



## 青岛啤酒 (168.HK/600600.CH): 疫情使 A/H 估值进一步分化; 上调 H 股至“买入”, 维持 A 股“持有”评级

- 1Q22 净利润略好于预期:** 因受山东省疫情影响, 青啤 3 月销量大幅下挫。这也使青啤 1Q22 整体销量下滑 2.8%, 收入仅增长 3%, 基本符合我们预期。值得欣慰的是, 青啤 1Q22 主品牌销量同比上升 5%, 推动公司整体销售结构进一步提升。这也帮助公司 1Q22 整体单价同比增长 6.1%。1 月初公司对青岛经典与 1903 等产品的提价及产品结构优化, 基本抵消了原材料价格的压力, 使公司 1Q22 毛利率同比维持稳定。公司 1Q22 大幅削减了销售费用 (同比下降 5%), 销售费用率同比下降 120bps, 核心经营利润率同比扩张 120bps。这也使青啤 1Q22 净利润同比增长 10%, 高于市场预期。我们认为青啤业绩并不值得市场过度振奋, 因为削减市场投入虽能短期增厚利润, 但却不可持续。对于啤酒品牌, 持续的市场投入是维持品牌竞争力的重要驱动。
- 3 月受疫情影响大, 4 月环比改善:** 2021 年山东市场占青啤整体收入 57%, 因此山东疫情反复对青啤 3 月销量产生较大影响 (估计同比下滑 20% 以上), 这也抵消了其 1-2 月销量较强劲的增长。另外, 上海也是青啤重要市场之一, 我们估计青啤在上海市占率为 50% 左右, 上海占青啤整体销量 4-5%。因此, 3 月底开始上海严格的疫情管控对青啤更是雪上加霜。尽管短期内受疫情影响较大, 但随着山东省疫情逐步缓解, 我们估计青啤 4 月销量表现相比 3 月环比将有较大改善。
- 上调 H 股至“买入”, 维持 A 股“持有”评级:** 我们基本维持对青啤收入的预测不变, 但考虑到公司对费用积极的管控, 我们上调 2022/2023 净利润预测 3%/6%。青啤港股目前交易在 10x 2022E EV/EBITDA, 相对国际品牌估值有 20% 的折扣。青啤虽然增长势能和高端化空间不如主要竞争对手, 但对于青啤这样品牌悠久、基本面稳定的中国啤酒玩家, 目前其港股这一估值水平无疑具有一定吸引力。我们用 13x EV/EBITDA (基本与国际品牌平均估值一致) 对青啤 H 股进行估值并得到目标价 74.6 港币。因此, 我们上调 H 股至“买入”评级。我们用 22x 2022E EV/EBITDA (相对 H 股 70% 的溢价) 对青啤 A 股进行估值, 得到目标价人民币 91.2 元。与其他啤酒企业一样, 任何疫情缓解的迹象都将利好青啤股价。
- 投资风险:** 1) 原材料价格涨幅高于预期; 2) 喜力的增速慢于预期; 3) 疫情持续影响现饮渠道; 4) 市场竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	27,760	30,167	32,009	33,607	35,196
同比变动 (%)	-0.8%	8.7%	6.1%	5.0%	4.7%
股东应占净利	2,201	3,155	3,168	3,632	4,055
同比变动 (%)	18.9%	43.3%	0.4%	14.7%	11.6%
核心股东应占净利	2,207	2,207	2,674	3,168	3,632
同比变动 (%)	23.1%	23.1%	21.2%	18.5%	14.7%
PE(x)-A 股	52.4	36.6	36.4	31.8	28.5
PE(x)-H 股	31.6	22.1	22.0	19.2	17.2
ROE (%)	11.1%	14.5%	13.2%	14.0%	14.3%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

消费分析师  
richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师  
serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2022 年 4 月 29 日

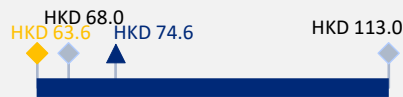
### 青岛啤酒 (168.HK)

买入

目标价 (港币)	74.6
潜在升幅/降幅	+17.3%
目前股价 (港币)	63.6
52 周内股价区间 (港币)	57.4-93.6
总市值 (百万港币)	129,331
近 3 月日均成交额 (百万港币)	265

注: 截至 2022 年 4 月 29 日午市收盘价

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 青岛啤酒 (600600.CH)

持有

目标价 (人民币)	91.2
潜在升幅/降幅	+6.8%
目前股价 (人民币)	85.4
52 周内股价区间 (人民币)	72.5-118.1
总市值 (百万人民币)	104,839
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	578.2

注: 截至 2022 年 4 月 29 日午市收盘价

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

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 - 青岛啤酒

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>27,760</b>	<b>30,167</b>	<b>32,009</b>	<b>33,607</b>	<b>35,196</b>
同比	-0.8%	8.7%	6.1%	5.0%	4.7%
营业成本	20,171	21,410	22,569	23,359	24,139
<b>毛利润</b>	<b>7,589</b>	<b>8,757</b>	<b>9,441</b>	<b>10,248</b>	<b>11,058</b>
毛利率	27.3%	29.0%	29.5%	30.5%	31.4%
销售及管理费用	5,273	5,820	5,943	6,201	6,467
其他经营收入及收益 (损失)	0	0	0	0	0
<b>经营溢利</b>	<b>2,316</b>	<b>2,937</b>	<b>3,498</b>	<b>4,047</b>	<b>4,590</b>
经营利润率	8.3%	9.7%	10.9%	12.0%	13.0%
净融资成本	483	252	342	461	525
其他收入或支出	441	1,291	720	720	720
<b>税前溢利</b>	<b>3,240</b>	<b>4,479</b>	<b>4,560</b>	<b>5,228</b>	<b>5,836</b>
所得税	913	1,223	1,277	1,464	1,634
所得税率	28.2%	27.3%	28.0%	28.0%	28.0%
<b>净利润</b>	<b>2,327</b>	<b>3,256</b>	<b>3,283</b>	<b>3,764</b>	<b>4,202</b>
少数股东利润	126	101	115	132	147
<b>归母净利润</b>	<b>2,201</b>	<b>3,155</b>	<b>3,168</b>	<b>3,632</b>	<b>4,055</b>
归母净利润率	7.9%	10.5%	9.9%	10.8%	11.5%
同比	18.9%	43.3%	0.4%	14.7%	11.6%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	18,467	14,598	22,899	26,496	29,330
应收账款	120	125	130	136	142
应收票据及其他	319	903	903	903	903
存货	3,281	3,493	3,586	3,712	3,836
短期投资	1,889	2,778	2,778	2,778	2,778
其他流动资产	552	7,062	552	552	552
<b>流动资产合计</b>	<b>24,628</b>	<b>28,959</b>	<b>30,848</b>	<b>34,578</b>	<b>37,542</b>
物业、机器及设备	10,303	10,149	10,079	9,954	9,861
长期投资	402	392	392	392	392
其他	6,182	7,064	6,864	6,664	6,464
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,886</b>	<b>17,604</b>	<b>17,334</b>	<b>17,009</b>	<b>16,717</b>
短期借款	703	246	246	246	246
应付账款	2,223	3,128	2,782	2,880	2,976
其他应付账款	12,246	14,390	14,500	15,500	15,500
其他	338	495	338	338	338
<b>流动负债合计</b>	<b>15,510</b>	<b>18,259</b>	<b>17,866</b>	<b>18,964</b>	<b>19,060</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4,636	4,511	4,511	4,511	4,511
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,636</b>	<b>4,511</b>	<b>4,511</b>	<b>4,511</b>	<b>4,511</b>
股本及储备	19,876	22,210	23,992	26,036	28,316
非控制性权益	746	792	907	1,038	1,186
<b>权益</b>	<b>20,622</b>	<b>23,002</b>	<b>24,899</b>	<b>27,074</b>	<b>29,502</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
归母净利润	2,201	3,155	3,168	3,632	4,055
折旧	1,145	1,110	1,170	1,125	1,093
存货减少 / (增加)	-99	-212	-93	-126	-124
应收贸易款项 (增加) / 减少	32	-5	-5	-6	-6
应付贸易款项 (减少) / 增加	55	905	-345	97	96
其他	1,619	1,090	110	1,000	0
<b>经营活动所得 (所用) 现金净额</b>	<b>4,953</b>	<b>6,043</b>	<b>4,005</b>	<b>5,723</b>	<b>5,113</b>
出售 / (购入) 物业、机器及设备	-1,295	-1,635	-1,100	-1,000	-1,000
短期投资	0	0	0	0	0
长期投资	-3,000	-22,990	-2,500	-2,500	-2,500
收购附属公司	0	0	0	0	0
其他	2,808	14,376	2,700	2,700	2,700
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-1,488</b>	<b>-10,250</b>	<b>-900</b>	<b>-800</b>	<b>-800</b>
已付股利	-793	-1,111	-1,271	-1,457	-1,627
已付股利-非控制股东	-48	-67	0	0	0
短期融资	0	0	0	0	0
长期融资	0	0	0	0	0
其他	485	-435	115	132	147
<b>融资活动 (所用) 所得现金净额</b>	<b>-356</b>	<b>-1,614</b>	<b>-1,156</b>	<b>-1,326</b>	<b>-1,480</b>
现金及现金等价物变动	3,110	-5,820	1,949	3,597	2,834
于年初的现金及现金等价物	15,302	18,467	14,598	22,899	26,496
现金及现金等价物汇兑差额	55	1,951	6,352	0	0
于年末的现金及现金等价物	<b>18,467</b>	<b>14,598</b>	<b>22,899</b>	<b>26,496</b>	<b>29,330</b>

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	1.63	2.34	2.35	2.69	3.00
每股销售额	20.55	22.33	23.69	24.88	26.05
每股股息	0.62	0.87	0.94	1.08	1.20
<b>同比变动</b>					
收入	-0.8%	8.7%	6.1%	5.0%	4.7%
经营溢利	46.2%	26.8%	19.1%	15.7%	13.4%
归母净利润	18.9%	43.3%	0.4%	14.7%	11.6%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	27.3%	29.0%	29.5%	30.5%	31.4%
经营利润率	8.3%	9.7%	10.9%	12.0%	13.0%
归母净利润率	7.9%	10.5%	9.9%	10.8%	11.5%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	11.1%	14.5%	13.2%	14.0%	14.3%
平均资产回报率	5.6%	7.2%	6.7%	7.3%	7.7%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	1.8	1.5	1.5	1.5	1.5
库存周转天数	58.5	57.7	58.0	58.0	58.0
应付账款周转天数	39.7	45.6	45.0	45.0	45.0
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	1.6	1.6	1.7	1.8	2.0
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
现金比率 (x)	1.2	0.8	1.3	1.4	1.5
负债 / 权益	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
<b>估值</b>					
市盈率 (x)-A股	47.9	33.4	33.3	29.0	26.0
市盈率 (x)-H股	29.4	20.5	20.4	17.8	16.0
企业价值 / EBITDA (x)-A股	27.8	24.6	19.6	17.0	15.0
企业价值 / EBITDA (x)-H股	14.8	13.5	10.0	8.3	7.1

图表 2：青岛啤酒 2021 年四季度、全年以及 2022 年一季度利润表现

百万人民币	FY2020	FY2021	YoY	4Q20	4Q21	YoY	1Q21	1Q22	YoY
营业收入	27,760	30,167	8.7%	3,338	3,395	1.7%	8,928	9,208	3.1%
销量 (万吨)	782	793	1.4%	88	85	-3.4%	219	213	-2.8%
平均销售价格(元/吨)	3,550	3,804	7.2%	3,801	4,004	5.3%	4,077	4,325	6.1%
营业成本	-17,952	-19,091	6.3%	-2,560	-2,668	4.2%	-5,507	-5,723	3.9%
税金及附加	-2,219	-2,319	4.5%	-311	-331	6.4%	-591	-565	-4.3%
毛利润	7,589	8,757	15.4%	466	396	-15.1%	2,830	2,919	3.2%
毛利率	27.3%	29.0%		14.0%	11.7%		31.7%	31.7%	
销售费用	-3,573	-4,097	14.7%	-658	-928	41.0%	-1,379	-1,307	-5.2%
销售费用率	12.9%	13.6%		19.7%	27.3%		15.4%	14.2%	
管理及研发费用	-1,700	-1,723	1.4%	-798	-578	-27.6%	-343	-361	5.2%
管理及研发费用率	6.1%	5.7%		23.9%	17.0%		3.8%	3.9%	
EBIT	2,316	2,937	26.8%	-989	-1,110	12.2%	1,109	1,252	12.9%
经营利润率	8.3%	9.7%		-29.6%	-32.7%		12.4%	13.6%	
财务费用	471	243	-48.4%	108	49	-54.4%	74	62	-16.8%
资产减值损失	-129	-202	56.4%	-120	-202	67.7%	-1	0	-174.8%
公允价值变动净收益	55	253	360.0%	13	50	274.2%	51	55	9%
投资净收益	25	186	637.1%	-5	56	N.M.	21	58	172.6%
营业利润	2,738	3,418	24.8%	-993	-1,157	16.4%	1,255	1,428	13.8%
资产处置收益	-5	482	N.M.	3	586	N.M.	19	10	-48.7%
其他收益	517	556	7.5%	105	111	5.2%	124	85	-31.4%
营业外收入	15	33	124.2%	2	7	247.2%	0	1	143.8%
营业外支出	-25	-9	N/A	-1	-3	207.7%	0	-2	N.M.
利润总额	3,240	4,479	38.3%	-884	-456	-48.4%	1,398	1,521	8.8%
所得税	-913	-1,223	34.0%	100	-5	-104.7%	-344	-369	7.3%
净利润	2,327	3,256	39.9%	-784	-461	-41.2%	1,055	1,153	9.3%
净利率	8.4%	10.8%		-23.5%	-13.6%		11.8%	12.5%	
减：少数股东损益	126	101	-20%	-7	-6	-22%	33	26	-20%
归母净利润	2,201	3,155	43.3%	-776	-455	-41%	1,022	1,126	10%
归母净利率	7.9%	10.5%		-23.3%	-13.4%		11.4%	12.2%	

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 3: 啤酒公司估值表

股份代号	公司名称	股价 (LC)	年初至今股 价变动(%)	市值 (百万美元)	PE (x)			EPS 增速 (%) 增速			EV/EBITDA (x)		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
ABI BB Equity	百威英博	54.5	-3.4%	115,609	17.8	15.7	14.0	14.7	13.8	11.6	10.1	9.5	8.8
HEIA NA Equity	荷兰喜力公司	93.2	-9.4%	56,425	20.7	18.0	16.1	19.3	15.0	11.9	11.5	10.5	9.9
SAM US Equity	Boston Beer	377.2	-25.8%	4,634	26.6	20.4	17.1	1112.6	30.3	19.4	13.9	11.2	9.8
STZ US Equity	Constellation	250.2	-1.7%	47,562	25.0	22.2	19.4	2.3	10.1	14.1	18.1	16.8	15.2
TAP US Equity	Molson Coors	55.1	12.7%	11,993	13.6	12.5	11.9	-4.9	8.6	5.6	8.7	8.4	8.1
ABEV3 BZ Equity	Ambev	14.7	-3.9%	46,504	19.5	17.1	15.2	-6.9	13.8	12.2	9.3	8.5	7.9
RBREW DC Equity	Royal Unibrew	626.2	-18.0%	4,317	20.4	19.2	17.4	14.6	6.0	10.1	14.8	13.8	12.7
THBEV SP Equity	Thai Beverage	0.7	4.5%	12,539	16.0	15.0	14.4	11.4	6.8	4.5	14.6	14.0	13.5
1876.HK Equity	百威亚太	19.7	-3.0%	33,246	30.2	26.0	22.4	14.7	16.5	16.2	12.6	10.9	9.5
2502 JT Equity	朝日集团	4,863.0	5.4%	18,825	14.8	12.8	11.7	-0.5	16.0	9.6	11.2	10.3	9.7
CARLB DC Equity	嘉士伯公司	887.2	-23.0%	19,217	17.9	16.1	14.4	-3.5	11.2	12.1	10.1	9.7	9.0
2503 JT Equity	麒麟控股	1,900.5	1.6%	13,263	12.4	11.8	10.6	100.5	5.5	11.1	9.7	8.8	8.3
<b>国际啤酒企业</b>					<b>20.0</b>	<b>17.6</b>	<b>15.7</b>				<b>11.6</b>	<b>10.7</b>	<b>9.9</b>
291.HK Equity	华润啤酒	46.6	-21.8%	19,224	28.0	22.4	18.6	36.6	24.8	20.6	14.9	11.5	9.5
600600.CH Equity	青岛啤酒	87.0	-12.7%	14,662	34.1	29.1	24.7	3.0	17.1	18.0	20.3	17.7	15.6
168.HK Equity	青岛啤酒	64.0	-8.0%	14,662	21.5	18.9	16.6	-2.8	14.0	14.0	10.4	8.7	7.5
600132.CH Equity	重庆啤酒	125.5	-13.2%	9,184	39.0	31.9	26.5	23.2	22.2	20.8	15.2	12.5	10.5
000729.CH Equity	燕京啤酒	6.9	-18.8%	2,936	57.7	46.1	N/A	24.0	25.0	N/A	13.3	12.3	10.9
<b>中国啤酒企业</b>					<b>31.0</b>	<b>25.8</b>	<b>20.9</b>				<b>15.1</b>	<b>12.5</b>	<b>10.7</b>

注: 已覆盖5间啤酒公司(华润啤酒、青岛啤酒-A股、青岛啤酒-H股、燕京啤酒、百威亚太)的EV/EVITDA, E=浦银国际预测; 其余公司E=Bloomberg一致预期; 数据截至2022年4月29日午市收盘价。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 4: SPDBI 财务预测变化

(百万人民币)	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>			
旧预测	31,750	33,313	N/A
新预测	32,009	33,607	35,196
变动	0.8%	0.9%	N/A
<b>归母核心净利润</b>			
旧预测	3,080	3,429	N/A
新预测	3,168	3,632	4,055
变动	2.9%	5.9%	N/A

E=浦银国际预测 资料来源: 浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 青岛啤酒 (168.HK)



注: 截至 2022 年 4 月 29 日午市收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 青岛啤酒 (600600.CH)



注: 截至 2022 年 4 月 29 日午市收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

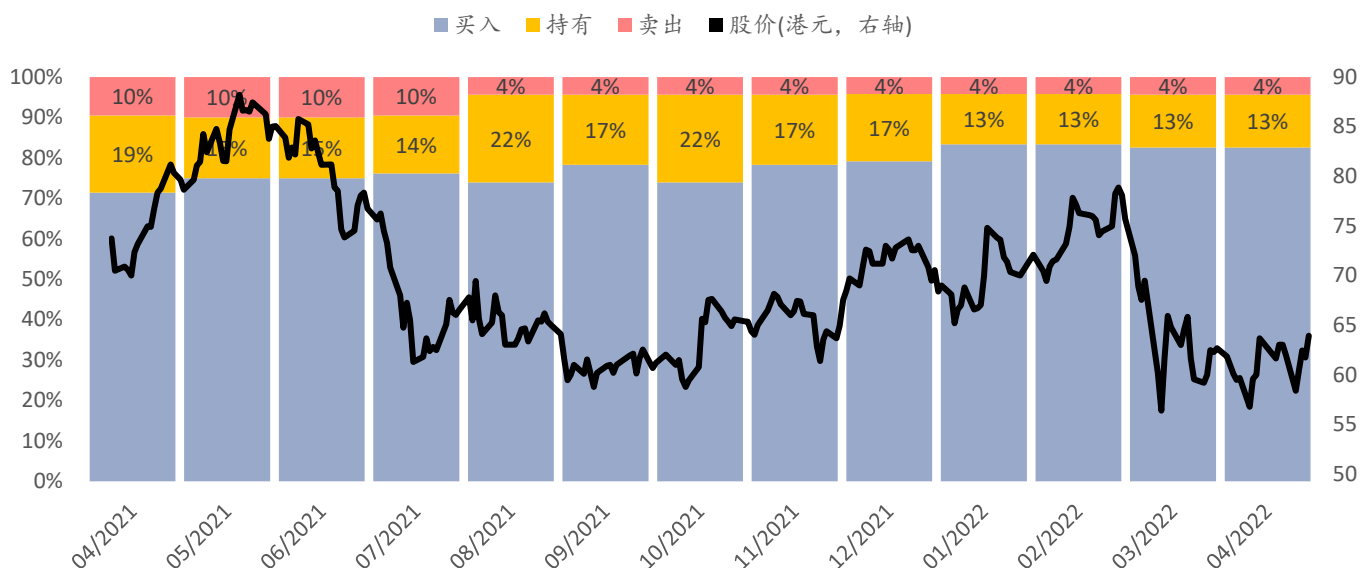
图表 7: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
291.HK Equity	华润啤酒	45.8	买入	70.0	2022年3月25日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	123.1	买入	150.0	2022年4月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	19.8	买入	31.0	2022年2月24日	啤酒
168.HK Equity	青岛啤酒	63.6	买入	74.6	2022年4月29日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	85.4	持有	91.2	2022年4月29日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	6.8	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
2331 HK Equity	李宁	61.2	买入	92.8	2022年4月21日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	89.8	买入	119.0	2022年4月18日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	持有	0.9	2022年3月16日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.1	买入	10.7	2022年2月18日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.7	持有	6.0	2022年3月30日	现制茶饮

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 4 月 29 日午市收盘价

# SPDBI 乐观与悲观情景假设 (168.HK)

图表 8: 青岛啤酒 (168.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 青岛啤酒 (168.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 93.3 港元

概率: 25%

- 主要品牌产品销售增长超 20%;
- 整体销量增长超 5%;
- 公司 2022 年经营利润率水平同比增长 150bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 63.4 港元

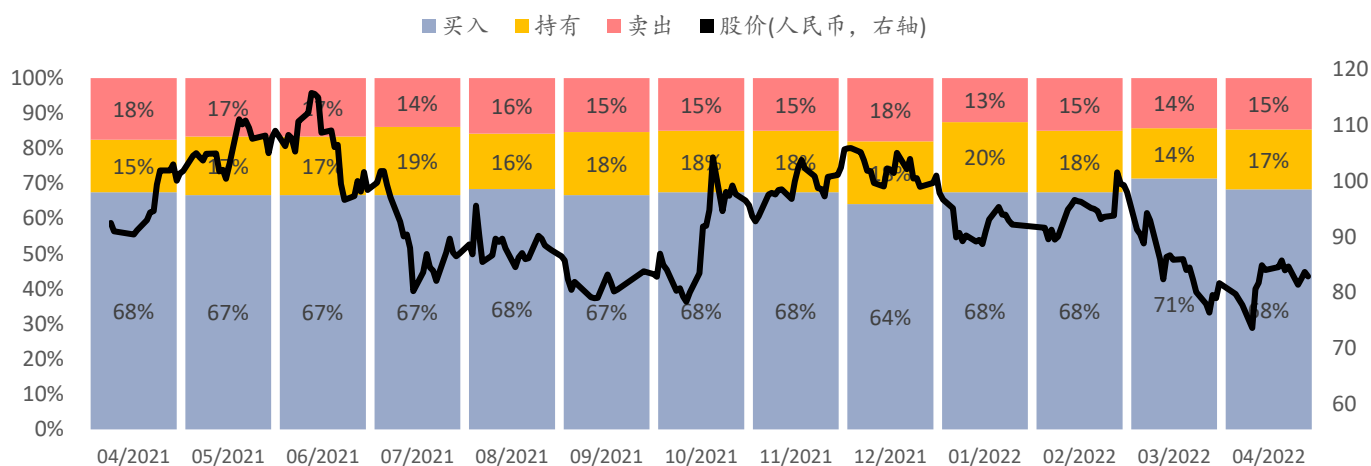
概率: 20%

- 主要品牌产品销售增长超低于 5%;
- 山东地区销量受侵蚀, 令整体销量负增长;
- 公司 2022 年整体经营利润率水平同比正在低于 80bps

资料来源: 浦银国际预测

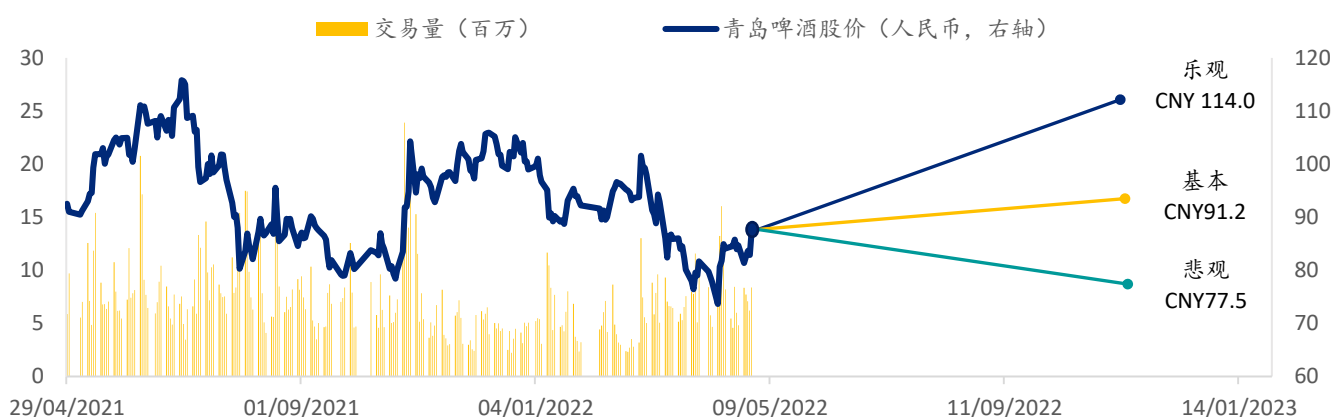
# SPDBI 乐观与悲观情景假设(600600.CH)

图表 10: 青岛啤酒 (600600.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 青岛啤酒 (600600.CH) SPDBI 情景假设



**乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期**

**目标价: 114 人民币**

**概率: 25%**

- 主要品牌产品销售增长超 20%;
- 整体销量增长超 5%;
- 公司 2022 年经营利润率水平同比增长 150bps

**悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期**

**目标价: 77.5 人民币**

**概率: 20%**

- 主要品牌产品销售增长超低于 5%;
- 山东地区销量受侵蚀, 令整体销量负增长;
- 公司 2022 年整体经营利润率水平同比增低于 80bps

资料来源: 浦银国际预测

## 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

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 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。
- 3) 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。

### 浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 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

