

## 珀莱雅 (603605.CH): 多品牌多增长曲线, 2024 年有望维持高速增长

珀莱雅 2023 年收入和净利润同比高速增长, 创上市以来最高的增速, 4Q23 和 1Q24 业绩均超市场预期, 主要是由线上业务占比提升、主品牌增速不减以及第二梯队品牌强势增长带动。2024 年, 公司着力通过产品、品牌和渠道的调整和升级, 带动 2024 年业绩保持高速增长。我们维持珀莱雅“买入”评级, 并上调目标价至人民币 129.1 元。

• **2023 年业绩超预期, 业绩增速创历史新高:** 珀莱雅 2023 年收入和归母净利润分别增长 39.5% 和 46.1%, 是上市以来历史最高水平。我们认为, 这主要是 (1) 在线上渠道布局和营销的成功带动下, 线上销售占比同比提升 2.1pct 至 93.1%, 又因线上业务毛利率较高, 拉动毛利同比提升; (2) 在主品牌收入录得同比 36.3% 的高速增长的同时, 第二梯队品牌收入增速均超 60%。

• **品牌矩阵日趋完善, 助力公司保持高速增长:** 2023 年珀莱雅主品牌收入占比为 80.7%, 大单品的增长仍然亮眼 (双抗系列/红宝石系列/源力系列分别同比增长 120%/200%/50% 左右), 是公司基本盘保持高速增长的保障。第二梯队品牌 (含彩棠、OR、悦芙媿) 在 2023 年增长迅速, 但仍处于持续打造阶段。2024 年, 在主品牌打造更多大单品的同时, 子品牌的调整包括: 彩棠品牌专注底妆 (气垫和粉底) 品类的打造; 悦芙媿专注年轻人需求, 拓宽产品线; 洗护产品线将新增中高端洗护系列, 相较 OR 覆盖消费者更广。公司也将子品牌的产品、营销等较弱板块交由更加成熟的珀莱雅团队集中运作, 实现高质量、高速增长。以上的品牌调整措施都将助力第二梯队品牌在 2024 年实现快速的收入增长。我们预计, 2024 年子品牌的收入增长将高于主品牌, 并快速提高收入占比。

• **线上渠道占比提升空间有限:** 珀莱雅线上销售占比已达 93.1%, 我们预计未来占比提升幅度将会放缓且提升空间有限, 进而令因渠道变化带来的毛利率提升的幅度减小。但线上渠道的营销和业务拓展仍是公司业务发展重点, 公司预计 2024 年线上渠道销售将同比增长 25%-30%。

• **虽然营销费用率仍将提升, 但是费用投放效率提高:** 针对增速更高, 但同时投放费用也更高的抖音平台, 公司根据大单品、套组、城市层级等因素扩大品牌号矩阵 (由现有的 8 个增加至 12 个以上), 并通过内容创作、直播间场景和主播话术调整, 力争提高费用投放效率。因此, 我们认为, 尽管线上营销费用率将继续提升, 但投放效率的提升也将扩大收入规模, 进而带动管理费用的正向经济杠杆效应。

• **上调目标价, 维持“买入”:** 基于珀莱雅多条增长曲线带来的较高业绩增长预期, 我们上调 2024-2025E 收入预测, 但考虑经营费用率的增长适当下调归母净利润预测。我们给予珀莱雅 34x 2024E PE (相较国际化妆品公司 20% 的折价), 上调目标价至人民币 129.1 元, 维持“买入”。

• **投资风险:** 行业需求放缓; 线上竞争加剧; 子品牌增长不及预期。

图 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,385	8,905	11,151	13,812	16,476
同比变动 (%)	37.8%	39.5%	25.2%	23.9%	19.3%
归母净利润	817	1,194	1,516	1,920	2,361
同比变动 (%)	41.9%	46.1%	27.0%	26.6%	23.0%
PE (X)	50.5	34.9	27.1	21.4	17.4
ROE (%)	25.4%	30.1%	30.4%	30.3%	29.6%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

桑若楠, CFA

消费分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

林闻嘉

首席消费分析师

richard\_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2024 年 4 月 21 日

### 评级

买入

目标价 (人民币)	129.1
潜在升幅/降幅	+24.6%
目前股价 (人民币)	103.6
52 周内股价区间 (人民币)	75-125.5
总市值 (百万人民币)	41,104
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	283.0

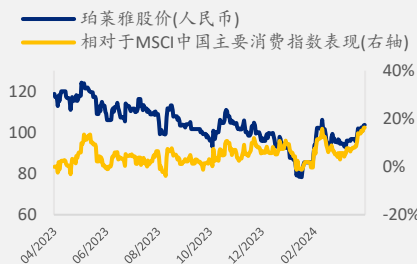
注: 截至 2024 年 4 月 19 日收盘价

### 市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 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 - 珀莱雅

### 利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>6,385</b>	<b>8,905</b>	<b>11,151</b>	<b>13,812</b>	<b>16,476</b>
同比	37.8%	39.5%	25.2%	23.9%	19.3%
销售成本	-1,935	-2,677	-3,326	-4,067	-4,794
税金	-56	-91	-114	-141	-168
<b>毛利</b>	<b>4,394</b>	<b>6,136</b>	<b>7,711</b>	<b>9,605</b>	<b>11,514</b>
毛利率	68.8%	68.9%	69.2%	69.5%	69.9%
销售费用	-2,786	-3,972	-5,075	-6,342	-7,571
管理费用	-327	-455	-536	-620	-716
研发费用	-128	-174	-234	-286	-341
<b>核心经营溢利</b>	<b>1,153</b>	<b>1,535</b>	<b>1,867</b>	<b>2,356</b>	<b>2,886</b>
经营利润率	18.1%	17.2%	16.7%	17.1%	17.5%
净融资成本	41	59	80	109	144
其他经营收入和损失	-136	-92	-32	-40	-48
<b>经营溢利</b>	<b>1,058</b>	<b>1,503</b>	<b>1,916</b>	<b>2,425</b>	<b>2,982</b>
营业外收入	1	4	5	6	8
营业外支出	-5	-12	-15	-18	-22
税前盈利	<b>1,054</b>	<b>1,495</b>	<b>1,906</b>	<b>2,414</b>	<b>2,968</b>
所得税开支	-223	-265	-343	-434	-534
所得税率	21.1%	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东权益	14	37	47	59	73
<b>归母净利润</b>	<b>817</b>	<b>1,194</b>	<b>1,516</b>	<b>1,920</b>	<b>2,361</b>
归母净利率	12.8%	13.4%	13.6%	13.9%	14.3%
同比	41.9%	46.1%	27.0%	26.6%	23.0%

### 资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、机器及设备	570	827	821	812	799
使用权资产	6	14	13	11	5
投资资产	354	287	282	277	272
无形资产	420	405	435	464	491
在建工程	207	52	52	52	52
递延所得税资产	48	108	108	108	108
其他	25	84	84	84	84
<b>非流动资产</b>	<b>1,631</b>	<b>1,778</b>	<b>1,797</b>	<b>1,808</b>	<b>1,813</b>
存货	669	797	866	1,059	1,248
应收贸易款项	102	345	254	334	415
预付款	91	203	254	315	375
金融性资产	0	0	0	0	0
现金及等同现金项目	3,161	4,011	5,198	6,695	8,528
其他	123	189	189	189	189
<b>流动资产</b>	<b>4,147</b>	<b>5,545</b>	<b>6,761</b>	<b>8,592</b>	<b>10,755</b>
短期借款	200	200	200	200	200
应付贸易款项	761	1,211	1,185	1,449	1,707
应付职工薪酬及其他	125	166	166	166	166
合同负债	175	301	377	467	557
应交税费	153	223	223	223	223
一年内到期的非流动负债	3	4	4	4	4
其他	11	15	15	15	15
<b>流动负债</b>	<b>1,428</b>	<b>2,120</b>	<b>2,170</b>	<b>2,524</b>	<b>2,873</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	724	753	753	753	753
预计负债	59	33	33	33	33
租赁负债	4	10	10	10	10
其他	25	6	6	6	6
<b>非流动负债</b>	<b>813</b>	<b>803</b>	<b>803</b>	<b>803</b>	<b>803</b>
股本	284	397	397	397	397
储备	3,241	3,953	5,091	6,520	8,266
非控制性权益	13	51	98	157	230
<b>权益</b>	<b>3,537</b>	<b>4,400</b>	<b>5,586</b>	<b>7,074</b>	<b>8,892</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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	<b>831</b>	<b>1,231</b>	<b>1,563</b>	<b>1,979</b>	<b>2,434</b>
折旧	54	67	74	79	85
摊销	35	29	19	21	23
融资开支净额	13	13	-80	-109	-144
存货减少/(增加)	-316	-235	-69	-193	-189
应收贸易款项(增加)/减少	-29	-450	39	-141	-141
应付款项增加/(减少)	316	674	50	354	349
递延所得税资产	-17	-73	0	0	0
其他	223	212	82	90	98
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>1,111</b>	<b>1,469</b>	<b>1,678</b>	<b>2,081</b>	<b>2,515</b>
购入物业、机器及设备	-171	-180	-117	-117	-117
收到投资收益	-131	-19	0	0	0
支付投资现金	0	-300	0	0	0
其他	4	22	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-298</b>	<b>-476</b>	<b>-117</b>	<b>-117</b>	<b>-117</b>
收到投资现金	166	0	0	0	0
收到借款现金	0	0	0	0	0
支付利息	-183	-407	-374	-467	-565
其他	-48	-53	0	0	0
<b>融资活动(所用)所得现金净额</b>	<b>-65</b>	<b>-460</b>	<b>-374</b>	<b>-467</b>	<b>-565</b>
现金及现金等价物变动	748	533	1,187	1,497	1,833
于年初的现金及现金等价物	2,378	3,125	4,011	5,198	6,695
现金及现金等价物汇兑差额	-1	1	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	<b>3,125</b>	<b>3,659</b>	<b>5,198</b>	<b>6,695</b>	<b>8,528</b>

### 财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据(人民币)</b>					
摊薄每股收益	2.05	2.97	3.82	4.84	5.95
每股销售额	22.52	22.44	28.11	34.81	41.53
每股股息	0.87	1.38	1.15	1.45	1.79
<b>同比变动</b>					
收入	37.8%	39.5%	25.2%	23.9%	19.3%
经营溢利	57.3%	33.1%	21.6%	26.2%	22.5%
归母净利润	41.9%	46.1%	27.0%	26.6%	23.0%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	68.8%	68.9%	69.2%	69.5%	69.9%
经营利润率	18.1%	17.2%	16.7%	17.1%	17.5%
归母净利率	12.8%	13.4%	13.6%	13.9%	14.3%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	25.4%	30.1%	30.4%	30.3%	29.6%
平均资产回报率	14.1%	18.2%	19.1%	20.3%	18.8%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	105.4	99.9	95.0	95.0	95.0
应收账款周转天数	10.9	12.3	11.0	11.0	11.0
应付账款周转天数	123.3	134.4	130.0	130.0	130.0
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	2.9	2.6	3.1	3.4	3.7
速动比率(x)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
现金比率(x)	2.2	1.9	2.4	2.7	3.0
负债/权益(%)	63.4%	66.4%	53.2%	47.0%	41.3%
<b>估值</b>					
市盈率(x)	50.5	34.9	27.1	21.4	17.4
市销率(x)	4.6	4.6	3.7	3.0	2.5
股息率	0.8%	1.3%	1.1%	1.4%	1.7%

图表 2: 珀莱雅 2023 年全年及 1Q24 经营情况

(百万人民币)	2022	2023	YoY	1Q23	1Q24	YoY
营业收入	6,385	8,905	39%	1,622	2,182	35%
营业成本	-1,935	-2,677	38%	-486	-652	34%
毛利润	4,451	6,227	40%	1,136	1,530	35%
毛利率	69.7%	69.9%		70.0%	70.1%	
税金	-56	-91	61%	-18	-20	10%
毛利润(含税金)	4,394	6,136	40%	1,118	1,510	35%
毛利率(含税金)	68.8%	68.9%		68.9%	69.2%	
销售费用	-2,786	-3,972	43%	-701	-1,022	46%
销售费用率	43.6%	44.6%		43.2%	46.8%	
管理费用	-327	-455	39%	-95	-97	2%
管理费用率	5.1%	5.1%		5.9%	4.5%	
研发费用	-128	-174	36%	-52	-47	-9%
研发费用率	2.0%	1.9%		3.2%	2.2%	
经营利润	1,153	1,535	33%	270	344	27%
经营利润率	18.1%	17.2%		16.6%	15.8%	
财务费用	41	59	44%	14	10	-31%
其他收益	39	45	15%	21	39	91%
投资净收益	-6	-17	207%	-1	0	-100%
资产减值损失	-165	-108	-34%	-26	-2	-94%
信用减值损失	-5	-10	106%	5	5	7%
资产处置收益	0	-1	n.a.	0	0	n.m.
营业利润	1,058	1,503	42%	282	396	40%
营业外收入	1	4	253%	1	1	35%
营业外支出	-5	-12	152%	-2	0	-96%
税前净利润	1,054	1,495	42%	280	396	41%
所得税	-223	-265	19%	-58	-81	40%
净利润	831	1,231	48%	222	315	42%
净利润率	13.0%	13.8%		13.7%	14.4%	
少数股东损益	14	37	166%	14	12	-14%
归母净利润	817	1,194	46%	208	303	46%
归母净利率	12.8%	13.4%		12.8%	13.9%	

资料来源: 公司资料、浦银国际

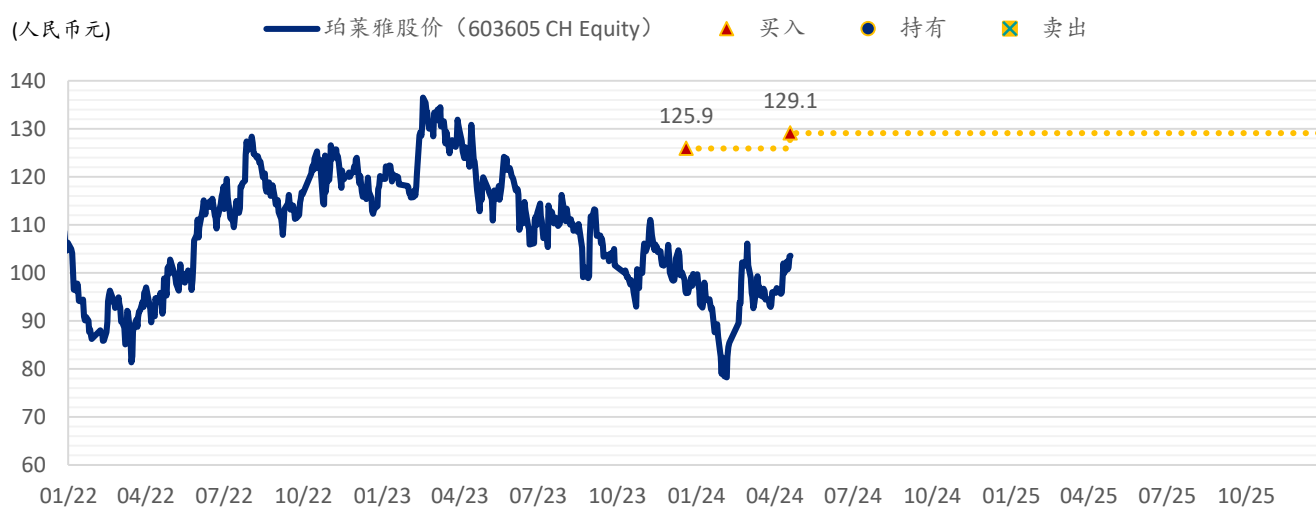
图表 3: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>			
旧预测	10,270	12,310	n.a.
新预测	11,151	13,812	16,476
变动	8.6%	12.2%	n.a.
<b>归母净利润</b>			
旧预测	2,255	2,944	n.a.
新预测	1,516	1,920	2,361
变动	-32.8%	-34.8%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 珀莱雅 (603605.CH)



注: 截至 2024 年 4 月 19 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

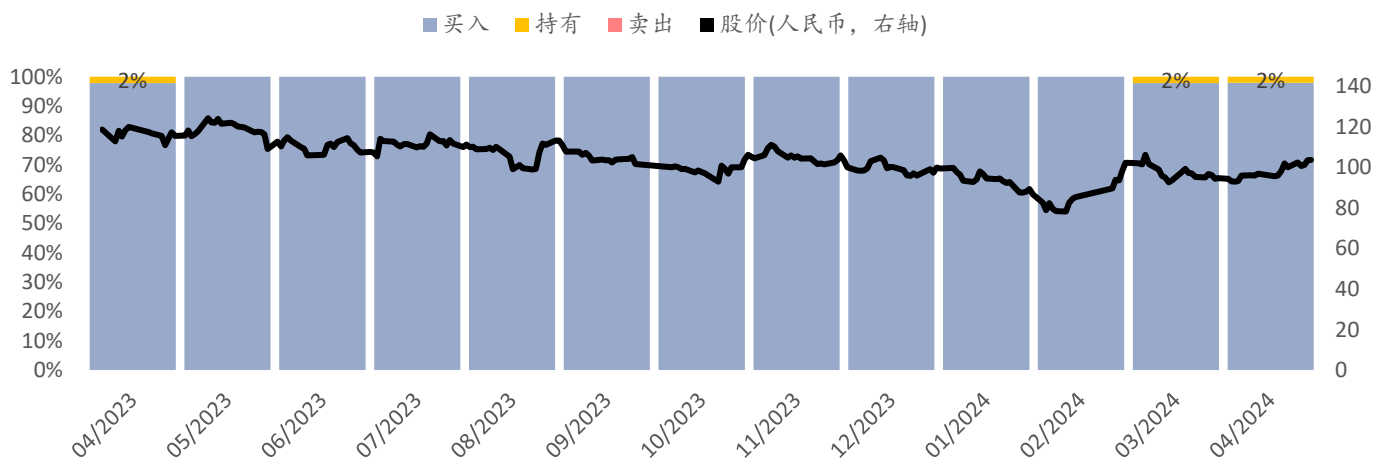
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	16.7	买入	24.8	2024 年 3 月 20 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	83.8	买入	101.0	2024 年 3 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.8	2024 年 3 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.2	买入	7.0	2024 年 4 月 12 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	2.3	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	37.2	买入	67.7	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	289.2	买入	528.2	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	16.0	持有	14.0	2023 年 1 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.4	买入	18.6	2024 年 4 月 9 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	4.7	买入	6.8	2024 年 3 月 25 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.7	买入	23.7	2024 年 3 月 14 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	32.3	买入	47.0	2024 年 3 月 19 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	64.2	买入	115.9	2023 年 8 月 17 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	10.0	买入	16.7	2024 年 3 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	51.5	买入	46.4	2024 年 1 月 24 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	76.8	持有	71.1	2024 年 1 月 24 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.8	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.7	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	15.2	买入	21.1	2024 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.2	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.1	买入	4.65	2024 年 4 月 19 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.2	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	12.0	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.6	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	9.6	买入	7.8	2023 年 9 月 13 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	103.6	买入	129.1	2024 年 4 月 21 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	47.1	买入	52.0	2024 年 3 月 27 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	53.6	持有	70.1	2023 年 12 月 11 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	55.4	持有	76.5	2023 年 12 月 11 日	化妆品

注: 截至 2024 年 4 月 19 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

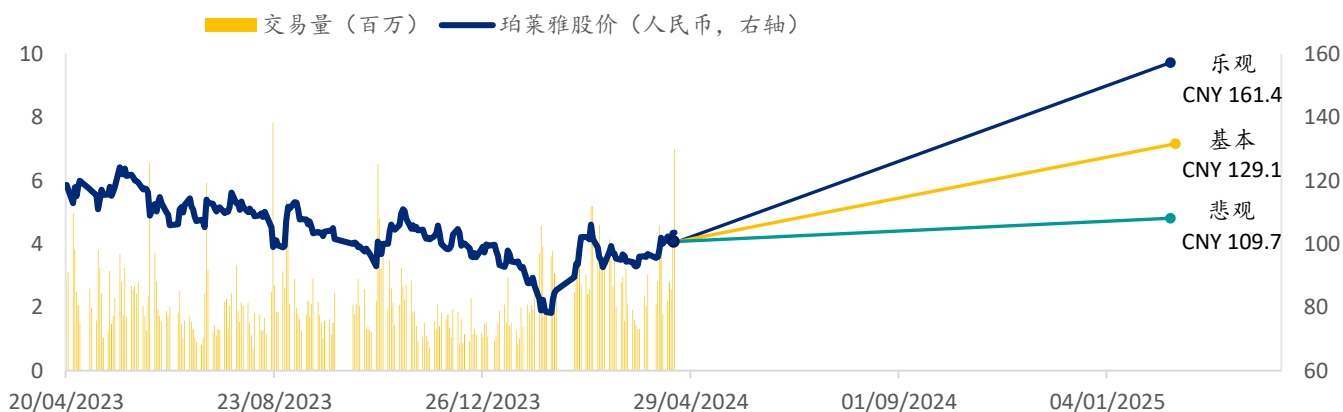
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 珀莱雅市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 珀莱雅 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期	悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期
<p>目标价: 人民币 161.4 元</p> <p>概率: 25%</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 珀莱雅主品牌 2024 年收入同比增长 30%;</li> <li>• 彩棠 2024 年收入同比增长超 50%;</li> <li>• 集团毛利率 2024 年同比提升 40bps;</li> <li>• 市场营销费用占比 2024 年同比提升 50bps。</li> </ul>	<p>目标价: 人民币 109.7 元</p> <p>概率: 20%</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• 主品牌 2024 年收入同比增长 10%左右;</li> <li>• 彩棠 2024 年收入同比增长 20%以下;</li> <li>• 集团毛利率 2024 年同比持平;</li> <li>• 市场营销费用占比 2024 年同比扩宽 120bps。</li> </ul>

E=浦银国际预测

资料来源: 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

- 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(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有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

