

泡泡玛特 (9992.HK): 优秀的 IP 运营能力再次得到验证, 海外扩张将驱动持续高速增长

泡泡玛特 1H24 净利润同比增长 102%, 收入同比增长 62%, 都高于公司盈喜公布的预期。中国大陆收入同比大幅增长 32%, 充分体现了泡泡玛特的潮玩产品具有的强逆周期特性。海外收入同比增长 260%, 归功于公司成熟的出海模型和公司潮玩 IP 巨大的出海潜力。基于公司不断提升的 IP 运营能力以及海外扩张能力, 我们坚信泡泡玛特未来的增长具有很强的确定性与可持续性。维持“买入”评级, 泡泡玛特目前是我们可选消费行业的首选。

• **管理层 2H24 指引较为乐观:** 管理层表示公司有信心 2024 全年收入增长不低于 60%, 海外收入增速不低于 200%。管理层乐观的指引也说明了公司 1H24 强劲增长的态势在 2H24 仍旧维持。利润率方面, 管理层表示 2H24 毛利率同比将继续扩张, 并预计 2024 全年毛利率同比扩张 3.0ppt。尽管管理层表示未来毛利率将稳定在 2024 年的水平, 但我们判断海外业务收入占比的持续增加有望继续提升销售单价, 并推动 2025/2026 毛利率继续小幅扩张。另外, 海外业务高速增长所带来的经营杠杆以及精细化运营与业务运营效率的提升将与毛利率一起带动经营利润率的扩张。

• **海外 DTC 扩张才刚开始, 未来潜力巨大:** 尽管 1H24 海外收入同比激增 260%, 但我们认为泡泡玛特在海外的扩张才刚刚开始, 且未来仍有巨大的增长空间。泡泡玛特的艺术家 IP 和潮玩产品在海外不同市场都受到了消费者的喜爱, 然而泡泡玛特 1H24 在海外仅新开 45 家直营门店, 截至 1H24 期末直营门店总数仅有 83 家, 而我们测算 1H24 海外 DTC 直营门店的平均单店店效则同比大幅增长 130% 以上。这意味着公司仍处在市场探索的阶段, 尚未通过门店网络的扩张对其产品在海外热度进行充分变现。管理层表示公司 2H24 将在海外市场再新开 30-40 家门店, 并表示东南亚与北美市场未来的收入增量相对较大。我们不排除公司将于 2025-2026 年在海外市场加速拓店。

• **更平衡的 IP 矩阵以及更丰富的潮玩品类:** 凭借 Mega 产品的大受欢迎, Molly 1H24 收入同比增长 90% 并重回第一大 IP, 占总收入 17.2%。Monster 收入同比大增 292%, 排名升至第二, 占总收入 13.7%。随着公司 IP 在海外的曝光度不断提升, 一些原本收入体量较小的 IP (比如 Crybaby, 小野, Zsiga) 在 1H24 录得爆发式增长, 并排名前列。这使得公司 IP 矩阵更为平衡。另外, 公司对潮玩品类多元化的努力也在 1H24 取得了显著的成果。手办 (包括盲盒) 的收入贡献从 1H23 的 72.5% 下降至 1H24 的 58.3%, 而 Mega 与毛绒玩具的占比都有大幅的提升。新的潮玩品类增加了 IP 的内容性与故事性, 传达了不同的情感, 吸引了不同的消费人群, 扩大了受众群体, 推动了连带率与复购率的提升, 还可能反哺手办的增长。这再次体现了泡泡玛特强大的 IP 孵化和运营能力。

• **供应链持续优化:** 随着新品类的扩张, 公司积极推动一体化集成供应链, 整合分包与总装, 优化产能布局, 提升供应链的敏捷度和弹性, 从而快速响应市场的需求。另外, 公司持续提升制造工艺, 并加大精益生产与自动化比例, 从而在加快返单能力的同时确保产品品质。越南合作工厂目前满足了 10% 的海外需求, 未来占比还将继续提升。公司将继续积极布局更多海外产能, 从而抵御未来可能的关税风险。

林闲嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2024 年 8 月 21 日

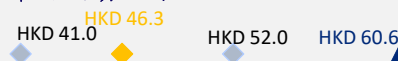
评级

买入

目标价 (港元)	60.6
潜在升幅/降幅	+30.9%
目前股价 (港元)	46.3
52 周内股价区间 (港元)	16.9-46.5
总市值 (百万港元)	62,111
近 3 月日均成交额 (百万港元)	210.8

注: 截至 2024 年 8 月 21 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 当前价 ◆ 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



- **上调目标价，维持“买入”评级：**泡泡玛特 1H24 强劲的业绩增长以及管理层对 2H24 乐观的指引都让我们对公司的 IP 孵化运营能力以及出海的前景更有信心。我们将 2024-2026 的收入预测上调 10%-12%，净利润上调 12%-21%。上调以后，公司目前仅交易在 27.5 倍 2024 年的 P/E，这意味着 PEG 不到 0.5x，低于大部分的中国消费标的。考虑到中国潮玩行业前景可期、公司本身业务能力出众、出海前景乐观，我们认为公司中长期的增长趋势具有较强的确定性。我们使用 DCF 估值，得到公司目标价 60.6 港元。我们重申泡泡玛特在可选消费领域的首选地位。
- **投资风险：**行业需求放缓、国内品牌竞争大于预期。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,617	6,301	10,339	13,579	16,896
同比变动 (%)	2.8%	36.5%	64.1%	31.3%	24.4%
归母净利润	476	1,095	2,255	3,262	4,259
同比变动 (%)	-44.3%	127.5%	93.6%	48.1%	32.1%
PE (X)	123.6	53.3	27.5	18.6	14.1
ROE (%)	6.9%	14.9%	26.2%	30.9%	32.3%

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 泡泡玛特

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,617	6,301	10,339	13,579	16,896
同比	2.8%	36.5%	64.1%	31.3%	24.4%
营业成本	-1,963	-2,437	-3,688	-4,713	-5,773
毛利润	2,655	3,864	6,651	8,865	11,122
毛利率	57.5%	61.3%	64.3%	65.3%	65.8%
销售费用	-1,509	-2,037	-3,185	-4,007	-4,853
管理费用	-686	-707	-909	-1,066	-1,219
经营利润	459	1,120	2,557	3,792	5,050
经营利润率	9.9%	17.8%	24.7%	27.9%	29.9%
财务费用	68	184	215	207	251
其他营业收入	46	75	68	95	121
其他	67	37	-30	33	33
税前利润	640	1,416	2,810	4,128	5,455
所得税	-164	-327	-635	-945	-1,277
所得税率	25.6%	23.1%	22.6%	22.9%	23.4%
净利润	476	1,089	2,175	3,182	4,179
减：少数股东损益	0	6	80	80	80
归母净利润	476	1,095	2,255	3,262	4,259
归母净利率	10.3%	17.4%	21.8%	24.0%	25.2%
同比	-44.3%	127.5%	93.6%	48.1%	32.1%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	5,055	5,981	6,483	8,365	11,051
短期投资	13	8	8	8	8
贸易及应收账款	194	321	527	692	862
预付租金	299	288	472	620	771
其他应收账款	188	180	421	552	687
存货	867	905	1,325	1,636	1,935
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产合计	6,616	7,683	9,236	11,874	15,314
物业、厂房及设备	449	653	800	865	916
使用权资产	702	726	861	891	792
无形资产	147	116	156	159	153
联营公司投资	542	579	580	581	582
商誉	0	0	0	0	0
递延所得税资产	81	83	83	83	83
贸易及应收款项	44	128	128	128	128
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	1,965	2,285	2,608	2,708	2,654
贸易及应付款项	259	445	309	394	482
合同负债	89	127	127	127	127
即期所得税负债	47	115	115	115	115
其他应付款项	442	694	823	1,001	1,184
租赁负债	294	352	343	352	361
其他	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,131	1,733	1,716	1,989	2,270
租赁负债	448	426	522	537	551
其他非流动负债	36	29	29	29	29
非流动负债合计	484	455	552	567	580
股本	1	1	1	1	1
储备	6,962	7,769	9,485	11,854	14,867
少数股东权益	2	10	-70	-150	-230
所有者权益合计	6,965	7,780	9,417	11,706	14,639

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

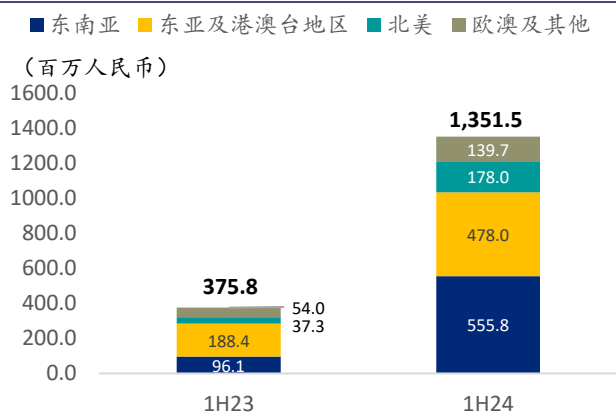
现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税前利润	640	1,416	2,810	4,128	5,455
资产折旧	605	633	742	942	1,172
财务支出	2	184	215	207	251
税务支出	-244	-327	-635	-945	-1,277
租赁负债财务支出	0	-32	-51	-74	-102
存货增减	-82	-38	-420	-312	-299
应收增减	-97	-108	-631	-445	-455
应付增减	97	392	-8	263	271
租赁支出	-396	-559	-809	-1,097	-1,401
其他	44	97	29	204	404
经营活动产生的现金流量净额	568	1,658	1,242	2,871	4,019
资本开支	-1,863	-388	-324	-330	-348
投资支付现金和收益	1,444	224	-87	0	0
其他	-4,279	-102	-1	-1	-1
投资活动产生的现金流量净额	-4,698	-266	-412	-331	-349
股东注资	-634	0	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-220	-87	-328	-659	-984
其他	0	0	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-854	-87	-328	-659	-984
现金及现金等价物净增加额	-4,985	1,305	502	1,881	2,686
汇兑损益	405	87	0	0	0
期初现金及现金等价物余额	5,265	685	2,078	2,580	4,461
期末现金及现金等价物余额	685	2,078	2,580	4,461	7,148

财务和估值比率

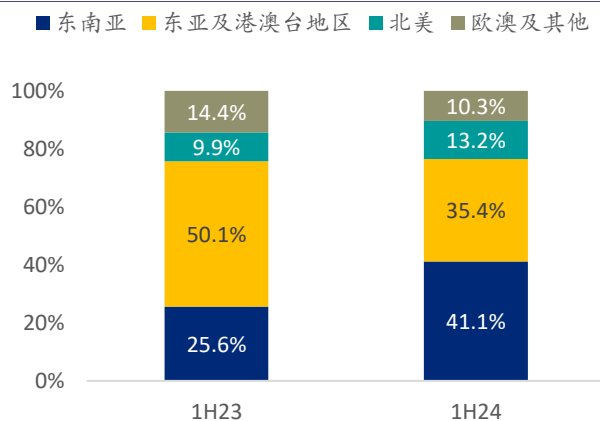
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.35	0.81	1.56	2.31	3.06
每股销售额	3.38	4.70	7.71	10.13	12.60
每股股息	0.09	0.28	0.55	0.81	1.07
同比变动					
收入	2.8%	36.5%	64.1%	31.3%	24.4%
经营溢利	-57.3%	144.0%	128.4%	48.3%	33.2%
归母净利润	-44.3%	127.5%	93.6%	48.1%	32.1%
费用与利润率					
毛利率	57.5%	61.3%	64.3%	65.3%	65.8%
经营利润率	9.9%	17.8%	24.7%	27.9%	29.9%
归母净利率	10.3%	17.4%	21.8%	24.0%	25.2%
回报率					
平均股本回报率	6.9%	14.9%	26.2%	30.9%	32.3%
平均资产回报率	5.6%	11.8%	20.7%	24.7%	26.2%
资产效率					
应收账款周转天数	15.2	18.4	18.4	18.4	18.4
库存周转天数	184.3	159.4	154.4	149.4	144.4
应付账款周转天数	47.5	65.7	30.1	30.1	30.1
财务杠杆					
流动比率 (x)	5.9	4.4	5.4	6.0	6.7
速动比率 (x)	4.8	3.7	4.3	4.8	5.6
现金比率 (x)	4.5	3.5	3.8	4.2	4.9
负债/ 权益	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
估值					
市盈率 (x)	123.6	53.3	27.5	18.6	14.1
市销率 (x)	12.7	9.2	5.6	4.2	3.4
股息率	0.2%	0.7%	1.3%	1.9%	2.5%

图表 2：按地区拆分的海外收入



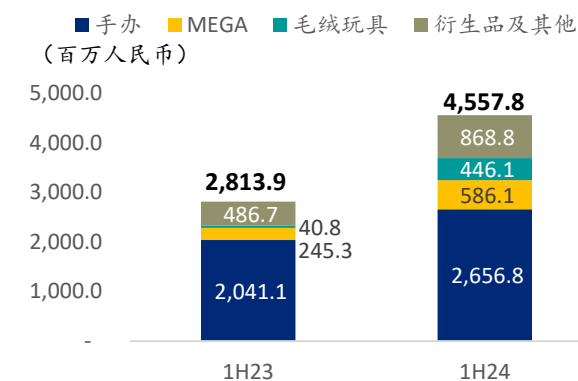
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 3：按地区拆分的收入占整体海外收入比例



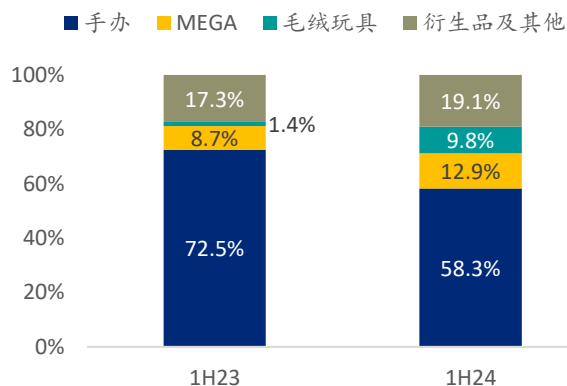
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 4：按产品类别划分的收入



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 5：按产品类别划分的收入比例



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 6: 泡泡玛特上半年经营情况及下半年和全年盈利预测

(百万人民币)	1H23	1H24	YoY	2H23	2H24E	YoY	2023	2024E	YoY
营业收入	2,814	4,558	62.0%	3,487	5,781	65.8%	6,301	10,339	64.1%
营业成本	-1,115	-1,639	46.9%	-1,321	-2,049	55.1%	-2,437	-3,688	51.3%
毛利润	1,698	2,919	71.9%	2,166	3,732	72.3%	3,864	6,651	72.1%
毛利率	60.4%	64.0%		62.1%	64.6%		61.3%	64.3%	
销售费用	-893	-1,373	53.7%	-1,144	-1,812	58.4%	-2,037	-3,185	56.4%
销售费用率	31.7%	30.1%		32.8%	31.3%		32.3%	30.8%	
管理费用	-331	-434	31.1%	-376	-474	26.1%	-707	-909	28.5%
管理费用率	19.5%	14.9%		17.4%	12.7%		18.3%	13.7%	
核心经营利润	474	1,112	134.5%	646	1,445	123.9%	1,120	2,557	128.4%
核心经营利润率	16.8%	24.4%		18.5%	25.0%		17.8%	24.7%	
其他收入	49	-5	-110.4%	30	10	-67.2%	79	5	-94.1%
财务支出	78	104	32.5%	106	112	5.4%	184	215	16.9%
附属机构损益	17	18	5.2%	16	15	-5.7%	33	33	0.0%
税前利润	619	1,228	98.6%	797	1,582	98.4%	1,416	2,810	98.5%
所得税	-141	-264	87.0%	-186	-371	99.7%	-327	-635	94.2%
税率	22.8%	21.5%		23.3%	23.4%		23.1%	22.6%	
净利润	477	964	102.0%	612	1,211	98.0%	1,089	2,175	99.8%
少数股东权益	1	43	n.m.	6	37	n.m.	6	80	n.m.
归母净利润	477	921	93.3%	606	1,174	93.8%	1,082	2,095	93.6%
归母净利率	16.9%	20.2%		17.4%	20.3%		17.2%	20.3%	

E=浦银国际预测；

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 7: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	9,414	12,301	15,074
新预测	10,339	13,579	16,896
变动	9.8%	10.4%	12.1%
核心净利润			
旧预测	1,866	2,586	3,397
新预测	2,095	3,102	4,099
变动	12.3%	20.0%	20.7%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 8: SPDBI 目标价：泡泡玛特 (9992.HK)



注：截至 2024 年 8 月 21 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：SPDBI 消费行业覆盖公司

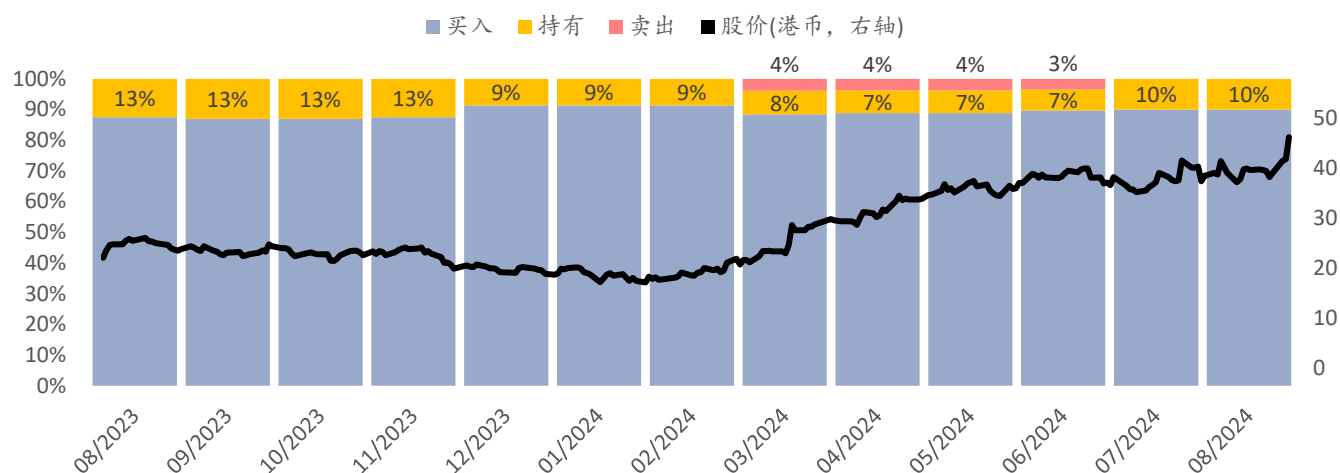
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	13.9	持有	14.5	2024 年 8 月 16 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	67.5	买入	101.0	2024 年 3 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024 年 8 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.0	买入	3.76	2024 年 8 月 15 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.4	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	30.5	买入	38.8	2024 年 8 月 6 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	262.6	买入	302.5	2024 年 8 月 6 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	12.2	持有	14.0	2024 年 5 月 16 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	11.9	买入	20.8	2024 年 5 月 21 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	15.1	买入	26.7	2024 年 5 月 21 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.4	买入	6.8	2024 年 3 月 25 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.9	买入	26.3	2024 年 8 月 5 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	22.9	买入	43.2	2024 年 6 月 19 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	55.2	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.9	买入	11.2	2024 年 8 月 1 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	45.0	持有	65.1	2024 年 5 月 6 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	59.2	持有	86.2	2024 年 5 月 6 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.6	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	23.4	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	12.3	买入	21.1	2024 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	7.8	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.5	买入	4.65	2024 年 4 月 19 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.0	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	13.1	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.1	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	10.7	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	46.3	买入	60.6	2024 年 8 月 21 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	85.1	买入	129.1	2024 年 4 月 21 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	39.7	买入	52.0	2024 年 7 月 2 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	54.5	持有	58.5	2024 年 4 月 30 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	41.1	持有	60.6	2024 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	17.3	买入	22.8	2024 年 7 月 8 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	22.1	买入	28.0	2024 年 8 月 21 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	27.7	买入	35.4	2024 年 8 月 21 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.8	持有	26.8	2024 年 7 月 8 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	12.0	持有	14.0	2024 年 7 月 8 日	酒店

注：美股截至 2024 年 8 月 20 日收盘价，港股及 A 股截至 2024 年 8 月 21 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

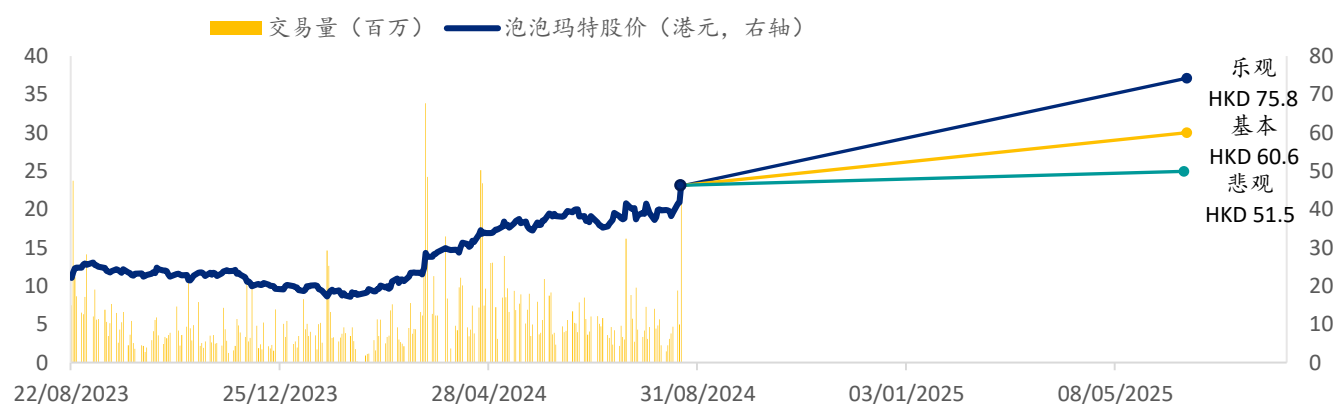
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 10：泡泡玛特（9992.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11：泡泡玛特（9992.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：75.8 港元

概率：25%

- 泡泡玛特 2024 年海外零售及机器人门店同比增长超 150 家；
- 公司 2024 年毛利率水平同比提升 400bps；
- 整体费用率增速放缓，经营利润率提升超 800bps。

悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期

目标价：51.5 港元

概率：20%

- 泡泡玛特 2024 年海外零售及机器人门店同比增长 50 家；
- 公司 2024 年毛利率水平同比提升 200bps；
- 整体费用率增速放缓，经营利润率提升 500bps。

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团－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联属公司、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关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的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 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。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼