

全球记忆

韩国记忆体出口追踪器（6月）：2026年第二季度HBM强劲，尤其对三星



李马克
+852 2123 2645
mark.li@bernsteinsg.com



Edward Hou, CFA
+852 2123 2623
edward.hou@bernsteinsg.com



蔡一平, CFA
+852 2123 2669
yipin.cai@bernsteinsg.com

我们追踪韩国出口数据，因为它是三星和SK海力士同一季度HBM收入的良好早期指标，并使用6月数据更新此追踪器。我们的方法细节可在我们之前的笔记中找到。数据集可通过此链接下载。

总体HBM出口非常强劲，环比（QoQ）增长46%，创下又一新高。6月份数据环比（MoM）增长45%，更重要的是环比（QoQ）增长46%。2026年第二季度整体出口环比（QoQ）增长39%。

数据显示，三星2026年第二季度HBM增长可能超过我们的预期。来自南忠清省（三星在此封装HBM）的出口环比增长2倍，且强于预期。整体而言，2026年第二季度环比增长75%。回归预测显示，三星2026年第二季度HBM收入环比将增长89%，达到67亿美元，高于我们的模型预测。

SK海力士的出口保持强劲。江原道忠清北道和伊川的出口环比增长11%，同比增长5%。回归预测显示，SK海力士2026年第二季度HBM收入环比增长25%，达到76亿美元，与我们的预测相符。

数据显示三星正持续扩大HBM4的产量。由于HBM每单位重量的美元价值要高得多，我们追踪“每重量价值”指标，因为它可能对HBM价格变化趋势有方向性指示作用。三星的“每重量价值”环比增长了30%，而SK海力士则基本保持稳定。我们认为这很可能是由三星持续扩大HBM4的产量所驱动，而非整体HBM价格上涨。过去几个月的趋势对三星总体呈积极态势，但对SK海力士则相对平稳或有所下降。

数据显示，HBM价格一直与传统的波动性隔离。

内存价格。传统内存价格飙升，但根据每克价值估算，HBM价格基本维持在之前的水平，SK海力士的数据表明了这一点。

对马来西亚的出口大幅反弹。6月份激增至11亿美元，这主要得益于三星出口的复苏。并且，过去几个季度对马来西亚的出口一直在显著增长。没有迹象表明HBM出口到除台湾和马来西亚以外的目的地，也没有迹象表明三星或SK海力士在我们不追踪的地点生产HBM。因此，我们的方法论仍然稳健。

总体来看，June份数据显示，2026年第二季度HBM需求强劲，三星的HBM4产能爬坡迹象明显。相比之下，三星似乎表现更强劲，领先于我们的预测，而SK海力士则符合预期。我们同时认为，三星在HBM4领域的地位正在提升，预计其在2026年下半年将获得更多发展动力。另一方面，当前HBM价格正在重置，应触发对2027年预测的上调。

传统内存价格将在2026年第三季度继续上涨，HBM价格上涨也应推动盈利预测上调。我们预计2027年第三季度将继续价格上涨，同时2027年HBM价格飙升将导致盈利预测进一步上调。我们对三星、SK海力士和光美仍持结构性看涨观点，但对铠侠因中国竞争持看跌观点（参见我们的行业更新）。我们详细的SOTP估值分析也发现铠侠被高估。

伯恩斯坦行情表

股票代码	评分曲线	2026年7月20日			TTM	每股收益（报告数）				报告市盈率（x）		
		关闭	价格		Rel.	完美曲线	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
005930.KS (SEC- Samsung)	O	KRW	251,500	440,000	247.4%	KRW	6,611.53	48,393	77,273	38.0	5.2	3.3
005935.KS (SEC-Pref - Samsung)	O	KRW	169,200	374,000	180.8%	KRW	6,611.53	48,393	77,273	25.6	3.5	2.2
SMSN.LI（三星）	O	USD	4,200.00	7,350.00	226.8%	USD	116.15	812.39	1,290.80	36.2	5.2	3.3
000660.KS (SK hynix)	O	KRW	1,841,000	3,300,000	557.0%	KRW	60,341	395,677	568,862	30.5	4.7	3.2
微米（wēimi）	O	USD	848.95	1,300.00	623.7%	USD	8.29	67.39	158.99	102.5	12.6	5.3
285A.JP（铠侠）	U	JPY	52,110	40,000	2087.2%	JPY	1,014.00	10,013	9,656.84	51.4	5.2	5.4
亚细亚			1,865.18									
EM			1,732.38									
SPX			7,457.69									

0 - 表现优于市场，M - 市场表现，U - 表现低于市场，NR - 未评级，CS - 覆盖暂停 MU估计为调整后每股收益； MU估值为调整后市盈率（倍）；来源：彭博，伯恩斯坦估计和分析

投资影响

三星电子：我们给予三星电子“跑赢”评级，目标价为440,000韩元。

SK海力士：我们给予SK海力士“跑赢市场”的评级，目标价为3300万韩元。

细节

韩国海关发布了6月份的出口数据。正如我们之前的分析指出，某些内存产品的出口数据与三星和SK海力士的HBM收入密切相关。因此，我们追踪月度数据，为投资者提供对两家公司在同一季度HBM收入的预览。我们的方法细节可以在之前的分析中找到。您也可以通过此链接下载出口数据。

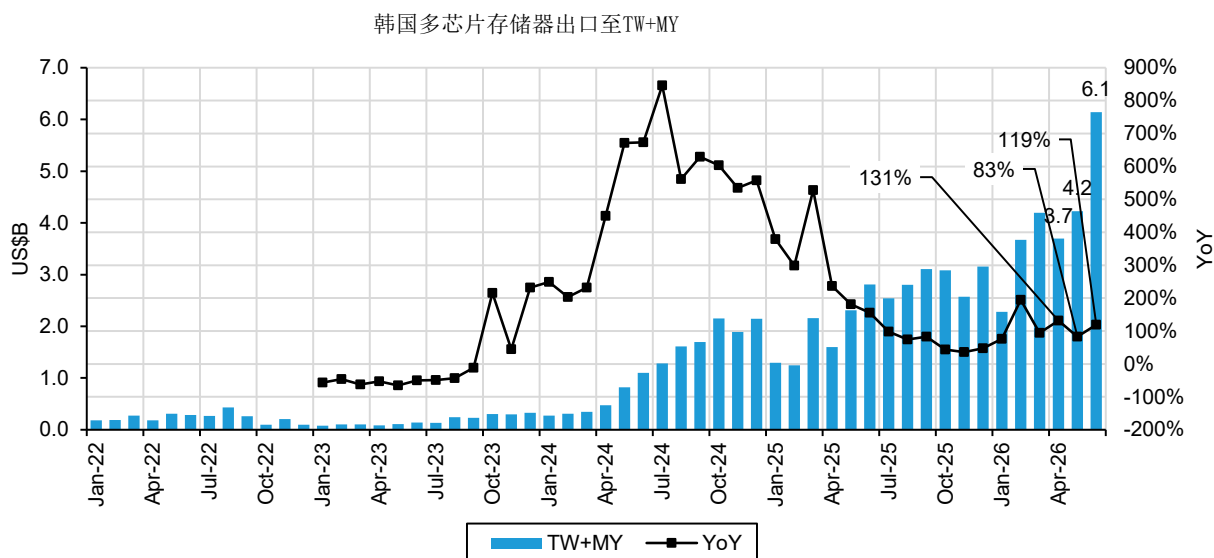
出口数据显示，三星2026年第二季度HBM收入很可能远超我们的预期，这得益于6月份的强劲表现。SK海力士的HBM收入预计将健康增长，符合我们的预期，但明显慢于三星。

- 6月份韩国对台湾和马来西亚的多芯片存储器出口环比强劲增长45%，并创下另一纪录高点，达到62亿美元。6月份数据环比（对比3月）增长46%，同比增长119%（见附表1）。对于2026年第二季度全年，出口环比显著增长39%。正如我们之前分析的那样，对台湾和马来西亚的多芯片存储器出口与三星和SK海力士的HBM营收紧密关联，因此6月份数据表明强劲且加速的增长势头，进入2026年第二季度。

- 若我们关注来自忠清南道（Samsung 的后端晶圆厂所在地，其 HBM 也可能在此封装）的出口，June 出口额激增至 34 亿美元，较五月翻了一番。我们还注意到，Samsung 单月出口额首次超过 SK 海力士，这是自 2024 年初 HBM 出口起飞以来的首次（参见附表 2）。整体而言，2026 年第二季度出口环比增长 75%，这明显强于我们预期的 51% 的 Samsung HBM 增长率（参见附表 3）。根据历史数据回归分析，4 月至 6 月的数据显示，Samsung 2026 年第二季度 HBM 收入约为 67 亿美元，较我们 54 亿美元的预估高出 25%，环比增长 89%（参见附表 4）。如果我们仅使用 2025 年第一季度的数据点进行回归分析，4 月至 6 月的数据同样显示 2026 年第二季度 Samsung 的 HBM 收入约为 67 亿美元（参见附表 5）。与此前几个季度相比，Samsung HBM 出口在 2026 年第二季度确实呈现后置季节性特征，其中 55% 的出口来自 June。不过我们注意到，2025 年第二季度和第三季度也呈现非常后置的季节性特征，我们好奇 2026 年第三季度是否会遵循类似模式（参见附表 6）。整体而言，Samsung HBM 的增长势头好于预期，这主要得益于 June 的强劲表现。这也与 Samsung 的指引相符，即 HBM4 的量产应显著加速进入 2026 年下半年，因此我们对 Samsung 今年 HBM 市场份额的增长仍持乐观态度（参见 Samsung 2026 年第一季度财报要点）。

- 对于SK海力士，我们已确定其HBM出口应几乎全部来自其晶圆厂所在的北忠清省和义城郡。其June出口数据环比增长11%，同比（与3月相比）增长5%（参见图表7）。总体而言，2026年第二季度出口量同比增长19%，与我们当前预测的海力士在2026年第二季度HBM收入增长25%的预期非常接近（参见图表8）。回归分析也发现，出口额表明海力士2026年第二季度的HBM收入为76亿美元，与我们预测完全一致（参见图表9）。与三星后端负载明显的出口月度季节性相比，海力士的出口月度季节性继续保持相对均衡（参见图表10）。综合来看，数据显示SK海力士HBM有望健康增长，并符合我们的估计，但值得注意的是其增速明显慢于三星。

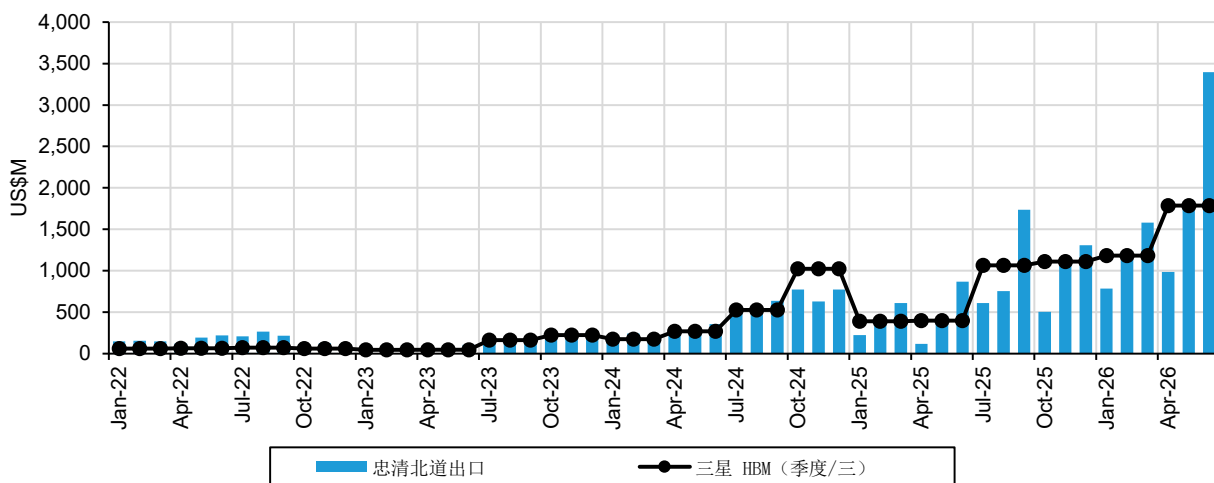
图1：作为HBM出货量的密切代理指标，韩国对台湾和马来西亚的多芯片内存出口在2026年6月达到62亿美元的历史新高。



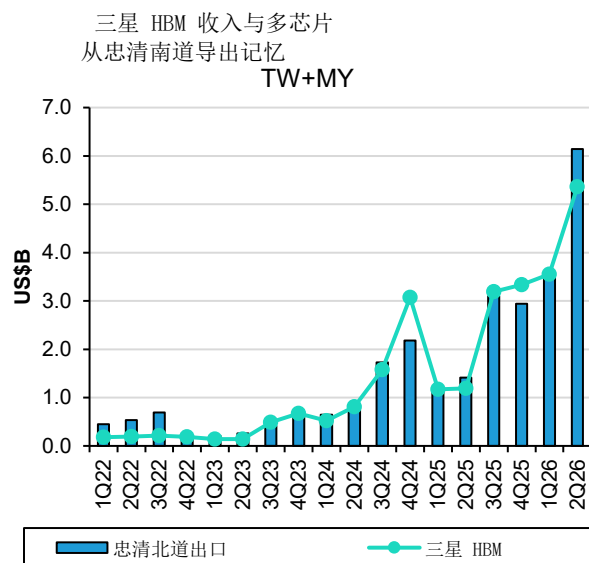
来源：韩国海关服务局（KITA）、公司报告、伯恩斯坦的估计和分析

展覽2：忠清南道出口同比增长93%，环比增长75%，較3月份。

从忠清南道出口的多芯片内存与三星HBM收入的对比 (Duō pín pí nèi cún cóng Zhōngqīng Nándào chūkǒu de duì bǐ, sòng Xiān

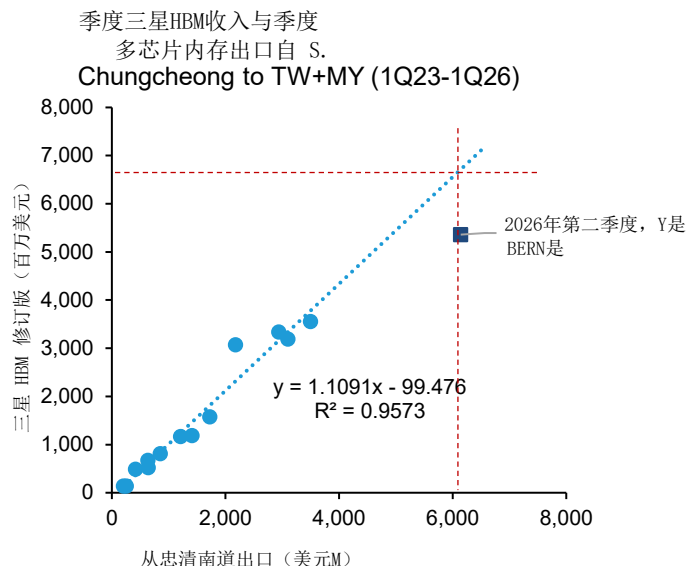


展品3: 忠清南道出口在2026年第二季度环比增长75%。



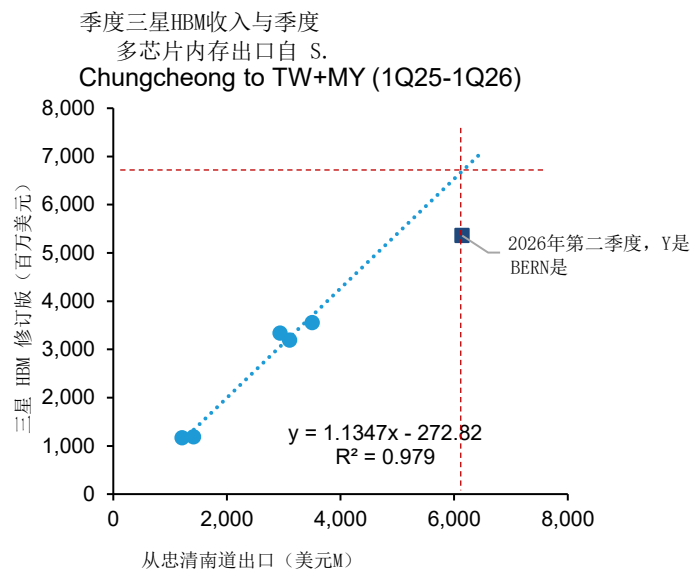
三星 HBM 2026年第二季度收入为伯恩斯坦估计数
来源: 韩国海关、KITA、公司报告及伯恩斯坦分析

图4: 这表明三星2026年第二季度HBM收入为67亿美元, 环比增长89%, 超出我们的预期。



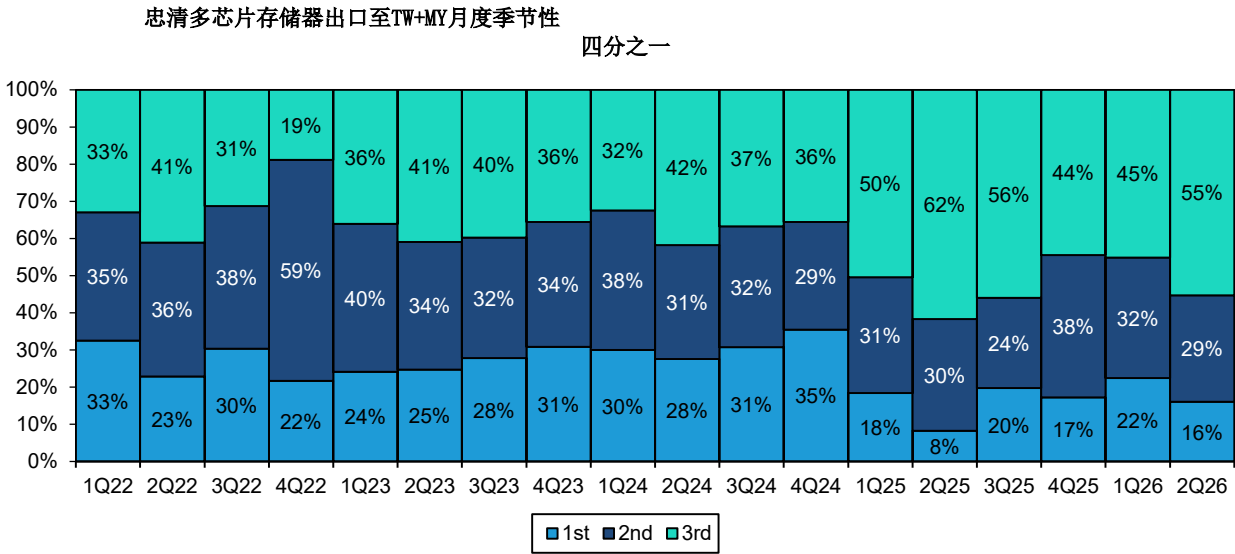
来源: 韩国海关服务局、KITA公司报告及伯恩斯坦分析

展品5: 如果我们仅使用最近几个季度的数据, 6月份的数据也会表明三星在2026年第二季度HBM销售额为67亿美元。



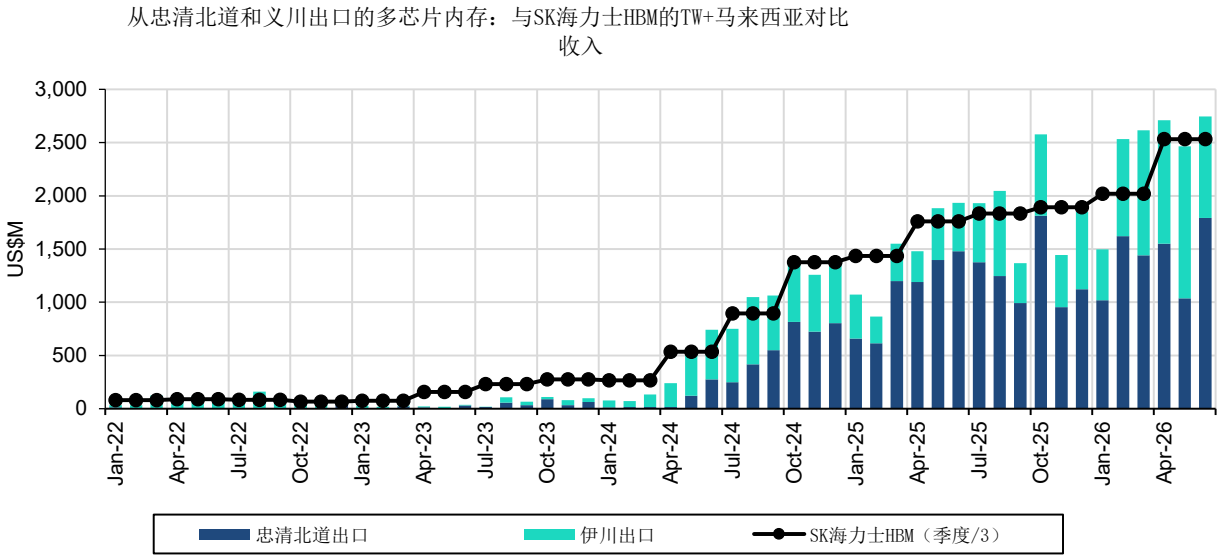
来源: 韩国海关服务局、KITA公司报告及伯恩斯坦分析

图6：忠清南道出口的月度季节性呈现出后置趋势。



韩国海关服务，KITA和伯恩斯坦分析

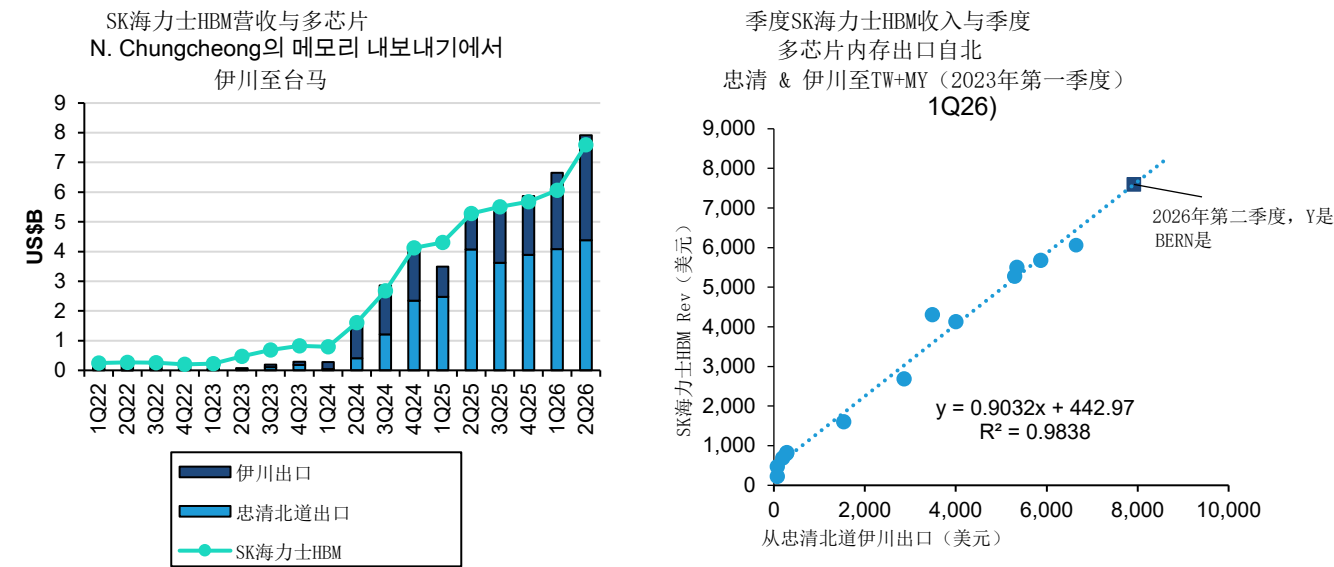
第七号展品：忠清北道和伊川的出口在6月份环比增长了11%。



SK海力士2026年第二季度HBM收入为伯恩斯坦预估 源自：韩国海关服务、KITA、公司报告、伯恩斯坦预估与分析

第八号展品：2026年第二季度，忠清北道和伊川的出口环比增长19%。

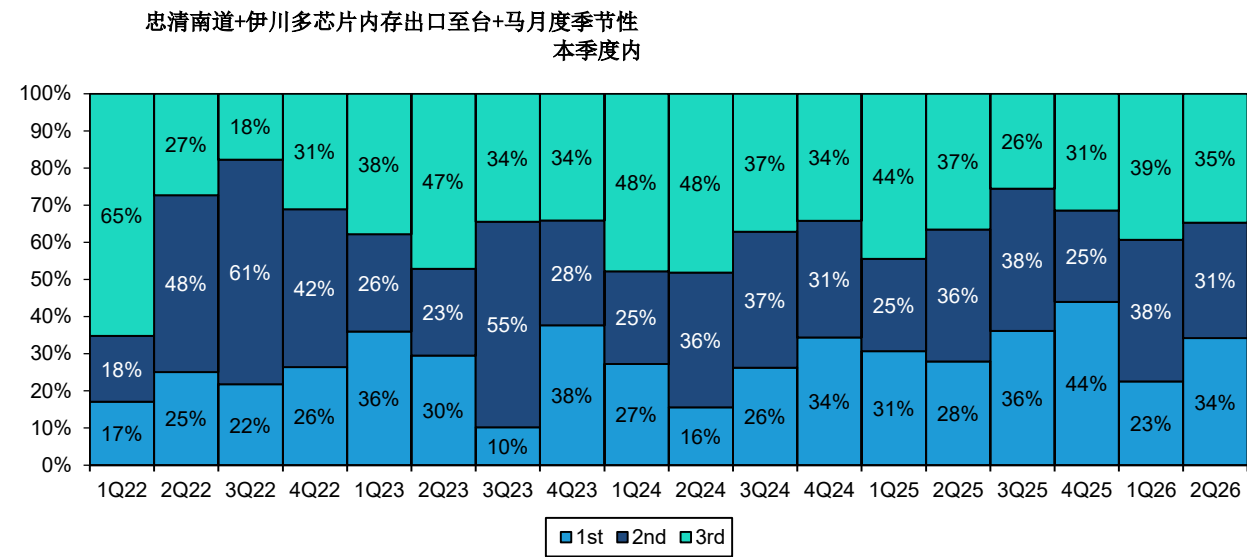
图9：这表明SK海力士2026年第二季度的HBM收入为7.6亿美元，符合我们的预期。



SK海力士2026年第二季度HBM收入为伯恩斯坦预估
来源：韩国海关、KITA、公司报告及伯恩斯坦分析

来源：韩国海关服务局、KITA公司报告及伯恩斯坦分析

图10：与三星相比，北忠清道+伊川的月度季节性变化保持得更加均衡。



韩国海关服务，KITA和伯恩斯坦分析

三星每单位重量的出口额在6月份进一步飙升，这可能是由于HBM4出货量增长所致。

- 韩国多芯片内存的每重量出口价值与HBM ASP大致相关，但可能仅能指示趋势，其意义不足以进行精确估算。对于俊（Jun），北忠清+伊乔恩（SK海力士的代名词）的每重量出口价值环比基本持平。但南忠清（三星的代名词）的数据在6月份环比强劲增长了30%，累计较4月份增长了70%（见第11页展品）。这与月度出口的激增可能有关，这可能与HBM4出货量的增长有关，HBM4的每重量价值应显著高于HBM3E。三星预计其HBM4将在2026年第三季度超越前代产品，过去两个月的数据确实如此。

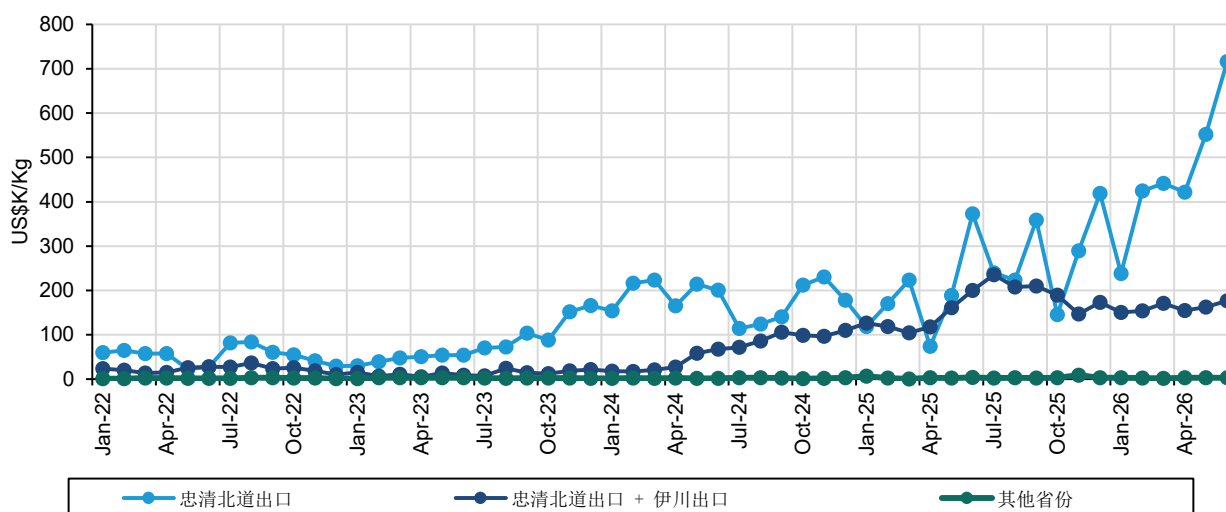
这表明进展良好，正朝着那个方向发展。

- 通过观察过去几个月的数据，我们发现忠清南道（三星）的趋势保持向好。近期显著的增长表明HBM4开始批量出货。另一方面，SK海力士没有HBM4出货的迹象，因为自2025年年中以来，忠清南道+伊川（即SK海力士）的趋势一直向下，或者至少是持平的。

另一个重要的观察是，传统内存的价格虽然一直在快速上涨，但数据显示高带宽内存（HBM）的价格则要稳定得多。从忠清南道出口的每重量单位价值确实有所增长，但这要归因于HBM4的混合改进，而非高带宽内存（HBM）的普遍价格上涨。考虑到SK海力士在高带宽内存（HBM）方面规模更大，以及该公司每重量单位价值下降的趋势，混合平均价格甚至有所下降。话说回来，我们认为供应商和客户目前正在商谈2027年的高带宽内存（HBM）合同和价格。我们预计这将引发对2027年盈利能力的上调，这也会在短期内支撑内存股票价格。

第11项展品：三星每单位重量的出口额在6月份继续飙升，可能表明HBM4出货量正在增长。

韩国多芯片存储器按重量出口价值至台湾及马来西亚



韩国海关服务，KITA和伯恩斯坦分析

对马来西亚的出口呈现季节性反弹，并且过去几个季度总体以显著的速度增长。这可能表明对EMIB的持续兴趣，但我们也不禁好奇为何增长发生得如此之早。除此之外，我们在韩国或新的出口目的地国家未发现任何新的HBM封装厂迹象。

- 6月份，韩国对全球的多芯片内存出口总额为127亿美元，环比增长32%，同比增长48%，这得益于HBM的增长以及传统内存价格的飙升。台湾和马来西亚占总出口额的48%，环比3月份的49%略有下降，因为传统内存出口价值在其他目的地增长更快，且价格上升（见第12页图表）。从每公斤出口价值图表来看，台湾仍显著高于其他国家，证实韩国6月份的HBM出口仍以台湾为主要目的地。5月份对马来西亚的每公斤出口价值进一步增加，因此仍然强烈表明存在HBM出口。迄今为止，台湾和马来西亚是我们看到的唯一出口每公斤价值非常高的目的地，因此很可能出口的是HBM（见第13页图表）。对香港和中国内地的每公斤出口价值则呈现不同态势，中国有所下降，而香港仍在增长。虽然我们观察到除台湾和马来西亚外，其他地区的每公斤价值有所增加，但我们仍然认为这是由于传统内存价格上涨，而非HBM出货，因为三星和SK海力士可能向这些地区出口了大量手机内存封装，而内存封装也被归类为多芯片内存（见第14页图表）。这也支持了传统内存正享受快速上涨的价格，并且其每片晶圆的收入和利润目前优于HBM。

- 对马来西亚的出口在6月份环比强劲反弹231%，达到约11亿美元，这可能与季节性因素有关。过去6个月的平均运行率约为5.5亿美元，而出口到台湾的金额则为35亿美元。我们了解到，马来西亚是...

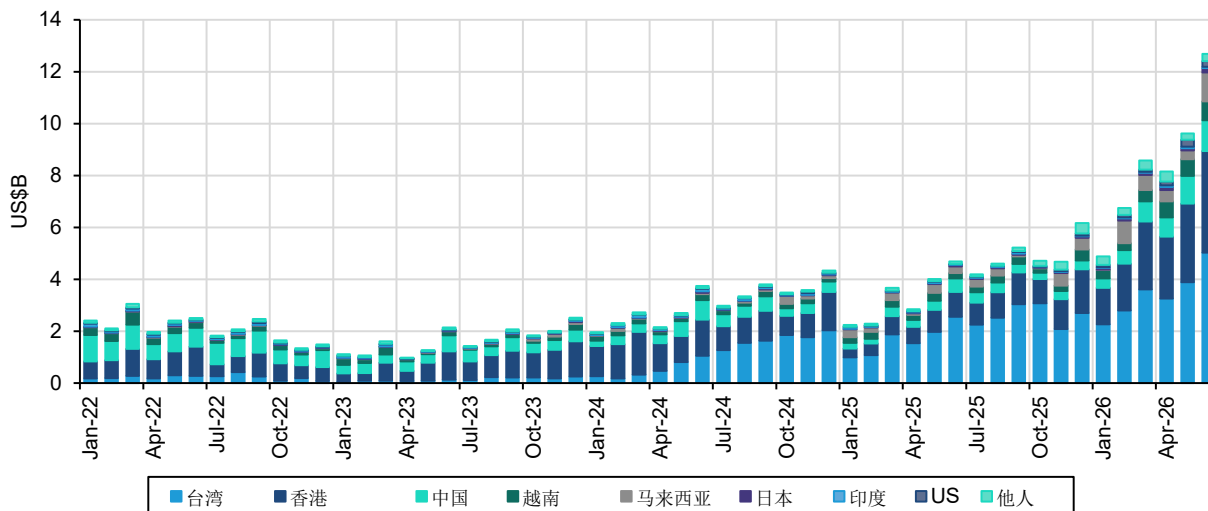
作为英特尔高端封装设施所在地，这里将配备HBM的高端服务器CPU采用EMIB进行封装。此外，我们注意到客户对EMIB的兴趣日益浓厚，并注意到英特尔计划于今年将一家新的先进封装工厂投入生产（链接）。然而，即使客户决定采用，我们相信任何大规模生产也应在1-2年后开始，并好奇为何对马来西亚的HBM出口如此之早。总而言之，对马来西亚的出口值得持续关注。

- 对马来西亚的出口反弹主要归因于三星，而且显然也受到季节性的驱动。尽管三星对马来西亚的整体出口在2026年第二季度（见展位15）增长强劲。SK海力士的设施出口在6月份有所恢复，但整体仍大致保持平稳（见展位16）。总体而言，对马来西亚的出口增长迅速，使三星受益更多，这也是三星HBM收入增长的原因之一。它还支持了三星在HBM领域客户认知度的提升。
- 根据Jun数据，关于出口来源地，忠清南道、忠清北道和伊川继续占据多芯片内存出口至台湾和马来西亚的绝大部分份额（见附表17）。因此，似乎三星或SK海力士尚未在韩国其他地区开始封装HBM。

总体而言，上述所有数据表明，HBM出口继续集中主要在台湾，程度稍低的是马来西亚。然而，我们想指出我们方法论的局限性。一是，如果它们中的任何一家将HBM包装移出韩国，这些数据就不会被我们的出口数据捕捉到。但我们认为这不太可能很快发生。其次，如果它们中的任何一家的HBM出货在韩国被消耗（即包装到另一种产品中），这也不会反映在我们的分析中。我们认为第二个局限性可能会变得更加相关，因为Amkor（AMKR US，未涵盖）已经在韩国进行少量CoWoS类类似的产量，并且未来可能会越来越多。

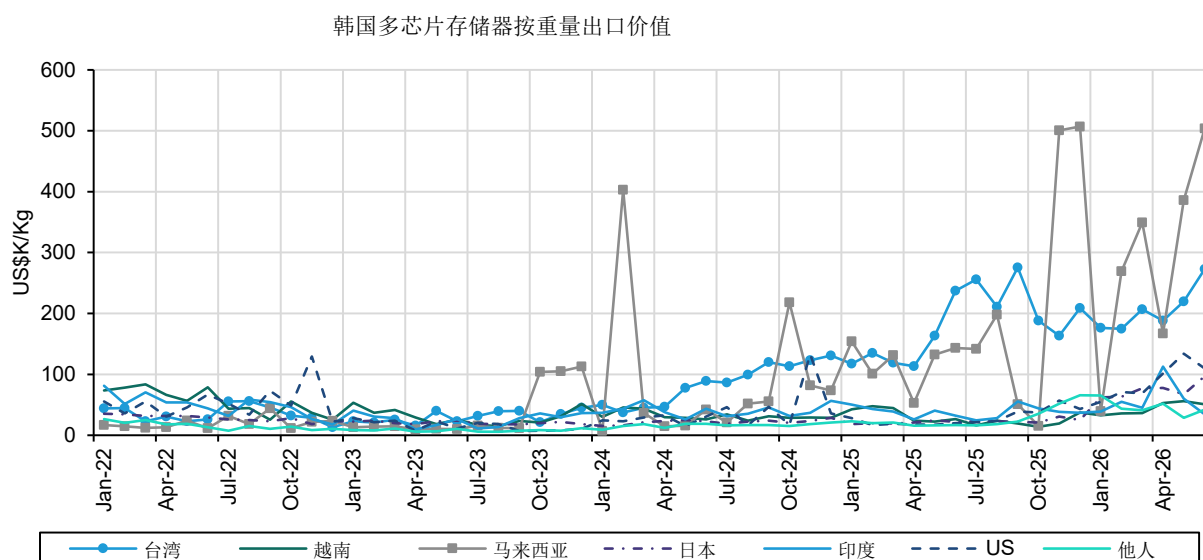
第12项：多芯片内存包括移动DRAM和NAND封装，且在2024年之前，大部分出口前往香港/中国和越南，因为大部分智能手机生产位于这些地区。自2024年以来，由于为当地CoWoS封装向台湾出口的HBM激增，对台湾的出口增长非常迅速。近几个月，我们也观察到对马来西亚的出口有所增加。

韩国多芯片存储器按目的地出口



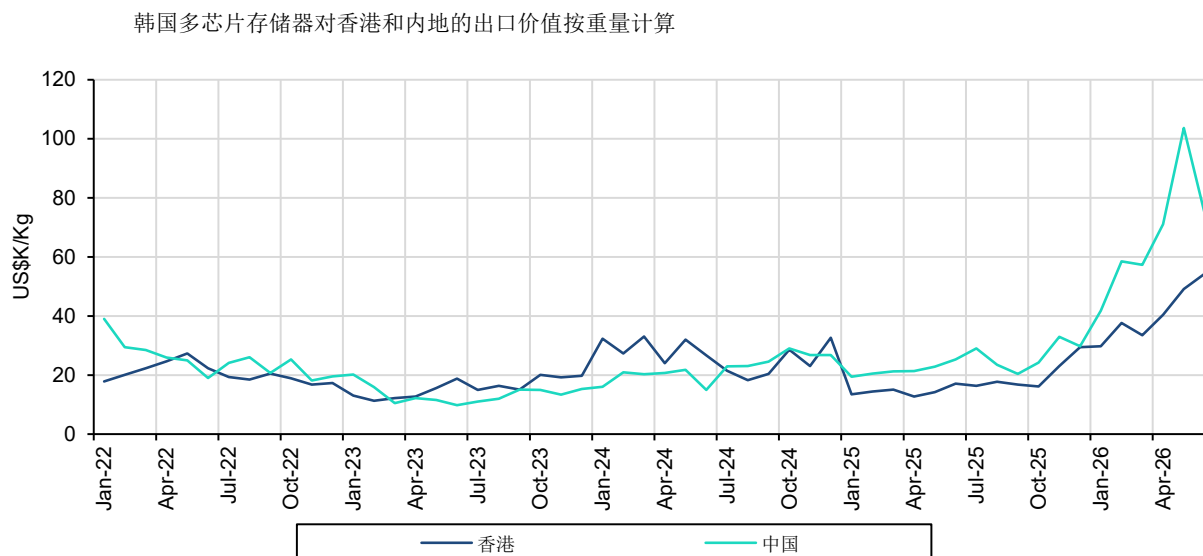
韩国海关服务，KITA和伯恩斯坦分析

第13项：按重量计算的价值继续表明，HBM很可能在6月份主要出口到台湾和马来西亚。



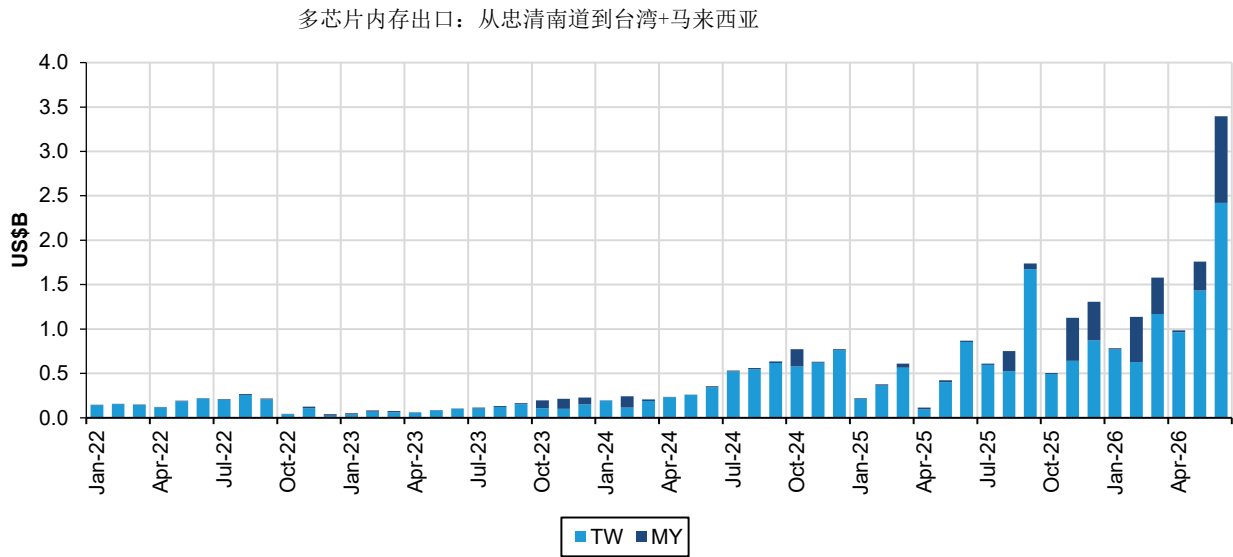
韩国海关服务，KITA和伯恩斯坦分析

第14号展品：6月份对香港的出口价值每重量单位上升，但对中国的出口则下降。我们假设这些变化是由于传统内存的增加，而不是HBM出货量引起的。



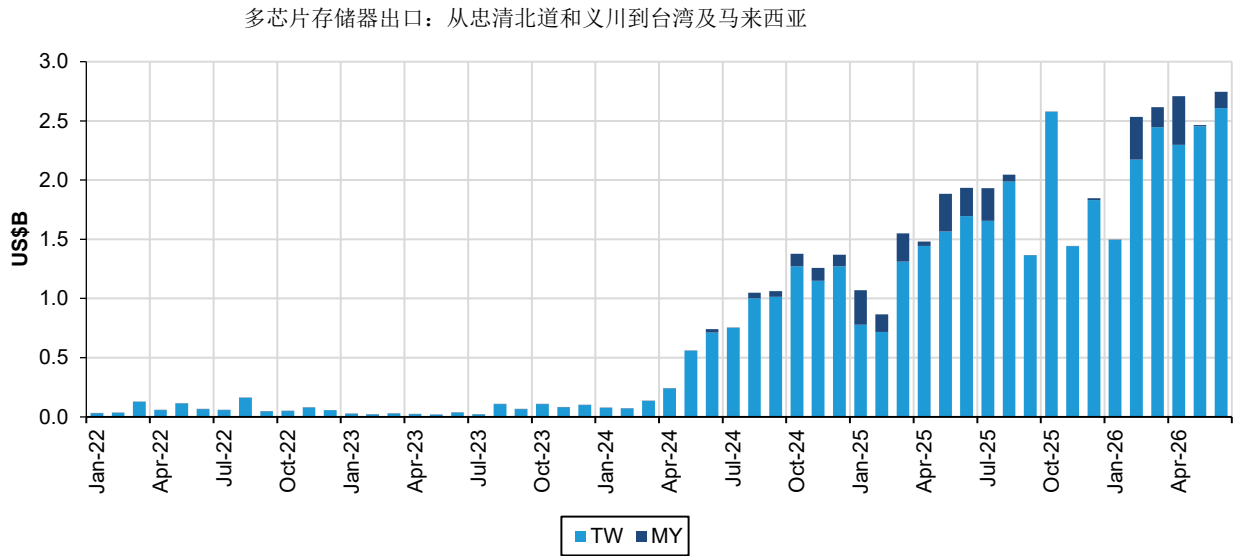
韩国海关服务，KITA和伯恩斯坦分析

展品15：忠清南道对马来西亚的HBM出口在6月份急剧反弹，部分原因是季节性因素，但总体而言，过去几个季度一直在显著增长。



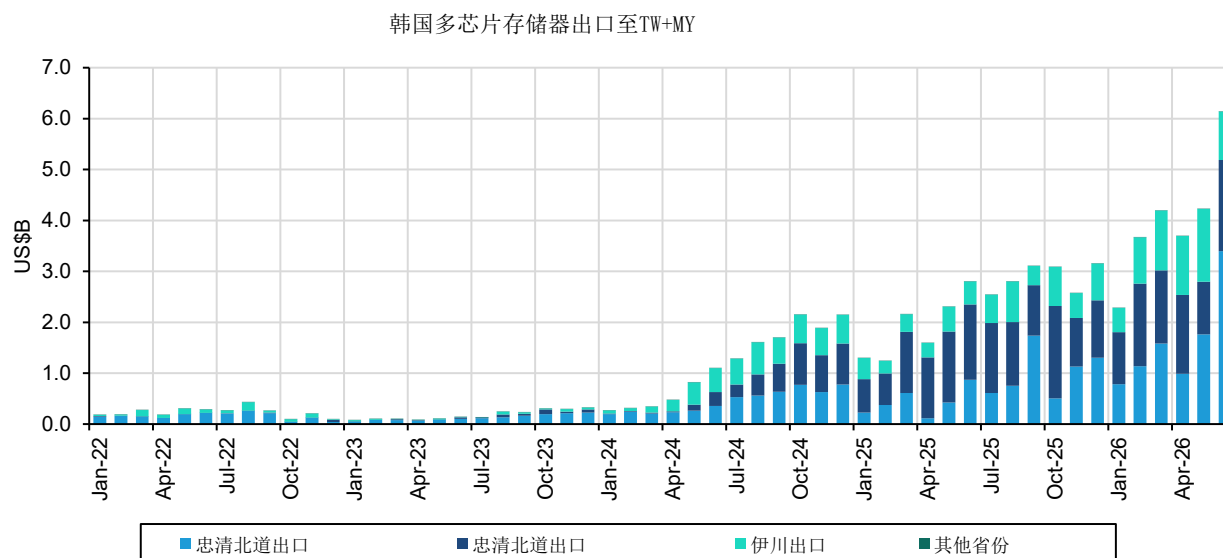
韩国海关服务，KITA和伯恩斯坦分析

第16项：SK海力士向马来西亚的HBM出口在6月份恢复了月环比增长，但与三星相比，总体上仍保持有限。



韩国海关服务，KITA和伯恩斯坦分析

第17项：忠清南道、忠清北道和伊川继续占据多芯片内存对台湾和马来西亚出口的绝大部分。



韩国海关服务, KITA和伯恩斯坦分析

总体来看, Jun数据表现强劲, 尤其是在三星方面, 表明三星2026年第二季度HBM收入增长快于预期, 并且HBM4的产能仍在持续提升。

- 总而言之, 骏河数据表现非常强劲, 部分受季节性因素驱动。三星的数据明显更强, 通过回归分析显示, 预计三星2026年第二季度HBM收入环比增长89%, SK海力士增长25%。三星的快速增长可能部分归因于HBM4出货量的增长, 这得益于其每重量出口值的持续激增, 同时也显著高于我们当前的预测。对于SK海力士, 预计的增长与预期基本一致。尽管Rubin的进展有所放缓, 但整体HBM需求势头依然强劲。对马来西亚的出口也反弹了, 并且在过去几个季度里总体以显著的步伐增长。

- 对于股票, 传统内存的价格上涨以及反映HBM价格短缺的盈利预测调整将为股价提供短期支撑。中长期来看, 我们将关注CXMT和YMTC的涌现和即将到来的IPO, 以更好地评估其结构性威胁, 尤其是在NAND领域, 因为中国可以在没有EUV的情况下推进NAND的技术和产能。我们提醒投资者注意周期性风险, 但对DRAM以及三星、SK海力士和美光(参见《全球存储: 存储正成为AI的负担?》)保持结构性看多。对于铠侠, 我们最近的详细SOTP估值(铠侠:《终局之战》- 业绩未达预期)发现铠侠被高估, 我们维持对其的结构性看空立场。

披露附录

I. 强制性披露

“Bernstein”或“公司”在这些披露中的提及与以下实体相关：Bernstein Institutional Services LLC（自2024年4月1日起）、Sanford C. Bernstein & Co., LLC（2024年4月1日前）、Bernstein Autonomous LLP、BSG France S.A.（自2024年4月1日起）、盛博香港有限公司、Sanford C. Bernstein (Canada) Limited、Sanford C. Bernstein (India) Private Limited（印度证券交易委员会注册号：INH000006378）、Sanford C. Bernstein (Singapore) Private Limited、Sanford C. Bernstein Japan KK（サンフォード・C・バーンスタイン株式会社）以及根据Bernstein与Société Générale之间达成的全球服务协议，受Société Générale非洲技术与服务公司雇佣进行分析师，以生产Bernstein研究。

伯恩斯坦是法国兴业银行（SG）和联博资本管理公司（L. P.，简称AB）组建的合资企业的一部分。除非另有说明，根据本披露的目的，提及伯恩斯坦的“关联公司”均指SG、AB及其各自的关联公司。

评估方法**三星电子株式会社**

我们以6.2倍的市盈率（基于向前看5Q-8Q的每股收益71,172韩元）评估三星电子，其普通股目标价为440,000韩元，优先股目标价为374,000韩元，GDR目标价为7,350美元。

SK海力士株式会社

我们看好SK海力士，其未来5个季度至8个季度的每股收益（EPS）预计为536,158韩元，基于此给予其目标价为3,300,000韩元。

美光科技公司

我们以5Q至8Q每股收益169.8美元、未来7.7倍的市盈率评估美光科技，并得出1300美元的目标价。

铠侠控股株式会社

我们以1年期前瞻每股收益9,810日元计算，对铠侠（KIOXIA）的价值给予4.1倍溢价，从而得出40,000日元的股价目标。

风险**三星电子株式会社**

我们目标价最大的下行风险在于有利的定价环境可能提前结束，这可能是需求减弱或供应增加的结果。投资者情绪以及投资者因此给予的估值也是一个风险。中国在存储领域的进展，尤其是在NAND方面，也是一个下行风险。

SK海力士株式会社

我们目标价最大的下行风险在于有利的定价环境可能提前结束，这可能是需求减弱或供应增加的结果。投资者情绪以及投资者因此给予的估值也是一个风险。中国在存储领域的进展，尤其是在NAND方面，也是一个下行风险。

美光科技公司

我们目标价最大的下行风险在于有利的定价环境可能提前结束，这可能是需求减弱或供应增加的结果。投资者情绪以及投资者因此给予的估值也是一个风险。中国在存储领域的进展，尤其是在NAND方面，也是一个下行风险。

铠侠控股株式会社

目标价的上行风险包括：1）预期之外的NAND需求增长强劲，这可能导致NAND价格走强，进而提升公司盈利；2）日本政府的政策支持有利，例如资本支出补贴；3）成本削减好于预期。

评级定义、基准和分布

股权评级定义

伯恩斯坦品牌——

伯恩斯坦品牌根据股票在未来12个月内的相对表现进行评级，该相对表现分别与以下指数进行比较：对于在美国和加拿大交易所上市的股票，与标普500指数比较；对于在欧洲交易所以及亚太地区以外的新兴市场交易所上市的股票，与彭博欧洲发达市场大中型股价格回报指数欧元版（EDME）比较；对于在日本交易所上市的股票，与彭博日本大中型股价格回报指数美元版（JPL）比较；对于在除日本外的亚洲交易所上市的股票，与彭博亚洲（除日本）大中型股价格回报指数（ASIAX）比较——除非另有说明。

伯恩斯坦品牌有三个等级的评级：

- 超越：该股票将跑赢市场指数15个百分点以上
- 市场表现：股票表现将与市场指数基本一致，偏差在±15个百分点以内。
- 表现不佳：该股票的表现将落后于市场指数超过15个百分点

覆盖率暂停：伯恩斯坦研究品牌下某公司的覆盖率已被暂停。评级及目标价暂时暂停，已不再有效，因此不应被信赖。

未评级：当当前无法准确评估该股票价值或准确预测公司表现时，会给予此评级。负责覆盖该公司的分析师可以继续发布关于该公司的研究报告，以向投资者更新事件和进展。

未覆盖（NC）表示未纳入覆盖范围的公司。

伯恩斯坦品牌股票评级是基于12个月的展望期。

自主品牌——普通股

自主品牌对普通股票的评级如下所示。我们的基准指数为：用于欧洲成熟银行和支付领域的彭博欧洲600金融类价格回报指数（E600BK）和彭博欧洲新兴市场金融类大中盘价格回报指数欧元（EDMFI）指数，用于欧洲保险公司的彭博欧洲600保险类价格回报指数（E600IN）指数，用于美国银行和支付领域的标普500和标普金融类指数，用于美国保险领域的S5LIFE指数，用于美国非寿险公司的标普保险精选行业指数（SPSIINS）指数，以及用于新兴市场银行、保险公司和支付领域的彭博新兴市场金融类大中小盘价格回报指数（EMLSF）指数。评级是相对于行业（而非市场）而言的。

自主品牌有三个普通股评级类别：

- 超额跑赢（OP）：该股票将跑赢相关指数超过10个百分点
- 中性（N）：股票表现将与市场指数基本一致，偏差在±10个基点以内。
- 表现不佳（UP）：该股票的表现将落后于相关指数超过10个百分点

保单暂停：自主研究品牌下某公司的保单已被暂停。评级及目标价位已暂停，且已失效，因此不应再作为参考依据。

未评级：当当前无法准确评估该股票价值或准确预测公司表现时，会给予此评级。负责覆盖该公司的分析师可以继续发布关于该公司的研究报告，以向投资者更新事件和进展。

被标记为“特性”（例如，“特性优于FOP”、“特性低于FUP”）的是我们的核心思想。

未覆盖（NC）表示未纳入覆盖范围的公司。

自主品牌的普通股评级基于一个12个月的展望期。

自主品牌——优先股

自主品牌有三个优先股评级类别：

- 超额表现（OP）：预计该优先工具在未来六个月的总体回报将优于其他在同一行业或评级类别中运营发行人的优先证券。
- 中性（N）：预计未来六个月，该优先工具的总回报表现将与同行业或同评级类别中其他发行人的优先证券保持一致。
- 表现不佳（UP）：预计该优先工具在未来六个月的总体回报将表现不佳，低于同行业或同评级类别其他发行人的优先证券。

优先股的自主评级基于一个6个月的展望期。

自主信用研究

本报告如包含根据《市场滥用条例》第3(1)(35)条定义的信用工具投资建议，则以下信息旨在履行其披露要求。

该报告还可能包含对其他自主或伯恩斯坦分析师就所提及发行人的股权证券所发表意见的引用。请注意，本报告作者发布的关于信用工具的投资建议可能与本报告中涵盖该发行人的股权证券的分析师所发表的公开观点不同，反之亦然。

信用评级定义

自主品牌有三个信用评级类别：

- 信用超越（C-OP）：预期参考信用工具在未来六个月的总体回报将超越同类行业或评级类别其他发行人的债券信用利差。
- 信用中性（C-N）：预期参考信用工具的总回报将在未来六个月内，表现与其他处于相似行业或评级类别的发行人的债券信用利差一致。
- 信用表现不佳（C-UP）：预计参考信用工具在未来六个月的总体回报将表现不佳，低于同行业或同评级类别其他发行人的债券信用利差。

自主信用评级基于一个6个月的展望期。

本报告作者所提出的所有投资建议清单及信用评级历史记录，如需可提供。

公司自行决定何时启动、更新和终止研究覆盖。公司建立、维护并依赖信息壁垒来控制信息在公司一个或多个领域（即私募方）内的流动，以及流入公司的其他部门、团队、小组或关联公司（即公募方）。

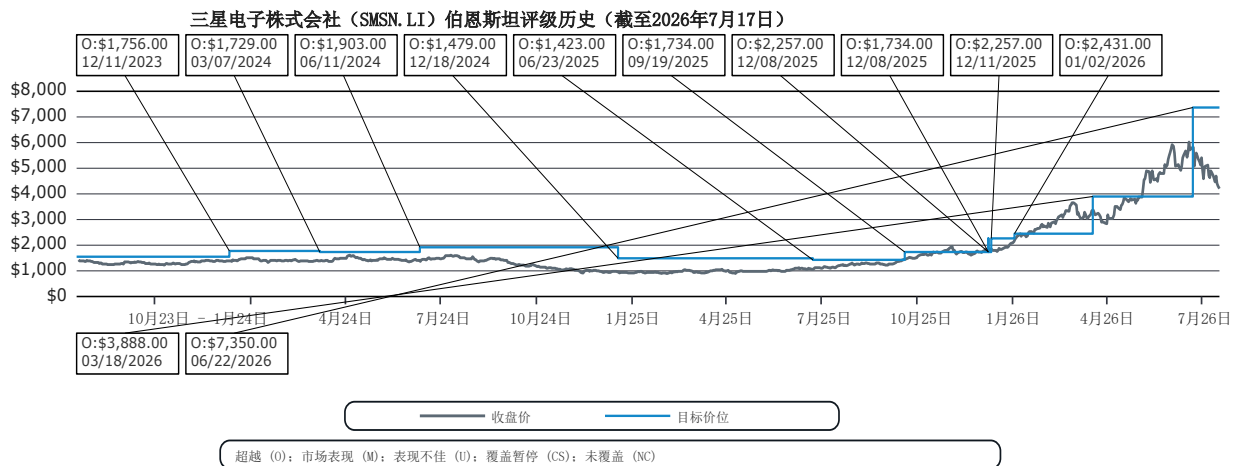
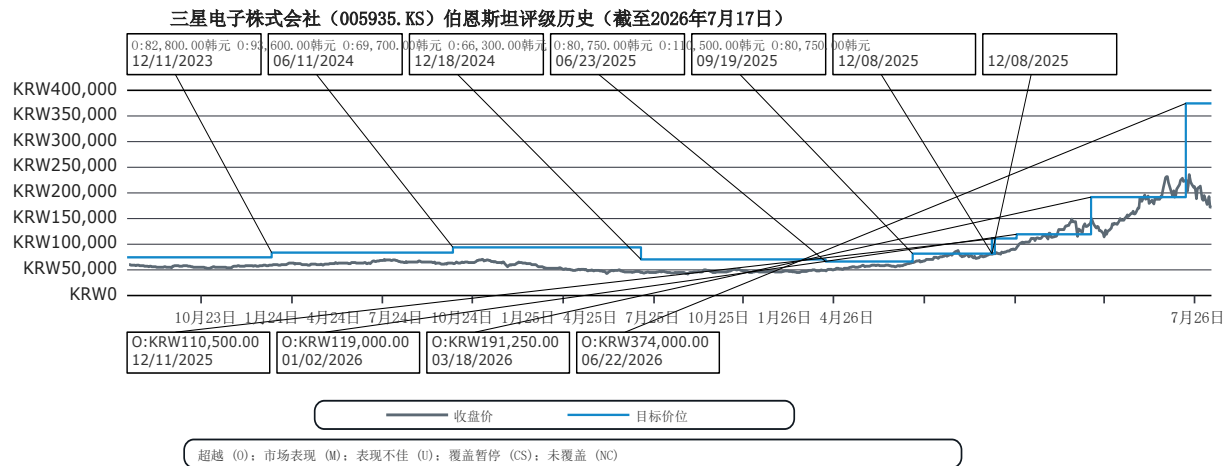
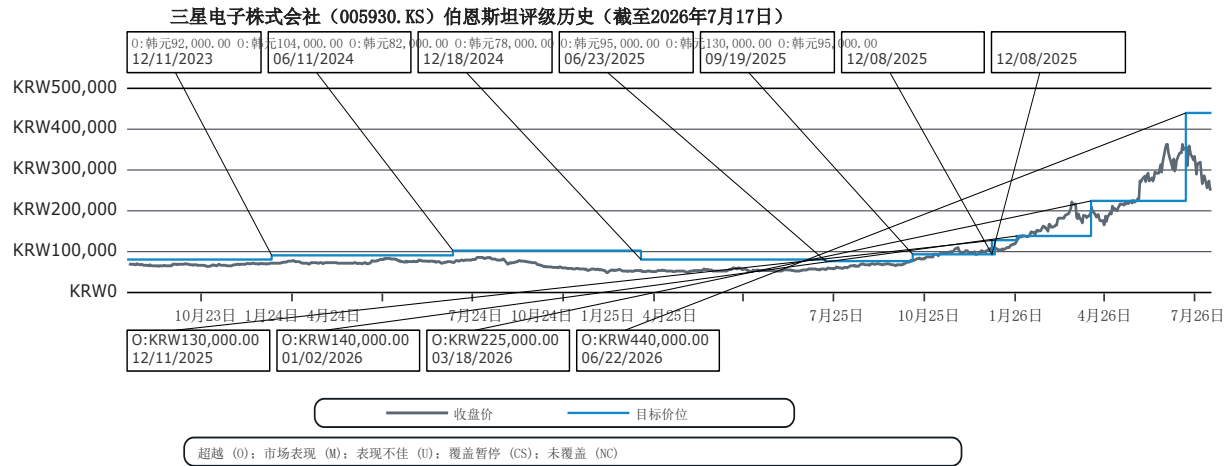
股权评级/投资银行服务分配

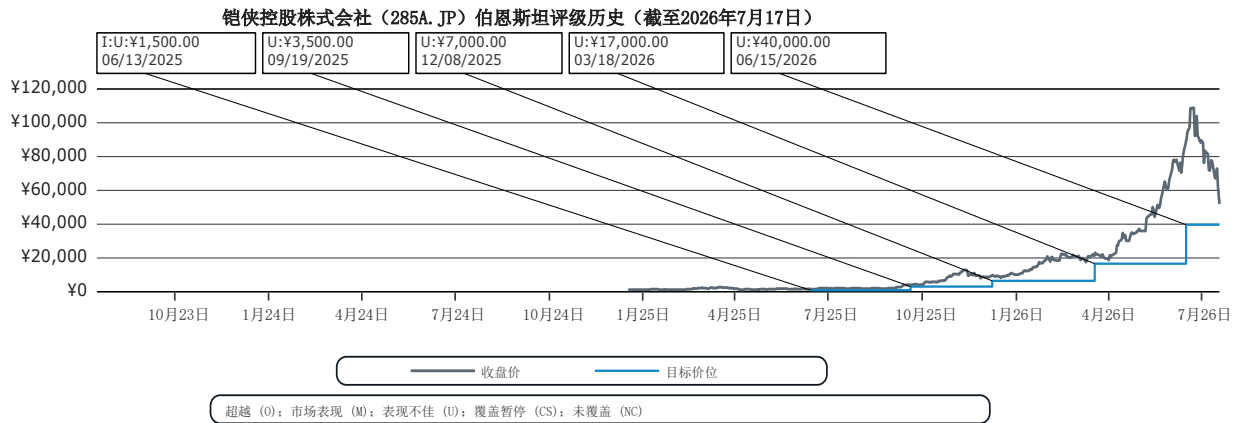
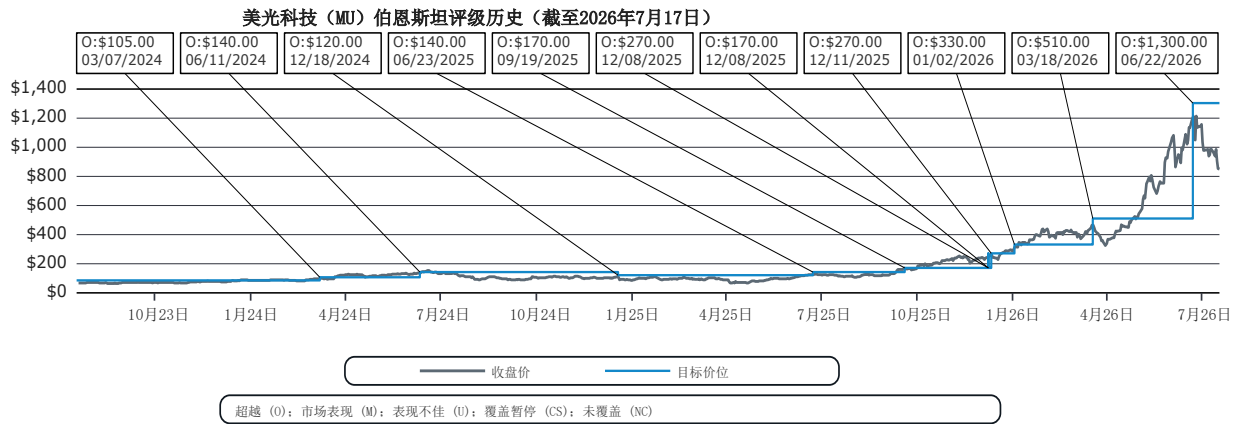
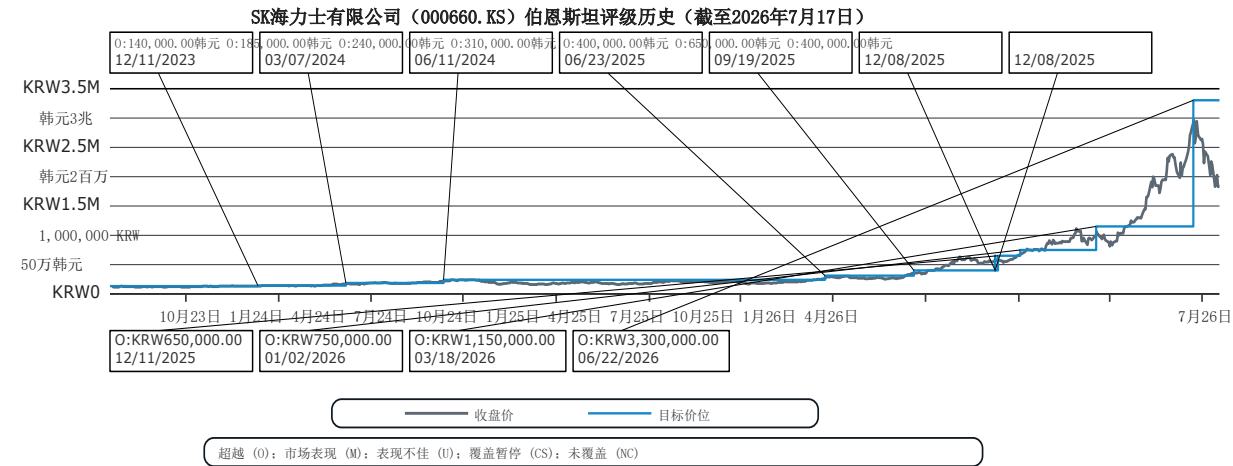
评级	市场操纵 《市场操纵条例》（MAR）以及 FINRA评级类别	全球评级 分布	投资银行 Relationships*
超越	BUY	51.2%	15.3%
市场表现（伯恩斯坦品牌） 中立（自主品牌）	HOLD	35.8%	16.2%
表现不佳	SELL	13.1%	13.6%

这些数据代表伯恩斯坦公司为每个股权评级类别中的公司提供的投资银行服务，且这些公司在此前12个月内是伯恩斯坦的附属公司。

截至2026年6月30日。所有数据按季度更新。

价格图表 / 评级与价格目标历史





上图中的所有目标价和收盘价数据均以本报告中的股票代码表中注明的货币计价。

利益冲突

SG及其关联公司（下称“公司”）合计拥有[总发行股本/任何类别普通股证券]0.5%或以上的权益，且在以下公司的净[多头/空头]头寸为：美光科技公司和铠侠控股公司。

SG及其关联公司之一持有以下公司（KIOXIA Holdings Corp.）某一类别普通股权益的1%或以上。

伯恩斯坦在过去十二个月中，就非投资银行业务的证券相关产品或服务，从以下客户那里获得了报酬：三星电子有限公司。

伯恩斯坦及其关联公司在过去十二个月内，就非投资银行业务的证券相关产品或服务，从以下客户处获得了报酬：三星电子株式会社、SK海力士有限公司和铠侠控股有限公司。

伯恩斯坦的部分附属机构在SK海力士有限公司和铠侠控股有限公司的债务证券中担任做市商或流动性提供方。

伯恩斯坦的部分附属机构在美光科技公司的股票证券中担任做市商或流动性提供者。

其他事项

本报告中列出的分析师（们）的雇主法律实体（们）及其所在地，可通过其电话号码的国家代码确定，具体如下：

+1 伯恩斯坦机构服务有限责任公司；纽约，纽约，美国

+44 贝尔斯坦恩自主有限公司；英国伦敦

+212 法国兴业银行非洲技术与服务公司；摩洛哥卡萨布兰卡

+33 BSG法国股份有限公司；法国巴黎

+34 BSG法国股份有限公司；西班牙马德里

+41 伯恩斯坦自主有限合伙企业；瑞士日内瓦

+49 BSG法国股份有限公司；德国法兰克福

+91 三菱证券（印度）私人有限公司；印度孟买

+852 盛博香港有限公司（Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited）；中国香港

+65 Sanford C. Bernstein（新加坡）私人有限公司；新加坡

+81 三菱商事株式会社；日本东京

若本报告由受雇于非美国附属机构的分析师编制，则该等分析师（除非下文另有明确说明）未注册为Bernstein Institutional Services LLC的关联人士或任何其他美国证券交易委员会注册的证券商，亦未获得FINRA的授权或具备资格成为研究分析师。因此，该等分析师可能不受FINRA关于（包括但不限于）研究分析师与标的公司沟通、研究分析师与投资银行人员之间的互动、研究分析师参与与投资银行业务相关的招揽及营销活动、研究分析师公开露面以及研究分析师账户持有的证券交易等限制的约束。

若本报告由受雇于 Société Générale Africa Technologies & Services（Société Générale集团旗下公司）的研究分析师（们）编制，则其系根据Bernstein与Société Générale之间达成的全球服务协议，以Bernstein公司的名义编制。

认证

本报告列出的每位研究分析师，主要负责本报告内容的撰写，特此证明：本出版物中表达的所有观点均准确反映了该分析师对相关证券或发行人的个人看法，并且该分析师的任何部分薪酬，现在、过去或将来，均未与本出版物中的具体建议或观点直接或间接相关。

II. 附加全球冲突信息披露

公司自行决定何时启动、更新和停止研究覆盖。公司建立了、维护并依赖信息壁垒来控制包含在一个或多个领域（即私人方面）的信息流。

在公司内部，以及进入公司的其他部门、团队、分公司（即对外业务方面）。

III. 其他重要信息及披露

“Bernstein”和“Autonomous”研究产品采用独立的标识。

• 伯恩斯坦公司提供多种不同类型的研究产品，其中包括“自主”和“伯恩斯坦”两大品牌下的基本面分析及定量分析等。某一类型研究产品内的建议可能与另一类型研究产品内的建议有所不同，这可能是由于时间范围、方法论或其他因素的不同所致。此外，某一品牌下发布的研究产品内的观点或建议，也可能与另一品牌下同一类型研究产品内的观点或建议有所不同。两大品牌的研究评级系统及其他相关信息已在上一节中介绍。

• Autonomous作为独立业务单元，隶属于以下实体：Bernstein Institutional Services LLC、Bernstein Autonomous LLP、盛博香港有限公司（Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited）和 Sanford C. Bernstein (India) Private Limited。如需了解“Autonomous”品牌产品（包括某些销售资料）的相关信息，请访问：www.autonomous.com。如需了解Bernstein品牌产品的信息，请访问：www.bernsteinresearch.com。

分析师的薪酬基于其对研究业务的整体贡献，该贡献通过客户渗透率、投资观点的生产力及主动性来衡量。没有分析师的薪酬会基于其在产生投资银行收入方面的表现或贡献。

本报告由根据欧盟《2014年市场滥用条例》（编号596/2014）（“MAR”）第3条第1款第34项i小项定义的独立分析师编制，并且依据2018年《欧盟（脱欧）法案》，该条款作为英国国内法的一部分而适用。

致美国读者：Bernstein Institutional Services LLC（以下简称“Bernstein机构服务”）是一家在美国证券交易委员会（“SEC”）注册的经纪自营商，也是美国金融业监管局（“FINRA”）的成员。该公司在美国分发本出版物，并对该出版物的内容负责。若本材料包含对债务产品（s）的分析，则此类材料仅面向机构投资者，且不适用于为零售投资者准备的债务研究所适用的美国独立性和信息披露标准。

伯恩斯坦机构服务有限责任公司可能以自有账户身份，或作为另一人（包括关联方）的代理人，从事本报告中涉及的任何证券的买卖。本报告并非旨在满足任何特定个人、实体或账户的目标或需求。

致加拿大读者：若本出版物涉及一家加拿大居民公司，则由Sanford C. Bernstein (Canada) Limited在加拿大分发，该公司获得加拿大投资监管机构（Canadian Investment Regulatory Organization）的许可和监管。若本出版物涉及一家非加拿大居民公司，则由Bernstein Institutional Services LLC在依据国际经销商豁免（International Dealers Exemption）向加拿大分发，该公司获得美国证券交易委员会（SEC）和金融业监管局（FINRA）的许可和监管。

本文件未经加拿大任何人接收，除非该人符合 NI 31-103 第 1.1 节中定义的“允许客户”资格。

致巴西读者：本报告由Bernstein Institutional Services LLC编制，Banco BTG Pactual S. A.（“BTG”）负责在巴西分销本报告。

致英国读者：本出版物由Bernstein Autonomous LLP在英格兰及威尔士注册发行（注册号：OC343985），该公司获英国金融行为监管局授权并监管，总部位于伦敦EC2M 5SH的伦敦墙60号，电话：+44 (0)20-7170-5000。

本文件仅供以下人员传阅：(i) 具备专业经验，能够处理《2000年金融服务与市场法》（以下简称“金融服务与市场法”）第19(5)条（《2005年金融推广（金融服务与市场法）令》（以下简称“金融推广令”）所涵盖投资相关事宜的人员（金融推广令经修订后）；(ii) 属于《金融推广令》第49(2)(a)至(d)条所述人员（“高净值公司、非法人协会等”）；(iii) 位于英国境外；或(iv) 就任何证券的发行或销售，可能合法地向其传递或使其接收到参与投资活动（根据《金融服务与市场法》第21条定义）的邀请或引诱的人员（所有此类人员统称为“相关人士”）。本文件仅面向相关人士，非相关人士不得据此采取行动或依赖本文件。与本文件相关的任何投资或投资活动仅供相关人士参与，且仅与相关人士进行。

致欧洲经济区（EEA）成员国的读者：本出版物由BSG法国股份有限公司（BSG France SA）发行，该公司受欧洲银行管理局（ACPR）和金融市场管理局（AMF）的授权和监管。

致香港读者：本出版物由盛博香港有限公司（Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited）在香港发行，该公司已获得香港证券及期货 Commission（中央实体编号：AXC846）的授权并受其监管，可从事第4类（证券投资建议）受规管活动，并须遵守在香港证券及期货 Commission 公共登记册（<https://www.sfc.hk/publicregWeb/corp/AXC846/details>）中列出的牌照条件。本出版物仅面向证券及期货条例（第571章）中定义的专业投资者。本报告的目的是仅为分析本报告所指的发行人，并非用于任何违反香港法律的目的。

致新加坡读者：本出版物由桑德森·C·伯恩斯坦（新加坡）私人有限公司在新加坡分发，仅限新加坡证券与期货法案2001年（以下简称“SFA”）中定义的合格投资者或机构投资者。新加坡的收件人应就与本出版物有关或由此产生的事项，联系桑德森·C·伯恩斯坦（新加坡）私人有限公司。桑德森·C·伯恩斯坦（新加坡）私人有限公司受新加坡金融管理局监管，并根据SFA获得资本市场监管牌照，作为证券及集体投资计划等资本市场监管产品的交易持牌人，以及作为可豁免的财务顾问，提供证券分析及报告的咨询、发行和发布。桑德森·C·伯恩斯坦（新加坡）私人有限公司在新加坡注册，公司注册号为20213710W，地址为新加坡018981滨海湾金融中心8号12-01室，电话+65-6326-7000。

致中华人民共和国读者：本文件所述证券并非正在发行或销售，亦可能不会直接或间接地在中华人民共和国（以下简称“中国”，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区或台湾）发行或销售，以违反中国任何适用法律。

本文件不构成向任何在中国境内向其作出要约或邀请要约非法的个人出售或邀请购买任何证券的要约。

我们不以任何方式保证本文件可在中华人民共和国境内合法分发，或任何证券可在符合中华人民共和国任何适用注册或其他要求的情况下合法发行，或依据其下可用的豁免，也不对促进任何此类分发或发行承担任何责任。特别是，我们未采取任何行动，将允许在中华人民共和国境内进行任何证券的公开发行或本文件的分发。因此，通过本文件或任何其他文件，证券均未在中华人民共和国境内被发行或销售。除将导致符合任何适用法律法规的情况外，本文件、任何广告或任何其他要约材料均不得在中华人民共和国境内分发或发布。

致日本读者：本出版物由 Sanford C. Bernstein Japan KK (サンフォード・C・バーンスタイン株式会社) 在日本发行，该公司已根据日本关东地方金融局（注册编号：关东地方金融局局长（FIBO）第3387号）的注册，作为金融商品经营者在日本注册，并受金融服务局监管。该公司也是日本投资管理协会的成员。本出版物仅限日本《金融商品取引法》第2条第3款第（i）项中定义的合格机构投资者阅读。

对于通过大和证券集团株式会社（“大和”）获得 Bernstein 网站访问权限的日本机构客户读者，您访问本文件不应被视为 Bernstein 正向您提供任何目的的投资建议。虽然 Bernstein 编制了本文件，但您的关联方是，并将始终是大和，Bernstein 与您无任何合同关系，亦无任何义务。

致澳大利亚读者：盛博香港有限公司（Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited）负责在澳大利亚分发研究报告。该公司根据美国法律受美国证券交易委员会监管，根据英国法律受英国金融行为监管局监管，这与澳大利亚的法律不同。就向批发客户提供以下金融服务而言，盛博香港有限公司（Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited）根据2001年《公司法》免于持有澳大利亚金融服务许可证的要求：

- 提供金融产品建议；
- 经销金融产品；
- 为金融产品开拓市场；以及
- 提供保管或寄存服务。

致我印巴读者：本出版物由桑福德·C·伯恩斯坦（印度）私营有限公司（SCB印度）在印度发行，该公司根据2014年《证券交易委员会（研究分析师）条例》获印度证券交易委员会（“SEBI”）授权并监管，作为研究分析师实体，注册号为INH000006378，并作为股票经纪，注册号为

INZ000213537。SCB印度目前从事提供研究和股票经纪业务。欲了解更多信息，请访问www.bernsteinresearch.in。

• SCB印度是一家根据2013年《公司法》于2017年4月12日成立的私营有限公司，公司识别号为U65999MH2017FTC293762，注册办公室位于印度马哈拉施特拉邦孟买（东）Bandra Kurla Complex 的 CBI 办公室附近的 G 块，第一国际金融中心4楼3A层，C-54和C-55地块（电话：+91-22-68421401）。

• 请就SCB印度（即关联公司/子公司）的详细信息发送电子邮件。

[MUM-BERNSTEIN-](mailto:MUM-BERNSTEIN-InCompliance@bernsteinsg.com)

InCompliance@bernsteinsg.com.

截至本报告日期，SCB印度没有任何纪律处分记录。

• 除上述注明外，SCB印度和/或其关联公司（即子公司/分公司）、撰写本报告的研究分析师及其亲属

- 不持有该目标公司的任何经济利益
- 不得拥有目标公司证券百分之一或以上的实际/ beneficial 所有权；
- 亦不就印度公司从事任何投行业务；
- 过去十二个月内，未管理或共同管理过任何印度公司的公开发售；
- 过去12个月内，未从该主体公司获得任何投资银行服务或商业银行服务的报酬；
- 过去十二个月未从该主体公司获得经纪服务报酬；
- 未从相关公司或第三方获得任何报酬或其他利益，与报告中具体建议或观点相关；且
- 目前不作为所报告公司相关金融产品的做市商，但未来可能担任此角色。

截至本报告日期，该公司不存在任何利益冲突。

• 除上述注明外，目标公司在本研究报告分发日期前的十二个月内并非SCB印度的客户。在过去十二个月内，SCB印度及其关联公司（即子公司/集团子公司）均未从目标公司获得除投资银行、商业银行业务或经纪业务之外的产品或服务报酬。

本报告的主要研究分析师（若有）、分析师团队成员及其家庭成员并非所涵盖公司之官员、董事、雇员或顾问委员会成员。

• 我们的合规专员/投诉专员是鲁帕尔·塔拉蒂女士，她可以联系 +91-22-68421451，或

[MUM-](mailto:MUM-BERNSTEIN-InCompliance@bernsteinsg.com)

InCompliance@bernsteinsg.com / Scbin-investorgrievance@bernsteinsg.com

• SCB印度的研究投资者宪章及服务条款可在其网站查阅，供您参考。访问地址为：Sanford C. Bernstein (India) Private [Limited](https://bernsteinresearch.in/) (<https://bernsteinresearch.in/>)。

• 免责声明：由 SEBI 颁发的注册许可以及由 NISM 颁发的认证，绝不意味着对中介机构的业绩保证，也不向投资者提供任何投资回报的保证。证券市场投资存在市场风险。投资前请仔细阅读所有相关文件。

致瑞士读者：本文件由Bernstein Autonomous LLP在瑞士提供或通过其提供，并且仅向瑞士集体投资计划法（“CISA”）第10条及相关集体投资计划条例的规定中定义的合格投资者提供，并严格遵循适用的瑞士法律和法规。本文件中提到的产品可能不适合所有类型的投资者。本文件基于指令

关于瑞士银行协会（SBA）于2008年1月发布的《关于金融研究独立性的声明》

致中东地区的读者：Bernstein Autonomous LLP迪拜金融中心分部的主要办事处位于阿联酋迪拜金融中心（DIFC）的Gate Village 06。Bernstein Autonomous LLP迪拜金融中心分部受迪拜金融服务管理局（DFSA）监管，注册号为CL10040，获授权从事投资交易安排及金融产品咨询业务。所有沟通和服务均仅面向专业客户和市场交易对手方（DFSA规则书中定义）。除专业客户和市场交易对手方之外的人员，例如零售客户，并非我方沟通或服务的预期接收对象。

法律

所有研究报告均通过发布在我们公司密码保护的网站上（bernsteinresearch.com 和 autonomous.com）传递给客户。部分而非全部研究报告也会通过第三方供应商提供给客户，或作为便利措施通过其他电子方式重新分发给客户。

本出版物已根据公司关于投资研究利益冲突管理的政策进行出版和分发，该政策的副本可从Bernstein Institutional Services LLC合规总监处获得，地址为纽约市公园大道245号，纽约，纽约州10167。有关Bernstein业务的额外披露和信息，请访问我们的网站www.bernsteinresearch.com。

所描述的证券可能不符合在所有司法管辖区或向某些类别投资者销售的资格，前提是该许可概况与所注明的实体的持有的许可证不一致。本文件仅根据法律允许的范围分发。本出版物不针对、不打算分发给或供任何为该国民众或居民或位于任何地方、州、国家或其他司法管辖区的人或实体使用，其中此类分发、出版、可用性或使用将违反法律或法规，或会使本文件中提到的实体或其任何子公司或附属公司在该司法管辖区内的任何注册或许可要求。本出版物基于我们认为是可靠的公共来源，但我们不保证本出版物是准确或完整的。我们不会告知您报告信息的任何变化或本文件中意见的任何变化。本出版物是由本文件中提到的实体为向合格交易对手或专业客户分发而准备和发布的。本出版物不是购买或出售任何证券的要约，也不构成投资、法律或税务建议。此处提到的投资可能不适合您。投资者必须根据其具体情况，在咨询其专业顾问后做出自己的投资决策。投资的价值可能会波动，以外币计价的资产可能会因汇率波动风险而价值波动。关于投资过去业绩的信息不一定是对未来业绩的指导、指标或保证。

本报告专致并仅限于根据前述监管机构定义的“合格交易对手方”、“专业客户”、“机构投资者”和/或“专业投资者”的客户，不得重新分发给根据前述监管机构定义的零售客户。收到本报告的零售客户应注意，本报告中所述实体的服务对其不可用，且其不应依赖本报告内容做出投资决策。因采取此类行为而产生的任何损失，所述实体不承担责任，因为所述实体未注册/授权/获得许可处理零售客户，且不会与零售客户建立任何合同协议/安排。本报告的提供以客户可能与所述实体签订的任何协议的条款和条件为准。所有研究报告均通过电子出版方式同时向合格客户发布至我们的客户门户。

本报告中的信息由Bernstein仅为我们的客户的内部业务使用而准备。客户可以仅为此有限目的而存储、展示、分析、重新格式化和打印本报告中的信息。未经Bernstein明确书面同意，客户不得以任何目的复制、修改、创作衍生作品、转售、逆向工程、商业利用、分享或分发本报告中所包含的任何部分信息。这些限制包括提取数据或使用内容来开发指数或其他产品。此外，您不得使用本报告或本报告的任一部分来训练或微调任何第三方机器学习或人工智能系统，或将其用作任何此类系统的提示或输入。未经Bernstein明确书面同意，您也不得在您的内部机器学习或人工智能系统方面进行上述任何操作。

伯恩斯坦可能会在其材料准备过程中使用人工智能工具。任何此类材料在发布前均由伯恩斯坦的研究分析师进行审核。

本报告仅用于信息目的，基于我们认为是可靠的当前公开信息编制而成，但此处提到的实体不对所含信息或数据的来源是否准确、完整、不具误导性，或是否符合预期用途做出保证或陈述（明示或暗示）。尽管此处提到的实体依赖信誉良好或值得信赖的数据提供者，但本报告不应被视为此类信息。所表达的观点仅限于材料上显示的日期为作者当前的看法，我们不对报告内容的任何变更提供咨询。

其中信息或观点。

此处提及的兴业银行（Societe Generale）相关信息均系客观事实，基于公开信息，且仅为比较目的而包含。此等信息不构成对兴业银行证券的看法或建议。

本出版物由本文件所述实体编制并发行，用于分发给符合条件的交易对手方或专业客户。本报告中的信息旨在供普遍传播，并不构成购买或出售任何证券、投资、法律或税务建议，也不构成任何前述监管机构定义的个人推荐。本报告未考虑个人投资者的特定投资目标、财务状况或需求。本报告未经任何前述监管机构审阅，也不代表任何前述监管机构的官方推荐。本文件所述的投资可能不适合您。在接收推荐方作出购买投资产品的承诺之前，投资者必须与寻求财务顾问建议（关于投资产品的适用性）并考虑任何推荐接收方的具体投资目标、财务状况或特定需求后，自行做出投资决策。

本分析基于多项假设。不同的假设可能导致实质性不同的结果。本报告中的信息不构成任何出售、发行、购买或认购股份的要约，也不构成参与任何其他投资活动的要约。本报告中提到的任何证券或金融工具的价值可能因市场状况而波动。投资过去的业绩不一定能作为未来业绩的指引、指示或保证。本报告中研究分析师提到的未来业绩预测基于可能因市场波动等不可预见因素而未能实现的假设。对于以客户本国货币以外的外币计价的证券或金融工具，汇率变动将对其价值产生影响，可能有利也可能不利。在根据本报告采取任何建议之前，收件人应考虑投资本报告中提到的相关证券或金融工具的适当性，并在必要时寻求独立的专业建议。

此处所述的证券可能不符合在所有司法管辖区或向某些类别投资者销售的资格，前提是该许可概况与此处所注明的实体持有的许可证不一致。本文件仅供依法许可的范围内分发。本文件不针对、不打算分发给或供任何为公民、居民或位于任何地区、州、国家或其他司法管辖区的人或实体使用，在该司法管辖区，此类分发、发布、可用性或使用将违反法律或法规，或会使此处所注明的实体在该司法管辖区内受到任何监管或许可要求。

来源：彭博指数服务公司。BLOOMBERG®是彭博金融公司及其附属公司（统称“彭博”）的商标和服务标志。彭博或彭博的许可方拥有彭博指数的所有专有权利。彭博或彭博的许可方不认可或支持本材料，也不保证其中任何信息的准确性或完整性，也不对由此可能获得的结果做出任何明示或暗示的保证，并且在法律允许的最大范围内，均不对由此产生的任何损害或损失承担任何责任或义务。

本材料之任何部分均不得未经此处注明的相关实体事先同意而复制、分发、传输或以其他方式提供。版权所有：Bernstein Institutional Services LLC, Bernstein Autonomous LLP, BSG France S.A., Sanford C. Bernstein (Hong Kong) Limited 盛博香港有限公司, Sanford C. Bernstein (Canada) Limited, Sanford C. Bernstein (India) Private Limited (SEBI注册号: I NH000006378), Sanford C. Bernstein (Singapore) Private Limited 及 Sanford C. Bernstein Japan KK (サンフォード・C・バーンスタイン株式会社)。版权所有。此处包含的商标和服务标志为其各自所有者所有。任何未经授权的使用或披露均被严格禁止。若未经授权的使用导致此处注明的相关实体及以Bernstein和Autonomous品牌发布的任何研究产生任何诽谤和/或声誉风险，此处注明的相关实体有权采取法律行动。