

消费

收盘价

港元 12.66

目标价

港元 15.20

潜在涨幅

+20.1%

2024 年 2 月 2 日

百威亚太 (1876 HK)

2023 年业绩预览：均价驱动收入和 EBITDA 利润率增长

- ④ **2023 年业绩预览 - 预计净利润同比增长 18%：**我们预计 2023 年销售额/正常化净利润同比增长 6.2%/18.2% 至 68.80 亿美元/9.85 亿美元，意味着 2023 年第 4 季度销售额同比增长 13%（此前为-18.5% 的低基数），正常化净利润 1.26 亿美元。由于在中国市场的高端化和韩国市场的提价战略，以及原材料成本的持续下降，均价（每百升收入）增长强劲，我们预计第 4 季度的毛利率/EBITDA 利润率将上升 5.3 个/11.0 个百分点，达到 51.1%/28.2%。
- ④ **亚太地区西部（主要是中国市场）：尽管消费环境仍存不确定性，但预计高端化进程持续：**2023 年第 4 季度，我们预计亚太地区西部的均价（每百升收入）将增长 16.6%，销量将增长 2.1%，使内生销售同比增长 19.1%。我们预计，尽管整体消费环境仍存不确定性，百威亚太区的高端/超高端（P/SP）销量增长仍将保持韧性，主要得益于：（1）渠道升级（如“live-houses”等新的夜生活形式，提供现场音乐和啤酒）和（2）地域扩张（公司执行计划并使高端品牌进入 20 个新城市/超高端品牌进入 10 个新城市）。因此，我们预计较高的 P/SP 销量贡献将推动中国市场均价在 22 年 4 季度因渠道关闭而同比下降 9% 的低基数上实现 20% 的强劲增长。
- ④ **亚太地区东部（韩国/日本市场）：提价有助提升均价，但销量或疲软：**2023 年第 4 季度，我们预计亚太东部的均价将增长 4.4%，但销量或下降 6.6%，导致销售额同比下降 2.5%。百威 10 月份在韩国提高了价格，我们认为对销量产生负面影响，因为第 4 季度将分段发货（涨价后销量减少）。我们预计日本高端品牌的持续激烈竞争将影响百威亚太区的家用和高端产品销量。日本降低消费税也将有利于百威的均价。
- ④ **重申买入评级，下调每股盈利，目标价为 15.2 港元：**鉴于韩国市场竞争激烈，而中国市场虽然高端化比预期具有韧性，但消费环境仍存不确定性，我们下调 2023-25 年的销量和利润率预期。基于 2024 年 22.0 倍市盈率（原为 24.7 倍）和 1.3 倍 PEG（原为 1.1 倍），2023-25E 年每股盈利年复合增长率为 17%（原为 22%），目标价下调至 15.2 港元（原为 20.7 港元）

财务数据一览

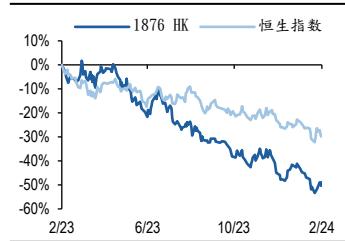
年结 12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万美元)	6,788	6,478	6,880	7,421	8,096
同比增长(%)	21.5	-4.6	6.2	7.9	9.1
净利润(百万美元)	950	913	985	1,151	1,348
每股盈利(美元)	0.07	0.07	0.07	0.09	0.10
同比增长(%)	84.8	-3.9	7.9	16.8	17.2
市盈率(倍)	22.5	23.4	21.7	18.6	15.9
每股账面净值(美元)	0.83	0.81	0.85	0.92	1.00
市账率(倍)	1.94	1.99	1.90	1.76	1.62
股息率(%)	1.9	2.3	1.2	1.4	1.6

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位(港元)	25.15
52周低位(港元)	11.34
市值(百万港元)	167,327.22
日均成交量(百万)	18.08
年初至今变化(%)	(13.41)
200 天平均价(港元)	15.35

资料来源: FactSet

吕浩江, CFA, CESGA

edward.lui@bocomgroup.com

(852) 3766 1809

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

本文翻译自报告

“[Budweiser Brewing APAC \(1876 HK\) - 2023 Preview: ASP to Drive Sales Growth and EBITDA Margin Expansion](#)”，

原报告发布于 2024 年 2 月 2 日

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

年度财务数据

图表 1: 百威亚太: 年度财务数据

百威亚太 (1876 HK) 百万美元, 截止 12 月 31 日	2019 实际	2020 实际	2021 实际	2022 实际	2023E 预测	2024E 预测	2025E 预测
销售	6,546	5,588	6,788	6,478	6,880	7,421	8,096
毛利	3,488	2,907	3,657	3,240	3,509	3,901	4,348
经营费用	(2,022)	(1,970)	(2,230)	(1,979)	(2,082)	(2,249)	(2,431)
经营利润	1,368	909	1,387	1,260	1,407	1,632	1,896
EBITDA	2,121	1,584	2,139	1,932	2,129	2,367	2,652
税前利润	1,367	908	1,413	1,283	1,422	1,661	1,947
所得税费用	(459)	(371)	(432)	(334)	(398)	(465)	(545)
归母净利润	898	514	950	913	985	1,151	1,348
正常化归母净利润		557	980	859	1,005	1,171	1,368
正常化每股盈利 (美仙)	0.075	4.21	7.41	6.50	7.60	8.86	10.36
核心财务指标							
内生销量增速 (%)	(3.0%)	(12.0%)	8.3%	0.7%	5.1%	4.8%	4.8%
内生收入增速 (%)	1.8%	(12.3%)	14.9%	2.4%	10.9%	9.2%	9.1%
内生 EBITDA 同比增速 (%)	6.4%	(25.3%)	35.0%	(9.7%)	10.2%	11.2%	12.1%
正常化归母净利润同比增速 (%)							
占销售 %							
毛利率	53.3%	52.0%	53.9%	50.0%	51.0%	52.6%	53.7%
经营费用率	-30.9%	-35.3%	-32.9%	-30.5%	-30.3%	-30.3%	-30.0%
经营利润率	20.9%	16.3%	20.4%	19.5%	20.4%	22.0%	23.4%
EBITDA 率	32.4%	28.3%	31.5%	29.8%	30.9%	31.9%	32.8%
税前利润率	20.9%	16.2%	20.8%	19.8%	20.7%	22.4%	24.0%
有效税率	33.6%	40.9%	30.6%	26.0%	28.0%	28.0%	28.0%
正常化净利润率	13.7%	9.2%	14.0%	14.1%	14.3%	15.5%	16.7%

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 百威亚太: 年度财务和运营假设

百万美元 (除非特别说明)	2019 实际	2020 实际	2021 实际	2022 实际	2023E 预测	2024E 预测	2025E 预测
销售额 (百万美元)	6,546	5,588	6,788	6,478	6,880	7,421	8,096
-亚太东部地区	1,370	1,162	1,222	1,251	1,212	1,274	1,352
-亚太西部地区	5,176	4,426	5,566	5,227	5,668	6,146	6,744
销量 (十万公升)	93,168	81,115	87,878	88,491	92,990	97,411	102,045
-亚太东部地区	12,691	10,744	10,630	11,573	11,457	11,801	12,155
-亚太西部地区	80,477	70,371	77,248	76,918	81,533	85,610	89,890
均价 (美元每十万公升)	70.3	68.9	77.2	73.2	74.0	76.2	79.3
-亚太东部地区	108.0	108.2	115.0	108.1	105.8	108.0	111.2
-亚太西部地区	64.3	62.9	72.1	68.0	69.5	71.8	75.0
EBITDA	2,121	1,584	2,139	1,932	2,129	2,367	2,652
正常化股东应占利润 (百万美元)	994	557	980	859	1,005	1,171	1,368
- (% YoY)	(2%)	(44%)	76%	(12%)	17%	16%	17%
经调整每股盈利 (以美分计)	7.52	4.21	7.41	6.50	7.60	8.86	10.36
核心利润率假设 (%)							
毛利率	53.3%	52.0%	53.9%	50.0%	51.0%	52.6%	53.7%
EBITDA 率	32.4%	28.3%	31.5%	29.8%	30.9%	31.9%	32.8%
净利润率	13.7%	9.2%	14.0%	14.1%	14.3%	15.5%	16.7%
内生增长 (%同比增长)							
总体							
- 销售额	1.8%	-12.3%	14.9%	2.4%	10.9%	9.2%	9.1%
- 销量	-3.0%	-12.0%	8.3%	0.7%	5.1%	4.8%	4.8%
- 均价	4.9%	-0.3%	6.1%	1.7%	5.5%	4.2%	4.1%
- EBITDA	11.0%	-23.7%	27.3%	-5.2%	14.6%	12.5%	12.1%
亚太东部地区							
- 销售额	-5.1%	-10.5%	1.5%	15.5%	-2.0%	6.6%	6.1%
- 销量	-7.2%	-15.3%	-1.1%	8.9%	-1.0%	3.0%	3.0%
- 均价	2.3%	1.7%	2.6%	6.1%	-1.0%	3.5%	3.0%
- EBITDA	-12.6%	-19.3%	-5.9%	23.9%	-5.9%	10.2%	9.3%
亚太西部地区							
- 销售额	3.8%	-13.3%	18.5%	-0.6%	14.0%	9.7%	9.7%
- 销量	-2.3%	-12.4%	9.7%	-0.4%	6.0%	5.0%	5.0%
- 均价	6.2%	-1.0%	8.0%	-0.1%	7.5%	4.5%	4.5%
- EBITDA	19.7%	-7.7%	36.4%	-10.6%	19.4%	12.9%	12.6%

资料来源：公司资料，交银国际预测

季度财务数据

图表 3: 百威亚太: 季度财务数据

百威亚太 (1876 HK) 百万美元, 截止 12 月 31 日	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
	实际	实际	实际	实际	实际	实际	实际	实际	实际	实际	实际	预测
销售	1,626	1,851	1,882	1,429	1,632	1,821	1,860	1,165	1,702	1,964	1,897	1,317
毛利	859	1,019	1,037	742	833	919	954	534	854	1,013	969	673
经营费用	(517)	(566)	(587)	(560)	(439)	(522)	(525)	(493)	(436)	(581)	(552)	(513)
经营利润	338	435	446	168	391	395	426	48	414	431	417	145
EBITDA	528	627	623	361	570	569	593	200	580	593	584	372
税前利润	340	436	461	176	393	413	440	37	420	443	431	128
所得税费用	(100)	(158)	(103)	(71)	(85)	(81)	(129)	(39)	(115)	(158)	(123)	(2)
归母净利润	233	270	348	99	302	323	300	(12)	297	278	300	110
正常化归母净利润	236	284	352	108	304	271	303	(19)	300	279	300	126
正常化每股盈利 (美仙)	1.79	2.14	2.66	0.82	2.30	2.05	2.29	(0.14)	2.27	2.11	2.27	0.96
核心财务指标												
内生销量增速 (%)	65%	(4%)	(6%)	9%	(3%)	(0%)	6%	(2%)	9%	10%	1%	1%
内生收入增速 (%)	64%	4%	(2%)	17%	2%	4%	7%	(5%)	13%	15%	7%	14%
内生 EBITDA 同比增速 (%)	193%	8%	(4%)	30%	8%	(6%)	2%	(35%)	10%	11%	4%	0%
正常化归母净利润同比增速 (%)	(4033%)	25%	10%	620%	29%	(5%)	(14%)	(118%)	(1%)	3%	(1%)	(763%)
占销售 %												
毛利率	52.8%	55.1%	55.1%	51.9%	51.0%	50.5%	51.3%	45.8%	50.2%	51.6%	51.1%	51.1%
经营费用率	-31.8%	-30.6%	-31.2%	-39.2%	-26.9%	-28.7%	-28.2%	-42.3%	-25.6%	-29.6%	-29.1%	-39.0%
经营利润率	20.8%	23.5%	23.7%	11.8%	24.0%	21.7%	22.9%	4.1%	24.3%	21.9%	22.0%	11.0%
EBITDA 率	32.5%	33.9%	33.1%	25.3%	34.9%	31.2%	31.9%	17.2%	34.1%	30.2%	30.8%	28.2%
税前利润率	20.9%	23.6%	24.5%	12.3%	24.1%	22.7%	23.7%	3.2%	24.7%	22.6%	22.7%	9.7%
有效税率	29.4%	36.2%	22.3%	40.3%	21.6%	19.6%	29.3%	105.4%	27.4%	35.7%	28.5%	1.7%
正常化净利润率	14.5%	15.3%	18.7%	7.6%	18.6%	14.9%	16.3%	-1.6%	17.6%	14.2%	15.8%	9.6%

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 百威亚太: 季度财务和运营假设

百万美元 (除非特别说明)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
	实际	预测										
主要财务数据	1,626	1,851	1,882	1,429	1,632	1,821	1,860	1,165	1,702	1,964	1,897	1,317
销售额 (百万美元)	20,787	25,094	25,862	16,135	20,231	24,995	27,489	15,776	22,075	27,381	27,644	15,890
销量 (十万公升)	78.2	73.8	72.8	88.6	80.7	72.9	67.7	73.8	77.1	71.7	68.6	82.9
均价 (美元每十万公升)	528	627	623	361	570	569	593	200	580	593	584	372
EBITDA	236	284	352	108	304	271	303	(19)	300	279	300	126
正常化股东应占利润 (百万美元)	4033%	(25%)	(10%)	(620%)	29%	(5%)	(14%)	(118%)	(1%)	3%	(1%)	(763%)
- (% YoY)	1.79	2.14	2.66	0.82	2.30	2.05	2.29	(0.14)	2.27	2.11	2.27	0.96
经调整每股盈利 (以美分计)												
核心利润率假设 (%)	52.8%	55.1%	55.1%	51.9%	51.0%	50.5%	51.3%	45.8%	50.2%	51.6%	51.1%	51.1%
毛利率	32.5%	33.9%	33.1%	25.3%	34.9%	31.2%	31.9%	17.2%	34.1%	30.2%	30.8%	28.2%
EBITDA 率	14.5%	15.3%	18.7%	7.6%	18.6%	14.9%	16.3%	-1.6%	17.6%	14.2%	15.8%	9.6%
净利率												
内生增长 (%同比增长)												
总体	63.7%	4.2%	-2.2%	17.1%	1.5%	3.7%	7.2%	-4.8%	12.9%	14.9%	7.1%	13.6%
- 销售额	64.6%	-3.9%	-6.1%	8.6%	-2.7%	-0.4%	6.3%	-2.2%	9.1%	9.5%	0.6%	0.7%
- 销量	-0.5%	8.4%	4.2%	7.8%	4.3%	4.1%	0.8%	-2.6%	3.5%	4.9%	6.5%	12.8%
- 均价	192.9%	8.0%	-3.5%	29.8%	7.6%	-5.6%	1.6%	-34.7%	10.4%	11.1%	4.1%	n.a.
- EBITDA												
亚太东部地区	-1.2%	-0.6%	-2.9%	12.2%	10.3%	16.8%	19.5%	13.8%	13.8%	-7.1%	-5.0%	-2.5%
- 销售额	-1.8%	-2.9%	-6.3%	9.0%	6.7%	7.4%	15.0%	5.3%	10.0%	-2.4%	-3.2%	-6.6%
- 销量	0.6%	2.4%	3.6%	2.9%	3.3%	8.7%	3.9%	8.1%	3.5%	-4.8%	-1.9%	4.4%
- 均价	-22.1%	-16.7%	flat	15.7%	45.6%	34.9%	18.3%	3.8%	2.6%	-29.5%	-21.1%	n.a.
- EBITDA												
亚太西部地区	87.4%	5.4%	-2.0%	18.5%	-0.2%	0.8%	4.4%	-9.6%	12.7%	20.2%	9.9%	19.1%
- 销售额	79.5%	-4.1%	-6.1%	8.6%	-3.8%	-1.4%	5.2%	-3.6%	9.0%	11.2%	1.1%	2.1%
- 销量	4.4%	9.9%	4.4%	9.1%	3.7%	2.2%	-0.8%	-6.2%	3.4%	8.0%	8.8%	16.6%
- 均价	336.3%	13.4%	-4.2%	34.6%	3.0%	-12.1%	-1.9%	-45.1%	11.6%	20.3%	10.1%	n.a.

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5: 百威亚太 (1876 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
1876 HK	百威亚太	买入	12.66	15.20	20.1%	2024 年 02 月 02 日	啤酒
291 HK	华润啤酒	买入	29.40	62.00	110.9%	2023 年 08 月 21 日	啤酒
600597 CH	光明乳业	买入	8.69	12.30	41.5%	2023 年 09 月 05 日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	17.68	34.70	96.3%	2023 年 09 月 04 日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	26.96	33.20	23.1%	2023 年 08 月 30 日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.64	4.40	20.9%	2023 年 08 月 30 日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	13.45	17.60	30.9%	2023 年 08 月 30 日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	10.46	10.40	-0.6%	2023 年 08 月 24 日	乳业
9633 HK	农夫山泉	买入	42.30	51.80	22.5%	2023 年 08 月 30 日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	69.00	95.50	38.4%	2023 年 08 月 31 日	纺服代工
6690 HK	海尔智家	买入	22.25	31.00	39.3%	2024 年 01 月 11 日	家电
000333 CH	美的集团	买入	58.81	85.50	45.4%	2024 年 01 月 11 日	家电
000651 CH	格力电器	中性	35.28	37.63	6.7%	2024 年 01 月 11 日	家电
1044 HK	恒安国际	买入	24.50	37.60	53.5%	2023 年 08 月 25 日	个护家清
3331 HK	维达国际	中性	23.10	19.20	-16.9%	2023 年 07 月 21 日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	4.74	20.50	332.5%	2023 年 08 月 23 日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	65.20	129.00	97.9%	2023 年 08 月 23 日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	17.62	16.70	-5.2%	2024 年 01 月 22 日	运动品牌
6110 HK	滔搏国际	买入	5.26	7.20	36.9%	2023 年 10 月 24 日	体育用品经销商
3813 HK	宝胜国际	买入	0.59	1.46	147.5%	2023 年 08 月 15 日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 2 月 1 日

财务数据

损益表 (百万元美元)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	6,788	6,478	6,880	7,421	8,096
主营业务成本	(3,131)	(3,238)	(3,371)	(3,520)	(3,748)
毛利	3,657	3,240	3,509	3,901	4,348
销售及管理费用	(2,380)	(2,120)	(2,247)	(2,427)	(2,626)
其他经营净收入/费用	110	140	145	158	174
经营利润	1,387	1,260	1,407	1,632	1,896
财务成本净额	(6)	0	(8)	6	27
应占联营公司利润及亏损	32	23	23	23	23
税前利润	1,413	1,283	1,422	1,661	1,947
税费	(432)	(334)	(398)	(465)	(545)
非控股权益	(31)	(36)	(39)	(45)	(53)
净利润	950	913	985	1,151	1,348
作每股收益计算的净利润	950	913	985	1,151	1,348

资产负债简表 (百万元美元)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2,007	2,458	3,190	4,312	5,609
应收账款及票据	560	561	596	643	701
存货	473	488	508	530	565
其他流动资产	121	99	99	99	99
总流动资产	3,161	3,606	4,393	5,584	6,974
物业、厂房及设备	3,632	3,181	3,053	2,953	2,883
无形资产	9,057	8,456	8,407	8,358	8,309
合资企业/联营公司投资	452	464	487	510	533
其他长期资产	323	289	289	289	289
总长期资产	13,464	12,390	12,236	12,110	12,014
总资产	16,625	15,996	16,628	17,694	18,988
短期贷款	123	147	147	147	147
应付账款	2,764	2,629	2,737	2,858	3,043
其他短期负债	1,804	1,639	1,639	1,639	1,639
总流动负债	4,691	4,415	4,523	4,644	4,829
长期贷款	53	77	77	77	77
长期应付账款	26	22	22	22	22
其他长期负债	772	649	649	649	649
总长期负债	851	748	748	748	748
总负债	5,542	5,163	5,271	5,392	5,577
股本	43,591	43,591	43,591	43,591	43,591
储备及其他资本项目	(32,578)	(32,827)	(32,342)	(31,442)	(30,386)
股东权益	11,013	10,764	11,249	12,149	13,205
非控股权益	70	69	108	153	206
总权益	11,083	10,833	11,357	12,302	13,411

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元美元)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	981	949	1,024	1,196	1,402
合资企业/联营公司收入调整	(32)	(23)	(23)	(23)	(23)
折旧及摊销	712	671	702	715	736
营运资本变动	141	44	53	51	93
利息调整	32	15	0	0	0
税费	37	(85)	0	0	0
其他经营活动现金流	32	6	0	0	0
经营活动现金流	1,903	1,577	1,756	1,939	2,207
资本开支	(606)	(494)	(525)	(566)	(617)
投资活动	(131)	10	0	0	0
其他投资活动现金流	6	44	0	0	0
投资活动现金流	(731)	(440)	(525)	(566)	(617)
负债净变动	(70)	(48)	0	0	0
权益净变动	0	(15)	0	0	0
股息	(394)	(432)	(500)	(251)	(293)
其他融资活动现金流	0	(5)	0	0	0
融资活动现金流	(464)	(500)	(500)	(251)	(293)
汇率收益/损失	35	(186)	0	0	0
年初现金	1,281	2,007	2,458	3,190	4,312
年末现金	2,007	2,458	3,190	4,312	5,609

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(美元)					
核心每股收益	0.072	0.069	0.075	0.087	0.102
全面摊薄每股收益	0.072	0.069	0.074	0.087	0.102
每股股息	0.030	0.038	0.019	0.022	0.026
每股账面值	0.833	0.814	0.851	0.919	0.999
利润率分析(%)					
毛利率	53.9	50.0	51.0	52.6	53.7
EBITDA利润率	31.5	29.8	30.9	31.9	32.8
EBIT利润率	20.4	19.5	20.4	22.0	23.4
净利率	14.0	14.1	14.3	15.5	16.7
盈利能力(%)					
ROA	5.8	5.6	6.0	6.7	7.4
ROE	8.8	8.4	8.9	9.8	10.6
ROIC	10.0	10.1	11.9	10.3	11.1
其他					
净负债权益比(%)					
净现金					
利息覆盖率	(356.5)	NA	(267.3)	397.4	97.1
流动比率	0.7	0.8	1.0	1.2	1.4
存货周转天数	54.4	54.3	54.3	54.3	54.3
应收账款周转天数	21.9	23.0	23.0	23.0	23.0
应付账款周转天数	239.4	216.1	216.1	216.1	216.1
派息比率(%)	42.0	54.7	25.5	25.4	25.4

交銀國際

香港中環德輔道中68號萬宜大廈10樓
總機: (852) 3766 1899 傳真: (852) 2107 4662

評級定義

分析員個股評級定義:

買入: 預期個股未來12個月的總回報高於相關行業。

中性: 預期個股未來12個月的總回報與相關行業一致。

沽出: 預期個股未來12個月的總回報低於相關行業。

無評級: 對於個股未來12個月的總回報與相關行業的比較，分析員**並無確信觀點**。

分析員行業評級定義:

領先: 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤
標竿指數**具吸引力**。

同步: 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現與大盤標竿
指數**一致**。

落後: 分析員預期所覆蓋行業未來12個月的表現相對於大盤
標竿指數**不具吸引力**。

香港市場的標竿指數為**恒生綜合指數**，A股市場的標竿指數
為**MSCI中國A股指數**，美國上市中概股的標竿指數為**標普美國中概股50(美元)指數**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康沣生物科技（上海）股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建設發展集團股份公司及長久股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

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），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。