

每日投资策略

公司点评

全球市场观察

- 港股下跌，综合、金融与地产领跌，材料、必选消费与工业收涨，南下资金净买入 165.73 亿港元，盈富基金、恒生中国企业、阿里巴巴净买入规模居前，中芯国际净卖出居首。A 股跑赢港股，农业、美容护理与基础化工领涨，医药、非银金融与钢铁跌幅居前。中概股指数收涨创 5 个月新高，多数大宗商品回调，国债价格上涨，离岸人民币涨破 7.15。
- EPFR 数据显示 8 月 14-20 日主动配置型外资自 2024 年 10 月中旬以来首次对中国市场转为净买入。中国 9 月起将下调人身险产品预定利率。寒武纪上半年营收增长 43 倍，归母净利润扭亏为盈达到 10.38 亿元人民币；中际旭创上半年营收同比增长 36.9%，净利润增长 69.4%。
- MSCI 印度指数连续第 4 个月跑输新兴市场，相对表现创 20 年最差，美国计划 8 月 27 日零时起对印度加征 50% 关税，可能降低印度 GDP 增速 0.7 个百分点左右。日本国债收益率仍面临上行压力，日本财政部申请下一财年长债资金创历史新高，占财政预算比例达到四分之一，日本央行可能在 10 月重加息。
- 欧股下跌，欧债收益率上升。法国总理为推行财政紧缩而发起信任投票，法国股债双杀，法德国债利差升至数月高点，欧元兑美元涨幅收窄。欧美贸易战面临升级风险，特朗普再度炮轰欧盟数字税，称将用关税和出口管制报复。
- 美股低开但尾盘收涨，部分投资者逢低买入，工业、金融与医疗领涨，必选消费、地产与通讯服务下跌。特朗普宣布开除现任美联储理事库克，称降息将成美联储多数派主张，理事库克将起诉免职决定，美联储称总统只有正当理由才能罢免理事，将遵守法院判决。特朗普将研究如何影响美联储下辖 12 家地方联储。特朗普对美联储和劳工统计局等机构干预将削弱美元地位，利空美元与美债，利好黄金、日元、比特币与大宗商品。美国 7 月耐用品订单环比下跌 2.8% 连续第二个月下滑，但剔除国防和飞机后核心资本品订单增速创近三年最高。
- 美债收益率小幅回落。在特朗普寻求解雇美联储理事后，美元指数明显下跌。黄金与比特币先跌后涨。油价连涨 4 天后暴跌，美国 API 原油库存下降将近 100 万桶，汽油库存减少超 200 万桶。

公司点评

- 时代天使 (6699 HK, 买入, 目标价: 86.47 港元) - 海外业务驱动快速增长
时代天使公布强劲的 2025 年上半年业绩，收入同比增长 33% 至 1.6 亿美元，主要受海外业务快速扩张驱动。隐形矫治总病例数达 225,800 例，同比增加 48%，达到此前我们全年预测的 51.7%，高于历史平均约 41%。归母净利润率

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	升降 (%)	
		单日	年内
恒生指数	25,525	-1.18	27.24
恒生国企	9,149	-1.07	25.50
恒生科技	5,782	-0.74	29.41
上证综指	3,868	-0.39	15.41
深证综指	2,441	0.18	24.69
深圳创业板	2,742	-0.75	28.04
美国道琼斯	45,418	0.30	6.75
美国标普 500	6,466	0.41	9.93
美国纳斯达克	21,544	0.44	11.57
德国 DAX	24,153	-0.50	21.32
法国 CAC	7,710	-1.70	4.46
英国富时 100	9,266	-0.60	13.37
日本日经 225	42,394	-0.97	6.27
澳洲 ASX	8,936	-0.41	9.52
台湾加权	24,305	0.11	5.51

资料来源: 彭博

港股分类指数上日表现

	收市价	升降 (%)	
		单日	年内
恒生金融	44,745	-1.66	27.34
恒生工商业	14,460	-0.90	28.54
恒生地产	18,387	-1.96	23.30
恒生公用事业	36,223	-0.51	1.57

资料来源: 彭博

显著提升至 9.1%（同比+6.5 个百分点），得益于有效的成本控制以及人员招聘与海外工厂投产进度的延后。展望 2025 年下半年，我们预计病例出货量将保持强劲，但由于海外投入增加及国内市场持续的价格压力，利润率或将承压。

国内业务：在以守住市场份额为优先的策略下，案例数增长保持韧性。2025 年上半年国内隐形矫治病例出货量达 108,600 例（同比+14%），主要由战略性价格调整推动。青少年早矫领域的拓展以及对低线城市的渗透进一步支撑了案例数的增长。尽管案例数稳健提升，国内收入为 8,968 万美元，与 2024 年上半年基本持平，因 ASP 下行抵消了案例数增长。我们预计时代天使将凭借持续的案例数增长，维持其在中国市场的领先地位。然而，我们预计国内业务的价格竞争将持续。陕西近期启动的正畸集采续约也可能对 ASP 与利润率产生压力。

海外业务：2025 年上半年快速放量且盈利能力改善；但预计 2025 年下半年亏损将扩大。海外隐形矫治病例出货量达 117,200 例（同比+103%），海外收入同比增长 123% 至 7,162 万美元。经营亏损大幅收窄至 543 万美元（同比-67%），主要受人员招聘及海外生产基地投产延后的影响。然而，我们预计 2025 年下半年经营亏损将扩大，原因包括：1) 扩大市场与服务团队招聘并加大市场开拓投入；2) 海外产能投产导致毛利率走低，尽管公司计划回避海外价格战，且可能因海外供应链成本较高而提价；3) 关税影响；4) 较高的知识产权诉讼费用；5) 持续投入数据安全基础设施建设。尽管短期利润率承压，这些举措对于构建合规、本地化的平台以支持公司可持续的全球扩张至关重要。

维持“买入”评级。考虑到上半年病例增长强于预期，我们上调了对 2025 年病例出货与收入的预测。基于 SOTP 估值，我们给予成熟的国内业务 2025 年 15 倍市盈率，以及快速扩张的海外业务 2025 年 8 倍市销率，对应目标价 86.47 港元。

风险：1) 知识产权诉讼及潜在禁令相关的不确定性；2) 美国市场进入壁垒较高，前期投入需求较大。目前公司在美国的本地产能有限。（[链接](#)）

■ 贝壳 (BEKE US, 买入, 目标价: 22.60 美元) - 处于驱动运营效率提升的正轨之上

贝壳 2Q25 营收同比增长 11%，达到 260 亿元人民币，符合招银国际预期/彭博市场一致预期，主要得益于新房交易（同比增长 9%）、房屋租赁服务（同比增长 78%）以及家装家居业务（同比增长 13%）驱动。季度 non-GAAP 净利润达到 18 亿元人民币（同比下降 32%），较招银国际预期/市场一致预期高 4%/6%。我们认为，尽管房地产销售在实现稳健复苏方面仍面临挑战，贝壳也难以免受行业逆风的影响，但公司在提升运营效率方面正处于正确的轨道之上，这有望在行业复苏时带来更好的盈利弹性。我们将 2025-2027 年的营收/non-GAAP 净利润预测下调 2-3%/6-13%，以反映比预期更严峻的行业逆风，并将 SOTP 目标价格下调 5.0% 至 22.6 美元（前值：23.8 美元），以反映更低的盈利预测。然而，我们仍认为贝壳能够继续扩大其在房产交易业务中的市场份额，而家装家居业务以及房屋租赁服务的业务发展也在正轨上，将推动贝壳的长期营收和盈利增长。维持买入评级。（[链接](#)）

■ 立讯精密 (002475 CH, 买入, 目标价: 59.5 元人民币) - 3Q25 指引/2Q25**业绩符合预期; 通信/汽车板块强劲成长动力**

公司公布的 1H25 收入/净利润同比增长 23%/23%，基本符合先前指引。其中通信与汽车业务在 1H25 分别实现 49%/82% 的强劲同比增长亮眼，而计算机与消费电子业务的增长为 12%/14%。2Q25 毛利率为 12.0%（对比 1Q25 为 11.2%），产品组合持续改善和运营效率提升。2Q25 投资收益达 17.8 亿元（对比 1Q 为 12.5 亿元），意味 iPhone 代工业务在关税前提下订单拉动以及效率提升。我们看好立讯 2025/26 年的业务，原因包括：1) iPhone 份额增长及未来两年的 iPhone 升级周期（预计 2026/27 年的折叠/曲面屏），2) 数据中心/AI 服务器零部件和 OEM（DAC/ACC 高速电缆、光模块、散热、电源），3) 汽车业务的 tier-1 战略及国内外扩张与对 Leoni 的整合，以及 4) 安卓 ODM 并购：整合协同效应并扩展至安卓客户的潜在市场（TAM）。我们调整了 2025-27 年的盈利预测，并将目标价上调至 59.5 元人民币，基于 rollover 至 21x 2026 年 P/E，与过去 5 年市盈率历史平均水平一致。立讯将于今天（8 月 27 日）下午 3 时举行业绩电话会，市场将重点关注非苹果业务前景、安卓 ODM 整合以及 AI 服务器/汽车/机器人板块的最新进展。股价催化剂包括 iPhone 份额增长、AI 服务器需求、汽车业务整合以及苹果 9 月初的发布活动。（[链接](#)）

■ 京东方精电 (710 HK, 买入, 目标价: 8.84 港元) - 1H25 业绩被更高成本拖累; 中国新能源汽车订单和海外客户订单赢取进展顺利

2025 年上半年收入同比增长 8% 基本符合市场预期，净利润同比增长 5%，收入增长主要由汽车（同比增 9%）/工业（同比增 5%）显示屏增长驱动，利润受到折旧成本和费用影响。其中汽车显示屏增长在 2025 年上半年好于行业，得益于高端产品（触控面板、LTPS 出货量同比增长 78%，中大尺寸面板显示屏增长 50% 以上）和系统业务增长（同比增长 60% 以上）。对于 2025 年下半年展望，管理层指引收入增长高于行业平均增速一倍；系统产品预计同比增长 20%；净利润率将保持环比稳定。整体而言，我们将 2025-27 年 EPS 预测下调 17-20%，以考虑 2025 年上半年业绩、折旧成本以及 2026-27 年利润率的逐步复苏。基于 14.0 倍 2026 年 P/E，我们将目标价下调至 8.84 港元。目前估值在 13.4 倍/10.9 倍 2025/26 年 P/E，维持买入评级。（[链接](#)）

■ 亿航智能 (EH US, 买入, 目标价: 27.7 美元) - 今年收入指引被下调, 但预计 2026 年增速将加快

亿航在 2Q25 交付了 68 架 eVTOL 飞机，同比增长 39%，这也代表环比大幅回升（1Q25 仅为 11 架）。尽管亿航将全年收入目标下调了 40% 以上至 5 亿元人民币（意味着同比只增长 10%），但管理层强调交付量下调是出于对安全的追求，而非终端需求放缓。管理层预计 2026 年增长将加速，我们仍然看好亿航智能在中国和海外 eVTOL 市场的结构性增长潜力。我们将 2025-2027 年的收入预测下调了 24-43%，并预计战略亏损将持续。我们将估值基准延展至 2026 年，新的目标价为 27.7 美元，基于 15 倍市销率不变。维持买入评级。（[链接](#)）

■ 绿茶集团 (6831 HK, 买入, 目标价: 10.74 港元) - 稳健的同店销售增长和利润率提升的趋势仍然持续

2025 年 7 月至 8 月（截至目前）同店销售保持正增长，即便平均单价仍在下滑。25 财年上半年平均单价同比下降约 4.5% 至 55.5 元人民币，而我们认为 7 月至 8 月（截至目前）仍在下跌，原因包括：1) 更多新店开设在低线城市；

2) 外卖/单人餐占比持续提升（分别达 23%/40%）。但即便如此，自 2025 年 4 月以来同店销售增长已转正并持续至目前，并符合我们对 25 财年同店销售正增长的假设。

我们对 25 财年下半年销售增长与利润率改善依然有信心。主要动力包括：1) 外卖订单强劲，2) 更多创新产品推出，3) 自 2023 年启动的利润分成激励方案持续收效，4) 海外扩张加快（25 财年海外门店将达 15 家，高于原计划 7 家，香港单店销售或达 200 万港元，超过中国内地两倍），5) 内地及海外更多新品牌推出。利润率改善则来自：1) 毛利率提升（外卖拖累有限），2) 租金下降（新店租售比降至 6%，优于平均水平约 8%–9%），3) 折旧摊销缩减（单店资本支出更少且更高效），4) 规模效应（仓储到总部费用都有受益），5) 小店比例提升（小店的经营利润率更高）。因此，我们预测 25 财年下半年净利润率将提升至 9.1%（较 24 财年下半年 8.9% 上升 0.2 个百分点）。

维持买入评级并上调目标价至 10.74 港元，基于 13 倍 25 财年调整后预测市盈率（不变）。我们上调 25/26/27 财年净利润预测 2%/3%/3%，反映 1) 优于预期的毛利率，2) 强于预期的规模效应等。目前股价对应 10 倍 25 财年预测市盈率，仍远低于同业平均 18 倍，以及 24 至 27 财年 25% 的三年销售复合增长率。

25 财年上半年业绩大致符合预期，但核心表现良好。公司营收同比增 23% 至 23 亿元人民币，净利润同比增 34% 至 2.34 亿元人民币，符合盈喜。堂食销售同比上升 13%，外卖销售同比上升 74%。人力成本虽高于预期但被租金与折旧改善抵消。比较利好的因素包括：1) 毛利率为 69.7%，高于预期（招银国际预测为 69%），得益于规模效应、采购力强化及产品结构优化（虾类、排骨等高毛利产品的销售贡献提升），2) 净利润率提升了 0.8 个百分点至 10.2%，特别是在同店销售仍下滑 1% 的情况下。（[链接](#)）

■ 永达汽车 (3669 HK, 买入, 目标价: 2.5 港元) - 品牌组合与现金流共筑生存之基

上半年的减值计提帮助公司轻装上阵：永达 1H25 剔除减值损失的净利润同比下降 43% 至 6,300 万元，基本符合其盈利预警。永达 1H25 计提减值损失 36 亿元，主要与过去的并购和门店装修相关。我们估计此项减值将减少此后的折旧与摊销约 1.5 亿元/年。管理层表示，本次减值后，此类资产仅剩余 6-7 亿元，因此我们预计未来几年公司不会再计提巨额的减值。

2H25 更高的新车毛利率有望抵消金融佣金的下滑：虽然下半年汽车金融的“高息高返”被叫停，但我们观察到经销商已提高汽车售价以抵消汽车金融佣金的下降，同时我们预计宝马有望在 2025 年底提供可观的特殊返利。此外，考虑到保时捷中国的新管理层已认识到中国市场的挑战，我们预计保时捷的新车毛利率也将从 2025 年下半年起逐步改善，因此我们预计永达 2H25 的豪华品牌新车毛利率（不含汽车金融和保险）有望较上半年改善 2.4 个百分点至 -6.6%。同时，高毛利的新能源品牌的新车销量占比也将逐步提高。因此，我们预测 2025 年下半年收入将较上半年增长 5%，毛利率环比收窄 0.2 个百分点至 8.6%，净利润有望保持环比持平。

品牌组合优于同行：我们预计永达的新车销量将从 2026 年起恢复增长，因新能源品牌的销量增长将弥补传统品牌的销量下滑。在新能源品牌占比提升及豪华品牌供需平衡改善的双重推动下，我们预计永达新车毛利率有望在

2026-27 年得到改善。叠加相对稳定的售后毛利贡献和管理层更好的费用控制，我们预计永达 2026-27 的净利润均有望实现翻倍增长。我们相信凭借日益提升的现金流管理，以及在新能源品牌上的先发优势，永达在行业转型期中相比同行更具生存韧性。永达现在也更加重视股东回报，股息支付率大幅提高且持续进行股份回购。维持买入评级，目标价下调至 2.5 港元，基于 9x FY27E P/E。 ([链接](#))

■ **金茂服务 (816 HK, 买入, 目标价: 4.65 港元) - 新业务整合带来增长点, 派息慷慨**

公司 1H25 收入同比增 19.6%，由于非业主增值板块的拖累 (同比-17%) 被新业务整合大幅抵消 (支撑基础物管同比+31%)；净利润增速放缓至同比 +3.1% (符合预期)，主要原因系 1) 毛利率下降 2 个百分点至 22.5%，受基础物管和非业主增值服务影响；2) 应收账款减值大增带来其他开支多增约 3,000 万元，剔除影响后净利润有双位数增长。公司增派 30% 的特别股息使派息比例提高至 70%。我们将目标价下调 4% 至 4.65 港元，主要反映对业绩预期的下调。目标价对应 10x 2025E P/E，维持买入评级。

基础物管：受新业务整合影响增长强劲。板块收入同比增+31%主要由于公司 1H25 自关联方收购了能源运维业务，该业务收费模式与物管类似，在物管费基础上叠加收费，且每平方收费标准远高于物业费单价，同时具备更高的毛利率。该业务目前覆盖在管范围内的 60 个项目，面积 700 万方，我们估计剔除该业务影响，公司基础物管录得约低双位数增长，基于 1) 在管面积同比增 11%；2) 收缴率的小幅提升；3) 物业费单价小幅提升 (1H25: 3.8 元 vs. 1H24: 3.7 元)。未来随着母公司交付高端住宅项目占比提高，这部分收入也将对冲部分负面因素，如：由退盘增加带来的在管面积增速放缓、板块毛利率下行压力等。

业主增值服务：板块收入同比仅增 3.2%，但毛利率更高的空间运营及软装业务增速更快带来板块毛利率同比提升 4 个百分点至 1H25 的 46.6%，也反映社区生活服务和房产经纪业务受经济环境影响承压。

派发特别股息。公司在基础派息比例 40% 的基础上给予 30% 的特别派息以庆祝上市三周年体现对股东回报的重视。

维持买入评级。下调目标价 4% 至 4.65 港元，主要反映业绩预期下调。目标价对应 10x 2025E PE。风险：1) 三方拓展不及预期；2) 毛利率下行超预期；3) 应收账款减值等。 ([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	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	19.39	25.00	29%	11.1	10.6	1.8	20.0	2.7%
零跑汽车	9863 HK	汽车	买入	68.25	80.00	17%	98.9	29.3	7.6	7.7	0.0%
中联重科	1157 HK	装备制造	买入	6.62	7.40	12%	13.0	11.6	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	1.5	17.4	4.0%
绿茶集团	6831 HK	可选消费	买入	8.27	10.74	30%	10.9	9.4	4.5	49.6	3.4%
江南布衣	3306 HK	可选消费	买入	19.91	18.68	N/A	11.5	10.4	3.6	38.9	0.0%
瑞幸咖啡	LKNCY US	可选消费	买入	37.54	44.95	20%	23.0	18.5	0.8	27.7	0.0%
珀莱雅	603605 CH	可选消费	买入	91.99	133.86	46%	4.7	17.4	5.4	31.0	1.5%
华润饮料	2460 HK	可选消费	买入	11.75	18.61	58%	49.0	61.8	2.1	17.2	2.9%
百济神州	ONC US	医药	买入	308.91	359.47	16%	103.7	37.7	13.2	N/A	0.0%
三生制药	1530 HK	医药	买入	30.10	37.67	25%	7.2	22.5	3.0	37.1	1.9%
中国平安	2318 HK	保险	买入	57.45	65.10	13%	7.6	7.2	0.9	13.4	5.0%
中国财险	2328 HK	保险	买入	18.32	15.80	N/A	11.3	10.4	1.3	13.4	3.7%
腾讯	700 HK	互联网	买入	609.50	705.00	16%	22.4	19.9	4.4	20.9	0.9%
阿里巴巴	BABA US	互联网	买入	124.19	141.20	14%	1.7	1.5	0.3	9.9	7.1%
携程集团	TCOM US	互联网	买入	64.93	70.00	8%	2.6	2.4	0.3	10.3	1.6%
绿城服务	2869 HK	房地产	买入	5.05	6.61	31%	18.0	15.8	1.8	10.9	4.6%
小米集团	1810 HK	科技	买入	53.50	62.96	18%	30.9	24.2	5.3	19.6	0.0%
瑞声科技	2018 HK	科技	买入	45.24	60.55	34%	20.8	16.5	1.9	10.4	1.0%
比亚迪电子	285 HK	科技	买入	39.86	43.22	8%	16.5	13.2	2.2	15.1	1.9%
地平线机器人	9660 HK	半导体	买入	7.88	8.90	13%	N/A	N/A	9.4	N/A	0.0%
豪威集团	603501 CH	半导体	买入	142.60	176.00	23%	33.6	23.4	6.1	19.2	0.3%
贝克莱	2149 HK	半导体	买入	58.30	93.00	60%	18.2	14.4	N/A	18.2	0.0%
北方华创	002371 CH	半导体	买入	383.00	379.26	N/A	37.2	29.0	7.2	21.6	0.3%
Salesforce	CRM US	软件与IT服务	买入	243.74	388.00	59%	21.6	18.6	4.0	11.2	0.6%

资料来源：彭博、招銀国际环球市场预测（截至2025年8月26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。