

小米集团 (1810 HK, 买入, 目标价: HK\$47.00)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$47.00 当前股价: HK\$28.72

股价上行/下行空间	+64%
52 周最高/最低价 (HK\$)	61.45/27.50
市值 (US\$mn)	94,960
当前发行数量(百万股)	25,914
三个月平均日交易额 (US\$mn)	691
流通盘占比 (%)	80
主要股东 (%)	
雷军	23
林斌	9
贝莱德集团	4

按 2026 年 6 月 1 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\$)	47.00	45.10	4%
2026E EPS (RMB)	1.35	1.31	3%
2027E EPS (RMB)	2.29	2.19	4%
2028E EPS (RMB)	3.17	2.96	7%

股价表现



资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (RMBmn)	484,467 (+3%)	564,101 (+8%)
EPS (RMB)	1.20 (+12%)	1.57 (+46%)

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

周姜宇

香港证监会中央编号: BSM043

1Q26 业绩强劲超预期, 专注高端化策略及海外市场以缓冲内存成本上升压力; 重申“买入”评级

- 1Q26 调整后稀释每股收益 0.23 元, 较市场一致预期/我们的预测高 7%/18%, 主要得益于手机与 AIoT 业务利润率的韧性表现, 抵消了内存成本上涨压力。
- 小米将持续投入 miclaw 与 AI 投资 (2026 年相关支出预计超 160 亿元)。
- 重申“买入”评级, 并将目标价上调至 47.00 港元。

此港股通报告之英文版本于 2026 年 6 月 1 日下午 5 时 55 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的王一鸣 (证券分析师登记编号: S1680521050001) 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。

1Q26 利润率展现韧性, 业绩超预期。小米 1Q26 录得调整后稀释每股收益 0.23 元, 分别超出彭博一致预期及我们的预测 7%和 18%, 主要得益于: 1) 收入达到 991 亿元 (环比-15%, 同比-11%), 较我们的预期高 5%, 主要由产品结构优化背景下智能手机均价超预期上涨驱动; 2) 毛利率环比提升 1.2 个百分点至 22.0%, 较我们的预测及一致预期高 0.5-1.5 个百分点; 3) 调整后净利率为 6.1% (环比+0.7 个百分点), 较我们的预测及一致预期高 0.2-0.6 个百分点。

智能手机与 AIoT 业务利润率强劲, 有望缓冲内存成本上涨压力。管理层预计内存成本上升周期将延续至 2027-2028 年, 但预测从 3Q26 起涨价幅度将趋于缓和。面对不断攀升的内存成本, 小米在 1Q26 主动减少了低端机型的出货量, 导致智能手机出货量环比下降 10%, 但平均售价创历史新高 (环比+11%, 较我们的预期高 5%), 且毛利率展现出韧性, 达到 10.1% (环比+1.8 个百分点, 较我们的预测及一致预期高 1-3 个百分点)。在有利的产品结构切换背景下, 小米致力于通过推出高端 AI 手机以维持利润率, 而非仅通过被动提价来实现完全的成本传导, 从而平衡其市场份额与盈利能力。小米强调, AIoT 业务将成为未来 2-3 年应对智能手机业务波动的重要利润缓冲。管理层预计国内市场将继续推进产品高端化策略, 并预测海外市场规模有 3-4 倍的提升空间, 可推动公司未来持续增长。

持续投资 AI 以加固业务生态护城河。小米重申加大投资 AI 以实现长期增长的承诺, 并指引 2026 年 AI 相关支出将超过 160 亿元人民币。其 MiMo 已实现初步商业化, 而“龙虾”智能体 miclaw 正扩展至多设备领域, 有望集成操作系统智能体。展望未来, 小米将按自身节奏迭代大语言模型, 优先赋能其硬件生态, 并推进跨设备 AI 能力。电车业务方面, 管理层对全年 55 万辆的交付目标 (不变) 持积极态度, 并预计随着 YU7 GT 及即将推出的 SUV 车型的上市, 利润率将得到恢复。

重申“买入”评级, 并将目标价微调至 47.00 港元。考虑到公司主动优化产品结构并拓展高利润的海外市场, 其智能手机与 AIoT 业务利润率在当前内存成本上涨周期中的表现超出预期, 我们将小米 2026-2028 年调整后稀释每股收益预测上调 3%-7%。我们新的目标价 47.00 港元基于 18 倍 2027 年预期 P/E, 隐含小米核心业务 13.5 倍 2027 年预期 P/E 以及其电车业务 1.0 倍 2027 年预期 P/S, 与同业公司估值倍数一致。**风险提示:** 行业周期风险、竞争加剧、技术路线迭代、供应链不确定性、产品变现不确定性。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	365,906	457,287	498,319	612,017	710,030
每股收益 (RMB)	1.09	1.47	1.35	2.29	3.17
市盈率 (x)	15.4	28.9	18.7	11.0	7.9
市净率 (x)	2.2	4.1	2.2	1.8	1.4
股本回报率 (%)	12.5	15.6	11.4	16.4	18.2

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

业绩摘要

图表 1：小米—业绩汇总

损益表	1Q25	4Q25	1Q26	1Q26E	1Q26E
(百万元)	2025年3月	2025年12月	2026年3月	2026年3月	2026年3月
				华兴预测	差异%
收入	111,293	116,917	99,142	94,211	5%
同比	47.4%	7.3%	(10.9%)	(15.3%)	
环比	2.1%	3.4%	(15.2%)	(19.4%)	
主营业务成本	85,887	92,554	77,332	74,935	3%
毛利润	25,406	24,363	21,810	19,276	13%
% 毛利率	22.8%	20.8%	22.0%	20.5%	1.5ppt
同比	51.0%	8.5%	-14.2%	-24.1%	
环比	13.1%	-6.1%	-10.5%	-20.9%	
研发费用	6,712	9,598	8,954	9,000	-1%
占收入比例%	6.0%	8.2%	9.0%	9.6%	
销售、一般及行政费用	8,730	9,927	9,907	8,930	11%
占收入比例%	7.8%	8.5%	10.0%	9.5%	
营业费用	12,281	18,134	16,498	13,930	18%
其他营业费用	(3,161)	(1,391)	(2,364)	(4,000)	-41%
股权投资收益（亏损），税前	64	151	44		
计入损益的投资公允价值变动	2,827	1,638	849		
其他净收益/（净亏损）	(6,052)	(3,179)	(3,256)		
营业收入	13,125	6,229	5,313	5,346	-1%
% 经营利润率	11.8%	5.3%	5.4%	5.7%	-0.3ppt
同比	256.4%	-29.9%	-59.5%	-59.3%	
环比	47.6%	-58.8%	-14.7%	-14.2%	
利息收入（净额）及其他收入总额	43	892	416	750	-45%
税前利润	13,168	7,121	5,729	6,096	-6%
所得税费用（收益）	2,275	577	994	914	9%
实际税率	17.3%	8.1%	17.4%	15.0%	
税后利润	10,893	6,544	4,735	5,182	-9%
少数股东权益	(32)	-	11	-	
净利润	10,924	6,544	4,723	5,182	-9%
% 净利率	9.8%	5.6%	4.8%	5.5%	-0.7ppt
同比	161.2%	(27.5%)	(56.8%)	(52.6%)	
环比	21.0%	(46.7%)	(27.8%)	(20.8%)	
调整后净利润（非IFRS）	10,676	6,349	6,072	5,182	17%
%调整后净利率	9.6%	5.4%	6.1%	5.5%	0.6ppt
同比	64.5%	(29.4%)	(43.1%)	(51.5%)	
环比	18.7%	(43.9%)	(4.4%)	(18.4%)	
基本每股收益	¥0.44	¥0.25	¥0.18	¥0.20	-9%
稀释每股收益	¥0.42	¥0.24	¥0.18	¥0.19	-8%
调整后基本每股收益	¥0.43	¥0.25	¥0.24	¥0.20	17%
调整后稀释每股收益	¥0.41	¥0.24	¥0.23	¥0.19	18%

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

图表 2：小米—业绩汇总（续）

关键指标	1Q25	4Q25	1Q26	1Q26E	1Q26E
	2025年3月	2025年12月	2026年3月	2026年3月	2026年3月
				华兴预测	差异 %
智能手机	50,612	44,339	44,273	42,209	5%
同比	9%	(14%)	(13%)	(17%)	
环比	(1%)	(4%)	(0%)	(5%)	
%毛利率	12.4%	8.3%	10.1%	7.4%	2.7ppt
智能手机销量（百万台）	41.8	37.7	33.8	33.9	0%
同比	3%	(12%)	(19%)	(19%)	
环比	(2%)	(13%)	(10%)	(10%)	
智能手机单价（元）	1,211	1,176	1,310	1,247	5%
同比	6%	(2%)	8%	3%	
环比	1%	11%	11%	6%	
智能手机单台成本（元）	1,061	1,078	1,177	1,154	2%
同比	9%	2%	11%	9%	
环比	0%	14%	9%	7%	
AIoT	32,339	24,597	24,681	22,637	9%
同比	59%	(20%)	(24%)	(30%)	
环比	5%	(11%)	0%	(8%)	
%毛利率	25.2%	20.1%	25.2%	23.1%	2.1ppt
互联网服务	9,076	9,886	9,468	9,588	-1%
同比	13%	6%	4%	6%	
环比	(3%)	5%	(4%)	(3%)	
%毛利率	76.9%	76.8%	76.1%	76.0%	0.1ppt
广告	6,600	7,900	7,100	7,062	1%
同比	20%	11%	8%	7%	
环比	(7%)	10%	(10%)	(11%)	
其他	2,476	1,986	2,368	2,526	-6%
同比	(3%)	(11%)	(4%)	2%	
环比	11%	(9%)	19%	27%	
智能电车	18,580	37,216	19,864	19,035	4%
同比		123%	7%	2%	
环比	12%	28%	(47%)	(49%)	
%毛利率	23.2%	22.7%	20.1%	20.0%	0.1ppt
板块营业利润（亏损）	(550)	1,100	(3,100)		
同比		N/A	N/A		
环比	(45%)	57%	N/A		
% 板块经营利润率	-3.0%	3.0%	-15.6%		

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

预测调整

图表 3：小米—预测调整

人民币百万元	2026E			2027E			2028E		
	现值	原值	变动%	现值	原值	变动%	现值	原值	变动%
收入	498,319	464,787	7%	612,017	575,084	6%	710,030	667,613	6%
同比	9%	2%		23%	24%		16%	16%	
毛利润	108,087	97,240	11%	138,618	128,476	8%	167,778	156,336	7%
毛利率%	21.7%	20.9%	0.8ppt	22.6%	22.3%	0.3ppt	23.6%	23.4%	0.2ppt
同比	6%	-4%		28%	32%		21%	22%	
营业收入	38,600	38,220	1%	69,121	65,856	5%	96,682	90,116	7%
经营利润率%	7.7%	8.2%	-0.5ppt	11.3%	11.5%	-0.2ppt	13.6%	13.5%	0.1ppt
同比	-19%	-20%		79%	72%		40%	37%	
调整后净利润	35,641	35,037	2%	60,453	58,528	3%	83,879	79,149	6%
调整后净利率%	7.2%	7.5%	-0.4ppt	9.9%	10.2%	-0.3ppt	11.8%	11.9%	0.0ppt
同比	-9%	-11%		70%	67%		39%	35%	
调整后摊薄每股收益	¥1.35	¥1.31	3%	¥2.29	¥2.19	4%	¥3.17	¥2.96	7%
同比	-9%	-11%		70%	67%		39%	35%	
智能手机板块收入	177,061	165,130	7%	199,829	190,661	5%	211,391	201,309	5%
板块毛利率%	9.0%	7.7%	1.4ppt	10.8%	11.0%	-0.2ppt	11.9%	12.3%	-0.4ppt
同比	-5%	-11%		13%	15%		6%	6%	
智能手机销量（百万台）	130.4	124.2	5%	136.9	130.5	5%	146.5	139.6	5%
同比	-21%	-25%		5%	5%		7%	7%	
智能手机单价（元）	1,358	1,329	2%	1,460	1,462	0%	1,443	1,442	0%
同比	20%	18%		7%	10%		-1%	-1%	

资料来源：华兴证券（香港）预测

估值

我们将目标价从之前的 45.10 港元上调至 47.00 港元，基于 18 倍 2027 年预期 P/E（不变）。

图表 4：小米—估值表

估值倍数	2026E	2027E
隐含目标价		
P/E	30.5x	18.0x
P/B	3.5x	2.9x
当前倍数		
P/E	18.6x	11.0x
P/B	2.2x	1.8x

注：数据截至 2026 年 6 月 1 日。

资料来源：彭博，公司公告，华兴证券（香港）预测

风险提示

影响我们目标价达成的潜在风险包括：

- **行业周期风险：**消费电子（比如智能手机）市场对宏观经济状况与消费者支出的周期性波动较为敏感。若全球或区域经济下行，则可能拖后小米高端化战略的推进。
- **竞争加剧：**全球及中国同业公司正加速智能手机、物联网与电动汽车产品的研发，这可能对小米的市场份额与单价增长构成压力。拥有成本更低的生产基地或细分技术优势的新进入者可能会来抢占市场份额，引发定价压力并侵蚀利润率。
- **技术路线图迭代风险：**智能手机技术的快速演进（如折叠屏）或使小米现有产品线面临过时的风险。如果未能按期实现新技术的商业化，则可能会因为竞争对手创新周期更快而错失市场机遇。
- **供应链不确定性：**消费电子高度依赖于复杂的全球供应链。地缘政治紧张局势可能会打乱小米关键零部件的供应。意外事件亦可能导致生产延误与成本上升，拖累利润率修复。
- **产品变现的不确定性：**小米仍在持续优化其 miclaw AI 智能体，涉及稳定性、安全性、功耗及复杂任务执行成功率等方面，这意味着 miclaw 变现时间表尚不明确，市场正等待进一步的信号。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
智能手机	186,440	177,061	199,829	211,391
AIoT	123,200	133,875	149,940	164,934
智能电动汽车	106,070	143,068	215,305	284,095
其他收入	41,577	44,315	46,943	49,611
营业收入	457,287	498,319	612,017	710,030
营业成本	(355,481)	(390,232)	(473,399)	(542,252)
毛利润	101,806	108,087	138,618	167,778
管理及销售费用	(71,352)	(82,351)	(83,497)	(85,097)
息税前利润	47,901	38,600	69,121	96,682
息税折旧及摊销前利润	56,658	48,551	79,984	108,212
利息收入	1,746	1,916	2,000	2,000
利息支出	0	0	0	0
税前利润	49,647	40,516	71,121	98,682
所得税	(8,080)	(6,212)	(10,668)	(14,802)
净利润	41,643	34,292	60,453	83,879
调整后净利润	39,166	35,641	60,453	83,879
基本每股收益 (RMB)	1.62	1.33	2.35	3.25
稀释每股调整收益 (RMB)	1.47	1.35	2.29	3.17

资产负债表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	254,811	326,972	432,402	555,828
货币资金	26,914	66,582	136,093	230,362
应收账款	15,240	24,598	31,123	36,564
存货	80,989	118,003	147,397	171,113
其他流动资产	131,667	117,789	117,789	117,789
非流动资产	253,285	258,937	261,172	262,737
固定资产	27,950	31,028	33,262	34,828
无形资产	8,319	11,676	11,676	11,676
商誉	0	0	0	0
其他	129,866	128,827	128,827	128,827
资产	508,096	585,910	693,573	818,565
流动负债	192,405	230,613	270,432	302,561
短期借款	13,202	10,361	10,361	10,361
预收账款	0	0	0	0
应付账款	110,699	159,859	199,679	231,808
长期借款	22,921	25,007	25,007	25,007
非流动负债	26,446	30,017	30,017	30,017
负债	241,773	285,637	325,456	357,585
股份	407	407	407	407
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	265,707	299,629	367,473	460,336
归属于母公司所有者权益	266,218	300,154	367,999	460,862
少数股东权益	105	118	118	118
负债及所有者权益	508,096	585,910	693,573	818,565

现金流量表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	41,643	34,292	60,453	83,879
折旧摊销	8,757	9,952	10,862	11,531
利息 (收入) / 支出	(1,746)	(1,916)	(2,000)	(2,000)
其他非现金科目	5,366	6,080	7,391	8,984
其他	(13,165)	(2,918)	2,000	2,000
营运资本变动	(6,712)	2,787	3,901	2,971
经营活动产生的现金流量	34,142	48,278	82,608	107,365
资本支出	(18,157)	(13,096)	(13,096)	(13,096)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	0	0	0	0
其他	(53,522)	11,601	0	0
投资活动产生的现金流量	(71,679)	(1,495)	(13,096)	(13,096)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	5,521	(756)	0	0
发行 (回购) 股份	39,226	0	0	0
其他	(13,981)	(6,303)	0	0
筹资活动产生的现金流量	30,766	(7,059)	0	0
现金及现金等价物净增加额	(6,747)	39,667	69,511	94,269
自由现金流	15,985	35,181	69,511	94,269

关键假设

	2025A	2026E	2027E	2028E
智能手机板块收入	186,440	177,061	199,829	211,391
智能手机毛利率%	10.9	9.0	10.8	11.9
AIoT板块收入	123,200	133,875	149,940	164,934
智能电动汽车板块收入	106,070	143,068	215,305	284,095

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	25.0	9.0	22.8	16.0
毛利润	33.0	6.2	28.2	21.0
息税折旧及摊销前利润	83.8	(14.3)	64.7	35.3
净利润	76.0	(17.7)	76.3	38.8
调整后净利润	40.3	(9.0)	69.6	38.8
稀释每股调整收益	70.4	(17.9)	76.3	38.8
调整后稀释每股调整收益	34.9	(8.6)	69.6	38.8
盈利率 (%)				
毛利率	22.3	21.7	22.6	23.6
息税折旧摊销前利润率	12.4	9.7	13.1	15.2
息税前利润率	10.5	7.7	11.3	13.6
净利率	9.1	6.9	9.9	11.8
调整后净利率	8.6	7.2	9.9	11.8
净资产收益率	15.6	11.4	16.4	18.2
总资产收益率	8.2	5.9	8.7	10.2
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.3	1.4	1.6	1.8
速动比率	0.9	0.9	1.1	1.3
估值比率 (x)				
市盈率	28.9	18.7	11.0	7.9
市净率	4.1	2.2	1.8	1.4
市销率	1.4	1.3	1.1	0.9

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

附录

分析师声明

本人周姜宇兹此证明，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表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