



珀莱雅 (603605.CH): 多元品牌矩阵的灵活调整带动业绩高速增长

珀莱雅 2Q24 收入和归母净利润维持同比高速增长, 分别增长 40.6% 和 36.8%。公司能够维持收入的快速增长得益于公司主品牌持续的稳定增长, 以及第二梯队品牌的快速追赶。我们上调盈利预测, 维持珀莱雅“买入”评级, 但考虑当下较弱的市场情绪, 下调目标价至人民币 108.4 元。

• **主品牌为本, 第二梯队高速增长:** 珀莱雅 1H24 收入录得人民币 50 亿元, 同比增长 37.9%。珀莱雅整体长期维持高速增长主要得益于: (1) **珀莱雅主品牌稳定增长:** 珀莱雅品牌在 1H24 收入同比增长 37.7%, 自 2022 年起每年的收入同比增速均高于 30%。其中, 除双抗系列因产品调整收入同比下降 5% 外, 红宝石和源力系列分别同比增长 82% 和 70% 支持品牌的快速增长; (2) **第二梯队矩阵高速增长:** 第二梯队品牌的打造日趋完善, 其中彩棠和 OR 收入在 1H24 均同比增长 40%+, 助力公司收入的高速增长。我们看好珀莱雅主品牌稳定的收入增长和多元化的品牌矩阵建设, 并认为在快速的产品迭代的带动下, 随着珀莱雅品牌维持稳定增长以及第二梯队品牌的品牌力逐步提升, 公司收入有望持续高速增长。

• **灵活调整销售策略助力收入增长, 但利润率承压:** 公司线上收入在 1H24 同比增长 40.5%, 我们认为这主要是受益于公司在线上策略的灵活调整: (1) **调整达播和自播比例:** 由于抖音平台对于达播投流比例的提升, 公司灵活地调整线上销售策略, 在 1H24 增加达播比例, 保证收入的增长。但也正因为达播比例的提升, 叠加 2024 年 618 大促周期的延长, 公司加大产品促销力度造成了毛利率同比下滑 0.7ppt, 销售费用率由于达人坑位费增加在 1H24 同比上升 3.2ppt。尽管在股份回购和股权激励计划摊销费用减少的影响下, 管理费用率同比减少 1.8ppt, 经营利润率仍同比下降 1.3ppt。(2) **差异化调整平台销售产品组合:** 管理层表示, 公司在天猫和京东平台的壁垒较厚, 仍将以大单品销售为主, 下半年将根据抖音平台的特点, 调整抖音平台的产品组合, 将以套盒等较为低价的产品为销售重点。我们认为, 公司能够灵活地调整销售策略正是珀莱雅可以在当下消费较弱的基础上仍可保证高速增长的基础, 但达播比例提升、大促时间拉长, 以及抖音平台的低价策略都将令下半年利润率有所承压。

• **放眼海外, 积极布局:** 与许多消费品的策略相近, 管理层表示, 珀莱雅公司正在包括日本、中国台湾、泰国、越南等国家和地区尝试产品出海机会。当下, 公司主要以珀莱雅品牌和彩棠作为切入海外市场的主要品牌, 并以线上作为试点渠道, 了解当地消费者的喜好和需求, 再以销量更好的产品开展线下业务。我们认为, 海外市场的拓展也将为公司收入增长提供新的增量曲线。

• **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 2024-2026E 的盈利预测。但考虑当下较弱的市场情绪, 我们基于珀莱雅 21x 2025E PE (相较于国际化妆品公司 25% 的折价), 下调目标价至人民币 108.4 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	6,385	8,905	11,756	14,893	17,767
同比变动 (%)	37.8%	39.5%	32.0%	26.7%	19.3%
归母净利润	817	1,194	1,584	2,049	2,498
同比变动 (%)	41.9%	46.1%	32.7%	29.3%	22.0%
PE (X)	41.9	28.9	21.5	16.6	13.6
ROE (%)	25.4%	30.1%	31.6%	32.0%	30.7%

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 8 月 28 日

评级

买入

目标价 (人民币)	108.4
潜在升幅/降幅	+26.2%
目前股价 (人民币)	85.9
52 周内股价区间 (人民币)	75-117.5
总市值 (百万人民币)	34,081
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	207.0

注: 截至 2024 年 8 月 28 日收盘价

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

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
营业收入	6,385	8,905	11,756	14,893	17,767
同比	37.8%	39.5%	32.0%	26.7%	19.3%
销售成本	-1,935	-2,677	-3,582	-4,525	-5,376
税金	-56	-91	-120	-152	-181
毛利	4,394	6,136	8,054	10,217	12,210
毛利率	68.8%	68.9%	68.5%	68.6%	68.7%
销售费用	-2,786	-3,972	-5,486	-6,861	-8,077
管理费用	-327	-455	-433	-553	-694
研发费用	-128	-174	-223	-308	-385
核心经营溢利	1,153	1,535	1,912	2,495	3,054
经营利润率	18.1%	17.2%	16.3%	16.8%	17.2%
净融资成本	41	59	81	110	147
其他经营收入和损失	-136	-92	9	-18	-45
经营溢利	1,058	1,503	2,002	2,588	3,156
营业外收入	1	4	6	7	8
营业外支出	-5	-12	-15	-19	-23
税前盈利	1,054	1,495	1,992	2,576	3,141
所得税开支	-223	-265	-359	-464	-565
所得税率	21.1%	17.7%	18.0%	18.0%	18.0%
少数股东权益	14	37	49	63	77
归母净利润	817	1,194	1,584	2,049	2,498
归母净利率	12.8%	13.4%	13.5%	13.8%	14.1%
同比	41.9%	46.1%	32.7%	29.3%	22.0%

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	72	72	72
递延所得税资产	48	108	108	108	108
其他	25	84	84	84	84
非流动资产	1,631	1,778	1,817	1,828	1,833
存货	669	797	864	1,091	1,296
应收贸易款项	102	345	337	448	551
预付款	91	203	268	339	405
金融性资产	0	0	0	0	0
现金及等同现金项目	3,161	4,011	5,236	6,821	8,745
其他	123	189	185	185	185
流动资产	4,147	5,545	6,889	8,884	11,182
短期借款	200	200	200	200	200
应付贸易款项	761	1,211	1,256	1,587	1,885
应付职工薪酬及其他	125	166	166	166	166
合同负债	175	301	397	503	601
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
流动负债	1,428	2,120	2,262	2,699	3,094
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	724	753	770	770	770
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
非流动负债	813	803	819	819	819
股本	284	397	397	397	397
储备	3,241	3,953	5,128	6,635	8,463
非控制性权益	13	51	100	163	240
权益	3,537	4,400	5,624	7,194	9,101

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	831	1,231	1,634	2,112	2,576
折旧	54	67	74	79	85
摊销	35	29	19	21	23
融资开支净额	13	13	-81	-110	-147
存货减少/(增加)	-316	-235	-66	-227	-205
应收贸易款项(增加)/减少	-29	-450	-53	-183	-168
应付款项增加/(减少)	316	674	142	437	396
递延所得税资产	-17	-73	0	0	0
其他	223	212	71	78	85
经营活动所得(所用)现金净额	1,111	1,469	1,739	2,206	2,644
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	17	0	0
其他	4	22	-20	0	0
投资活动所用现金净额	-298	-476	-120	-117	-117
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	-394	-504	-602
其他	-48	-53	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-65	-460	-394	-504	-602
现金及现金等价物变动	748	533	1,225	1,585	1,924
于年初的现金及现金等价物	2,378	3,125	4,011	5,236	6,821
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	3,125	3,659	5,236	6,821	8,745

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	2.05	2.97	3.99	5.16	6.30
每股销售额	22.52	22.44	29.63	37.54	44.78
每股股息	0.87	1.38	1.20	1.55	1.89
同比变动					
收入	37.8%	39.5%	32.0%	26.7%	19.3%
经营溢利	57.3%	33.1%	24.5%	30.5%	22.4%
归母净利润	41.9%	46.1%	32.7%	29.3%	22.0%
费用与利润率					
毛利率	68.8%	68.9%	68.5%	68.6%	68.7%
经营利润率	18.1%	17.2%	16.3%	16.8%	17.2%
归母净利率	12.8%	13.4%	13.5%	13.8%	14.1%
回报率					
平均股本回报率	25.4%	30.1%	31.6%	32.0%	30.7%
平均资产回报率	14.1%	18.2%	19.8%	21.1%	19.2%
资产效率					
库存周转天数	105.4	99.9	88.0	88.0	88.0
应收账款周转天数	10.9	12.3	13.0	13.0	13.0
应付账款周转天数	123.3	134.4	128.0	128.0	128.0
财务杠杆					
流动比率(x)	2.9	2.6	3.0	3.3	3.6
速动比率(x)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
现金比率(x)	2.2	1.9	2.3	2.5	2.8
负债/权益(%)	63.4%	66.4%	54.8%	48.9%	43.0%
估值					
市盈率(x)	41.9	28.9	21.5	16.6	13.6
市销率(x)	3.8	3.8	2.9	2.3	1.9
股息率	1.0%	1.6%	1.4%	1.8%	2.2%

图表 2: 珀莱雅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	3,627	5,001	37.9%	5,278	6,754	28.0%	8,905	11,756	32%
营业成本	-1,069	-1,510	41.1%	-1,608	-2,072	28.9%	-2,677	-3,582	34%
毛利润	2,558	3,492	36.5%	3,670	4,682	27.6%	6,227	8,174	31%
毛利率	70.5%	69.8%		69.5%	69.3%		69.9%	69.5%	
税金	-38	-42	8.9%	-52	-78	49.0%	-91	-120	32%
毛利润(含税金)	2,519	3,450	37.0%	3,617	4,604	27.3%	6,136	8,054	31%
毛利率(含税金)	69.5%	69.0%		68.5%	68.2%		68.9%	68.5%	
销售费用	-1,580	-2,340	48.1%	-2,392	-3,146	31.5%	-3,972	-5,486	38%
销售费用率	43.6%	46.8%		45.3%	46.6%		44.6%	46.7%	
管理费用	-192	-177	-7.9%	-263	-256	-2.7%	-455	-433	-5%
管理费用率	5.3%	3.5%		5.0%	3.8%		5.1%	3.7%	
研发费用	-92	-95	3.4%	-82	-128	56.4%	-174	-223	28%
研发费用率	2.5%	1.9%		1.6%	1.9%		1.9%	1.9%	
经营利润	655	839	28.0%	880	1,073	22.0%	1,535	1,912	25%
经营利润率	18.1%	16.8%		16.7%	15.9%		17.2%	16.3%	
财务费用	30	25	-18.8%	29	56	95.8%	59	81	37%
其他收益	36	66	85.9%	9	14	47.0%	45	80	78%
投资净收益	-1	-2	84.9%	-16	-3	-82.5%	-17	-5	-71%
资产减值损失	-52	-32	-37.9%	-56	-38	-32.8%	-108	-70	-35%
信用减值损失	7	2	-66.0%	-17	2	n.a.	-10	4	n.a.
资产处置收益	0	-1	227.5%	0	1	n.a.	-1	0	-100%
营业利润	674	897	32.9%	828	1,105	33.5%	1,503	2,002	33%
营业外收入	1	1	-29.7%	3	5	61.9%	4	6	32%
营业外支出	-3	-1	-50.9%	-9	-14	59.7%	-12	-15	32%
税前净利润	673	896	33.2%	822	1,096	33.3%	1,495	1,992	33%
所得税	-145	-172	19.0%	-120	-186	55.5%	-265	-359	36%
净利润	528	724	37.0%	703	910	29.5%	1,231	1,634	33%
净利润率	14.6%	14.5%		13.3%	13.5%		13.8%	13.9%	
少数股东损益	29	22	-22.6%	8	27	227.9%	37	49	33%
归母净利润	499	702	40.5%	694	883	27.1%	1,194	1,584	33%
归母净利率	13.8%	14.0%		13.2%	13.1%		13.4%	13.5%	

E=浦银国际预测 资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: 珀莱雅 1-2 季度与上半年经营情况

(百万人民币)	1Q23	1Q24	YoY	2Q23	2Q24	YoY	1H23	1H24	YoY
营业收入	1,622	2,182	34.6%	2,005	2,820	40.6%	3,627	5,001	37.9%
营业成本	-486	-652	34.2%	-584	-857	46.9%	-1,069	-1,510	41.1%
毛利润	1,136	1,530	34.7%	1,422	1,962	38.0%	2,558	3,492	36.5%
毛利率	70.0%	70.1%		70.9%	69.6%		70.5%	69.8%	
税金	-18	-20	10.1%	-21	-22	7.9%	-38	-42	8.9%
毛利润(含税金)	1,118	1,510	35.1%	1,401	1,940	38.4%	2,519	3,450	37.0%
毛利率(含税金)	68.9%	69.2%		69.9%	68.8%		69.5%	69.0%	
销售费用	-701	-1,022	45.8%	-879	-1,318	49.9%	-1,580	-2,340	48.1%
销售费用率	43.2%	46.8%		43.8%	46.7%		43.6%	46.8%	
管理费用	-95	-97	2.2%	-97	-80	-17.9%	-192	-177	-7.9%
管理费用率	5.9%	4.5%		4.8%	2.8%		5.3%	3.5%	
研发费用	-52	-47	-9.4%	-40	-48	20.2%	-92	-95	3.4%
研发费用率	3.2%	2.2%		2.0%	1.7%		2.5%	1.9%	
经营利润	270	344	27.4%	386	495	28.4%	655	839	28.0%
经营利润率	16.6%	15.8%		19.2%	17.6%		18.1%	16.8%	
财务费用	14	10	-30.7%	16	15	-8.8%	30	25	-18.8%
其他收益	21	39	90.6%	15	27	79.3%	36	66	85.9%
投资净收益	-1	0	-99.9%	0	-2	n.a.	-1	-2	84.9%
资产减值损失	-26	-2	-93.6%	-26	-31	17.2%	-52	-32	-37.9%
信用减值损失	5	5	6.6%	2	-3	n.a.	7	2	-66.0%
资产处置收益	0	0	n.m.	0	0	52.5%	0	-1	227.5%
营业利润	282	396	40.2%	392	501	27.7%	674	897	32.9%
营业外收入	1	1	34.8%	1	0	-81.2%	1	1	-29.7%
营业外支出	-2	0	-96.0%	0	-1	176.5%	-3	-1	-50.9%
税前净利润	280	396	41.4%	393	500	27.3%	673	896	33.2%
所得税	-58	-81	39.9%	-86	-91	4.9%	-145	-172	19.0%
净利润	222	315	41.8%	306	409	33.6%	528	724	37.0%
净利润率	13.7%	14.4%		15.3%	14.5%		14.6%	14.5%	
少数股东损益	14	12	-14.2%	15	10	-30.8%	29	22	-22.6%
归母净利润	208	303	45.6%	291	399	36.8%	499	702	40.5%
归母净利率	12.8%	13.9%		14.5%	14.1%		13.8%	14.0%	

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 4：SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	11,151	13,812	16,476
新预测	11,756	14,893	17,767
变动	5.4%	7.8%	7.8%
归母净利润			
旧预测	1,516	1,920	2,361
新预测	1,584	2,049	2,498
变动	4.5%	6.7%	5.8%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 5：SPDBI 目标价：珀莱雅（603605.CH）



注：截至 2024 年 8 月 28 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 消费行业覆盖公司

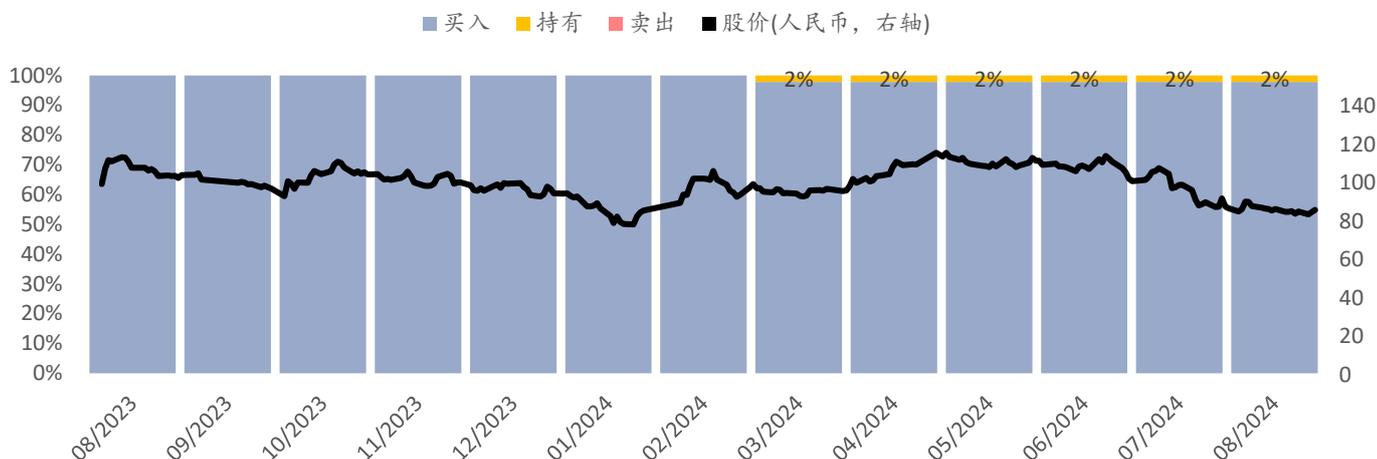
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	14.2	持有	14.5	2024年8月16日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	74.9	买入	89.6	2024年8月28日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024年8月13日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.9	买入	3.76	2024年8月15日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.4	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	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	262.4	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	12.6	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	2.4	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNKY.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	22.9	买入	43.2	2024年6月19日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	53.6	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	43.5	持有	65.1	2024年5月6日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	57.4	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	22.3	买入	31.3	2024年1月16日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	12.0	买入	21.1	2024年3月27日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	7.6	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	46.2	买入	60.6	2024年8月21日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	85.9	买入	108.4	2024年8月28日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	39.9	买入	52.0	2024年7月2日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	48.3	持有	48.9	2024年8月25日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	41.6	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	22.8	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	23.0	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: 美股截至2024年8月27日收盘价, 港股、A股截至2024年8月28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 7: 珀莱雅市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 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 135.5</p> <p>概率: 25%</p> <ul style="list-style-type: none"> 珀莱雅主品牌 2024 年收入同比增长 50%; 彩棠 2024 年收入同比增长超 50%; 集团毛利率 2024 年同比提升 20bps; 市场营销费用占比 2024 年同比提升 150bps; 	<p>目标价: 人民币 92.1 元</p> <p>概率: 20%</p> <ul style="list-style-type: none"> 主品牌 2024 年收入同比增长 10%左右; 彩棠 2024 年收入同比增长 20%以下; 集团毛利率 2024 年同比下降 100bps; 市场营销费用占比 2024 年同比扩宽 280bps。

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

