

**审慎增持 (维持)****1810.HK 小米集团-W****港股**

目标价: 14.5 港元

现价: 11.7 港元

**1Q19 业绩或低于此前预期, 但期待二季度大幅改善****2019年04月18日****预期升幅: 23.9%****主要财务指标 (Non-IFRS, 人民币元)****市场数据**

日期	2019-04-18
收盘价 (港元)	11.70
总股本 (亿股)	240
流通股本 (亿股)	173
总市值 (亿港元)	2,805
流通市值 (亿港元)	2,022
净资产 (百万元)	71,323
总资产 (百万元)	145,228
每股净资产 (元)	2.98

数据来源: Wind

**相关报告**

《硬件毛利率可见提升空间, 海外服务变现顺利》—2019.03.22  
《新旧动能转换中, 业绩不确定性增大》—2019.01.13  
《三季报超预期: 手机开启多品牌, IoT 与互联网势头强劲》—2018.11.21  
《二向箔, 颠覆式快速增长》—2018.10.26

**海外 TMT 研究**

分析师:

张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

曹萌

caomeng@xyzq.com.cn

SAC: S0190118070147

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	174,915	219,956	281,544	356,671
同比增长	52.6%	25.8%	28.0%	26.7%
归母净利润 (百万元)	8,631	10,785	15,596	20,263
同比增长	59%	25%	45%	30%
毛利率	12.7%	13.6%	14.3%	14.7%
归母净利润率	4.9%	4.9%	5.5%	5.7%
净资产收益率	12.1%	13.1%	16.0%	17.2%
基本每股收益 (元)	0.84	0.45	0.65	0.85
每股经营现金流 (元)	-0.09	1.00	1.07	1.08

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

**投资要点**

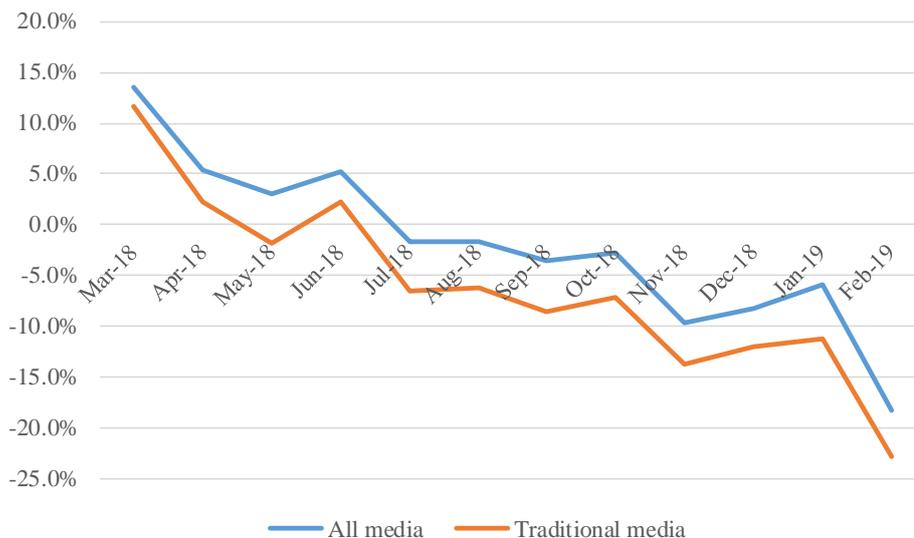
- **调整 1Q19 盈利预测至: 收入~433 亿人民币, yoy+25.9%, 调整后净利润~17.1 亿, yoy+0.8%。**我们观察到一些此前未预期到的信息, 下调了一季度的盈利预测, 包括 1) 小米手机一季度新发机型还未在海外市场规模铺货, 海外手机出货量可能低于预期; 2) 一季度国内互联网广告市场继续低迷, 预计将影响到小米的互联网服务收入。
- **维持小米今年国内手机出货量会好于行业的观点。**我们认为小米手机竞争力在多个维度有边际改善, 包括 1) 硬件研发团队增员, 产品力的改善; 2) 多品牌的各自定位清晰化, 有利于争取更多市场份额; 3) 努力解决产品量产问题, 目前小米 9 的量产问题已经得到解决。2019 年一季度, 国内智能手机出货约 7307 万部, 同比下滑 10.8%, 但我们预计小米手机国内出货增速好于行业。我们预计在 Redmi 品牌独立后, 小米品牌年内会推出一款值得期待的高端旗舰机型。
- **减税效应叠加新机规模出货, 二季度业绩值得期待。**2019 年 4 月 1 日起, 制造业增值税税率将从 16% 降至 13%, 我们认为公司的硬件业务毛利率大概率会改善。另外, 小米一季度的新机型红米 Note 7、小米 9/9 SE 将在整个二季度规模出货, 并会进入更多的海外市场。减税效应叠加新机的规模出货, 我们认为公司二季度业绩有望环比大幅改善。
- **投资建议: 维持目标价 14.5 港元, 维持“审慎增持”评级。**我们下调了 2019 年第一季度的盈利预测, 但考虑到二季度开始的减税效应、新机规模出货, 以及年内值得期待的高端旗舰机型, 我们维持年度盈利预测基本不变。预计公司 2019/20/21 年调整后净利润 107/155/202 亿人民币, 调整后归母净利润 108/155/208 亿人民币。维持目标价 14.5 港元, 目标价对应于 2019/20/21 年调整后归母净利润 PE 倍数为 27.5/19.0/14.6 倍。

**风险提示:** 国内手机行业日趋成熟, 竞争趋于激烈; 互联网业务行业竞争激烈; 新进入的品类能否成功有待观察。



**调整 1Q19 盈利预测至：收入~433 亿人民币，yoy+25.9%，调整后净利润~17.1 亿，yoy+0.8%。**我们观察到一些此前未预期到的信息，下调了一季度的盈利预测，包括 1) 小米手机一季度新发机型还未在海外市场规模铺货，海外手机出货量可能低于预期；2) 一季度国内互联网广告市场继续低迷，预计将影响到小米的互联网服务收入。

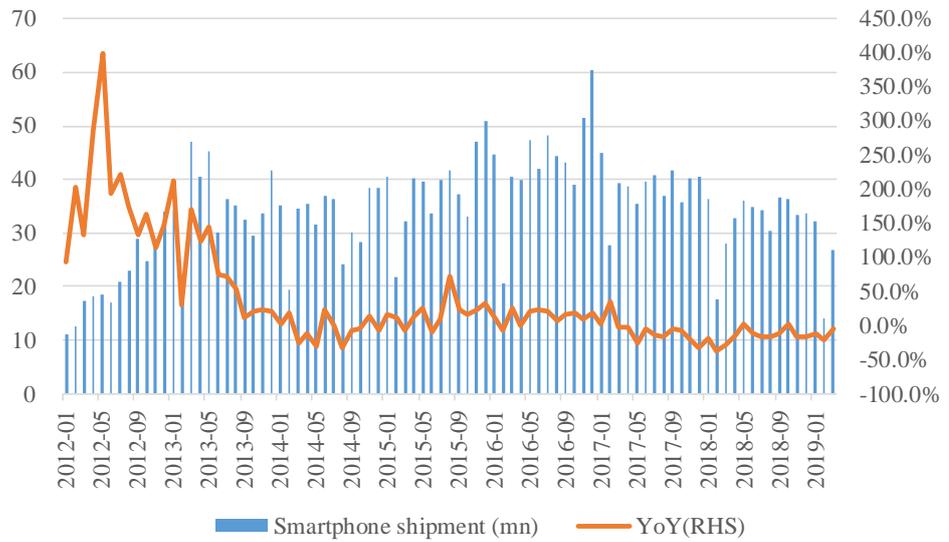
图1、2018 年 3 月-2019 年 2 月全媒体&传统媒体广告花费变化



资料来源：CTR，兴业证券经济与金融研究院整理

**维持小米今年国内手机出货量会好于行业的观点。**我们认为小米手机竞争力在多个维度有边际改善，包括 1) 硬件研发团队增员，产品力的改善；2) 多品牌的各自定位清晰化，有利于争取更多市场份额；3) 努力解决产品量产问题，目前小米 9 的量产问题已经得到解决。2019 年一季度，国内智能手机出货约 7307 万部，同比下滑 10.8%，但我们预计小米手机国内出货增速好于行业。我们预计在 Redmi 品牌独立后，小米品牌年内会推出一款值得期待的高端旗舰机型。

图2、国内智能手机月度出货量(百万台)



资料来源：工信部，兴业证券经济与金融研究院整理

**减税效应叠加新机规模出货，二季度业绩值得期待。**2019年4月1日起，制造业增值税税率将从16%降至13%，我们认为公司的硬件业务毛利率大概率会改善。另外，小米一季度的新机型红米 Note 7、小米 9/9 SE 将在整个二季度规模出货，并会进入更多的海外市场。减税效应叠加新机的规模出货，我们认为公司二季度业绩有望环比大幅改善。

表1、小米集团的盈利预测

(人民币 百万元)	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
利润表	Dec-18	Dec-19	Dec-20	Dec-21	Mar-18	Jun-18	Sep-18	Dec-18	Mar-18	Jun-18	Sep-18	Dec-18
智能手机	113,800	128,908	153,348	178,181	23,239	30,501	34,982	25,077	25,986	35,562	38,626	28,735
IoT与生活消费产品	43,817	69,270	98,298	139,211	7,697	10,379	10,805	14,937	12,959	16,613	16,807	22,891
互联网服务	15,956	19,995	27,634	36,422	3,231	3,958	4,729	4,037	4,013	4,658	5,429	5,894
其他	1,343	1,784	2,265	2,857	245	397	330	370	351	470	499	465
<b>总收入</b>	<b>174,915</b>	<b>219,956</b>	<b>281,544</b>	<b>356,671</b>	<b>34,412</b>	<b>45,235</b>	<b>50,846</b>	<b>44,421</b>	<b>43,308</b>	<b>57,302</b>	<b>61,361</b>	<b>57,985</b>
成本	-152,723	-189,967	-241,243	-304,109	-30,111	-39,584	-44,269	-38,760	-37,699	-49,862	-53,043	-49,363
<b>毛利</b>	<b>22,192</b>	<b>29,989</b>	<b>40,300</b>	<b>52,562</b>	<b>4,301</b>	<b>5,652</b>	<b>6,578</b>	<b>5,661</b>	<b>5,609</b>	<b>7,440</b>	<b>8,318</b>	<b>8,622</b>
销售费用	-7,993	-9,938	-11,825	-14,980	-1,403	-2,076	-2,187	-2,328	-2,165	-2,521	-2,700	-2,551
管理费用	-12,099	-2,769	-3,379	-4,280	-465	-10,457	-583	-594	-650	-688	-736	-696
研发费用	-5,777	-8,842	-11,262	-14,267	-1,104	-1,364	-1,534	-1,775	-1,776	-2,292	-2,454	-2,319
其他	4,874	576	576	576	2,035	652	-62	2,249	144	144	144	144
<b>经营利润</b>	<b>1,196</b>	<b>9,017</b>	<b>14,411</b>	<b>19,611</b>	<b>3,364</b>	<b>-7,592</b>	<b>2,211</b>	<b>3,213</b>	<b>1,162</b>	<b>2,083</b>	<b>2,571</b>	<b>3,200</b>
财务收益净额	216	88	221	279	18	-32	100	131	22	22	22	22
可转可赎回优先股公允价值变动	12,514	0	0	0	-10,071	22,533	53	0	0	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>13,927</b>	<b>9,105</b>	<b>14,632</b>	<b>19,890</b>	<b>-6,689</b>	<b>14,908</b>	<b>2,364</b>	<b>3,344</b>	<b>1,184</b>	<b>2,105</b>	<b>2,593</b>	<b>3,222</b>
所得税	-449	-1,184	-2,048	-2,785	-338	-276	117	48	-154	-274	-337	-419
<b>净利润</b>	<b>13,478</b>	<b>7,921</b>	<b>12,583</b>	<b>17,105</b>	<b>-7,027</b>	<b>14,633</b>	<b>2,480</b>	<b>3,392</b>	<b>1,030</b>	<b>1,832</b>	<b>2,256</b>	<b>2,803</b>
少数股东权益	-76	-90	-100	-100	-22	-19	-18	-17	-23	-23	-23	-23
<b>归母净利润</b>	<b>13,554</b>	<b>8,011</b>	<b>12,683</b>	<b>17,205</b>	<b>-7,005</b>	<b>14,651</b>	<b>2,499</b>	<b>3,409</b>	<b>1,053</b>	<b>1,854</b>	<b>2,279</b>	<b>2,825</b>
<b>Non-IFRS:</b>												
Non-IFRS 调整额	-4,923	2,774	2,913	3,058	8,727	-12,516	405	-1,539	683	690	697	704
<b>Non-IFRS 净利润</b>	<b>8,555</b>	<b>10,695</b>	<b>15,496</b>	<b>20,163</b>	<b>1,699</b>	<b>2,117</b>	<b>2,885</b>	<b>1,853</b>	<b>1,714</b>	<b>2,522</b>	<b>2,953</b>	<b>3,507</b>
<b>成长性(同比增速)</b>												
智能手机	41.3%	13.3%	19.0%	16.2%	90.6%	58.7%	36.1%	7.0%	11.8%	16.6%	10.4%	14.6%
IoT与生活消费产品	86.9%	58.1%	41.9%	41.6%	85.0%	104.3%	89.8%	75.4%	68.4%	60.1%	55.5%	53.3%
互联网服务	61.2%	25.3%	38.2%	31.8%	59.2%	63.6%	85.5%	39.3%	24.2%	17.7%	14.8%	46.0%
其他	87.3%	32.8%	27.0%	26.1%	65.9%	148.6%	124.6%	-92.8%	43.1%	18.2%	51.1%	25.5%
总收入	52.6%	25.8%	28.0%	26.7%	85.7%	68.3%	49.1%	26.5%	25.9%	26.7%	20.7%	30.5%
Non-IFRS 净利润	59.5%	25.0%	44.9%	30.1%	157.3%	25.1%	17.3%	236.7%	0.8%	19.1%	2.4%	89.2%
<b>盈利能力</b>												
毛利率	12.7%	13.6%	14.3%	14.7%	12.5%	12.5%	12.9%	12.7%	13.0%	13.0%	13.6%	14.9%
经营利润率	0.7%	4.1%	5.1%	5.5%	9.8%	-16.8%	4.3%	7.2%	2.7%	3.6%	4.2%	5.5%
净利率	7.7%	3.6%	4.5%	4.8%	-20.4%	32.3%	4.9%	7.6%	2.4%	3.2%	3.7%	4.8%
归母净利率	7.7%	3.6%	4.5%	4.8%	-20.4%	32.4%	4.9%	7.7%	2.4%	3.2%	3.7%	4.9%
Non-IFRS 净利率	4.9%	4.9%	5.5%	5.7%	4.9%	4.7%	5.7%	4.2%	4.0%	4.4%	4.8%	6.0%

资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院预测

**投资建议:** 维持目标价 14.5 港元, 维持“审慎增持”评级。我们下调了 2019 年第一季度的盈利预测, 但考虑到二季度开始的减税效应、新机规模出货, 以及年内值得期待的高端旗舰机型, 我们维持年度盈利预测基本不变。预计公司 2019/20/21 年调整后净利润 107/155/202 亿人民币, 调整后归母净利润 108/155/208 亿人民币。维持目标价 14.5 港元, 目标价对应于 2019/20/21 年调整后归母净利润 PE 倍数为 27.5/19.0/14.6 倍。

**风险提示:** 国内手机行业日趋成熟, 竞争趋于激烈; 互联网业务行业竞争激烈; 新进入的品类能否成功有待观察。

## 附表

资产负债表		单位:百万人民币			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
<b>流动资产</b>	<b>106,013</b>	<b>135,017</b>	<b>172,656</b>	<b>211,237</b>	
现金及其等价物	30,230	43,904	54,608	61,385	
存货	29,481	34,178	45,841	57,670	
应收账款	36,807	45,164	56,336	68,936	
短期投资	8,015	9,107	11,074	14,615	
其他	1,480	2,664	4,796	8,632	
<b>非流动资产</b>	<b>39,215</b>	<b>47,191</b>	<b>59,720</b>	<b>74,323</b>	
固定资产	5,068	8,679	12,654	16,629	
无形资产	2,061	3,365	4,702	6,078	
土地使用权	3,403	3,325	3,248	3,170	
按公允价值计之长期投资	18,636	22,363	29,072	37,794	
按权益法入账之投资	8,639	9,071	9,525	10,001	
其他	1,408	387	519	652	
<b>资产总计</b>	<b>145,228</b>	<b>182,209</b>	<b>232,376</b>	<b>285,560</b>	
<b>流动负债</b>	<b>61,940</b>	<b>91,287</b>	<b>125,491</b>	<b>157,977</b>	
短期借款	3,075	3,075	3,075	3,075	
应付账款	52,600	75,891	105,815	133,875	
客户预付款及其他	6,265	12,321	16,600	21,027	
<b>非流动负债</b>	<b>12,038</b>	<b>8,976</b>	<b>9,445</b>	<b>9,978</b>	
长期借款	7,856	8,249	8,496	8,751	
递延所得税负债	778	296	410	557	
可转换可赎回优先股	0	0	0	0	
其他	3,404	432	539	670	
<b>负债合计</b>	<b>73,978</b>	<b>100,264</b>	<b>134,935</b>	<b>167,955</b>	
股本	0.4	0.4	0.4	0.4	
储备	71,323	82,108	97,704	117,967	
少数股东权益	-73	-163	-263	-363	
<b>股东权益合计</b>	<b>71,250</b>	<b>81,945</b>	<b>97,441</b>	<b>117,605</b>	
<b>负债及权益合计</b>	<b>145,228</b>	<b>182,209</b>	<b>232,377</b>	<b>285,560</b>	

现金流量表		单位:百万人民币			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
除税前利润	13,927	9,105	14,632	19,890	
折旧	167	229	250	250	
无形资产摊销	208	373	490	619	
已付所得税	-1,170	-1,098	-1,975	-2,681	
其他	-6,250	-91	2,913	3,481	
营运资金的变动	-8,296	15,454	9,251	4,265	
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-1,415</b>	<b>23,972</b>	<b>25,562</b>	<b>25,824</b>	
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-7,508</b>	<b>-10,691</b>	<b>-15,105</b>	<b>-19,302</b>	
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>26,574</b>	<b>393</b>	<b>247</b>	<b>255</b>	
现金净变动	9,230	18,667	13,674	10,705	
现金的期初余额	2,333	11,563	30,230	43,904	
现金的期末余额	11,563	30,230	43,904	54,608	

利润表		单位:百万人民币			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
<b>营业收入</b>	<b>174,915</b>	<b>219,956</b>	<b>281,544</b>	<b>356,671</b>	
营业成本	-152,723	-189,967	-241,243	-304,109	
<b>毛利</b>	<b>22,192</b>	<b>29,989</b>	<b>40,300</b>	<b>52,562</b>	
销售费用	-7,993	-9,938	-11,825	-14,980	
管理费用	-12,099	-2,769	-3,379	-4,280	
研发支出	-5,777	-8,842	-11,262	-14,267	
财务费用	216	88	221	279	
投资及其他	17,388	576	576	576	
<b>税前利润</b>	<b>13,927</b>	<b>9,105</b>	<b>14,632</b>	<b>19,890</b>	
所得税	-449	-1,184	-2,048	-2,785	
<b>净利润</b>	<b>13,478</b>	<b>7,921</b>	<b>12,583</b>	<b>17,105</b>	
少数股东损益	-76	-90	-100	-100	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>13,402</b>	<b>7,831</b>	<b>12,483</b>	<b>17,005</b>	
EPS(元)	<b>0.84</b>	<b>0.33</b>	<b>0.53</b>	<b>0.72</b>	
<b>Non-IFRS 归母净利润</b>	<b>8,631</b>	<b>10,785</b>	<b>15,596</b>	<b>20,263</b>	
<b>Non-IFRS EPS(元)</b>	<b>0.84</b>	<b>0.45</b>	<b>0.65</b>	<b>0.85</b>	

主要财务比率		单位:百万人民币			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
<b>成长性</b>					
营业收入增长率	52.6%	25.8%	28.0%	26.7%	
营业利润增长率	NA	-34.6%	60.7%	35.9%	
净利润增长率	NA	-41.2%	58.9%	35.9%	
<b>盈利能力</b>					
毛利率	12.7%	13.6%	14.3%	14.7%	
净利率	7.7%	3.6%	4.5%	4.8%	
ROE	18.9%	9.6%	12.9%	14.5%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	50.9%	55.0%	58.1%	58.8%	
流动比率	1.7	1.5	1.4	1.3	
<b>营运能力(次)</b>					
资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	
贸易应收周转率	6.6	6.6	6.5	6.5	
<b>每股资料(元)</b>					
Non-IFRS 每股收益	0.84	0.45	0.65	0.85	
每股经营现金	-0.09	1.00	1.07	1.08	
每股净资产	4.43	3.42	4.07	4.91	
<b>估值比率(倍)</b>					
PE	11.9	22.2	15.3	11.8	
PB	2.3	2.9	2.5	2.0	

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游菜互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司和建发国际投资集团有限公司有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。