

小米集团 (1810.HK)

2026年二季度业绩前瞻；谷底过后新机会涌现，催化因素在望；买入 (摘要)

1810.HK	12个月目标价格: HK\$40.00	股价: HK\$27.64	上涨空间: 44.7%
---------	---------------------	---------------	-------------

小米集团股价在2026年6月24日（参见研报：[小米集团 \(1810.HK\): 准备迎接催化剂密集的三季度和潜在扭转机会；买入](#)）至7月29日小米第二届电动汽车技术发布会召开之前一度上涨了39%（vs.同期恒生科技指数上涨10%），但此后小米股价下跌了12%（vs.恒生科技指数持平）。我们认为近期回调主要缘于：i) 资金流方面，投资者在关键催化剂事件后获利了结，在2026年二季度业绩发布前进行调仓（我们认为二季度可能是小米集团盈利能力的年度谷底），而且资金轮动至更强劲的存储交易（韩国KOSPI指数从7月29日至今上涨12%，相比之下，6月24日至7月29日下跌33%）；ii) 基本面方面，澎湃N90 Max/N70 Max具竞争力的预售价格引发围绕电动汽车毛利率的担忧，而且2026年电动汽车交付目标可能面临风险。

高盛观点：在当前的催化因素密集时期，我们仍看好2026年三季度来自叙事（例如智能电动汽车、芯片和AI发展）和财务角度的潜在好转机会。我们认为，2026年55万辆电动汽车交付目标的风险已计入股价，而且对电动汽车毛利率的担忧过度。2026年二季度业绩发布后的催化因素包括：i) 澎湃将在一个月内正式上市；ii) 发布新一代玄戒芯片和HyperOS；iii) 旗舰小米18智能手机9月底发布；iv) 澎湃在截至10月初，即国庆黄金周结束时的锁单情况；v) MiMo-V3发布。

本报告有何最新分析：

- 智能电动汽车：我们将2026年/2027年澎湃交付量预测上调至11.7万辆/35万辆（原预测为11万辆/24万辆），因为我们看到初步迹象显示，澎湃引人注目的价值定位（即宽敞空间、长续航和高性价比）带动了强劲消费者需求，2027年预测销量35万辆相当于中国逾500万辆的10万-40万元起售非纯电SUV总销量的7%。尽管N90在技术发布会上的亮相时间更长，但我们预计N70将是正式发售时的重点，并成为销量支柱（预计占2027年澎湃销量的2/3）。我们预计电动汽车毛利率仍将保持稳健，因为极具竞争力的定价未必等同于较低的毛利率；除了小米的规模经济和强大的供应链整合能力之外，我们对比了澎湃与同类车型的标准配置，结论是可将澎湃视作房地产领域的“半毛坯”而非“精装修”，即在提供核心功能的同时为定制/升级预留空间，因而有望凭借更

买入

Timothy Zhao
+852-2978-2673 | timothy.zhao@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

姜朗霆, CFA
+852-2978-0856 | ronald.keung@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

刘昱岑
+852-2978-7472 | eunice.liu@gs.com
高盛（亚洲）有限责任公司

主要数据

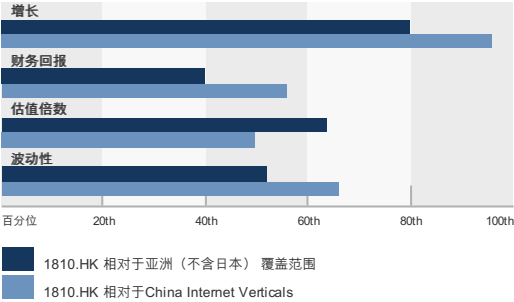
市值: HK\$712.4bn / \$90.8bn
企业价值: HK\$527.2bn / \$67.2bn
3个月日均成交量: HK\$5.1bn / \$656.1mn
中国
China Internet Verticals
并购概率: 3
租赁是否计入净负债和企业价值: No

预测

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
主营业务收入 (Rmb mn) 新	457,286.6	450,450.1	540,245.9	636,209.9
主营业务收入 (Rmb mn) 旧	457,286.6	479,154.1	566,666.6	670,393.3
EBITDA (Rmb mn)	56,657.7	32,079.0	44,963.3	57,133.3
每股盈利 (Rmb) 新	1.47	0.96	1.25	1.63
每股盈利 (Rmb) 旧	1.47	1.02	1.36	1.73
市盈率 (X)	30.6	24.8	19.1	14.6
市净率 (X)	4.5	2.1	1.9	1.7
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
CROCI (%)	28.1	14.4	17.0	18.5

	3/26	6/26E	9/26E	12/26E
每股盈利 (Rmb)	0.23	0.23	0.23	0.27

要素概要



资料来源：公司数据、高盛研究预测

高盛与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或参阅www.gs.com/research/hedge.html。由非美国附属公司聘用的分析师不是美国FINRA的注册/合格研究分析师。

买入

小米集团 (1810.HK)
评级自2023年10月19日

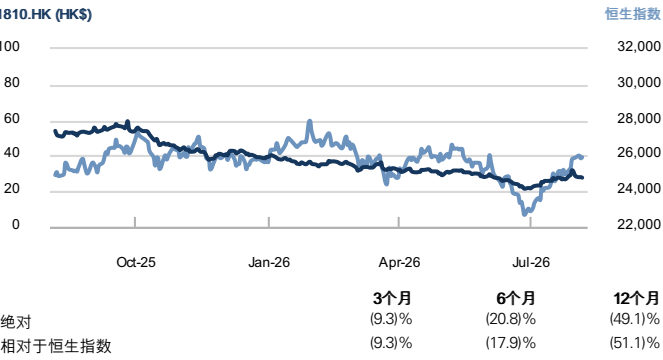
比率 and 估值

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
市盈率 (X)	30.6	24.8	19.1	14.6
市净率 (X)	4.5	2.1	1.9	1.7
自由现金流收益率 (%)	1.9	0.3	2.2	3.3
EV/EBITDAR (X)	17.5	14.1	10.0	7.6
EV/EBITDA (X) (剔除租赁)	17.5	14.1	10.0	7.6
CROCI (%)	28.1	14.4	17.0	18.5
净资产回报率 (%)	18.3	7.5	9.6	11.2
净负债/股东权益 (%)	(61.4)	(54.4)	(51.3)	(49.1)
净负债/权益 (%) (剔除租赁)	(61.4)	(54.4)	(51.3)	(49.1)
利息保障倍数 (X)	-	-	-	-
存货销售天数	57.3	66.9	61.4	60.9
应收账款周转天数	46.9	50.4	45.6	44.7
应付账款周转天数	144.1	146.5	125.3	115.6
杜邦净资产回报率 (%)	15.6	7.2	9.0	10.5
周转率 (X)	0.9	0.9	0.9	1.0
杠杆比率 (X)	1.9	1.8	1.8	1.7
总现金投资, 名义 (剔除现金) (Rmb)	193,679.1	232,438.5	271,156.2	314,493.1
平均已动用资本 (Rmb)	230,839.6	290,967.5	319,908.1	348,728.4
每股净资产 (Rmb)	9.97	11.08	12.35	14.03

增长率和利润率 (%)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
主营业务收入增长率	25.0	(1.5)	19.9	17.8
EBITDA增长率	83.8	(43.4)	40.2	27.1
每股盈利增长	37.2	(34.7)	30.2	30.2
每股股息增速	NM	NM	NM	NM
EBIT利润率	10.5	4.9	6.2	7.0
EBITDA利润率	12.4	7.1	8.3	9.0
净利润率	9.1	4.7	5.5	6.2

股价走势图



损益表 (Rmb mn)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
主营业务收入	457,286.6	450,450.1	540,245.9	636,209.9
主营业务成本	(355,480.8)	(356,599.8)	(424,475.1)	(497,595.1)
销售、一般及管理费用	(39,867.4)	(41,392.9)	(44,758.9)	(49,261.1)
研发费用	(33,132.2)	(38,611.2)	(45,589.5)	(52,752.6)
其它营业收入/(费用)	19,094.7	8,026.1	8,026.1	8,026.1
EBITDA	56,657.7	32,079.0	44,963.3	57,133.3
折旧和摊销	(8,756.7)	(10,206.8)	(11,514.9)	(12,506.0)
EBIT	47,900.9	21,872.2	33,448.4	44,627.3
净利息收入/(支出)	1,745.9	3,478.2	2,627.5	2,651.9
联营公司损益	-	-	-	-
税前利润	49,646.9	25,350.4	36,075.9	47,279.1
税项拨备	(8,080.4)	(4,370.4)	(6,397.8)	(7,893.3)
少数股东损益	77.0	51.3	51.3	25.7
优先股息	-	-	-	-
非经常性项目前净利润	41,643.4	21,031.3	29,729.4	39,411.4
税后非经常性损益	(2,400.1)	4,345.2	3,589.9	4,151.7
非经常性项目后净利润	39,243.2	25,376.6	33,299.3	43,563.1
EPS (基本,非经常性项目前) (Rmb)	1.62	0.82	1.14	1.51
EPS (摊薄,非经常性项目前) (Rmb)	1.56	0.80	1.12	1.47
EPS (基本,非经常性项目后) (Rmb)	1.53	0.98	1.28	1.67
EPS (摊薄,非经常性项目后) (Rmb)	1.47	0.96	1.25	1.63
每股股息 (Rmb)	-	-	-	-
股息支付率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

资产负债表 (Rmb mn)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
现金及等价物	26,914.4	22,890.9	32,133.8	48,047.7
应收账款	61,546.1	62,844.4	72,284.7	83,623.5
存货	80,989.5	84,020.8	97,687.4	114,515.0
其它流动资产	85,360.8	85,360.8	85,360.8	85,360.8
流动资产	254,810.8	255,116.9	287,466.7	331,547.1
固定资产净额	27,950.3	36,504.1	45,549.0	55,533.9
无形资产净额	8,319.4	10,030.2	11,433.0	12,822.7
投资总额	87,149.5	94,149.5	101,149.5	108,149.5
其它长期资产	129,866.0	132,366.0	132,366.0	132,366.0
资产合计	508,096.0	528,166.8	577,964.2	640,419.2
应付账款	146,051.4	140,282.2	151,109.3	164,113.3
短期债务	13,202.2	13,202.2	13,202.2	13,202.2
短期租赁负债	-	-	-	-
其它流动负债	33,151.9	31,962.8	34,487.3	37,193.6
流动负债	192,405.5	185,447.2	198,798.8	214,509.1
长期债务	22,921.4	22,921.4	22,921.4	22,921.4
长期租赁负债	-	-	-	-
其它长期负债	26,445.8	26,628.4	26,820.1	27,021.5
长期负债	49,367.2	49,549.8	49,741.6	49,942.9
负债合计	241,772.7	234,997.1	248,540.4	264,452.0
优先股	-	-	-	-
普通股权益	266,218.7	293,065.1	329,319.2	375,862.6
少数股东损益	104.6	104.6	104.6	104.6
负债及股东权益合计	508,096.0	528,166.8	577,964.2	640,419.2
调整后净负债	(71,572.9)	(67,549.4)	(76,792.3)	(92,706.3)

现金流量表 (Rmb mn)

	12/25	12/26E	12/27E	12/28E
净利润	41,643.4	21,031.3	29,729.4	39,411.4
折旧及摊销加回	8,756.7	10,206.8	11,514.9	12,506.0
少数股东权益加回	(77.0)	(51.3)	(51.3)	(25.7)
运营资本增减净额	(14,220.5)	(11,105.3)	(9,563.5)	(12,254.9)
其它经营性现金流	(1,960.3)	2,388.2	3,948.4	4,505.8
经营活动产生的现金流	34,142.4	22,469.8	35,577.9	44,142.7
资本开支	(12,769.2)	(20,471.5)	(21,962.5)	(23,880.7)
收购	-	-	-	-
剥离	-	-	-	-
其它	(58,909.6)	(6,021.8)	(4,372.5)	(4,348.1)
投资活动产生的现金流	(71,678.7)	(26,493.3)	(26,335.0)	(28,228.8)
偿还租赁负债	-	-	-	-
支付的股息 (普通股和优先股)	-	-	-	-
借款增减	-	-	-	-
其它融资性现金流	0.0	0.0	0.0	0.0
筹资活动产生的现金流	30,789.3	0.0	0.0	0.0
总现金流	(6,747.1)	(4,023.5)	9,242.9	15,914.0
自由现金流	21,373.2	1,998.3	13,615.4	20,262.1

资料来源: 公司数据、高盛研究预测

广泛的可选附加功能而实现更高的平均售价。尽管如此，我们将2026年/2027年小米电动汽车总交付量预测下调至50万辆/77万辆（原预测为55万辆/80万辆），因为行业整体不振以及山寨车对年初至今的订单和交付量（年初至7月交付约22万辆）都带来了压力。

- AI：我们引入了AI及其他新业务收入预测（计入智能电动汽车、AI及其他新业务部门），因为我们看到小米的AI变现策略（即面向消费者、面向企业、物理AI，包括小米机器人）正逐步成形，随着MiMo-V2.5系列和新Harness的推出，API/Token使用量迅速增长（图表 13）。我们假设2026年二/三季度收入约为人民币1亿-1.5亿元/3亿元（基于日均Token使用量3万亿+/6万亿+估算）、2026年末水平的年化经常性收入约为2亿美元，并预计AI及其他新业务将为2026年二至四季度智能电动汽车、AI及其他新业务部门的毛利率带来约40个基点的拖累。在等待MiMo-V3发布的同时，我们观测了DeepSeek-V4-Flash-0731发布后的最新Token使用趋势，我们认为其是MiMo最接近的竞争对手（尽管MiMo-V2.5仍处于帕累托智能-成本前沿，图表 17），而且承认由于小米的变现路径不同于纯AI实验室，我们的估值方法可能存在局限性。我们在分部加总法估值中，继续将AI及其他新业务作为智能电动汽车、AI及其他新业务部门贴现现金流估值的一部分进行估值。出于示意性分析目的，我们在对标稀宇科技约10倍或智谱约24倍的股价/年化经常性收入倍数（基于最新收盘价）之后，得出小米AI的隐含估值约为20亿-60亿美元。

预测调整和估值：我们将2026-28年集团收入和调整后净利润预测平均下调了5%/7%，主要因为电动汽车交付量和盈利能力下降。对于智能手机 x AIoT业务，我们将2026-28年收入预测下调了2-3%，并保持调整后净利润基本不变，因为具韧性的“支柱利润”抵消了人民币50亿元的业务亏损（图表 4）。我们维持买入评级，基于分部加总法的12个月目标价仍为40港元不变，因为下调预测的影响被汇率假设更新所抵消，与其他覆盖股保持一致（即人民币/港币汇率为1.15，原为1.09）。

2026年二季度业绩前瞻：我们预计收入同比下降6%至人民币1,090亿元，剔除电动汽车、AI及其他新业务后收入同比下降12%，预计三季度将恢复同比持平。我们预计调整后净利润同比下降45%/环比下降1%至人民币60亿元，或触及年度谷底水平，剔除电动汽车、AI及其他新业务后的调整后净利润同比下降30%/环比下降13%，至人民币76亿元。

Also read:

31 Jul 2026 - [Commanding the scene with disruptive SkyNomad pricing and differentiated Kunlun architecture](#)

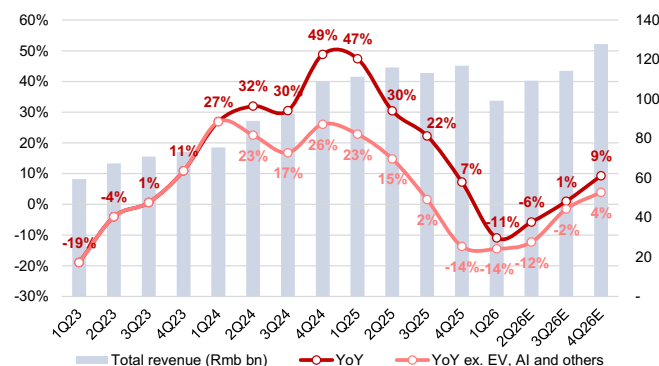
17 Jul 2026 - [Xiaomi Robotics: Integrating Hardware Ontologies, Data, and Models to Scale up](#)

10 Jul 2026 - [Sharpening the scene ahead of SkyNomad launch and continued AI progress](#)

24 Jun 2026 - [Setting the scene for a catalyst-rich 3Q and potential turnaround](#)

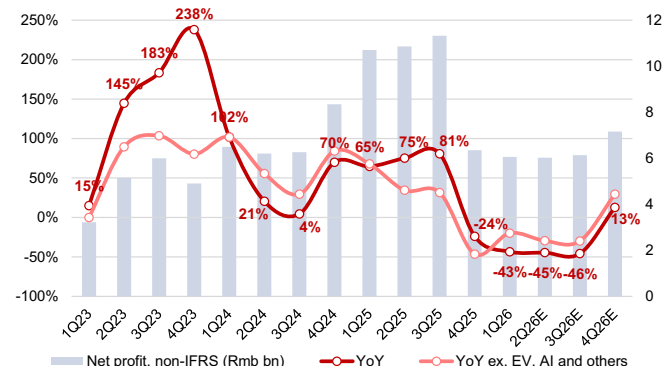


图表 1: We expect Xiaomi's revenue growth excluding EV, AI, and other new initiatives to resume positive yoy growth from 3Q26E...



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 2: ... and non-IFRS net profit to stay largely flat in 2Q26E/3Q26E



资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 3: We are Buy-rated on Xiaomi with a 12-month target price of HK\$40, based on an SOTP valuation

SOTP (Rmb mn)	Sales 2027E	Adj. OP 2027E	EV/NOPAT target	TP/E 2027E	TP/S 2027E	Valuation (Rmb mn)	Valuation (US\$ mn)	HK\$/sh % total
Xiaomi Core	356,121	37,890	16x			515,298	75,779	22.3
Net cash and investments						249,195	36,646	10.8
Xiaomi core + net cash	356,121	37,890		25x	2.1x	764,493	112,426	33.2
EV, AI and other new initiatives	184,125	1,861			1.5x	268,442	39,477	11.6
Total valuation	540,246	39,750				1,032,936	151,902	44.8
Holdco. discount @ 10%						(103,294)	(15,190)	(4.5)
SOTP				29x	1.7x	929,642	136,712	40.0

资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 4: Revenue and profitability breakdown by segment - GSE

Rmb mn	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Revenue	365,906	457,287	450,450	540,246	636,210
Smartphone	191,759	186,440	172,650	180,714	191,801
Shipments (mn)	169	165	128	128	132
AIoTT	104,104	123,200	112,325	130,207	149,056
Internet	34,115	37,440	38,942	41,322	43,703
Other services	3,174	4,137	4,022	3,879	4,007
EV, AI and other new initiatives	32,754	106,070	122,511	184,125	247,643
Deliveries (k)	137	411	500	770	1,036
Revenue yoy	35%	25%	-1%	20%	18%
Smartphone	22%	-3%	-7%	5%	6%
AIoTT	30%	18%	-9%	16%	14%
Internet	13%	10%	4%	6%	6%
Other services	-4%	30%	-3%	-4%	3%
EV, AI and other new initiatives		224%	16%	50%	34%
GPM	20.9%	22.3%	20.8%	21.4%	21.8%
Smartphone	12.6%	10.9%	8.1%	8.5%	9.3%
AIoTT	20.3%	23.1%	22.9%	23.2%	23.3%
Internet	76.6%	76.5%	75.8%	76.0%	76.1%
Other services	-31.0%	-31.1%	-14.0%	-9.0%	-4.0%
EV, AI and other new initiatives	18.5%	24.3%	20.5%	21.3%	21.4%

Rmb mn	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Net profit, IFRS	23,658	41,643	21,031	29,729	39,411
Hardware business (HB)	3,311	9,592	(2,553)	4,686	12,187
Smartphone and AIoT	10,511	8,588	3,659	4,985	7,640
Smartphone	3,120	(652)	(4,766)	(4,780)	(3,539)
AIoT	7,391	9,240	8,424	9,766	11,179
EV, AI and other new initiatives	(7,200)	1,004	(6,212)	(299)	4,546
Other businesses	20,267	31,975	23,533	24,992	27,199
Internet	13,659	11,134	12,029	14,339	16,521
Investments and others	6,608	20,841	11,504	10,654	10,678
Hardware business (HB) NPM	1.0%	2.3%	-0.6%	1.0%	2.1%
Smartphone and AIoT	3.6%	2.8%	1.3%	1.6%	2.2%
Smartphone	1.6%	-0.3%	-2.8%	-2.6%	-1.8%
AIoT	7.1%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
EV, AI and other new initiatives	-22.0%	0.9%	-5.0%	-0.2%	1.8%
Net profit, non-IFRS	27,314	39,243	25,377	33,299	43,563
Xiaomi core	33,614	36,740	29,789	31,439	36,533
AIoT	7,391	9,240	8,424	9,766	11,179
Internet	13,739	11,211	12,080	14,390	16,547
Investments and others	6,544	13,075	9,983	7,648	7,672
SBC (core only)	2,819	3,865	4,066	4,416	4,674
Xiaomi core ex. smartphone (backbone)	30,494	37,392	34,554	36,219	40,072
Smartphone	3,120	(652)	(4,766)	(4,780)	(3,539)
EV, AI and other new initiatives	(6,300)	2,504	(4,412)	1,861	7,030

资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

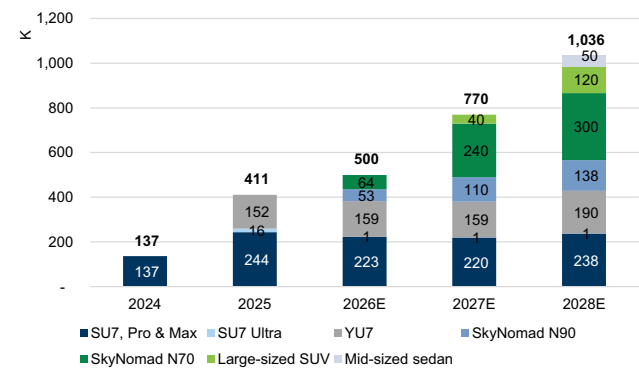
图表 5: 2Q26Eorecast snapshot

Rmb mn	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	New		
						2Q26E	% QoQ	% YoY
Smartphones	50,612	45,520	45,969	44,339	44,273	41,782	-6%	-8%
Shipment (mn)	41.8	42.4	43.3	37.7	33.8	31.2	-8%	-26%
ASP (Rmb)	1,211	1,074	1,063	1,176	1,310	1,339	2%	25%
IoT	32,339	38,712	27,552	24,597	24,681	30,858	25%	-20%
Internet services	9,076	9,098	9,381	9,886	9,468	9,237	-2%	2%
Other related business	686	1,363	1,209	879	854	1,151	35%	-16%
Xiaomi Core (Smartphone x AIoT)	92,713	94,693	84,111	79,700	79,277	83,028	5%	-12%
EV, AI and other new initiatives	18,580	21,263	29,010	37,216	19,864	26,234	32%	23%
EV shipments (k)	76	81	109	145	81	104	29%	28%
Total revenues	111,293	115,956	113,121	116,917	99,142	109,262	10%	-6%
Cost of sales	85,887	89,855	87,185	92,554	77,331	87,380	13%	-3%
Gross profit, IFRS	25,406	26,101	25,936	24,363	21,810	21,882	0%	-16%
S&M	7,200	7,778	8,310	9,927	8,276	8,166	-1%	5%
Admin	1,530	1,627	1,848	1,648	1,630	1,598	-2%	-2%
R&D	6,712	7,763	9,059	9,598	8,954	9,378	5%	21%
Total Operating Expense	15,442	17,168	19,217	21,172	18,861	19,142	1%	11%
Total Operating Expense, non-IFRS	14,347	15,899	17,646	19,742	17,451	17,721	2%	11%
Core OPEX, non-IFRS	9,842	10,378	11,368	12,786	10,775	10,752	0%	4%
Operating Profit, non-IFRS (G S def.)	11,058	10,202	8,290	4,620	4,360	4,161	-5%	-59%
Xiaomi core	11,258	10,102	7,184	3,124	7,041	5,726	-19%	-43%
EV and others	(200)	100	1,107	1,497	(2,682)	(1,565)	-42%	-1665%
Operating Profit	13,125	13,437	15,110	6,229	5,313	4,591	-14%	-66%
Operating Profit, non-IFRS	12,217	11,836	11,781	5,611	6,298	5,171	-18%	-56%
Profit before tax	13,168	14,403	14,956	7,121	5,729	5,879	3%	-59%
Tax	(2,275)	(2,530)	(2,699)	(577)	(994)	(1,095)	10%	-57%
Net income, IFRS	10,893	11,873	12,257	6,544	4,735	4,784	1%	-60%
SBC	1,094	1,270	1,572	1,430	1,411	1,420	1%	12%
FV gains on investments	(2,002)	(2,870)	(4,901)	(2,047)	(425)	(840)	97%	-71%
Income tax effect	88	268	755	(104)	(294)	0	-100%	-100%
Other non-IFRS adjustment	603	290	1,628	527	647	636	-2%	120%
Net income, non-IFRS	10,676	10,831	11,311	6,349	6,072	6,001	-1%	-45%
Net income to shareholders, non-IFRS	10,707	10,862	11,325	6,349	6,061	6,021	-1%	-45%
Xiaomi core	10,907	10,762	10,218	4,852	8,742	7,586	-13%	-30%
EV, AI and other new initiatives	(200)	100	1,107	1,497	(2,682)	(1,565)	-42%	-1665%
Per EV unit (Rmb k)	(2.6)	1.2	10.2	10.3	(33.2)	(15.0)	-55%	-1319%
Non-IFRS EPS, diluted (Rmb)	0.41	0.41	0.42	0.23	0.23	0.23	-1%	-44%
Margin								
Gross margin	22.8%	22.5%	22.9%	20.8%	22.0%	20.0%	-2.0	-2.5
Smartphone	12.4%	11.5%	11.1%	8.3%	10.1%	8.2%	-1.9	-3.3
IoT	25.2%	22.5%	23.9%	20.1%	25.2%	20.2%	-5.0	-2.3
Internet svc	76.9%	75.4%	76.9%	76.8%	76.1%	75.0%	-1.1	-0.4
Other	-46.5%	-23.3%	-28.9%	-34.4%	-9.6%	-9.5%	0.1	13.8
Xiaomi Core	22.8%	21.6%	22.1%	20.0%	22.5%	19.8%	-2.6	-1.8
Smart EV	23.2%	26.4%	25.5%	22.7%	20.1%	20.6%	0.5	-5.8
S&M	6.5%	6.7%	7.3%	8.5%	8.3%	7.5%	-0.9	0.8
Admin	1.4%	1.4%	1.6%	1.4%	1.6%	1.5%	-0.2	0.1
R&D	6.0%	6.7%	8.0%	8.2%	9.0%	8.6%	-0.4	1.9
Total Operating Expense	13.9%	14.8%	17.0%	18.1%	19.0%	17.5%	-1.5	2.7
Total Operating Expense, non-IFRS	12.9%	13.7%	15.6%	16.9%	17.6%	16.2%	-1.4	2.5
Core OPEX, non-IFRS	10.6%	11.0%	13.5%	16.0%	13.6%	12.9%	-0.6	2.0
Operating margin, IFRS	11.8%	11.6%	13.4%	5.3%	5.4%	4.2%	-1.2	-7.4
Operating margin, non-IFRS	11.0%	10.2%	10.4%	4.8%	6.4%	4.7%	-1.6	-5.5
Net margin, non-IFRS	9.6%	9.4%	10.0%	5.4%	6.1%	5.5%	-0.6	-3.9
Xiaomi core	11.8%	11.4%	12.1%	6.1%	11.0%	9.1%	-1.9	-2.2
EV, AI and other new initiatives	-1.1%	0.5%	3.8%	4.0%	-13.5%	-6.0%	7.5	-6.4

资料来源：公司数据，高盛全球投资研究部

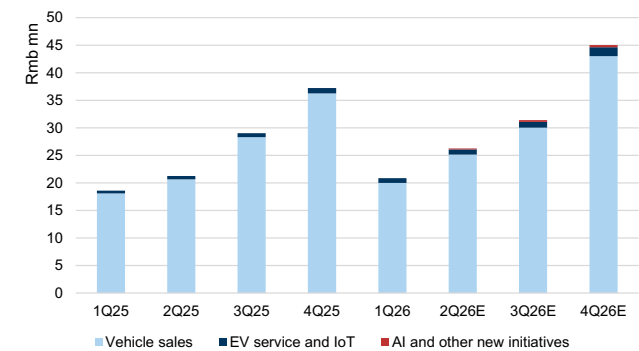
Smart EV

图表 6: We now model Xiaomi EV total deliveries at 500k/770k/1mn in 2026-28E
Smart EV annual delivery volume



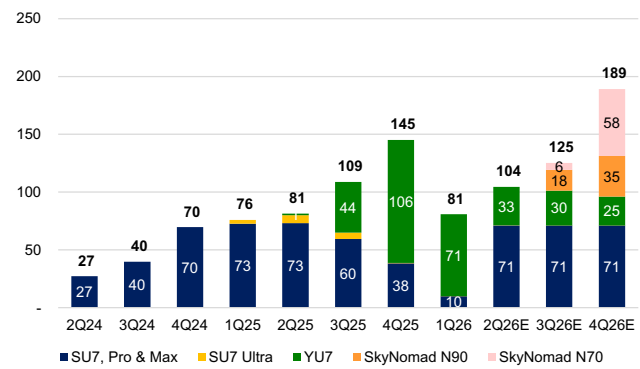
资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 8: We introduce our estimates for AI and other new initiatives revenue
Revenue breakdown of smart EV, AI, and other new initiatives



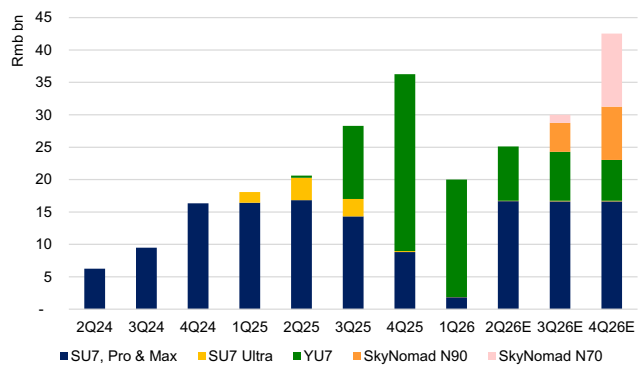
资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 7: We expect Xiaomi EV volume to reach 500k units in 2026E, including 117k SkyNomad units
Xiaomi EV quarterly volume breakdown by model (k)



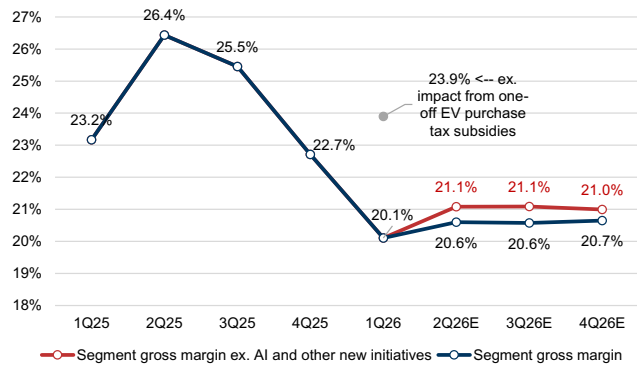
资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 9: We expect revenue from vehicle sales to grow +14% yoy to reach Rmb118bn in 2026E
Smart EV: vehicle sales by model



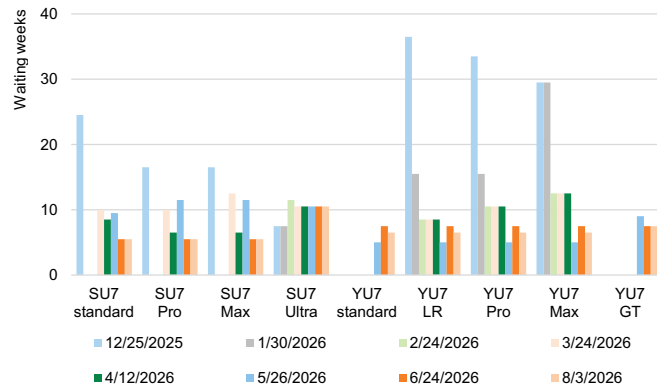
资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 10: We expect GPM of the Smart EV, AI, and other new initiatives segment to sequentially improve to 20.6% in 2Q26E, or 21.1% excluding the impact of AI and other new initiatives



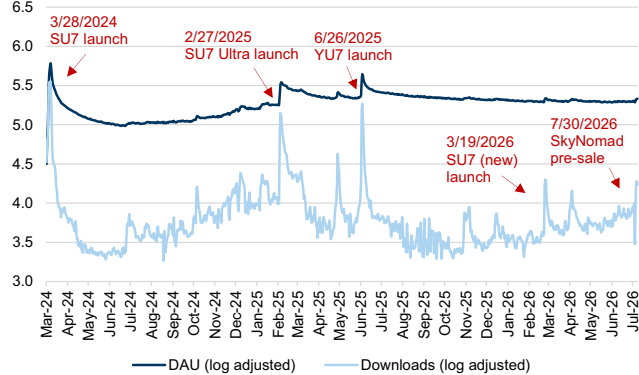
资料来源：公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 12: Expected waiting time for EV models has slightly shortened during the past month



资料来源：公司数据, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

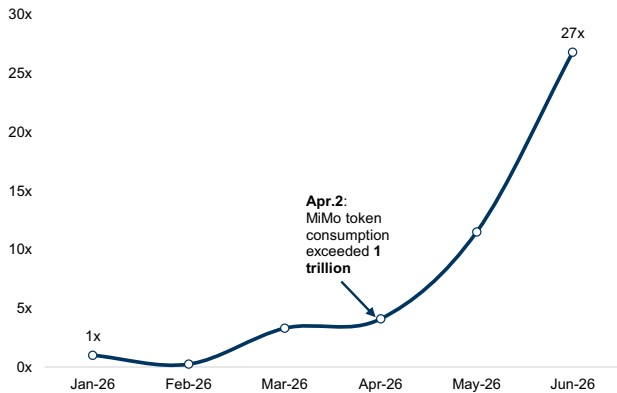
图表 11: Xiaomi Auto app DAU and downloads post the SkyNomad pre-sale have reached levels comparable to those seen after the launch of the new SU7



资料来源：Sensor Tower, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

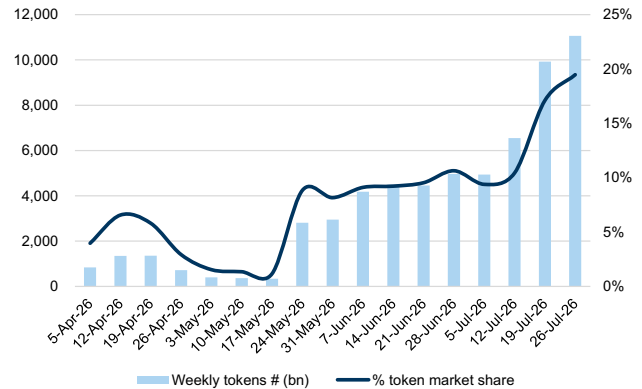
AI

图表 13: Xiaomi MiMo API requests grew 27x in Jun vs. Jan, or 6-7x vs. Apr



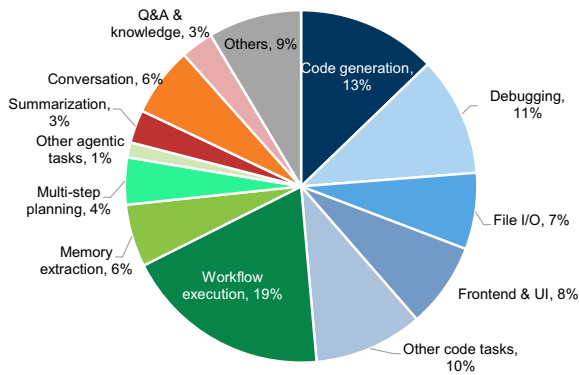
资料来源：公司数据

图表 14: MiMo's token share on OpenRouter increased to c.19% in Jul



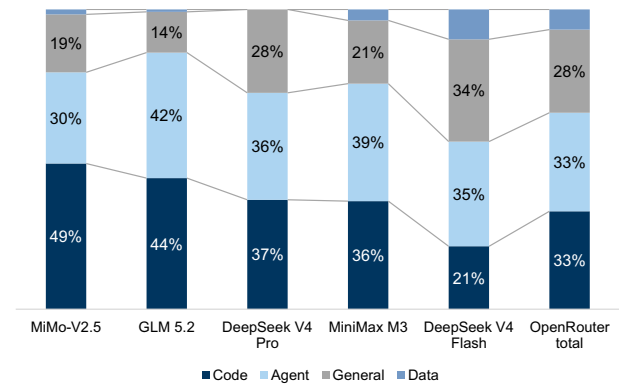
资料来源：OpenRouter, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

图表 15: Coding and agentic tasks account for close to 80% of MiMo-V2.5 token usage on OpenRouter
Latest token usage breakdown on OpenRouter (blue = code, green = agent, as of 4 Aug 2026)



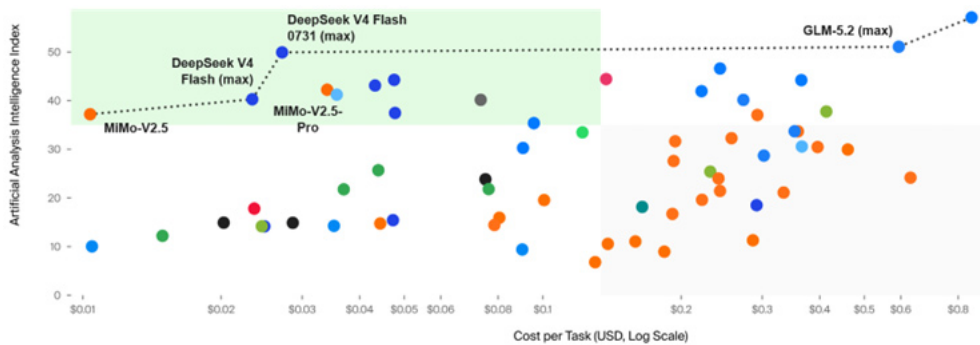
资料来源：OpenRouter, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

图表 16: MiMo-V2.5 has higher token share in coding and agentic tasks on OpenRouter
Latest token usage breakdown on OpenRouter by model (as of 4 Aug 2026)



资料来源：OpenRouter, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

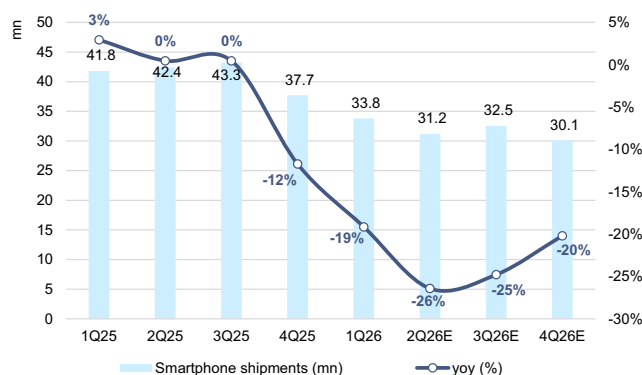
图表 17: MiMo-V2.5 sits on the Pareto line, i.e., intelligence-cost frontier among open-source models
Open-source model intelligence vs. cost per task



资料来源：Artificial Analysis, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

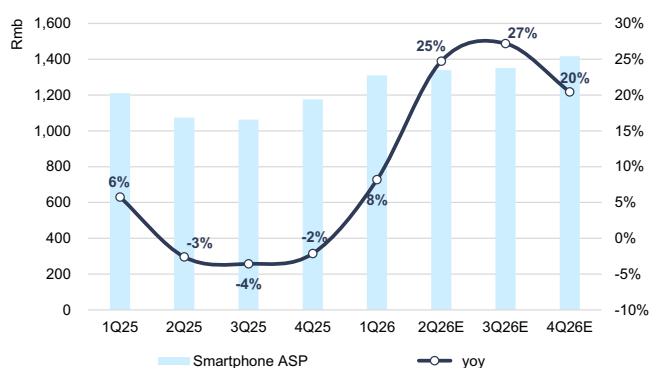
Smartphones

图表 18: Xiaomi smartphone shipments declined -26% yoy to 31.2mn in 2Q26, per Omdia
Xiaomi smartphone quarterly shipments



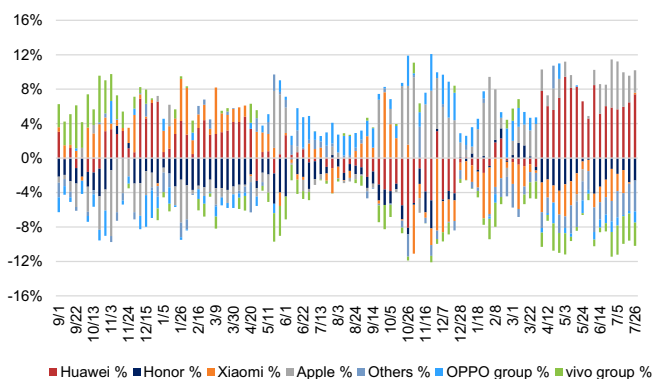
资料来源: Omdia, 公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 20: We model Xiaomi smartphone ASP to increase +25% yoy to c.Rmb1.34k in 2Q26E
Xiaomi smartphone ASP (Rmb)



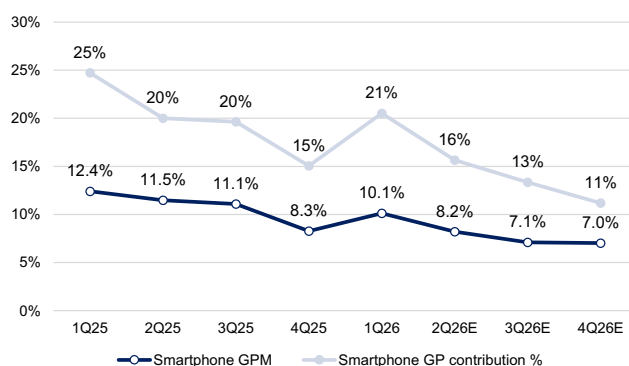
资料来源: 公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 19: Apple/Huawei sustained yoy market share gains in 2026 YTD, while Xiaomi saw a yoy share decline
China weekly smartphone sell-through share yoy change



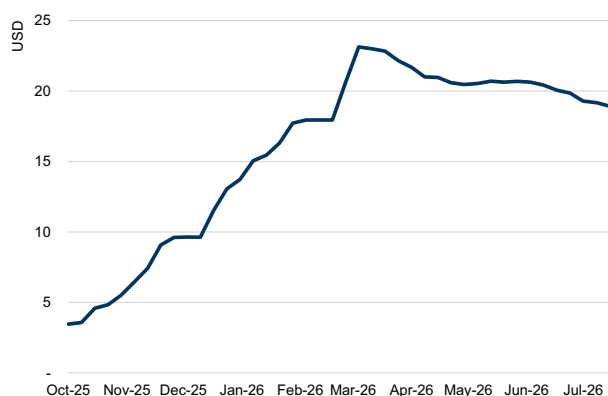
资料来源: BCI, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

图表 21: We model smartphone GPM at 8.2% in 2Q26E and expect the smartphone gross profit contribution % to moderately decline



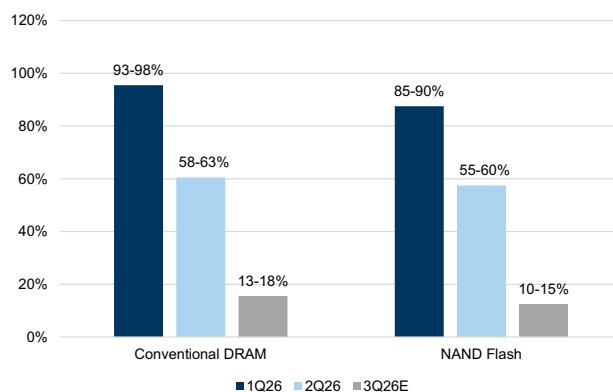
资料来源: 公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 22: NAND spot prices peaked in Mar-Apr and have declined over the past few months
Average NAND spot price (NAND TLC 512Gb wafer)



资料来源: DRAMeXchange, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

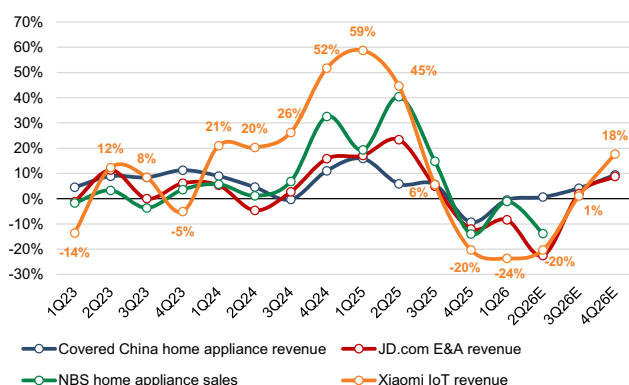
图表 23: TrendForce expects DRAM/NAND contract price QoQ growth to slow into 3Q26E
DRAM/NAND contract price QoQ growth



资料来源: TrendForce, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

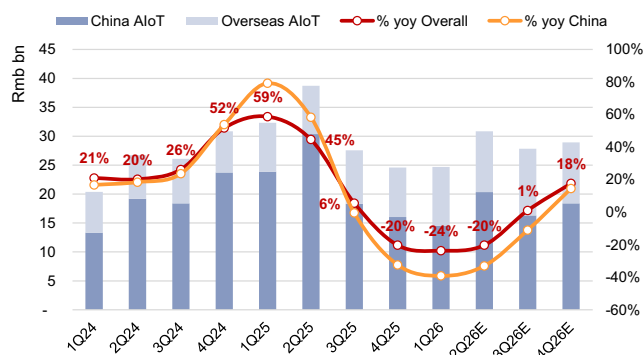
AIoTT

图表 24: We expect Xiaomi's IoT revenue growth to moderately recover in 2H26E on a more normalized base



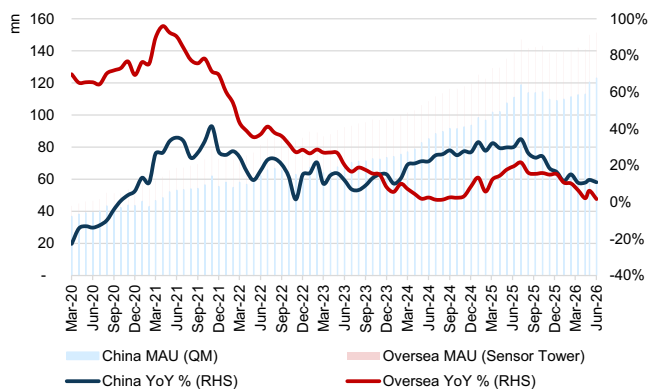
资料来源: 公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 25: We expect the AIoT revenue decline to narrow down in 2H26E, with overseas AIoT revenue growth outpacing domestic growth



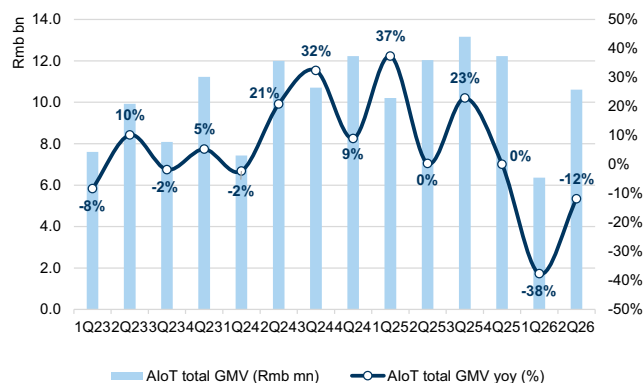
资料来源: 公司数据, 高盛全球投资研究部

图表 26: China and overseas MAU yoy growth of the Mi Home app moderated in 2Q26
Mi Home app MAUs in China vs. overseas



资料来源: Questmobile, Sensor Tower, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

图表 27: Xiaomi AIoT online GMV on Moojing (Tmall+Taobao+JD) dropped -12% yoy in 2Q26 (vs. -38% yoy in 1Q26)
Xiaomi AIoT GMV on Tmall+Taobao+JD



资料来源: Moojing, Data compiled by Goldman Sachs Global Investment Research

Investment Thesis - Xiaomi Corp.

We view Xiaomi, which is the world's #3 smartphone brand and a leading consumer AIoT/NEV platform, as still being in the early stages of a multi-year ecosystem expansion underpinned by its "Human x Car x Home" strategy. Over the longer term, we believe Xiaomi's robust balance sheet, strong capabilities in ecosystem integration, and cost advantages arising from scale and deep involvement in the EV supply chain will enhance its competitiveness and appeal in the EV market. We also believe Xiaomi is well-positioned to build one of the largest consumer physical intelligence ecosystems globally, leveraging its interconnected consumer terminals. We are Buy-rated.

Price Target Risks and Methodology - Xiaomi Corp.

We are Buy-rated on Xiaomi with a 12-month target price of HK\$40, based on a SOTP valuation methodology: 1) 16x target 12m-fwd EV/NOPAT on Xiaomi core; 2) a DCF-based valuation for Xiaomi EV of US\$39bn (12% WACC and 3% TGR); 3) a 10% holdco discount. Key downside risks: 1) More intense competition and weaker market share gains within the global smartphone industry. 2) Higher GPM pressure on the smartphone/EV business. 3) Below-expected execution on Xiaomi brand premiumization and the EV business. 4) Intensifying geopolitical risks and regulatory uncertainties. 5) Softer macro environment and weaker smartphone/IoT demand. 6) FX fluctuation.

信息披露附录

申明

本人, Timothy Zhao, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述公司或其证券的个人看法。此外, 本人薪金的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

本报告首页所列作者为高盛全球投资研究部分析师, 除非另有说明。

贡献作者: Timothy Zhao Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 姜朗霆, CFA Goldman Sachs (Asia) L.L.C.、 刘昱岑 Goldman Sachs (Asia) L.L.C.。

本报告披露的“贡献作者”为高盛全球投资研究部分析师, 除非另有说明。

高盛要素概要

高盛要素概要部分通过将一只股票的主要指标与市场（即我们给予评级的股票范围）和可比同业相比较来评价该股的投资背景。四个主要指标是增长、财务回报、估值倍数（估值）和综合状况（增长、财务回报、估值倍数的综合情况）。增长、财务回报和估值倍数是运用每只股票具体指标的正常化排名计算。随后取这些指标正常化排名的均值并转化为相关指标的百分位。每项指标的具体计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化, 但标准方法如下:

增长指标是基于一只股票的预期销售增速、EBITDA增速和每股盈利增速（金融股仅采用每股盈利和销售增速），较高的百分位表示公司增长较快。财务回报是基于一只股票的预期净资产回报率、ROCE和CROCI（金融股仅采用净资产回报率），较高的百分位表示公司的财务回报较高。估值倍数基于一只股票的预期市盈率、市净率、股价/股息、EV/EBITDA、EV/FCF、EV/DACF（EV/经债务调整的现金流）（金融股仅采用市盈率、市净率和股价/股息），较高的百分位表示公司的估值倍数较高。综合状况百分位为增长百分位、财务回报百分位和（100% - 估值倍数百分位）的平均值。

财务回报和估值倍数使用高盛分析师在财政年度末对未来至少3个季度的预测。增长使用未来至少7个季度的财政年度预测与未来至少3个季度的财政年度预测的比较（所有指标均使用每股数据）。

如需了解高盛要素概要更具体的计算, 请联络您的高盛代表。

并购评分

在我们的全球覆盖范围中, 我们使用并购框架来分析股票, 综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分, 其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%), 2分代表概率为中等(15%-30%), 3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司, 我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大, 因此不予体现在我们的目标价格当中, 分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库, 它可以用于对单一公司的深入分析, 或在不同行业和市场公司之间进行比较。

信息披露

Xiaomi Corp. 的股票评级是相对于其所属研究范围内的其他公司的相对评级: Autohome Inc. (ADR), Autohome Inc. (H), Beijing Sinnet Technology Co Ltd., East Buy, GDS Holdings (ADR), GDS Holdings (H), KE Holdings (ADR), KE Holdings (H), Kanzhun Ltd. (ADR), Kanzhun Ltd. (H), Kingsoft Cloud, Ming Yuan Cloud, New Oriental Education & Technology (ADR), New Oriental Education & Technology (H), Offcn Education Technology, Range Intelligent, SUNeVision Holdings, Shanghai Athub, TAL Education Group, Tuhu Car Inc., Tuya, VNET Group, Weibo Corp. (ADR), Weibo Corp. (H), Weimob, Xiaomi Corp.

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛集团(及其关联公司, 并称为“高盛”)与高盛全球投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

高盛在过去12个月中曾从下述公司获得投资银行服务报酬: Xiaomi Corp. (HK\$27.64)

高盛在今后3个月中预计将从下述公司获得或寻求获得投资银行服务报酬: Xiaomi Corp. (HK\$27.64)

高盛在过去12个月中曾从下述公司获得非投资银行服务报酬: Xiaomi Corp. (HK\$27.64)

高盛在过去12个月中与下述公司存在投资银行客户关系: Xiaomi Corp. (HK\$27.64)

高盛在过去12个月中与下述公司存在非投资银行业务的证券相关服务客户关系: Xiaomi Corp. (HK\$27.64)

高盛在过去12个月中与下述公司存在非证券服务客户关系: Xiaomi Corp. (HK\$27.64)

高盛是下述证券或其衍生品的做市商: Xiaomi Corp. (HK\$27.64)

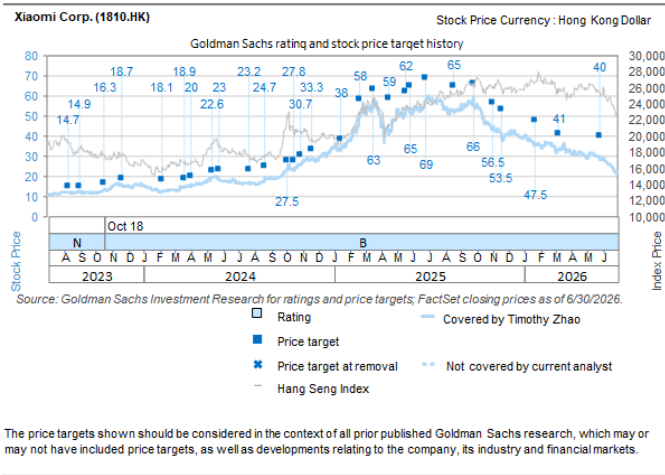
评级分布/投资银行关系

高盛投资研究部的全球研究覆盖范围

	评级分布			投资银行关系		
	买入	持有	卖出	买入	持有	卖出
全球	50%	34%	16%	65%	59%	43%

截至2026年7月1日, 高盛全球投资研究部对3,104种股票评定了投资评级。高盛给予股票在各种地区投资名单中的买入和卖出评级; 未给予这些评级的股票被视为中性评级, 根据FINRA的披露要求, 这些评级分别对应买入, 持有及卖出。详情见以下“公司评级, 研究范围和相关定义”部分。投资银行关系表反映了高盛在过去12个月已提供投资银行服务的公司在各评级类别中所占的比例。

目标价格和评级历史图



目标价格历史列表
Xiaomi Corp. (1810.HK)

Date of report	Target price (HK\$)	Closing price (HK\$)
26-May-26	40.00	29.76
09-Mar-26	41.00	33.68
23-Jan-26	47.50	36.24
18-Nov-25	53.50	40.78
01-Nov-25	56.50	43.20
25-Sep-25	66.00	59.45
19-Aug-25	65.00	52.40
26-Jun-25	69.00	56.90
27-May-25	65.00	51.55
18-May-25	62.00	51.00
16-Apr-25	59.00	41.25
18-Mar-25	63.00	57.65
20-Feb-25	58.00	49.15
14-Jan-25	38.00	33.75
18-Nov-24	33.30	28.80
29-Oct-24	30.70	25.85
15-Oct-24	27.80	23.00
03-Oct-24	27.50	24.05
21-Aug-24	24.70	17.52
21-Jul-24	23.20	16.52
24-May-24	23.00	18.30
12-May-24	22.60	19.40
01-Apr-24	20.00	14.94
19-Mar-24	18.90	14.86
06-Feb-24	18.10	12.90
20-Nov-23	18.70	16.18
18-Oct-23	16.30	13.18
31-Aug-23	14.90	12.36
09-Aug-23	14.70	12.14

法定披露

美国法定披露

任何本报告中研究企业所需的特定公司法定披露见上文：包括即将进行交易的承销商或副承销商，1%或其他股权，特定服务的补偿，客户关系种类，之前担任承销商或副承销商的公开发售，担任董事，担任股票做市及／或专家的角色。高盛担任或可能担任本报告中所涉及发行方的债券（或相关衍生品）的交易对手。

以下为额外要求的披露：股权及重大利益冲突：高盛的政策为禁止其分析师、分析师属下专业人员及其家庭成员持有分析师负责研究的任何公司的证券。分析师薪酬：分析师薪酬部分取决于高盛的盈利，其中包括投资银行的收入。分析师担任高级职员或董事：高盛的政策通常禁止其分析师、分析师属下人员及其家庭成员担任分析师负责研究的任何公司的高级职员、董事或顾问。非美国分析师：非美国分析师可能与高盛无关联，因此可以不受FINRA 2241条FINRA 2242条对于与所研究公司的交流、公开露面及交易分析师所研究证券的限制。

美国以外司法管辖区规定的额外披露

以下为除了根据美国法律法规规定作出的上述信息披露之外其他司法管辖区法律所要求的披露。澳大利亚: Goldman Sachs Australia Pty Ltd及其相关机构不是澳大利亚经授权的存款机构(1959年《银行法》所定义),因此不在澳大利亚境内提供银行服务,也不经营银行业务。本研究报告或本报告的其他形式内容只可分发给根据澳大利亚公司法定义的“批发客户”,在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。在撰写研究报告期间,Goldman Sachs Australia全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行公司或其他实体组织的现场调研或会议。在某些情况下,如果视具体情况Goldman Sachs Australia认为恰当或合理,此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。如本报告内容包含任何金融产品建议,则该建议仅为一般建议,且高盛提出该建议时并未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在就此类建议采取行动之前,应结合其自身目标、财务状况和需求来考虑该建议的适当性。高盛澳大利亚和新西兰的利益披露,以及高盛澳大利亚卖方研究独立性制度声明请参见<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。巴西:与CVM Resolution n. 20相关的信息披露请参见<https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html>。根据CVM Resolution n. 20第20条,在适用的情况下,对本研究报告内容负主要责任的巴西注册分析师为本报告开头部分标明的第一作者,除非报告末另有说明。加拿大:这些信息仅供您参考,在任何情况下都不应被理解为Goldman Sachs & Co. LLC对加拿大证券购买者进行有关任何加拿大证券交易的广告、要约或征询行为。Goldman Sachs & Co. LLC未在适用的加拿大证券法规下注册为任何加拿大司法管辖区内的交易商,通常不被允许交易加拿大证券,并且可能被禁止在加拿大某些司法管辖区内销售某些证券和产品。若您想在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品,请联系 Goldman Sachs Canada Inc. (高盛集团的关联机构)或其他已注册的加拿大交易商。香港:可从高盛(亚洲)有限责任公司获取有关本报告中研究公司的证券的额外资料。印度:可从高盛(印度)证券私人有限公司(分析师-印度证券交易委员会(SEBI)编号 INH000001493,地址10th Floor, Ascent-Worli, Sudam Kalu Ahire Marg, Worli, Mumbai-400 025, India, 公司编号 U74140MH2006FTC160634, 电话 +91 22 6616 9000, 传真 +91 22 6616 9001) 获取有关本报告中研究对象或所提及公司的额外资料。高盛可能持有本报告中研究对象或所提及公司的证券(1956年印度《证券合同(管理)法》条款2(h)之定义)的1%或更高比例。在SEBI注册并获得NISM认证并非对该中间机构表现的担保,亦不能对投资者回报做出保障。高盛(印度)证券私人有限公司合规负责人和投资者支持部门联系方式、年度合规审计报告副本以及其他相关信息和披露请点击此链接<https://www.goldmansachs.com/worldwide/india/research-analyst>。日本:见下文。韩国:除非高盛另行同意,本报告无论以何种方式取得,仅供“金融服务与资本市场法”定义的“专业投资者”使用。可从高盛(亚洲)有限责任公司首尔分公司获取有关本研究所研究公司的额外资料。新西兰:Goldman Sachs New Zealand Limited及其关联机构并非1989年新西兰储备银行法定义的“注册银行”或“存款机构”。本研究报告以及本报告的其他形式内容只可分发给2008年财务顾问法案定义的“批发客户”,在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。高盛澳大利亚和新西兰的利益披露请参见<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。俄罗斯:在俄罗斯联邦分发的研究报告并非俄罗斯法律所定义的广告,而是不以产品推广为主要目的的信息和分析,也不属于俄罗斯法律所界定的评估行为。研究报告不构成俄罗斯法律定义的个性化投资建议,并非针对某个具体客户,在报告准备阶段也未分析客户的财务状况、投资特征或风险特征。高盛不对某个客户或任何其他人士基于本报告可能做出的任何投资决策承担责任。新加坡:高盛(新加坡)私人公司(公司编号:198602165W)(受新加坡金融管理局监管)为本研究报告承担法律责任,若有由本研究报告所引发或与本研究报告相关的任何事宜,请联系高盛(新加坡)私人公司。台湾:本信息仅供参考,未经允许不得翻印。投资者应当谨慎考虑他们自身的投资风险,投资结果由投资者自行负责。英国:在英国根据金融市场行为监管局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以往对本报告研究企业的研究报告,并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料副本,以及本报告中采用部分金融辞汇的解释可向高盛国际索取。

欧盟和英国:与欧盟委员会实施条例(EU) (2016/958) (欧盟议会和欧盟理事会条例(EU) No 596/2014的补充条款,规定了有关投资建议或其他投资策略的推荐或建议之信息的客观陈述,以及对特定利益或利益冲突进行披露的技术安排应达到的监管技术标准;英国脱离欧盟和欧洲经济区之后该实施条例被纳入英国国内法律法规)第6(2)条相关的披露信息可在<https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html>上获取,该网址介绍在处理和投资研究有关的利益冲突时应参照的欧洲政策。

日本:高盛证券株式会社是在关东财务局注册(注册号:No. 69)的金融工具交易商,同时也是日本证券业协会日本金融期货业协会、第二类金融工具公司协会、日本投资信托协会以及日本投资顾问协会的成员。股票买卖需要缴纳与客户事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司所要求的适用的信息披露,请参见与公司有关的法定披露部分。

公司评级、研究范围和相关定义

买入、中性、卖出:分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究范围的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级(即不属于暂停评级、暂无评级、处于初期阶段的生物科技公司、暂停研究或没有研究的股票)的股票均被视为中性评级。每个地区管理着地区强力买入名单,该名单选自各地区投资名单上评级为买入的股票,以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入名单,由各地区的投资评估委员会或其他指定委员会进行管理,并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报:代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度,包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究范围:每个研究范围的所有股票名单可登陆<https://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和研究范围进行查询。

暂无评级(NR):在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时,或由于高盛参加一项交易而存在法律、监管或政策的限制时,并在某些其他情况下,投资评级、目标价格和盈利预测(如相关)根据高盛的政策被移除。处于初期阶段的生物科技公司:在该公司尚未拥有已通过II期临床试验的药品、治疗方案或医疗设备,或者尚未获得经销II期临床试验完成后药品、治疗方案或医疗设备的执照的情况下,根据高盛政策,不给予投资评级和目标价格。暂停评级(RS):由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标,我们已经暂停对这种股票给予投资评级和目标价格。此前对这种股票作出的投资评级和目标价格(如有)将不再有效,因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS):我们已经暂停对该公司的研究。没有研究(NC):我们没有对该公司进行研究。

全球产品; 分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户制作并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和研究,以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。本研究报告在澳大利亚由Goldman Sachs Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897) 分发;在巴西由Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.分发;Public Communication Channel Goldman Sachs Brazil: 0800 727 5764和/或contatogoldmanbrasil@gs.com。工作日(假期除外)上午9点至下午6点。Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com。Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h;在加拿大由Goldman Sachs & Co. LLC 分发;在香港由高盛(亚洲)有限责任公司分发;在印度由高盛(印度)证券私人有限公司分发;在日本由高盛证券株式会社分发;在韩国由高盛(亚洲)有限责任公司首尔分公司分发;在新西兰由Goldman Sachs New Zealand Limited 分发;在俄罗斯由高盛OOO 分发;在新加坡由高盛(新加坡)私人公司(公司号:198602165W)分发;在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国分发。

高盛国际(由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管)已批准本研究报告在英国分发。

欧洲经济区: Goldman Sachs Bank Europe SE是一家在德国注册成立的信贷机构,在单一监管机制下接受欧洲央行的直接审慎监督,在其他方面接受德国联邦金融监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin)和德国联邦银行的监督,由该机构向欧洲经济区内分发研究报告。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露,本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息,但我们不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日,且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究,但各种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,绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。美国证券经纪交易商高盛是SIPC(<https://www.sipc.org>)的成员。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，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证券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发布的股票目标价格相反。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报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

我公司及其关联机构、高级职员、董事和雇员，除法规及高盛的制度所禁止的情况外，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高盛的正式观点。

在此提到的任何第三方，包括销售人员、交易员和其它专业人士或其家庭成员，可能持有本报告提及的且与本报告分析师所表达的观点不一致的产品头寸。

在任何要约出售股票或征购股票的要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征购要约。本报告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波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，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来自这一投资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。投资者可以向高盛销售代表取得或通过<https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp>和https://www.goldmansachs.com/disclosures/cftc_fcm_disclosures取得当前期权和期货的披露文件。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。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高盛的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高盛全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高盛提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

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上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。如需了解可向您提供的有关一个或多个证券、市场或资产类别的研究报告、模型或其它数据（包括相关服务），请联络您的高盛销售代表或登陆<https://research.gs.com>。

披露信息可以查阅<https://www.gs.com/research/hedge.html>或向研究合规部索取，地址是200 West Street, New York, NY 10282。

高盛版权所有 © 2026年

对于通过这些服务获取的信息，您仅可出于自行使用的目的进行保存、展示、分析、修改、重新排版和打印。未经高盛明确书面同意，您不得将这些信息转售或进行逆向处理从而用于计算或开发任何用于披露和/或营销的指数、或生成任何其他衍生产品或商业产品、数据或其他产品或服务。未经高盛明确书面同意，您不得以任何形式将这些信息的整体或部分向任何第三方发布、传输或复制。上述限制性要求的适用范围包括但不限于：使用、提取、下载或获取这些信息的整体或部分从而用于对机器学习或人工智能系统的训练或微调、或将这些信息的整体或部分提供或复制给任何此类系统作为提示词或输入信息。