



百威亚太 (1876.HK): 中国业务短期难见反转, 估值性价比转弱; 下调至“持有”

• **为何下调至“持有”评级?** 百威亚太 4Q24 业绩基本符合市场预期。但在更换 CEO 消息的影响下, 2 月 26 日股价大幅上涨 10.5%。我们认为: (1) 中国啤酒行业的终端需求在 2025 年较难有显著改善, 销量、收入与利润率短期内恐持续承压; (2) 在当前消费大环境下, 公司或较难发挥其品牌矩阵丰富的优势, 而公司超高端产品较高的收入占比甚至可能拖累公司整体的销量表现; (3) 虽然公司 2025 年拥有明确的产品和渠道端规划, 但最终能否转化为业绩的提升尚待时间验证; (4) 在股价上涨以后, 公司当前估值水平 (19x 2025 P/E) 性价比转弱。基于以上原因, 我们下调百威亚太至“持有”评级, 下调目标价至 9.36 港元。

• **中国市场的销量、产品结构与渠道结构都可能继续承压:** 公司在中国市场 4Q24 销量同比大幅下滑 18.9%, 下滑幅度相较 3Q24 进一步扩大。尽管春节期间的销量表现与去年基本一致, 但我们判断中国啤酒行业的消费情绪并未有显著改善, 销量可能继续承压。产品方面, 公司 2025 年将聚焦高端 (主要为百威品牌) 及 core++ (主要为哈尔滨品牌), 而对超高端品牌的投入或将更有选择性和针对性。我们认为公司在品牌资源投放上的倾斜是为了更好地迎合中国啤酒市场对性价比不断加强的关注以及满足大众消费者对产品的升级需求, 但这一策略可能在短期对产品结构带来负面影响。渠道方面, 公司将持续聚焦家庭渠道的高端化, 或使渠道结构从现饮向家庭渠道进一步倾斜。

• **涨价将继续驱动韩国市场利润增长与利润率扩张:** 公司 4Q24 在韩国录得高单位数的销量及收入增长, 市场份额加速上升。另外, 2025 年至今公司在韩国的销量依然保持较为强劲的增长。由于韩国高端与大众啤酒产品的价差依然较小, 管理层强调涨价依然将是韩国业务增长的主要动力 (随后是运营效率提升以及产品组合的改善)。管理层表示 2025 年政府对啤酒产品增加消费税的可能性较低。因此, 2024 年 11 月公司对韩国高端与超高端产品的提价 (涨幅 8.1%) 有望对 2025 年的收入与利润率带来较为显著的帮助。基于以上, 管理层对韩国市场 EBITDA margin 持续恢复并回到疫情前水平有较大的信心。

• **哪些因素可能为股价带来更大的上升空间?** (1) 中国啤酒行业整体需求的恢复趋势显现, (2) 百威亚太策略性加大对 core++ 产品的投入带动销量提升, 而所带来的对产品结构的负面影响相对有限, (3) 公司 2025 年加大降本增效的力度, 抵消负经营杠杆的影响, 令 EBITDA margin 扩张高于市场预期, (4) 公司在 2025 年进一步提升分红比例 (2024 年为 103%), 加大股东回报, (5) 新 CEO 表现出极强的领导力, 从而带动市场信心的大幅提升。

• **投资风险:** (1) 行业需求放缓; (2) 超高端产品增速不如预期; (3) 高端市场份额被蚕食; (4) 原材料价格上涨高于预期。

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

2025 年 2 月 26 日

评级

持有

目标价 (港元)	9.36
潜在升幅/降幅	+8.1%
目前股价 (港元)	8.66
52 周内股价区间 (港元)	6.8-14.1
总市值 (百万港元)	114,688
近 3 月日均成交额 (百万港元)	134.5

注: 截至 2025 年 2 月 26 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

浦银国际

公司研究

百威亚太 (1876.HK)



图表 1：盈利预测和财务指标

百万美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,856	6,246	6,134	6,237	6,423
同比变动 (%)	5.8%	-8.9%	-1.8%	1.7%	3.0%
归母净利润	852	726	790	837	903
同比变动 (%)	-6.7%	-14.8%	8.8%	6.0%	7.9%
PE (x)	17.3	20.3	18.5	17.4	16.2
ROE (%)	7.9%	6.9%	7.7%	8.1%	8.7%

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 - 百威亚太

利润表

(百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,856	6,246	6,134	6,237	6,423
同比	5.8%	-8.9%	-1.8%	1.7%	3.0%
销售成本	-3,403	-3,099	-3,018	-3,038	-3,081
毛利	3,453	3,147	3,116	3,199	3,343
毛利率	50.4%	50.4%	50.8%	51.3%	52.0%
销售费用	-1,721	-1,625	-1,588	-1,594	-1,642
管理费用	-470	-477	-460	-455	-462
其他经营收入及收益 (损失)	107	115	110	100	103
经营溢利	1,369	1,160	1,178	1,250	1,341
经营利润率	20.0%	18.6%	19.2%	20.0%	20.9%
净融资成本	10	31	25	25	34
税前溢利	1,327	1,160	1,233	1,305	1,405
所得税开支	-447	-410	-419	-444	-478
所得税率	33.7%	35.3%	34.0%	34.0%	34.0%
净利润	880	750	814	861	927
少数股东权益	28	24	24	24	24
归母净利润	852	726	790	837	903
归母净利润率	12%	12%	13%	13%	14%
同比	-6.7%	-14.8%	8.8%	6.0%	7.9%

资产负债表

(百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业、机器及设备	2,986	2,585	2,271	2,008	1,727
商誉	6,435	5,945	5,945	5,945	5,945
土地使用权	210	199	202	202	202
无形资产	1,572	1,456	1,479	1,436	1,393
其他	772	761	827	857	887
非流动资产	11,975	10,946	10,724	10,448	10,154
存货	444	376	413	416	422
应收贸易款项	609	496	471	478	493
应收百威集团款项	0	0	0	0	0
其他应收款项—即期部分	0	0	0	0	0
总公司资金池	25	48	48	48	48
现金及等同现金项目	3,141	2,867	3,524	3,875	4,273
其他	40	45	30	30	30
流动资产	4,259	3,832	4,485	4,848	5,266
应付贸易款项	2,638	2,228	2,315	2,330	2,363
应付百威集团款项	104	91	100	100	100
其他应付款项及应计费用	0	0	0	0	0
计息贷款及借款	237	136	230	230	230
百威集团资金池贷款	0	0	0	0	0
委托包装及合约负债	1456	1306	1306	1306	1306
其他	214	172	203	203	203
流动负债	4,649	3,933	4,154	4,169	4,202
计息贷款及借款	94	68	100	100	100
应付贸易及其他款项	18	13	22	22	22
递延税项负债	421	375	420	420	420
其他	202	149	210	210	210
非流动负债	735	605	752	752	752
股本	4,671	4,698	4,738	4,785	4,851
储备	6,114	5,486	5,486	5,486	5,486
非控制性权益	65	56	80	104	128
权益	10,850	10,240	10,304	10,375	10,465

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

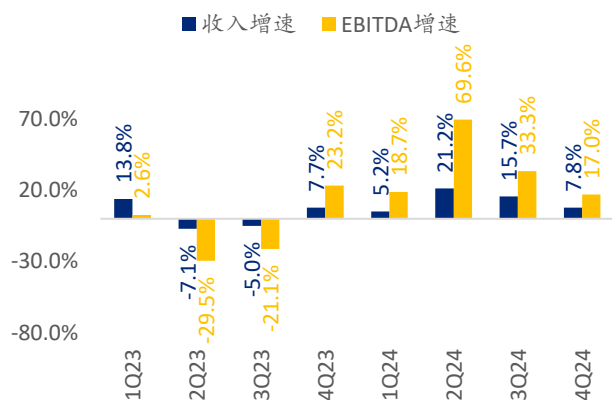
现金流量表

(百万美元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	880	750	814	861	927
折旧与摊销	665	682	651	666	685
融资开支净额	-10	-31	-25	-25	-34
所得税开支	447	410	419	444	478
其他	93	-24	-21	-30	-30
未计营运资金变动前之经营溢利	2,075	1,787	1,838	1,916	2,026
存货减少／(增加)	23	25	-37	-3	-6
应收贸易款项(增加)／减少	-76	76	31	-8	-14
应付贸易款项(减少)／增加	237	-335	105	15	33
拨备及退休金减少	-47	-99	95	0	0
已收/(已付)利息	-28	-23	-45	-56	-56
已收股息	11	11	0	0	0
已付所得税	-443	-368	-416	-444	-478
经营活动所得(所用)现金净额	1,811	1,134	1,641	1,502	1,595
出售/(收购) 物业、厂房及设备	-477	-368	-360	-360	-360
收购附属公司及其他投资	-11	-18	0	0	0
百威集团现金池存款所得款项	41	-23	0	0	0
投资活动所用现金净额	-447	-409	-360	-360	-360
百威集团实缴资本还款/所得款项	0	0	0	0	0
就上市发行股份所得款项	0	0	0	0	0
偿还百威集团贷款所得款项及百威集团资金池贷款的所得款项(偿还)	0	0	0	0	0
借款所得款项	84	47	0	0	0
偿还借贷	0	-131	126	0	0
已付股息	-529	-730	-750	-790	-837
其他	-176	-89	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-621	-903	-624	-790	-837
现金及现金等价物变动	683	-274	657	352	398
于年初的现金及现金等价物	2,458	3,141	2,867	3,524	3,875
现金及现金等价物汇兑差额	-60	-96	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	3,141	2,867	3,524	3,875	4,273

财务和估值比率

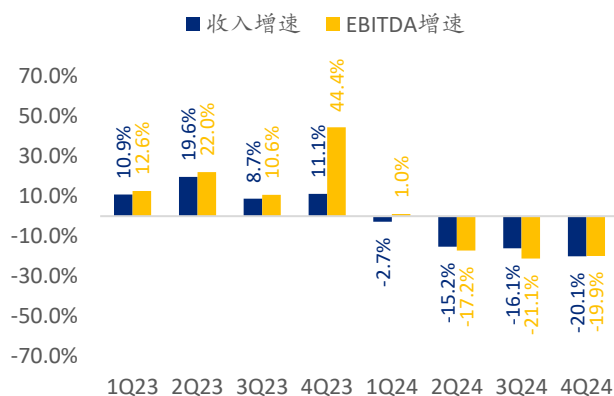
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (美元)					
摊薄每股收益	0.06	0.05	0.06	0.06	0.07
每股销售额	0.52	0.47	0.47	0.47	0.49
每股股息	0.05	0.06	0.06	0.06	0.07
同比变动					
收入	6%	-9%	-2%	2%	3%
经营溢利	9%	-15%	2%	6%	7%
归母净利润	-7%	-15%	9%	6%	8%
摊薄每股收益	-7%	-15%	10%	6%	8%
费用与利润率					
毛利率	50%	50%	51%	51%	52%
经营利润率	20%	19%	19%	20%	21%
归母净利率	12%	12%	13%	13%	14%
回报率					
平均股本回报率	7.9%	6.9%	7.7%	8.1%	8.7%
平均资产回报率	8.1%	7.1%	7.9%	8.3%	8.9%
资产效率					
库存周转天数	50	48	50	50	50
应收账款周转天数	31	32	28	28	28
应付账款周转天数	282	287	280	280	280
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
负债/ 权益 (%)	50%	44%	48%	47%	47%
估值					
市盈率 (x)	17.3	20.3	18.5	17.4	16.2
企业价值 / EBITDA (x)	5.9	6.7	6.3	5.8	5.3
股息率	5%	5%	5%	6%	6%

图表 2: 百威亚太亚太东 1Q23-4Q24 内生收入与正常化 EBITDA 同比增速比较



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 百威亚太中国地区 1Q23-4Q24 内生收入与正常化 EBITDA 同比增速比较



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 4: 百威亚太 1Q23-4Q24 各季度主要项目内生同比增速

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
收入增速								
集团	12.9%	14.9%	7.1%	8.9%	-0.4%	-7.8%	-9.4%	-11.0%
亚太东	13.8%	-7.1%	-5.0%	7.7%	5.2%	21.2%	15.7%	7.8%
亚太西	12.7%	20.2%	9.9%	9.2%	-1.5%	-13.2%	-15.1%	-17.0%
中国	10.9%	19.6%	8.7%	11.1%	-2.7%	-15.2%	-16.1%	-20.1%
销量增速								
集团	9.1%	9.5%	0.6%	-2.1%	-4.8%	-7.3%	-11.4%	-12.7%
亚太东	10.0%	-2.4%	-3.2%	-3.4%	-4.0%	6.0%	3.9%	8.5%
亚太西	9.0%	11.2%	1.1%	-1.9%	-4.9%	-9.0%	-13.5%	-17.0%
中国	7.4%	11.0%	-0.1%	-3.1%	-6.2%	-10.3%	-14.2%	-18.9%
单价增速								
集团	3.5%	4.9%	6.5%	11.2%	4.6%	-0.5%	2.2%	1.9%
亚太东	3.5%	-4.8%	-1.9%	11.4%	9.6%	14.4%	11.4%	-0.6%
亚太西	3.4%	8.0%	8.8%	11.3%	3.6%	-4.6%	-1.9%	-0.1%
中国	3.2%	7.8%	8.9%	14.7%	3.7%	-5.4%	-2.1%	-1.4%
EBITDA 增速								
集团	10.4%	11.1%	4.1%	31.3%	4.2%	-6.2%	-16.6%	-7.2%
亚太东	2.6%	-29.5%	-21.1%	23.2%	18.7%	69.6%	33.3%	17.0%
亚太西	11.6%	20.3%	10.1%	35.7%	2.0%	-16.3%	-25.9%	-20.4%
中国	12.6%	22.0%	10.6%	44.4%	1.0%	-17.2%	-21.1%	-19.9%

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 5：百威亚太 1Q24-4Q24 经营情况（同比增速为报表口径）

百万美元	1Q23	1Q24	YOY	2Q23	2Q24	YOY	3Q23	3Q24	YOY	4Q23	4Q24	YOY
营业收入	1,702	1,643	-3%	1,964	1,756	-11%	1,897	1,705	-10%	1,293	1,142	-12%
销量（百万升）	2,208	2,112	-4%	2,738	2,546	-7%	2,764	2,463	-11%	1,567	1,361	-13%
单价(美元/升)	0.77	0.78	1%	0.72	0.69	-4%	0.69	0.69	1%	0.83	0.84	2%
营业成本	-848	-797	-6%	-951	-851	-11%	-928	-830	-11%	-676	-621	-8%
毛利润	854	846	-1%	1,013	905	-11%	969	875	-10%	617	521	-16%
毛利率	50.2%	51.5%		51.6%	51.5%		51.1%	51.3%		47.7%	45.6%	
营业费用	-466	-463	-1%	-602	-568	-6%	-583	-586	1%	-540	-485	-10%
营业费用率	27.4%	28.2%		30.7%	32.3%		30.7%	34.4%		41.8%	42.5%	
其他经营收益	30	25	-17%	21	31	48%	31	26	-16%	25	33	32%
常态 EBITDA	580	572	-1%	593	528	-11%	584	479	-18%	266	228	-14%
EBITDA 利润率	34.1%	34.8%		30.2%	30.1%		30.8%	28.1%		20.6%	20.0%	
经营利润	418	408	-2%	432	368	-15%	417	315	-24%	102	69	-32%
经营利润率	24.6%	24.8%		22.0%	21.0%		22.0%	18.5%		7.9%	6.0%	
非基础项目	-4	-13	225%	-1	-2	100%	0	-24	n.m.	-75	-23	-69%
财务费用	2	14	n.m.	0	6	n.m.	2	3	50%	6	8	33%
联营公司盈利	4	1	-75%	12	13	8%	12	14	17%	0	3	n.m.
所得税	-115	-117	2%	-158	-125	-21%	-123	-98	-20%	-51	-70	37%
净利润	305	293	-4%	285	260	-9%	308	210	-32%	-18	-13	-28%
净利润率	17.9%	17.8%		14.5%	14.8%		16.2%	12.3%		-1.4%	-1.1%	
少数股东权益	8	6	-25%	7	6	-14%	8	9	13%	5	3	-40%
归母净利润	297	287	-3%	278	254	-9%	300	201	-33%	-23	-16	-30%
归母净利润率	17.5%	17.5%		14.2%	14.5%		15.8%	11.8%		-1.8%	-1.4%	
核心归母净利润	300	297	-1%	279	255	-9%	300	225	-25%	38	1	-97%
核心归母净利润率	17.6%	18.1%		14.2%	14.5%		15.8%	13.2%		2.9%	0.1%	

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 6：SPDBI 财务预测变动：百威亚太（1876.HK）

（百万美元）	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	6,534	6,851	n.a.
新预测	6,134	6,237	6,423
变动	-6.1%	-9.0%	n.a.
归母净利润			
旧预测	895	1,004	n.a.
新预测	790	837	903
变动	-11.7%	-16.6%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

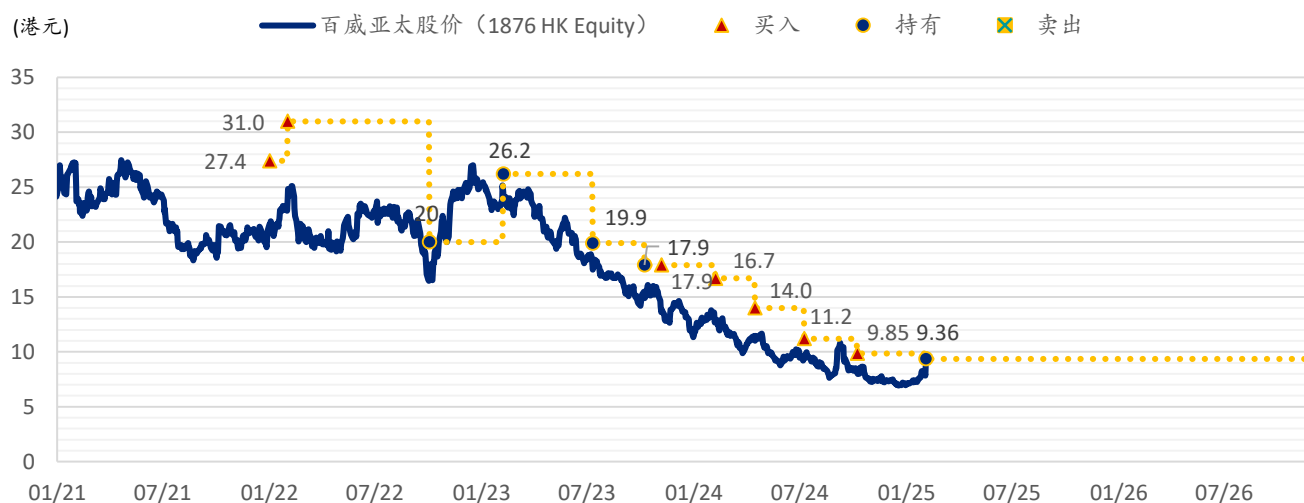
图表 7：百威亚太 SOTP 估值表（基于 2025 年的盈利预测）

（百万美元）	2025E EBITDA	目标 EV/EBITDA	企业价值	股权价值	目标价
亚太东	476	4.0	1,902		-
亚太西	1,354	8.0	10,829		-
合计	1,829	7.0	12,731	15,845	9.36 港元

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 8：SPDBI 目标价：百威亚太（1876.HK）



注：截至 2025 年 2 月 26 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

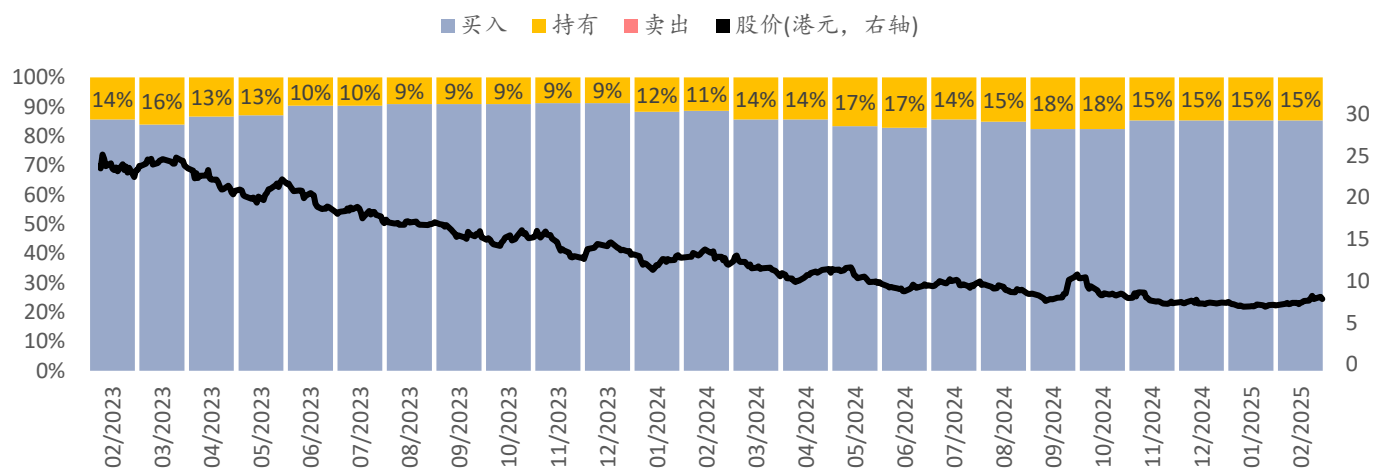
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	17.2	持有	15.94	2024 年 10 月 23 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	86.2	买入	93.0	2025 年 1 月 8 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024 年 8 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.3	买入	3.34	2025 年 1 月 20 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.8	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	47.8	买入	61.5	2025 年 2 月 10 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	377.6	买入	479.7	2025 年 2 月 10 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	16.0	买入	19.5	2024 年 10 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	18.8	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	23.8	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	3.1	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	30.0	买入	40.0	2025 年 2 月 25 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	25.2	买入	29.7	2024 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	56.3	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.7	持有	9.36	2025 年 2 月 26 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	52.5	持有	58.4	2024 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	68.6	持有	70.6	2024 年 10 月 30 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	11.0	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.4	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.8	买入	16.2	2024 年 8 月 29 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.2	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.8	买入	5.21	2024 年 9 月 3 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	19.0	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.3	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	4.4	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	110.4	买入	108.0	2024 年 11 月 21 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	84.3	买入	115.0	2024 年 10 月 25 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	62.7	买入	66.0	2025 年 1 月 16 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	38.0	买入	44.0	2024 年 11 月 20 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.0	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	42.5	持有	55.5	2024 年 10 月 25 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	29.4	买入	31.5	2024 年 11 月 20 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	29.0	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	35.7	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	26.3	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	12.9	持有	15.5	2024 年 10 月 31 日	酒店

注：美股截至 2025 年 2 月 25 日，港股及 A 股截至 2025 年 2 月 26 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

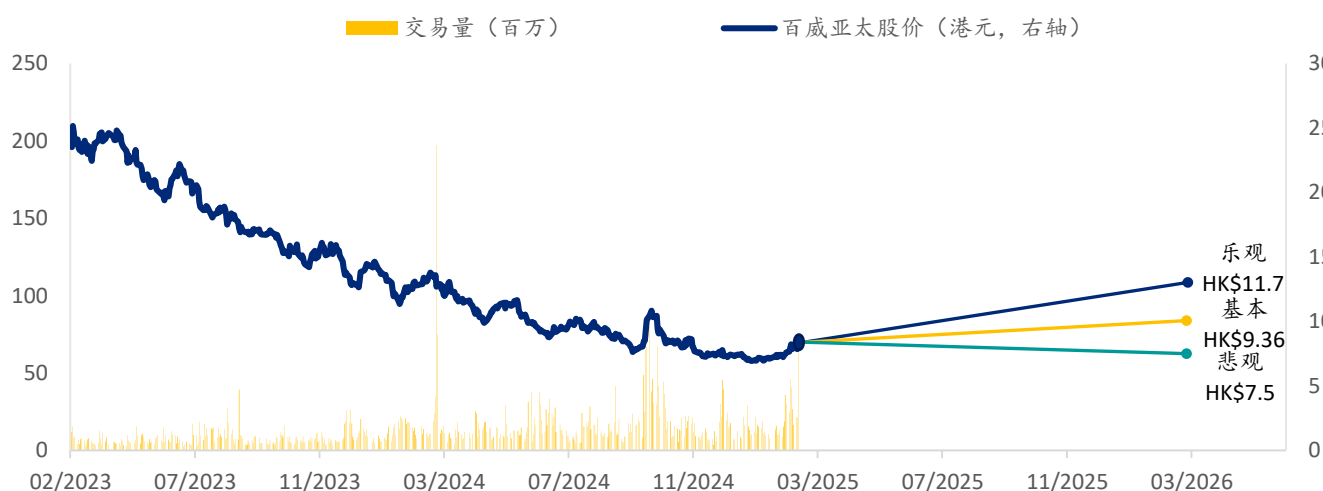
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 10：百威亚太市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11：百威亚太 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：11.7 港元

概率：25%

- 中国地区高端及超高端产品增速持续，25 年中国地区收入同比持平；
- 2025 年公司毛利率水平同比提升 100bps；
- 2025 年公司整体费用率增速放缓，经营利润率提升 120bps。

悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期

目标价：7.5 港元

概率：20%

- 中国地区高端及超高端产品增速不及预期，25 年中国地区收入同比下降 10%；
- 2025 年公司毛利率水平同比持平；
- 2025 年公司整体费用率仍保持高位，经营利润率持平。

资料来源：浦银国际预测

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

