

中国策略

假期经济谨慎乐观

- **宏观：**国庆假期中国消费温和增长，绿色、智能和体验消费表现强劲。尽管近期一线城市进一步放松地产政策，但房地产市场仍然疲软。在全球流动性宽松、美元贬值和国内供给侧产能调控的背景下，核心 CPI 和 PPI 增速回升，通缩压力或将缓解。预计流动性条件至少在未来两个季度内保持宽松。由于基数效应可能导致住房销售和耐用品零售增速显著放缓，中国可能在 2025 年第四季度再次降准降息并扩大财政刺激。
- **互联网：**在线旅游平台（OTA）核心数据观察：基于今年假期旅游数据，我们认为“品质”和“长途游”是关键词，这或表明旅游需求具有韧性，并预示我们所覆盖的主要 OTA 公司三季度利润率扩张趋势或优于预期。根据公司数据，携程平台上长途游预订量占国内旅游预订总量的比例同比提高了 3 个百分点。阿里巴巴旗下的 OTA 平台飞猪数据显示，其平台在假期期间的客单价同比增长了 14.6%；同程旅行称其平台上的出境长途跟团游预订量同比增长了近 100%，显著优于出境短途游预订量增速；同时，来自非一线城市的用户在国内和出境跟团游产品上的支出同比增长超过 33%。我们重申对携程（TCOM US）和同程旅行（780 HK）的“买入”评级。
- **可选消费：**我们认为 2025 年国庆假期期间的零售额增长稍微令人失望，2025 年第四季度的风险可能仍然较高。因此，我们维持谨慎看法，偏好消费降级主题和高股息相关标的。行业的放缓或归因于 2024 年的高基数、政府家电补贴未有出台、强劲的出境游以及持续的宏观压力和天气因素。展望未来，这些问题或会持续，除非中国推出重大的新刺激措施，否则复苏将很艰难。增长放缓、折扣加深和竞争加剧带来的利润率压力仍然使我们担忧。
首选标的：瑞幸咖啡（LKNCY US）、锅圈（2517 HK）、绿茶集团（6831 HK）、九毛九（9922 HK）、李宁（2331 HK）、波司登（3998 HK）、JS 环球生活（1691 HK）。
- **汽车：**国庆期间销售分化；优选份额提升标的。根据我们渠道调研，国庆期间新能源汽车的销售态势明显强于传统燃油车。8-9 月陆续上市的多款热门新能源车型成为国庆期间订单增长的关键来源。我们预计四季度还将有约 50 款新车上市，同比接近翻倍。此外，考虑到 2026 年起新能源车免购置税的优惠额度将减半，由此引发的消费者提前购买效应也有望推动四季度新能源市场份额提升。我们小幅上调 2025 年全国乘用车零售及批发销量预测，以反映三季度整体销量超预期及四季度潜在的新能源车提前购买需求，而四季度燃油车销量或同比下滑（去年高基数）。吉利汽车（175 HK，买入）和零跑汽车（9863 HK，买入）仍为我们首选的整车厂标的，预计两者四季度的销量及利润将再度超越投资者预期。正力新能（3677 HK，买入）作为快速成长的电池制造商也将受益于四季度新能源车市场份额提升。
- **房地产：**政策效果边际减弱。在国庆假期的前七天，房地产销售依然低迷。30 城日均新建商品房销售面积同比下降 18%，而 14 城二手房销售面积也同比下降，进一步表明政策效果持续减弱。2025 年 8-9 月推出的刺激

叶丙南, Ph.D
yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖
frankliu@cmbi.com.hk

贺赛一, CFA
hesaiyi@cmbi.com.hk

陶冶, CFA
franktao@cmbi.com.hk

陆文韬, CFA
luwentao@cmbi.com.hk

马泽慧
joannama@cmbi.com.hk

胡永匡
walterwoo@cmbi.com.hk

史迹, CFA
shiji@cmbi.com.hk

窦文静, CFA
douwenjing@cmbi.com.hk

梁晓钧
austinliang@cmbi.com.hk

张苗
zhangmiao@cmbi.com.hk

政策效果明显不及 2024 年的“924”新政。即使考虑官方网签量数据的滞后性，实时销售表现也同样疲软：根据冰山大数据，北京和深圳的二手房成交套数分别同比下降 72% 和 77%。我们认为，惨淡的销售表现可能促使监管者推出进一步的宽松措施。我们预计四季度行业在积极的政策预期和负面的销售数据影响下保持波动态势。然而，从长远来看，我们认为行业仍处于复苏周期。选股方面，我们推荐二手房市场受益者贝壳（BEKE US），以及现金流具有韧性的物业管理公司，如华润万象生活（1209 HK）、绿城服务（2869 HK）、保利物业（6049 HK）、滨江服务（3316 HK）和万物云（2602 HK）。

宏观经济

| 叶丙南, Ph.D / yebingnan@cmbi.com.hk (852) 6989 5170
| 刘泽晖 / frankliu@cmbi.com.hk (852) 5661 7298

■ 消费温和增长，绿色、智能产品和体验式消费需求强劲

国庆假期是观察中国消费趋势的关键窗口期。官方统计数据显示，假期服务消费温和增长。根据交通运输部数据，假期期间总客运量较去年同期增长6.2%。我们预计国内旅游收入可能同比增长6%-8%。根据香港入境事务处数据，假期期间超过139万内地游客到访香港，同比增长10%。根据国家移民管理局的统计，在免签入境、扩大退税和跨境支付优化等政策支持下，假期前六天入境旅客总数同比增长38.46%。

得益于供给侧技术创新和汽车、家电等以旧换新补贴政策，假期期间耐用品零售持续增长。消费者偏好绿色和智能产品。根据商务部数据，假期前四天，智能家电销售额同比增长16.8%，节能产品销售额同比增长19%。

文化与科技融合带动体验式消费需求爆发。根据文旅部数据，文化活动（例如唐山音乐会、敦煌数字夜游）推动假期前五天文旅门票销售收入同比增长逾100%。《黑神话：悟空》游戏使山西小西天庙游客量增长200%，而北京的“午夜长城”灯光秀使游客量较去年同期增长40%。江苏的“苏超”推动南京酒店预订量同比增长68.6%，比赛日餐厅收入同比激增150%。

■ 房地产市场依然疲软

随着一线城市在假期前进一步放松限购，住房销售略有改善。然而受基数效应影响，同比增速有所放缓。去年“924新政”公布的一揽子刺激政策推升去年第四季度住房销售。考虑到高基数效应和政策刺激效果递减，今年四季度住房销售同比增速可能显著下滑。政策部门可能不得不推出额外的刺激政策以提振住房需求。

随着供需再平衡持续推进，大多数城市房价延续下跌但跌幅收窄。根据我们的预测，一线城市新房去化周期可能在明年回落到正常水平，房价可能在明年年中逐渐企稳。

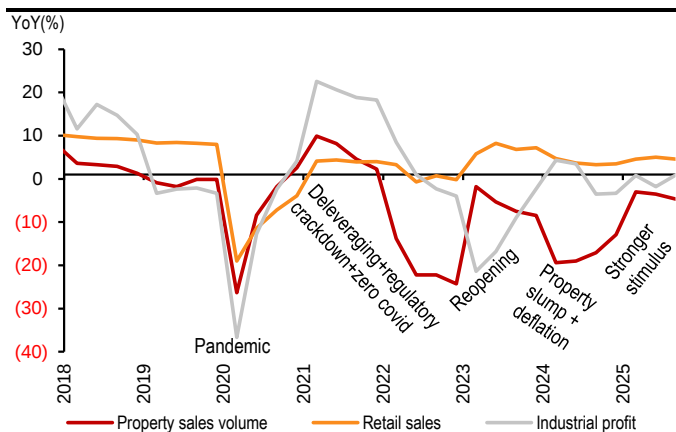
■ 通缩持续，未来可能适度缓解

我们预计国内通缩压力将从今年四季度开始逐渐缓解。核心CPI温和上涨表明国内消费缓慢改善。同时，受全球流动性宽松、美元贬值和中国供给侧产能调控影响，PPI环比止跌未来可能上涨。主要经济体实施的货币宽松政策向市场注入了流动性，不可避免地推高了资产和大宗商品价格。同时，美元持续贬值使得美元计价的大宗商品对非美元持有者来说更为便宜，从而刺激全球需求。此外，中国致力于供给侧产能调控将有效收紧工业与原材料供应。在此宏观背景下，黄金和铜价持续飙升向全球经济发出了明确的再通胀风险信号。中国通缩压力缓解可能为盈利提升和股市上涨奠定基础。

■ 流动性保持宽松，新的财政刺激措施有望出台

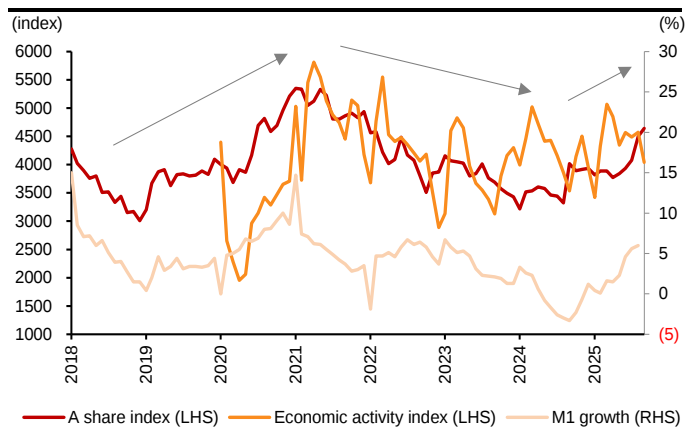
在房地产市场和总体价格水平强劲复苏前，中国的流动性宽松周期可能持续。我们认为，至少未来两个季度流动性宽松将构成利好。由于基数效应和政策刺激效果递减，住房销售和耐用品消费的同比增速可能在今年四季度显著下降。我们预计央行将在四季度进一步下调RRR和LPR。财政部可能不得不推出额外的财政刺激措施，特别是针对家庭和消费。

图 1: 中国商业周期



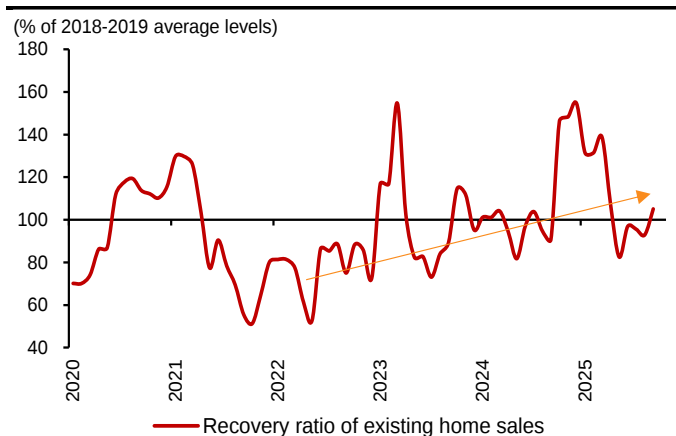
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 2: 中国经济领先指标



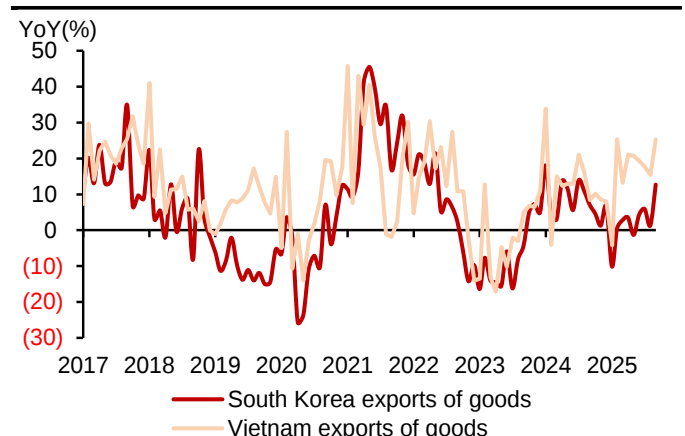
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 3: 中国存量房销售复苏率



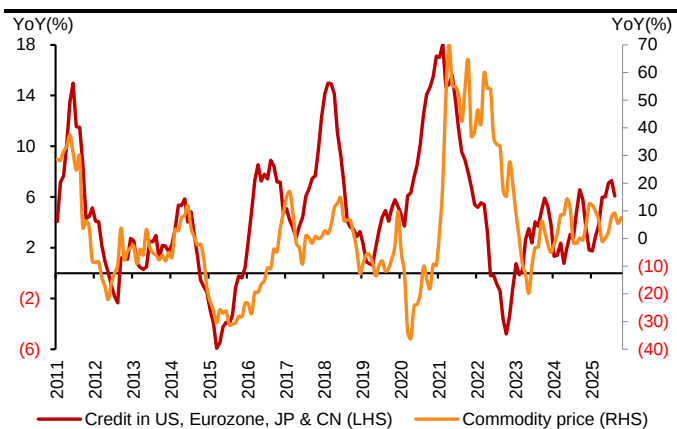
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 4: 韩国与越南出口额增速



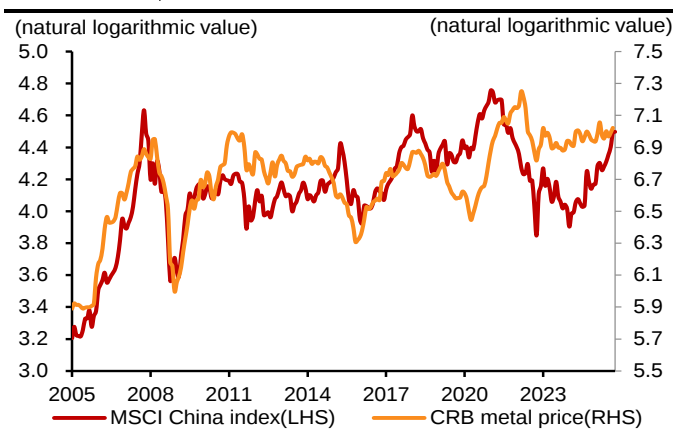
资料来源：Wind, 招银国际环球市场

图 5: 信用扩张与大宗商品周期



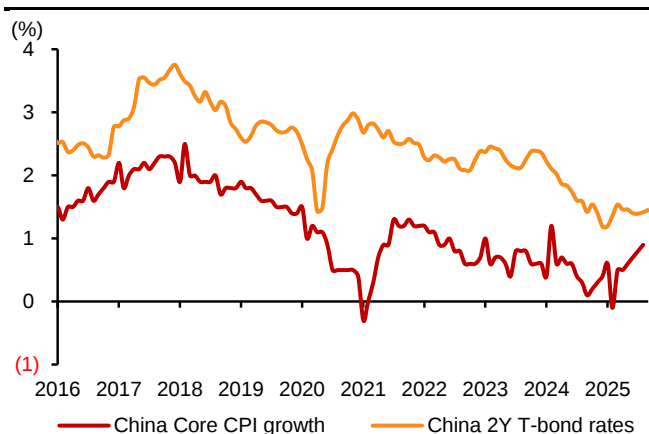
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 6: MSCI 中国指数与 CRB 金属价格



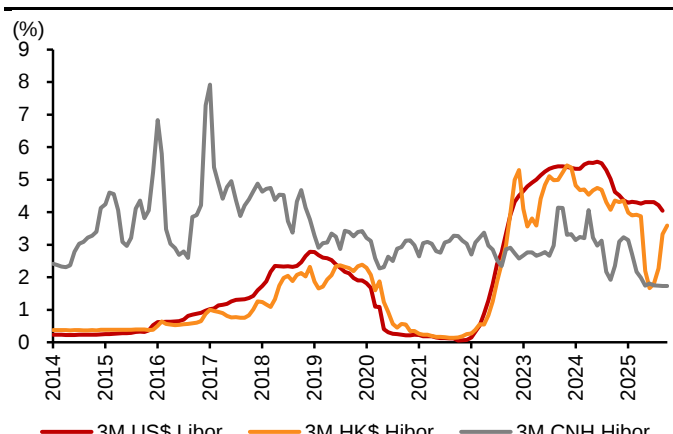
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 7: 中国核心通胀及国债收益率



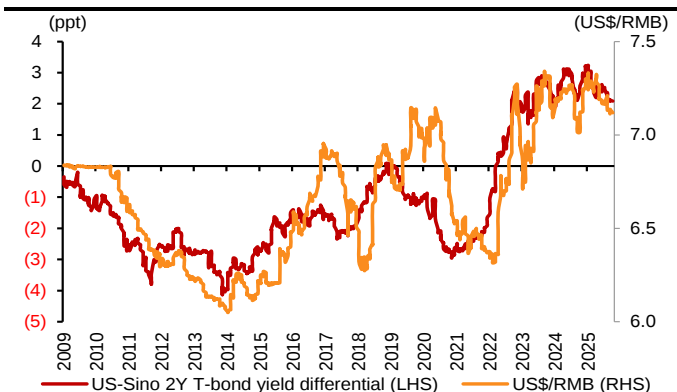
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 8: 美元、港元及人民币离岸融资成本



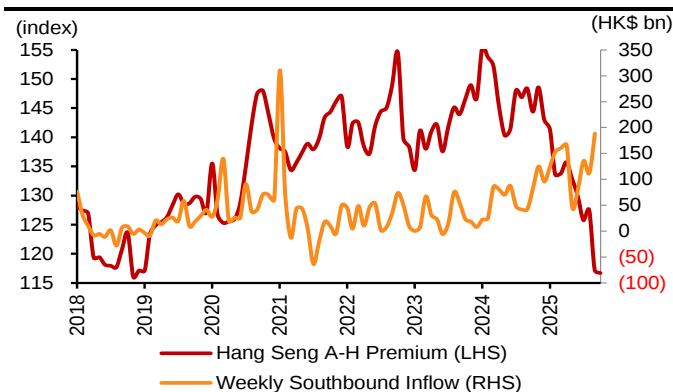
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 9: 中美利差与美元/人民币汇率



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 10: A-H 股溢价与南向资金流入



资料来源：Wind，招银国际环球市场

互联网

| 贺赛一, CFA / hesaiyi@cmbi.com.hk (852) 3916 1739
| 陶冶, CFA / franktao@cmbi.com.hk
| 陆文韬, CFA / luwentao@cmbi.com.hk
| 马泽慧 / joannama@cmbi.com.hk

■ OTA 平台核心观察：“品质”和“长途游”是关键词

基于我们对今年国庆和中秋假期旅游数据的观察，“品质”和“长途游”是关键词，这或表明旅游需求具有韧性，并预示我们覆盖的主要 OTA 公司 2025 年第三季度的利润率扩张趋势或好于预期。携程平台上长途游预订量占国内游预订总量的比例同比增加了 3 个百分点。飞猪称其平台在假期期间的客单价同比增长了 14.6%；同程旅行表示其平台上的出境长途跟团游预订量同比增长近 100%，显著优于出境短途游预订量增速；同时，来自非一线城市的用户在国内和出境跟团游产品上的支出同比增长超过 33%。我们重申对携程和同程旅行的“买入”评级。

国家移民管理局的预测数据显示出境游需求具有韧性：今年假期期间日均出入境旅客人数预计将超过 200 万人次，同比增长超过 6.9%。根据文化和旅游部数据，在为期 8 天的国庆中秋假期期间，国内出游达到 8.88 亿人次，较 2024 年 7 天国庆假期增加了 1.23 亿人次。国内出游总花费为 8,090 亿元人民币，较 2024 年增加了 108.2 亿元。根据我们的测算，2025 年国庆中秋假期期间全国日均国内出游人次为 1.11 亿，同比增长 1.6%，日均国内出游花费为 1,011 亿元人民币，同比增长 1.0%。我们认为这两项数据均表明旅游业呈现健康增长趋势。

根据携程数据，在今年假期期间，其平台上：1) 长途游预订量对国内游预订总量的贡献同比增加 3 个百分点，前往多个欧洲目的地的长途游预订量同比增长一倍；2) 游客越来越注重深度体验：北京包车游预订量同比增长 75%，出境包车游预订量增长超过 120%；在出境包车游预订当中，日本市场的 GMV 增长了 180%，斯里兰卡市场 GMV 同比增长超过 300%；3) 出境游热门目的地包括日本、泰国、马来西亚、韩国和新加坡；前往冰岛、挪威等地的出境游预订量同比增长一倍，而前往西班牙、意大利和德国的预订量同比增长约 70%；入境游方面，游客主要来自韩国、美国、俄罗斯、日本和马来西亚。

根据飞猪数据，今年假期期间其平台上机票、网约车等交通产品的人均预订量同比增长 5%。酒店、跟团游、门票等产品的人均预订量同比增长 4.6%。此外，假期旅游的客单价同比增长 14.6%。一个值得注意的趋势是，95 后（1995 年至 1999 年出生的人）是今年假期旅游的主力人群，其预订量占比最高，达到近四分之一，我们认为这是旅游需求具有韧性的一个重要支撑因素。

同程旅行的数据也印证了“品质”和“长途游”趋势：1) 其平台上的出境长途跟团游预订量同比增长近 100%，显著优于出境短途游预订量；同时，来自非一线城市的用户在国内和出境跟团游产品上的支出同比增长超过 33%；2) 假期期间，国内机票航段在 400-800 公里、800-1200 公里和超过 3200 公里的比例均超过 20%，其中，超过 3200 公里航段机票量同比增长 14%，在所有航段中增长率排名第一；3) 国内非一线城市高品质酒店的预订热度同比增长超过 90%，高于全国高品质酒店的整体预订热度。

可选消费

| 胡永匡 / walterwoo@cmbi.com.hk (852) 3761 8776

考虑到国庆假期期间数据差于预期，以及 2025 年第四季度的各种风险，我们目前倾向于维持谨慎看法。继续偏好消费降级和高股息等主题。根据我们的估计，零售行业趋势在 2025 年第三季度有所放缓，潜在原因如下：1) 2024 年的基数越来越高，2) 缺乏政府补贴（尤其是家电方面的补贴），3) 相对强劲的出境游（或稀释国内购买力），4) 各种宏观不确定因素（例如房价下跌、贸易战），5) 恶劣天气（例如雨天过多、台风、气温高于去年）。进入 2025 年第四季度，我们倾向不会过度乐观，态度转趋谨慎，因为上述不少因素可能仍然持续（高基数、缺乏补贴、强劲出境游、宏观不确定性、暖冬等），并且还存在其他风险（例如外卖补贴可能进一步缩减，电商渠道销售基数高）。事实上，我们观察到 2025 年国庆假期期间的零售销售数据已经差于预期。除非中央政府能够推出规模合理的刺激措施，否则我们认为这种趋势不易扭转。此外，增长放缓、竞争加剧和折扣加深都可能导致利润率承压。在这种情况下，我们将继续偏好消费降级和高股息等主题。

我们偏好瑞幸咖啡（LKNCY US，买入）、锅圈（2517 HK，买入）、绿茶集团（6831 HK，买入）、九毛九（9922 HK，买入）、李宁（2331 HK，买入）、波司登（3998 HK，买入）和 JS 环球生活（1691 HK，买入）。

尽管今年国庆假期已包含中秋节，国庆假期期间日均全社会跨区域人员流动量的增长率弱于五一假期。根据交通运输部数据，在今年国庆假期期间（2025 年 10 月 1 日至 6 日，共六天），日均全社会跨区域人员流动量同比增长 6.5%，这较 2025 年端午节的 2.4% 增长有所改善，但较 2025 年五一假期的 8.6% 增长有所放缓。然而，我们估计今年国庆假期的复苏率（相对于 2019 年）为 131%，远好于 2025 年端午节假期的 120%，但略弱于 2025 年五一假期的 134%。在出行方式方面，铁路、公路、水路和航空的跨区域人员流动量增长率分别为 1.5%、5.4%、8.8% 和 3.8%。我们理解存在潜在的拖累因素，例如：1) 天气不好（雨水过多、台风、高温等），2) 缺乏消费补贴或刺激措施，3) 强劲的出境增长。根据去哪儿的数据，热门国内/海外目的地的酒店预订量同比增长超过 20%/30%）。但考虑到今年黄金周假期包含了中秋节，整体交通量增长率的放缓并不如我们此前预期的健康。

根据商务部的数据，整体零售额增长也较为疲软。根据商务部的数据，2025 年国庆假期期间，全国重点零售和餐饮企业销售额仅同比增长 3.3%，远低于 2025 年五一假期/2024 年国庆假期的 6.3%/4.5%。这与线下客流量数据相互呼应。同样，根据商务部的数据，同期重点步行街和商业区的客流量增长仅为 4.2%，较 6.4%/12.5% 持续放缓。

电影票房表现也颇为令人失望，自 2023 年以来连续两年下滑。根据猫眼的实时数据，2025 年国庆假期总票房仅为 17.2 亿元人民币，同比下降约 18%，虽然好于 2025 年五一假期 51% 的跌幅，但仍差于 2024 年国庆假期 23% 的跌幅。观影

人次下降 10%，平均票价也下降了 9%，差于 2025 年五一假期 2%的跌幅以及 2024 年国庆假期 4%的跌幅。

茶饮咖啡、旅游-酒店和家电符合预期，餐饮、体育用品和服装低于预期。在子行业方面，我们认为今年国庆假期期间茶饮咖啡、旅游-酒店和家电行业的表现均符合我们的预期，而餐饮、体育用品和服装行业则低于预期。因此，我们将体育用品和服装行业的评级下调至同步大市。

■ 体育用品行业（下调至同步大市）

我们估计 9 月份的行业流水增长为低单位数，比 8 月的大概持平要好一些，也比 7 月的低单位数下降更好，最主要的原因只是 9 月在线增长比较良好，线下仍然面对巨大压力（特别是客流）。整个 3 季度而言，我们预计增长都要比 2 季度更慢一些。个别品牌仍然有达标率不足的情况，所以其实是低于预期的。在电商没有快速增长，而线下很差的情况下，我们相信十一国庆黄金周的表现也不会太好。我们认为主要原因是：1) 整体天气不好，下雨较多，又有台风，同时也比去年更热，2) 宏观经济疲弱，令消费信心下降，以及 3) 产品创新力不足等等。另外我们也观察到，虽然渠道库存水平仍算健康，但折扣水平仍然在转差，3 季度不论是同比还是环比折扣仍在加深。

展望 4 季度，我们看法仍然十分保守，原因包括：1) 基数（24 年 3 季度）其实已经不高，但表现还是较弱，未来（24 年 4 季度）基数会越来越高，2) 10 月的天气仍然较热，3) 宏观数据也未见到明显转好。假若国家对消费和体育行业的政策力度没有足够提高，未来增长仍然会乏力。所以我们下调行业评级至同步大市。

我们把行业的首选调整为李宁（2331 HK，买入），因为我们开始看好未来的业绩反转，各项负面因素和成本费用提升都可以在 25 年消化，从而让公司在 26 年有更好的开始。对于安踏（2020 HK，买入），我们的看法转向保守，原因是主品牌增长较弱，以及始祖鸟短期销售可能面临风险。我们也看到 Nike（NKE US，未评级）的改革开始稍有成效。而 Adidas（ADS EU，未评级）的复苏相对稳健，但势能开始稍有转弱。

■ 服装行业（下调至同步大市）

我们估计 9 月份行业只有持平到低单位数的增长，相信会比 8 月的中单位数更差，可能和 6 月 7 月相若，原因是：1) 天气仍然很差（下雨和台风很多，而且温度明显较去年热，2) 旺季后的消费力不足，3) 消费者更倾向购买客单价更低的产品，4) 在线渠道基数较高等等。而上述因素在十一国庆黄金周仍然存在，所以我们认为表现仍然不会太好，或差于预期。另外我们也观察到折扣力度同比仍然在加深，也不利于品牌的利润率。

展望 4 季度，基于目前的天气情况和宏观情况，我们看法仍然十分保守，所以下调行业评级至同步大市。

从股息率的角度来说，江南布衣（3306 HK，买入）会是最高。但从基本面的表现来说，波司登（3998 HK，买入）会比较好，因为受惠于产品创新和营运效率提升，即使有暖冬的风险，其今年的增长可能仍会快于同行。

■ 餐饮行业（维持优于大市）

9 月餐饮的同店销售，我们估计会有中至高单位数下跌，对比 8 月的低单位数下跌较差，和 2 季度的水平相若。不过受惠于 7-8 月的略为好转，整个 3 季度的表现还是要比 2 季度好。

主要原因是：1) 西贝舆论事件的影响，2) 天气很差（下雨和台风）。加上在 9 月下旬，外卖平台的补贴又再增加，对大部份的餐厅品牌都不太利好。所以行业整体在十一国庆黄金周的表现，我们相信仍然不好，或差于预期。按品牌来说，连今年表现较好的绿茶和小菜园的同店增长在 9 月和十一也有转差，我们相信其他品牌也不会太好。

展望 4 季度，我们看法开始转得保守，因为理论上十一国庆假期已经包含了中秋节（24 年的中秋节在 9 月），但数据并没有转强，反而在转弱，说明行业的需求较弱。加上在 25 年每一次的旺季，外卖平台都有可能加大补贴力度，以堂食为主的品牌，仍然会受到不少压力。所以，尽管因为低基数的原因，我们认为餐饮行业仍然有望持续反转，但是所需的时间仍然有机会比预期更长更多。而且我们相信单价更低、更能受惠消费降级的品牌，表现才会更稳健。

选股方面，我们首选锅圈（2517 HK，买入），主要是受惠于其产供销一体化的垂直整合业务模式，加上近年的爆款引流，品类多元化，渠道升级和扩展，会员体系优化，加强员工培训，深化客户粘性等等的策略。另外推荐绿茶餐厅（6831 HK，买入），因为同店销售增长已经转正，而且在外卖订单强劲增长的同时，利润率仍能持续改善，加上其相对低廉的价格，未来仍会受惠消费降级。目前估值很低，股息率较高。同时也看好九毛九（9922 HK，买入），受惠于公司各种的调改，包括积极使用鲜活食材，拓展 SKU 数量和门店装修升级等等，太二同店销售增长有望转正，所以当前的股价回调，是买入的好机会。

■ 茶饮咖啡行业（维持优于大市）

9 月行业的同店销售增长仍然快速，只是会比 8 月的水平有所放慢，也许和 7 月差不多，主要是受惠于：1) 线下客流对低单价或小确幸的需求仍然较强，2) 天气较热，3) 外卖补贴力度稍有加大的帮助。而在十一国庆黄金周期间，我们估计表现还是不俗的，最少是符合市场预期的。

展望 4 季度，因为我们和市场的预期并不算高，所以短线来说仍能看好。但展望 2026 年，在外卖补贴逐渐减少，基数逐渐变高，门店数量重新加速增长，以及竞争加剧等等的情况下，我们对利润的看法也会更保守。

目前首选仍然是瑞幸咖啡（LKNCY US，买入），开店超预期后，预计下半年仍然保持快速，外卖相关费用会令利润率有压力，所以目前对利润率预期较为悲观。未来如果产品结构继续改善，供应链效率持续提升和同店增长仍有不错的经营杠杆，那么业绩仍有超预期的空间。

■ 旅游-酒店行业（维持优于大市）

9 月的行业 RevPAR 估计同比持平，对比 8 月的低单位数下降和 7 月的中单位数下降持续改善。而在十一国庆黄金周，我们估计行业 RevPAR 有望转正，而主要是靠 OCC 的上升所带动，抵销了 ADR 的下跌。整体算是符合预期。

按照不同价位和城市来说，一线城市表现不俗，对比下沉市场稍好，另外豪华型，高档和中档表现也有反弹，对比经济型反而更好，可能是因为经济型酒店供应增长较快，竞争也较为剧烈。

展望 4 季度，虽然行业在持续复苏，但我们的看法只是审慎乐观，一方面看到商务需求，入境游的需求再持续好转，但另一方面也会担心旺季后的需求回落和宏观经济突然转差。

而且最关键的是，从供应量的角度来说，房间数仍然有中高单位数的同比上升，增长还是要比需求更快，所以行业整体复苏以及供需达到更好的平衡也许需要等待更长的时间。

主要品牌像华住（HTHT US/ 1179 HK，未评级）开店仍然快速，而关店会比较有限，全年的扩张计划仍有望超预期。

■ 家电行业（维持同步大市）

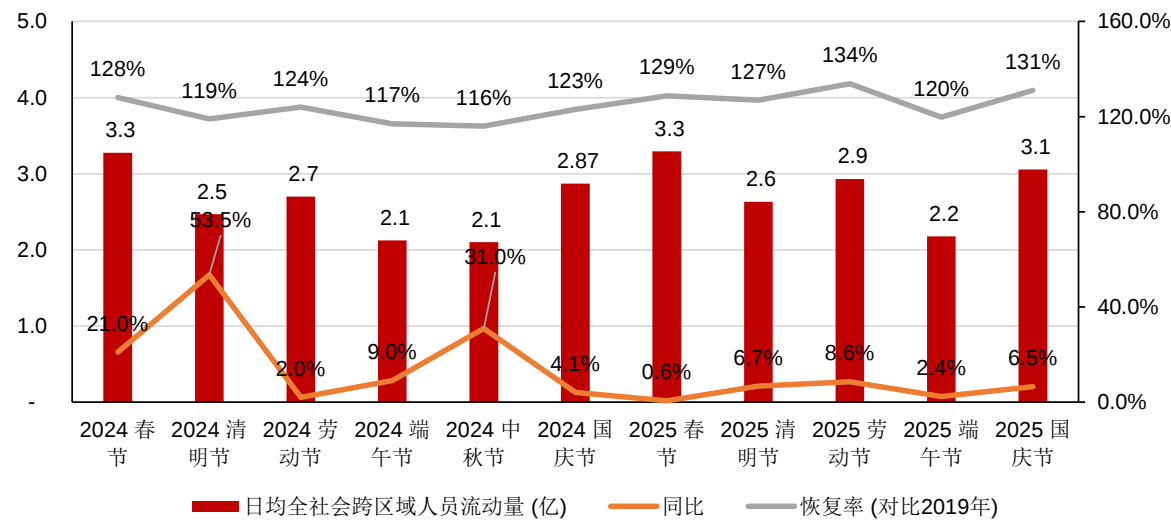
9 月份的大家电行业全渠道销售估计已经转负，比 8 月约 10% 以上增长和 7 月约 25% 以上增长有大幅转差，原因主要是去年的高基数和今年的补贴逐渐退出。而在这种情况下，我们认为十一国庆黄金周的表现只会比 9 月更弱。从品类来说，洗衣机表现最稳健，然后是空调，之后才是冰箱。平均单价来说，线下渠道仍然比较平稳，但在线渠道开始有些同比下跌。

展望 4 季度，因为：1) 国补的暂停（甚至不排除有所延迟和减少），2) 高基数，和 3) 消费者因宏观不确定性而令消费意愿减低等等的因素，我们都预计增长会大幅下滑。举例来说，新的空调冷年，即使个别公司政策略为积极，但目前普遍的指引都未有增长，甚至有所下降。从行业的排产数据来说，未来几个月增长亦很可能转负。另外，虽然目前库存水平仍然很低，但无论是消费者或经销商的信心都在转弱，叠加高基数的影响，就算下半年仍有国补出台，而补库存的需求仍然存在，但加速的可能性很低，所以我们对家电板块看法仍然保守（除了个别板块像中央空调，可能会较稳定）。而在这种情况下，低价机型会相对卖得更好，但这也许会影响毛利率（个别品牌像美的可能表现会相对较好），而未来半年，假若行业销售持续下跌，价格战或会加剧。

我们对欧美的家电产品出口的看法，会因为高基数而略为保守，不过对新兴市场的出口，却会比较乐观。

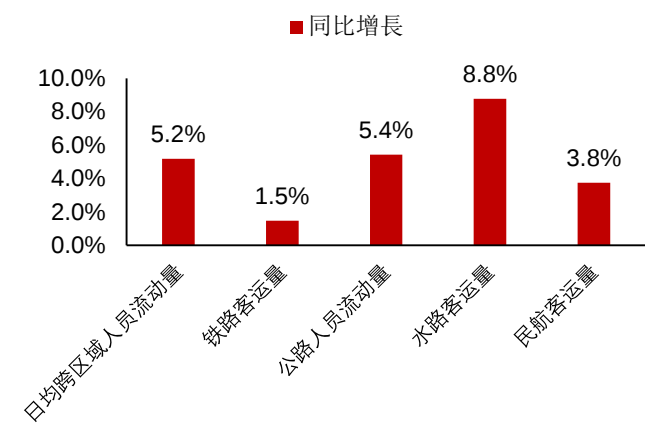
我们目前比较看好 JS 环球（1691 HK，买入），主要是看好公司的内在价值，包括丰厚的现金和 SharkNinja 在亚太区的强劲发展。

图 11:不同假期日均全社会跨区域人员流动量、增长率及复苏率 (对比 2019 年)



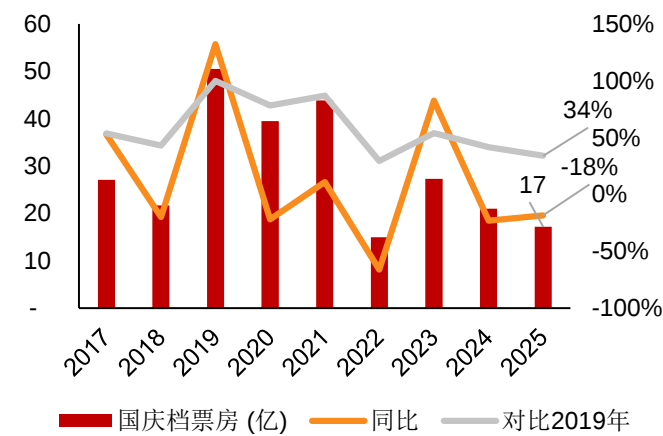
资料来源：交通运输部，招银国际环球市场

图 12:日均跨区域人员流动量增长率，按交通方式划分 (基于 10 月 1-6 日数据)



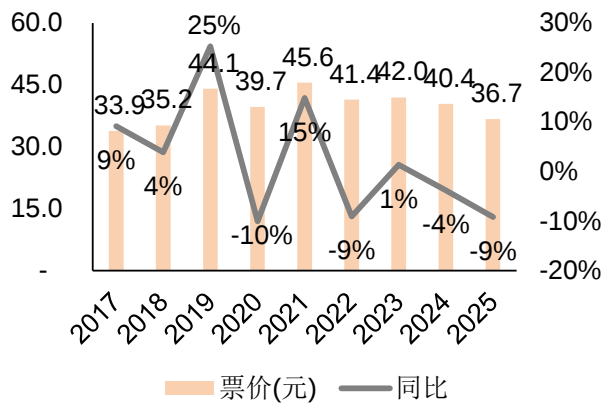
资料来源：交通运输部，招银国际环球市场

图 13:国庆档票房、增长率及复苏率 (对比 2019 年)



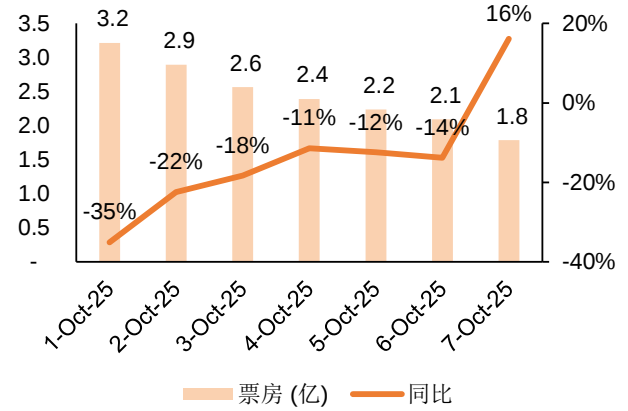
资料来源：猫眼，招银国际环球市场

图 14: 票价及增长率



资料来源: 猫眼, 招银国际环球市场

图 15: 单日票房及增长率



资料来源: 猫眼, 招银国际环球市场

图 16:十一国庆假期主要销售数据及详情

地区	行业	主要销售数据和信息	同比增长	时间	来源
全国	客运量	全社会夸区域人员流动量累计约12.49亿人次，创历史新高	5.7%	十一假期前四日	交通运输部
全国	客运量	铁路累计发送旅客连续多日超1800万人次	5.5%	十一假期前四日	交通运输部
全国	客运量	公路人员流动量超11.53亿人次	5.6%	十一假期前四日	交通运输部
全国	客运量	水路客运量累计约681万人次	11.7%	十一假期前四日	交通运输部
全国	客运量	民航累计运输旅客962万人次	5.0%	十一假期前四日	交通运输部
全国	零售和餐饮	全国重点零售和餐饮企业销售	3.3%	十一假期前四日	商务部
全国	步行街商圈	重点监测78个步行街（商圈）客流量	4.2%	十一假期前三天	商务部
全国	步行街商圈	重点监测78个步行街（商圈）营业额	4.0%	十一假期前三天	商务部
全国	绿色食品	重点监测电商平台绿色有机食品销售额	20.1%	十一假期前四日	商务部
全国	绿色家店	重点监测电商平台节能家电（一级能耗）销售额	19.0%	十一假期前四日	商务部
全国	智能家居	重点监测电商平台智能冰箱销售额	20.7%	十一假期前四日	商务部
全国	智能家居	重点监测电商平台智能家居产品销售额	16.8%	十一假期前四日	商务部
全国	电影	平台统计国庆档电影总票房（含预售）破17亿元	-19.2%	十一假期前七日	猫眼
全国	电影	平台统计总观影人次达4626.4万	-11.3%	十一假期前七日	猫眼
全国	全行业	外国游客使用支付宝消费额	40.0%	十一假期前五日	支付宝
全国	全行业	游客用支付宝在零售品牌的支付金额	200.0%	十一假期前五日	支付宝
全国	全行业	微信跨境支付的笔数	21.0%	十一假期前五日	微信
全国	全行业	香港居民北上使用微信消费笔数	120.0%	十一假期前五日	微信
全国	全行业	中国游客通过境外微信小程序的日均交易金额	70.0%	十一假期前五日	微信
全国	住宿	华住旗下品牌酒店整体预订率	3.0%	十一假期八日	华住集团
全国	旅游	平台内国内航线机票预订量超1189万张，日均预定量	3.0%	十一假期八日	航旅纵横
全国	旅游	平台内出入境航线机票预定量超179万张，日均预定量	13.0%	十一假期八日	航旅纵横
全国	旅游	平台内假期预售机票价格，裸票票价819元	9.1%	十一假期八日	航旅纵横
全国	旅游	平台内热门国内城市酒店预订量	20.0%	十一假期八日	去哪儿旅行数据
全国	旅游	平台内热门国外城市酒店预订量	30.0%	十一假期八日	去哪儿旅行数据
全国	旅游	平台内假期出行客单价	14.6%	十一假期八日	飞猪
全国	旅游	平台内机票、用车等交通工具类商品人均预订量	5.0%	十一假期八日	飞猪
全国	旅游	平台内酒店、线路游、门票等商品人均预订量	4.6%	十一假期八日	飞猪

资料来源:交通运输部，商务部，猫眼，支付宝，微信，华住集团，航旅纵横，去哪儿旅行数据，飞猪，招银国际环球市场

汽车

| 史迹, CFA / shiji@cmbi.com.hk (852) 3761 8728
| 窦文静, CFA / douwenjing@cmbi.com.hk (852) 6939 4751
| 梁晓钧 / austinliang@cmbi.com.hk (852) 3900 0856

■ 国庆期间新能源车和燃油车的销售分化加剧

根据渠道调研，国庆期间新能源汽车的客流和订单情况明显强于传统燃油车。我们注意到传统燃油车（特别是外资品牌）在部分地区的销售受到以旧换新政府补贴逐步退出的影响。某二线城市的丰田门店因政府补贴退出及主机厂较谨慎的商务政策，国庆期间客流及新订单同比下滑 20-30%。基于对多家门店的调研，宝马、保时捷等豪华品牌国庆期间新订单同比减少约 5-15%。鉴于 2024 年四季度政府加码以旧换新补贴形成高基数，我们预计传统燃油车今年四季度销量或同比下滑。

反观头部新能源品牌，尤其是 8-9 月推出重点新车型的车企，国庆期间仍呈现较强的销售态势。据我们统计，中国市场 9 月上市的新能源车超 20 款，其中近半数为中大型 SUV（如特斯拉 Model Y L、蔚来 ES8、理想 i6、银河 M9、问界 M7、方程豹 7、智己 LS6 等）。此外 9 月上市的热门新车型还包含极氪 9X（大型 SUV）和尚界 H5（中型 SUV）。我们的渠道调研显示，特斯拉、蔚来、小鹏等品牌因受益于新车带来的热度提升，国庆期间门店客流和订单均呈现同比增长，理想汽车因 i6 的上市发布也迎来门店客流的同比提升。鸿蒙智行宣布 10 月 1-8 日新增大定 4.85 万台，同比明显增长，国庆 8 天的订单量已经接近其 9 月的总交付量（5.3 万台）。

图 17：9 月上市的新能源新车型一览

主机厂	品牌	车型	动力类型	车身类别	价格区间（元）	交付时间
蔚来	蔚来	ES8	BEV	中大型 SUV	400,000-500,000	2025-09-20
理想	理想	i6	BEV	中大型 SUV	200,000-250,000	2025-09-26
特斯拉	特斯拉	Model Y L	BEV	中大型 SUV	300,000-350,000	2025-09-02
吉利	银河	M9	PHEV	中大型 SUV	200,000-250,000	2025-09-17
吉利	极氪	9X	PHEV	大型 SUV	400,000-500,000	2025-09-29
吉利	领克	领克 10	PHEV	中大型轿车	150,000-200,000	2025-09-08
力帆	力帆	蓝气球	BEV	微型车	0-100,000	2025-09-13
比亚迪	方程豹	豹 7	PHEV	中大型 SUV	200,000-250,000	2025-09-09
比亚迪	仰望	U8L	PHEV	SUV_large	500,000+	2025-09-12
广汽乘用车	传祺	向往 S9	PHEV	中大型 SUV	200,000-250,000	2025-09-19
赛力斯	问界	M7	BEV + EREV	中大型 SUV	250,000-300,000	2025-09-23
上汽	尚界	H5	BEV + EREV	中型 SUV	150,000-200,000	2025-09-23
上汽	智己	LS6	EREV	中大型 SUV	200,000-250,000	2025-09-10
上汽	荣威	M7	PHEV	中型轿车	100,000-150,000	2025-09-17
上汽通用五菱	五菱	缤果 S	BEV	小型轿车	0-100,000	2025-09-27
北汽新能源	享界	S9T	BEV + EREV	中大型轿车	300,000-350,000	2025-09-16
北汽新能源	极狐	T1	BEV	紧凑型轿车	0-100,000	2025-09-11
上汽大众	奥迪	E5	BEV	中型轿车	250,000-300,000	2025-09-16
上汽通用	别克	至境 L7	EREV	中大型轿车	150,000-200,000	2025-09-28
沃尔沃（亚太）	沃尔沃	XC70	PHEV	中大型 SUV	250,000-300,000	2025-09-26
长安马自达	马自达	EZ-60	BEV + EREV	中型 SUV	100,000-150,000	2025-09-26

资料来源：公司资料，汽车之家，招银国际环球市场

我们预计 8-9 月的新车型将持续驱动四季度的新能源汽车销量增长。基于车企的规划和工信部的新车目录，我们估计 2025 年四季度中国市场将有约 50 款新车上市，相比去年同期的 27 款有大幅提升。此外，新能源车购置税（不含税车价 10%）的免征额度将从 2026 年起减半且上限降至 1.5 万元，可能促使部分需求提前至今年四季度释放。我们预计新车与提前抢购效应将支撑四季度新能源车的强劲销售及份额提升。

■ 国庆期间主要新能源品牌渠道调研总结

特斯拉 (TSLA US, 未评级)：受益于 9 月初新款 Model Y L 开启交付带动的客流增长，国庆期间单店新订单同比上升。我们测算特斯拉 2025 年三季度在中国市场的零售销量同比降 7%、环比增 30%至约 16.9 万台。我们测算 Model Y L 目前的在手订单约 6 万台。展望四季度，预计 Model Y L 有望驱动特斯拉在中国的零售销量重回同比增长。国庆期间，特斯拉于海外推出精简版 Model 3/Y，指导价下降 10-15%，我们预计相关车型有望于 2026 年在中国市场推出。

蔚来 (NIO US/9866 HK, 持有)：国庆期间蔚来的店端客流及新订单同比双增，9 月 20 日推出的全新 ES8 带动客流和试驾激增。蔚来三季度总交付量环比增 21%至 8.7 万台，达到此前销量指引的下限。即使我们预测蔚来四季度销量有望进一步提升至 14.4 万台，公司仍难以在当季实现净利润层面的盈亏平衡，或弱于部分投资者的预期。

小鹏 (XPEV US/9868 HK, 买入)：国庆期间客流及新订单同比双增，7-8 月推出的新车型 G7 和 P7 带来较多人气。预计新款 P7 国内月交付量后续将稳定在 5,000 台。小鹏三季度交付量同比增 149%、环比增 12%至 11.6 万台，符合前期指引。随着 P7 的销量爬坡及全新增程车型的推出，我们预测小鹏四季度销量有望同比增 50%、环比增 18%至 13.7 万台。

理想 (LI US/2015 HK, 买入)：全新 i6 于 9 月 26 日上市，带动国庆期间店端客流同比改善，但同店新订单同比有所下滑。我们估计目前 i6 的订单较为充足，现在下定的用户需等待 13-16 周，或意味着 2025 年的产能已经排满。理想三季度交付量环比降 16%至 9.3 万台，符合前期指引。四季度公司想要实现销量的同比增长仍有压力。

比亚迪 (1211 HK/002594 CH, 买入)：渠道调研显示，比亚迪国庆期间促销力度弱于去年同期。我们认为此举符合中国汽车行业“反内卷”政策导向。叠加来自吉利 (175 HK, 买入) 和零跑 (9863 HK, 买入) 的竞争升级，比亚迪同店客流及订单数据表现或弱于去年同期。

图 18：重点车企于 10 月 1 日公布的 9 月新能源车销量汇总

车企/品牌	9 月销量 (台)	同比%	环比%	1-9 月销量 (台)	累计同比%
比亚迪	393,060	-5.9%	5.8%	3,218,862	17.6%
长城	45,961	52.9%	22.7%	279,159	32.4%
蔚来	34,749	64.1%	11.0%	201,221	34.8%
理想	33,951	-36.8%	19.0%	297,149	-13.1%
小鹏	41,581	94.7%	10.3%	313,196	217.8%
小米	41,000	202.4%	12.6%	265,774	290.2%
极氪	18,257	-14.4%	3.6%	143,600	0.5%
吉利银河	120,868	131.1%	9.2%	874,985	205.6%
零跑	66,657	97.4%	16.8%	395,516	128.8%
广汽埃安	29,113	-18.6%	7.7%	234,978	-17.2%
东风岚图	15,224	52.2%	12.7%	96,992	84.6%
长安深蓝	33,626	48.1%	19.1%	232,266	61.9%

阿维塔	11,028	143.1%	4.4%	90,108	120.3%
鸿蒙智行	52,916	32.5%	18.7%	356,941	15.2%

资料来源：公司资料，招银国际环球市场

■ 行业预测与个股推荐

我们将 2025 年乘用车零售销量增速预测小幅上调至同比增 3.4%，批发销量增速上调至同比增 9.3%，以反映 2025 年三季度新能源车销售及整体出口超预期。也隐含我们对 2025 年四季度行业零售销量的预测为同比降 1%，行业批发销量的预测为同比持平。

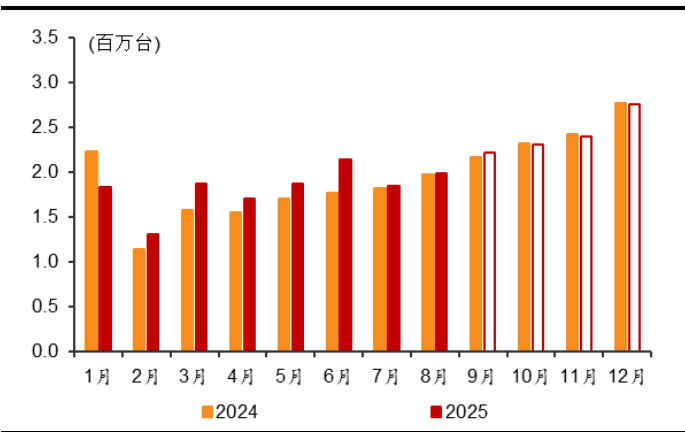
新能源方面，我们预测四季度新能源车零售市占率将继续提升至约 56%。对应 2025 年新能源车零售销量有望同比增 18.9%至 1,280 万台（市占率 52.8%），批发销量有望同比增 25.6%至 1,540 万台（市占率 51.1%）。

整车厂中，我们仍首推吉利汽车和零跑汽车。**吉利汽车**：公司于 10 月 6 日宣布公司史上首次股份回购计划，规模上限为 23 亿港元，体现了公司对未来发展的信心以及充足的现金储备。我们认为新车型银河 M9、A7 及极氪 9X 的销售爬坡或成股价催化剂。

零跑汽车：月度销量有望在四季度持续超出投资者预期，全年销量有望超过市场预期的 60 万台，实现连续两年销量翻倍。四季度将上市的新车 Lafa 5 也有望成为其海内外市场的新增量。

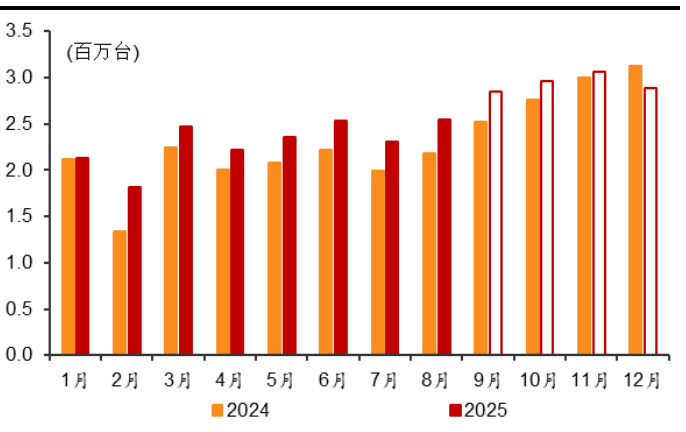
正力新能（3677 HK，买入）：我们认为，正力作为零跑等品牌的主力电池供应商，也将受益于四季度新能源车市场份额提升。

图 19：全国乘用车零售销量预测



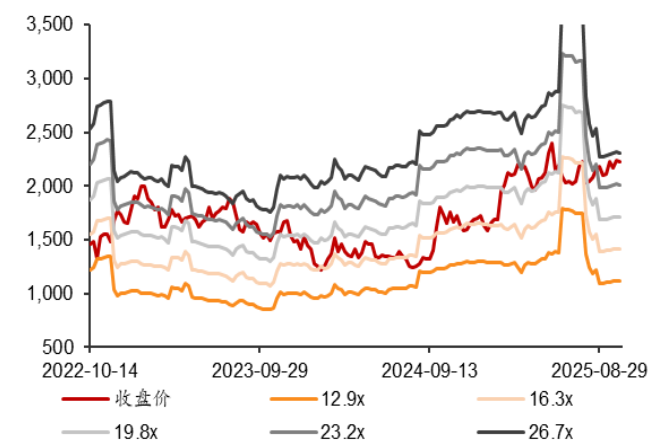
资料来源：中汽中心，招银国际环球市场预测

图 20：全国乘用车批发销量预测



资料来源：中汽协，招银国际环球市场预测

图 21: 中信港股汽车指数动态市盈率通道



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 22: 中信港股汽车指数动态市盈率区间



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

房地产

| 张苗 / miaozhang@cmbi.com.hk (852) 3761 8910

政策效果边际减弱

在国庆假期的前七天，房地产销售依然低迷。30 城日均新建商品房销售面积同比下降 18%，而 14 城二手房销售面积也同比下降，进一步表明政策效果持续减弱。2025 年 8-9 月推出的刺激政策效果明显不及 2024 年的“924”新政。即使考虑官方网签量数据的滞后性，实时销售表现也同样疲软：根据冰山大数据，北京和深圳的二手房成交套数分别同比下降 72%和 77%。我们认为，惨淡的销售表现可能促使监管者推出进一步的宽松措施。我们预计四季度行业在积极的政策预期和负面的销售数据影响下保持波动态势。然而，从长远来看，我们认为行业仍处于复苏周期。选股方面，我们推荐二手房市场受益者贝壳（BEKE US），以及现金流具有韧性的物业管理公司，如华润万象生活（1209 HK）、绿城服务（2869 HK）、保利物业（6049 HK）、滨江服务（3316 HK）和万物云（2602 HK）。

房产销售

在国庆假期的前七天（10 月 1-7 日），30 城日均新建商品住宅销售面积同比下降 18%，而 14 城二手房销售面积也同比下降，进一步表明政策效果持续减弱。2025 年 8-9 月推出的刺激措施效果明显不及 2024 年的“924”政策包。即使考虑到官方网签数据的滞后性，实时销售表现也同样疲软：根据冰山大数据，北京和深圳的二手房成交套数分别同比下降 72%和 77%。

分城市看：

受益于政策宽松，北京假期期间新建商品房/二手房日均成交面积同比分别上升 26%/28%。上海和深圳的政策效果主要体现在新房市场，新房日均销售面积同比增幅达 21%/20%，而二手住宅销售面积同比骤降 64%/42%。广州因三季度未获政策支持，新房销售面积同比下降 8%。

值得注意的是，网签备案数据相对实时成交数据存在滞后性，其中新房滞后时间较二手房更长。因此二手房成交数据更能准确反映市场情绪变化。冰山大数据显示假期期间（10 月 1-6 日）实时二手房成交套数呈现相似趋势——政策影响已显著减弱：即便放松限购，北京和深圳二手房成交套数同比仍锐减 72%/77%。

我们认为，当前政策效果不及预期，或将推动监管部门考虑出台更多宽松措施以稳定房地产市场。

图 23: 公众假期日均成交量（万平方米）

新房	2024					2025					同比				国庆
	春节	清明	五一	端午	国庆	春节	清明	五一	端午	国庆	春节	清明	五一	端午	
30 城	0.78	6.97	6.02	13.50	6.78	1.34	8.89	9.10	15.36	5.59	72%	28%	51%	14%	-18%
一二线	0.57	5.49	4.27	9.40	5.12	1.24	6.72	6.51	12.36	4.34	115%	23%	52%	32%	-15%
三线	0.20	1.48	1.75	4.10	1.66	0.11	2.17	2.60	3.00	1.25	-49%	47%	48%	-27%	-25%
北京	0.11	0.80	0.48	0.67	0.57	0.04	1.43	0.74	1.40	0.71	-68%	79%	55%	110%	26%

上海	0.05	1.44	0.90	1.11	0.78	0.08	0.88	1.02	1.68	0.94	58%	-39%	13%	52%	21%
深圳	0.02	0.73	0.43	0.83	0.21	0.02	0.52	0.30	0.57	0.25	-6%	-29%	-31%	-31%	20%
广州	0.00	1.03	0.90	2.48	0.96	0.03	0.60	1.09	1.65	0.88	n.a.	-41%	20%	-33%	-8%
成都	0.03	1.11	0.44	0.40	0.51	0.09	1.08	0.71	0.93	0.41	240%	-2%	62%	131%	-21%
苏州	0.02	0.24	0.19	0.26	0.67	0.04	0.08	0.46	0.42	0.06	94%	-66%	139%	61%	-90%
二手房	2024					2025					YoY				
	春节	清明	五一	端午	国庆	春节	清明	五一	端午	国庆	春节	清明	五一	端午	国庆
14 城	0.09	2.08	0.99	3.19	0.89	0.12	3.64	2.61	4.02	0.80	39%	75%	163%	26%	-11%
北京	0.02	0.52	0.11	0.60	0.12	0.00	0.77	0.24	1.20	0.16	-80%	49%	118%	101%	28%
佛山	0.03	0.68	0.48	1.06	0.40	0.09	1.00	1.50	1.67	0.41	229%	46%	210%	57%	1%
青岛	0.01	0.47	0.17	0.32	0.14	0.01	0.40	0.18	0.35	0.10	-28%	-15%	6%	11%	-24%
深圳	0.02	0.21	0.10	0.24	0.14	0.01	0.43	0.14	0.34	0.08	-53%	108%	49%	44%	-42%
苏州	0.00	0.03	0.01	0.04	0.02	0.01	0.08	0.01	0.04	0.01	373%	179%	149%	7%	-46%
上海	0.06	1.89	1.39	3.58	2.41	0.04	2.70	1.92	2.70	0.87	-40%	43%	38%	-24%	-64%

资料来源：Wind, 招银国际环球市场（截至 2025 年 10 月 7 日）

图 24: 国庆假期二手房实时成交量（套）

城市		2023	2024	2025	2025 vs.2023	2025 vs. 2024
Xuzhou	徐州	160	353	273	71%	-23%
Shenyang	沈阳	1063	1688	1218	15%	-28%
Hefei	合肥	1268	1318	938	-26%	-29%
Zhuhai	珠海	148	453	314	112%	-31%
Foshan	佛山	855	1235	855	0%	-31%
Dalian	大连	720	673	458	-36%	-32%
Nantong	南通	414	672	455	10%	-32%
Nanchang	南昌	293	614	409	40%	-33%
Wuhan	武汉	1763	2280	1481	-16%	-35%
Quanzhou	泉州	475	771	476	0%	-38%
Yinchuan	银川	331	558	343	4%	-39%
Changsha	长沙	1765	1396	747	-58%	-46%
Xi'an	西安	1574	2114	1114	-29%	-47%
Langfang	廊坊	360	932	478	33%	-49%
Chengdu	成都	1118	5294	2669	139%	-50%
Tianjin	天津	3239	3711	1705	-47%	-54%
Wuxi	无锡	819	1377	630	-23%	-54%
Guangzhou	广州	1910	3188	1386	-27%	-57%
Suzhou	苏州	885	1589	687	-22%	-57%
Ningbo	宁波	850	1810	775	-9%	-57%
Nanjing	南京	1359	2684	1129	-17%	-58%
Dongguan	东莞	272	1010	423	56%	-58%
Qingdao	青岛	1060	1594	644	-39%	-60%
Hangzhou	杭州	233	1698	659	183%	-61%
Beijing	北京	1645	3512	991	-40%	-72%
Xiamen	厦门	199	638	166	-17%	-74%
Shenzhen	深圳	449	2373	557	24%	-77%
总计		25227	45535	21980	-13%	-52%

资料来源：Wind, 招银国际环球市场（截至 2025 年 10 月 6 日）

图 25: 日均成交量 (万平米)

新房 (万平米)	6 月	7 月	8 月	9 月	7 月 同比	8 月 同比	9 月 同比	2024 YTD	2025 YTD	同比
30 城	928	649	647	729	-19%	-10%	6%	6,958	6,593	-5%
一二线	743	499	501	571	-20%	-11%	12%	5,422	5,147	-5%
三线	185	150	147	158	-14%	-7%	-12%	1,537	1,446	-6%
深圳	22	16	15	20	-51%	-57%	-33%	252	224	-11%
广州	98	65	65	75	-11%	-25%	9%	648	651	0%
上海	148	98	95	135	-28%	-28%	21%	1,066	1,021	-4%
成都	128	112	108	128	-35%	-22%	3%	1,482	1,231	-17%
苏州	67	21	26	29	-41%	-38%	-48%	401	335	-16%
杭州	86	36	38	52	-34%	-11%	-12%	549	423	-23%
北京	94	79	54	82	-10%	-31%	9%	714	662	-7%
二手房 (万平米)	6 月	7 月	8 月	9 月	7 月 同比	8 月 同比	9 月 同比	2024 YTD	2025 YTD	同比
14 城	789	790	720	778	-6%	0%	17%	6,340	7,114	12%
深圳	54	59	49	55	10%	10%	42%	381	506	33%
杭州	43	41	38	35	-16%	9%	5%	356	416	17%
上海	172	163	164	170	-3%	10%	31%	1,323	1,573	19%
北京	151	128	133	154	-16%	-6%	19%	1,144	1,286	12%
成都	214	227	195	217	-3%	1%	27%	1,726	1,992	15%
东莞	33	35	29	32	26%	4%	16%	223	287	29%
苏州	64	66	56	54	-5.3%	-13%	-5.3%	592	579	-2.1%
青岛	56	59	52	50	-6.7%	0.0%	3.8%	489	485	-0.8%
佛山	71	80	72	72	8%	21%	23%	581	621	7%

资料来源: Wind, 招银国际环球市场 (截至 2025 年 10 月 7 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	：招银国际证券并未给予投资评级

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编制的报告。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。