

华润啤酒 (291 HK, 买入, 目标价: HK\$28.60)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$28.60 **当前股价: HK\$24.00**

股价上行/下行空间 +19%

52 周最高/最低价 (HK\$) 39.55/21.60

市值 (US\$mn) 10,006

当前发行数量(百万股) 3,244

三个月平均日交易额 (US\$mn) 36

流通盘占比 (%) 48

主要股东 (%)

华润集团 52

按 2025 年 1 月 17 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	28.60	31.30	-9%
2024E EPS (RMB)	1.68	1.70	-1%
2025E EPS (RMB)	1.82	1.97	-8%
2026E EPS (RMB)	2.01	2.20	-9%

股价表现


资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)

	2024E	2025E
营收 (RMBmn)	39,110 (-1%)	40,544 (-2%)
EPS (RMB)	1.64 (+2%)	1.82 (+0%)

注: 所示市场预测来源于彭博。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

啤酒高端化趋势持续但步伐放缓; 白酒业务受行业供应过剩影响

- 啤酒业务 2024 年上半年的趋势延续至下半年; 预期白酒业务 2024 年下半年收入下降并录得净亏损。
- 销量及单价有望于 2025 年小幅改善。
- 重申“买入”评级, 下调目标价至 28.60 港元。

此港股通报告之英文版本于 2025 年 1 月 21 日上午 6 时 30 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的姜雪峰 (证券分析师登记编号: S1680519070001) 审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

宏观环境令啤酒和白酒业务承压。我们预期华润啤酒 2024 年或经历自 2020 年以来的首次同比收入下降, 主要是因为国内宏观经济影响下酒精饮料需求疲弱。按业务细分, 我们预测公司啤酒收入在 2024 年同比下滑 1.2%, 而白酒收入同比增长 3.2%。受啤酒原材料成本下降和持续控制销售及市场营销费用等细微利好提振, 我们预测华润啤酒的调整后净利润在 2024 年将同比增长 7%。

啤酒业务持续步向高端化但速度放缓; 白酒则面临行业整体消费下降的挑战。尽管国内啤酒行业销量下降, 但我们注意到整体消费升级在 2024 年依然持续开展。华润啤酒旗下喜力品牌的销量在 2024 年上半年同比增长约 20%, 我们预计这一势头在 2024 年下半年将放缓至增长约 15%。相较于啤酒, 国内的白酒行业面临更严峻的挑战, 主要受到渠道库存高企和线下消费场景减少 (例如商务和社交聚餐) 等拖累。根据国家统计局的数据, 中国规模以上 (年收入超过 2,000 万元人民币) 的白酒企业在 2024 年下半年总产量录得双位数同比下降, 而 2024 年上半年则实现了 3% 的同比增长。我们预计华润啤酒的白酒业务收入在 2024 年下半年同比下降 11% (对比上半年同比增长 21%)。

2025 年单价增长或略微加速, 销量下降趋势有望暂停。随着国内整体经济逐步稳定, 以及预期将推出更多政府补贴计划以促消费, 我们预计 2025 年即饮渠道消费活动将会复苏, 并推动啤酒行业的产品结构改善。我们同时预期中国 2025 年的消费者物价指数 (CPI) 将较 2024 年有所上升。因此, 我们预测华润啤酒 2025 年的单价增长将由 2024 年的 2.0% 加速至 2.2%。另外, 我们预期华润啤酒的啤酒销量增长有望在 2025 年转正, 从 2024 年同比下降 3.2% 反弹至同比增长 0.7%, 主要受益于即饮渠道消费的恢复。

重申“买入”评级; 下调目标价至 28.60 港元。考虑到华润啤酒白酒业务因行业供应过剩而发展慢于预期, 我们下调 2024 年至 2026 年的盈利预测。我们亦相应把目标价从 31.30 港元下调至 28.60 港元, 仍基于不变的 2025 年 8 倍的 EV/EBITDA 倍数。

风险提示: 原材料成本波动、白酒业务扩张速度慢于预期、中国消费降级趋势延续, 销售及营销费用增加。

研究团队
陈亚雷

香港证监会中央编号: ARW897

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (RMBmn)	35,263	38,932	38,566	39,742	41,694
息税前利润 (RMBmn)	5,227	6,961	6,920	7,338	8,279
归母净利润 (RMBmn)	4,408	5,088	5,444	5,920	6,513
每股收益 (RMB)	1.36	1.57	1.68	1.82	2.01
市盈率 (x)	35.6	29.7	16.4	12.2	11.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。归母净利润和 EPS 为调整后数据。资料来源: 彭博, 华兴证券(香港)预测

图表 1: 华润啤酒 – 年度及半年度损益表

百万元人民币	2023	2024E	2025E	2026E	1H23	2H23	1H24	2H24E
营收	38,932	38,566	39,742	41,694	23,871	15,061	23,744	14,822
…啤酒	36,865	36,416	37,492	39,194	22,894	13,971	22,566	13,850
…白酒	2,067	2,150	2,250	2,500	977	1,090	1,178	972
销售成本	(22,829)	(22,393)	(22,737)	(23,441)	(12,880)	(9,949)	(12,605)	(9,788)
毛利润	16,103	16,174	17,005	18,253	10,991	5,112	11,139	5,035
…啤酒	15,188	15,228	15,880	16,941	10,348	4,840	10,335	4,892
…白酒	915	946	1,125	1,313	643	272	804	142
毛利率	41.4%	41.9%	42.8%	43.8%	46.0%	33.9%	46.9%	34.0%
…啤酒	41.2%	41.8%	42.4%	43.2%	45.2%	34.6%	45.8%	35.3%
…白酒	44.2%	44.0%	50.0%	52.5%	65.8%	24.9%	68.2%	14.6%
其他收入	2,290	1,466	1,431	1,501	747	1,543	906	560
销售与分销	(8,065)	(8,099)	(7,750)	(8,047)	(3,914)	(4,151)	(4,189)	(3,910)
一般性收入与行政收入	(3,362)	(2,623)	(3,338)	(3,419)	(1,576)	(1,786)	(1,489)	(1,134)
联营公司收入	(5)	2	(10)	(9)	(3)	(2)	1	1
EBIT	6,961	6,920	7,338	8,279	6,245	716	6,368	552
…啤酒	6,889	7,322	8,115	9,026	6,202	687	6,365	957
…白酒	130	11	405	575	71	59	48	(37)
…总部	(58)	(414)	(1,182)	(1,321)	(28)	(30)	(45)	(369)
EBIT 利润率	17.9%	17.9%	18.5%	19.9%	26.2%	4.8%	26.8%	3.7%
…啤酒	18.7%	20.1%	21.6%	23.0%	27.1%	4.9%	28.2%	6.9%
…白酒	6.3%	0.5%	18.0%	23.0%	7.3%	5.4%	4.1%	-3.8%
净利润	5,153	5,220	5,532	6,117	4,649	504	4,705	515
调整后净利润	5,088	5,444	5,920	6,522	4,919	169	4,765	586
调整后净利润率	13.1%	14.1%	14.9%	15.6%	20.6%	1.1%	20.1%	4.0%

资料来源: 公司公告, 华兴证券 (香港) 预测

预测修正

我们分别下调 2024-26 年的营收预测 1.7%/4.6%/5.6%，以反映公司白酒业务因行业环境疲弱而导致发展不及预期。基于白酒业务发展较慢及利润逐渐正常化，我们将 2024-26 年的每股收益预测分别下调 1.2%/7.5%/8.8%。

图表 2: 华润啤酒 – 预测调整

(百万元人民币)	现值			原值			变动		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营收	38,566	39,742	41,694	39,219	41,654	44,190	-1.7%	-4.6%	-5.6%
毛利润	16,174	17,005	18,253	16,576	17,968	19,575	-2.4%	-5.4%	-6.8%
调整后净利润	5,444	5,920	6,522	5,511	6,403	7,138	-1.2%	-7.5%	-8.8%
调整后净利润率	14.1%	14.9%	15.6%	14.1%	15.4%	16.2%	0.1 ppt	-0.5 ppt	-0.5 ppt
调整后 EPS (元)	1.68	1.82	2.01	1.70	1.97	2.20	-1.2%	-7.5%	-8.8%

资料来源: 华兴证券 (香港) 预测

估值

目标价由 31.50 港元下调至 28.60 港元。我们继续采用 EV/EBITDA 作为对华润啤酒的估值方法，并维持 8 倍的 2025 年调整后 EV/EBITDA 目标倍数不变。在调整盈利预测后，我们下调目标价至 28.60 港元。我们的目标倍数处于华润啤酒全球啤酒同业公司(均值 8.0 倍)和国内白酒同业公司(均值 9.5 倍)当前交易估值的低端。

图表 3：华润啤酒 — 可比公司估值

代码	公司名称	现价 (当地货币)	近三月日均交 易规模 (百万美元)	P/E			P/B 2023	EV/EBITDA			股息率(%)		
				2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
啤酒公司													
291 HK	华润啤酒	24.00	37.2	13.3	12.2	11.1	2.1	7.5	6.7	5.8	3.6	4.6	5.5
1876 HK	百威亚太	7.19	14.4	15.6	13.9	12.2	1.1	5.3	5.1	4.5	5.5	5.4	6.1
168 HK	青岛啤酒 H	52.55	25.6	15.4	14.3	13.0	2.0	7.5	6.9	6.4	4.3	4.6	5.0
600132 CH	重庆啤酒	56.67	42.2	20.6	20.8	19.8	12.8	7.1	7.0	6.7	4.6	4.5	4.8
600600 CH	青岛啤酒 A	74.99	56.6	23.7	22.0	20.1	3.6	13.9	12.3	11.3	2.8	3.0	3.3
000729 CH	燕京啤酒	11.69	35.2	32.8	25.6	21.2	2.2	11.8	10.0	8.9	1.2	1.5	1.7
HEIA NA	喜力	66.28	53.8	14.2	13.1	11.8	1.9	8.7	8.3	7.9	2.6	2.8	3.0
ABI BB	百威英博	46.67	96.9	14.3	13.4	11.8	1.2	8.5	8.3	7.8	2.1	2.4	2.7
TAP US	摩森康胜	55.23	104.3	9.5	9.3	8.8	0.9	6.9	6.9	6.7	3.1	3.3	3.5
CARLB DC	嘉士伯-B	700.60	22.2	13.3	11.7	10.5	4.3	8.2	6.8	6.3	3.8	4.2	4.6
2502 JP	朝日集团	1580.50	59.5	12.4	11.4	10.5	0.9	8.9	8.4	7.9	2.9	4.0	4.4
ABEV3 BZ	安贝夫啤酒	11.09	73.4	12.1	11.8	10.6	1.8	5.7	5.4	5.1	6.7	7.5	7.2
STZ US	星座集团	184.31	384.6	13.7	12.6	11.6	4.3	11.6	10.8	10.2	2.2	2.4	2.7
均值				16.5	15.0	13.5	3.1	8.7	8.0	7.5	3.5	3.8	4.1
白酒公司													
000568 CH	泸州老窖	118.70	264.5	12.2	11.2	10.1	3.8	7.9	7.4	6.6	4.9	5.2	5.8
002304 CH	洋河股份	80.00	86.5	14.1	14.0	13.4	2.3	8.3	8.3	7.8	5.2	5.3	5.6
000596 CH	古井贡酒	173.42	68.7	16.2	14.1	12.1	3.8	8.6	7.4	6.4	2.9	3.4	3.9
603589 CH	口子窖	36.92	49.0	13.0	12.3	10.9	2.2	8.1	7.6	7.0	4.1	4.5	5.1
600702 CH	舍得酒业	58.83	138.9	20.5	19.2	16.9	2.8	12.8	11.9	10.5	1.7	2.1	2.8
000858 CH	五粮液	132.30	456.8	15.6	14.6	13.3	3.8	9.1	8.5	7.8	4.3	4.6	5.0
600779 CH	水井坊	47.81	73.0	17.2	15.9	14.5	4.7	11.0	10.1	9.1	2.1	2.3	2.5
600519 CH	贵州茅台	1454.75	694.0	21.3	19.3	17.6	7.7	15.0	13.8	12.6	3.6	3.8	4.2
600809 CH	山西汾酒	178.56	176.1	17.6	15.4	13.5	6.4	12.5	11.0	9.6	2.9	3.1	3.6
均值				16.4	15.1	13.6	4.2	10.4	9.5	8.6	3.5	3.8	4.3

注：收盘价截至 2025 年 1 月 17 日。已覆盖公司为华兴证券（香港）预测，未覆盖公司数据来自彭博一致预期。RMB/HKD=1.08; USD/HKD=7.80。
资料来源：公司数据，彭博，华兴证券（香港）

风险提示

- **原材料价格波动。**原材料成本若上升，将蚕食公司的利润，尤其是如果公司无法成功将成本增加的压力传到至消费者（即零售商）。
- **白酒业务扩张速度慢于预期。**华润啤酒提出自 2023 年起的三年期白酒业务扩张计划。若扩张不及我们预期的顺利，我们对白酒业务及公司整体收入和利润的预测将受到负面影响。
- **中国消费降级持续可能会进一步阻碍高端产品升级，**并导致华润啤酒无法达成预定的市场渗透率。若其产品升级战略未能获取更多助力，可能会对公司的收入增长和利润率扩张产生负面影响。
- **营销投入意外增加。**基于啤酒消费放缓，我们相信中国大部份啤酒厂在 2025 年将控制其营销开支。然而，若其他公司改变有关策略导致竞争环境恶化，华润啤酒或增加营销开支，从而影响其净利润。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
收入 - 啤酒	36,865	36,416	37,492	39,194
收入 - 白酒	2,067	2,150	2,250	2,500
营业收入	38,932	38,566	39,742	41,694
营业成本	(22,829)	(22,393)	(22,737)	(23,441)
毛利润	16,103	16,174	17,005	18,253
管理及销售费用	(11,427)	(10,721)	(11,088)	(11,466)
其中: 市场营销支出	(8,065)	(8,099)	(7,750)	(8,047)
其中: 管理支出	(3,362)	(2,623)	(3,338)	(3,419)
息税前利润	6,961	6,920	7,338	8,279
息税折旧及摊销前利润	8,408	9,029	9,538	10,573
利息收入	361	359	411	342
利息支出	(244)	(121)	(129)	(134)
税前利润	7,078	7,157	7,619	8,488
所得税	(1,864)	(1,932)	(1,905)	(2,122)
净利润	5,153	5,220	5,532	6,107
调整后净利润	5,088	5,444	5,920	6,513
基本每股收益 (RMB)	1.59	1.61	1.71	1.88
稀释每股调整收益 (RMB)	1.57	1.68	1.82	2.01

资产负债表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	17,141	20,937	24,194	27,827
货币资金	5,520	11,735	14,860	18,223
应收账款	1,506	614	623	642
存货	9,502	7,976	8,098	8,349
其他流动资产	613	613	613	613
非流动资产	54,383	53,399	53,096	52,795
固定资产	16,294	16,709	17,090	17,471
无形资产	8,991	8,318	7,645	6,972
商誉	16,806	16,806	16,806	16,806
其他	7,113	7,113	7,113	7,113
资产	71,524	74,336	77,291	80,622
流动负债	24,364	24,450	24,842	25,599
短期借款	931	1,073	1,115	1,159
预收账款	0	0	0	0
应付账款	22,755	22,700	23,049	23,762
长期借款	4,181	4,291	4,460	4,637
非流动负债	4,414	4,414	4,414	4,414
负债	37,350	37,547	38,107	39,041
股份	14,090	14,090	14,090	14,090
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	18,535	21,145	23,358	25,495
归属于母公司所有者权益	30,295	32,905	35,118	37,255
少数股东权益	3,879	3,884	4,066	4,325
负债及所有者权益	71,524	74,336	77,291	80,622

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券(香港)预测

现金流量表

(RMBmn)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	5,153	5,220	5,532	6,107
折旧摊销	1,447	2,109	2,200	2,294
利息 (收入) / 支出	(179)	(253)	(291)	(218)
其他非现金科目	370	263	487	509
其他	61	733	182	259
营运资本变动	(1,525)	2,171	(180)	26
经营活动产生的现金流量	5,327	10,243	7,930	8,977
资本支出	(1,947)	(1,928)	(1,987)	(2,085)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	2,039	5	0	0
其他	361	359	411	342
投资活动产生的现金流量	453	(1,565)	(1,576)	(1,743)
股利支出	(3,036)	(2,610)	(3,319)	(3,970)
债务筹集 (偿还)	4,012	252	211	222
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(182)	(106)	(119)	(124)
筹资活动产生的现金流量	794	(2,464)	(3,228)	(3,871)
现金及现金等价物净增加额	6,574	6,215	3,125	3,362
自由现金流	3,380	8,315	5,943	6,892

关键假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
雪花销量 (百万吨)	10	10	10	10
雪花 - 吨酒价格 (元)	2,918	2,925	2,955	2,999
喜力销量 (百万吨)	1	1	1	1
喜力 - 吨酒价格 (元)	9,455	9,266	9,359	9,546

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	10.4	(0.9)	3.0	4.9
毛利润	18.7	0.4	5.1	7.3
息税折旧及摊销前利润	23.9	7.4	5.6	10.9
净利润	18.5	1.3	6.0	10.4
调整后净利润	15.4	7.0	8.7	10.0
稀释每股调整收益	18.5	1.3	6.0	10.4
调整后稀释每股调整收益	15.4	6.9	8.7	10.0
盈利率 (%)				
毛利率	41.4	41.9	42.8	43.8
息税折旧及摊销前利润率	21.6	23.4	24.0	25.4
息税前利润率	17.9	17.9	18.5	19.9
净利率	13.2	13.5	13.9	14.6
调整后净利率	13.1	14.1	14.9	15.6
净资产收益率	17.0	15.9	15.8	16.4
总资产收益率	7.2	7.0	7.2	7.6
流动资产比率 (x)				
流动比率	0.7	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.3	0.5	0.6	0.8
估值比率 (x)				
市盈率	29.7	16.4	12.2	11.1
市净率	5.0	2.7	2.1	1.9
市销率	1.9	1.9	1.8	1.7

附录

分析师声明

本人陈亚雷兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：华润啤酒（291 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其他部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888