



## 小米集团 (1810.HK): 核心业务利润维持高位稳定, 智能电动车业务有望释放估值

重申小米的“买入”评级, 上调目标价至 18.6 港元, 潜在升幅 28%。

- 重申小米的“买入”评级:** 小米 4Q23 业绩表现强劲, 经调整利润人民币 49 亿元, 同比增长 236%, 符合我们预期。我们预计经调整并扣除新业务费用后, 小米 2024 年核心业务 (智能手机、IoT、互联网) 利润有望保持高位。小米智能电动车近期将开启交付, 贡献收入, 有望逐步释放该业务估值。同时, 我们认为小米也是 AI 端侧落地手机直接受益标的。进一步展望 2025 年, 小米核心业务利润有持续增长能力, 配合智能电动车业务毛利增量, 预期小米经调整总利润将增长加速。目前目标价对应 2024 年、2025 年经调整利润市盈率为 16.3x、14.9x, 估值有吸引力, 因此重申小米“买入”评级。
- 聚焦小米智能电动车发布交付:** 小米将在 3 月 28 日举行小米汽车发布会, 届时将公布小米汽车 SU7 的价格, 并同步开启交付。得益于小米的粉丝基础, 我们对于小米汽车初期的需求保持乐观, 重点关注公司汽车初期产能爬坡和交付能力。同时, 随着小米持续扩张门店和经销商, 小米汽车交付量有望持续增长。我们预期这将带来小米汽车业务的估值释放, 从而推动股价表现。
- 预计 2024 年小米核心业务利润维持高位稳定:** 在 2024 年, 我们认为小米有望通过手机份额销量的增长、产品结构调整改善对冲中上游零部件成本上扬, 从而带来公司经营杠杆提升, 维持利润高位稳定在人民币 260 亿元左右。其中, 手机业务受到物料成本上行影响更大, 利润会有下行, 但是 IoT 和互联网业务有望实现收入和毛利率同步上行。同时, 小米收入增长带动经营杠杆提升, 推动公司今年整体核心业务利润维持稳定。
- 估值:** 我们采用分部加总估值法对小米进行估值。我们分别给予小米 2025 年智能手机、IoT、互联网业务 12.0x、16.0x、12.0x 的目标市盈率, 给予智能电动车 1.5x 的目标市销率, 得到 18.6 港元的目标价, 潜在升幅 28%。
- 投资风险:** 智能手机等消费电子产品需求恢复不如预期。手机供应链零部件及上游半导体成本上升过快。行业竞争加剧, 玩家利润率承压。智能电动车交付量不如预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2022-2026E)

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	280,044	270,970	314,086	363,863	436,458
同比增速	-15%	-3%	16%	16%	0%
经调整净利润	8,518	19,273	14,650	20,188	23,100
同比增速	-61%	126%	-24%	38%	14%
目标 PE (x)	48.3	21.4	28.2	20.4	17.9

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师

tony\_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师

sia\_huang@spdbi.com

(852) 2809 0355

2024 年 3 月 21 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	18.6
潜在升幅/降幅	+28%
目前股价 (港元)	14.5
52 周内股价区间 (港元)	9.86-16.98
总市值 (百万港元)	361,752
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,235

注: 截至 2024 年 3 月 20 日收盘价

### 市场预期区间



### 股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>280,044</b>	<b>270,970</b>	<b>314,086</b>	<b>363,863</b>	<b>436,458</b>
销货成本	(232,467)	(213,494)	(252,766)	(294,488)	(354,218)
<b>毛利润</b>	<b>47,577</b>	<b>57,476</b>	<b>61,320</b>	<b>69,374</b>	<b>82,240</b>
<b>经营支出</b>	<b>(42,465)</b>	<b>(43,451)</b>	<b>(49,006)</b>	<b>(50,922)</b>	<b>(59,853)</b>
销售费用	(21,323)	(19,227)	(21,609)	(21,565)	(25,353)
管理费用	(5,114)	(5,127)	(5,800)	(6,060)	(7,118)
研发费用	(16,028)	(19,098)	(21,597)	(23,297)	(27,382)
<b>经营利润</b>	<b>5,112</b>	<b>14,025</b>	<b>12,314</b>	<b>18,452</b>	<b>22,387</b>
非经营收入	(1,178)	7,986	8,551	8,684	8,690
财务费用	1,117	2,002	2,563	2,691	2,691
投资收益	(2,062)	3,547	3,551	3,556	3,562
其他	(233)	2,437	2,437	2,437	2,437
<b>税前利润</b>	<b>3,934</b>	<b>22,011</b>	<b>20,865</b>	<b>27,136</b>	<b>31,077</b>
税务费用	(1,431)	(4,537)	(4,495)	(5,710)	(6,507)
<b>税后利润含少数股东权益</b>	<b>2,503</b>	<b>17,474</b>	<b>16,369</b>	<b>21,427</b>	<b>24,570</b>
少数股东权益	29	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>净利润</b>	<b>2,474</b>	<b>17,475</b>	<b>16,370</b>	<b>21,428</b>	<b>24,571</b>
基本股数 (百万)	24,828	24,885	24,885	24,885	24,885
摊销股数 (百万)	25,297	25,325	25,325	25,325	25,325
<b>基本每股收益 (元)</b>	<b>0.10</b>	<b>0.70</b>	<b>0.66</b>	<b>0.86</b>	<b>0.99</b>
<b>摊销每股收益 (元)</b>	<b>0.10</b>	<b>0.69</b>	<b>0.65</b>	<b>0.85</b>	<b>0.97</b>

### 资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	27,607	33,631	65,110	94,930	127,078
受限制资金	33,831	57,592	46,074	36,859	29,487
短期投资	18,125	30,548	27,494	27,494	27,494
应收账款和应收票据	11,795	12,151	14,084	16,316	19,572
存货	50,438	44,423	52,594	61,276	73,704
其他流动资产	18,618	20,707	24,002	27,806	33,354
<b>流动资产合计</b>	<b>160,415</b>	<b>199,053</b>	<b>229,358</b>	<b>264,680</b>	<b>310,688</b>
物业、厂房及设备	9,138	13,721	15,673	18,008	21,071
无形资产	4,630	8,629	6,469	4,850	3,636
长期投资收益	63,912	67,122	73,834	81,218	89,339
其他非流动资产	35,412	35,723	35,723	35,723	35,723
<b>总资产</b>	<b>273,507</b>	<b>324,247</b>	<b>361,057</b>	<b>404,479</b>	<b>460,458</b>
短期借贷	2,151	6,183	7,673	8,841	10,202
应付账款和应付票据	53,094	62,099	73,521	85,657	103,030
其他流动负债	34,383	47,306	54,833	63,523	76,196
<b>流动负债合计</b>	<b>89,628</b>	<b>115,588</b>	<b>136,027</b>	<b>158,021</b>	<b>189,429</b>
长期借款	21,493	21,674	21,674	21,674	21,674
其他非流动负债	18,463	22,724	22,724	22,724	22,724
<b>总负债</b>	<b>129,584</b>	<b>159,986</b>	<b>180,425</b>	<b>202,419</b>	<b>233,827</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	143,658	163,995	180,365	201,793	226,364
少数股东权益	265	266	266	266	266
其他	(0)	0	0	0	0
<b>股东权益总额</b>	<b>143,923</b>	<b>164,262</b>	<b>180,632</b>	<b>202,060</b>	<b>226,630</b>
<b>总负债和股东权益</b>	<b>273,507</b>	<b>324,247</b>	<b>361,057</b>	<b>404,479</b>	<b>460,458</b>

### 现金流量表

人民币百万元	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>(4,390)</b>	<b>51,114</b>	<b>28,633</b>	<b>34,356</b>	<b>40,575</b>
税前利润	3,934	22,011	20,865	27,136	31,077
折旧	2,311	3,032	4,553	5,200	5,975
摊销	1,396	1,159	2,160	1,619	1,214
其他经营活动现金流	13,762	5,953	2,564	2,692	2,692
<b>营运资金变动</b>	<b>(21,255)</b>	<b>25,498</b>	<b>5,550</b>	<b>6,108</b>	<b>8,816</b>
应收账款减少 (增加)	4,347	(356)	(1,933)	(2,232)	(3,255)
库存减少 (增加)	(5,449)	6,015	(8,172)	(8,681)	(12,428)
应付账款增加 (减少)	(20,514)	9,005	11,423	12,136	17,373
其他经营资金变动	362	10,834	4,232	4,886	7,126
税务费用	(3,420)	(4,537)	(4,495)	(5,710)	(6,507)
利息收入 (支出)	(1,117)	(2,002)	(2,563)	(2,691)	(2,691)
<b>投资活动现金流</b>	<b>15,549</b>	<b>(45,006)</b>	<b>1,356</b>	<b>(5,704)</b>	<b>(9,789)</b>
资本支出	(5,800)	(5,612)	(6,505)	(7,535)	(9,039)
取得或购买长期投资	(7,741)	(3,210)	(6,712)	(7,383)	(8,122)
银行存款增加	10,226	(23,760)	11,518	9,215	7,372
短期投资	20,094	(12,424)	3,055	-	-
其他	(1,231)	-	-	-	-
<b>融资活动现金流</b>	<b>(7,855)</b>	<b>4,213</b>	<b>1,489</b>	<b>1,168</b>	<b>1,362</b>
借款	(2,791)	4,213	1,489	1,168	1,362
发行股份	-	-	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
其他	(5,063)	-	-	-	-
<b>外汇损益</b>	<b>791</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>4,096</b>	<b>10,321</b>	<b>31,479</b>	<b>29,820</b>	<b>32,148</b>
<b>期初现金及现金等价物</b>	<b>23,512</b>	<b>27,607</b>	<b>33,631</b>	<b>65,110</b>	<b>94,930</b>
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>27,607</b>	<b>37,929</b>	<b>65,110</b>	<b>94,930</b>	<b>127,078</b>

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>营运指标增速</b>					
营业收入增速	-14.7%	-3.2%	15.9%	15.8%	20.0%
毛利润增速	-18.3%	20.8%	6.7%	13.1%	18.5%
营业利润增速	-73.6%	174.4%	-12.2%	49.9%	21.3%
净利润增速	-87.2%	606.3%	-6.3%	30.9%	14.7%
<b>盈利能力</b>					
净资产收益率	1.8%	11.3%	9.5%	11.2%	11.5%
总资产报酬率	0.9%	5.8%	4.8%	5.6%	5.7%
投入资本回报率	2.2%	4.9%	3.7%	5.5%	6.1%
<b>利润率</b>					
毛利率	17.0%	21.2%	19.5%	19.1%	18.8%
营业利润率	1.8%	5.2%	3.9%	5.1%	5.1%
净利润率	0.9%	6.4%	5.2%	5.9%	5.6%
<b>营运能力</b>					
现金循环周期	(0)	(1)	(13)	(13)	(13)
应收账款周转天数	19	16	15	15	15
存货周转天数	81	81	70	71	70
应付账款周转天数	100	98	98	99	97
净债务 (净现金)	(37,795)	(63,366)	(81,837)	(101,274)	(124,689)
自由现金流	(21,655)	33,565	13,576	18,135	22,846

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

## 小米业绩回顾及展望

### ● 4Q23 业绩：表现强劲，符合业绩预览预期

#### 小米 4Q23 财务情况

- 营业收入为人民币 732 亿元，同比增长 11%，环比增长 3%。其中，智能手机收入人民币 442 亿元，同比增长 21%，环比增长 6%；IoT 产品收入人民币 203 亿元，同比下降 5%，环比下降 2%；互联网服务收入人民币 79 亿元，同比增长 10%，环比增长 2%。
- 毛利率为 21.3%，同比增长 4.1 个百分点，环比下降 1.4 个百分点。其中，智能手机、IoT 产品、互联网服务及其他业务的毛利率分别为 16.4%、13.9%、75.7%。
- 营业利润为人民币 50.6 亿元，同比增长 51%，环比增长 1%。
- 净利润为人民币 47.3 亿元，同比增长 50%，符合我们的预期。

(详情请参考下方表格)

图表 2: 小米 4Q23 业绩详情

人民币 百万	4Q23	4Q22	同比	3Q23	环比
营业收入	73,244	66,047	11%	70,894	3%
毛利润	15,614	11,378	37%	16,110	(3%)
营业利润	5,057	3,356	51%	5,011	1%
净利润(损失)	4,727	3,151	50%	4,874	(3%)
基本每股收益 (人民币)	0.19	0.14	33%	0.20	(3%)
利润率	4Q23	4Q22	同比 百分点	3Q23	环比 百分点
毛利率	21.3%	17.2%	4.1	22.7%	(1.4)
营业费用率	14.4%	12.1%	2.3	15.7%	(1.2)
营业利润率	6.9%	5.1%	1.8	7.1%	(0.2)
净利率	6.5%	4.8%	1.7	6.9%	(0.4)
人民币 百万	4Q23	4Q22	同比	3Q23	环比
智能手机	44,232	36,672	21%	41,649	6%
IoT产品	20,347	21,447	(5%)	20,673	(2%)
互联网服务	7,880	7,171	10%	7,756	2%
其他	785	757	4%	817	(4%)
<b>总收入</b>	<b>73,244</b>	<b>66,047</b>	<b>11%</b>	<b>70,894</b>	<b>3%</b>
毛利率	4Q23	4Q22	同比 百分点	3Q23	环比 百分点
智能手机	16.4%	8.2%	8.2	16.6%	(0.3)
IoT产品	13.9%	14.3%	(0.3)	17.8%	(3.9)
互联网服务	75.7%	71.5%	4.2	74.4%	1.3
其他	(54.8%)	24.9%	(79.7)	(33.9%)	(20.9)
<b>综合毛利率</b>	<b>21.3%</b>	<b>17.2%</b>	<b>4.1</b>	<b>22.7%</b>	<b>(1.4)</b>
出货量 (百万)	4Q23	4Q22	同比	3Q23	环比
智能手机	40.7	33.2	23%	41.5	(2%)
小米出货量 百万	4Q23	4Q22	同比	3Q23	环比
中国	9.5	8.5	12%	9.1	5%
印度	7.2	5.5	31%	7.6	(5%)
其他	24.0	19.2	25%	24.8	(3%)
<b>合计</b>	<b>40.7</b>	<b>33.2</b>	<b>23%</b>	<b>41.5</b>	<b>(2%)</b>
市占率	4Q23	4Q22	同比 百分点	3Q23	环比 百分点
中国	13%	12%	1.3	14%	(0.6)
印度	19%	19%	0.7	17%	1.9
其他	11%	10%	1.6	13%	(1.5)
<b>合计</b>	<b>13%</b>	<b>11%</b>	<b>1.5</b>	<b>14%</b>	<b>(1.1)</b>
全球 智能手机	4Q23	4Q22	同比	3Q23	环比
中国	73.5	72.8	1%	67	10%
印度	37.3	29.6	26%	44	(15%)
其他	213.2	198.3	8%	194	10%
<b>合计</b>	<b>324.1</b>	<b>300.6</b>	<b>8%</b>	<b>304</b>	<b>7%</b>

资料来源: 公司公告、浦银国际

## ● 预计小米 2024 年核心业务利润维持稳定

根据小米 2023 年业绩情况，我们调整 2024 年、2025 年小米业绩预测。我们预期 2024 年小米核心业务（智能手机、IoT、互联网）利润将维持高位稳定，并在 2025 年取得利润增长。我们预期 2024 年新业务（主要是智能电动车）相关费用支出将达到 110 亿至 120 亿元，并有望在 2025 年实现销量和毛利的基础上减亏，从而推动小米集团层面 2025 年经调整利润的增长。

图表 3：小米财务预测：新预测 vs 前预测

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	<b>314,086</b>	308,135	2%	<b>363,863</b>	345,174	5%	<b>436,458</b>	-	-
毛利润	<b>61,320</b>	55,726	10%	<b>69,374</b>	61,961	12%	<b>82,240</b>	-	-
经营利润	<b>12,314</b>	3,508	251%	<b>18,452</b>	4,634	298%	<b>22,387</b>	-	-
净利润	<b>16,370</b>	4,169	293%	<b>21,428</b>	5,008	328%	<b>24,571</b>	-	-
基本每股收益（元）	<b>0.66</b>	0.17	294%	<b>0.86</b>	0.20	330%	<b>0.99</b>	-	-
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	<b>19.5%</b>	18.1%	1.4	<b>19.1%</b>	18.0%	1.1	<b>18.8%</b>	-	-
营业费用率	<b>15.6%</b>	16.9%	(1.3)	<b>14.0%</b>	16.6%	(2.6)	<b>13.7%</b>	-	-
营业利润率	<b>3.9%</b>	1.1%	2.8	<b>5.1%</b>	1.3%	3.7	<b>5.1%</b>	-	-
净利率	<b>5.2%</b>	1.4%	3.9	<b>5.9%</b>	1.5%	4.4	<b>5.6%</b>	-	-

资料来源：浦银国际预测

## ● 小米估值

我们采用分部加总估值法对小米进行估值。我们分别给予小米 2025 年智能手机、IoT 和互联网业务 12.0x、16.0x、12.0x 市盈率，给予小米智能电动车 1.5x 的市销率，得到 18.6 港元的目标价，潜在升幅 28%。我们重申小米的“买入”评级。

我们预期 2024 年小米核心业务利润维持稳定，认为当前市场对于该业务估值预期偏低，但是随着 2025 年利润预期增长兑现，小米的估值有上行空间。

图表 4：小米分部加总估值法（2025 年）

人民币百万	收入	净利率	经调整净利润	净利润增速	目标市盈率	目标市销率	估值	净利润贡献
智能手机	192,511	2.5%	4,813	7%	12.0		57,753	41%
IoT	92,026	5.3%	4,877	11%	16.0		78,038	42%
互联网	33,487	56.5%	18,916	10%	12.0		226,990	163%
智能电动车	42,387		(8,417)			1.5	63,581	
其他	3,451	0.0%	-		15.0		-	0%
<b>合计</b>	<b>363,863</b>		<b>20,188</b>	<b>38%</b>	<b>21.1</b>		<b>426,362</b>	<b>246%</b>
人民币/港币							0.9199	
<b>市值</b>							<b>463,488</b>	
股数（百万）							24,885	
<b>目标价（港元）</b>							<b>18.6</b>	

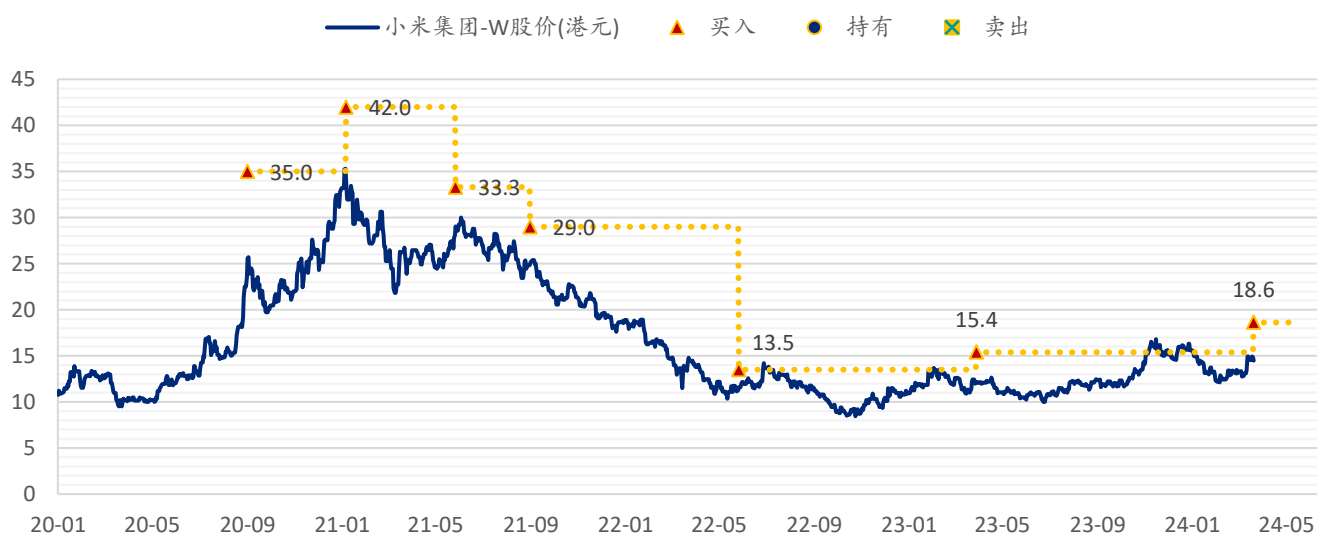
资料来源：浦银国际预测

图表 5：小米市盈率估值



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 小米集团

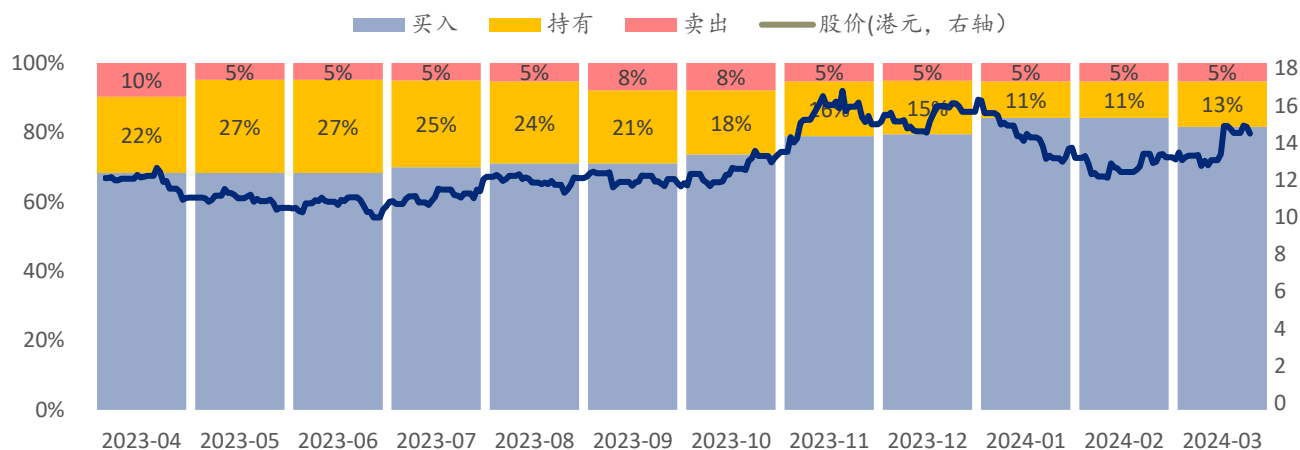


注: 截至 2024 年 3 月 20 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

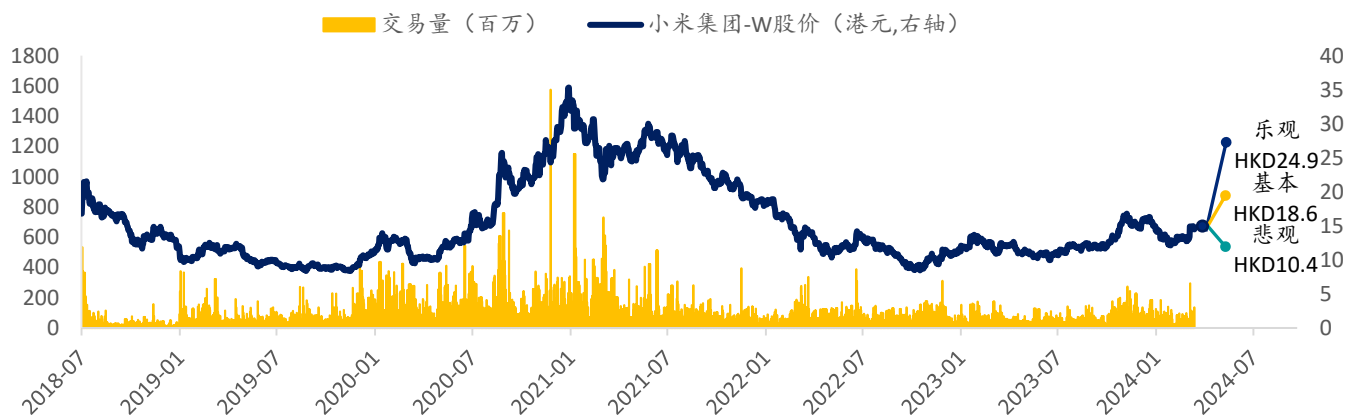
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7：小米集团市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：小米集团 SPDBI 情景假设



**乐观情景：公司收入增长好于预期**

**目标价：24.9 港元**  
(概率：25%)

- 小米海外渠道拓展速度快于预期，拉动智能手机出货增长迅猛
- 高端智能手机拓展比较顺利，提升小米智能手机平均单价，且市场竞争缓和
- IoT 产品，尤其是大家电业务，增长速度比较快
- 小米汽车交付量增长强劲，推动估值提升

**悲观情景：公司收入增长不及预期**

**目标价：10.4 港元**  
(概率：5%)

- 外部环境不稳定拖累全球智能手机需求复苏，低于全年的出货预期
- 国内竞争加剧，智能手机毛利率下滑，从而导致利润增速下滑
- 小米汽车交付量低于预期，拖累估值

资料来源：浦银国际



图表 9: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	14.5	买入	18.6	21/3/2024	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	162.9	买入	179.4	26/2/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	29.6	买入	36.7	1/3/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	39.3	买入	49.9	26/10/2023	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	29.7	买入	34.5	24/10/2023	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	13.4	买入	11.4	29/5/2022	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	22.4	买入	17.5	29/5/2022	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	54.0	买入	80.8	10/11/2023	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	3.3	买入	5.1	10/11/2023	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	100.1	买入	127.9	10/11/2023	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	5.2	买入	9.4	15/6/2023	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	41.0	买入	73.9	15/6/2023	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	9.9	买入	12.4	21/3/2024	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	40.6	买入	48.6	21/3/2024	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	32.9	买入	53.5	27/2/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	133.7	买入	210.3	27/2/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	24.3	买入	47.5	7/12/2023	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉 (TESLA)	171.3	持有	202.9	26/1/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	215.0	买入	280.4	3/11/2023	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	218.5	买入	302.9	3/11/2023	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	16.7	买入	17.9	7/2/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	47.5	买入	52.6	7/2/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	16.6	买入	20.6	7/2/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	34.2	买入	43.6	7/2/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	41.6	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	21.5	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	41.7	买入	43.4	25/10/2023	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	44.2	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	24.0	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	160.9	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	39.8	买入	44.4	20/9/2023	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	33.9	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体

注: A 股、港股截至 2024 年 3 月 20 日收盘价; 美股截至 2024 年 3 月 19 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼