中信证券 CITICSECURITIES

宁德时代（300750.SZ）2024年中报点评丨2024.7.29

核心观点

中信证券研究部

吴威辰 电池与能源管理首 席分析师 S1010521060001



柯迈 电池与能源管理分 析师 S1010521050003

|  |  |
| --- | --- |
| 宁德时代 | 300750.SZ |
| 评级 | 买入 (维持) |
| 当前价 | 189.35元 |
| 总股本 | 4,399百万股 |
| 流通股本 | 3.895百万股 |
| 总市值 | 8.329亿元 |
| 近三月日均成交额 | 3.615百万元 |
| 52周最高/最低价 | 247.14/140.75 |
| 近1月绝对涨幅 | 元 2.07% |
| 近6月绝对涨幅 | 29.32% |
|  |  |
| 近12月绝对涨幅 | -14.42% |

证券研究报告

公司发布2024年半年报，公司2024H1实现归母净利润228.65亿元，同比 +10.37%，实现扣非归母净利润200.54亿元，同比+14.25%；分季度来看， 2024Q2公司实现归母净利润123.55亿元，同比+13.40%，环比+17.56%，实 现扣非归母净利润108.07亿元，同比+10.80%，环比+16.86%，业绩符合市场 预期。在原材料价格下跌导致电池价格下降的背景下，公司依然通过自身的降 本增效措施保持产品单位盈利能力的稳定，同时积极进行产品创新和海外产能 建设，国内和全球市占率稳步提升。我们认为，电池的差异化、定制化特征明 显，非标属性极强，公司拥有足够强的技术差异化，能够维持相较于竞争对手 更高的销售溢价和成本优势，同时持续获取更高的市场份额和更好的盈利水 平。积极推荐，维持“买入”评级。

■2024Q2实现归母净利润123.55亿元，环比+17.56%。根据公告，公司2024H1 实现营收1667.67亿元，同比-11.88%；归母净利润228.65亿元，同比+10.37%； 扣非归母净利润200.54亿元，同比+14.25%；非经常性损益28.11亿元。分季 度来看，2024Q2实现营收869.96亿元，同比-13.18%，环比+9.06%；归母净 利润123.55亿元，同比+13.40%，环比+17.56%；扣非归母净利润108.07亿 元，同比+10.80%，环比+16.86%。公司业绩符合市场预期，随着下游新能源 汽车和储能领域对电池需求的持续提升，带动公司电池出货量持续增长，叠加 公司自身降本增效，公司2024Q2业绩环比实现持续增长。 ■毛利率同环比提升，期间费用控制优秀。2024H1公司整体毛利率26.53%，同 比+4.90pcts。其中，2024Q2公司毛利率为26.64%，同比+4.68pcts，环比 +0.23pcts，毛利率同环比提升，主要系在金属价格联动定价模式下，尽管原材 料价格下降带动电池销售单价下降，但公司通过多方面深度降本措施，保持电 池单位毛利的稳定，进而带来毛利率提升。2024Q2公司整体期间费用率为 9.73%，同比+0.80pct，环比-3.24pcts。其中：销售费用率为4.16%，同比 +0.38pct，环比-0.09pct；管理费用率为2.40%，同比-0.26pct，环比-0.49pct; 研发费用率为4.89%，同比-0.30pct，环比-0.55pct；财务费用率为-1.72%，同 比+0.97pct，环比-2.11pcts，财务费用率环比下降较多，主要系持有的外币货 币性项目受汇率波动影响所致。 ■电池业务毛利率显著提升，单位毛利额维持稳定。分业务经营情况来看：公司 2024H1动力电池系统业务收入1126亿元，同比-19.20%，毛利率26.90%，同 比+6.55pcts；储能电池系统业务收入288亿元，同比+3.00%，毛利率28.87%， 同比+7.55pcts；电池材料及回收业务收入143亿元，同比+13.02%，毛利率 8.21%，同比-8.74pcts；电池矿产资源业务收入26.3亿元，同比-7.84%，毛利 率7.81%，同比-4.12pcts。公司动力电池和储能电池毛利率同比显著提升，主 要系原材料价格下跌导致电池销售单价下降，叠加公司自身降本增效维持单位 毛利稳定所致；根据公告，公司2024H1电池系统产量211GWh，我们预计出 货量约205GWh，对应测算单Wh电池毛利约0.19元，同环比基本持平，体现 出公司稳定的盈利能力。 ■创新产品出货比重逐渐提升，国内和全球市占率稳步增长。公司以技术创新为 主要驱动力，持续推出引领市场的创新产品，包括：乘用车领域推出神行4C超 充电池、神行Plus电池、麒麟高功率电池等，商用车领域推出天行超充版和长 续航版电池，储能领域推出天恒储能系统等，新产品在性能上进一步提升，得 到下游客户的普遍认可，我们预计麒麟电池、神行电池合计占公司目前出货比 例超过30%，后续仍将持续提升。从市占率端来看，在动力电池领域，根据SNE

请务必阅读正文之后第4页起的免责条款和声明

中信证券 CITICSECURITIES

宁德时代（300750.SZ）2024年中报点评|2024.7.29

Research数据，公司2017至2023年连续7年动力电池使用量排名全球第一， 2024年1-5月公司动力电池使用量全球市占率为37.5%，同比+2.3pcts，仍然 排名全球第一；根据中国汽车动力电池产业创新联盟数据，2024H1公司动力电 池国内装机份额46.4%，同比+3.0pcts。在储能电池领域，根据SNEResearch 数据，公司2021-2023年连续3年储能电池出货量排名全球第一；根据鑫锂 电数据，2024H1公司储能电池出货量继续保持全球第一的市场份额。 ■风险因素：下游新能源汽车销量不达预期；动力电池价格下行超预期；原材料 价格大幅波动；行业技术路线发生较大变革；海外地缘政治风险；公司新技术 产业化进程不及预期；汇率大幅波动风险；海外产能建设进展不及预期等。 ■投资建议：我们维持公司2024-2026年归母净利润预测为468/546/654亿元， 对应2024/25/26年EPS预测分别为10.64/12.41/14.86元，现价对应2024/25/ 26年PE分别为18/15/13x。考虑到全球汽车电动化趋势较为明确，高端动力电 池产能稀缺，同时全球储能市场持续保持较高增速，能源变革带来的市场空间 巨大，公司作为能源变革的引领者，新技术不断落地，产业化加速推进，有望 充分享受行业发展机遇。我们认为，电池的差异化、定制化特征明显，非标属 性极强，公司拥有足够强的技术差异化，能够维持相较于竞争对手更高的销售 溢价和成本优势，同时持续获取更高的市场份额和更好的盈利水平。积极推荐， 维持“买入”评级。

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 40815 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 项目/年度 营业收入(百万元) | 328,594 | 400,917 | 432,798 | 513,730 | 600,348 |
| 营业收入增长率YoY 097162 | 152.1% | 22.0% | 8.0% | 18.7% | 16.9% |
| 净利润(百万元) | 30,729 | 44,121 | 46,797 | 54,598 | 65,360 |
| 净利润增长率YoY | 92.9% | 43.6% | 6.1% | 16.7% | 19.7% |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 6.99 | 10.03 | 10.64 | 12.41 | 14.86 |
|  | 20.3% | 22.9% | 24.0% | 23.8% | 23.7% |
| 净资产收益率ROE | 18.7% | 22.3% | 21.0% | 20.8% | 21.0% |
| 每股净资产（元） | 37.39 | 44.94 | 50.55 | 59.77 | 70.91 |
| PE | 27.1 | 18.9 | 17.8 | 15.3 | 12.7 |
| PB | 5.1 | 4.2 | 3.7 | 3.2 | 2.7 |
| PS | 2.5 | 2.1 | 1.9 | 1.6 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 21.7 | 13.9 | 13.6 | 11.7 | 9.9 |

请务必阅读正文之后的免责条款和声明

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2024年7月26日收盘价

2

中信证券 CITICSECURITIES

宁德时代（300750.SZ）2024年中报点评|2024.7.29

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 利润表（百万元） | | | | | | 资产负债表 (百万元) | | | | | |
| 指标名称 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 指标名称 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 328,594 | 400,917 | 432,798 | 513,730 | 600,348 | 货币资金 | 191,043 | 264,307 | 324,767 | 351,420 | 422,950 |
| 营业成本 | 262,050 | 309,070 | 329,046 | 391,604 | 458,219 | 存货 | 76,669 | 45,434 | 45,752 | 54,303 | 63,229 |
| 毛利率 | 20.3% | 22.9% | 24.0% | 23.8% | 23.7% | 应收账款 | 57,967 | 64,021 | 67,170 | 79,731 | 93,174 |
| 税金及附加 | 907 | 1,696 | 1,547 | $,809 | 2,266 | 其他流动资产 | 62,056 | 76,027 | 68,219 | 79,443 | 91,468 |
| 销售费用 | 11,099 | 17,954 | 20,342 | 23,118 | 25,815 | 流动资产 | 387,735 | 449,788 | 505,909 | 564,896 | 670,822 |
| 销售费用率 | 3.4% | 4.5% | 4.7% | 4.5% | 4.3% | 固定资产 | 89,071 | 115,388 | 123,717 | 129,077 | 127,062 |
| 管理费用 | 6,979 | 8,462 | 9,954 3 | 11,302 | 12,607 | 长期股权投资 | 17,595 | 50,028 | 50,028 | 50,028 | 50,028 |
| 管理费用率 | 2.1% | 2.1% | 2.3% | 2.2% | 2.1% | 无形资产 | 9,540 | 15,676 | 15,676 | 15,676 | 15,676 |
| 财务费用 | (2,800) | (4,928) | (1.197) | (1,626) | (2,423) | 其他长期资产 | 97,011 | 86,289 | 86,271 | 89,239 | 94,826 |
| 财务费用率 | -0.9% | -1.2% | -0.3% | -0.3% | -0.4% | 非流动资产 | 213,217 | 267,380 | 275,691 | 284,020 | 287,592 |
| 研发费用 | 15510 | 18356 | 21640 | 24659 | 27616 | 资产总计 | 600,952 | 717,168 | 781,600 | 848,916 | 958,414 |
| 研发费用率 | 4.7% | 4.6% | 5.0% | 4.8% | 4.6% | 短期借款 | 14,415 | 15,181 | 17,312 | 20,549 | 24,014 |
| 投资收益 | 2,515 | 3,189 | 2,312 | 2,672 | 2,724 | 应付账款 | 94,535 | 117,039 | 136,785 | 150,785 | 180,145 |
| EBITDA | 44,236 | 68.875 R | 70,396 | 82,067 | 97,222 | 其他流动负债 | 186,811 | 154,781 | 159,670 | 160,706 | 184,226 |
| 营业利润率 | 11.21% | 13.40% 9 | 13.37% | 13.14% | 13.61% | 流动负债 | 295,761 | 287,001 | 313,767 | 332,040 | 388,385 |
| 营业利润 | 36.822 | 53.718 | 57,852 | 67,510 | 81,715 | 长期借款 | 59,099 | 83,449 | 93,449 | 98,449 | 98,449 |
| 营业外收入 | 159 | C 504 | 282 | 315 | 367 | 其他长期负债 | 69,182 | 126,835 | 126,835 | 126,835 | 126,835 |
| 营业外支出 | 309 | 308 | 245 | 287 | 280 | 非流动性负债 | 128,282 | 210,284 | 220,284 | 225,284 | 225,284 |
| 利润总额 | 36,673 | 53.914 | 57,889 | 67,538 | 81,802 | 负债合计 | 424,043 | 497,285 | 534,051 | 557,323 | 613,669 |
| 所得税 | 3,216 | 7,153 | 8,104 | 9,455 | 12,270 | 股本 | 2,443 | 4,399 | 4,399 | 4,399 | 4,399 |
| 所得税率 | 8.8% | 13.3% | 14.0% | 14.0% | 15.0% | 资本公积 | 88,904 | 87,907 | 87,907 | 87,907 | 87,907 |
| 少数股东损益 |  | 2,640 | 2,987 | 3,485 | 4,172 | 归属于母公司所 有者权益合计 | 164,481 | 197,708 | 222,387 | 262,945 | 311,926 |
| 归属于母公司股 东的净利润 | 30,729 | 44,121 | 46,797 | 54,598 | 65,360 | 少数股东权益 | 12,428 | 22,175 | 25,162 | 28,647 | 32,819 |
| 净利率 | 9.4% | 11.0% | 10.8% | 10.6% | 10.9% | 股东权益合计 | 176,909 | 219,883 | 247,549 | 291,593 | 344,745 |
|  |  |  |  |  |  | 负债股东权益总 计 | 600,952 | 717,168 | 781,600 | 848,916 | 958,414 |

现金流量表 (百万元)

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 指标名称 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 主要财务指标 | | | | | |
| 税后利润 | 33,457 | 46,761 | 49,784 | 58,083 | 69,532 | 指标名称 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 折旧和摊销 | 13,091 | 22,528 | 16,671 | 19,640 | 22,015 | 增长率 (%) |  |  |  |  |  |
| 营运资金的变化 | 16.843 | 25,875 | 32,550 | -18,965 | 16,419 | 营业收入 | 152.1% | 22.0% | 8.0% | 18.7% | 16.9% |
| 其他经营现金流 | -2,183 | -2,338 | -4,586 | -3,269 | -3,797 | 营业利润 | 85.7% | 45.9% | 7.7% | 16.7% | 21.0% |
| 经营现金流合计 | 61,209 | 92,826 | 94,420 | 55,489 | 104,169 | 净利润 | 92.9% | 43.6% | 6.1% | 16.7% | 19.7% |
| 资本支出 | -48,215 | -33,625 | -20,000 | -25,000 | -25,000 | 利润率 (%) |  |  |  |  |  |
| 投资收益 | 2,515 | 3,189 | 2,312 | 2,672 | 2,724 | 毛利率 | 20.3% | 22.9% | 24.0% | 23.8% | 23.7% |
| 其他投资现金流 | -18,439 | 1,248 | -7,461 | -2,332 | 129 | EBITDA Margin | 13.5% | 17.2% | 16.3% | 16.0% | 16.2% |
| 投资现金流合计 | -64,140 | -29,188 | -25,149 | -24,660 | -22,147 | 净利率 | 9.4% | 11.0% | 10.8% | 10.6% | 10.9% |
| 权益变化 | 47,455 | 3,324 | 0 | 0 | 0 | 回报率 (%) |  |  |  |  |  |
| 负债变化 | 33,352 | 22,800 | 12,131 | 8,237 | 3,465 | 净资产收益率 | 18.7% | 22.3% | 21.0% | 20.8% | 21.0% |
| 股利支出 | -1,522 | -6,155 | -22,118 | -14,039 | -16,379 | 总资产收益率 | 5.1% | 6.2% | 6.0% | 6.4% | 6.8% |
| 其他融资现金流 | 2,981 | -5,253 | 1,177 | 1,626 | 2,423 | 其他 (%) |  |  |  |  |  |
| 融资现金流合计 | 82,266 | 14,716 | -8.810 | -4,176 | -10,492 | 资产负债率 | 70.6% | 69.3% | 68.3% | 65.7% | 64.0% |
| 现金及现金等价 |  |  |  |  |  | 所得税率 | 8.8% | 13.3% | 14.0% | 14.0% | 15.0% |
| 物净增加额 | 79,335 | 78.355 | 60,461 | 26,653 | 71,531 | 股利支付率 | 20.0% | 50.1% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

请务必阅读正文之后的免责条款和声明

3

中信证券 CITICSECURITIES

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券 和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联 系。

# 一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告 免责条款而言，不含 CLSA group of companies)，统称为“中信证券”。 本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、 发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人 收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证 券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。 本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接 或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。 本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。 本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使 用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。 中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领 域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基 于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。 若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券 或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员 工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 投资建议的评级标准 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级 |  | 评级 说明 |  |
| （另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个 月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个 月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代 表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的) 或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；中国香港 市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克 综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以韩国 KOSDAQ指数或KOSPI指数为基准；日本市场以日经225 指数为基准；中国台湾市场以台湾加权指数为基准；法国 市场以法国CAC40指数为基准；意大利市场以意大利富 时MIB指数为基准；德国市场以德国DAX指数为基准；瑞 士市场以瑞士SMI指数为基准；英国市场以英国富时100 指数为基准；新加坡市场以新加坡海峡时报指数为基准； 泰国市场以泰国SET指数为基准；印度尼西亚市场以印度 |  | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上 |
| 增持 股票评级 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间 |
| 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间 |
| 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |
| 行业评级 | 强于大市 |
| 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间 |  |
| 尼西亚JCI指数为基准；马来西亚市场以富时大马吉隆坡 综合指数为基准；巴西市场以巴西IBOVESPA指数为基准。 |  |  |  |
| 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |

中信证券 CITICSECURITIES

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提 到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益 冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问https://research.citics.com/disclosure。

# 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编 号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSALimited（于中国香港注册成立的有限公司）分 发；在中国台湾由CLSecuritiesTaiwanCo.,Ltd.分发；在澳大利亚由CLSAAustralia PtyLtd.（商业编号：53139 992331/金融服务牌照编号：350159) 分发；在美国由CLSA（CLSAAmericas,LLC除外）分发；在新加坡由CLSA SingaporePteLtd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经 济区由 CLSA Europe BV分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSAIndia Private Limited 分发（地址：8/F,Dalamal House,Nariman Point, Mumbai400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118);在印度尼西亚由PTCLSASekuritaS Indonesia分发;在日本由 CLSA Securities Japan Co.,Ltd.分发;在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSASecurities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSAPhilippines Inc.(菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员)分发；在泰国由CLSA Securities（Thailand)Limited 分发。

# 针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务， 中国香港：本研究报告由CLSALimited分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其下颁布的任 何规则界定的)，不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA客户应联系CLSALimited的罗鼎，电话： +85226007233。 美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA（CLSAAmericaS，LLC除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则 界定且CLSAAmericaS，LLC提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证 券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA获得本研究报告的接收者如墨卷在美国交易本报告中提及的任何 证券应当联系CLSAAmericasLLC4在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及CLSA的附属公司。 新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore PteLtd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分 发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系CLSA SingaporePteLtd，地址：80 RaflesPlace,#18-01 UOBPlaza1，Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就CLSA Singapore PteLtd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSASingaporePteLtd豁免遵守《财务顾问法》第110章）《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务C部分所披露）的某些要求。MCI（P）042/11/2022。 加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中 所载任何观点的背书。 英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限 制。本研究报告在英国由CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对 此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行 业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。 欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的CLSA Europe BV分发。 澳大利亚：CLSAAustraliaPtyLtd（“CAPL”）（商业编号：53139 992331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为 澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投 资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公 司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASXAIlOrdinaries指数成分股、离岸市场上 市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。 印度：CLSAIndiaPrivateLimited，成立于1994 年11月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编 号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。 CLSA及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA及其关联方在过去12个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关 服务的报酬。如需了解CLSAIndia“关联方”的更多详情，请联系Compliance-lndia@clsa.com。 马来西亚：本研究报告由中信证券制作。对身在马来西亚的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报 告中所载任何观点的背书。 未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何自的复制、发送或销售本报告。 中信证券2024版权所有。保留一切权利。