

创新奇智 (2121 HK, 买入, 目标价: HK\$38.39)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$38.39 当前股价: HK\$20.85

股价上行/下行空间 +84%

52 周最高/最低价 (HK\$) 27.50/14.88

市值 (US\$mn) 1,486

当前发行数量(百万股) 559

三个月平均日交易额 (US\$mn) 4

流通盘占比 (%) 7

主要股东 (%)

创新工场 28

中金甲子 15

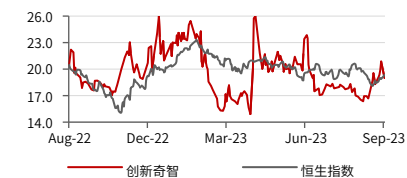
按 2023 年 8 月 31 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	38.39	39.48	-3%
2023E EPS (RMB)	(0.18)	(0.10)	-78%
2024E EPS (RMB)	0.02	0.04	-39%
2025E EPS (RMB)	0.64	0.73	-13%

股价表现



资料来源: FactSet

1H23 回顾: 工业 AIGC 正在落地

- 工业大模型和数款相关应用的发布助力创新奇智巩固“AIGC+制造”领军地位。
- 在宏观环境疲软背景下侧重增长质量和现金回款。
- 重申“买入”评级, 下调目标价至 38.39 港元 (对应 5.6 倍 2024 年销售收入)。

此港股通报告之英文版本于 2023 年 9 月 4 日上午 6 时 30 分由华兴证券 (香港) 发布。中文版由华兴证券的徐浩瀚 (证券分析师登记编号: S1680520080002) 审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

聚焦工业领域的 AIGC 技术平台: 借助全球 AI 发展热潮, 创新奇智陆续推出人工智能生成内容 (AIGC) 业务计划。根据公司近期公告, 自四月发布首款 AIGC 产品后, 创新奇智在上半年共有三个 AIGC 项目进入交付阶段。在基础设施层面, 创新奇智于今年四月发布了依托 Llama2 (参数量超过 130 亿) 的大语言模型“奇智孔明 AlnoGC” (参数量超过 150 亿)。管理层表示, 这一大模型在基础模型上增添了 20 亿参数, 从而将特定工业场景加入到架构中。目前使用场景包括从制造执行系统 (MES) 和企业资源计划 (ERP) 系统生成商业见解、打造工业企业知识库, 以及提供 AI 辅助式工业专业培训等。9 月 1 日, 创新奇智围绕其拥有 150+亿参数量工业大模型 (Alno-15B) 推出一系列产品, 包括大模型服务引擎以及三款生成式 AI 应用产品 (即“奇智明睿 ChatDoc”、“奇智明数 ChatBI”和“奇智明达 ChatRobot”)。

1H23 延续增长势头; 2H23 更侧重增长质量。 创新奇智 1H23 营收总额同比增长 43% 至 9.24 亿元, 其中来自制造业垂类场景的收入占 66% (对比 1H22 为 52%)。管理层强调, 汽车和科技等细分领域是拉动公司营收增长的关键驱动力。毛利率同比增长 0.5 个百分点至 32.4%, 调整后净亏损由 1H22 的 5,900 万元降至 3,900 万元。应收款项周转天数从 139 天延长至 159 天, 反映出宏观经济疲软下收款压力增加。管理层表示, 鉴于目前宏观经济强势复苏的信号尚不明朗, 公司下半年将侧重于增长质量和现金收款。因此, 我们预计创新奇智将在新客户开拓及项目参与方面采取更审慎的态度。

鉴于公司对业务发展采取更审慎的态度, 我们下调营收预测。 考虑到当前宏观经济环境以及创新奇智交付周期较长, 我们预计公司的新客户获取和营收增长速度将会放缓。因此, 我们将 2023-25 年营收预测下调 17%-20%。我们现预测创新奇智 2023 年调整后净亏损达 1.03 亿元, 公司有望于 2024 年达到盈亏平衡 (不变)。

重申“买入”评级, 下调目标价至 38.39 港元 (之前为 39.48 港元): 我们采用 P/S 法对创新奇智进行估值, 并将基准年份切换至 2024 年。我们调整后的目标价基于 5.6 倍 2024 年销售收入 (之前为 7.3 倍 2023 年销售收入), 较全球同业均值存在 50% 的折价 (之前为 40%), 反映了在当前利率环境及颇具挑战的中国宏观经济背景之下, 投资者对亏损企业采取审慎投资态度。

风险提示: 数据处理不当; 未能改进技术/AI 解决方案; 出口限制; AI 相关的伦理风险; 客户和业务扩张风险; 关键人员风险。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (RMBmn)	861	1,558	2,161	3,505	6,515
息税前利润 (RMBmn)	(623)	(392)	(295)	(75)	393
归母净利润 (RMBmn)	(142)	(138)	(103)	12	359
每股收益 (RMB)	(0.25)	(0.25)	(0.18)	0.02	0.64
市盈率 (x)	N/A	N/A	N/A	957.2	32.5

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。净利润和每股收益按非通用会计准则。

研究团队

刘睿

香港证监会中央编号: BPE527

林朗程

香港证监会中央编号: BSH202

AI 产品开发

2023 年 9 月 1 日，创新奇智就其基于大模型的生成式 AI 应用产品“奇智孔明 AlnoGC”举办了发布会，新产品围绕公司 AI 解决方案的三个层次，包括工业大模型、引擎和应用。

图表 1: 奇智孔明 AlnoGC 架构



资料来源：公司报告

“奇智孔明 AlnoGC” (150+亿参数量)：工业大模型 (LLM)

今日发布会上一个重要环节即是宣布 Alno-15B 工业大模型的发布。该模型拥有 150+亿参数量，管理层认为这一量级能够在算力/存储要求和模型精确度之间达到一个最佳平衡。Alno-15B 基于开源通用模型建成，同时结合了创新奇智自有的工业数据和行业经验。确切来说，它经历了三个阶段的训练，包括预训练、监督微调 (SFT)、以及基于人类反馈的强化学习 (RLHF)。管理层表示，Alno-15B 的核心能力包括：1) 工业行业知识；2) 对人类意图的理解；3) 自动化任务整合，意味着它能够将复杂的自动化任务拆解成一系列的具体行动。

LLM 服务引擎

引擎层包含四大服务：指令服务，即利用指令数据提供微调；模型服务，用以支持模型部署；提示服务，用来开发新提示语言；以及利用预训练、SFT 和 RLHF 提供微调服务。管理层指出了其引擎层的三大特点：第一，支持平行计算；第二，SLA (服务等级协议) 99.99%可及性的高可靠性；第三，遵循云本地架构。

Chat 系列：基于 Alno-15B 的多项应用

创新奇智已开始基于其底层基础设施来开发各类应用，并以 Chat 系列冠名。以下是发布会上介绍的三个新应用：

奇智明睿 ChatDoc

奇智明睿 ChatDoc 是基于大模型的生成式 AI 知识问答平台，能够从各类文档中快速处理、过滤和汇总信息，将答案提供给提问者。平台定位于企业客户，一项显著功能是能够让客户基于 Alno-15B 建立起适用于自身的模型，并将这些模型在私域进行部署。知识来源方面，除了企业内部的知识库，奇智明睿 ChatDoc 也能够利用矢量数据库来提供及时更新的数据。通过结合，它们将提升奇智明睿 ChatDoc 的问答生成能力，此外也能够对这些生成的回答进行溯源。

奇智明数 ChatBI

奇智明数 ChatBI 是基于大模型的生成式 AI 数据分析平台，可支持用户的自然语言提问，能够提取数据、生成图表、进行分析和提升决策过程。更重要的是，公司表示该产品的一大亮点为其 text-

to-SQL 能力，并且管理层宣称这项技术已超越 GPT3.5。具体而言，管理层表示已经在训练过程中特意加入了许多 SQL 代码，因而奇智明数 ChatBI 能够理解人类意图并将其转换成代码。考虑到数据安全，奇智明数 ChatBI 也能够支持私有化部署。

奇智明达 ChatRobot

奇智明达 ChatRobot 是基于大模型的生成式 AI 工业机器人控制平台。管理层强调了奇智明达理解用户意图和完成复杂指令的能力。它能将自然语言指令转化为机器人能够理解的语言，将指令拆分为一系列任务并自动执行。

预测调整

图表 2: 创新奇智—关键预测调整

(百万元)	现值			原值			%变动		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
总营收	2,161	3,505	6,515	2,608	4,405	8,106	-17%	-20%	-20%
同比变化	39%	62%	86%	67%	69%	84%			
毛利润	715	1,192	2,378	855	1,489	2,918	-16%	-20%	-19%
同比变化	41%	67%	100%	69%	74%	96%			
毛利润率	33%	34%	37%	33%	34%	36%			
经营利润	(295)	(75)	393	(284)	(68)	456	-4%	-10%	-14%
经营利润率	-14%	-2%	6%	-11%	-2%	6%			
净利润	(253)	(38)	352	(242)	(30)	402	-4%	-26%	-12%
同比变化	-30%	-85%	-1031%	-33%	-88%	-1438%			
净利润率	-12%	-1%	5%	-9%	-1%	5%			
调整后净利润/亏损	(103)	12	359	(58)	20	411	-78%	-39%	-13%
同比变化	-26%	-112%	2844%	-58%	-134%	1961%			
调整后净利润率	-5%	0%	6%	-2%	0%	5%			

资料来源: 华兴证券 (香港) 预测

我们将 2023-25 年营收预测下调 17-20%，主要由于我们预计在严峻的宏观经济环境之下，创新奇智的新客获取和营收增长速度将会放缓。考虑到 1H23 毛利润率基本符合预期，我们的 2023-25 年毛利润率预测保持不变。我们还对 2023-25 年经营开支预测进行微调，由此导致经营利润预测下调 4%-14%。我们现预测创新奇智 2023 年调整后净亏损为 1.03 亿元人民币（前值为 5,800 万元人民币），同时我们仍预计公司将于 2024 年实现调整后净利润。

图表 3: 创新奇智—1H23 业绩

(百万元)	1H23 公告数据	1H23E 华兴预测数据	差异
总营收	924	1,065	-13%
同比变化%	43%	65%	
毛利润	299	346	-14%
同比变化%	45%	68%	
毛利润率%	32%	33%	
经营亏损	(211)	(160)	32%
经营利润率%	-23%	-15%	
净亏损	(196)	(136)	44%
同比变化%	-15%	-41%	
净利润率%	-21%	-13%	
调整后净利润/亏损	(39)	(37)	7%
同比变化%	-34%	-38%	
调整后净利润率%	-4%	-3%	

资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

估值

我们采用 P/S 法对创新奇智估值。我们认为营收及营收增速是对于这家公司而言最重要的财务指标，原因如下：

- AI 技术和相关的行业解决方案均处于早期发展阶段。我们认为，创新奇智和其他业内玩家都在专注于创建新的业务案例和扩大市场份额，而营收和营收增速在这一增长阶段是关键的业绩指标。
- 我们认为对于身处不同行业和国家的公司而言，营收都是最具可比性的财务指标。各类人工智能和企业解决方案聚焦来自于不同细分行业和国家的客户，且经营环境可能会带来交付模式和成本结构的差异。这些差异导致毛利润、经营利润和经营性现金流各有千秋，无法像营收那样准确反映出公司的核心 AI 能力或商业化能力。
- 由于营收迅速增长以及在业务扩张上的诸多努力，创新奇智的成本结构在未来几年仍会不断变化，因而我们认为净利润并非是一个恰当的估值指标。

图表 4: 创新奇智—P/S 估值表

(百万元人民币)	
2024 年销售收入	3,505
目标 P/S (倍)	5.6
股权价值	19,455
发行在外的股份梳理 (百万股)	547
目标价 (元人民币)	35.54
目标价 (港元)	38.39
现价 (港元)	20.85
潜在上行空间	84.1%

注：采用 2023 年 8 月 31 日收盘价。人民币兑港币汇率为 1.08。

资料来源：华兴证券（香港）预测

我们给予创新奇智的目标 P/S 倍数为 5.6 倍的 2024 年销售收入（此前为 7.3 倍 2023 年销售收入），相较于康耐视（CGNX US，未覆盖）、基恩士（6861 JP，未覆盖）等全球同业的估值倍数均值有 50% 的折价（此前为 40%）（见图表 4）。以上折价反映了创新奇智相对较小的业务规模、较弱的交易流动性，以及投资者在当前利率环境和中国经济背景下对亏损企业采取审慎的投资态度。

在我们将估值基准年份切换至 2024 年并更新销售收入预测及估值倍数后，我们得出新目标价 38.39 港元，较 2023 年 8 月 31 日收盘价存在 84% 的潜在上行空间。我们对创新奇智维持“买入”评级，主要是考虑到其在 AI 技术商业化领域的领军地位、雄厚的 AI 研发资源，以及扎实的行业专长和有效的面市策略。

图表 5: 创新奇智—可比公司估值

代码	公司名称	市值 (百万美元)	近 3 个月平均 交易额 (百万美元)	现价 (当地货币)	营收增速 (YoY)		毛利润增速 (YoY)		P/S (x)	
					2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
2121 HK	创新奇智	1,486	4	20.85	38.8%	62.2%	41.1%	66.6%	5.4	3.3
CGNX US	康耐视	8,246	60	47.86	16.6%	13.0%	-15.3%	14.6%	9.8	8.7
6861 JP	基恩士	100,904	260	60,520	21.8%	5.1%	21.4%	5.1%	15.2	13.6
					均值				12.5	11.1

注：采用 2023 年 8 月 31 日市场收盘价。创新奇智预测来自华兴证券（香港），其他预测来自彭博。

资料来源：彭博，华兴证券（香港）预测

风险提示

- **商业和个人数据处理不当。**创新奇智对大量的商业和运营数据进行处理，数据的不当搜集、托管、使用或披露可能会损害公司声誉，并对其业务和发展前景造成重大负面影响。在隐私和数据保护方面，公司受到各类复杂法律法规的约束，并且相关要求在不断演化。如果公司未能遵守隐私和数据保护的法律法规，无论是实质上还是受到指控，那么都可能影响其业务增长，并导致承担其他法律上、财务上和经营上的不良后果。
- **未能保持或改进技术。**如果公司无法维持或提高技术、解决方案和基础设施的可靠性、性能表现和可及性，那么有可能对其业务前景和财务状况造成重大不利影响。创新奇智的部分平台基于开源软件，而竞争对手可能会利用这些软件开发自己的产品和服务，如此可能会减少对公司产品和服务的需求。
- **出口管制和贸易限制。**如果美国(或其他国家)的经济和贸易政策对公司或与其开展业务的其他实体施加限制，那么创新奇智的经营和收入可能会遭受重创。
- **使用人工智能的相关伦理风险。**公司的一些人工智能解决方案，比如数据治理和自动化管理，可能会带来一些道德问题，因为这些方案是由 AI 算法驱动，分析结果可能会带有偏见，并且基于特定的刻板印象对某些调查对象产生歧视。如果公司提供的 AI 解决方案被认为在道德上或社会层面上具有争议，那么公司声誉可能会受到损害，并且负面的企业社会责任和监管合规问题可能会直接影响其收入，导致不及我们的预期。
- **客户和业务拓展风险。**如果公司未能留住现有客户，吸引新客户和/或增加现有客户的支出，或者如果未能进入新的垂直领域，那么其收入增长可能会遭遇负面影响。
- **关键人员风险。**公司的业务高度依赖于高管层的持续贡献，其中许多人难以取代。如果公司未能留住、吸引和/或培训这些高管，那么其业务前景可能会遭遇滑铁卢。

附：财务报表

 年结：12月
 利润表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
制造业	948	1,297	1,998	3,909
金融服务业	382	540	1,017	1,824
营业收入	1,558	2,161	3,505	6,515
营业成本	(1,051)	(1,446)	(2,314)	(4,137)
毛利润	507	715	1,192	2,378
管理及销售费用	(909)	(1,005)	(1,251)	(1,955)
其中：研发支出	(416)	(476)	(631)	(1,042)
其中：市场营销支出	(163)	(195)	(305)	(521)
其中：管理支出	(330)	(335)	(315)	(391)
息税前利润	(392)	(295)	(75)	393
息税折旧及摊销前利润	(354)	(253)	(28)	444
利息收入	39	44	44	49
利息支出	(8)	(2)	(2)	(2)
税前利润	(361)	(253)	(33)	440
所得税	1	0	(5)	(88)
净利润	(362)	(254)	(41)	348
调整后息税前利润	(218)	(193)	(43)	400
调整后净利润	(138)	(103)	12	359
基本每股收益 (RMB)	(0.66)	(0.45)	(0.07)	0.62
稀释每股调整收益 (RMB)	(0.25)	(0.18)	0.02	0.64

资产负债表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,685	3,440	3,900	5,112
货币资金	1,643	1,775	1,434	1,126
应收账款	534	977	1,565	2,767
存货	108	218	336	544
其他流动资产	239	299	384	484
非流动资产	583	596	602	649
固定资产	82	94	101	147
无形资产	401	401	401	401
商誉	0	0	0	0
其他	100	100	100	100
资产	3,268	4,036	4,502	5,761
流动负债	723	1,260	1,706	2,571
短期借款	78	78	78	78
预收账款	4	5	6	6
应付账款	280	357	583	1,088
长期借款	186	670	729	772
非流动负债	365	825	1,045	1,405
负债	909	1,929	2,435	3,343
股份	2,269	2,015	1,974	2,322
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2,359	2,106	2,067	2,418
少数股东权益	90	91	93	96
负债及所有者权益	3,268	4,036	4,502	5,761

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券(香港)预测

现金流量表

(RMBmn)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	(362)	(254)	(41)	348
折旧摊销	38	42	46	51
利息（收入）/支出	8	2	2	2
其他非现金科目	10	10	15	20
其他	173	102	32	7
营运资本变动	(46)	(377)	(345)	(644)
经营活动产生的现金流量	(139)	(430)	(244)	(164)
资本支出	(47)	(54)	(53)	(98)
收购及投资	(10)	(10)	(10)	(10)
处置固定资产及投资	4	5	6	6
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(57)	(64)	(63)	(108)
股利支出	4	5	6	6
债务筹集（偿还）	(12)	(13)	(13)	(14)
发行（回购）股份	977	0	0	0
其他	(20)	(20)	(21)	(21)
筹资活动产生的现金流量	945	(33)	(34)	(36)
现金及现金等价物净增加额	749	(528)	(341)	(307)
自由现金流	(185)	(484)	(297)	(262)

关键假设

	2022A	2023E	2024E	2025E
制造业务增速 (%)	111.2	36.8	54.1	95.6
金融服务业业务增速 (%)	39.5	41.3	88.1	79.4

财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
YoY (%)				
营业收入	80.9	38.8	62.2	85.9
毛利润	89.7	41.1	66.6	99.5
息税折旧及摊销前利润	39.9	28.6	88.7	1,661.0
净利润	43.1	29.8	84.0	952.9
调整后净利润	2.8	25.6	111.9	2,843.9
稀释每股调整收益	53.8	31.1	84.0	952.9
调整后稀释每股调整收益	2.8	25.6	111.9	2,843.9
盈利率 (%)				
毛利率	32.6	33.1	34.0	36.5
息税折旧摊销前利润率	(22.7)	(11.7)	(0.8)	6.8
息税前利润率	(25.1)	(13.6)	(2.1)	6.0
调整后息税前利润率	(14.0)	(8.9)	(1.2)	6.1
净利率	(23.3)	(11.8)	(1.2)	5.3
调整后净利率	(8.8)	(4.7)	0.3	5.5
净资产收益率	(15.4)	(12.1)	(2.0)	14.4
总资产收益率	(11.1)	(6.3)	(0.9)	6.0
流动资产比率 (x)				
流动比率	3.7	2.7	2.3	2.0
速动比率	3.6	2.6	2.1	1.8
估值比率 (x)				
市盈率	N/A	N/A	957.2	32.5
市净率	4.4	5.5	5.6	4.8
市销率	7.5	5.4	3.3	1.8

附录

分析师声明

本人刘睿、林朗程兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在过去 12 个月，华兴资本因提供投资银行服务而从下列公司收取报酬：创新奇智（2121 HK）

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：创新奇智（2121 HK）

华兴资本在下列公司持有超过 1% 的财务权益：创新奇智（2121 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其他部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券投资基金机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券投资基金机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888