

本报告仅供在中国内地分发。

# 九号公司 (689009 CH)

## 买入：新的五年计划描绘长期发展前景

- ◆ 公司公布 2030 年远期规划，目标收入达到 640 亿元
- ◆ 四大业务单元或将驱动公司实现全球化扩张
- ◆ 维持买入评级，将目标价由 65.00 元下调至 63.00 元

我们参加了公司于 2026 年 6 月 25 日举办的年度投资者日活动，以下为活动纪要。

**五年计划目标远大。**公司公布 2030 年远期规划，目标收入达到 640 亿元、目标净利润率为 15%（2025 年分别为 213 亿元和 8.3%），隐含 2025-2030 年收入、净利润年复合增速分别为 25%、40%，显示出公司对自身业务成长性和进一步提升盈利能力的乐观态度。公司计划通过全球化扩张及提升市占率的方式，不断扩大业务规模，公司对各项业务 2030 年收入规划如下（括号内为 5 年年复合增速，详见第 3 页）：电动两轮车 331 亿元（23%）、滑板车 90 亿元（23%）、割草机器人 75 亿元（30%）、E-bike 56 亿元（95%）、全地形车 48 亿元（33%）、商用共享 40 亿元（17%）。受制于海外关税政策变化、电动两轮车新国标切换等外部因素影响，我们认为公司上一个五年计划（即 2027 年收入达到 400 亿元）的实现难度较大。但我们从中看到公司对各项业务均做出了路线规划，这为公司过去数年的业务成长构筑了发展蓝图，因此我们认为公司新的五年计划也将指引其继续实现业绩的高速成长。公司当前股价对应约 15 倍的 2026 年预测市盈率，市场仍在等待国内两轮车需求拐点的到来，而我们认为第三季度公司收入增速、盈利能力将进一步环比提升，市场信心有望重建。

**盈利预测调整。**公司重申 2026 年 550 万台两轮车销量指引不变，公司第二季度新车发布和发货节奏较慢，但我们预计新车销售将主要在第三季度计入收入，我们未调整收入预测。第二季度公司通过终端折扣促进销量，在原材料涨价背景下，我们预计第二季度单车利润同比压力仍存。公司计划自第三季度开始将单车售价提升约 100 元，若提价成功传导，叠加新国标豪华车型的集中发货，我们预计公司单车利润或在第三季度迎来显著提升。最后，由于第二季度外汇压力（欧元兑人民币汇率自第二季度以来下跌约 2%），我们对公司今年利润表现暂持更加审慎的态度。综合来看，我们将 2026、2027 和 2028 年归母净利润预测分别下调约 8%、2% 和 2%。

**业务架构重建。**公司自 2020 年上市以来，实现了从 ODM 到 OBM 的商业模式跃迁，业务种类也从电动滑板车/平衡车不断扩张至电动两轮车、割草机器人、全地形车等，展示出公司成为短交通和机器人业务平台型公司的潜力。公司目前拥有两轮车、未岚大陆（割草机）、全地形车、短交通四大独立事业群，自建了常州、珠海生产基地并开发了东南亚代工产能，并在多个国家设立了全功能本土子公司，这为公司各项业务的全球化发展提供了强大支持。

**维持买入评级不变。**我们沿用 DCF 模型进行估值，并维持模型假设不变（见第 4 页）。基于更新后的盈利预测，我们将目标价由 65.00 元下调至 63.00 元，隐含约 67% 的上行空间，故我们维持买入评级。潜在股价催化剂和主要下行风险见第 4 页。

## 股票研究 家庭耐用消费品

中国


**维持买入**

目标价（人民币元） **63.00** 前次目标价（人民币元） **65.00**

当前价格（人民币元） **37.84** 上行/下行空间 **+66.5%**

（截至 2026 年 6 月 29 日）

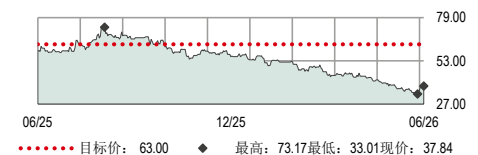
### 市场数据

市值（人民币百万元）	27,345	自由流通比例	60%
市值（百万美元）	4,022	彭博代码	689009 CH
日均成交额（百万美元）	73	路透代码	689009.SS

### 财务数据摘要和比率（人民币元）

年度截至	12/2025a	12/2026e	12/2027e	12/2028e
汇丰前海每股收益	2.43	2.55	3.53	4.29
前次每股收益	2.43	2.77	3.60	4.37
变动(%)	0.0	-8.2	-1.9	-2.0
市场共识每股收益	2.71	2.82	3.72	4.56
市盈率(x)	15.6	14.9	10.7	8.8
股息收益率(%)	4.4	3.4	4.7	5.7
企业价值倍数(x)	9.2	7.7	4.6	3.4
ROE (%)	26.4	24.6	29.6	29.9

### 52 周股价表现（人民币元）



资料来源：LSEG IBES、汇丰前海预测

**全力\***（登记编码：S1700520030002）  
 证券分析师，A 股消费行业  
 汇丰前海证券有限责任公司  
 li.quan@hsbcqh.com.cn  
 +86 755 8898 3471

**宋丽华\***（登记编码：S1700517120001）  
 证券分析师，A 股消费行业研究主管  
 汇丰前海证券有限责任公司  
 kathy.l.h.song@hsbcqh.com.cn  
 +86 21 5066 2007

\*受雇于汇丰证券（美国）的非美国附属公司，未根据美国金融监管局（FINRA）的规定注册获得资格

## No country for bears

 The 24<sup>th</sup> edition of the EM Sentiment Survey

[Click to view](#)

### 披露事项及免责声明

请务必阅读本报告披露附录中的重要披露和分析师声明以及免责声明

报告发布机构：汇丰前海证券有限责任公司

请参阅汇丰前海证券研究网页：

<https://research.hsbcqh.com.cn>

## 财务数据和估值：九号公司

买入

### 财务报表

年度	12/2025a	12/2026e	12/2027e	12/2028e
<b>损益表摘要 (人民币百万元)</b>				
营业收入	21,278	27,111	33,852	40,328
息税折旧及摊销前利润	2,222	2,434	3,365	4,194
折旧与摊销	-208	-240	-291	-347
经营利润/息税前利润	2,015	2,194	3,074	3,847
净利息	147	153	177	226
税前利润	2,161	2,347	3,251	4,073
汇丰前海口径：税前利润	2,161	2,347	3,251	4,073
所得税	-399	-404	-553	-687
归母净利润	1,758	1,840	2,552	3,097
汇丰前海口径：归母净利润	1,758	1,840	2,552	3,097

<b>现金流量表摘要 (人民币百万元)</b>				
经营活动产生的现金流量	4,444	2,728	5,533	3,910
资本支出	-1,192	-800	-600	-600
投资活动产生的现金流量	-2,434	-800	-600	-600
股息	-1,104	-1,200	-920	-1,276
净债务变动	-1,136	-1,788	-3,357	-1,254
股权自由现金流	3,252	1,928	4,933	3,310

<b>资产负债表摘要 (人民币百万元)</b>				
无形资产	913	785	730	676
固定资产	3,380	3,111	3,608	4,048
流动资产	16,348	17,328	21,344	22,840
现金及现金等价物	6,156	7,945	11,301	12,555
资产合计	21,520	22,101	26,560	28,441
营业负债	14,016	13,856	16,536	16,308
带息负债	242	242	242	242
净负债	-5,914	-7,702	-11,059	-12,313
归属母公司股东的权益	7,160	7,800	9,431	11,252
投入资本	469	-577	-2,156	-1,300

### 增长率、重要比率及每股指标

年度	12/2025a	12/2026e	12/2027e	12/2028e
<b>同比增长(%)</b>				
营业收入	49.9	27.4	24.9	19.1
息税折旧及摊销前利润	55.8	9.5	38.2	24.6
营业利润	65.3	8.9	40.1	25.1
税前利润	63.8	8.6	38.5	25.3
汇丰口径：每股收益	62.2	4.6	38.7	21.4

<b>比率(%)</b>				
营业收入/投入资本(x)	27.4	-502.8	-24.8	-23.3
投入资本回报率	211.8	-3368.1	-186.7	-185.1
净资产收益率	26.4	24.6	29.6	29.9
资产回报率	9.5	8.9	11.1	12.3
EBITDA 利润率	10.4	9.0	9.9	10.4
营业利润率	9.5	8.1	9.1	9.5
EBITDA/净利息 (x)				
净负债/权益	-81.4	-96.2	-113.1	-103.6
净负债/EBITDA (x)	-2.7	-3.2	-3.3	-2.9
经营现金流/净负债				

<b>每股指标 (人民币元)</b>				
稀释每股收益	2.43	2.55	3.53	4.29
汇丰前海口径：稀释每股收益	2.43	2.55	3.53	4.29
每股股息	1.66	1.27	1.77	2.14
账面价值	9.91	10.79	13.05	15.57

### 估值

年度	12/2025a	12/2026e	12/2027e	12/2028e
企业价值/销售	1.0	0.7	0.5	0.4
企业价值倍数	9.2	7.7	4.6	3.4
企业价值/投入资本	43.8			
市盈率*	15.6	14.9	10.7	8.8
市净率	3.8	3.5	2.9	2.4
自由现金流收益率	11.9	7.1	18.0	12.1
股息收益率 (%)	4.4	3.4	4.7	5.7

\*基于汇丰前海口径的稀释每股收益

### 环境社会及公司治理指标

环境指标	12/2025a	公司治理指标	12/2025a
温室气体排放强度	3.8	董事会成员人数	6
能源强度	9.3	平均董事会任期(年)	8.1
二氧化碳减排政策	是	女性董事会成员(%)	0
<b>社会指标</b>	12/2025a	董事会成员独立性(%)	50
员工成本占销售额的百分比	11.7		
员工流动率 (%)			
多元化政策	是		

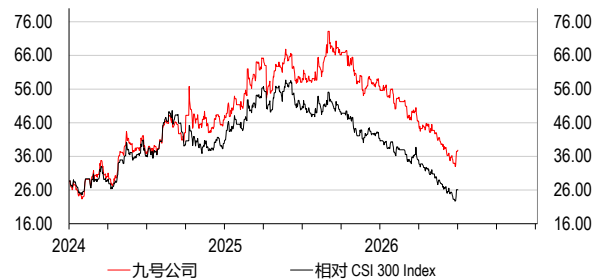
资料来源：公司资料、汇丰前海证券

\*温室气体排放强度和能源强度按照每千美元收入来衡量，分别以千克和千瓦时为单位

### 发行人信息

股价 (人民币元)	37.84	流通股比例	60%
目标价 (人民币元)	63.00	行业	家庭耐用消费品
路透股票代码	689009.SS	国家/地区	中国
彭博股票代码	689009.CH	分析师	全力
市值 (百万美元)	4,022	联系方式	+86 755 8898 3471

### 股价相对表现



资料来源：汇丰前海证券

注：收盘价截至：2026年6月29日

**图表 1. 九号公司 2025-2030 年五年发展计划**

	收入 (亿元)		年复合增速 2025-2030e	市场占有率	
	2025	2030e		2025	2030e
电动两轮车	118.6	331.0	23%	7%	15%
电动滑板车	31.7	90.0	23%	34%	45%
割草机器人	20.0	75.0	30%	19%	25%
E-bike	2.0	56.0	95%	1%	10%
全地形车	11.4	48.0	33%	3%	8%
商用共享	18.4	40.0	17%	40%	40%
其他	10.7	-	-	-	-
<b>合计</b>	<b>212.8</b>	<b>640.0</b>	<b>25%</b>		

资料来源：公司年报、公司投资者日资料（2030年预测）、汇丰前海证券预测（年复合增速）  
 注：公司 2025 年配件销售、订阅费等收入纳入其他类别

## 盈利预测调整

公司重申 2026 年 550 万台两轮车销量指引不变，公司第二季度新车发布和发货节奏较慢，但我们预计新车销售将主要在第三季度计入收入，我们未调整收入预测。第二季度公司通过终端折扣促进销量，在原材料涨价背景下，我们预计第二季度单车利润同比压力仍存。公司计划自第三季度开始将单车售价提升约 100 元，若提价成功传导，叠加新国标豪华车型的集中发货，我们预计公司单车利润或在第三季度迎来显著提升。最后，由于第二季度外汇压力（欧元兑人民币汇率自第二季度以来下跌约 2%），我们对公司今年利润表现暂持更加审慎的态度。综合来看，我们将 2026、2027 和 2028 年归母净利润预测分别下调约 8%、2%和 2%。

**图表 2. 九号公司盈利预测调整**

人民币百万元	2026e			2027e			2028e		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
收入	27,111	27,111	0.0%	33,852	33,852	0.0%	40,328	40,328	0.0%
毛利率	29.6%	29.4%	-0.1ppt	29.8%	29.7%	-0.2ppt	29.9%	29.8%	-0.2ppt
销售费用	2,348	2,348	0.0%	2,915	2,915	0.0%	3,432	3,432	0.0%
销售费用率	8.7%	8.7%	0.0ppt	8.6%	8.6%	0.0ppt	8.5%	8.5%	0.0ppt
管理费用	1,503	1,503	0.0%	1,809	1,809	0.0%	2,095	2,095	0.0%
管理费用率	5.5%	5.5%	0.0ppt	5.3%	5.3%	0.0ppt	5.2%	5.2%	0.0ppt
研发费用	1,632	1,632	0.0%	2,021	2,021	0.0%	2,368	2,368	0.0%
研发费用率	6.0%	6.0%	0.0ppt	6.0%	6.0%	0.0ppt	5.9%	5.9%	0.0ppt
所得税率	16.9%	17.2%	0.3ppt	16.9%	17.0%	0.1ppt	16.8%	16.9%	0.1ppt
归母净利润	2,005	1,840	-8.2%	2,601	2,552	-1.9%	3,159	3,097	-2.0%
净利润率	7.4%	6.8%	-0.6ppt	7.7%	7.5%	-0.1ppt	7.8%	7.7%	-0.2ppt
每股收益 (元)	2.77	2.55	-8.2%	3.60	3.53	-1.9%	4.37	4.29	-2.0%

资料来源：万得、汇丰前海证券预测

## 估值与风险

我们沿用 DCF 模型进行估值，并维持模型假设不变（包括 2.0% 永续增长率、9.5% 加权平均资本成本）。基于更新后的盈利预测，我们将目标价由 65.00 元下调至 63.00 元，隐含约 67% 的上行空间，故我们维持买入评级。

图表 3. 九号公司：DCF 估值模型

人民币百万元	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	
息税前利润	579	1,219	2,015	2,194	3,074	3,847	4,567	5,196	5,703	6,087	6,289	6,431	6,544	
自由现金流	1,729	2,723	1,640	2,701	4,200	2,410	4,903	2,991	4,853	2,971	4,762	2,791	2,718	
前次息税前利润	579	1,219	2,015	2,384	3,131	3,918	4,652	5,294	5,812	6,209	6,422	6,575	6,699	
前次自由现金流	1,729	2,723	1,640	2,834	4,268	2,446	4,998	3,052	4,972	3,055	4,904	2,897	3,005	
永续增长率	2.0%		自由现金流贴现值		22,162									
加权平均资本成本	9.5%		期末价值折现金额		15,001									
税后债务成本	5.1%		企业价值		37,163									
权益成本	9.5%		权益价值		45,069									
无风险收益率	4.25%													
市场风险溢价	4.75%													
Beta 系数	1.1						目标价（元）		63.00					
最佳资本结构	0.0%													

资料来源：公司资料、汇丰前海证券预测

### 潜在股价催化剂

- ◆ **公司公告电动两轮车实现里程碑销量。**公司两轮电动车产品面向中高端客户，行业标准趋严将推动产品升级，从而利好公司发展。两轮电动车产品销量不断达到新的里程碑，我们认为更多相关公告有助于增强市场信心。
- ◆ **新产品上市。**公司已在海外市场推出全地形车和智能割草机器人新品。我们预计公司将在 2026 年 7 月起陆续发货豪华款新国标电动两轮车产品，给公司带来更多收入增量。
- ◆ **纳入互联互通机制。**作为首家以中国存托凭证形式在 A 股市场上市的公司，九号尚未被纳入互联互通机制。然而，自 2014 年该机制推出以来，其纳入标准已经历多次修订。我们认为若公司未来被纳入互联互通机制，其有望获得更多投资者关注。

### 主要下行风险

- ◆ **国内电动两轮车标准存在不确定性。**新两轮电动车行业国家标准已于 2025 年底开始执行，未来行业标准的任何意外变化可能对公司业务造成负面影响。
- ◆ **海外需求不及预期。**若海外市场对滑板车、全地形车或智能割草机器人的需求低于预期，公司收入增长前景或将受到影响。
- ◆ **成本高于预期。**碳酸锂或铝等主要原材料价格上涨将影响公司盈利能力。
- ◆ **竞争激烈程度超出预期。**短途交通行业竞争激烈，公司是众多细分领域中的新进入者。若行业竞争更加激烈（如价格竞争显著），公司业务前景可能受到负面影响。
- ◆ **贸易环境恶化。**贸易壁垒负面变化（如加征关税或税收）可能会影响公司海外市场销售。

# 披露附录

## 分析师声明

主要负责撰写本报告的行业分析师、宏观经济分析师和（或）策略分析师（包括负责报告中特定部分内容的署名分析师及分类加总估值法所涉及子公司的署名分析师）声明，本报告中（包括封底的内容）表达的对相关证券或其发行人的观点及预测均真实地反映了他们的个人观点，他们过去、现在或将来的薪酬均与本报告中的具体建议或观点没有直接或间接关系：全力、宋丽华

## 重要披露

### 股票：股票评级和金融分析的基础

汇丰集团及其关联机构包括报告发布机构(“汇丰集团”)认为，投资者买卖股票的决策取决于个人的具体情况，如投资者的现有仓位、风险容忍度和其它考量因素，以及投资者在作出投资决策时采用的各种准则和投资期间。评级不可作为孤立的投资建议来采纳或作为依据。不同的证券公司采用不同的评级标准和不同的评级体系来描述其推荐内容，因此投资者应仔细阅读各研究报告中使用的评级定义。此外，由于研究报告中包含了更加完整的分析师观点和评级的依据，因此投资者应仔细阅读整个研究报告而不要从评级中推断其内容。

### 自 2015 年 3 月 23 日起，汇丰集团按以下基准作出评级：

目标价是基于分析师对股票实际当前价格的评估，虽然我们预计在市场价中反映出来需要 6 到 12 个月时间。当目标价比当前股价高出 20% 以上时，该股票将被评为“买入”；当目标价比当前股价高出 5% 至 20% 之间时，该股票将被评为“买入”或“持有”；当目标价比当前股价低于 5% 至高出 5% 之间时，该股票将被评为“持有”；当目标价低于当前股价 5% 至 20% 之间时，该股票将被评为“持有”或“减持”；当目标价低于当前股价 20% 以上时，该股票将被评为“减持”。

在出现任何“实质性变化”时（首次覆盖或恢复覆盖、目标价或预测出现变化），我们的评级将针对这些区间适时进行调整。

上行/下行空间指目标价和股价之间的百分比差额。

### 在该日期之前，汇丰集团的评级结构应用于以下基准：

对于每支股票，我们都通过策略团队对该股票国内或地区市场（如适当）的股本成本进行计算，设定了预期收益率。股票的目标价格体现了分析师预期该股票在我们的操作期间达到的价值。操作期间为 12 个月。对于评级为增持的股票，其潜在回报（等于目前股价与目标价之间的百分比差额，包括如有表明的预期股息收益率）是指该股票的投资回报率在未来 12 个月内必须至少超出回报要求 5 个百分点（或对评级为“波动”\* 的股票至少超出 10 个百分点）。对于评级为减持的股票，是指预期该股票的投资回报率在未来 12 个月内低于回报要求至少 5 个百分点（或对评级为“波动”\* 的股票至少低于 10 个百分点）。位于这些波段之间的股票则被评为“中性”。

\*如果一支股票历史上波幅超出过 40%，该股票上市时间短于 12 个月（除非该股票为工业股或位于低波动板块）或者如果分析师预期有重大波动时，该股票被评级为波动。但是，事实上，未被认为波动的股票可能也处于这种情形。历史波幅定义为过去 365 天移动平均波幅的月平均值。但是，为了避免在评级上频繁更改所造成的误导，一支股票在涨跌双向变化状态的波幅必须超出 40% 基准的 2.5 个百分点才能更改评级。

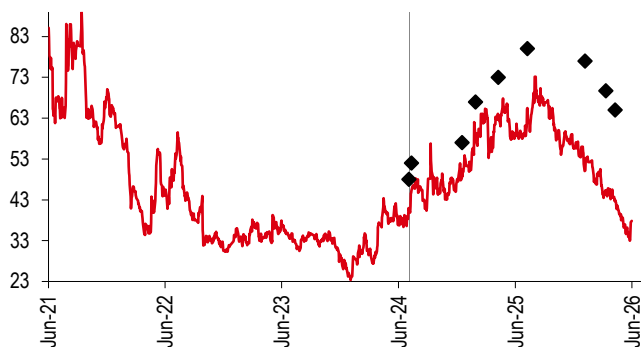
## 长期投资机会的评级分布

### 截至 2026 年 03 月 31 日，所有汇丰已公布的交易项目分布如下：

<b>买入</b>	<b>59%</b>	(在过去 12 个月内，对其中的 12% 提供了“投资银行服务”)
<b>持有</b>	<b>36%</b>	(在过去 12 个月内，对其中的 12% 提供了“投资银行服务”)
<b>卖出</b>	<b>6%</b>	(在过去 12 个月内，对其中的 6% 提供了“投资银行服务”)

出于上述分布的目的，在从之前的评级模型转变到当前的评级模型时使用了以下结构图：在我们之前的模型下，增持 = 买入，中性 = 持有，减持 = 卖出；在我们目前的模型下，买入 = 买入，持有 = 持有，减持 = 卖出。要了解这两种模型下的评级定义，请参见上文“股票评级和金融分析的基础”。

欲了解汇丰集团发布的非独立评级的分布情况，请参见 <http://www.hsbcnet.com/gbm/financial-regulation/investment-recommendations-disclosures> 链接提供的披露页面。

**长期投资机会的股价和评级变化**
**九号公司 (689009.SS) 股价表现 CNY 与汇丰银行评级历史**


资料来源：汇丰集团

**评级及目标价历史**

由	至	日期	分析师
不适用	买入	2024年8月1日	全力
目标价	价值	日期	分析师
价格 1	48.00	2024年8月1日	全力
价格 2	52.00	2024年8月9日	全力
价格 3	57.00	2025年1月14日	全力
价格 4	67.00	2025年2月25日	全力
价格 5	73.00	2025年5月7日	全力
价格 6	80.00	2025年8月6日	全力
价格 7	77.00	2026年2月3日	全力
价格 8	69.70	2026年4月9日	全力
价格 9	65.00	2026年5月8日	全力

资料来源：汇丰集团

查看汇丰过去 12 个月内所有的独立基本面评级或推荐，以及我们发布季度非基本面推荐的页面(只适用于固定收益及外汇研究)，请点击以下链接进入披露页面：

汇丰私人银行客户：[www.research.privatebank.hsbc.com/Disclosures](http://www.research.privatebank.hsbc.com/Disclosures)

其他客户：[www.research.hsbc.com/A/Disclosures](http://www.research.hsbc.com/A/Disclosures)

**汇丰集团及分析师披露内容  
披露清单**

公司	股票代码	目前价格	价格日期	披露
九号公司	689009.SS	37.84	2026年6月29日	7

资料来源：汇丰集团

- 1 在过去 12 个月内，汇丰集团已管理或共同管理了该公司证券的公开发行业务。
- 2 在未来 3 个月内，汇丰集团将因向该公司提供投资银行服务而获得或向其寻求收益。
- 3 本报告发布之际，HSBC Securities (USA) Inc. 是该公司所发行证券的做市商。
- 4 截至 2026 年 5 月 31 日，汇丰集团实益拥有该公司普通股本证券 1% 或以上的股份。
- 5 该公司是汇丰集团的客户，或在此前的 12 个月内，该公司一直是汇丰集团的客户，并且（或）为汇丰集团所提供的各种投资银行服务支付报酬。
- 6 该公司曾是汇丰集团的客户，或在此前的 12 个月里，该公司一直是汇丰集团的客户，并且（或）为汇丰所提供的各种非投资银行证券相关的服务支付报酬。
- 7 该公司曾是汇丰集团的客户，或在此前的 12 个月内，该公司一直是汇丰集团的客户，并且（或）为汇丰集团所提供的各种非证券服务支付报酬。
- 8 在过去的 12 个月内，主管分析师一直从该公司收取报酬。
- 9 主管分析师或其家庭成员之一在该公司的证券中拥有经济利益，详情如下。
- 10 主管分析师或其家庭成员之一是该公司的职员、董事或监事会成员，详情如下。
- 11 在本报告发布之际，汇丰集团是该公司所发行及/或与该公司相关证券的非美国做市商（non-US Market Maker）。
- 12 截至 2026 年 06 月 24 日，汇丰集团实益持有该公司超过 0.5% 的已发行股本总额的净多头头寸（net long position），该头寸根据卖空监管条例（SSR）方法计算。
- 13 截至 2026 年 06 月 24 日，汇丰集团实益持有该公司超过 0.5% 的已发行股本总额的净空头头寸（net short position），该头寸根据卖空监管条例（SSR）方法计算。
- 14 汇丰前海证券存在持有该公司普通股本证券 1% 或以上股份的情况。

汇丰集团及其关联机构将不时通过委托或代理形式或作为本报告提及证券的做市商或流动性提供商，向客户卖出或从客户手中买入汇丰集团研究覆盖的证券，如股票和债券（包括衍生品）。

分析师、宏观经济分析师和策略分析师所得报酬，部分参照了包括投资银行、销售交易、自营交易收入在内的汇丰集团盈利能力情况。

我们不会事先决定是否在某个时间段内发布一份更新报告。

非美国分析师未必为汇丰银行证券（美国）公司（HSBC Securities (USA) Inc.）的相关人士。因此，在与标的公司的通信、公开露面以及分析师持有的交易证券方面，不受美国金融业监管局（FINRA）准则第 2241 条或第 2242 条限制条款的约束。

美国、欧盟、英国等某些司法管辖区实施的经济制裁法律可能会禁止受这些法律约束的人士进行某些类型的投资，包括交易或买卖特定发行人、行业或地区的证券。本报告不构成与任何此类法律相关的建议，也不应被理解为违反此类法律交易证券的诱导因素。

本报告提及的有关任何公司的披露信息，请登录 <https://www.hsbcnet.com/research> 参阅该公司的最新报告。汇丰私人银行客户如有有关其他报告的查询，请联系您的客户经理。欲了解编制本报告所使用专有模型的详情，请联系编制本报告的分析师。

#### 其它披露信息

- 1 本报告发布日为 2026 年 6 月 30 日。
- 2 本报告中的所有市场数据截至 2026 年 6 月 29 日，除非在本报告中已注明了其他特定日期及/或某天的特定时间点。
- 3 汇丰集团设有识别及管理与研究业务相关的潜在利益冲突的制度。汇丰集团分析师及其他从事研究报告准备和发布工作的人员有独立于投资银行业务的管理汇报路线。研究业务与投资银行及自营业务之间有信息隔离墙，以确保保密信息和（或）价格敏感性信息可以得到妥善处理。
- 4 您不可出于以下目的使用/引用本文档中的任何数据作为参考：(i) 决定贷款协议、其它融资合同或金融工具项下的应付利息，或其它应付款项，(ii) 决定购买、出售、交易或赎回金融工具的价格，或金融工具的价值，和/或 (iii) 测度金融工具或投资基金的表现。
- 5 本报告可以其他语言撰写报告译本。如两个版本之间存在任何差异，概以报告原本为准。

#### 编制及分发情况披露

1. 本报告由作者于 2026 年 06 月 30 日 02:44 GMT 编制及签署。
2. 欲了解本报告首次发布日期，请参见 <https://research.hsbcqh.com.cn/R/34/LKcbbWb> 提供的披露页面。

# 免责声明

截至 2026 年 5 月 13 日的公司实体:

HSBC Bank plc; HSBC Continental Europe; HSBC Continental Europe SA, Germany; HSBC Bank Middle East Limited, DIFC; HSBC Bank Middle East Limited, Dubai branch; HSBC Yatirim Menkul Degerler AS, Istanbul; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Hong Kong; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Singapore Branch; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Seoul Securities Branch; The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Seoul Branch; HSBC Qianhai Securities Limited; HSBC Securities (Taiwan) Corporation Limited; HSBC Securities and Capital Markets (India) Private Limited, Mumbai; HSBC Bank Australia Limited; HSBC Securities (USA) Inc., New York; HSBC México, SA, Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC; Banco HSBC SA

报告发布机构

汇丰前海证券有限责任公司

中国深圳市前海深港合作区南山街道枢纽大街 66 号

前海周大福金融大厦（一期）22F2201 单元

电话号码: +86 755 8898 3288

网址: www.hsbcqh.com.cn

在中国内地,本报告由汇丰前海证券有限责任公司(“汇丰前海证券”)审批并发布,内容仅供客户参考。本报告不适合也不应向中国内地的零售客户分发。汇丰前海证券受中国证券监督管理委员会(“中国证监会”)监管,具有中国证监会核准的中国内地证券投资咨询业务资格,业务许可证编号:【91440300MA5EPLHG1B】。所有与本报告相关的查询须联系您在中国内地的汇丰前海证券的联系人。若本报告发送至汇丰前海证券有限责任公司关联机构的任一客户,则向该收件人的提供须受收件人与关联机构之间达成的商业条款约束。本报告仅供您参考,不得将部分或全部内容出于任何目的直接或间接地转发或转交予其他人。本报告并非且不应被视为出售要约或购买或认购任何投资的要约招揽。本报告基于汇丰前海证券有限责任公司认为来源可靠的资料编制,但所用资料未经独立核实。汇丰前海证券有限责任公司对有关资料的准确性或完整性概不承担任何担保、陈述或保证,也不会对此承担任何责任或义务。投资者须自主做出是否买入、认购或卖出(如适用)的投资决定并自行承担投资风险。本报告并未考虑报告收件人的特有投资目标、财务状况及特定需求。汇丰前海证券有限责任公司与投资者不得作出任何形式的书面或口头承诺,就提供研究服务引致的证券投资损益进行分摊,任何形式的该等承诺均为无效。本报告中所表达的意见仅属汇丰前海证券有限责任公司研究部所有,如有更改,恕不另行通知。汇丰前海证券有限责任公司研究部的分析师会不时对所覆盖公司进行调研。在法律许可的情况下,汇丰前海证券有限责任公司及其关联机构及/或其高级管理人员、董事及雇员可能持有本报告中所述的任何证券(或任何相关投资),并不时购买或出售上述证券(或投资)。汇丰集团规定本公司的分析师不得在此类活动中接受覆盖公司的报酬或差旅费报销。汇丰前海证券有限责任公司的关联机构可能为本报告所述公司发行的证券(或相关投资)的做市商。汇丰前海证券有限责任公司及其关联机构可能已经为本报告所述公司发行的证券(或相关投资)提供认购承诺,可能以主事人身份向客户销售或购买该等证券,并可能为该等公司提供或寻求提供投资银行业务或开展/寻求开展涉及该等公司的投资银行业务,也可能在该等公司的监事会或其它任何委员会占有席位。本报告可能含有汇丰集团和汇丰前海证券有限责任公司网站以外的链接,以便投资者查阅。汇丰前海证券有限责任公司不对链接内容负责。

香港上海汇丰银行有限公司及前海金融控股有限公司(“前海金控”)对汇丰前海证券有限责任公司(“汇丰前海证券”)的持股比例分别为 90% 和 10%。本报告内容由汇丰前海证券编制和/或发布。汇丰前海证券设有合理的制度及程序以防止前海金控对汇丰前海证券的研究报告的内容及研究报告所选择的研究公司直接或间接施加影响。汇丰前海证券还设有合理的制度及程序以防止任何机构和人员(包括汇丰前海证券内部人员、前海金控人员及其他人员)对汇丰前海的分析师的活动或研究报告的内容施加影响。

在香港,本报告由香港上海汇丰银行有限公司在开展其受香港监管的业务时向其机构和专业投资者客户分发,供其获取信息使用。本报告不适用于零售客户,未经许可,不得向在香港的零售客户分发。本报告仅限向香港上海汇丰银行有限公司符合《证券及期货条例》(第 571 章)附表一规定的专业投资者客户提供信息,不适合且不应该被发送至香港的非专业投资者。香港上海汇丰银行有限公司受香港金融管理局监管。香港上海汇丰银行有限公司没有表示香港投资者可以获得报告中提及的产品和服务。与本报告相关的所有询问均应发送至报告收件人在香港上海汇丰银行有限公司的联系人。本报告中非受雇于香港上海汇丰银行有限公司或未经香港上海汇丰银行有限公司授权的署名分析师并未取得在香港从事《证券及期货条例》下受监管活动的牌照。本报告中分析师署名的目的仅在于列明信息来源,而非在香港从事任何受监管活动或表明其可以在香港从事受监管活动。本报告拟以整体进行分发。除非管辖区法律另有许可,否则如欲使用汇丰集团的服务进行本报告所述任何投资交易,请务必联系您在司法管辖区内的汇丰集团成员。

在英国,本报告由 HSBC Bank plc 仅面向其客户(根据英国金融市场行为监管局 FCA 规定的定义)和/或其关联机构的客户分发,供其获取信息使用。根据 2000 年《金融服务和市场法》或 FCA 和 PRA 规则,此处并不排除或限制 HSBC Bank plc 在 FCA 和审慎监管局 PRA 的规定下对客户承担的任何义务或责任。如果报告接收者选择不通过位于英国的汇丰银行集团代表办理业务,则无法受到英国监管机构的条款保护。HSBC Bank plc 受到 FCA 和 PRA 的监管。

在欧洲经济区,本报告由 HSBC Continental Europe 或向客户提供相关服务的其他汇丰关联机构分发。

在日本,本报告由汇丰证券(日本)有限公司分发。不得以任何目的将其整体或部分作进一步分发。在韩国,本报告由香港上海汇丰银行首尔证券分行(“HBAP SLS”)或香港上海汇丰银行首尔分行(“HBAP SEL”)分发,作为《金融投资服务及资本市场法》(“FSCMA”)第 9 章所界定的专业投资者的一般参考资料。本报告并不是《金融投资服务及资本市场法》(“FSCMA”)所定义的计划书。不得以任何目的将其整体或部分作进一步分发。HBAP SLS 和 HBAP SEL 受韩国金融服务委员会(FSC)及金融监督院(FSS)的监管。在新加坡,本报告由香港上海汇丰银行有限公司新加坡分行分发,提供新加坡 2001 年《证券期货法》第 274 和 304 款所述机构投资者或其他人士以及符合《证券期货法》第 275 和 305 款规定的合格投资者和其他人士的一般信息。若投资者不属于《证券期货法》定义的合格投资者、专家投资者或机构投资者,香港上海汇丰银行有限公司新加坡分行仅向其分发宏观经济和货币研究报告,并对所提供报告的内容承担法律责任。本报告并非《证券期货法》所定义的招股章程,不得以任何目的将其整体或部分作进一步分发。香港上海汇丰银行有限公司新加坡分行受新加坡金融管理局监管。在新加坡的收件人如有任何关于本报告或与本报告相关的问题,应联系香港上海汇丰银行有限公司新加坡分行代表。详细的联系信息请查看香港上海汇丰银行有限公司新加坡分行网站: www.business.hsbc.com.sg。在澳大利亚,本报告由香港上海汇丰银行有限公司(ABN 65 117 925 970, AFSL 301737)分发,作为“批发”客户(如 2001 年《公司法》所界定)的一般参考资料。如果分发予零售客户,则本报告由 HSBC Bank Australia Limited (ABN 48 006 434 162, AFSL No. 232595)分发。上述各实体均未作出本报告所述产品或服务是否提供予澳大利亚人士,或是否必定适合任何特定人士,或按照当地法律是否恰当的陈述。本文件概不考虑任何收件人的特有投资目标、财务状况或特定需求。

HSBC Securities (USA) Inc., 作为美国注册的证券经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的成员,为其非美国的国外分支机构所发布研究报告之内容承担责任。本报告中的信息在任何情况下均不得被视为投资建议,亦不得因收件人需求而制定。所有收到及/或接触本报告及有意就本报告中所讨论的任何证券进行交易的美国人,应与在美国的 HSBC Securities (USA) Inc. 而非其非美国境外关联机构(即本报告发行机构)进行交易。HSBC México, SA, Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC 由墨西哥财政与公共信贷部(Secretaría de Hacienda y Crédito Público)和墨西哥国家银行和证券委员会(Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV))批准并受其监管。Banco HSBC SA (“汇丰银行巴西”)和/或其附属公司已在巴西分发本文件。根据巴西证券交易委员会(Comissão de Valores Mobiliários)第 20/2021 号决议的要求,必须在上述标题为“汇丰银行和分析师披露事项”的图表中披露与: (i) 汇丰银行巴西和/或其附属公司; 及(ii) 负责撰写本报告的分析师有关的潜在利益冲突。

汇丰国际财富管理及卓越理财(IWPB),包括汇丰私人银行的客户,只有满足以下条件,才有资格获取本报告: (i) 您获准收取汇丰银行相应法人实体的相关研究报告; (ii) 您同意汇丰银行相应实体的条款与条件和/或访问研究报告的客户声明; (iii) 您同意该汇丰银行实体提供的、您据以访问研究报告的任何其他网上银行、在线银行、移动银行和/或投资服务的条款和条件(与(ii)统称为“条款”)。如不符合上述条件,请您忽略此报告。如果您是 IWPB 客户,请通知您的客户经理或拨打相关客户热线。本报告的分发由您已同意其条款的上述汇丰银行相关实体全权负责。获取本研究报告须严格遵守条款以及 IWPB 可能告知的适用于该研究报告的任何其他条件和免责声明。

©版权所有 2026 汇丰前海证券有限责任公司,不得转载。未经汇丰前海证券有限责任公司的事先书面许可,不得对本报告任何部分进行复制、存储于检索系统,或以任何电子、机械、影印、记录或其它形式或方式进行传输。

[1281803]