

买入 (维持)

1810.HK 小米集团-W

港股

目标价: 34.4 港元

现价: 27.15 港元

盈利大超预期, 手机加速驱动 AIoT

2020 年 11 月 25 日

预期升幅: 26.9%

市场数据

| 日期 | 2020-11-24 |
|-----------|------------|
| 收盘价(港元) | 27.15 |
| 总股本(亿股) | 241 |
| 流通股本(亿股) | 174 |
| 总市值(亿港元) | 6,552 |
| 流通市值(亿港元) | 4,789 |
| 净资产(百万元) | 94,568 |
| 总资产(百万元) | 211,605 |
| 每股净资产(元) | 3.92 |

数据来源: Wind

相关报告

《立足全球市场, 放眼智能时代》-2020.08.27

《1Q20 逆风增长, 海外复苏迹象已现》-2020.05.21

《深度: 从 MUJI 品牌价值, 看小米智能家居 AIoT 发展潜力》-2020.03.06

《深度: 补渠道短板, 以智能家居拓展生态》-2020.02.01

海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiacun@xyzq.com.cn

SAC: S0190519080002

SFC: BPL829

联系人:

李佳勋

lijiaxun@xyzq.com.cn

SAC: S0190120070139

主要财务指标 (Non-IFRS, 人民币)

| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 205,839 | 246,639 | 335,003 | 411,920 |
| 同比增长 | 17.7% | 19.8% | 35.8% | 23.0% |
| 调整后归母净利润(百万元) | 11,473 | 13,006 | 18,292 | 23,902 |
| 同比增长 | 32.9% | 13.4% | 40.6% | 30.7% |
| 毛利率 | 13.9% | 14.6% | 15.0% | 15.2% |
| 调整后归母净利润率 | 5.6% | 5.3% | 5.5% | 5.8% |
| 净资产收益率 | 14.1% | 13.2% | 15.7% | 17.0% |
| 基本每股收益(元) | 0.48 | 0.55 | 0.77 | 1.01 |
| 每股经营现金流(元) | 1.00 | 0.76 | 0.95 | 1.05 |

数据来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **3Q20 优于一致预期: 收入净利同比大幅增长。**3Q20 公司收入 722 亿 (人民币, 下同) (+34.5%); 毛利 102 亿 (+23.4%), 毛利率 14.1% (-1.2ppts); 调整后净利润 41 亿 (+18.9%), 调整后净利率 5.7% (-0.8ppts); 彭博一致预期营收 700 亿, 净利 33 亿。**分业务概况:** 手机收入 476 亿(+47.5%), 毛利率 8.4% (-0.6ppts); IoT 收入 181 亿(+16%), 毛利率 14.2% (+1.4ppts); 互联网收入 58 亿 (+8.7%), 毛利率 60.4% (-2.5ppts)。
- **3Q20 手机出货跃升全球第三, ASP 稳步提升, 海外运营商合作显成效。**根据 Canalys 统计, 公司 Q3 手机全球出货 4660 万台 (+45.3%), 首次位列第三, 市占率达 13.5%。中高端手机销量结构增长, 推动 ASP 提升至 1022 元(+1.6%), 其中国内 ASP 同比增长 14.7%; 前十个月国内 3000 元以上及海外 300 欧元以上机型销量超 800 万台。此外, 截至三季度末公司已与全球超 50 个运营商合作, 前三季度运营商渠道出货量同比增长 200%。
- **海外 IoT 高增长, 助力 AIoT 生态加速发展。**截至三季度末, 公司各 AIoT 平台连接数达 2.9 亿 (+36%), 小爱 AI 的 MAU 达 7,840 万 (+36%), 米家 APP MAU 达 4,310 万(+34%), IoT 平台连接设备达 2.9 亿台 (+36%)。智能电视全球销量达 310 万台, 连续 7 个季度在国内电视出货量居首; 扫地机器人、TWS 耳机位居国内销量前三。与此同时, 海外 IoT 收入同比增长 56%, 手环、滑板车及扫地机器人收入规模已超国内。截至三季度末, 小米目前共投资超 300 家生态圈公司, 账面总价值 395 亿 (+37.5%)。
- **投资建议:** 上调目标价至 34.4 港元, 维持“买入”评级。公司三季度智能机表现大超预期反应了公司高端市场布局初具成效, 与海外运营商的合作有望持续提升份额。我们看好公司明后年的手机出货增长, 并加速 IoT 生态建设。依照当前业绩增速, 上调目标价至 34.4 港元 (估值基于 2021 年利润的 32 倍 PE+投资账面价值 3 倍 PB)。

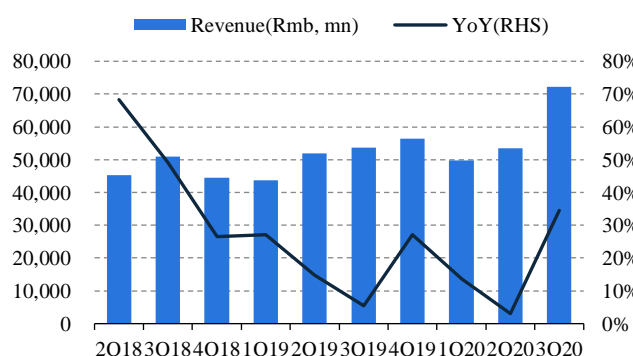
风险提示: 1) 疫情对全球需求影响的不确定性; 2) 手机市场竞争激烈; 3) 空/冰/洗能否成功有待观察。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

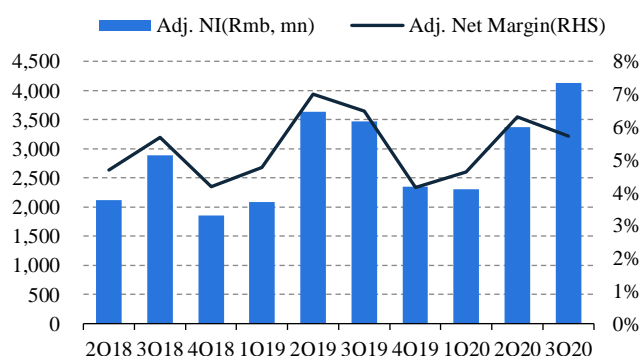
3Q20 优于一致预期：收入净利同比大幅增长。3Q20 公司收入 722 亿（人民币，下同）（+34.5%）；毛利 102 亿（+23.4%），毛利率 14.1%（-1.2ppts）；调整后净利润 41 亿（+18.9%），调整后净利率 5.7%（-0.8ppts）；彭博一致预期营收 700 亿，净利 33 亿。**分业务概况：**手机收入 476 亿（+47.5%），毛利率 8.4%（-0.6ppts）；IoT 收入 181 亿（+16%），毛利率 14.2%（+1.4ppts）；互联网收入 58 亿（+8.7%），毛利率 60.4%（-2.5ppts）。

图表1、小米集团的季度收入



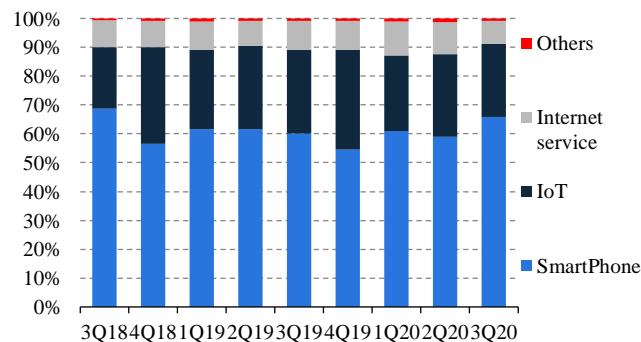
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表2、小米集团的季度调整后净利润



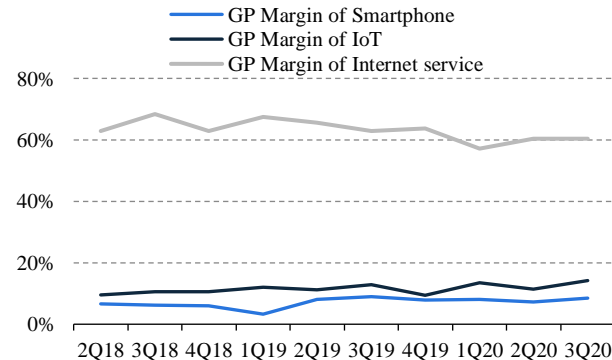
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表3、小米集团的分业务营收结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

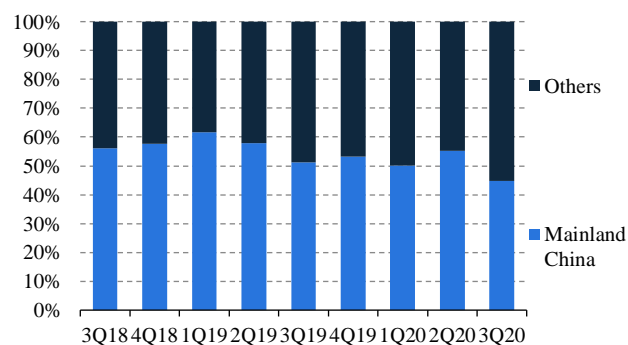
图表4、小米集团的分业务毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

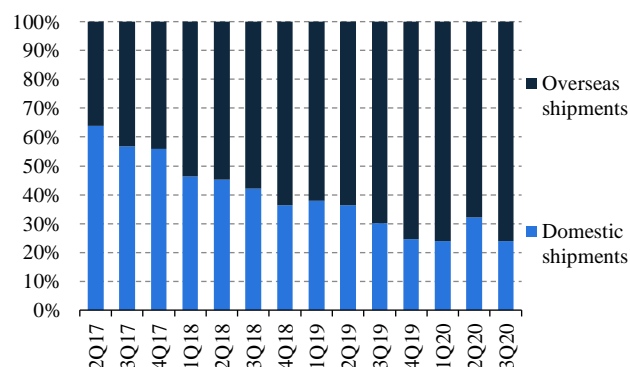
3Q20 手机出货跃升全球第三，ASP 稳步提升，海外运营商合作显成效。根据 Canalys 统计，公司 Q3 手机全球出货 4660 万台（+45.3%），首次位列第三，市占率达 13.5%。中高端手机销量结构增长，推动 ASP 提升至 1022 元（+1.6%），其中国内 ASP 同比增长 14.7%；前十个月国内 3000 元以上及海外 300 欧元以上机型销量超 800 万台。此外，截至三季度末已与全球超 50 个运营商合作，前三季度运营商渠道出货量同比增长 200%。

图表5、小米集团的分地区营收结构



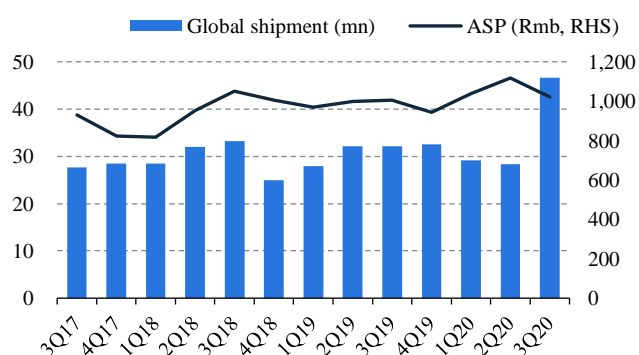
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图表6、小米集团的海外内手机出货量结构



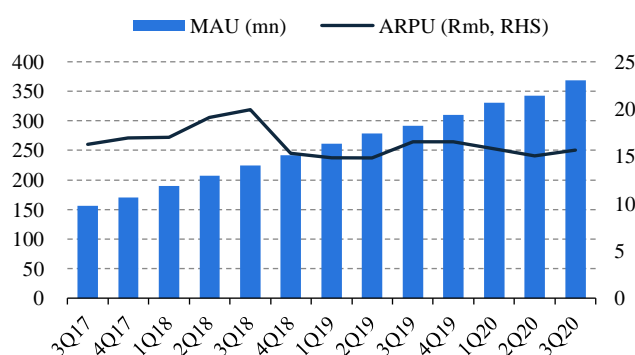
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图表7、小米集团的手机出货量及均价



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

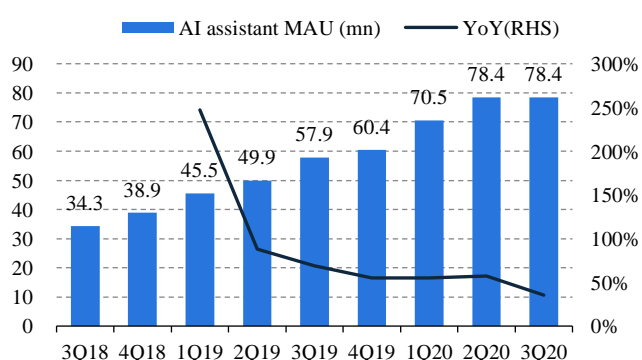
图表8、小米集团的 MAU 和 ARPU



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

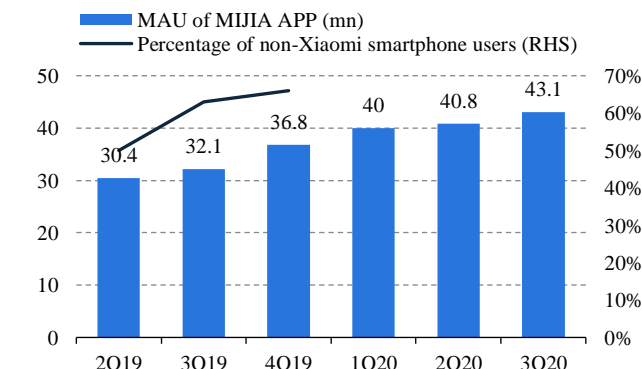
海外 IoT 高增长, 助力 AIoT 生态加速发展。截至三季度末, 公司各 AIoT 平台连接数达 2.9 亿 (+36%), 小爱 AI 的 MAU 达 7,840 万 (+36%), 米家 APP MAU 达 4,310 万(+34%), IoT 平台连接设备达 2.9 亿台 (+36%)。智能电视全球销量达 310 万台, 连续 7 个季度在国内电视出货量居首; 扫地机器人、TWS 耳机位居国内销量前三。与此同时, 海外 IoT 收入同比增长 56%, 手环、滑板车及扫地机器人收入规模已超国内。小米目前共投资超 300 家生态圈公司, 账面总价值 395 亿 (+37.5%)。

图表9、小爱同学的 MAU



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图表10、米家 APP 的 MAU 和非小米用户占比

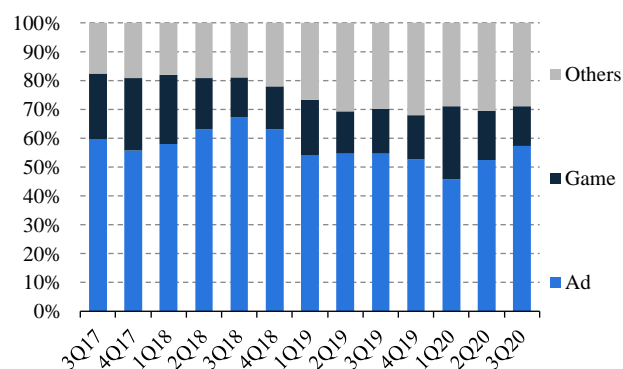


资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

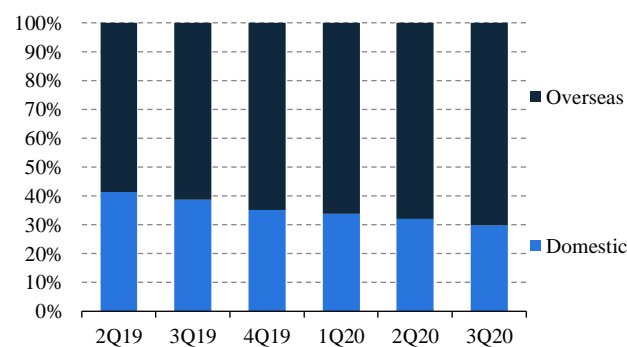
广告创单季新高，推动互联网业务持续增长。2020年第三季度，互联网营收中广告约33亿(+13.7%)，主要得益于互联网商业化能力的增强以及境外广告收入的强劲增长；游戏收入约8亿(-1.9%)，主要受复工所带来的用户时长缩短；其他互联网收入16.7亿(+5%)。

图表11、小米集团的互联网营收结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表12、小米集团的 MAU 地区结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

投资建议: 上调目标价至 34.4 港元, 维持“买入”评级。公司三季度智能机表现大超预期反应了公司高端市场布局初具成效, 与海外运营商的合作有望持续提升份额。我们看好公司明后年的手机出货增长, 并加速 IoT 生态建设。依照当前业绩增速, 上调目标价至 34.4 港元(估值基于 2021 年利润的 32 倍 PE+投资账面价值 3 倍 PB)。

表1、小米集团盈利预测

| (Rmb mn) | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E | 1Q20A | 2Q20A | 3Q20A | 4Q20E |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| P&L | Dec/19 | Dec/20 | Dec/21 | Dec/22 | Mar/20 | Jun/20 | Sep/20 | Dec/20 |
| Smartphone | 122,095 | 152,085 | 214,950 | 252,117 | 30,325 | 31,628 | 47,604 | 42,528 |
| IoT & lifestyle products | 62,088 | 67,880 | 88,382 | 122,490 | 12,984 | 15,253 | 18,119 | 21,524 |
| Internet service | 19,842 | 23,995 | 28,032 | 32,819 | 5,901 | 5,908 | 5,772 | 6,415 |
| Others | 1,814 | 2,679 | 3,640 | 4,495 | 493 | 750 | 668 | 769 |
| Total revenue | 205,839 | 246,639 | 335,003 | 411,920 | 49,702 | 53,539 | 72,163 | 71,235 |
| Cost of revenue | -177,285 | -210,633 | -284,790 | -349,417 | -42,144 | -45,837 | -61,996 | -60,655 |
| Gross profit | 28,554 | 36,006 | 50,213 | 62,503 | 7,558 | 7,702 | 10,167 | 10,580 |
| S&M | -10,378 | -12,655 | -14,740 | -18,124 | -2,625 | -3,224 | -3,601 | -3,206 |
| G&A | -3,104 | -3,611 | -4,355 | -4,943 | -782 | -836 | -853 | -1,140 |
| R&D | -7,493 | -8,572 | -11,390 | -13,181 | -1,871 | -1,958 | -2,321 | -2,422 |
| Others | 4,181 | 5,895 | 1,578 | 1,571 | 42 | 2,366 | 3,305 | 182 |
| Operating profit | 11,760 | 17,063 | 21,306 | 27,824 | 2,323 | 4,050 | 6,697 | 3,994 |
| Finance income | 402 | -884 | -1,200 | -1,200 | 131 | 131 | -1,246 | 100 |
| Others | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Pre-tax profit | 12,163 | 16,179 | 20,106 | 26,624 | 2,454 | 4,181 | 5,451 | 4,094 |
| Tax | -2,060 | -1,828 | -2,815 | -3,727 | -294 | -374 | -586 | -573 |
| Net profit | 10,103 | 14,351 | 17,291 | 22,897 | 2,160 | 3,806 | 4,865 | 3,521 |
| Non-controlling interests | 59 | -29 | -100 | -100 | -4 | -5 | -16 | -5 |
| Net profit attr. to owners | 10,044 | 14,381 | 17,391 | 22,997 | 2,164 | 3,811 | 4,881 | 3,526 |
| Non-IFRS: | | | | | | | | |
| Non-IFRS adjustment | 1,429 | -1,374 | 901 | 905 | 141 | -433 | -737 | -346 |
| Non-IFRS net profit to owners | 11,473 | 13,006 | 18,292 | 23,902 | 2,304 | 3,378 | 4,144 | 3,181 |
| Growth(YoY) | | | | | | | | |
| Smartphone | 7.3% | 24.6% | 41.3% | 17.3% | 12.3% | -1.2% | 47.5% | 38.1% |
| IoT & lifestyle products | 41.7% | 9.3% | 30.2% | 38.6% | 7.8% | 2.1% | 16.1% | 10.4% |
| Internet service | 24.4% | 20.9% | 16.8% | 17.1% | 38.6% | 29.0% | 8.7% | 12.6% |
| Others | 35.1% | 47.7% | 35.9% | 23.5% | 10.0% | 85.1% | 40.0% | 58.9% |
| Total revenue | 17.7% | 19.8% | 35.8% | 23.0% | 13.6% | 3.1% | 34.5% | 26.1% |
| Non-IFRS net profit | 32.9% | 13.4% | 40.6% | 30.7% | 14.4% | -7.0% | 19.2% | 35.4% |
| Margin | | | | | | | | |
| GP Margin | 13.9% | 14.6% | 15.0% | 15.2% | 15.2% | 14.4% | 14.1% | 14.9% |
| OP Margin | 5.7% | 6.9% | 6.4% | 6.8% | 4.7% | 7.6% | 9.3% | 5.6% |
| Net Margin | 4.9% | 5.8% | 5.2% | 5.6% | 4.3% | 7.1% | 6.7% | 4.9% |
| Net profit attr. to owners margin | 4.9% | 5.8% | 5.2% | 5.6% | 4.4% | 7.1% | 6.8% | 5.0% |
| Non-IFRS net profit margin | 5.6% | 5.3% | 5.5% | 5.8% | 4.6% | 6.3% | 5.7% | 4.5% |

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院预测

风险提示: 1) 疫情对全球需求影响的不确定性; 2) 手机市场竞争激烈; 3) 空/冰/洗能否成功有待观察。

附表

资产负债表

单位:百万人民币

| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 137,539 | 154,397 | 188,502 | 219,321 |
| 现金及其等价物 | 25,920 | 30,547 | 36,059 | 39,478 |
| 存货 | 32,585 | 39,006 | 52,739 | 64,707 |
| 应收账款 | 39,509 | 43,012 | 54,528 | 64,786 |
| 短期投资 | 37,986 | 39,063 | 40,193 | 41,379 |
| 其他 | 1,538 | 2,769 | 4,984 | 8,971 |
| 非流动资产 | 46,090 | 58,746 | 73,803 | 94,207 |
| 固定资产 | 6,992 | 9,214 | 11,441 | 13,627 |
| 无形资产 | 1,672 | 1,639 | 1,615 | 1,601 |
| 土地使用权 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 按公允价值计之长期投资 | 20,679 | 26,883 | 34,948 | 45,433 |
| 按权益法入账之投资 | 9,301 | 13,021 | 18,229 | 25,521 |
| 其他 | 7,446 | 7,990 | 7,570 | 8,026 |
| 资产总计 | 183,629 | 213,143 | 262,305 | 313,528 |
| 流动负债 | 92,181 | 105,092 | 135,651 | 162,699 |
| 短期借款 | 12,837 | 12,837 | 12,837 | 12,837 |
| 应付账款 | 68,629 | 80,677 | 106,967 | 130,314 |
| 客户预付款及其他 | 10,715 | 11,578 | 15,848 | 19,548 |
| 非流动负债 | 9,791 | 9,492 | 10,004 | 10,482 |
| 长期借款 | 4,787 | 4,930 | 5,078 | 5,231 |
| 递延所得税负债 | 580 | 366 | 563 | 745 |
| 可转换可赎回优先股 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 4,424 | 4,196 | 4,363 | 4,505 |
| 负债合计 | 101,972 | 114,584 | 145,655 | 173,180 |
| 股本 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 储备 | 81,330 | 98,261 | 116,452 | 140,249 |
| 少数股东权益 | 327 | 298 | 198 | 98 |
| 股东权益合计 | 81,658 | 98,559 | 116,650 | 140,347 |
| 负债及权益合计 | 183,629 | 213,143 | 262,305 | 313,528 |

现金流量表

单位:百万人民币

| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 除税前利润 | 12,163 | 16,867 | 20,106 | 26,624 |
| 折旧 | 324 | 285 | 354 | 421 |
| 无形资产摊销 | 3,889 | 182 | 179 | 178 |
| 已付所得税 | -2,411 | -2,846 | -2,079 | -3,892 |
| 其他 | -5,059 | 1,862 | 800 | 800 |
| 营运资金的变动 | 14,906 | 1,789 | 3,144 | 867 |
| 经营活动产生现金流量 | 23,810 | 18,139 | 22,505 | 25,000 |
| 投资活动产生现金流量 | -31,570 | -13,655 | -17,141 | -21,733 |
| 融资活动产生现金流量 | 3,121 | 144 | 148 | 152 |
| 现金净变动 | 18,667 | -4,310 | 4,627 | 5,512 |
| 现金的期初余额 | 11,563 | 30,230 | 25,920 | 30,547 |
| 现金的期末余额 | 30,230 | 25,920 | 30,547 | 36,059 |

利润表

单位:百万人民币

| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 205,839 | 246,639 | 335,003 | 411,920 |
| 营业成本 | -177,285 | -210,633 | -284,790 | -349,417 |
| 毛利 | 28,554 | 36,006 | 50,213 | 62,503 |
| 销售费用 | -10,378 | -12,655 | -14,740 | -18,124 |
| 管理费用 | -3,104 | -3,611 | -4,355 | -4,943 |
| 研发支出 | -7,493 | -8,572 | -11,390 | -13,181 |
| 财务费用 | 402 | -884 | -1,200 | -1,200 |
| 投资及其他 | 4,181 | 5,895 | 1,578 | 1,571 |
| 税前利润 | 12,163 | 16,179 | 20,106 | 26,624 |
| 所得税 | -2,060 | -1,828 | -2,815 | -3,727 |
| 调整后净利润 | 11,532 | 12,977 | 18,192 | 23,802 |
| 少数股东损益 | 59 | -29 | -100 | -100 |
| 调整后归母净利润 | 11,473 | 13,006 | 18,292 | 23,902 |
| 调整后 EPS(元) | 0.48 | 0.55 | 0.77 | 1.01 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 17.7% | 19.8% | 35.8% | 23.0% |
| 营业利润增长率 | 882.9% | 56.7% | 15.6% | 30.6% |
| 调整后归母净利润增长率 | 32.9% | 13.4% | 40.6% | 30.7% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 13.9% | 14.6% | 15.0% | 15.2% |
| 调整后归母净利润率 | 5.6% | 5.3% | 5.5% | 5.8% |
| ROE | 14.1% | 13.2% | 15.7% | 17.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 55.5% | 53.8% | 55.5% | 55.2% |
| 流动比率 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |

营运能力(次)

| | | | | |
|---------|-----|-----|-----|-----|
| 资产周转率 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.3 |
| 贸易应收周转率 | 7.7 | 8.5 | 8.5 | 8.5 |

每股资料(元)

| | | | | |
|---------|------|------|------|------|
| 调整后每股收益 | 0.48 | 0.55 | 0.77 | 1.01 |
| 每股经营现金 | 1.00 | 0.76 | 0.95 | 1.05 |
| 每股净资产 | 3.44 | 4.15 | 4.91 | 5.91 |

估值比率(倍)

| | | | | |
|----|------|------|------|------|
| PE | 47.8 | 42.1 | 30.0 | 22.9 |
| PB | 6.7 | 5.6 | 4.7 | 3.9 |

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.xyzq.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

兴证国际证券股份有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司和中国恒大集团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发送、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股份有限公司(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股份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。