



贝泰妮 (300957.CH): 费用投放增加令单季首次转亏, 多元矩阵仍在探索中

贝泰妮 3Q24 收入同比录得增长 14.0%，主要仍由 2023 年收购的悦江旗下品牌 Za 和泊美收入人民币 1.2 亿元带动。如剔除悦江的影响，可比口径仅同比增长 3.1%，薇诺娜品牌的调整效果尚未展现。同时，3Q24 营销活动的增加、期内新增员工持股计划费用支出以及负面经营杠杆，使销售费用率和管理费用率分别大幅同比上升 12.7ppt 以及 4.9ppt，令公司首次单季录得亏损。综上，我们下调贝泰妮 2024-2026E 盈利预测，但考虑到化妆品行业估值中枢上移，以及“双 11”期间较好的业绩展望，我们上调目标价至人民币 55.5 元，维持贝泰妮“持有”评级。

- 主品牌调整效果尚未展现：**3Q24 贝泰妮收入同比增长 14%，但主要是由 2023 年 10 月并表悦江投资带来的增量收入增长。如果剔除悦江，内生营收为 10.96 亿元，仅同比增长 3.1%。我们认为，这是由于贝泰妮长久以来对于薇诺娜品牌的高度依赖，致使当薇诺娜品牌增长乏力时影响到公司的整体收入增长。
- 多元矩阵尚未成型，收入结构变化令毛利率降低：**今年 1-9 月悦江累计收入较去年同期下降 6.8%，我们认为，悦江与贝泰妮整体的协同效应尚未成型。同时，我们必须指出，由于并购在去年 10 月完成，进入第四季度，收入增速或将同比放缓。贝泰妮在去年并购的悦江投资旗下品牌 Za 以及泊美均以大众价格带为主，令公司毛利率在 3Q24 同比下降 2.3ppt 至 76.4%。
- 费用率大幅上升导致单季亏损：**3Q24 销售费用率同比大幅上升 12.7ppt 至 60.4%，我们认为这是由于：(1) 经营负杠杆造成费用率的提升；(2) 加强营销活动：薇诺娜签约体操运动员张博恒成为代言人，以及举办了“很高兴”音乐会，提高品牌声量；(3) 受“双 11”提前的影响，销售费用或前置造成费用率的提升。管理费用率同比提升 4.9ppt 至 13.5%，主要是由于计提期内推出员工持股计划的股权激励费用所致。整体来看，经营费用的大幅提升造成了经营利润亏损人民币 6,700 万元，经营利润率降至 -5.5%。
- 关注薇诺娜“双 11”表现以及 4Q24 展望：**尽管 2024 年前三季度薇诺娜增长乏力，但是品牌在本次“双 11”大促期间，在天猫和抖音榜单中均名列前茅。截至 2024 年 10 月 23 日 24 时，在天猫快消抢先购累计成交榜中，仅两家国产品牌跻身前十榜单，薇诺娜品牌就是其中之一。我们期待薇诺娜本次“双 11”期间的优异表现驱动 4Q24 公司主品牌收入在低基数下的增速恢复。
- 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	5,014	5,522	6,327	7,294	8,277
同比变动 (%)	24.6%	10.1%	14.6%	15.3%	13.5%
归母净利润	1,051	757	658	1,013	1,148
同比变动 (%)	21.8%	-28.0%	-13.0%	53.8%	13.4%
PE (X)	21.4	29.7	34.2	22.2	19.6
ROE (%)	20.3%	13.0%	10.5%	14.8%	15.1%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、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 10 月 25 日

评级

持有

目标价 (人民币)	55.5
潜在升幅/降幅	4.3%
目前股价 (人民币)	53.2
52 周内股价区间 (人民币)	39.3-90.6
总市值 (百万人民币)	22,514
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	218.1

注: 截至 2024 年 10 月 25 日收盘价

市场预期区间

CNY 43.0 CNY 53.2 CNY 55.5 CNY 70.2

▲ 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 - 贝泰妮

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,014	5,522	6,327	7,294	8,277
同比	24.6%	10.1%	14.6%	15.3%	13.5%
销售成本	-1,243	-1,441	-1,746	-1,976	-2,187
税金及附加	-56	-65	-75	-86	-98
毛利	3,715	4,016	4,507	5,232	5,993
毛利率	74.1%	72.7%	71.2%	71.7%	72.4%
销售费用	-2,048	-2,610	-3,120	-3,459	-3,918
管理费用	-343	-413	-486	-450	-509
研发费用	-255	-299	-314	-353	-393
核心经营溢利	1,069	694	586	970	1,173
经营利润率	21.3%	12.6%	9.3%	13.3%	14.2%
净融资成本	14	21	12	12	20
其他收益	72	149	120	120	80
投资净收益	81	64	64	64	64
其他	-24	-51	6	30	30
营业利润	1,212	878	788	1,197	1,367
营业外收入	9	2	2	3	3
营业外支出	-7	-11	-13	-15	-17
税前溢利	1,214	869	778	1,185	1,354
所得税开支	-163	-110	-98	-149	-171
所得税率	13.5%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
少数股东权益	1	-2	-21	-23	-35
归母净利润	1,051	757	658	1,013	1,148
归母净利率	21.0%	13.7%	10.4%	13.9%	13.9%
同比	21.8%	-28.0%	-13.0%	53.8%	13.4%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、机器及设备	206	206	667	673	785
使用权资产	110	110	101	195	190
投资资产	92	92	221	252	252
在建工程	349	349	40	29	29
无形资产	78	78	193	235	228
长期待摊费用	67	67	93	93	93
其他	101	101	669	688	688
非流动资产	1,004	1,004	1,984	2,164	2,266
存货	671	671	904	765	866
应收贸易款项	509	509	743	777	870
预付款项	42	42	69	108	124
金融资产	1,434	1,434	1,238	1,767	1,767
现金及等同现金项目	2,514	2,514	2,091	2,085	2,521
其他	546	546	476	458	458
流动资产	5,715	5,715	5,523	5,960	6,606
应付贸易款项	372	372	402	287	325
合同负债	58	58	50	57	66
应付职工薪资	104	104	106	90	90
应交税款	119	119	132	97	97
其他应付	272	272	449	202	202
其他	65	65	151	337	337
流动负债	992	992	1,291	1,071	1,117
租赁负债	51	51	63	130	130
长期应付款	11	11	9	9	9
递延收益	56	56	83	41	41
其他	8	8	45	362	362
非流动负债	125	125	200	541	541
股本	424	424	424	424	424
储备	5,129	5,129	5,437	5,913	6,591
非控制性权益	50	50	155	176	199
权益	5,602	5,602	6,016	6,512	7,213

现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,050	759	680	1,035	1,183
折旧	83	122	166	232	291
摊销	35	53	38	47	51
融资开支净额	5	-64	-12	-12	-20
存货减少 / (增加)	-214	-349	139	-101	-92
应收贸易款项 (增加) / 减少	-223	163	-72	-109	-111
应付贸易款项 (减少) / 增加	119	0	-406	47	44
已付所得税	-29	-89	-61	0	0
其他	-57	16	101	0	0
经营活动所得 (所用) 现金净额	769	610	572	1,138	1,345
购入物业、机器及设备	-353	-271	-345	-380	-260
收回投资收到的现金	342	247	-530	0	0
其他	-7	-493	19	0	0
投资活动所用现金净额	-18	-518	-856	-380	-260
吸收投资收到的先进	0	8	0	0	0
取得借款收到的现金	0	105	484	0	0
已付股利和利息	-255	-343	-206	-322	-359
其他	-65	-228	0	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	-320	-458	278	-322	-359
现金及现金等价物变动	431	-366	-6	436	726
于年初的现金及现金等价物	2,009	2,441	2,091	2,085	2,521
现金及现金等价物汇兑差额	0	-1	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	2,441	2,074	2,085	2,521	3,248

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	2.48	1.79	1.55	2.39	2.71
每股销售额	11.83	13.06	14.94	17.22	19.54
每股股息	0.80	0.60	0.51	0.79	0.89
同比变动					
收入	24.6%	10.1%	14.6%	15.3%	13.5%
经营溢利	10.7%	10.7%	-35.1%	-15.5%	65.4%
归母净利润	21.8%	-28.0%	-13.0%	53.8%	13.4%
费用与利润率					
毛利率	74.1%	72.7%	71.2%	71.7%	72.4%
经营利润率	21.3%	12.6%	9.3%	13.3%	14.2%
归母净利率	21.0%	13.7%	10.4%	13.9%	13.9%
回报率					
平均股本回报率	20.3%	13.0%	10.5%	14.8%	15.1%
平均资产回报率	15.6%	11.3%	9.3%	13.0%	13.5%
资产效率					
库存周转天数	166.5	199.4	160.0	160.0	160.0
应收账款周转天数	18.8	28.3	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	107.8	98.0	60.0	60.0	60.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	5.8	5.8	4.3	5.6	5.9
速动比率 (x)	1.2	1.2	1.3	1.5	1.7
现金比率 (x)	2.5	2.5	1.6	1.9	2.3
负债/权益 (%)	19.9%	19.9%	24.8%	24.8%	23.0%
估值					
市盈率 (x)	21.4	29.7	34.2	22.2	19.6
市销率 (x)	4.5	4.1	3.6	3.1	2.7
股息率	1.5%	1.1%	1.0%	1.5%	1.7%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 贝泰妮 1Q24-3Q24 经营情况以及 4Q24 盈利预测

(百万人民币)	1Q23	1Q24	YoY	2Q23	2Q24	YoY	3Q23	3Q24	YoY	4Q23	4Q24E	YoY
营业收入	863	1,097	27.1%	1,504	1,708	13.5%	1,064	1,213	14.0%	2,091	2,310	10.5%
营业成本	-206	-306	48.4%	-377	-462	22.8%	-226	-287	26.8%	-632	-690	9.2%
毛利润	657	791	20.4%	1,128	1,245	10.4%	837	926	10.6%	1,459	1,619	11.0%
毛利率	76.1%	72.1%		75.0%	72.9%		78.7%	76.4%		69.8%	70.1%	
税金及附加	-8	-9	10.4%	-16	-12	-27.9%	-11	-11	-5.5%	-30	-44	46.1%
毛利润(含税金)	649	782	20.5%	1,112	1,234	11.0%	826	916	10.8%	1,429	1,575	10.3%
毛利率(含税金)	75.2%	71.3%		73.9%	72.2%		77.7%	75.5%		68.3%	68.2%	
销售费用	-411	-513	24.8%	-686	-765	11.4%	-507	-733	44.4%	-1,005	-1,110	10.5%
销售费用率	47.6%	46.7%		45.6%	44.8%		47.7%	60.4%		48.1%	48.1%	
管理费用	-67	-76	13.5%	-86	-100	16.2%	-92	-164	78.9%	-169	-147	-13.1%
管理费用率	7.7%	6.9%		5.7%	5.8%		8.6%	13.5%		8.1%	6.4%	
研发费用	-34	-33	-3.9%	-75	-82	9.0%	-73	-85	17.0%	-117	-114	-2.4%
研发费用率	3.9%	3.0%		5.0%	4.8%		6.9%	7.0%		5.6%	4.9%	
经营利润	138	161	17.0%	265	288	8.7%	154	-67	n.m.	138	204	48.5%
经营利润率	16.0%	14.7%		17.6%	16.9%		14.5%	-5.5%		6.6%	8.8%	
财务费用	7	5	-33.1%	4	1	-83.8%	5	-3	n.m.	5	9	84.9%
其他收益	5	8	65.5%	54	40	-25.0%	14	5	-61.7%	77	66	-13.9%
投资净收益	6	11	85.9%	21	24	14.0%	17	11	-33.6%	20	18	-10.3%
公允价值变动收益	31	12	-60.4%	-19	8	n.m.	-36	-3	-90.8%	7	23	233.4%
资产减值损失	-4	2	n.m.	0	-9	n.m.	-6	-3	-55.8%	-10	-10	1.5%
信用减值损失	-3	-1	-72.5%	-8	-6	-18.4%	-8	-10	17.0%	5	3	-39.2%
资产处置收益	1	3	n.m.	0	-5	n.m.	0	0	n.m.	0	1	n.m.
营业利润	180	201	11.4%	317	342	7.7%	139	-69	n.m.	242	315	30.3%
营业外收入	0	0	-33.0%	0	0	n.m.	0	1	n.m.	2	1	-62.1%
营业外支出	-7	-6	-9.0%	0	-3	n.m.	-1	-4	186.3%	-3	-1	-82.3%
利润总额	174	195	12.1%	317	339	7.0%	138	-71	n.m.	240	315	31.1%
所得税	-19	-23	18.7%	-32	-36	14.9%	-13	0	n.m.	-46	-39	-14.0%
净利润	155	172	11.2%	286	303	6.2%	124	-71	n.m.	194	275	41.8%
净利率	18.0%	15.7%		19.0%	17.8%		11.7%	-5.9%		9.3%	11.9%	
少数股东损益	3	4	35.6%	6	4	-38.8%	5	2	-55.9%	-17	-32	91.7%
归母净利润	158	177	11.7%	292	307	5.2%	129	-69	n.m.	178	244	37.2%
归母净利率	18.3%	16.1%		19.4%	18.0%		12.1%	-5.7%		8.5%	10.5%	

E=浦银国际预测。资料来源：公司资料、浦银国际

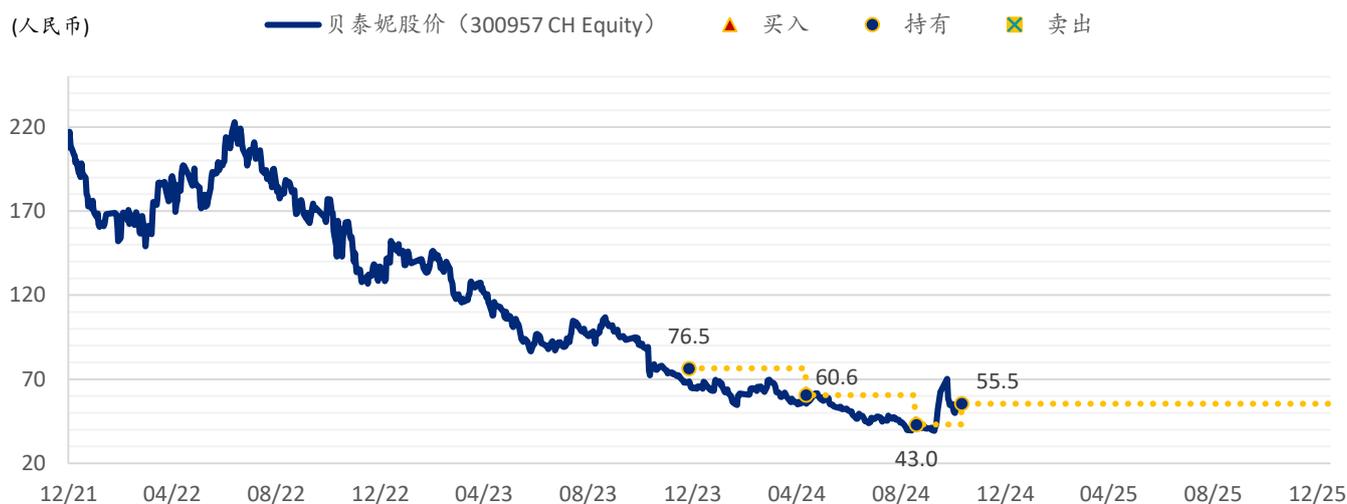
图表 3: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	6,476	7,377	8,394
新预测	6,327	7,294	8,277
变动	-2.3%	-1.1%	-1.4%
归母净利润			
旧预测	910	1,013	1,154
新预测	658	1,013	1,148
变动	-27.6%	0.0%	-0.5%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 贝泰妮 (300957.CH)



注: 截至 2024 年 10 月 25 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

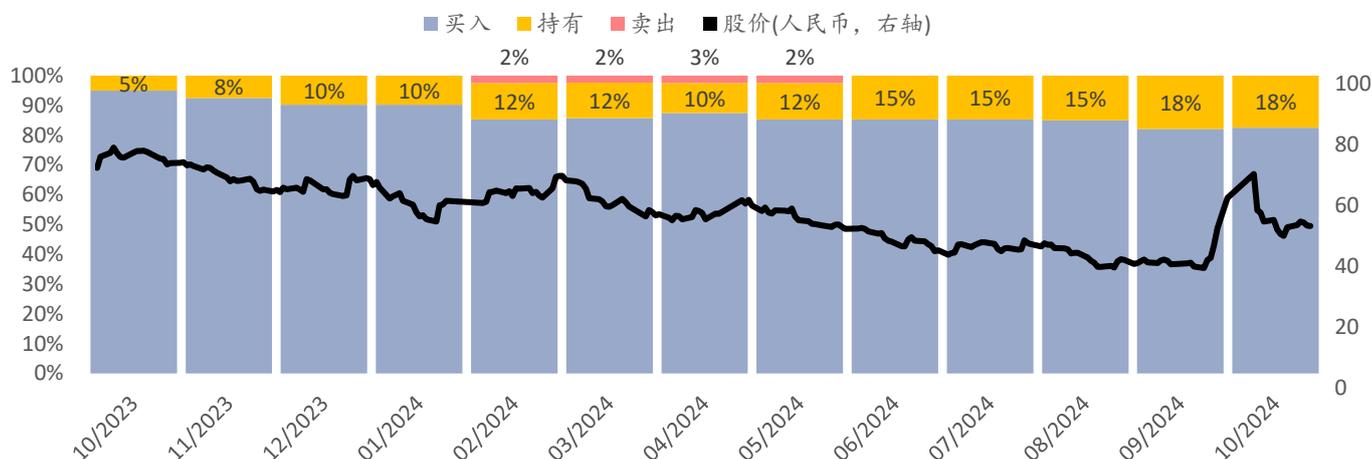
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	15.9	持有	15.94	2024 年 10 月 23 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	86.7	买入	119.8	2024 年 10 月 11 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024 年 8 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.8	买入	3.07	2024 年 10 月 24 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.4	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	43.5	买入	38.8	2024 年 8 月 6 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	342.6	买入	302.5	2024 年 8 月 6 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	15.5	买入	19.5	2024 年 10 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.6	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	16.7	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	3.4	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	24.0	买入	26.3	2024 年 8 月 5 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	30.0	买入	29.7	2024 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	59.8	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.3	买入	11.2	2024 年 8 月 1 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	54.2	持有	65.1	2024 年 5 月 6 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	69.3	持有	86.2	2024 年 5 月 6 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.5	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.7	持有	24.5	2024 年 8 月 30 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.6	买入	16.2	2024 年 8 月 29 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.6	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.0	买入	5.21	2024 年 9 月 3 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	16.0	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.3	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.9	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	5.0	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	70.8	买入	78.9	2024 年 10 月 23 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	95.3	买入	115.0	2024 年 10 月 25 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	53.0	买入	52.0	2024 年 7 月 2 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	60.7	持有	48.9	2024 年 8 月 25 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	53.2	持有	55.5	2024 年 10 月 25 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	26.2	买入	24.0	2024 年 8 月 30 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	29.6	买入	28.0	2024 年 8 月 21 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	38.0	买入	35.4	2024 年 8 月 21 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	28.8	持有	26.8	2024 年 7 月 8 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	13.9	持有	12.8	2024 年 9 月 4 日	酒店

注: 美股截至 2024 年 10 月 24 日收盘价, 港股及 A 股截至 2024 年 10 月 25 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

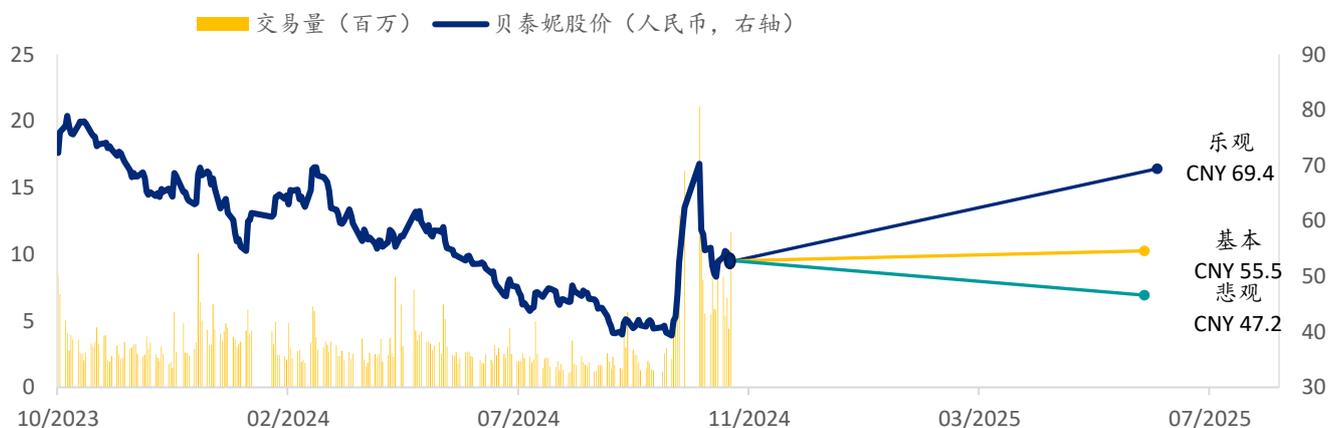
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 贝泰妮市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 贝泰妮 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: 人民币 69.4 元

概率: 25%

- 护肤品品类 2025 年收入同比增长 20%;
- 线上收入 2025 年收入同比增长超 20%;
- 集团毛利率 2025 年同比增长 100bps;
- 销售费用率 2025 年同比收窄 250bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 人民币 47.2 元

概率: 20%

- 护肤品品类 2025 年收入同比持平;
- 线上收入 2025 年收入同比增长 5%以下;
- 集团毛利率 2025 年同比持平;
- 营销费用率 2025 年同比收窄 140bps。

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

