

海底捞 (6862.HK): 品牌力与翻台率保持强劲, 但五大担忧令我们维持谨慎态度

在餐饮行业面临较大挑战的情况下, 海底捞 1H24 翻台率同比大幅提升至 4.2x, 毛利率同比扩张 1.7ppt, 体现了海底捞强大的品牌力和运营能力。然而, 我们对于海底捞未来的发展前景有以下五大担忧, 令我们对海底捞未来的业绩增长动力缺乏信心。尽管公司目前估值已经回到较低的水平, 但考虑到中国餐饮行业持续疲软, 公司未来增长缺乏确定性, 我们继续维持海底捞“持有”评级。基于 13x 2025 P/E (或 6.3x 2025 EV/EBITDA), 下调目标价至 13.2 港元。

- **担忧一: 主品牌开店空间:** 海底捞上半年总共新开 11 家门店, 但同时关闭了 43 家门店, 导致总门店数下降 32 家至 1,343 家。管理层表示公司 2H24 将加速开店, 并目标全年新开门店数达到总门店数的中单位数百分比 (预计 60-80 家)。但公司 2H24 可能继续关闭低效门店, 关店数环比 1H24 将有所减少。我们预计 2024 全年海底捞主品牌门店数同比仅小幅增加, 低于市场年初的预期。2022 年至今, 随着消费力和餐饮需求减弱, 海底捞门店数未见显著增加。考虑到海底捞相对较高的客单价水平, 我们愈发担心公司未来门店扩张和下沉的空间。
- **担忧二: 翻台率上升空间:** 基于海底捞强大的品牌力以及对客户满意度的追求, 公司 1H24 的翻台率同比大幅提升 0.9 至 4.2 倍。然而, 进入 2H24, 翻台率基数开始上升 (我们估算 2H23 翻台率在 4 倍以上), 翻台率同比持续扩张难度加大。管理层表示 7 月在少了两天节假日的影响下, 翻台率同比持平。我们认为海底捞要在目前已经比较高的翻台率水平上再继续提升翻台率, 恐怕需要在人员和服务上加大投入。
- **担忧三: 利润率提升空间:** 在翻台率同比大幅提升且毛利率同比大幅扩张的情况下, 公司 1H24 核心经营利润同比仅增长 13% (略慢于 14% 的收入增长), 核心经营利润率同比略有下降。主要原因是公司 1H24 提高了人工薪资水平, 同时补充了门店员工, 使人工成本占收入比例同比上升 2.8ppt。我们理解公司希望通过增加门店员工人数以及加强对员工的激励来提升服务质量, 推高翻台率。但进入 2H24 以后, 翻台率提升空间有限, 经营杠杆帮助减小, 利润率恐将面对比上半年更大的压力。
- **担忧四: 多品牌战略:** 公司上半年提出红石榴计划, 旨在拓展新的餐饮品类与品牌, 打造新的增长曲线。事实上, 海底捞早在疫情前就积极开展多品牌运营, 尝试过火锅以外的不同餐饮细分赛道, 但效果并不理想。考虑到当下的餐饮行业需求疲弱, 竞争环境比疫情前更激烈, 我们认为海底捞多品牌战略也许能为市场带来一定的想象空间, 但在当下的能见度依然较低。
- **担忧五: 加盟模式:** 公司引入加盟模式, 并在 1H24 开出第一家海底捞加盟门店。管理层表示海底捞加盟合作受到了广泛的欢迎。公司希望在下半年加快加盟店扩张的步伐, 希望通过加盟模式拓展覆盖范围, 实现门店扩张以及下沉。据我们所知, 海底捞对加盟商的选择要求非常高 (限定在有足够财务实力和社会资源的机构或企业等)。我们对海底捞加盟业门店的扩张速度持怀疑态度。
- **投资风险:** 行业竞争加剧; 海底捞品牌力下降; 人工成本大幅上升。

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 28 日

评级

持有

目标价 (港元)	13.2
潜在升幅/降幅	+7.3%
目前股价 (港元)	12.3
52 周内股价区间 (港元)	11.4-22.7
总市值 (百万港元)	67,334
近 3 月日均成交额 (百万港元)	179.6

注: 截至 2024 年 8 月 27 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



图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	31,039	41,453	45,134	46,778	49,029
同比变动 (%)	-20.6%	33.6%	8.9%	3.6%	4.8%
归母净利润	1,639	4,499	4,514	5,073	5,575
同比变动 (%)	-150.4%	174.6%	0.3%	12.4%	9.9%
PE (X)	37.5	13.7	13.6	12.1	11.0
ROE (%)	21.3%	47.4%	38.4%	37.2%	32.7%

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 - 海底捞

利润表					
(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	31,039	41,453	45,134	46,778	49,029
同比	-20.6%	33.6%	8.9%	3.6%	4.8%
营业成本	-12,906	-16,946	-17,679	-18,233	-19,016
毛利润	18,132	24,507	27,455	28,545	30,013
毛利率	58.4%	59.1%	60.8%	61.0%	61.2%
员工费用	-10,240	-13,040	-14,993	-15,610	-16,364
租金费用	-1,309	-1,337	-1,363	-1,250	-1,281
能源费用	-1,048	-1,374	-1,535	-1,590	-1,667
折旧与摊销	-2,560	-2,215	-2,067	-2,021	-2,007
其他费用	-1,506	-1,815	-2,009	-2,093	-2,186
经营利润	1,470	4,726	5,489	5,981	6,508
经营利润率	4.7%	11.4%	12.2%	12.8%	13.3%
财务费用	-85	220	334	349	478
其他收益或支出	733	887	347	424	440
税前盈利	2,118	5,833	6,169	6,754	7,426
所得税	-480	-1,338	-1,666	-1,688	-1,856
所得税率	22.7%	22.9%	27.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,637	4,495	4,504	5,065	5,569
减：少数股东损益	1	4	10	8	6
归母净利润	1,639	4,499	4,514	5,073	5,575
归母净利率	5.3%	10.9%	10.0%	10.8%	11.4%
同比	-150.4%	174.6%	0.3%	12.4%	9.9%

资产负债表					
(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,621	9,330	9,299	13,337	16,156
应收票据及应收账款	307	412	379	441	231
预付款项	1,650	1,617	1,600	1,600	1,600
存货	1,142	1,075	2,122	1,175	1,743
其他流动资产	787	2,474	2,474	2,474	2,474
流动资产合计	10,507	14,907	15,875	19,026	22,203
长期股权投资	257	304	368	444	537
固定资产	5,645	3,921	3,616	3,513	3,450
使用权资产	3,866	3,461	2,834	2,839	2,743
无形资产	105	74	55	41	31
商誉	85	85	85	85	85
递延所得税资产	601	617	600	600	600
租金保证金	209	196	200	200	200
其他非流动资产	165	1,113	1,113	1,113	1,113
非流动资产合计	10,933	9,770	8,871	8,836	8,759
短期借款	2,364	636	200	0	0
应付票据及应付账款	1,321	1,859	2,015	1,981	1,353
合同负债	794	859	850	850	850
租赁负债	898	933	900	900	900
应交税费	58	379	400	400	400
其他应付款	1,477	2,134	2,000	2,000	2,000
其他流动负债	321	441	441	441	441
流动负债合计	7,232	7,242	6,806	6,572	5,945
递延所得税负债	158	210	210	210	210
租赁负债	4,296	3,615	3,666	3,757	3,944
长期借款	232	0	0	0	0
长期债券	2,046	2,076	2,076	2,076	2,076
其他非流动负债	19	17	17	17	17
非流动负债合计	6,751	5,918	5,969	6,060	6,247
股本	0	0	0	0	0
储备	7,443	11,526	11,990	15,258	18,803
少数股东权益	13	-10	-20	-28	-34
所有者权益合计	7,456	11,517	11,970	15,230	18,770

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
净利润	1,914	5,833	6,169	6,754	7,426
折旧与摊销	3,807	2,945	2,794	2,616	2,604
财务费用	410	25	-334	-349	-478
固定资产抛售损失	-35	-44	0	0	0
减值准备	245	-7	-250	-200	0
存货的减少	127	67	-1,047	947	-568
经营性应收项目的减少	819	-75	45	-61	210
经营性应付项目的增加	-320	1,192	22	-35	-627
应付第三方款项	-149	130	0	0	0
税金	-353	-980	-1,628	-1,688	-1,856
其他	-313	-85	-73	-77	-92
经营活动产生的现金流量净额	6,152	9,000	5,696	7,907	6,617
资本开支	-841	-618	-1,593	-2,304	-2,434
投资附属机构现金开支	-20	-125	0	0	0
金融资产减少	138	-2,317	0	0	0
财务收入	106	217	350	349	478
受限制存款变化	-284	-2,460	0	0	0
其他	145	-9	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-757	-5,311	-1,243	-1,955	-1,956
吸收投资收到的现金	0	0	-4,050	-1,805	-2,029
取得借款收到的现金	-3,065	-1,980	-436	-200	0
财务支出	-205	-88	-15	0	0
租赁性负债增加	-1,068	-881	18	91	187
其他	-650	-553	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-4,988	-3,502	-4,484	-1,914	-1,842
外汇损失	126	-13	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	408	188	-31	4,038	2,819
期初现金及现金等价物余额	5,767	6,301	9,372	9,342	13,379
期末现金及现金等价物余额	6,301	6,476	9,342	13,379	16,198

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	0.30	0.83	0.83	0.94	1.03
每股销售额	5.73	7.66	8.33	8.64	9.05
每股股息	0.10	0.73	0.32	0.36	0.30
同比变动					
收入	-20.6%	33.6%	8.9%	3.6%	4.8%
经营溢利	-4651.0%	221.5%	16.1%	9.0%	8.8%
归母净利润	-150.4%	174.6%	0.3%	12.4%	9.9%
费用与利润率					
毛利率	58.4%	59.1%	60.8%	61.0%	61.2%
经营利润率	4.7%	11.4%	12.2%	12.8%	13.3%
归母净利率	5.3%	10.9%	10.0%	10.8%	11.4%
回报率					
平均股本回报率	21.3%	47.4%	38.4%	37.2%	32.7%
平均资产回报率	6.6%	19.5%	18.2%	19.3%	18.9%
资产效率					
应收账款周转天数	4.0	3.2	3.2	3.2	2.5
库存周转天数	36.7	23.9	33.0	33.0	28.0
应付账款周转天数	46.2	34.3	40.0	40.0	32.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.5	2.1	2.3	2.9	3.7
速动比率 (x)	1.3	1.9	2.0	2.7	3.4
现金比率 (x)	0.9	1.3	1.4	2.0	2.7
负债/ 权益	187.5%	114.3%	106.7%	82.9%	65.0%
估值					
市盈率 (x)	37.5	13.7	13.6	12.1	11.0
企业价值 / EBITDA (x)	13.0	7.0	6.6	5.8	5.1
股息率	0.8%	5.9%	2.6%	3.0%	2.4%

图表 2：海底捞上半年经营情况、下半年与全年盈利预测

	1H23	1H24	YoY	2H23	2H24E	YoY	2023	2024E	YoY
收入	18,886	21,491	14%	22,567	23,643	5%	41,453	45,134	9%
-海底捞餐厅经营	17,935	20,414	14%	21,331	22,167	4%	39,267	42,581	8%
-其他餐厅经营	105	182	74%	242	406	68%	346	588	70%
-外卖业务	471	581	23%	570	681	19%	1,041	1,262	21%
-调味品及食材销售	370	299	-19%	418	371	-11%	789	670	-15%
-其他	4	14	230%	6	17	179%	10	31	200%
原材料成本	-7,685	-8,387	9%	-9,261	-9,292	0%	-16,946	-17,679	4%
毛利润	11,201	13,104	17%	13,306	14,351	8%	24,507	27,455	12%
毛利率	59.3%	61.0%		59.0%	60.7%		59.1%	60.8%	
人工成本	-5,769	-7,156	24%	-7,271	-7,837	8%	-13,040	-14,993	15%
人工成本占收入比例	30.5%	33.3%		32.2%	33.1%		31.5%	33.2%	
租金成本	-563	-575	2%	-775	-787	2%	-1,337	-1,363	2%
租金成本占收入比例	3.0%	2.7%		3.4%	3.3%		3.2%	3.0%	
折旧及摊销费用	-1,144	-975	-15%	-1,070	-1,092	2%	-2,215	-2,067	-7%
折旧及摊销占收入比例	6.1%	4.5%		4.7%	4.6%		5.3%	4.6%	
水电费用	-605	-722	19%	-769	-813	6%	-1,374	-1,535	12%
其他费用	-762	-976	28%	-1,053	-1,033	-2%	-1,815	-2,009	11%
核心经营收入	2,357	2,700	15%	2,369	2,788	18%	4,726	5,489	16%
核心经营收入比例	12.5%	12.6%		10.5%	11.8%		11.4%	12.2%	
其他收入	264	125	-52%	350	225	-36%	614	350	-43%
其他收益/亏损	228	-67	-129%	0	7	n.m.	227	-60	-126%
联营公司业绩收入	20	25	26%	34	39	16%	53	64	20%
合营企业业绩收入	-4	0	-99%	-4	-7	113%	-8	-8	0%
财务支出	-50	104	n.m.	270	230	-15%	220	334	52%
税前收入	2,815	2,888	3%	3,018	3,281	9%	5,833	6,169	6%
所得税	-555	-855	54%	-783	-811	4%	-1,338	-1,666	25%
净利润	2,260	2,033	-10%	2,236	2,471	11%	4,495	4,504	0%
净利润率	12.0%	9.5%		9.9%	10.4%		10.8%	10.0%	
少数股东权益	1	-5	n.m.	-5	-5	10%	-4	-10	172%
归母净利润	2,259	2,038	-10%	2,240	2,476	11%	4,499	4,514	0%
归母净利润率	12.0%	9.5%		9.9%	10.5%		10.9%	10.0%	

E=浦银国际预测

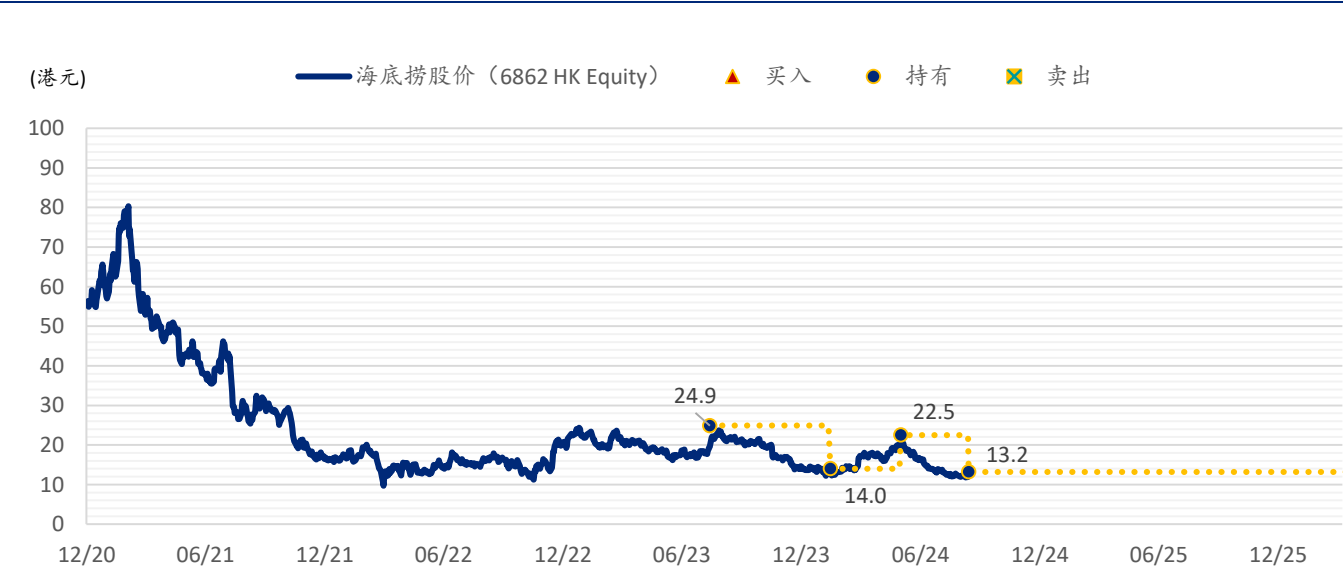
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 3：SPDBI 财务预测变动：海底捞（6862.HK）

（人民币百万）	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	46,861	50,279	52,615
新预测	45,134	46,778	49,029
变动	-3.7%	-7.0%	-6.8%
归母净利润			
旧预测	5,018	5,445	5,772
新预测	4,514	5,073	5,575
变动	-10.1%	-6.8%	-3.4%

E=浦银国际预测
资料来源：浦银国际

图表 4：SPDBI 目标价：海底捞（6862.HK）



注：截至 2024 年 8 月 27 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

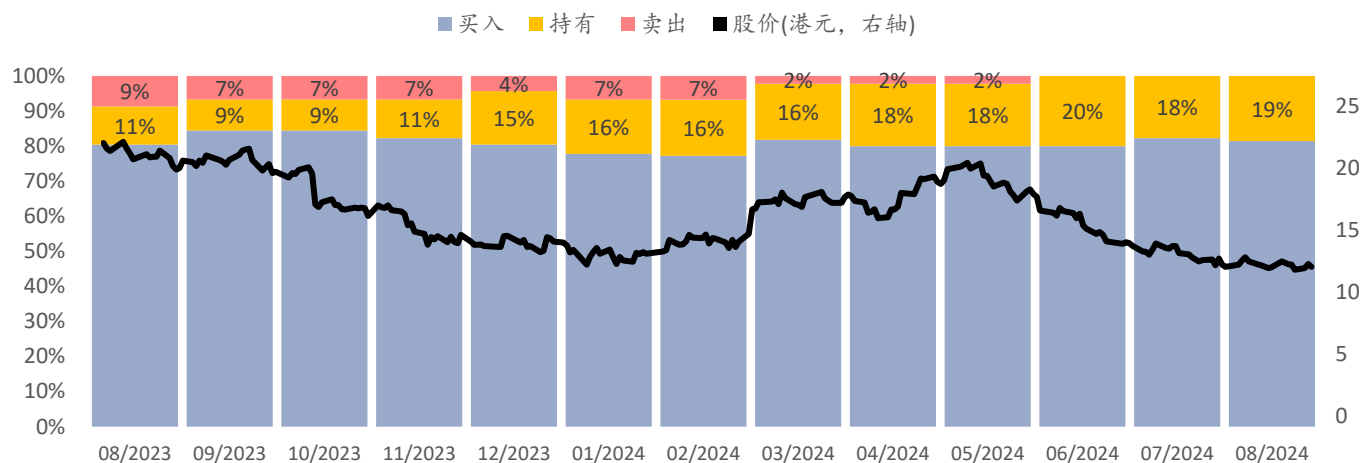
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	14.6	持有	14.5	2024 年 8 月 16 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	71.7	买入	89.6	2024 年 8 月 28 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024 年 8 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.9	买入	3.76	2024 年 8 月 15 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.4	买入	10.0	2023 年 4 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	267.8	买入	302.5	2024 年 8 月 6 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	12.3	持有	13.2	2024 年 8 月 28 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.1	买入	20.8	2024 年 5 月 21 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	15.6	买入	26.7	2024 年 5 月 21 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.6	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.2	买入	26.3	2024 年 8 月 5 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	23.6	买入	43.2	2024 年 6 月 19 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	53.2	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.1	买入	11.2	2024 年 8 月 1 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	44.5	持有	65.1	2024 年 5 月 6 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	57.5	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	22.6	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	7.7	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.6	买入	4.65	2024 年 4 月 19 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	1.9	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	11.9	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	10.2	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	45.9	买入	60.6	2024 年 8 月 21 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	84.7	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	48.6	持有	48.9	2024 年 8 月 25 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	39.5	持有	60.6	2024 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	17.5	买入	22.8	2024 年 7 月 8 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	23.0	买入	28.0	2024 年 8 月 21 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	29.1	买入	35.4	2024 年 8 月 21 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.3	持有	26.8	2024 年 7 月 8 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	11.2	持有	14.0	2024 年 7 月 8 日	酒店

注：截至 2024 年 8 月 27 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

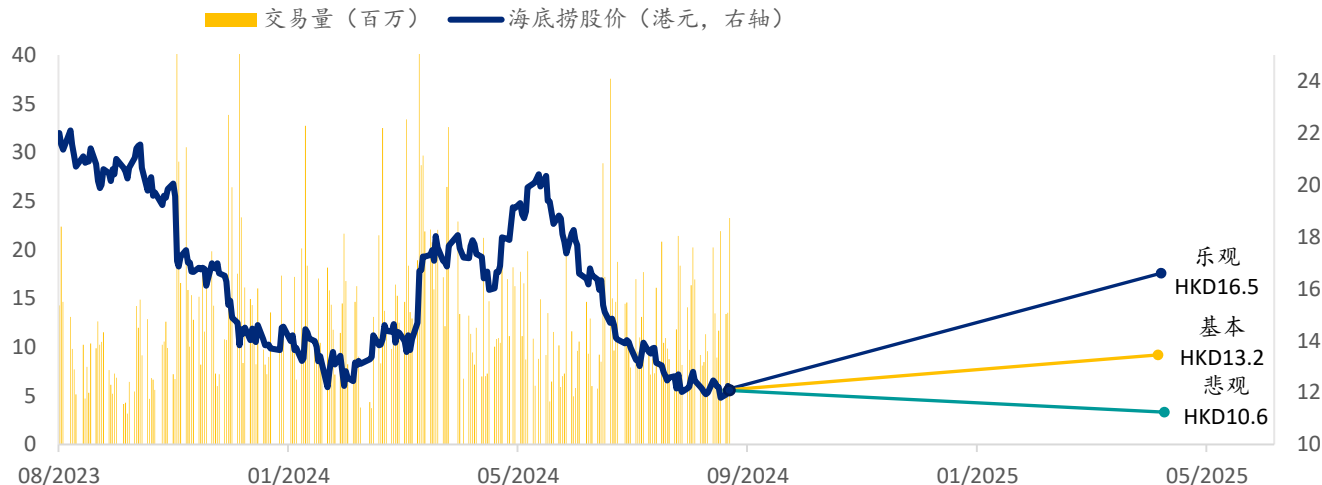
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6：海底捞（6862.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：海底捞（6862.HK）SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：16.5 港元

概率：25%

- 2024 年，海底捞新开 40 家门店；
- 海底捞 2024 年同店增长率达 15%；
- 整体费用率增速放缓，经营利润率 2024 年增长 150bps。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：10.6 港元

概率：20%

- 2024 年，海底捞净新开 5 家门店；
- 海底捞 2024 年同店增长 3%；
- 公司经营利润率 2024 年同比增长 10bps。

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

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

