

小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价: HK\$70.00)

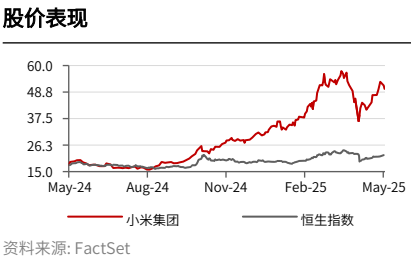
买入

持有

卖出

目标价: HK\$70.00	当前股价: HK\$50.10
股价上行/下行空间	+40%
52 周最高/最低价 (HK\$)	59.45/15.36
市值 (US\$mn)	164,507
当前发行数量(百万股)	25,481
三个月平均日交易额 (US\$mn)	2,192
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 5 月 7 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\$)	70.00	70.00	0%
2025E EPS (RMB)	1.57	1.37	15%
2026E EPS (RMB)	1.97	1.79	10%
2027E EPS (RMB)	2.32	2.22	5%



华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)	2025E	2026E
营收 (RMBmn)	482,460 (-2%)	603,323 (-5%)
EPS (RMB)	1.52 (+3%)	2.01 (-2%)

注: 所示市场预测来源于 Visible Alpha。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

2025 财年一季度预览：经营杠杆将成为关键亮点

- 从印度市场的撤离或将持续进行。
- 投资者预期仍处于高位，净利润率提升可能成为 2H25 主要业绩惊喜。
- 维持“买入”评级和目标价 70.00 港元（32.0 倍 2026 年 P/E）。

此港股通报告之英文版本于 2025 年 5 月 8 日下午 2 时 45 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。

预计国补驱动 1Q25 业绩强劲增长：我们预测 1Q25 物联网业务收入同比增长 51%至 307 亿元人民币，成为表现最佳板块，得益于全国范围内对家电大件与消费电子小件持续的补贴政策支持。**智能手机方面，**根据 Canalys 数据，小米 1Q25 中国区出货量同比增长 40%，但印度市场出货量同比下滑 38%。我们认为以上变化反映了小米从印度市场的战略性撤离，因为其结构性增长正在放缓（Canalys 数据显示 1Q25 印度整体市场出货量同比下滑 8%）且均价依然较低。我们认为这一调整将提升小米智能手机的整体单价（我们预计约为 1,200 元），从而推动 1Q25 板块收入同比增长 8%至 502 亿元人民币。**电车业务方面，**我们预计当季收入为 176 亿元人民币，板块毛利率为 20.8%。随着经营杠杆持续改善，我们预测 1Q25 调整后净利润为 102 亿元人民币左右。

2H25 将迎来真正考验：展望未来，我们预计 6 月举办的小米投资者日与 7 月的 YU7 新车发布将成为重要催化剂。然而，我们要提醒的是，投资者对这两大事件的高预期可能会使得超预期上行空间有限。进入 2025 年下半年，我们认为小米将继续发力提升智能手机单价，以应对当前宏观背景下全球智能手机市场（尤其是印度、印尼和拉美地区）可能出现的下行周期。与此同时，考虑到国补可能无法改变某些物联网产品 SKU 的长替换周期，我们认为这是一项关键增长引擎，建议投资者密切关注政策的持续时间，此外我们认为海外物联网业务扩张有望弥补国内 2H25 后续季度可能出现的增速放缓。电车方面，投资者预期小米在 YU7 上市后仍将维持“下线即售罄”状态，意味着净利润率表现将成为每股收益上调的主要超预期来源。

预测修正：鉴于电车出货量增加，我们将 2025-2027 年收入预测提高 1%-3%。基于 1Q25 的业绩完成比率、自动驾驶潜在投资增加、以及 2025 年下半年的宏观不利因素，我们现预计 2025 年调整后净利润为 401 亿元人民币（原预测为 349 亿元）。考虑到自 2H24 以来的强劲盈利表现，我们同时将 2025-2027 年净利润预测上调 5%-15%。

维持“买入”评级和目标价 70.00 港元：鉴于全球贸易不确定性可能带来的宏观不利影响，我们将目标估值倍数从 35.0 倍 2026 年 P/E（基于调整后净利润）下调至 32.0 倍。由于 2026 年调整后净利润预测上调 10%，我们的目标价保持不变。**风险提示：**智能手机需求疲软、零部件成本上升、电车增长放缓以及电车领域投资增加。

财务数据摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
摘要 (年结: 12 月)					
营业收入 (RMBmn)	270,970	365,906	472,319	573,288	643,009
每股收益 (RMB)	0.76	0.91	1.57	1.97	2.32
市盈率 (x)	15.0	19.5	29.3	23.4	19.8
市净率 (x)	1.7	2.6	5.7	4.7	3.9
股本回报率 (%)	10.7	14.1	18.0	17.9	17.6

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—2025 年分季度预测

(人民币百万元)	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
营业总收入	108,322	114,462	117,002	132,533
% 同比变化	43%	29%	26%	22%
各板块收入				
智能手机	50,160	52,130	49,680	56,943
IoT	30,673	33,812	31,788	35,075
互联网服务	9,024	9,127	9,200	9,875
电车	17,565	18,494	25,435	29,740
其他	900	900	900	900
% 同比变化				
智能手机	8%	12%	5%	11%
IoT	51%	26%	22%	14%
互联网服务	12%	10%	9%	6%
电车				
其他	49%	-8%	14%	9%
毛利润	23,018	24,438	25,489	28,703
毛利率	21%	21%	22%	22%
各板块毛利率				
智能手机	12.3%	12.7%	13.2%	13.2%
IoT	20.7%	20.6%	21.0%	21.0%
互联网服务	76.3%	76.4%	76.3%	77.1%
电车	20.8%	21.2%	20.8%	21.0%
营业利润	11,795	10,065	9,910	9,803
% 经营利润率	10.9%	8.8%	8.5%	7.4%
调整后净利润	10,175	10,079	9,858	9,939
% 同比变化	57%	63%	58%	20%
% 调整后净利率	9.4%	8.8%	8.4%	7.5%

资料来源: 华兴证券 (香港) 预测

预测调整

图表 2：小米集团—关键预测调整

(人民币百万元)	现值			原值			变动%		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业总收入	472,319	573,288	643,009	469,368	554,559	628,203	1%	3%	2%
% 同比变化	29%	21%	12%	28%	18%	13%			
毛利润	101,648	126,769	143,921	99,480	121,352	141,283	2%	4%	2%
% 同比变化	33%	25%	14%	30%	22%	16%			
% 毛利率	22%	22%	22%	21%	22%	22%			
调整后净利润	40,052	50,471	59,750	34,935	46,045	57,140	15%	10%	5%
% 同比变化	74%	26%	18%	52%	32%	24%			
% 调整后净利率	8%	9%	9%	7%	8%	9%			
调整后每股收益 (元)	1.57	1.97	2.32	1.37	1.79	2.22	15%	10%	5%

资料来源：华兴证券（香港）预测

我们上调 2025-2027 年收入预测 1%-3%，主要是基于电车出货量增长。考虑到 1Q25 的业绩完成比率、自动驾驶潜在投资增加、以及 2025 年下半年的宏观不利因素，我们现预计 2025 年调整后净利润为 401 亿元人民币（原预测为 349 亿元）。考虑到自 2H24 以来的强劲盈利表现，我们同时将 2025-2027 年净利润预测上调 5%-15%。

估值

鉴于全球贸易不确定性可能带来的宏观不利影响，我们将目标估值倍数从 35.0 倍 2026 年 P/E（基于调整后净利润）下调至 32.0 倍。我们的估值倍数反映了以下观点：1) 智能手机市场的复苏和上行周期预计将延续至 2025 年，而中国的刺激政策将推动今年智能手机和物联网收入的增长；2) 小米电车销售势头将保持强劲。电车作为小米重要的结构性增长推手和股价催化剂，我们预计电车业务实现盈亏平衡将成为 2026 年及以后盈利预测上调的关键催化剂；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。

图表 3: 小米集团--P/E 估值

小米P/E估值	
2026年调整后净利润(人民币百万元)	50,471
目标 P/E (倍)	32.0
股权价值 (人民币百万元)	1,615,058
股份数 (百万股)	25,099
每股价值 (元)	64.35
目标价 (港元)	70.00
当前股价(港元)	50.10
潜在上行空间	39.7%

注：采用 2025 年 5 月 7 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

我们的目标价维持不变，相较 2025 年 5 月 7 日收盘价存在 40% 的上行空间。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市场的上行周期。其高端化战略将持续带来单价提升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。

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、家电和物联网应用）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。**小米需要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的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)	2024A	2025E	2026E	2027E
智能手机	191,759	208,912	232,281	247,612
IoT产品	104,104	131,348	160,844	189,828
其他	70,043	132,059	180,163	205,570
营业收入	365,906	472,319	573,288	643,009
营业成本	(289,346)	(370,671)	(446,519)	(499,088)
毛利润	76,560	101,648	126,769	143,921
管理及销售费用	(55,041)	(63,526)	(77,472)	(86,485)
息税前利润	24,503	41,572	51,697	61,136
息税折旧及摊销前利润	27,247	45,326	56,322	66,948
利息收入	3,624	2,280	1,960	2,700
利息支出	0	0	0	0
税前利润	28,127	43,852	53,657	63,836
所得税	(4,548)	(7,225)	(9,122)	(10,852)
净利润	23,658	36,688	44,595	53,044
调整后净利润	23,012	40,052	50,471	59,750
基本每股收益 (RMB)	0.95	1.46	1.77	2.09
稀释每股调整收益 (RMB)	0.91	1.57	1.97	2.32

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	200,017	293,118	296,964	401,096
货币资金	87,361	125,395	177,496	218,083
应收账款	11,214	30,195	23,207	36,690
存货	51,919	110,568	75,380	132,459
其他流动资产	49,525	26,960	20,880	13,864
非流动资产	126,954	141,540	148,953	156,645
固定资产	14,324	28,910	36,323	44,015
无形资产	8,079	8,079	8,079	8,079
商誉	0	0	0	0
其他	39,340	39,340	39,340	39,340
资产	326,972	434,658	445,917	557,741
流动负债	113,665	185,523	153,148	212,888
短期借款	5,034	5,034	5,034	5,034
预收账款	0	0	0	0
应付账款	60,547	132,405	100,029	159,770
长期借款	22,672	22,672	22,672	22,672
非流动负债	23,041	22,241	21,341	20,441
负债	159,378	230,436	197,160	256,000
股份	167,336	204,024	248,619	301,663
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	167,336	204,024	248,619	301,663
少数股东权益	258	198	138	78
负债及所有者权益	326,972	434,658	445,917	557,741

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)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	23,658	36,688	44,595	53,044
折旧摊销	2,744	3,754	4,626	5,812
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	(5,828)	(2,265)	15,820	(3,866)
经营活动产生的现金流量	20,574	38,177	65,040	54,990
资本支出	(9,879)	(11,808)	(12,039)	(13,503)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(9,879)	(11,808)	(12,039)	(13,503)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集（偿还）	0	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(500)	(800)	(900)	(900)
筹资活动产生的现金流量	(500)	(800)	(900)	(900)
现金及现金等价物净增加额	10,195	25,569	52,101	40,587
自由现金流	10,695	26,369	53,001	41,487

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
智能手机出货量（百万台）	169	179	191	199

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	35.0	29.1	21.4	12.2
毛利润	33.2	32.8	24.7	13.5
息税折旧及摊销前利润	23.7	66.4	24.3	18.9
净利润	35.4	55.1	21.6	18.9
调整后净利润	19.4	74.0	26.0	18.4
稀释每股调整收益	34.5	54.5	20.9	18.4
调整后稀释每股调整收益	18.8	73.2	25.4	17.8
盈利率 (%)				
毛利率	20.9	21.5	22.1	22.4
息税折旧摊销前利润率	7.4	9.6	9.8	10.4
息税前利润率	6.7	8.8	9.0	9.5
净利率	6.5	7.8	7.8	8.2
调整后净利率	6.3	8.5	8.8	9.3
净资产收益率	14.1	18.0	17.9	17.6
总资产收益率	7.2	8.4	10.0	9.5
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.8	1.6	1.9	1.9
速动比率	1.3	1.0	1.4	1.3
估值比率 (x)				
市盈率	19.5	29.3	23.4	19.8
市净率	2.6	5.7	4.7	3.9
市销率	3.2	2.5	2.0	1.8

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（包括华兴资本的其它部门人员）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“本公司”或“华兴证券”）依据《证券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“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