



华米科技 (ZEPP.NYSE)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

全球化运动穿戴，自主品牌冉冉升起

公司简介

公司于 2013 年成立，2013-2021 年公司作为小米生态链中的一员，以小米手环为核心业务，2022 年公司战略重心转移至自有品牌，小米业务收入持续收缩。随着自主品牌转型聚焦运动户外群体和新品销售推动，公司收入在 2025 年重回增长，并且已经没有来自小米的收入。25Q2 公司收入同增 46%，超指引上限。25Q3 公司指引收入有望同增 70%~79%，进一步加速。

投资逻辑

- 1、智能可穿戴腕带行业空间广阔，运动户外是红利赛道。据 Canalys, 2024 年全球可穿戴腕带设备出货量同增 5%至 1.9 亿台。随着人们对自身健康关注度提高和产品功能演进，运动户外手表正愈发受青睐：相比普通智能手表，其在运动和健康系统化监测、续航能力上表现更优，有望赢得更多份额。
- 2、从产品、技术、营销、渠道看公司竞争优势：1) 产品线覆盖高中低端市场，适用于专业户外和轻运动场景，在健康追踪和运动功能上较为全面，心率监测和定位追踪准确度位列行业第一梯队，而价格极具竞争力。2) 芯片、操作系统等关键技术均为自研并持续升级，为产品力提供坚实基础。3) 营销端聚焦专业性和可信度，与世界顶级运动员合作打开知名度，并树立严肃运动科技品牌心智。4) 公司收入主要来自欧美 (24 年占比 56%)，渠道端线上线下载发力，已入驻数十个欧美主流线下零售商。
- 3、产品迭代扩容+区域渗透提升有望推动进一步增长：1) 公司核心产品线每年迭代，对标行业最高水平在软硬件上进行升级，包括持续优化运动导航、运动健康分析功能等。同时，产品矩阵仍有扩张空间，新品无屏手环表现亮眼，女性友好、专业跑表等垂类产品拓展可期。2) 区域来看，据 sorftime, 2024Q3~2025Q2 Amazfit 品牌在亚马逊 7 个主要国家合计销售额分别同比 -35%/+5%/+50%/+176%，加速放量。目前在西班牙、意大利市场份额较高，而在美国、德国、英国、日本等市占率不到 5%。强劲的品牌势能下，Amazfit 在重点市场的渗透有望继续提升。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2025-2027 年营收 2.58/3.52/4.56 亿美元，归母净利润-2419/1596/4962 万美元。参考可比公司平均估值，考虑到公司较好的成长性，给予 2026 年 53 倍 PE，目标价 59.29 美元，对应 2027 年 PE 为 17 倍。首次覆盖，“买入”评级。

风险提示

市场竞争加剧，新品销售不及预期，费用投入超预期，关税政策波动。

海外和传媒互联网组

分析师：易永坚 (执业 S1130525020001)

liyongjian@gjzq.com.cn

分析师：徐熠雯 (执业 S1130525030005)

xuyiwen@gjzq.com.cn

市价 (美元)：51.30 元

目标价 (美元)：59.29 元



公司基本情况 (百万美元)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	352	183	258	352	456
营业收入增长率	-40.8%	-48.2%	41.4%	36.4%	29.5%
归母净利润	-30	-76	-24	16	50
归母净利润增长率	27.7%	-152.9%	68.1%	166.0%	210.9%
P/E	/	/	/	46.18	14.85
P/B	0.06	0.15	3.24	3.03	2.52

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、华米科技：全球领先的智能可穿戴设备商.....	4
1.1 十年小米手环经验，转型自主品牌.....	4
1.2 25Q2 收入恢复高增，自主品牌驱动业绩迎来拐点.....	5
二、智能可穿戴腕带行业空间广阔，运动户外是红利赛道.....	6
三、自主品牌昙花一现？.....	9
3.1 产品力：功能全面，监测可靠，质价比一流.....	9
3.2 技术力：核心软硬件自研，自主芯片+算法+操作系统+App 形成完整闭环.....	13
3.3 营销力：精准营销，合作世界顶级运动员和赛事，打造专业标签.....	14
3.4 渠道力：海外销售为主，线上运营经验丰富，线下覆盖数十个主流渠道.....	16
四、公司看点：产品矩阵扩容+区域渗透提升.....	17
4.1 核心系列持续迭代，产品矩阵仍有扩张空间.....	17
4.2 欧美地区渗透仍有潜力.....	19
五、盈利预测及投资建议.....	20
5.1 盈利预测.....	20
5.2 投资建议.....	21
六、风险提示.....	21

图表目录

图表 1：公司以小米手环业务起家，2022 年开始重点聚焦自主品牌业务.....	4
图表 2：2021-2024 年受小米业务下滑影响收入承压.....	4
图表 3：2024 年小米收入占比已经不到 10%.....	4
图表 4：上市以来累计智能可穿戴产品出货量近 2 亿台.....	5
图表 5：2024 年自主品牌出货量为 240 万台.....	5
图表 6：25Q2 公司录得 2022 年来首个同比正增长.....	5
图表 7：25Q2 自有品牌收入同比增速达 60%.....	5
图表 8：25Q2 公司经营亏损率大幅收窄.....	6
图表 9：公司期间费用率趋势下降.....	6
图表 10：全球可穿戴腕带设备出货量持续增长，智能手表有望获得更多份额.....	6
图表 11：2024 年欧美可穿戴腕带设备出货量占比 34%.....	7
图表 12：2024 年北美地区智能手表出货量比重全球最高.....	7
图表 13：全球可穿戴腕带市场的主要参与者分为三类.....	7
图表 14：佳明健身户外分部收入自 2023 年以来保持 20%左右增速.....	8
图表 15：欧美户外运动人群渗透率高、基数庞大.....	8



图表 16:	全球主要可穿戴腕带设备厂商产品线梳理.....	8
图表 17:	24Q3 苹果、小米和华为全球可穿戴腕带设备出货量前三.....	9
图表 18:	24Q3 苹果、三星和佳明全球可穿戴腕带设备销售额前三.....	9
图表 19:	Amazfit 品牌主要在售产品中, T-Rex 3、Balace 2、Active 2、Bip 6 等新品贡献近期主要销售.....	10
图表 20:	Amazfit 品牌主力产品一览.....	10
图表 21:	T-Rex 3 Pro 与竞品相比, 提供了更为全面的运动模式支持.....	11
图表 22:	T-Rex 3 Pro 心率追踪准确度接近专业心率带.....	12
图表 23:	T-Rex 3 Pro 轨迹追踪精度接近佳明.....	12
图表 24:	在日常运动、专业运动、户外探险需求场景下, Amazfit 品牌都提供了极具价格竞争力的选择....	12
图表 25:	公司持续迭代自研芯片和自研生物传感器阵列.....	13
图表 26:	公司自研操作系统 Zepp OS 保持每年迭代.....	14
图表 27:	Zepp App 提供专业的个人数字化健康管理平台和健康管理解决方案.....	14
图表 28:	Amazfit 运动员团队不断扩充.....	15
图表 29:	Amazfit 成为 HYROX 全球官方可穿戴合作伙伴.....	16
图表 30:	Amazfit 手表内建官方 HYROX 模式.....	16
图表 31:	公司已与全球多个线上线下主流渠道合作.....	16
图表 32:	2024 年公司在欧洲和北美的收入占比 56%.....	16
图表 33:	以 Amazfit T-Rex 系列看公司产品迭代思路.....	17
图表 34:	Amazfit 品牌主要产品线迭代周期约 1 年.....	17
图表 35:	佳明销量最佳的五大系列挖掘不同细分需求.....	18
图表 36:	佳明最畅销的五大系列销售额占比约一半.....	18
图表 37:	公司持续推出智能耳机、智能助听器、智能戒指、智能运动腕带等非手表品类.....	19
图表 38:	Helio Strap 心率监测准确度靠前.....	19
图表 39:	Helio Strap 竞品对比.....	19
图表 40:	2025 年以来 Amazfit 在亚马逊 7 个主要国家的销售额加速增长.....	20
图表 41:	2025 年 7 月亚马逊智能手表品类中, Amazfit 品牌在美国、德国、英国、日本站的市占率尚不超过 5%.....	20
图表 42:	公司收入和毛利拆分.....	20
图表 43:	可比公司估值比较(市盈率法)(更新于 2025 年 9 月 22 日盘后).....	21



一、华米科技：全球领先的智能可穿戴设备商

1.1 十年小米手环经验，转型自主品牌

公司于 2013 年成立，成立之初即专注开发、制造和销售智能可穿戴设备，并和小米公司达成合作，成为设计和制造小米可穿戴产品的独家合作伙伴。小米手环是其最畅销的产品，2014 年 7 月，公司推出了第一代小米手环，并于 2016 年 7 月（第二代）、2018 年 5 月（第三代）、2019 年 6 月（第四代）、2021 年 3 月（第六代）、2022 年 7 月（第七代）持续迭代。借助小米的品牌认知度和全球分销网络，公司产品从国内走向全球，海外出货占比从 2015 年的不到 10%，提升到 2019 年的超过 50%。2019 年 11 月，小米推出了自己的智能手表产品，这些产品的推出一定程度上分散了对手环产品的需求。2020 年公司来自小米业务的收入增速开始放缓，2021-2024 年持续收缩，到 2025 年已经没有来自小米的收入。

2015 年以来，公司持续探索自主品牌发展。2015 年 9 月，公司的自主品牌 Amazfit 成立，销售面向中高端市场的智能手环、智能手表等其他可穿戴产品，与小米业务形成区隔，并利用小米的分销网络进行推广。2020 年 8 月，公司推出另一个自主品牌 Zepp，销售高端智能手表。经过持续的产品创新和推广，公司自主品牌收入在 2021 年增长到约 4.6 亿美元（29 亿人民币），占整个公司收入的 47%。2022-2024 年，由于普通智能手表领域竞争的加剧，公司自主品牌收入出现下滑。然而，随着公司对于自主品牌定位的调整，从全功能、泛人群转向聚焦运动户外群体，推出专业运动户外智能手表等新品，公司收入在 2025 年重回增长。

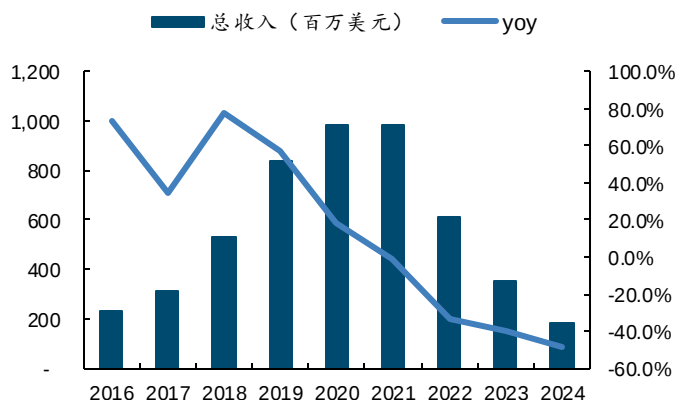
图表1：公司以小米手环业务起家，2022 年开始重点聚焦自主品牌业务

时间	关键事件
2013	公司成立，并在中国开展业务，聚焦开发、制造、销售智能可穿戴设备
2014	开始为小米设计和制造小米智能手环，7 月推出第一代小米手环
2015	推出自主品牌 Amazfit，销售非小米品牌的、面向中高端市场的智能手环、智能手表等其他可穿戴产品
2016	7 月推出第二代小米手环
2018	公司在纽交所上市，股票代码 HMI
2019	6 月推出第四代小米手环，全年国际版出货量占比超过 50%；11 月小米推出了自己的智能手表产品
2020	推出第二个自主品牌 Zepp，销售高端智能手表；全年小米手环出货量达到历史最高的 4100 万台
2021	作为业务和品牌重塑的一环，公司更名为 Zepp Health，股票代码更改为 ZEPP；小米业务收入占比降至 60%以下
2022	7 月推出第七代小米手环，也是公司设计的最后一代小米手环产品；业务重点聚焦自主品牌，推出了多款新品
2023	自主品牌 Amazfit 推出高端跑步手表等多款新品
2024	小米业务收入占比降至不到 10%，自主品牌 Amazfit 在柏林国际电子消费品展览会（IFA Berlin）上重磅推出 Amazfit T-Rex 3 智能手表，打开户外探险赛道

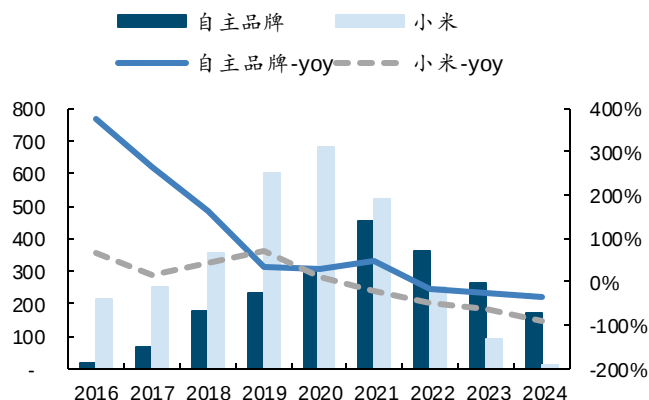
来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：2021-2024 年受小米业务下滑影响收入承压

图表3：2024 年小米收入占比已经不到 10%



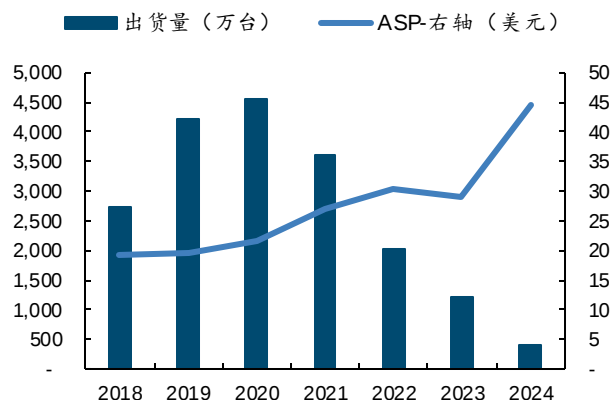
来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所（单位：百万美元）

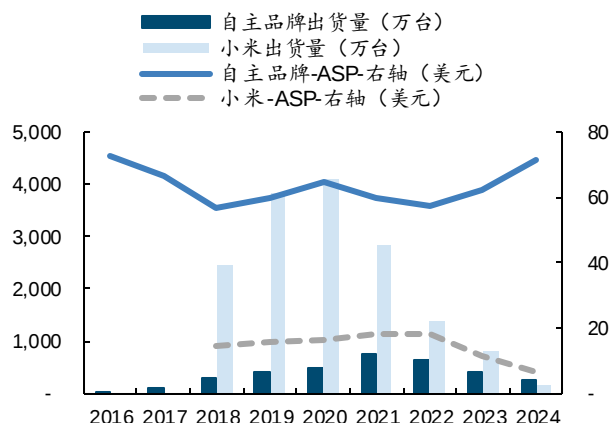


图表4：上市以来累计智能可穿戴产品出货量近2亿台



来源：公司公告，国金证券研究所

图表5：2024年自主品牌出货量为240万台

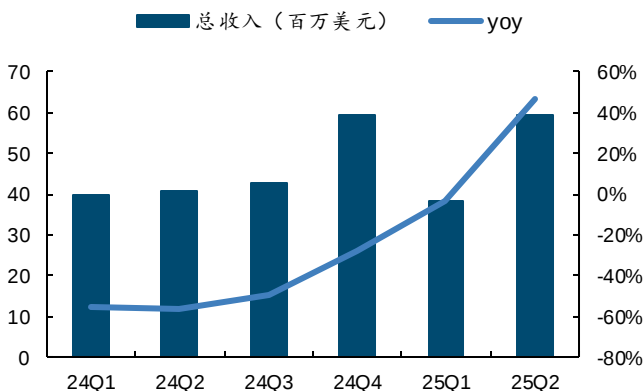


来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 25Q2 收入恢复高增，自主品牌驱动业绩迎来拐点

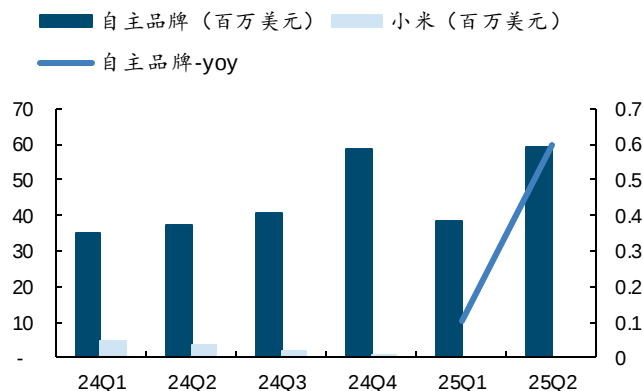
自主品牌带动下，25Q2 公司收入录得 2022 年来首个同比正增长。25Q2 公司实现总收入约 5900 万美元，同比增长 46%，超过此前指引上限（5500 万美元，同比增长 35%），这主要得益于自主品牌 Amazfit 的强劲增长，如果不考虑小米业务影响，25Q2 自主品牌收入同比增长 60%。公司指引 25Q3 收入有望达到 7200~7600 万美元，同比增长 70%~79%，测算其中自主品牌收入有望同比增长 76%~86%，进一步加速。

图表6：25Q2 公司录得 2022 年来首个同比正增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：25Q2 自有品牌收入同比增速达 60%

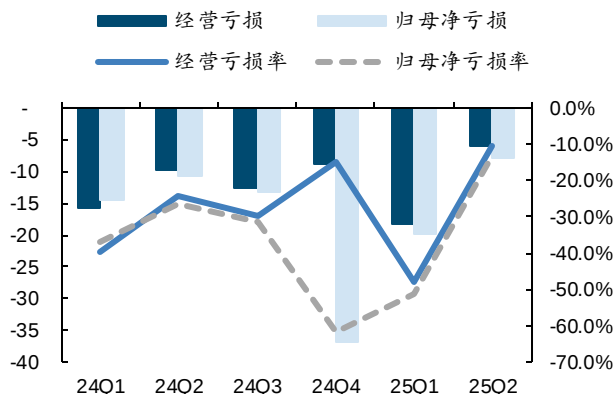


来源：公司公告，国金证券研究所

收入恢复增长后，亏损开始显著收窄。25Q2 公司经营亏损约 600 万美元，同比收窄 38%，经营亏损率 10.3%，同比收窄约 14ppt。成本费用来看，公司毛利率较为平稳，季度间由于新品上市周期波动而小幅波动；公司期间费用率下降显著，主要得益于规模效应。展望下半年，随着收入的进一步起量，利润端有望继续改善。

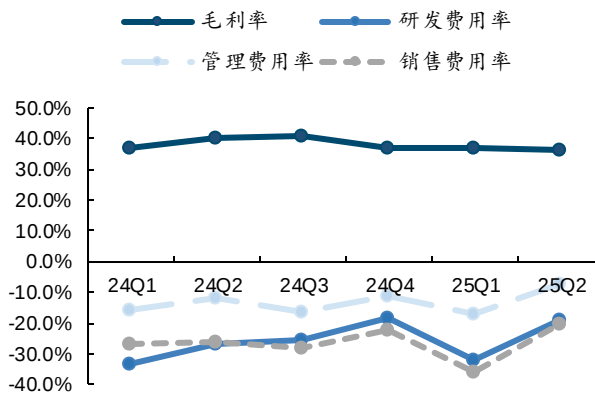


图表8：25Q2 公司经营亏损率大幅收窄



来源：公司公告，国金证券研究所

图表9：公司期间费用率趋势下降

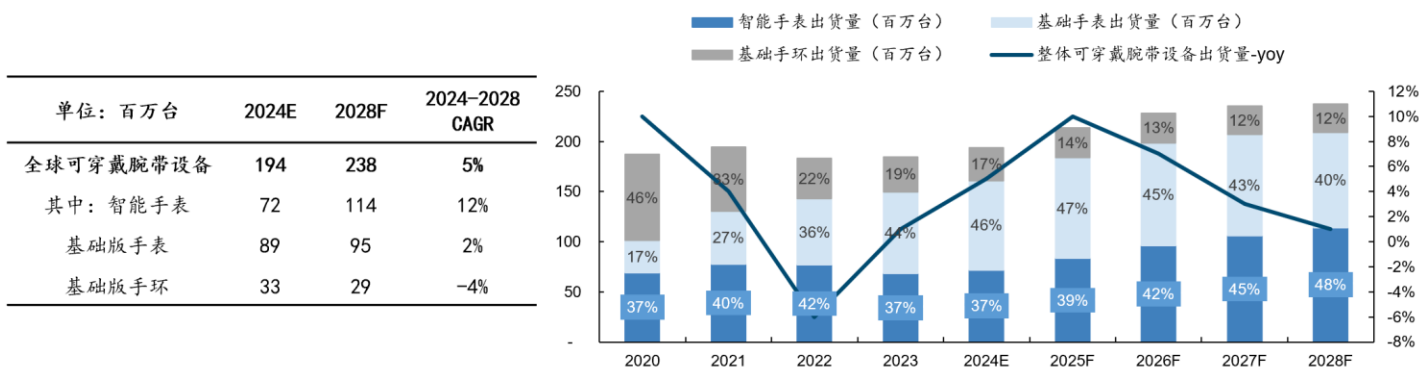


来源：公司公告，国金证券研究所

二、智能可穿戴腕带行业空间广阔，运动户外是红利赛道

全球可穿戴腕带设备出货量持续增长，手表份额持续上升。根据 Canalsys 数据，2024 年全球可穿戴腕带设备（含手表和手环）出货量达到 1.9 亿台，同比增长约 5%，并预计将在 2028 年之前以 5% 左右的复合增速持续增长。其中，手表的出货量占比超过 80%，近年来手表持续压缩手环份额，这主要受到消费者对于健康监测和运动追踪的需求上涨，越来越倾向于使用硬件配置（传感器和算力芯片）更高、体验更好的手表产品。拆分手表类型看，以配备先进操作系统、支持第三方应用为特点的智能手表份额有望上涨，这是由于消费者开始不再满足于基础的数据跟踪，而对于详细的、个性化的健康与运动管理解决方案等应用的需求不断增长。Canalsys 预计智能手表设备出货量有望从 2024 年的 7200 万台，增长至 2028 年的 1.14 亿台，年均复合增速 12%。

图表10：全球可穿戴腕带设备出货量持续增长，智能手表有望获得更多份额

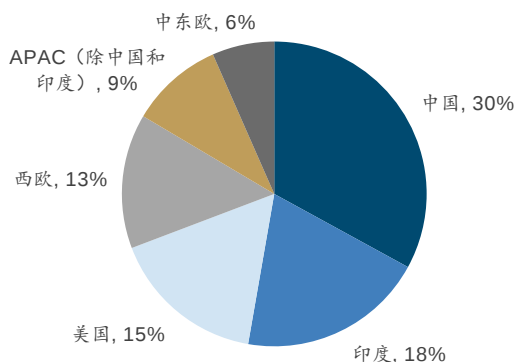


来源：Canalsys，国金证券研究所；注：智能手表：屏幕尺寸大于 0.6 平方英寸，配备了先进的操作系统，支持第三方应用程序的腕表。基础手表：屏幕尺寸大于 1.6 平方英寸，配备了实时操作系统，并支持内置应用程序的腕表。基础手环：屏幕尺寸小于 1.6 平方英寸的腕带设备，该设备没有操作系统，也不支持应用程序。

欧美地区智能手表产品比重较高。根据 Canalsys 数据，2024 年全球可穿戴腕带设备出货量最高的国家分别是中国、印度和美国，占比 30%、18%和 15%，欧洲地区合计占比约 19%，其中接近 2/3 来自西欧。中国虽然总出货量全球最大，但以基础手表和基础手环产品为主。北美、EMEA 等相对成熟的市场中，智能手表份额更高。

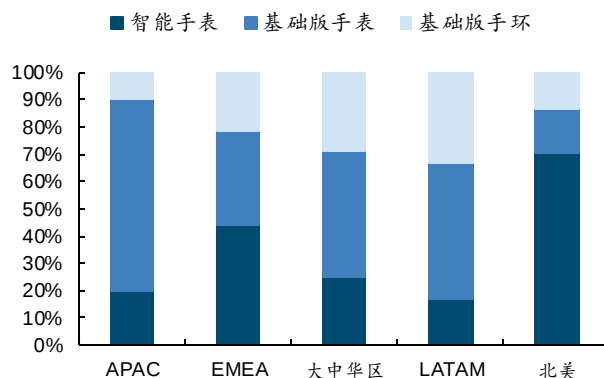


图表11：2024 年欧美可穿戴腕带设备出货量占比 34%



来源：Canalys，国金证券研究所

图表12：2024 年北美地区智能手表出货量比重全球最高



来源：Canalys，国金证券研究所

运动户外智能手表正愈发受青睐，主要受到人们消费理念转变和产品功能演进推动。后疫情时代，人们对自身健康与运动的关注度提高，购买智能手表的核心动机开始向管理个人健康转移。拥有一块运动户外手表，也逐渐成为专业、热爱运动、热爱生活的身份象征。从产品本身来看，运动户外手表在专业运动数据分析、耐用性、续航能力上相比普通智能手表表现更优，例如运动户外手表通常配备多频多星定位系统，使得在复杂环境中的定位更快速、准确，还提供更加丰富的运动数据指标，包括乳酸阈值、训练负荷、训练效果、恢复时间建议等，在续航能力上通常以周或者月为单位。此外，运动户外手表还集成了离线支付、NFC 公交卡、本地音乐播放、来电和消息通知等日常实用功能，满足了用户多场景下的需求。

不同类型企业切入智能手表领域的出发点不同。我们将全球可穿戴腕带市场参与者分成三类。第一类是以苹果、三星、华为、小米、谷歌（收购 fitbit）等为代表的消费电子巨头，于这类玩家而言，手表、手环不是独立产品，而是手机等硬件生态的延伸和重要组成部分，以巩固自身的生态护城河，因此这类厂商的智能手表更多是全能型定位，注重生态功能（例如接电话、回消息、App 下载、移动支付等）、日常健康监测（例如心率、血氧、睡眠等）和都市时尚属性。第二类是以佳明、颂拓等为代表的专业运动与户外装备制造厂商，这类玩家拥有深耕垂直领域数十年的专业技术积累，例如佳明起源于航空、航海 GPS 导航设备，颂拓以制作指南针、潜水仪器等精密仪器起家，其手表、手环产品主要为运动户外特定领域的专业人士和爱好者提供精准、可靠、耐用的工具，注重运动功能的深度和精度。第三类是以华米为代表的“新消费”玩家，他们在专业运动与户外装备制造厂商和消费电子巨头中找到平衡，以更快的迭代速度和更具竞争力的价格，提供比专业运动与户外装备厂商更智能和便宜的产品，比消费电子巨头更专业的运动功能。从主要上市公司的财报来看，2022-2024 财年，佳明健身户外分部收入从 26 亿美金增长至 37 亿美金，年复合增速 20%，2025 财年上半年该分部收入 19 亿美元，同比增长 22%。华米的自有品牌收入自 2025 年 Q2 开始起量，同比增长 60%，公司预期 Q3 自有品牌收入增速有望达到 76%~86%。

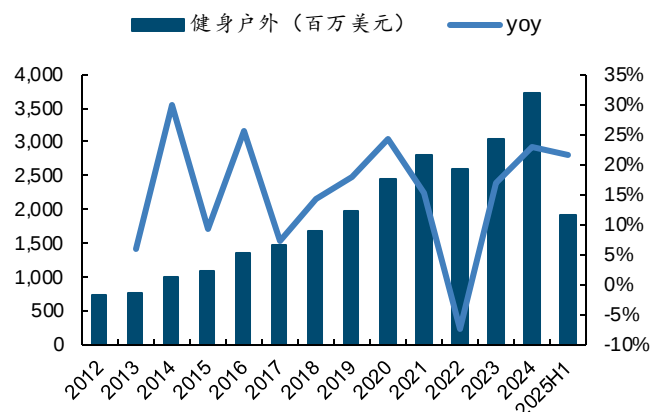
图表13：全球可穿戴腕带市场的主要参与者分为三类

分类	代表厂商	产品逻辑与特点	竞争优势
消费电子巨头	苹果、三星、华为、小米	生态延伸，增强用户粘性	品牌、生态、渠道、研发资源
专业运动与户外制造商	佳明、颂拓	服务专业用户，提供可靠工具	垂直领域技术积累、数据精准性、可靠性
新消费品牌	华米、noise	技术普及和质价比/性价比	成本控制、快速迭代、功能全面

来源：国金证券研究所整理

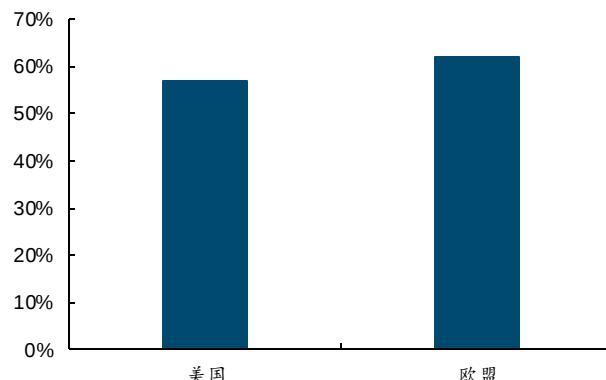


图表14: 佳明健身户外分部收入自 2023 年以来保持 20% 左右增速



来源: ifind, 国金证券研究所

图表15: 欧美户外运动人群渗透率高、基数庞大



来源: 美国户外行业协会, 慕尼黑体育用品和运动时尚国际博览会, 国金证券研究所

近年来全球消费电子巨头也在扩充运动户外智能手表领域布局,但产品迭代周期长,运动功能的广度和深度均尚有欠缺。2022-2024 年期间,苹果、华为、三星、小米相继推出适用于专业运动户外场景的 Apple Watch Ultra、WATCH Ultimate、Galaxy Watch Ultra、XIAOMI Watch S4 Sport,但是产品的迭代周期较长或者不固定,例如 Apple Watch Ultra 初代产品推出时间为 2022 年,第二代产品于 2023 年推出,2025 年推出第三代产品,并且跨生态兼容性较差,例如苹果手表的核心功能仅适用于 iOS 生态,华为、三星手表的部分功能仅适用于鸿蒙系统或者三星手机。此外,相比于专业运动户外手表,在续航能力、支持的运动项目数量、运动项目数据监测和分析颗粒度上仍然有所欠缺。

图表16: 全球主要可穿戴腕带设备厂商产品线梳理

品牌	主要销售地	产品线
苹果	全球	高端: Ultra 系列 (2022 年推出), 799 美元起, 支持全面的健康监测功能 (血氧、ECG、睡眠呼吸暂停等) 和专业运动模式 (潜水、高尔夫、跑姿测量等)
		中端: Series 系列, 399 美元起, 支持全面的健康监测功能 (血氧、ECG、睡眠呼吸暂停等) 和高级运动模式
		入门: SE 系列, 249 美金起, 支持核心健康功能 (心率、摔倒检测等) 和基本运动模式
华为	中国、东亚、欧洲等	高端: WATCH 系列和 WATCH Ultimate 系列 (2023 年推出), 2699 元-23999 元, 支持全面的健康监测功能 (ECG 等) 和专业运动功能 (高尔夫、潜水等)
		中端: WATCH GT 系列和 WATCH FIT 系列, 999 元-2488 元, 支持丰富的健康监测功能 (血氧、心率、压力、情绪等) 和高级运动模式 (100+种运动) 和多种潮流配色
		入门: 华为手环与儿童手表系列, 209 元-999 元
三星	全球	从标准版 Watch 系列出发, 衍生出经典版 Classic 系列、旗舰版 Ultra 系列 (2024 年推出), 标准版、经典版、旗舰版分别 379.99 美元、499.99 美元、649.99 美元起, 主要是材质、尺寸、电池容量、内存上存在区别, 在健康监测和运动功能 (潜水等) 上没有区别
小米	中国、东亚、欧洲等	高端: S Sport 系列 (2024 年推出), 1999 元, 支持丰富的健康监测功能 (心率、血氧、睡眠等) 和专业运动模式 (颂拓提供运动算法支持), 支持 eSIM
		中端: S 系列, 599 元-999 元, 支持丰富的健康监测功能 (心率、血氧、睡眠等) 和高级运动模式 (跑姿测量等)
		入门: RED MI Watch 系列, 小米手环与儿童手表系列, 259 元-599 元
谷歌	欧美	高端: Google Pixel 系列和 Fitbit Sense 系列, 分别 349 美元起和 250 美元, 支持全面的健康监测功能 (心率、血氧、ECG、睡眠追踪等) 和基本运动模式
		中端: Fitbit Versa 系列, 199 美元, 支持核心健康监测功能和基本运动模式
		入门: Fitbit 手环系列, 29-90 美元
佳明	全球	专业跑步 (中高端): Forerunner 系列, 专为跑者设计, 200-750 美元, 支持全面的健康监测功能 (全天血氧等)



和专业运动模式（跑姿测量、高尔夫等），并且按入门、高级、专业区分不同型号，例如旗舰款 970 配备 LED 手电筒、离线地图、实时体力值、多频多星等

户外运动（中高端）：Fenix 系列和 Instinct 系列，全能户外，分别 300-550 美元和 800-2000 美元，支持全面的健康监测功能（全天血氧等）和专业运动模式（潜水、高尔夫、跑姿测量等）

都市时尚（中高端）：VENU 系列和 vivoactive 系列，分别 450-800 美元和 300 美元，支持全面的健康监测功能（全天血氧等）和高级运动模式（跑姿测量、高尔夫等）

女性时尚（中端）：Lily 系列，250-300 美元，外观小巧，支持核心健康功能（心率、血氧、睡眠等）和基本运动模式，内置完备的女性健康管理功能

华米 全球

高端：T-Rex 系列，299/399 美元，支持全面的户外功能（潜水、跳伞、翼装等）和健康监测功能，适应极端天气
中端：Balance 系列，150/299 美元，支持全面的运动功能（高尔夫等）和健康监测功能

入门：Bip 和 Active 系列，日常运动，时尚属性，79-129 美元，支持丰富的运动功能和健康监测功能

颂拓 全球

高端：Ocean 系列，6849 元起，唯一支持水肺潜水的系列；Vertical 系列，旗舰户外，3949 元起

中端：Run 系列，专为跑步者设计，1849 元起，支持跑姿测量等进阶功能；RACE 系列适用于赛跑和训练，2649 元-3849 元，支持更丰富的运动模式（登山、徒步等）；Peak 系列，综合运动，小巧时尚，适合细手腕，1549 元起，支持丰富的运动模式，但无进阶数据

高驰 全球

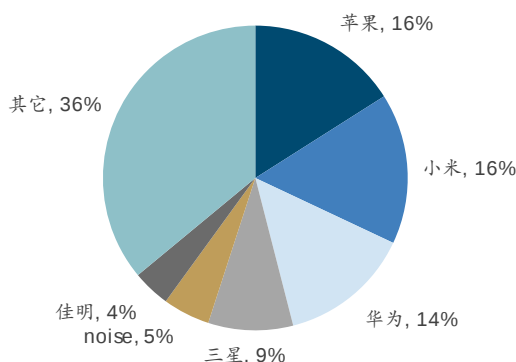
高端：VERTIX 系列，旗舰户外，5099 元

中端：APEX 系列和 NOMAD 系列，适合户外，2499 元，质量相比旗舰款更轻，NOMAD 支持钓鱼模式；Pace 系列，适合城市运动，1699 元-2499 元，支持日常跑步、游泳、骑行及室内外有氧无氧运动等运动模式

来源：各品牌官网、官方旗舰店，国金证券研究所

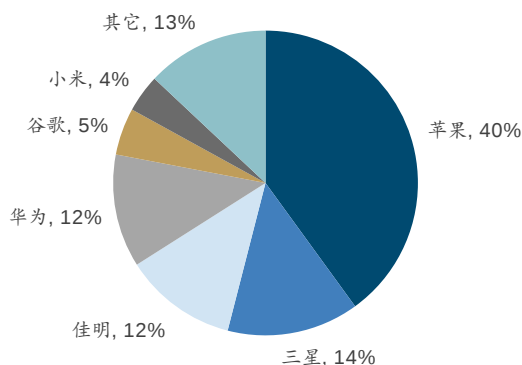
从全球整个可穿戴腕带设备市场来看，苹果等消费电子巨头仍然占据市场的主导地位。根据 Canalys 数据，2024 年三季度，全球可穿戴腕带设备市场中，苹果、小米、华为出货量排名前三，市占率分别为 16%、16%、14%；销售额来看，苹果凭借高端定位，销售额占有率高达 40%，三星、佳明凭借中高端定位，排名上升至前三，TOP3 苹果、三星、佳明销售额占有率分别为 40%、14%、12%。佳明作为垂类的专业运动与户外装备制造商，在全球可穿戴腕带设备市场中仍然有强劲的表现。我们根据华米在财报中披露的自主品牌 Amazfit 出货量估算，Amazfit 品牌在全球可穿戴腕带设备市场占有率约 1.3%，销售额占有率估计 0.8%。

图表17：24Q3 苹果、小米和华为全球可穿戴腕带设备出货量前三



来源：Canalys，国金证券研究所

图表18：24Q3 苹果、三星和佳明全球可穿戴腕带设备销售额前三



来源：Canalys，国金证券研究所

三、自主品牌昙花一现？

3.1 产品力：功能全面，监测可靠，质价比一流

Amazfit 品牌以智能手表为核心品类，其产品不仅能够实现智能手表常见的日用功能，还



提供专业运动户外领域的深度垂类功能，覆盖不同健身水平、健康目标与生活方式的用户需求。Bip 系列、Active 系列、Balance 系列、T-Rex 系列是目前品牌的四条主力产品线，分别适用于日常运动、专业运动和户外运动，其中 Bip 系列和 Active 系列定位入门级产品，Balance 系列定位中端产品，T-Rex 系列定位旗舰系列。

从各系列的最新版本产品来看，Bip 6 和 Active 2 官方发售价 100 美元以内，支持日常至少 140 种运动项目，Active 2 还提供部分户外功能，例如离线地貌图、离线雪场图、天气气压海拔提醒等；Balance 2 官方发售价 300 美元，支持至少 170 种运动项目，并支持高阶跑姿数据、超级马拉松运动模式、高尔夫模式等，在户外功能方面还提供等高线图、潜水训练支持等；T-Rex 3 官方发售价 280 美元，提供了更为全面的户外功能，包括能够适应-30℃的极端低温，提供跳伞模式、翼装飞行模式等。销售表现来看，以美国市场为例，根据我们对 Amazfit 品牌在亚马逊美国平台的统计，2025 年 7 月，Bip 系列、T-Rex 系列和 Active 系列最为热销，销售额比重分别约为 30%、20%、17%。

图表19: Amazfit 品牌主要在售产品中，T-Rex 3、Balance 2、Active 2、Bip 6 等新品贡献近期主要销售

产品系列	在售型号	当前价（美元）	销售额占比
基础系列	Band 系列	Band 7	40
	Bip 系列	Bip 5、Bip 6	65-80
生活方式系列	GTR 系列	GTR 2、GTR 3、GTR 3 Pro、GTR Mini	90-110
	GTS 系列	GTS 2、GTS 3、GTS 2 Mini	100
	Active 系列	Active、Active 2、Active Edge	85-100
	Balance 系列	Balance、Balance 2	一代 150、二代 300
性能系列	Cheetah 系列	Cheetah Pro	160
探险系列	T-Rex 系列	T-Rex 3、T-Rex 3 Pro（25 年 9 月新品）	210
其它	Helio 系列	Helio Smart Ring、Helio Strap	戒指 200、手环 100
	其它	Bluetooth Headphones	40

来源：亚马逊，国金证券研究所，表中展示的是品牌在亚马逊美国区的折后价和销售额表现，统计时间为 2025 年 7 月

图表20: Amazfit 品牌主力产品一览

主力产品	Bip 6	Active 2	Balance 2	T-Rex 3
图片				
上市时间	2025 年 3 月	2025 年 1 月	2025 年 6 月	2024 年 9 月
官方发售价	79.99 美元/欧元	高级：129.99 美元 标准：99.99 美元	299.99 美元/欧元	279.99 美元/299.9 欧元
外观	尺寸&厚度	46.3 x 40.2 x 10.45	43.9×43.9×9.9	47.4×47.4×12.3
	重量	40g	42g	59g
	中框材质	铝合金	高光不锈钢	航空铝
	防水等级	50m	50m	100m/45m 潜水
屏幕	玻璃材料	强化玻璃+防指纹涂层	蓝宝石镜面	蓝宝石镜面
	屏幕材料	AMOLED	AMOLED	AMOLED
	最高亮度	2000nit	2000nit	2000nit 全屏激发
	息屏显示	支持	支持	支持
硬件	MCU 处理器	黄山 3 号自研芯片	黄山 3 号自研芯片	黄山 3 号自研芯片



Wi-Fi	不支持	不支持	支持	支持
麦克风和扬声器	有	有	有，双扬声器	有麦克风，无扬声器
续航-日常模式	14 天	10 天	21 天	27 天
定位	单频五星	单频五星	双频六星	双频六星
PPG 传感器	双 LED+5PD	双 LED+5PD	双 LED+5PD	双 LED+5PD
加速度传感器	3 轴	3 轴	3 轴	3 轴
陀螺仪	3 轴	3 轴	3 轴	3 轴
地磁传感器	有	有	有	有
温度传感器	无	有	有	有
气压计	无	5ATM	10ATM	10ATM
环境光传感器	有	有	有	有
运动功能	140+项目，支持 E-Bike 骑行运动模式、HYROX 运动模式	160+项目，支持 E-Bike 骑行运动模式、HYROX 运动模式	170+项目，支持 E-Bike 骑行运动模式、超级马拉松运动模式、HYROX 运动模式、高尔夫模式	170+项目，支持 E-Bike 骑行运动模式、超级马拉松模式、HYROX 运动模式
户外功能	离线地图、天气提醒	离线地貌图、离线雪场图、气压海拔提醒	高尔夫全彩球道图、离线地貌图、离线雪场图、等高线图、气压海拔提醒、潜水模式&禁飞提醒、休闲水肺潜水模式、潜水闭气训练	离线地貌图、离线雪场图、等高线图、天气气压海拔提醒、-30℃低温模式、潜水模式&禁飞提醒、潜水闭气训练、跳伞模式、翼装飞行模式
生理监测功能	心率血氧监测、体温趋势、压力水平、睡眠监测、身体准备度	心率血氧监测、体温趋势、压力水平、睡眠监测、身体准备度	心率血氧监测、体温趋势、压力水平、睡眠监测、身体准备度、身体电量	心率血氧监测、体温趋势、压力水平、睡眠监测、身体准备度
日用功能	独立音乐储存&播放、蓝牙通话	NFC 公交&门禁卡、独立音乐储存&播放、蓝牙通话	NFC 公交&门禁卡、独立音乐储存&播放、蓝牙通话	NFC 公交&门禁卡、独立音乐储存&播放

来源：公司官网，国金证券研究所（注：Balance 2 提供具有黑色真皮表带的高级版本和运动风格硅胶表带的标准版本）

对比竞品，Amazfit 在健康追踪和运动功能上较为全面，心率监测和定位追踪准确度位于行业第一梯队水平。以 Amazfit 旗舰款户外手表 T-Rex 3 Pro 为例，我们选取了其他主要运动户外手表品牌佳明、高驰、颂拓的旗舰款进行对比。T-Rex 3 Pro 支持高达 180+种运动模式追踪，项目包括支持水肺潜水、HYROX 训练和比赛等，并且也支持跑步动态评估等高阶数据分析。健康监测维度，除了基础的心率、血氧、睡眠、压力等监测，T-Rex 3 Pro 还提供综合的身体电量指标，整体的运动和健康管理功能十分全面。在运动户外人群最关注的心率和定位追踪层面，T-Rex 3 Pro 凭借高配传感器和自研算法，准确度行业领先。根据国内运动户外腕表 KOL 的测评，T-Rex 3 Pro 的心率监测准确度接近专业的博能 H10 心率带水平，定位追踪精细度媲美以 GPS 导航起家的佳明。

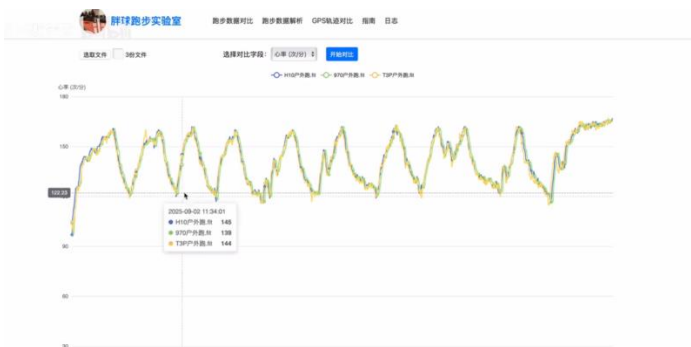
图表21：T-Rex 3 Pro 与竞品相比，提供了更为全面的运动模式支持

旗舰产品	外观	首发售价	表圈和屏幕	健康监测	运动追踪	常规续航
T-Rex 3		299.99 美元/ 欧元	不锈钢表圈，AMOLED 屏幕最高亮度 2000 尼特，康宁大猩猩玻璃镜面，有麦克风无扬声器	身心准备度	170+运动模式，包括骑行、力量训练、滑雪、自由潜、超马、钓鱼、HYROX 模式等，AI 教练 Zepp Coach	27 天



旗舰产品	外观	首发售价	表圈和屏幕	健康监测	运动追踪	常规续航
T-Rex 3 Pro		399.99 美元/ 欧元	钛合金表圈, AMOLED 屏 幕最高亮度 3000 尼特, 蓝宝石镜面, LED 手电 筒, 有麦克风和扬声器	BioCharge 身 体电量	180+运动模式, AI 教练 Zepp Coach, 新增水肺潜水模式, 新增跑步动态评估指标等	25 天
佳明 Fenix8		1099.99 美元 /949.99 欧元 起	钛合金表圈, AMOLED 屏 幕最高亮度 3000 尼特, 蓝宝石镜面, 有麦克风和 扬声器, LED 手电筒	身体电量、热适 应监测	100+运动模式, 支持战术模 式, 支持水肺潜水, Garmin 教练	14 天, 太阳能 版支持太阳能 辅助续航
高驰 VERTIX 2S		699 美元/欧 元	钛合金表圈, 反射式屏 幕, 蓝宝石镜面, 无麦克 风或扬声器	高原反应预警、 热适应分析	43 种运动模式, 无潜水功能, 以攀岩、滑雪、登山、越野 为特色	36 天
颂拓 Vertical		699 美元/499 欧元	钛合金表圈, 反射式屏 幕, 蓝宝石镜面, 无麦克 风或扬声器	热适应监测、体 能年龄评估	95+种运动模式, 无潜水功 能, 无跑步进阶数据, Suunto 高能 (运动程序、训练计来 源: 国金证券研究所划等) 和 Suunto 教练 (体能水平、状 态、疲劳度等)	30 天, 支持太 阳能辅助续航

图表22: T-Rex 3 Pro 心率追踪准确度接近专业心率带



来源: bilibili, 国金证券研究所

图表23: T-Rex 3 Pro 轨迹追踪精度接近佳明



来源: bilibili, 国金证券研究所

定价极具竞争力, 质价比高。行业内, 佳明、高驰、颂拓等主要品牌的户外探险手表价格大多超过 600 美金, 而 T-Rex 系列价位段 200-400 美金, 在保证基础功能性的同时, 在价格层面拉开明显差距。从公司其他几条产品来看, Balance 系列价位段 100-300 美金, 同价位段的小米、华为运动系列, 以及颂拓、高驰的低端线, 在配置和功能上与公司产品有明显差距, 竞品存在续航能力较弱、运动功能局限、生态兼容性差等情况; Bip 和 Active 系列 100 美金以内, 能提供苹果、华为等普通智能手表的日用功能 (例如支付、蓝牙通话、NFC 公交门禁卡等) 和健康监测功能, 还提供丰富的运动户外功能。

图表24: 在日常运动、专业运动、户外探险需求场景下, Amazfit 品牌都提供了极具价格竞争力的选择

需求场景	0-100 美元	100-200 美元	200-300 美元	300-400 美元	400+美元
日常运动	Amazfit Bip 6 Amazfit Active 2	HUAWEI Watch FIT 4 Fitbit Versa 4	Apple Watch SE Fitbit Sense 2	Garmin Venu 3	Apple Watch Series 10



	XIAOMI Redmi Watch 5	Garmin Lily 2		
	Amazfit Balance	Amazfit Balance 2	Galaxy Watch 8	Galaxy Watch 8 Classic
专业运动	XIAOMI Watch S4	HUAWEI Watch GT 5	Garmin Forerunner 265	Garmin Forerunner 570
		Suunto Run	COROS PACE Pro	Garmin Forerunner 970
		COROS PACE 3		Suunto Race 2
		Amazfit T-Rex 3	Amazfit T-Rex 3 Pro	HUAWEI Watch Ultimate
	XIAOMI Watch S4 Sport	HUAWEI Watch 5		Apple Watch Ultra 2
户外探险		COROS NOMAD		Galaxy Watch Ultra
		COROS APEX 2		Garmin Fenix 8
				Suunto Vertical
				COROS VERTIX 2

来源：各公司官网，国金证券研究所

3.2 技术力：核心软硬件自研，自主芯片+算法+操作系统+App 形成完整闭环

公司产品的核心技术均为自研，重点包括可穿戴设备芯片、生物传感器、智能手表操作系统、移动应用程序等。针对智能可穿戴设备，公司专门研发了黄山芯片，具有运行功耗低、计算效率高的特点。过去 7 年，公司对黄山芯片持续迭代优化，2018 年 9 月推出的黄山 1 号是全球首款 AI 驱动的可穿戴设备芯片，采用全球首款基于 RISC-V 开源指令集的可穿戴处理器，具备心脏生物特征引擎、心电图引擎、专业心电图引擎和心律异常监测引擎四个核心 AI 引擎。2020 年 6 月、2021 年 7 月、2024 年 9 月公司迭代推出黄山 2 号、黄山 2S 号、黄山 3 号芯片，计算效率进一步提升，运行功耗进一步下降，目前所有产品线中均已引入最新一代黄山 3 号芯片。

对于智能可穿戴设备另一大重要组件生物传感器，公司也同样采用自研技术。2021 年 10 月公司在产品中引入了自主研发的第三代生物传感器阵列 BioTracker 3，监测血氧水平、心率、压力水平和睡眠质量，2022 年 9 月公司推出 BioTracker 4，能够收集更多数据且更加精准，结合升级后的心率追踪算法，几乎达到了心率带的追踪水平。2023 年 9 月公司推出 BioTracker 5，借助深度学习和大量数据，进一步达到世界领先的心率追踪算法精度。

图表25：公司持续迭代自研芯片和自研生物传感器阵列

技术大类	具体技术/产品型号	发布/量产时间	核心技术特点与优势	应用产品
黄山人工智能驱动智能芯片组	黄山 1 号	发布：2018 年 9 月 应用：2019 年 8 月	全球首款 AI 驱动可穿戴芯片，含 4 个核心 AI 引擎（心脏生物特征、心电图、专业心电图、心律异常监测），支持实时运动追踪、生物特征识别、实时预警，可通过云端 AI 学习心率模式，低功耗、高性能	Amazfit 品牌健康类产品
	黄山 2 号	发布：2020 年 6 月	新增独立神经网络引擎，计算效率提升 38%，软件算法运行速度比 MCU 其他核心标准算法快 26 倍，功耗较黄山一号显著降低	-
	黄山 2S 号	发布：2021 年 7 月 量产：2021 年 3 月	运行功耗降低 56%，休眠功耗降低 93%，图形性能提高 67%	Amazfit 手表关键智能可穿戴芯片之一
	黄山 2/2S 技术转让	转让：2023 年 9 月	将黄山 2/2S 相关技术转让给关联企业江苏亿通，用于进一步开发下一代黄山芯片	-
	黄山 3 号	应用：2024 年 9 月	由关联企业江苏亿通开发，具备更高效芯片功能	所有产品线
BioTracker™ 传感器阵列	BioTracker™ 3	应用：2021 年 10 月	自主专有生物传感器阵列，支持血氧、心率、压力、睡眠质量监测，提供增强型健康与运动体验	Amazfit GTS 3、Amazfit GTR 3、Amazfit GTR 3 Pro
	BioTracker™ 4	应用：2022 年 9 月	数据收集量较上一代多 33%，精度更高，结合 GT 4 系列升级心率追踪算法，可从运动噪声干扰信号中高效区分心率信号，接近心率带追踪水平	Amazfit GTS 4、Amazfit GTR 4
	BioTracker™ 5	应用：2023 年 9 月	借助深度学习与百万分钟数据，实现全球领先心	Amazfit Balance、Amazfit



率追踪算法精度

T-Rex 3

来源：公司公告，国金证券研究所

自研操作系统 Zepp 以轻量化为特点，为长续航提供支撑。2021 年 7 月公司发布全新 Zepp OS，这是一款行业少有的专门针对智能手表研发的操作系统，具有轻量、流畅、实用三大特性，Zepp OS 系统占用空间仅 55MB，相比上一代 Amazfit OS，运行功耗降低 65%，续航时间提升 190%，手表界面中动画流畅度超过 60FPS，并且打造了 Zeus 手表小程序框架。2023 年 9 月 1 日，公司在 Amazfit Balance 上推出基于人工智能、聚焦健康的 Zepp OS 3。2024-2025Q1，公司推出 Zepp OS 3.5、Zepp OS 4、Zepp OS 5，增加 Zepp Flow 智能对话引擎，结合大语言模型，支持用户通过语音指令管理设备设置、从应用程序回复消息以及发起蓝牙电话呼叫等，提升用户交互体验。

自研 App Zepp 功能全面。Amazfit 品牌官方应用程序 Zepp，专为 Amazfit 品牌的智能设备用户服务，提供全天候的健康数据，以及对于运动表现和专业训练的跟踪与分析，还能够为用户提供有关活动、睡眠、心率、压力、身体准备状态和食物营养等方面的建议，根据身体状况进行运动规划等。

图表26：公司自研操作系统 Zepp OS 保持每年迭代

具体内容	发布时间	核心技术特点与优势
Zepp OS	2021 年 7 月	智能手表操作系统，同时是开放平台的核心； 三大关键特点：轻量、流畅、实用； 开放 Mini Program 框架，支持开发者创建新应用
Zepp OS 3	2023 年 9 月 1 日	基于人工智能、聚焦健康的可穿戴设备操作系统； 新增健康类应用：“Ready 状态监测”“服药提醒”； 支持功能 Zepp Pay
Zepp OS 3.5	2024 年 2 月 26 日	应用前沿大语言模型； 核心新增功能：生成式 AI 服务 Zepp Flow™，用户语音交互，体验升级
Zepp OS 4	2024 年 Q2	整合 OpenAI 的 GPT-4，让 Amazfit 智能手表成为更高效的健康伴侣
Zepp OS 5	2025 年 H1	增强了智能手表上 Zepp Flow™语音命令的响应能力，实现了 17 倍的速度提升； 与 Strava 和 Training Peaks 等领先的健身平台深度集成

来源：公司公告，国金证券研究所

图表27：Zepp App 提供专业的个人数字化健康管理平台和健康管理解决方案



来源：App store，国金证券研究所

3.3 营销力：精准营销，合作世界顶级运动员和赛事，打造专业标签

聚焦专业性和可信度，与世界顶级运动员合作，树立严肃运动科技品牌心智。2023 年以来，公司已经累计与 10 多名世界顶级的运动员合作，以提升品牌在专业运动领域的公信力和技术形象。这些运动员包括来自波兰的马拉松冠军 Edyta Lewandowska、来自德国的



马拉松冠军 Hendrik Pfeiffer、来自肯尼亚的男子马拉松世界纪录保持者 Kelvin Kiptum†、来自美国的 Hyrox 世界冠军 Meg Jacoby 和 Hunter McIntyre 等，他们在比赛中使用公司的产品，来向消费者证明其产品足以满足最苛刻的运动员需求。公司与顶级运动员的合作还包括进行共同创新和产品优化，利用顶尖运动员的反馈来改进产品。这些合作不仅覆盖马拉松、越野跑等传统运动户外项目，同时还积极拓展至了 HYROX、铁人三项等新兴的、高关注度的运动领域，来触达更广泛的运动爱好者。

图表28: Amazfit 运动员团队不断扩充

运动员姓名	国籍	头衔/成就	合作宣布时间	合作主要内容
Dean Karnazes	美国	超级马拉松传奇人物、 《时代》杂志的 100 位 最具影响力人物之一	2023 年 5 月	为 Amazfit Cheetah Pro 的发布站台，强调其轻量、精准 GPS 和运动功能
Edyta Lewandowska	波兰	马拉松、超马拉松和山地跑的著名冠军	2023 年 8 月	作为品牌大使参加 UTMB 2023（环勃朗峰超级越野赛），推广 Amazfit Cheetah Pro
Hendrik Pfeiffer	德国	德国马拉松冠军	2023 年 9 月	在柏林马拉松和纽约市马拉松比赛中佩戴 Amazfit Cheetah Pro 跑步手表
Kelvin Kiptum†	肯尼亚	男子马拉松世界纪录保持者	2024 年 2 月	在鹿特丹和巴黎的马拉松比赛中，利用 Amazfit Cheetah Pro 来管理训练和比赛表现，并利用 Amazfit Helio Ring 来优化恢复，但 2024 年 2 月 11 日在一场车祸中不幸去世，公司通过 Amazfit 品牌向 Kelvin Kiptum 基金会捐赠 10 万美元，以及新推出的 Amazfit Cheetah Pro Kelvin Kiptum 纪念版智能手表的利润
Morgan Pearson	美国	2020 年奥运会铁人三项银牌得主	2024 年 6 月	加入 Amazfit 运动员阵容，为产品提供专业见解和测试
Yemaneberhan Crippa	意大利	1 万米长跑欧洲冠军	2024 年 6 月	加入 Amazfit 运动员阵容，为产品提供专业见解和测试
Meg Jacoby（女）	美国	Hyrox 世界冠军	2024 年 9 月	通过 Amazfit Cheetah Pro 智能手表来提高训练和表现
Hunter McIntyre	美国	Hyrox 世界冠军	2024 年 9 月	将 Amazfit T-Rex 系列用于比赛
Gabby Thomas（女）	美国	2024 年奥运会 200 米、 4x100 米和 4x400 米金牌得主	2025 年 2 月	在训练和比赛中在赛道上佩戴 Amazfit 智能手表，并在赛道外监测睡眠和恢复；通过 Zepp App 的食物日志进行营养跟踪
Jasmine Paolini（女）	意大利	WTA 史上排名最高的意大利单打运动员	2025 年 2 月	在球场上佩戴 Amazfit 智能手表，以及通过 Helio Ring 等设备跟踪睡眠和运动恢复；此次合作拓展至网球领域，强调产品在球类运动和多场景健康管理中的使用
Derrick Henry	美国	NFL 年度最佳进攻球员	2025 年 7 月	在为第 10 个 NFL 赛季做准备时，利用 Amazfit T-Rex 3 用于训练、恢复和睡眠，并使用全新的 BioCharge 功能来衡量全天身体能量的变化；此次合作拓展至美式橄榄球领域，强调其在训练中的心率、负荷和恢复监测功能
Ruth Croft（女）	新西兰	2024 年 UTMB Mont-Blanc 首次亮相 中获得第二名	2025 年 8 月	将 Amazfit T-Rex 3 与轻巧、高弹性的 Helio Strap 用于训练和比赛准备中
Rosa Lara Felio（女）	西班牙	精英越野跑运动员	2025 年 8 月	将 Amazfit T-Rex 3 与轻巧、高弹性的 Helio Strap 用于训练和比赛准备中

来源：公司官网，国金证券研究所

2024 年 8 月，公司 Amazfit 品牌被评为全球新兴热门赛事 HYROX 的官方可穿戴设备合作伙伴和计时方，这项合作将持续到 2026 年。HYROX 由 Christian Toetzke 和三届奥运奖牌得主 Moritz Furste 于 2017 年在德国创立，目标是创造一个人人皆可参与且能完赛的赛事。这项比赛融合了长跑和 8 个健身动作，由 1 公里跑步和 8 个力量项目交替组成，包括滑雪机、推雪橇车、拉雪橇车、波比跳远、划船机、农夫行走、负重箭步蹲以及投掷药



球等，赛事按难度分大众组和精英组，并设个人赛、双人赛及四人接力赛，以包容性吸引不同水平的运动爱好者。HYROX 运动热潮在全球快速蔓延，自 2017 年首场赛事以来，HYROX 已经在近 30 个国家和地区成功举办上百场赛事，吸引了大量健身爱好者，2024 年全年，HYROX 比赛超过 20 万人参与，2025 年参赛者有望超过 55 万人。目前 Amazfit 所有智能手表中均内置了官方的 HYROX 专属运动模式，能够精准追踪记录比赛中的 8 公里跑步和 8 个功能性训练站点的数据，是首个支持 HYROX 比赛模式的智能手表品牌。

图表29: Amazfit 成为 HYROX 全球官方可穿戴合作伙伴

图表30: Amazfit 手表内置官方 HYROX 模式



来源：公司官网，国金证券研究所

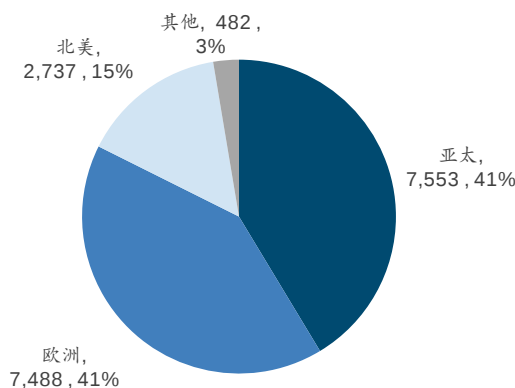
来源：公司官网，国金证券研究所

3.4 渠道力：海外销售为主，线上运营经验丰富，线下覆盖数十个主流渠道

线上、线下渠道齐发力，已经入驻数十个欧美主流线下零售商。2023 年以来公司自主拓展了多个自主品牌 Amazfit 和 Zepp 的海外销售渠道，包括与线下大型经销商合作，在其零售门店设立购买点，以及在电商平台运营店铺，并直接向部分电商平台供货，以分销至终端用户。目前，公司已经入驻了众多线下主流的综合或消费电子垂类零售渠道，包括美国沃尔玛、Target、Best Buy、BrandsMart、Micro Center，欧洲 ALDI、Alcampo、Argos、Boulangier、El Corte Inglés、Euronics、Expert、Fnac、MediaMarkt、Saturn、Orange、RTV EURO AGD、Unieuro、Worten，日本 BicCamera、泰国 Power Buy、印度 Reliance Digital 等，并且在亚马逊、Lazada（东南亚）、Shopee（东南亚）、Tokopedia（印尼）、Mercado Libre（拉美）等电商平台均有销售。

图表31: 公司已与全球多个线上线下载体合作

图表32: 2024 年公司在欧洲和北美的收入占比 56%



来源：公司官网，国金证券研究所

来源：公司财报，国金证券研究所（单位：万美元）；注：2024 年美国收入 2719 万美元



四、公司看点：产品矩阵扩容+区域渗透提升

4.1 核心系列持续迭代，产品矩阵仍有扩张空间

公司核心产品线保持每年迭代，在软硬件上进行升级，同时价格上进行向上扩充。以定位户外探险的 T-Rex 系列为例，2020 年第一代产品以来，公司坚持每年迭代新版本，迭代频次同业领先。产品主要升级点包括：硬件端：1) 屏幕材质和屏幕最高亮度升级，更加适应于户外环境，例如 2025 年 9 月推出的 T-Rex 3 Pro 采用 AMOLED 屏幕和蓝宝石玻璃镜面，最高亮度达到 3000 尼特，达到行业最高配置；2) 定位导航升级，从 2023 年 3 月的 T-Rex Ultra 开始采用双频六星定位导航，也是行业最高配置；3) PPG 传感器升级，心率等监测更加精准；4) 2025 年 9 月推出的 T-Rex 3 Pro 新增了 LED 双色手电筒，这是少数品牌高端机型才会配备的功能。软件端：1) 增加运动追踪所支持的运动项目种类，2023 年 3 月推出的 T-Rex Ultra 首次内置了自由潜水、跳伞等运动，2024 年 9 月推出的 T-Rex 3 是业内首个支持 HYROX 比赛模式的智能可穿戴设备，2025 年 9 月推出的 T-Rex 3 Pro 新增了休闲水肺潜水运动；2) 导航功能升级，2025 年 9 月推出的 T-Rex 3 Pro 优化了等高线地图，新增支持自由创建路线导航和景点、餐厅等兴趣点搜索，并首次支持腕上离线地图独立路径规划；3) 运动健康分析功能升级，2025 年 9 月推出的 T-Rex 3 Pro 新增了 BioCharge 功能，这是对此前身心准备度功能的进一步优化，通过 24 小时实时变化的身体电量水平来更直观地反映身体在休息和运动之后的能量水平。2022 年以来公司加大在 200 美元以上价格带的布局，新款 Balance 系列、T-Rex 系列、Cheetah 系列发售价保持在 200 美元以上，品牌势能上行。

图表33：以 Amazfit T-Rex 系列看公司产品迭代思路

	T-Rex 2020. 1	T-Rex Pro 2021. 3	T-Rex 2 2022. 5	T-Rex Ultra 2023. 3	T-Rex 3 2024. 9	T-Rex 3 Pro 2025. 9
						
硬件	12项军规认证：耐热、耐寒、湿热、盐雾等；50米防水	15项军规认证：增加积雪冻雨、霉菌、酸性大气；10ATM防水	15项军规认证：外圈采用金属喷涂工艺；10ATM防水	15项军规认证；316L不锈钢打造；1000尼特AMOLED显示屏	2000尼特AMOLED显示屏，屏幕大小提升16%；不锈钢边框	3000尼特AMOLED显示屏，新钛合金材质，防刮蓝宝石玻璃
运动追踪	14种运动模式	100+运动模式，自动识别识别8种运动模式	150+运动模式，自动识别数十种力量训练动作	160+运动模式，包括自由潜、极限跳伞等	170+运动模式，新增超级马拉松、Hyrox比赛模式和新的力量训练模式	180+运动模式，新增Hyrox训练模式、水肺潜水模式
GPS导航	双星定位系统	四星三模定位系统	双频五卫星导航系统；增加路线导入和实时导航功能	双频六卫星导航系统；加入等高线图；支持导入离线地图	双频六卫星导航系统；离线地图、等高线图，并附带导航路线指引	双频六卫星导航系统；更清晰的等高线图，增加景点/餐厅等信息，支持自由创建路线导航
健康监测	BioTracker™ PPG传感器，全天候心率监测	BioTracker™ 2 PPG传感器，支持心率、血氧、睡眠监测	BioTracker™ 3 PPG传感器，一键测试四个健康指标	BioTracker™ 4 PPG传感器，跟踪睡眠心率变异性	BioTracker™ 5 PPG传感器，身体状态分数评估	BioTracker™ 6 PPG传感器，BioCharge功能全天监测身体能量水平
续航	20天	18天	24天	20天	27天	25天（48mm）
其他	-	支持NFC；PAI健康评估系统	PeakBeats™运动状态算法；AI运动教练 Zepp Coach	Zepp Flow功能：借助Open AI语音转文本技术，通过语音设置提醒、回复消息、查询天气等	Zepp Pay非接触支付；升级隐私保护技术；AI训练计划	新增44mm小尺寸表盘；新增LED双色手电筒；内置扬声器和麦克风
首发价格	139.99\$	179.99\$	229.99\$	399.99\$	279.99\$	399.9\$

来源：公司官网，国金证券研究所

图表34：Amazfit 品牌主要产品线迭代周期约 1 年

场景定位	日常运动		专业运动	户外运动		其它
产品线	Bip 系列	Active 系列	GTR/GTS/Balance 系列	Cheetah 系列	T-Rex 系列	Falcon 系列
2019	Bip Lite		GTR 1			
2020	1 月				T-Rex (140\$)	
	9 月		GTR 2/GTS2			



场景定位	日常运动		专业运动		户外运动		其它
产品线	Bip 系列	Active 系列	GTR/GTS/Balance 系列	Cheetah 系列	T-Rex 系列	Falcon 系列	
2021	10 月	Bip U					
	12 月	Bip U Pro					
2022	3 月				T-Rex Pro(180\$)		
	10 月		GTR 3/GTS 3 (180\$) GTR 3 Pro (230\$)				
2023	5 月				T-Rex 2 (230\$)		
	10 月		GTR 4/GTS 4 (200\$)			Falcon (500\$)	
2024	3 月		GTR Mini (120\$)		T-Rex Ultra (400\$)		
	6 月			Cheetah (230\$) Cheetah Pro (300\$)			
2025	8 月	Bip 5 (90\$)					
	9 月		Balance (230\$)				
2026	10 月		Active (150\$) Active Edge (140\$)				
	5 月	Bip 5 Unity (70\$)					Helio Ring (150\$)
2027	9 月				T-Rex 3 (280\$)		
	1 月		Active 2 (100\$/130\$)				
2028	3 月	Bip 6 (80\$)					
	6 月		Active 2 Square (150\$)	Balance 2 (300\$)			Helio Strap (100\$)
	9 月				T-Rex 3 Pro (400\$)		

来源：公司官网，国金证券研究所；括号内为北美发售价，单位为美元

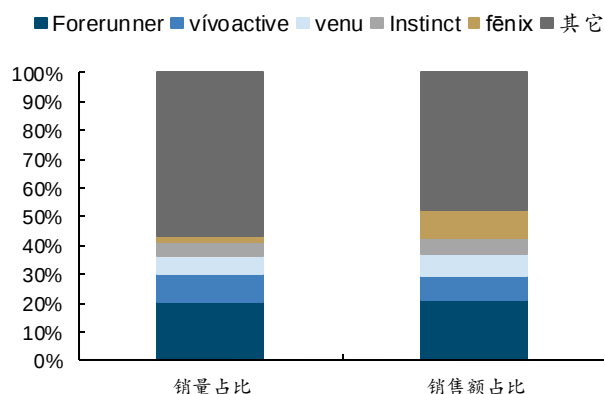
手表矩阵仍有扩张空间，女性友好、专业跑表等垂类需求仍未充分满足。目前 Amazfit 产品初步覆盖了大众到高端的运动户外手表需求，不过在一些女性友好、专业跑步、专业潜水、专业高尔夫等垂直细分领域仍有拓展空间。通过分析佳明的产品线我们发现，佳明品牌销量最佳几大系列中，Forerunner 系列定位于专业跑步人士，并且对 Forerunner 系列产品进一步做了从大众到高端的细分，在硬件配置、支持运动项目数、数据分析精度等方面有所区隔。Fenix 系列和 Instinct 系列均适用于户外探险，不过 Fenix 的硬件配置更高、运动功能更加全面。另外，佳明 VENU 和 vivoactive 系列分别定位于都市时尚和女性友好，在手表的外观设计上更加时尚、轻巧，小表盘设计也更加适合女性佩戴。

图表35：佳明销量最佳的五大系列挖掘不同细分需求



来源：佳明官网，国金证券研究所

图表36：佳明最畅销的五大系列销售额占比约一半



来源：sorftime，国金证券研究所；注：亚马逊美国站电商数据，统计于 2025 年 9 月 9 日，2025 年 9 月整月占比为第三方平台 sorftime 估计

品类拓展贡献新增量，新品无屏手环表现亮眼。除了智能手表，公司也在不断研发和推出其他智能可穿戴设备品类，包括智能耳机、智能助听器、智能戒指、智能运动腕带等。2025 年 6 月，公司推出智能运动腕带 Helio Strap，主要为专业运动员或者关注自身健康数据和睡眠质量的用户设计，它没有屏幕，具备较高的佩戴舒适度和无干扰性，能够实现 24 小时连续的高精度的心率监测，跟踪涵盖跑步、步行、骑行及力量训练、高强度间歇训练、



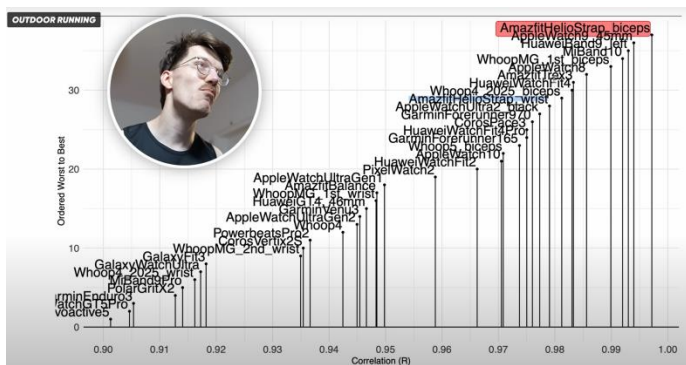
瑜伽等室内健身项目在内的 27 种运动模式，并提供运动、睡眠和恢复数据。与市场上主要的竞争对手相比，Helio Strap 在心率监测等方面能够达到第一梯队水平，在使用过程中无需额外的订阅费用，具备高性价比。Helio Strap 产品一经推出就受到了 KOL 和消费者的好评，并快速冲进亚马逊运动健身追踪器品类 Bestseller 榜单，9 月在美国区排名第六，无屏手环品类排名第二。

图表37：公司持续推出智能耳机、智能助听器、智能戒指、智能运动腕带等非手表品类

推出年份	产品类别	产品名称	主要功能特点
2020	智能听觉设备	Amazfit PowerBuds	专为运动/户外场景设计，提供心率监测功能，支持与 Zepp 应用数据互联
		Amazfit ZenBuds	融入健康监测功能的智能听觉设备
	智能健康设备	Amazfit 智能体脂秤	精准测量 16 项关键体质指标，支持多家庭成员账号自动识别
2021	智能听觉设备	Amazfit PowerBuds Pro	真无线立体声升级版，具备多场景主动降噪功能，新增颈椎与听力保护健康监测
2022	智能助听器	Zepp Clarity One	旗舰级可调节隐形助听设备，由听力学专家支持确保最佳用户体验
2023	智能助听器	Zepp Clarity Omni	耳挂式机型，支持六种可编程设置
		Zepp Clarity Pixie	采用钛合金外壳与医用级硅胶耳帽的超耐久隐形助听器
2024	智能耳机	Amazfit UP OWS	开放式立体声耳塞，专为户外安全设计，在欣赏音乐时可清晰感知环境声
	智能戒指	Amazfit Helio Ring	行业内重量较轻的智能戒指之一，防水等级 10ATM；可与其他 Amazfit 设备搭配或独立使用，含睡眠监测、运动员训练及运动表现提升定制功能
2025	智能运动腕带	Amazfit Helio Strap	无屏幕设计，无需订阅；续航 10 天，24 小时高精度心率监测，27 种运动模式，含力量训练与 HYROX 专项模式；支持 BioCharge™ 能量评分，可与 Amazfit 智能手表、Zepp 应用无缝配对
			持续更新

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

图表38：Helio Strap 心率监测准确度靠前



来源：公司官网，Youtube，国金证券研究所

图表39：Helio Strap 竞品对比

	Amazfit Helio Strap	Whoop 5.0/MG
外观		
收费	99美元一次性购买，无订阅费	硬件免费+软件会员订阅：会员订阅现有三种定价方案，WHOOP One199美元/年，Peak239美元/年，Life359美元/年，最高级会员提供医疗级的Whoop MG手环
核心功能	✓ 心率、血氧、睡眠、压力、呼吸频率等监测，运动追踪（包括独特的HYROX模式） ✓ 提供BioCharge评分，通过整合睡眠、小憩、运动和压力的数据，实时分析能量水平	✓ One：基础健身追踪功能，如睡眠、步数统计、心率区间 ✓ Peak：在One的基础上增加实时压力监测、Healthspan指标和身体年龄指标，评估用户健康状况 ✓ Life：仅限Whoop MG用户，提供每日血压洞察、心电图读数和 irregular 心率通知
续航	10天	14天

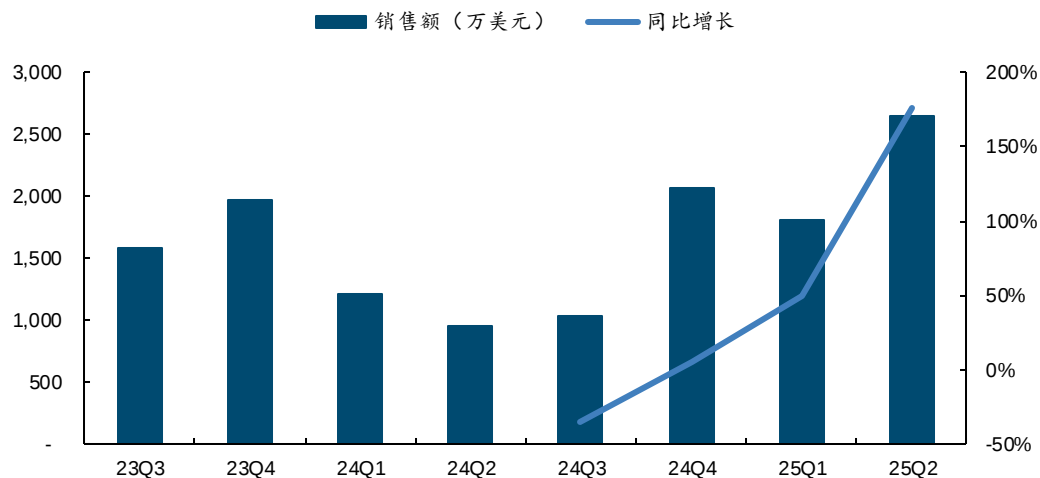
来源：公司官网，Whoop 品牌官网，国金证券研究所

4.2 欧美地区渗透仍有潜力

公司重点发力欧美市场，根据我们对 Amazfit 品牌在亚马逊平台上的销售表现跟踪，2025 年以来，Amazfit 品牌在美国、意大利、西班牙、德国、英国、日本、法国 7 个重点国家销售显著放量，增速上行，2024Q3~2025Q2 合计销售额分别同比-35%、+5%、+50%、+176%。结合市占率来看，以亚马逊 Prime Day 年中促销所在月份 7 月为例，2025 年 7 月 Amazfit 品牌在西班牙、意大利的智能手表品类中排名前二，销售额份额接近 20%，仍然有同比超过 150% 的高增速，在美国、德国、法国、英国、日本，2025 年 7 月 Amazfit 品牌销售额市占率分别为 3.5%、4.5%、8.6%、2.7%、3.5%，强劲的品牌势能下，Amazfit 在重点市场的渗透率有望继续提升。



图表40: 2025 年以来 Amazfit 在亚马逊 7 个主要国家的销售额加速增长



来源: sorftime, 国金证券研究所

图表41: 2025 年 7 月亚马逊智能手表品类中, Amazfit 品牌在美国、德国、英国、日本站的市占率尚不超过 5%

排名	美国		西班牙		意大利		德国		法国		英国		日本	
	品牌	份额	品牌	份额	品牌	份额	品牌	份额	品牌	份额	品牌	份额	品牌	份额
1	Apple	39.2%	Amazfit	20.5%	Apple	47.7%	Apple	55.0%	Garmin	29.5%	Garmin	39.0%	Apple	42.8%
2	Garmin	24.5%	Apple	15.0%	Amazfit	15.9%	Garmin	11.5%	Apple	20.4%	Apple	11.5%	HUAWEI	9.3%
3	Samsung	13.9%	HUAWEI	12.8%	Samsung	9.1%	Samsung	8.0%	Amazfit	8.6%	Fitbit	8.2%	Garmin	8.8%
4	Fitbit	8.4%	Xiaomi	11.0%	HUAWEI	6.2%	HUAWEI	6.0%	Xiaomi	7.5%	Samsung	8.0%	Xiaomi	8.5%
5	Amazfit	3.5%	Garmin	8.6%	Xiaomi	5.8%	Amazfit	4.5%	SAMSUNG	6.7%	HUAWEI	3.3%	Google	6.1%
6	Google	2.7%	Samsung	5.9%	Garmin	3.0%	Xiaomi	2.6%	HUAWEI	6.5%	Amazfit	2.7%	Amazfit	3.5%

来源: sorftime, 国金证券研究所

五、盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

收入端:

公司主营业务收入主要为自有品牌 Amazfit 产品销售收入。今年以来, Amazfit Bip 6、T-Rex 3 产品持续放量, 6 月新品 Balance 2 和 Helio Strap 上线后销售表现较好, 9 月公司推出新品 T-Rex 3 Pro, 有望推动量价齐涨。此外, 下半年适逢海外黑色星期五、圣诞节促销季, 有望助推公司销量增长。往后看, 产品迭代和产品矩阵扩张、销售区域扩张有望推动公司收入进一步增长。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 2.58 亿美元、3.52 亿美元和 4.56 亿美元, 同比增长 41.4%、36.4%和 29.5%, 全部来自自主品牌。其中, 销量增长是主要的驱动力, 我们预计 2025-2027 年自主品牌产品出货量分别约为 320 万台、400 万台和 480 万台, 平均出货价格分别为 81 美元、88 美元和 95 美元。

图表42: 公司收入和毛利拆分

单位: 百万美元/百万台	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	986.0	980.8	613.6	352.9	182.6	258.1	352.0	456.0
yoy	18.1%	-0.5%	-33.7%	-39.8%	-48.3%	41.4%	36.4%	29.5%
自主品牌收入	305.8	456.5	362.0	260.8	171.6	258.1	352.0	456.0
yoy	32%	49%	-16%	-24%	-34%	50%	36%	30%
自主品牌出货量	4.7	7.6	6.3	4.2	2.4	3.2	4.0	4.8



单位：百万美元/百万台	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
yoy	21%	62%	-17%	-33%	-43%	33%	25%	20%
自主品牌 ASP	65	60	57	62	72	81	88	95
yoy	9%	-8%	-4%	8%	15%	13%	9%	8%
毛利	204	205	119	92	70	97	153	218
毛利率	20.7%	20.9%	19.4%	26.2%	38.5%	37.4%	43.4%	47.7%
小米业务收入	680.2	524.3	251.6	92.1	11.0	-	-	-
yoy	13%	-23%	-49%	-64%	-88%	-	-	-

来源：公司公告，国金证券研究所预测

毛利端：

随着销量的增加，成本端规模效应有望显现，此外，公司持续加强中高端产品线布局，有望带动整体毛利率上涨。我们预计公司 2025-2027 年毛利率分别为 37.4%、43.4%、47.7%。

费用端：

我们预计 2025-2027 年研发费用分别为 4553 万美元、5000 万美元、5800 万美元，管理费用分别为 2090 万美元、2300 万美元、2700 万美元，随着人员投入和薪资上涨逐年增长，销售费用预计 2025-2027 年分别为 5369 万美元、5900 万美元、7000 万美元，随着销量增长对应销售费用预计有所增长。

综上，我们预计公司 2025-2027 年收入 2.58 亿美元、3.52 亿美元、4.56 亿美元，归母净利润-2419 万美元、1596 万美元、4962 万美元。

5.2 投资建议

选取全球头部运动户外手表厂商佳明，以及海外销售为主的中国消费电子企业思摩尔国际、影石创新作为可比公司，可比公司对应 2025-2027 年平均 PE 为 72 倍、49 倍和 35 倍。公司现价对应 2026-2027 年 PE 分别为 46 倍和 15 倍。考虑到公司较好的成长性，我们给予相较于可比公司平均 PE 10% 的溢价，目标估值 2026 年 53 倍 PE，目标价 59.29 美元，对应 2027 年 17 倍 PE。首次覆盖给予“买入”评级。

图表43：可比公司估值比较（市盈率法）（更新于 2025 年 9 月 22 日盘后）

代码	名称	总市值 (百万)	归母净利润（百万美元/百万元）				PE		
			2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
GRMN. N	佳明	45,259	1,411	1,553	1,653	1,764	29	27	26
6969. HK	思摩尔国际	111,712	1,303	1,233	2,214	3,454	83	46	30
688775. SH	影石创新	123,067	995	1,184	1,687	2,375	104	73	52
平均值							72	49	35
Zepp. N	华米科技	737	-76	-24	16	50	/	46	15

来源：Bloomberg, iFind, 国金证券研究所；佳明、华米科技的总市值为百万美元、总收入为百万美元，思摩尔国际总市值为百万港元，其余均为百万元；佳明的盈利预测来自彭博一致预期，影石创新的盈利预测来自 iFind 一致预期，思摩尔国际为国金预测。

六、风险提示

1) **市场竞争加剧**：智能可穿戴设备市场竞争极为激烈，苹果、三星、华为等科技巨头在品牌影响力、销售渠道和生态系统上具备优势，如果这些巨头在运动户外领域加大投入，可能导致公司市场份额难以按照预期提升，影响营收与利润增长。

2) **新品销售不及预期**：公司持续投入研发以推出新品，但新品研发存在不确定性，可能面临技术难题、研发周期延长等问题。同时，新品推向市场后，消费者接受度与市场反响也难以预测。若新品销量未达预期，不仅前期研发投入无法收回，还可能积压库存，对公司现金流与财务状况造成负面影响。



3) 费用投入超预期: 随着公司销售规模的增长, 中后台研发和管理人员或将增加, 销售费用相应或将增多, 如果费用控制不得当, 可能影响利润释放。

4) 关税政策波动: 公司主要生产地在中国和越南, 主要销售地在欧洲、美国等海外地区。国际贸易政策变化, 如美国对全球加征关税等, 可能提高产品成本, 压缩利润空间, 甚至影响产品进出口, 进而影响公司全球业务布局与经营业绩。为应对美国对华关税政策变化, 公司今年已经将销往美国的产能从中国转移至越南, 目前风险相对可控。


附录：报表预测摘要

利润表						单位：美元(百万)
项目/报告期	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	595	352	183	258	352	456
营业成本	480	259	112	162	199	238
毛利	115	93	70	97	153	218
其他收入	0	0	0	0	0	0
销售费用	66	44	46	54	59	70
管理费用	34	27	25	21	23	27
研发费用	74	51	46	46	50	58
营业利润	-59	-29	-47	-24	21	63
利息收入	2	3	4	4	4	4
利息支出	8	7	6	5	5	5
权益性投资损益	3	1	-4	0	0	0
其他非经营性损益	12	-1	-9	0	0	0
其他损益	0	0	0	0	0	0
除税前利润	-51	-32	-62	-24	20	62
所得税	-9	-2	14	0	4	12
净利润（含少数股东损益）	-41	-30	-76	-24	16	50
少数股东损益	-0	-0	-0	0	0	0
净利润	-41	-30	-76	-24	16	50
优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	-41	-30	-76	-24	16	50

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究