

小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价: HK\$52.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$52.00 当前股价: HK\$44.70

股价上行/下行空间 +16%

52 周最高/最低价 (HK\$) 44.90/12.40

市值 (US\$mn) 146,362

当前发行数量(百万股) 25,481

三个月平均日交易额 (US\$mn) 744

流通盘占比 (%) 75

主要股东 (%)

Smart Mobile 9

林斌 9

先锋领航集团 3

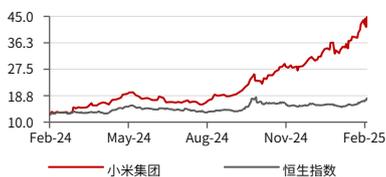
按 2025 年 2 月 14 日收市数据

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\$)	52.00	34.00	53%
2024E EPS (RMB)	1.02	0.99	4%
2025E EPS (RMB)	1.24	1.08	14%
2026E EPS (RMB)	1.50	1.24	21%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)

	2024E	2025E
营收 (RMBmn)	356,480 (+2%)	438,871 (+1%)
EPS (RMB)	0.97 (+5%)	1.17 (+6%)

注: 所示市场预测来源于彭博。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

研究团队

刘睿

香港证监会中央编号: BPE527

4Q24 预览: 本季业绩强劲, 为 2025 年超预期表现做好铺垫

- 预计 4Q24 消费刺激政策对 IoT 板块带来利好。
- 2025 年多个增长引擎就位。
- 重申“买入”评级, 上调目标价至 52.00 港元 (38.5 倍 2025 年经调整 EPS)。

此港股通报告之英文版本于 2025 年 2 月 17 日中午 12 时 35 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的王国哈 (证券分析师登记编号: S1680524080001) 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。

预计本季度 IoT 和整体盈利强劲: 我们预测小米 4Q24 收入首次超过 1,000 亿人民币大关, 达到 1,050 亿元, 同比提升 40%。分板块来看, 我们根据 Canalys 数据 (4,270 万部出货) 预测智能手机收入为 490 亿元人民币, 且因高端机型贡献提升, 单价同比增长 6%至人民币 1,153 元。IoT 方面, 我们预测总收入同比增长 46%至 297 亿元人民币, 受益于国内刺激政策, 尤其是家电产品。我们预测互联网服务在强劲广告业务势能下收入同比提升 13%至 89 亿元人民币, 并预测季度电车交付量为 7 万台、收入为 163 亿元人民币。我们预测 4Q24 整体综合毛利率环比提升 20 个基点至 20.6%, 并预计随着小米持续扩大规模, 电车毛利率将接近 20%。利润层面, 我们预测小米的经调整净利润为 70 亿元人民币, 涵盖了电车业务约 10 亿元人民币的亏损。尽管电车板块带来稀释影响, 我们预测净利率同比持平。

2025 年收入和利润增长由三方面驱动: 1) 全国消费补贴政策对智能手机和 IoT 收入增长的潜在利好。2) 电车产能扩张 (尤其自 3Q25 起)、引入新车型、更高价位 SU7 Ultra 车型的销售贡献促进毛利率提升。我们预计电车板块将于 2025 年下半年接近盈亏平衡, 但我们要强调 2026 年预估毛利率会有一定挑战。3) CEO 雷军个人品牌持续货币化以及小米新零售战略的落地。我们认为小米 2024-25 年的强劲财务表现标志着结构性增长期的开启, 而非周期性复苏的顶端, 并应支撑更高的估值水平。

预测修正: 基于更高的 IoT 和电车板块收入预测, 我们分别上调 2024-26 年收入预测 2%/5%/5%。因电车板块毛利率提升, 我们对 2025/26 年毛利率假设上调 0-1 个百分点。相应地, 我们对 2024-26 年经调整净利润预测提高了 4%-21%。我们现预测经调整净利润 2024-26 年 CAGR 增速为 22%, 明显高于我们之前 13% 的 CAGR 预测。

重申“买入”评级, 上调目标价至 52.00 港元: 我们将 2025 年经调整 EPS 目标倍数从 28.5 倍上调至 38.5 倍。我们更新后的 2025 年经调整调整净利润预估为 316 亿元人民币 (上调 14%), 我们将目标价从 34.00 港元上调至 52.00 港元。我们要强调的是, 相比苹果公司 (AAPL US, 未覆盖), 尽管小米的盈利增速超前很多, 但其当前交易股价却存在小幅折价。

风险提示: 智能手机需求低于预期、零部件成本高于预期、电车增长放缓、电车投资超预期。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	280,044	270,970	361,946	444,685	487,596
每股收益 (RMB)	0.34	0.76	1.02	1.24	1.50
市盈率 (x)	33.6	15.0	17.3	33.1	27.3
市净率 (x)	2.0	1.7	2.4	4.9	4.2
股本回报率 (%)	1.7	10.7	11.2	13.1	13.7

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。EPS 为调整后数据。资料来源: 公司公告, 华兴证券(香港)预测

图表 1: 小米集团—4Q24 预测

(人民币百万元)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E
营业总收入	75,507	88,888	92,507	105,044
% 同比变化	27%	32%	30%	43%
各板块收入				
智能手机	46,480	46,516	47,452	49,218
IoT	20,373	26,760	26,102	29,738
互联网服务	8,048	8,266	8,463	8,934
电车	-	6,369	9,697	16,254
其他	605	977	792	900
% 同比变化				
智能手机	33%	27%	14%	11%
IoT	21%	20%	26%	46%
互联网服务	15%	11%	9%	13%
电车	-	-	-	-
其他	-4%	-8%	-3%	10%
毛利	16,830	18,394	18,881	21,672
毛利率	22%	21%	20%	21%
各分部毛利率				
智能手机	14.8%	12.1%	11.7%	11.9%
IoT	19.9%	19.7%	20.8%	20.0%
互联网服务	74.2%	78.3%	77.5%	75.0%
电车	-	15.4%	17.1%	19.7%
营业利润	3,683	5,889	6,041	6,568
% 经营利润率	4.9%	6.6%	6.5%	6.3%
经调整净利润	6,491	6,175	6,252	7,039
% 同比变化	101%	20%	4%	43%
% 经调整净利率	8.6%	6.9%	6.8%	6.7%

资料来源: 公司公告, 华兴证券(香港)预测

图表 2: 小米集团—年度损益表预测

(人民币百万元)	2024E	2025E	2026E
营业总收入	361,946	444,685	487,596
智能手机	189,667	206,994	219,004
IoT和生活方式	102,974	121,737	131,435
互联网服务	33,711	36,163	39,157
电车	32,320	76,190	94,400
其他	3,274	3,600	3,600
同比变化			
营业总收入	34%	23%	10%
智能手机	20%	9%	6%
IoT和生活方式	29%	18%	8%
互联网服务	12%	7%	8%
电车	0%	136%	24%
其他	-2%	10%	0%
毛利润	75,777	93,993	106,002
智能手机	23,933	26,878	29,785
IoT和生活方式	20,697	24,725	26,957
互联网服务	25,708	26,987	29,357
电车	5,802	15,402	19,904
其他	(363)	0	0
分板块毛利率			
智能手机	13%	13%	14%
IoT和生活方式	20%	20%	21%
互联网服务	76%	75%	75%
电车	18%	20%	21%
其他	-11%	0%	0%
销售与营销费用	(24,480)	(28,951)	(31,358)
占收入比例	7%	7%	6%
一般及行政费用	(5,644)	(6,321)	(6,505)
占收入比例	2%	1%	1%
研发费用	(23,975)	(28,598)	(31,323)
占收入比例	7%	6%	6%
营业利润	22,180	31,802	38,616
经营利润率	6%	7%	8%
	25,957	31,624	38,520
经调整净利润			
% 同比变化	35%	22%	22%
经调整净利率	7%	7%	8%

资料来源: 华兴证券 (香港) 预测

预测调整

图表 3: 小米集团--预测调整

(人民币百万元)	现值			原值			% 变化		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业总收入	361,946	444,685	487,596	356,281	423,470	465,323	2%	5%	5%
% 同比变化	34%	23%	10%	31%	19%	10%			
毛利润	75,777	93,993	106,002	74,459	88,628	99,457	2%	6%	7%
% 同比变化	32%	24%	13%	30%	19%	12%			
% 毛利率	21%	21%	22%	21%	21%	21%			
经调整净利润	25,957	31,624	38,520	25,036	27,642	31,708	4%	14%	21%
% 同比变化	35%	22%	22%	30%	10%	15%			
% 经调整净利率	7%	7%	8%	7%	7%	7%			
经调整每股收益 (元)	1.02	1.24	1.50	0.99	1.08	1.24	4%	14%	21%

资料来源: 华兴证券 (香港) 预测

基于更高的 IoT 和电车板块收入预测, 我们对 2024-26 年收入预测上调 2%-5%。因电车毛利率提升, 我们将 2025-26 年毛利率假设上调 0-1 个百分点。针对智能手机板块, 我们仍预计随着物料成本下降, 毛利率将在 2025 年逐季改善。相应地, 我们对 2024-26 年净利润的预测提高 4%-21%。

估值

我们继续采用市盈率 (P/E) 对小米进行估值, 并将我们的目标倍数从 28.5 倍 2025 年 P/E 提升至 38.5 倍。我们要强调, 尽管小米的收入和盈利增速相比苹果公司明显更快, 但小米当前的股票交易价格较苹果存在小幅折价 (见图表 5)。我们上调目标倍数反映了我们的以下观点: 1) 智能手机市场的复苏以及我们认为此次上行周期将延续至 2025 年, 同时内国的刺激政策将推动本年智能手机和 IoT 收入增长; 2) 小米电车销量势头强劲, 且电车成为新的结构性增长推手和小米股价的催化剂; 3) 小米持续执行其高端化战略, 我们认为这一趋势将通过 AI 功能的逐步升级而得以夯实; 以及 4) 小米建立跨 SKU 业务生态 (电车、智能手机、家电) 的努力开始产生成效。

我们更新 2025 年经调整毛利润预测为 316.24 亿元人民币 (较之前上调 14%), 由此目标价从 34.00 港元上调至 52.00 港元。

图表 4: 小米集团--P/E 估值

小米P/E估值	
2025年经调整净利润(人民币百万元)	31,624
目标 P/E (倍)	38.5
股权价值 (人民币百万元)	1,217,532
股份数 (百万股)	25,481
每股价值 (人民币元)	47.78
目标价 (港元)	52.00
当前股价(港元)	44.70
潜在上行空间	16.3%

注: 采用 2025 年 2 月 14 日收盘价。人民币兑港币汇率为 1.09。

资料来源: 华兴证券 (香港) 预测

我们的新目标价相比 2024 年 2 月 14 日的收盘价隐含了 16.3% 的潜在上行空间。我们重申对小米的买入评级。我们认为小米作为全球智能手机的领头羊将受益于当前智能手机的上行周期。其高端化战略将持续提升其单价并创造更强劲的毛利率表现。此外，小米正行于成为中国电车行业主要玩家之路，我们认为长期来看将为其带来利润增长。

图表 5: 小米集团—可比公司估值比较

代码	公司名称	市值 (百万美元)	近三月日均交 易额 (百万美元)	现价 (交易货币)	收入增速 (同比)		EPS 增速 (同比)		P/E (倍)		P/S (倍)	
					FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
1810 HK	小米	94,280	482	44.70	18.9%	10.0%	21.2%	21.2%	33.1	27.3	2.3	2.1
AAPL	苹果公司	4,163,994	11,622	244.60	4.6%	8.0%	20.2%	12.3%	33.6	29.8	10.2	9.4

注：采用 2025 年 2 月 14 日收盘价。苹果公司预测来自彭博一致预期。

资料来源：彭博，华兴证券（香港）预测

风险提示

影响我们投资主旨的主要下行风险包括：

- **智能手机和其他个人电子产品需求弱于预期。**作为行业的重要玩家，小米对宏观环境变化和全球智能手机及其他个人电子产品（如电视、家电和 IoT 应用）的需求十分敏感。需求疲软将拖累整个行业的表现以及小米的财务增长前景。
- **零部件成本高于预期。**小米需不断升级其智能手机技术规格以维持市场份额并提高销量。不断上升的零部件成本，特别是考虑到内存和处理器价格正处于上行周期，将对小米的毛利率产生关键影响。供应链和成本管理效率下降将拖累小米的毛利润和每股收益增长。
- **新能源汽车市场扩张和增长速度低于预期。**我们认为，新能源汽车是小米拓展其业务生态和超越传统智能手机业务的关键性新领域。扩张速度放缓可能会导致小米中期增长前景受限，进而负面影响其估值倍数。
- **对新能源汽车业务的投资高于预期。**我们认为小米财务状况稳健，可支持其新能源汽车业务的增长。然而，新能源汽车投资高于预期可能会对近期内每股收益和估值产生负面影响。

附：财务报表

 年结: 12月
 利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
智能机	157,461	189,667	206,994	219,004
IoT产品	80,108	102,974	121,737	131,435
其他	33,433	69,305	115,953	137,157
其他收入	(32)	(0)	0	0
营业收入	270,970	361,946	444,685	487,596
营业成本	(213,494)	(286,169)	(350,692)	(381,594)
毛利润	57,476	75,777	93,993	106,002
管理及销售费用	(43,451)	(54,099)	(63,870)	(69,186)
息税前利润	20,009	22,180	31,802	38,616
息税折旧及摊销前利润	22,032	24,924	35,537	43,117
利息收入	2,002	4,056	2,800	3,400
利息支出	0	0	0	0
税前利润	22,011	26,236	34,602	42,016
所得税	(4,537)	(5,639)	(6,920)	(8,403)
净利润	17,475	20,661	27,742	33,673
调整后净利润	19,273	25,957	31,624	38,520
基本每股收益 (RMB)	0.70	0.83	1.10	1.33
稀释每股调整收益 (RMB)	0.76	1.02	1.24	1.50

资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	199,053	236,889	265,208	299,448
货币资金	91,223	85,360	134,131	145,891
应收账款	12,151	18,590	20,396	25,024
存货	44,423	85,725	68,003	90,907
其他流动资产	51,256	47,214	42,678	37,627
非流动资产	125,195	132,223	139,605	145,344
固定资产	13,721	20,749	28,131	33,870
无形资产	8,629	8,629	8,629	8,629
商誉	0	0	0	0
其他	35,723	35,723	35,723	35,723
资产	324,247	369,112	404,814	444,792
流动负债	115,588	140,355	149,175	156,441
短期借款	6,183	6,183	6,183	6,183
预收账款	0	0	0	0
应付账款	62,099	86,866	95,686	102,952
长期借款	21,674	21,674	21,674	21,674
非流动负债	22,724	22,224	21,424	20,524
负债	159,986	184,253	192,273	198,639
股份	163,996	184,657	212,399	246,071
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	163,996	184,657	212,399	246,071
少数股东权益	266	202	142	82
负债及所有者权益	324,247	369,112	404,814	444,792

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)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	17,475	20,661	27,742	33,673
折旧摊销	2,024	2,744	3,735	4,501
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
营运资本变动	21,802	(17,404)	29,212	(15,275)
经营活动产生的现金流量	41,300	6,001	60,688	22,899
资本支出	(7,662)	(9,773)	(11,117)	(10,240)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(27,507)	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(35,169)	(9,773)	(11,117)	(10,240)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	4,213	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(4,718)	(500)	(800)	(900)
筹资活动产生的现金流量	(505)	(500)	(800)	(900)
现金及现金等价物净增加额	6,024	(4,272)	48,771	11,760
自由现金流	33,638	(3,772)	49,571	12,660

关键假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
智能机出货量 (百万台)	146	169	180	186

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	(3.2)	33.6	22.9	9.6
毛利润	20.8	31.8	24.0	12.8
息税折旧及摊销前利润	408.9	13.1	42.6	21.3
净利润	606.3	18.2	34.3	21.4
调整后净利润	126.3	34.7	21.8	21.8
稀释每股调整收益	604.9	17.6	33.6	20.8
调整后稀释每股调整收益	126.4	34.0	21.2	21.2
盈利率 (%)				
毛利率	21.2	20.9	21.1	21.7
息税折旧摊销前利润率	8.1	6.9	8.0	8.8
息税前利润率	7.4	6.1	7.2	7.9
净利率	6.4	5.7	6.2	6.9
调整后净利率	7.1	7.2	7.1	7.9
净资产收益率	10.7	11.2	13.1	13.7
总资产收益率	5.4	5.6	6.9	7.6
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.7	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.1	1.3	1.3
估值比率 (x)				
市盈率	15.0	17.3	33.1	27.3
市净率	1.7	2.4	4.9	4.2
市销率	3.9	2.9	2.3	2.1

附录

分析师声明

本人刘睿兹此证明，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：小米集团（1810 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（以下简称为“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（以下简称为“本公司”或“华兴证券”）依据《证券投资基金经营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《证券投资基金经营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（以下简称为“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