PD-L1 阴性 TNBC (预计 2025 年底至 2026 年初提交 NDA); 2) 一线 PD-L1 阳性 NSCLC (预计 2025 年底提交 NDA); 3) 一线 PD-L1 阴性非鳞状 NSCLC (计划于 2025 年完成入组); 4) 一线 EGFR 突变 NSCLC (预计 2026 年提交 NDA); 5) 一线 HR+/HER2-乳腺癌 (CDK4/6 抑制剂治疗后的患者)。在国际方面, 默沙东已启动 SKB264 的 14 项全球三期临床研究, 涵盖乳腺癌、肺癌、胃肠及妇科肿瘤, 显示出其对 SKB264 的高度信心。我们也在关注 MSD 是否会在一线 PD-L1 <50% 的 NSCLC 人群中启动三期临床研究——该人群具有较大的市场潜力。同时, 我们预计 MSD 将探索 SKB264 与 PD-1/VEGF 双特异性抗体的联合治疗方案。

第二波创新正在展开。科伦博泰正执行一项多路径的 ADC 创新战略, 涵盖肿瘤及非肿瘤领域, 依托新型/双重毒素载荷、双特异性 ADC 以及下一代偶联技术等前沿平台。公司首款双特异性 ADC——SKB571, 已展现出更优的血液学安全性, 主要面向肺癌、结直肠癌及胃肠道肿瘤的一线治疗。此外, 公司开发的放射性药物偶联体 (RDC) SKB107 也已进入临床阶段。

维持“买入”评级。我们继续看好 SKB264 的全球开发前景。基于 DCF 模型, 我们将目标价上调至 498.55 港元 (前值: 299.93 港元; WACC: 8.69%, 永续增长率: 3.5%)。 ([链接](#))

■ **药明生物 (2269 HK, 买入, 目标价: 35.60 港元) - R 端和 M 端需求反弹**

药明生物 1H25 的收入同比增长 16.1% 至人民币 99.53 亿元, 经调整净利润同比增长 6.2% 至 23.89 亿元。收入和经调整净利润分别占我们全年预测的 46.6% 和 42.9%, 收入占比稍高于历史均值 (~43%), 经调整净利润占比则低于历史均值 (~50%)。1H25 的业绩增长主要由 R 端和 M 端收入的强劲增长驱

动，表明客户需求增长。1H25 公司新增 86 个新项目，为公司历史最高，其中 70% 为 ADC 和双抗等复杂分子种类。截至 1H25，公司的在手订单 (backlog) 同比增长 18.9%，重回正增长区间。基于强劲的客户需求，管理层上调全年业绩指引，预计收入将同比增长 14-16%（此前指引为 12-15%），并预计净利润率也将持续改善。

后期阶段需求亮眼增长。1H25 药明生物的临床 3 期 和商业化业务收入同比强劲增长 24.9%，相比 2023/2024 年的+12.8%/-3.2%有显著的改善，反映了客户强劲的后期阶段药物生产需求。在 1H25，公司新增了 5 个临床 3 期项目（包括 2 个外部转进的项目）以及 3 个商业化阶段项目（全部由内部项目推进而来）。基于公司管线内项目的不断推进以及持续创新高的 PPQ 阶段的项目数，我们认为公司的商业化阶段收入将可延续快速增长的趋势。PPQ 为药物商业化生产前的必须步骤，是未来商业化需求的领先指标。公司在 1H25 完成了 12 个 PPQ 项目，预计 25 年全年将完成 25 个 PPQ 项目，相比 24 年显著增长 56%。基于客户项目推进情况，公司预计 PPQ 项目数将在 26 年达到 27 个。为了支撑预计的商业生产需求，公司维持了产能的高投入强度，预计 25 年 capex 支出将达到 53 亿元，并在未来几年维持在年均 60 亿元的水平。

利润率有望改善。药明生物的毛利率在 1H25 同/环比分别提升 3.7/0.2ppts 至 43.73%，得益于高毛利 R 端业务的增速快于整体、稳定提升的中国产能利用率以及顺利爬坡的海外产能、WBS 策略的成功执行以及股权激励费用的减少。值得注意的是，公司在海外最大的设施—爱尔兰基地已成功完成了 4 个 PPQ，并在近期获得了第一个 EMA 批准的商业化项目。管理层表示爱尔兰基地将在 2H25 达成毛利率层面的盈亏平衡。基于不断减少的海外产能对成本端的压力以及国内产能利用率的回升，管理层预计公司的整体毛利率有望在三年后达到 50%，接近新冠疫情期间的历史高点。

维持药明生物“买入”评级，将基于 DCF 估值法得出的目标价上调至 35.60 港元（此前为 30.94 港元；WACC: 9.32%，永续增长率：2%）。我们预计药明生物 2025E/26E/27E 收入同比增长 15.3%/ 18.4%/ 17.9%，经调整归母净利润同比增长 7.6%/ 28.8%/ 18.9%，对应现阶段股价的经调整 PE 为 22.3x/ 17.3x/ 14.6x。（[链接](#)）

■ **中通快递 (ZTO US/2057 HK, 买入, 目标价: 23.9 美元/187 港元) - 销量指引下调, 但单票价格可能超预期**

我们认为中通快递下调全年包裹量增长预期（14-18%，此前为 20-24%）是回应政府“反内卷”运动的战略调整。尽管 2Q25 利润疲软（同比下降 26%）以及下调预期看似负面，但我们认为未来 6-12 个月单票价格可能超预期，并将成为股价上涨的主要催化剂。我们仅将 2025-2027 年盈利预测小幅下调 1-2%。同时将估值基准延展至 2026 年，并相应地分别上调 ZTO US/2057 HK 的目标价至 23.9 美元/187 港币（此前为 22.2 美元/174 港币），目标 P/E 估值倍数 15 倍保持不变（低于历史平均水平 1 个标准差），维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **中广核矿业 (1164 HK, 买入, 目标价: 2.42 港元) - 1H25 盈警属靴子落地, 预计股价短期内见底**

中广核矿业发盈警指 1H25 净亏损在 4,000-9,000 万港币之间, 符合我们 7 月份的 7,000 万亏损预期 ([报告](#))。亏损的主要原因是 (1) 国际铀贸易业务的一次性负毛利率, 以及 (2) 1H25 铀现货价格下跌影响合资公司 (采矿业务) 的利润。我们认为这次公告将为市场扫除不确定性因素, 而任何短期内的潜在回调视将提供理想的入场机会, 主要由于中广核矿业已经与母公司签订承销协议, 新定价机制中合同价格将从 2026 年开始大幅上涨, 将推动盈利强劲增长。我们维持“买入”评级, 基于净现值的目标价为 2.42 港元。

招銀国际环球市场焦点股份

公司名字	股票代码	行业	评级	股价	目标价	上行/下行	市盈率(倍)		市净率(倍)	ROE(%)	股息率
				(当地货币)	(当地货币)	空间	1FY	2FY	1FY	1FY	1FY
长仓											
吉利汽车	175 HK	汽车	买入	20.06	25.00	25%	11.5	11.0	1.8	20.0	2.6%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	73.50	80.00	9%	106.5	31.5	8.1	7.7	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.58	7.40	12%	12.9	11.5	0.9	7.2	5.7%
三一国际	631 HK	装备制造	买入	7.14	8.70	22%	10.2	8.2	1.6	17.4	4.0%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	7.57	10.54	39%	10.0	8.6	4.1	49.6	3.7%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	18.50	18.68	1%	10.7	9.6	3.4	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	37.70	44.95	19%	2.9	2.3	0.8	27.7	0.0%
珀莱雅	603605 CH	必选消费	买入	86.98	133.86	54%	4.5	16.4	5.0	31.0	1.6%
华润饮料	2460 HK	必选消费	买入	11.79	18.61	58%	12.0	10.2	2.1	17.2	3.0%
百济神州	ONC US	医药	买入	312.51	359.47	15%	104.9	38.1	13.5	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	30.46	37.67	24%	7.3	22.7	3.0	37.1	1.8%
中国平安	2318 HK	保险	买入	57.80	65.10	13%	7.7	7.2	1.0	13.4	4.9%
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.39	15.80	N/A	11.4	10.4	1.3	13.4	3.6%
腾讯	700 HK	互联网	买入	590.50	705.00	19%	21.7	19.2	4.3	20.9	0.9%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	119.99	141.20	18%	1.6	1.4	0.3	9.9	7.3%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	64.86	70.00	8%	2.6	2.4	0.3	10.3	1.8%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	5.04	6.13	22%	18.7	15.8	1.8	11.4	4.3%
小米集团	1810 HK	科技	买入	52.55	62.96	20%	30.4	23.8	5.2	19.6	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	50.35	63.54	26%	22.0	18.4	2.2	11.1	0.6%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	38.04	43.22	14%	15.7	12.6	2.1	15.1	2.0%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.32	8.90	22%	N/A	N/A	8.7	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	129.20	176.00	36%	30.4	21.2	5.5	19.2	0.4%
贝克微	2149 HK	半导体	买入	59.85	93.00	55%	17.2	13.3	N/A	18.8	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	350.49	379.26	8%	25.2	19.7	6.5	21.6	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	246.00	388.00	58%	21.8	18.8	4.0	11.2	0.6%

资料来源：彭博、招银国际环球市场预测（截至 2025 年 8 月 20 日）

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关于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策。

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上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策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，请与我们联系。

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国投资者

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的分析员，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。