

# 每日投资策略

## 宏观经济、行业及公司点评

### 全球市场观察

- 上周五（9月29日）港股收涨，医疗、材料与可选消费领涨，工业、综合与金融下跌，南下资金净买入120.46亿港元。A股上涨，综合、电力与有色金属涨幅居前，家电、交通运输与计算机下跌，锂电池、稀土与CRO表现较好，服务器、半导体与在线教育表现较差。比亚迪半年营收首超特斯拉，净利润同比增长13.79%。有色金属、建材和软商品价格上涨，煤炭与钢材价格下跌，国债收益率基本走平，人民币汇率小幅回落至7.13。
- 中国证监会表示持续巩固资本市场回稳向好势头，加快新一轮资本市场改革开放，显示决策层对牛市保持呵护态度。发改委称发展“人工智能+”坚决避免无序竞争和一拥而上，未来1-2年是人工智能落地关键窗口期。中国8月制造业PMI小幅升至49.4，新订单指数升至49.5，非制造业加速扩张，原材料和产成品价格回升。
- 美股回落，科技股抛售明显，纳指收跌超1%、连跌两周，英伟达与特斯拉跌超3%，中概股指数逆市走高。美国交通部撤销6.79亿美元海上风电项目资金，美欧风电概念股下跌。8月美股整体收涨，标普500等权重指数上涨2.7%，显示涨势从科技巨头扩散至更多行业。美国经济放缓但仍有韧性，第二季度GDP环比年化增速3.3%，好于预期。7月消费者支出增速创4个月最大，显示消费需求依然较强。
- 两年期美债收益率降至近4个月低位。7月核心PCE价格同比增速升至2.9%符合预期。旧金山联储主席称将很快降息，关税引发的通胀可能是暂时的。美元指数跌至3周低位。比特币跌破10.8万关口，以太坊大跌。黄金上涨创历史新高。油价下跌，美国6月原油日产量升至1,358万桶刷新历史记录，CFTC数据显示投机者持有WTI原油净多头数量降至近18年来最低点。
- 美国得克萨斯州州长签署一项亲共和党的选区划分法案，该法案将为共和党在众议院多赢得5个席位，美国各州通常每10年根据人口普查结果重新划分国会选区，但得州共和党人此次在白宫推动下重划选区距上一次仅约5年。

### 宏观点评

- **中国经济 - PMI 显示上游行业价格温和回升**  
中国8月份制造业PMI小幅走高，供需均有改善，“反内卷”政策推动原材料和产成品出厂价格反弹，可能带动中国通缩逐步缓解。非制造业PMI小幅上升，服务业改善，建筑业延续疲软态势。  
  
上游价格反弹可能预示PPI将温和回升，而PPI走势与企业利润增速密切相关。2025年四季度中国经济增长可能面临进一步放缓压力。但弱数据可能是好消息，因为将增加决策层加大需求刺激和去产能政策力度的可能性。

### 招银国际研究部

邮件: [research@cmbi.com.hk](mailto: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      | 25,078 | 0.32    | 25.01 |
| 恒生国企      | 8,948  | 0.35    | 22.74 |
| 恒生科技      | 5,674  | 0.54    | 27.00 |
| 上证综指      | 3,858  | 0.37    | 15.10 |
| 深证综指      | 2,444  | 0.51    | 24.84 |
| 深圳创业板     | 2,890  | 2.23    | 34.95 |
| 美国道琼斯     | 45,545 | -0.20   | 7.05  |
| 美国标普500   | 6,460  | -0.64   | 9.84  |
| 美国纳斯达克    | 21,456 | -1.15   | 11.11 |
| 德国DAX     | 23,902 | -0.57   | 20.06 |
| 法国CAC     | 7,704  | -0.76   | 4.38  |
| 英国富时100   | 9,187  | -0.32   | 12.41 |
| 日本日经225   | 42,718 | -0.26   | 7.08  |
| 澳洲ASX 200 | 8,973  | -0.08   | 9.98  |
| 台湾加权      | 24,233 | -0.01   | 5.20  |

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   | 44,348 | -0.22   | 26.21 |
| 恒生工商业  | 14,126 | 0.65    | 25.57 |
| 恒生地产   | 18,175 | -0.09   | 21.87 |
| 恒生公用事业 | 36,133 | -0.10   | 1.32  |

资料来源：彭博

我们预计 2025 年四季度 LPR 将再次下调 10 个基点，RRR 将再次下调 50 个基点。未来政策可能加强对中低收入家庭、社保体系和多子女家庭的转移支付，以提振家庭消费。（[链接](#)）

## 行业点评

### ■ 互联网/半导体/汽车行业 - AI 主题研究：政策加速 AI 应用与商业化落地

2025 年 8 月国务院发布《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，提出加快 AI+科学技术/产业发展/消费提质/民生福祉/治理能力/全球合作 6 大重点领域的深度融合，强化基础支撑能力，目标到 2027 年/2030 年新一代智能终端、智能体等应用普及率超 70%/90%，到 2035 年中国全面步入智能经济和智能社会发展新阶段。围绕《行动意见》：1) 互联网与软件：建议关注 AI 云、AI+产业互联网与 AI+消费互联网的相关机会，核心标的包括腾讯、阿里巴巴、百度、快手、商汤、金蝶国际。2) 半导体：建议关注国产算力、半导体设备供应商及人工智能新兴应用领域；核心标的包括中际旭创、生益科技、中兴通讯、北方华创、地平线、豪威集团、英诺赛科、贝克莱微等。3) 汽车：建议关注智能网联汽车与机器人产业链，核心标的包括小鹏、理想、地平线、比亚迪、敏实。（[链接](#)）

## 公司点评

### ■ 映恩生物 (9606 HK, 买入, 目标价: 367.06 港元) - 在 ADC 联用下一代免疫治疗的先行者

在 2025 年上半年，DualityBio 实现收入 12.3 亿元人民币，同比增长 23%，主要受益于许可和合作付款。尽管公司尚无商业化产品，但其与 BioNTech、BeOne、GSK、Avenzo 和 Adcendo 等合作伙伴达成的总潜在交易金额超过 60 亿美元的广泛合作关系，以及未来可能达成的新增合作，预计将在临床项目推进过程中持续提供资金支持。2025 年上半年，研发开支同比下降 7% 至 3.49 亿元人民币，管理费用则因 IPO 相关支出同比上升 71% 至 1.26 亿元人民币。剔除 IPO 优先股公允价值变动影响后，调整后净利润为 1.46 亿元人民币，同比增长 14.2%。截至 2025 年 6 月，公司拥有稳健的现金储备 37.5 亿元人民币，足以支持持续的研发投入和管线拓展。

去风险的 ADC 管线稳步推进。DualityBio 与 BioNTech 计划于 2025 年底分别在美国和中国提交 DB-1303/BNT323 (HER2 ADC) 用于治疗 HER2 表达的二线及以上子宫内膜癌和 HER2+乳腺癌的上市申请，标志着公司商业化的重要进展。此外，公司正在开展 HR+/HER2-low 乳腺癌的全球三期临床试验。DB-1311/BNT324 (B7-H3 ADC) 在多线治疗失败的去势抵抗性前列腺癌 (CRPC) 患者中表现出鼓舞人心的疗效，中位 rPFS 达 8.3 个月；在三线及以上小细胞肺癌 (SCLC) 中，9mg/kg 剂量组的 ORR 达到 70.4%，在 B7-H3 ADC 候选药物中具备竞争力。同时，DB-1310 (HER3 ADC) 在四线及以上 EGFR-TKI 耐药 NSCLC 患者中 (5mg/kg) 中位 PFS 达 8.3 个月，优于同类疗法。

引领 ADC 与下一代免疫治疗联合疗法。作为 ADC 与下一代免疫治疗 (IO) 联合疗法的先行者，DualityBio 与 BioNTech 正推进多项 I/II 期临床试验，评估 BNT327 (PD-L1/VEGF 双抗) 与 HER2、B7-H3 和 TROP2 ADC 在多种肿瘤类型中的联合疗效。TROP2 ADC+BNT327 联合方案的初步数据于 4 月 AACR 会议公布，显示其对肿瘤生长的抑制作用明显优于各单药治疗。在 67 例实体瘤患者中，因治疗相关不良事件而中止治疗的比例仅为 4.5%；在 13

例多线治疗失败的复发性卵巢癌（PROC）患者中，ORR 高达 54%。我们认为，在 BioNTech 全球临床开发能力的加持下，DualityBio 的 ADC 资产全球价值有望全面释放。

推进下一代双特异性 ADC 管线。公司正在积极推进其下一代双特异性 ADC 产品管线，包括 DB-1419（PD-L1/B7-H3 ADC）和 DB-1418/AVZO-1418（EGFR/HER3 ADC），目前均处于 I/II 期临床开发阶段。其中 EGFR/HER3 ADC 已授权给 Avenzo。考虑到复宏汉霖的 PD-L1 ADC 在鳞癌与非鳞癌 IO 耐药 NSCLC 中的积极结果，DualityBio 的 PD-L1/B7-H3 ADC 在临床前模型中已显示出细胞毒性与免疫双重活性。除肿瘤领域外，公司还开发了用于自身免疫疾病的 BDCA2 靶向 ADC DB-2304，目前正处于治疗系统性/皮肤性红斑狼疮（SLE/CLE）的 I 期临床试验中。

维持买入评级。鉴于公司在 ADC 及下一代免疫治疗联合疗法领域的独特布局，我们基于 DCF 模型将目标价上调至 367.06 港元，维持买入评级。（[链接](#)）

■ **极兔速递 (1519 HK, 买入, 目标价: 13.4 港元) – 1H25 业绩好坏不一，但结构性增长前景仍然确定**

极兔 1H25 调整后净利润为 1.53 亿美元（同比增长 66%），增长主要得益于费用和财务费用的减少，但毛利润同比仅持平。极兔标实现东南亚/新市场全年包裹量增长 56%/38%，以及单票息税前利润 0.07/0.09 美元。我们将 2025-27 年盈利预测轻微调整 -1 至 +2%。将基于 SOTP 的目标价上调至 13.4 港元（从 10 港元），因为我们将估值基准延展至 2026 年。我们继续看好极兔，主要由于（1）在东南亚无与伦比的竞争优势和市场份额增长潜力（1H25 为 32.8%），以及（2）巴西和中东等新市场的巨大潜力。我们看好极兔独特的增长故事，维持“买入”评级。（[链接](#)）

■ **深南电路 (002916 CH, 买入, 目标价: 235 元人民币) – 二季度业绩创纪录，销售强劲、利润率扩张；维持“买入”评级**

深南电路交出强劲的 2025 年二季度业绩，收入加速增长，利润率显著改善，尤其是在核心 PCB 业务板块。季度收入达到历史新高 57 亿元人民币，同比/环比增长 30%/19%，超出彭博一致预期 6%。净利润 8.69 亿元人民币，同比/环比增长 43%/77%，超出一致预期 41%。毛利率环比提升 2.8 个百分点至 27.6%，净利率则创历史新高 15.5%（对比 2024 年二季度的 13.9% 和 2025 年一季度的 10.3%）。鉴于公司在 AI 服务器、数据中心和汽车电子等高增长市场的战略布局，我们维持“买入”评级。持续的产能扩张（泰国产线、南通四期及现有产能的技术升级）以及稳定的研发投入（占销售额的 6%-7%），将进一步巩固公司的竞争优势，支撑长期稳健增长。目标价上调至 235 元人民币。（[链接](#)）

■ **北方华创 (002371 CH, 买入, 目标价: 460 元人民币) – 长期成长轨迹完好，季节性波动不改趋势；维持“买入”评级**

北方华创发布了稳健的 2025 年二季度业绩，实现收入 79 亿元人民币，同比增长 22%，环比下降 3%，主要由于 2025 年一季度（公司历史上第二高的季度）高基数所致，导致季节性波动。毛利率下降至 41.3%（同比 -6.0pct，环比 -1.7pct），主要因电子元器件板块毛利率较低。净利润为 16 亿元人民币（同比 -2%，环比 +3%），净利率升至 20.5%（对比 2024 全年的 18.8% 和 2025 年一季度的 19.3%），体现出公司良好的经营韧性和成本管控能力。

我们对北方华创的成长轨迹保持乐观，预计 2025/26 年收入将分别增长 32%/26%，主要受益于公司在中国半导体设备国产化战略中的核心地位。维持“买入”评级，目标价 460 元人民币。（[链接](#)）

■ **农夫山泉 (9633 HK, 买入, 目标价: 57.75 港元) - 1H25 业绩稳健受益于强劲的非水业务**

公司 1H25 收入同比增 15.6% 符合市场预期；净利润同比增 22% 超过彭博一致预期 5%，主要基于 1) 水饮的逐步恢复和茶饮、功能性饮料、果汁饮料的强劲表现及 2) PET 价格下行及公司在茶饮及果汁原材料成本的有效控制；基于 12 个月前瞻盈利（25 财年 4 个月+26 财年 8 个月），并考虑目标市盈率上调 15%，我们将目标价上调 24% 至 57.75 港元，维持买入评级，依据包括核心饮业务风险缓释、茶饮业务龙头地位的加固、竞争壁垒的不断提高、与同业拉开差距的竞争壁垒可见度提升，多元化战略落地进度显著领先同行。

茶饮增速稳健，龙头地位稳固。板块营收同比增长 20% 至 101 亿元人民币，较 2024 年上半年 / 2024 财年 59%/32% 的增速有所放缓，主要因业务规模扩大后进入更稳健的增长阶段。经营利润率同比提升 4.3 个百分点至 48.4%，得益于公司对原材料采购成本的控制、产品结构优化及规模效应。在 2025 年上半年竞争加剧的背景下，这一业绩进一步巩固了其在茶饮领域的龙头地位。

水业务步入恢复，持续提高竞争壁垒。2025 年上半年板块营收同比增长 11% 至 94 亿元人民币，增长基础包括 2024 年上半年的低基数，以及公司 2025 年上半年采取的举措（如拓展消费场景、开展水知识科普等）。受 PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯）价格进一步下行推动，经营利润率提升 3.3 个百分点至 35.4%。2025 年上半年公司新增 3 处水源地（且计划进一步增加），我们认为这将提升其运输效率及渠道布局壁垒，进一步拉大与同行的差距。

新品类崛起，成为潜在增长引擎。果汁饮料及功能饮料收入同比增 21/14% 至 26/29 亿元人民币得益于公司在产品品质优势及品牌效应，经营利润率分别同比提升 7.7/5.9ppts 至 3.3/47.1% 得益于规模效应及公司在果汁原料端的长期积累；未来有望成为新的增长引擎。我们认为，这些品类未来有望成为新的增长引擎。此外，公司为新兴渠道提供定制化产品合作，为面向高端用户的产品创新提供了更多思路，为多元化发展奠定更坚实基础。

维持买入评级。将目标价上调 24% 至 57.75 港元，调整基于 12 个月前瞻盈利（2025 财年 4 个月 + 2026 财年 8 个月），且目标市盈率从 35 倍上调 15% 至 40.3 倍，上调合理性体现在：1) 核心业务压力大幅缓解；2) 茶饮板块龙头地位巩固；3) 竞争壁垒可见度持续提升，将进一步拉大与同行差距；4) 多元化战略落地显著领先同行，新增长引擎已初步成型。风险：1) 食品安全事件；2) 原材料价格上涨。（[链接](#)）

■ **珀莱雅 (603605 CH, 买入, 目标价: 129.83 元) - 子品牌表现支撑 1H25 业绩，维持买入**

珀莱雅 1H25 营收同比增 7.2%、归母净利润同比增 13.8%，分别低于彭博一致预期的 3% 和 4%。各子品牌保持增长势头，而主品牌珀莱雅仍面临增长压力。尽管毛利率有所提升，但 618 促销活动产生的高额销售费用以及子品牌营销投入的增加，在一定程度上抵消了毛利率为业绩带来的改善。公司宣布

赴港上市计划以加速海外扩张。我们将目标价下调 3% 基于下调后的盈利预测，新目标价对应 30x 的 2025E PE，维持“买入”评级。

子品牌增长缓解主品牌压力。受高基数及市场竞争加剧影响，主品牌珀莱雅营收 1H25 同比微降 0.1%。子品牌彩棠、Off&Relax (OR)、原色波塔保持高速增长，营收同比增幅分别达 21%、102%及 80%；三大子品牌 1H25 合计营收贡献率提升至 20.2%，同比增长 4.7 个百分点。展望未来，公司管理层已明确规划各子品牌的产品矩阵扩充方向：彩棠将推进底妆技术迭代；OR 将聚焦带有香氛疗法概念的防脱解决方案；原色波塔将深化细分领域彩妆布局。同时海外扩张进程将提速，其中 OR 计划在香港及日本市场推出新品，悦芙媞将在东南亚市场上线。此次港股上市亦将为公司海外业务规模化发展提供资金支持，进一步落地多品牌策略。

7M25 销售额表现与行业相符。珀莱雅线下销售额 1H25 同比降 21.3%，线上销售额则稳步增长，同比增幅达 9.2%（其中自营渠道增 4.2%，分销渠道增 25.9%）。根据我们跟踪的化妆品行业数据库，7M25 珀莱雅在淘宝、抖音两大平台的 GMV（包含珀莱雅、彩棠、OR）同比增 4%，略低于行业 5% 的整体增速。

降本增效成果部分被营销费用上涨抵消。1H25 珀莱雅通过成本控制举措（如将赠品从“小样”调整为“中样”，以降低包装及单位营销成本），推动毛利率同比提升 3.6 个百分点至 73.4%。但受 618 促销费用增加及子品牌明星代言投入加大影响，销售及管理费用率同比上升 2.6 个百分点。考虑到 2H25 双 11 购物节前后营销投入可能仍维持高位，预计全年销售费用率将呈上行趋势。

维持对珀莱雅的“买入”评级，将目标价下调 3% 至 129.83 元人民币，目标价对应 30x 的 2025E PE。风险：1) 消费信心恢复不及预期 2) 行业竞争加剧 3) 原材料价格上涨等。（[链接](#)）

招銀国际环球市场焦点股份

| 公司名字       | 股票代码      | 行业      | 评级 | 现价<br>(当地货币) | 目标价<br>(当地货币) | 上行/下行<br>空间 | 市盈率(倍)<br>1FY 2FY | 市净率(倍)<br>1FY | ROE(%)<br>1FY | 股息率<br>1FY |
|------------|-----------|---------|----|--------------|---------------|-------------|-------------------|---------------|---------------|------------|
| 长仓         |           |         |    |              |               |             |                   |               |               |            |
| 吉利汽车       | 175 HK    | 汽车      | 买入 | 19.56        | 25.00         | 28%         | 11.2 10.7         | 1.8           | 20.0          | 2.7%       |
| 零跑汽车       | 9863 HK   | 汽车      | 买入 | 64.70        | 80.00         | 24%         | 93.8 27.8         | 7.2           | 7.7           | 0.0%       |
| 中联重科       | 1157 HK   | 装备制造    | 买入 | 6.45         | 7.40          | 15%         | 12.6 11.3         | 0.9           | 7.2           | 5.9%       |
| 三一国际       | 631 HK    | 装备制造    | 买入 | 6.86         | 8.90          | 30%         | 9.5 7.5           | 1.6           | 17.7          | 3.8%       |
| 绿茶集团       | 6831 HK   | 可选消费    | 买入 | 7.66         | 10.74         | 40%         | 10.2 8.6          | 3.3           | 50.4          | 2.5%       |
| 江南布衣       | 3306 HK   | 可选消费    | 买入 | 20.14        | 18.68         | N/A         | 11.6 10.5         | 3.7           | 38.9          | 0.0%       |
| 瑞幸咖啡       | LKNCY US  | 可选消费    | 买入 | 37.20        | 44.95         | 21%         | 22.8 18.3         | 0.8           | 27.7          | 0.0%       |
| 珀莱雅        | 603605 CH | 可选消费    | 买入 | 83.83        | 133.86        | 60%         | 4.3 15.8          | 5.0           | 31.0          | 1.7%       |
| 华润饮料       | 2460 HK   | 可选消费    | 买入 | 11.41        | 18.61         | 63%         | 47.5 60.1         | 2.0           | 17.2          | 3.0%       |
| 百济神州       | ONC US    | 医药      | 买入 | 306.05       | 359.47        | 17%         | 102.7 37.3        | 13.1          | N/A           | 0.0%       |
| 三生制药       | 1530 HK   | 医药      | 买入 | 29.16        | 37.67         | 29%         | 6.9 21.8          | 2.9           | 37.1          | 2.2%       |
| 中国平安       | 2318 HK   | 保险      | 买入 | 56.30        | 71.00         | 26%         | 8.0 7.4           | 0.9           | 12.5          | 5.1%       |
| 中国财险       | 2328 HK   | 保险      | 买入 | 18.76        | 15.80         | N/A         | 11.6 10.7         | 1.3           | 13.4          | 3.6%       |
| 腾讯         | 700 HK    | 互联网     | 买入 | 596.50       | 705.00        | 18%         | 22.0 19.4         | 4.3           | 20.9          | 0.9%       |
| 阿里巴巴       | BABA US   | 互联网     | 买入 | 135.00       | 141.20        | 5%          | 1.8 1.6           | 0.3           | 9.9           | 6.5%       |
| 携程集团       | TCOM US   | 互联网     | 买入 | 73.75        | 76.00         | 3%          | 2.9 2.5           | 0.3           | 18.4          | 1.7%       |
| 绿城服务       | 2869 HK   | 房地产     | 买入 | 4.95         | 6.61          | 34%         | 17.7 15.5         | 1.7           | 10.9          | 4.7%       |
| 小米集团       | 1810 HK   | 科技      | 买入 | 52.85        | 62.96         | 19%         | 30.5 23.9         | 5.2           | 19.6          | 0.0%       |
| 瑞声科技       | 2018 HK   | 科技      | 买入 | 43.28        | 60.55         | 40%         | 19.9 15.7         | 1.8           | 10.4          | 0.8%       |
| 比亚迪电子      | 285 HK    | 科技      | 买入 | 41.18        | 43.22         | 5%          | 17.0 13.7         | 2.3           | 15.1          | 1.9%       |
| 地平线机器人     | 9660 HK   | 半导体     | 买入 | 9.60         | 8.90          | N/A         | N/A N/A           | 12.6          | N/A           | 0.0%       |
| 泰威集团       | 603501 CH | 半导体     | 买入 | 143.23       | 176.00        | 23%         | 33.7 23.5         | 6.1           | 19.2          | 0.3%       |
| 贝克微        | 2149 HK   | 半导体     | 买入 | 58.50        | 93.00         | 59%         | 18.3 14.4         | N/A           | 18.2          | 0.0%       |
| 北方华创       | 002371 CH | 半导体     | 买入 | 372.50       | 379.26        | 2%          | 36.2 28.2         | 7.0           | 21.6          | 0.3%       |
| Salesforce | CRM US    | 软件与IT服务 | 买入 | 256.25       | 388.00        | 51%         | 22.7 19.5         | 4.2           | 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 29 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。