百威亚太 (1876 HK, 买入, 目标价: HK$11.00)

买入 | 持有 | 卖出

目标价: HK$11.00	当前股价: HK$8.66
股价上行/下行空间	+27%
52 周最高/最低价 (HK$)	14.08/6.84
市值 (US$mn)	14,754
当前发行数量(百万股)	13,243
三个月平均日交易额 (US$mn)	17
流通盘占比 (%)	13
主要股东 (%)	
百威英博	87

按 2025 年 2 月 26 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$)	11.00	11.60	-5%
2025E EPS (US$)	0.07	0.07	1%
2026E EPS (US$)	0.08	0.08	2%
2027E EPS (US$)	0.09	N/A	N/A

股价表现

资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)

	2025E	2026E
营收 (US$mn)	6,540 (+1%)	6,818 (+2%)
EPS (US$)	0.06 (+4%)	0.07 (+8%)

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。

战略调整和年初较佳表现为 2025 年市场份额提升铺平道路

- **继 4Q24 渠道去库存之后，中国市场呈现了初步的复苏迹象。**
- **优化战略、更注重核心++细分板块，瞄准市场份额提升。**
- **重申“买入”评级，下调目标价至 11.00 港元。**

此港股通报告之英文版本于2025 年2 月27 日中午12 时30 分由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的姜雪烽（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。

今年春节期间销售情况鼓舞人心。百威亚太公告了 2024 年业绩，符合预期，收入同比下降 7.0%，销量下降 8.8%，但被平均销售单价（ASP）同比上涨 1.9%所抵消。4Q24 的业绩恶化主要是由于国内宏观环境疲软以及公司主动去库存所致。4Q24 期间，百威亚太在中国的销量同比减少 18.8%，管理层将其中三分之一的下降归因于去库存。由于销量下滑导致经营杠杆效应减弱，以及全年中国市场的 ASP 同比下降 1.4%（部分原因是不利的渠道组合变化），百威亚太的毛利率保持在 50.4%不变；由于销售和营销费用率上升，其正常化净利润同比下降 15.2%。尽管这组业绩与我们的预测基本一致，但百威亚太 2025 年的开局似乎比我们预期的稍好：根据管理层，春节期间国内向零售商的出货量达到了去年春节的水平。考虑到 2025 年下半年的低基数，我们现预测百威亚太在 2025 年将实现中单位数的销量同比增长，其中中国市场销量增长 3%。

调整中国战略，瞄准市场份额提升。百威亚太管理层宣布将其战略重点从超高端产品转向“核心++”细分市场。管理层解释称，中国啤酒行业的高端化趋势将持续开展，但当前的宏观经济环境正在推动消费者从“核心”产品转向“核心++”产品，而非直接跳向超高端产品。此外，强大的“核心++”产品将为百威亚太的整体产品组合带来显著的协同效应，因为管理层指出，在“核心”产品表现强劲的市场中，超高端产品的表现也更好。管理层强调，战略调整并不意味着不重视高端产品，相反，这是一种应对当前市场环境更全面的策略。随着此项新战略的落地，以及 2025 年筹划将要开展的多个大型品牌活动，百威亚太今年的目标是实现以销量为口径的市场份额提升。

丰厚股息提升投资者回报。百威亚太宣布每股派发 0.0566 美元的股息，派息率高达 96%，并计划每年维持或增加派息金额。我们认为，此举保障了投资者的长期回报，并应能支持百威亚太的股价溢价。

重申“买入”评级，下调目标价至 11.00 港元。我们将 2025/26 年的盈利预测上调 0.7%/1.9%，以反映 2025 年初的复苏优于预期，以及百威亚太战略调整带来的积极影响。我们的估值较过去三年平均远期 P/E 低 1 个标准差，目前对应 21.1 倍的 2025 年 P/E，得到新目标价为 11.00 港元（原为 11.60 港元）。**风险提示：**竞争加剧，中国宏观经济复苏缓慢，原材料成本上升。

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (US$mn)	6,856	6,246	6,622	6,945	7,293
息税前利润 (US$mn)	1,369	1,160	1,317	1,485	1,652
归母净利润 (US$mn)	917	778	887	1,019	1,141
每股收益 (US$)	0.07	0.06	0.07	0.08	0.09
市盈率 (x)	36.3	22.0	16.6	14.5	12.9

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: 百威亚太--年度和季度损益

（百万美元）	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
销量（百万吨）	**2.21**	**2.74**	**2.76**	**1.57**	**2.11**	**2.55**	**2.46**	**1.36**	**9.28**	**8.48**	**8.89**	**9.12**
同比增速	9.1%	9.5%	0.6%	-2.1%	-4.8%	-7.3%	-11.4%	-12.7%	4.6%	-8.8%	4.9%	2.6%
亚太地区东部	0.27	0.30	0.33	0.26	0.26	0.32	0.34	0.28	1.15	1.20	1.20	1.21
同比增速	10.0%	-2.4%	-3.2%	-6.3%	-4.0%	6.0%	3.9%	8.5%	-0.3%	3.6%	0.0%	1.0%
亚太地区西部	1.94	2.44	2.44	1.31	1.86	2.23	2.12	1.08	8.12	7.29	7.70	7.91
同比增速	9.0%	11.2%	1.1%	-1.9%	-4.9%	-9.0%	-13.5%	-17.0%	5.3%	-10.6%	5.7%	2.8%
单价（美元/吨）	**771**	**717**	**686**	**825**	**778**	**690**	**692**	**839**	**739**	**736**	**744**	**761**
同比增速	3.5%	4.9%	6.5%	11.2%	4.6%	-0.4%	2.2%	1.9%	6.2%	1.9%	1.1%	2.3%
亚太地区东部	1,078	1,021	1,048	1,179	1,138	1,127	1,117	1,143	1,077	1,130	1,147	1,170
同比增速	3.5%	-4.8%	-1.9%	14.9%	9.6%	14.4%	11.4%	-0.6%	1.5%	8.7%	1.5%	2.0%
亚太地区西部	729	680	638	755	728	627	624	759	691	672	682	699
同比增速	3.4%	8.0%	8.8%	11.3%	3.6%	-4.7%	-1.9%	-0.1%	7.7%	-0.9%	1.5%	2.5%
收入（百万美元）	**1,702**	**1,964**	**1,897**	**1,293**	**1,643**	**1,756**	**1,705**	**1,142**	**6,856**	**6,246**	**6,622**	**6,945**
同比增速	12.9%	14.9%	7.1%	8.9%	-0.4%	-7.8%	-9.4%	-11.0%	11.1%	-7.0%	6.0%	6.0%
亚太地区东部	287	306	344	306	291	358	381	322	1,243	1,352	1,372	1,414
同比增速	13.8%	-7.1%	-2.7%	7.7%	5.2%	21.2%	15.7%	7.8%	1.2%	12.7%	1.5%	0.0%
亚太地区西部	1,415	1,658	1,553	987	1,352	1,398	1,324	820	5,613	4,894	5,250	5,532
同比增速	12.4%	20.4%	9.6%	9.2%	-1.5%	-13.2%	-15.1%	-17.0%	13.4%	-11.4%	7.3%	0.0%
毛利润率	**50.2%**	**51.6%**	**51.1%**	**47.7%**	**51.5%**	**51.5%**	**51.3%**	**45.6%**	**50.4%**	**50.4%**	**51.1%**	**52.2%**
同比变化（基点）	-86.5	111.2	-21.0	188.2	131.5	-4.1	23.9	-209.7	34.9	2.0	71.0	108.4
正常化EBIT	**418**	**432**	**417**	**102**	**408**	**368**	**315**	**69**	**1,369**	**1,160**	**1,317**	**1,485**
正常化EBIT利润率	24.6%	22.0%	22.0%	7.9%	24.8%	21.0%	18.5%	6.0%	20.0%	18.6%	19.9%	21.4%
同比变化（基点）	42	19	-108	437	27	-104	-351	-185	50	-140	132	148
正常化EBITDA	**580**	**593**	**584**	**266**	**573**	**527**	**479**	**228**	**2,023**	**1,807**	**1,981**	**2,184**
同比变化	10.4%	11.1%	4.1%	31.3%	4.2%	-6.2%	-16.6%	-14.0%	8.0%	-6.3%	12.5%	8.0%
亚太地区东部增速	2.6%	-29.5%	-21.1%	23.2%	18.7%	69.6%	33.3%	17.0%	-10.1%	33.2%	12.0%	4.8%
亚太地区西部增速	11.6%	20.3%	-10.1%	35.7%	2.0%	-16.3%	-25.9%	-20.4%	15.7%	-14.0%	15.0%	7.0%
正常化EBITDA利润率	**34.1%**	**30.2%**	**30.8%**	**20.6%**	**34.9%**	**30.0%**	**28.1%**	**20.0%**	**29.5%**	**28.9%**	**29.9%**	**31.4%**
同比变化（基点）	-85	-105	-110	340	80	-18	-269	-61	-32	-58	99	152
正常化净利润	**300**	**279**	**300**	**38**	**297**	**255**	**225**	**1**	**917**	**778**	**887**	**1,019**
同比变化	-1.3%	3.0%	-1.0%	NM	-1.0%	-8.6%	-25.0%	-97.4%	6.8%	-15.2%	14.0%	14.9%
正常化净利润率	17.6%	14.2%	15.8%	2.9%	18.1%	14.5%	13.2%	0.0%	13.4%	12.5%	13.4%	14.7%
同比变化（基点）	-100	-68	-48	457	45	32	-262	-294	11	-92	93	128

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

盈利预测调整

我们对 2025/26 年的收入预测上调 2.0%/3.2%，以反映百威亚太在中国的啤酒销量复苏优于预期。我们将 2025/26 年的毛利润预测分别上调 2.6%/4.7%，以反映销量提升带来经营杠杆效应驱动成本下降。我们对 2025 年和 2026 年的经调整净利润率预测小幅下调 0.2 个百分点，以反映由于公司战略调整，分配更多资源给核心++细分板块后导致销售和营销费用占收入比例的上升。我们在本篇报告中引入对 2027 年的预测数据。

图表 2: 百威亚太—预测调整

	现值			原值			变动		
百万美元	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
收入	6,622	6,945	7,293	6,491	6,728	N/A	2.0%	3.2%	N/A
毛利润	3,383	3,624	3,869	3,298	3,463	N/A	2.6%	4.7%	N/A
经调整净利润	887	1,019	1,141	880	1,000	N/A	0.7%	1.9%	N/A
经调整净利润率	13.4%	14.7%	15.7%	13.6%	14.9%	N/A	-0.2 ppt	-0.2 ppt	N/A
经调整每股收益（美分）	6.68	7.68	8.61	6.64	7.54	N/A	0.7%	1.9%	N/A

资料来源：华兴证券（香港）预测

估值

我们继续采用市盈率（P/E）法对百威亚太进行估值，较该股过去三年的一年期远期交易倍数低 1 个 SD，以反映中国消费环境的不景气，目前对应 21.1 倍的 2025 年 P/E。根据我们调整后的 2025 年每股收益预测，我们得出新的目标价为 11.00 港元（低于之前的 11.60 港元，原来基于 22.4 倍的 2025 年 P/E），隐含了 8.3 倍的 EV/EBITDA。鉴于百威亚太的估值（16.6 倍的 2025 年 P/E）和股息收益率（预计 2025 年为 5.1%）具有吸引力，我们重申“买入”评级。

图表 3: 百威亚太—历史一年期远期 P/E

资料来源：彭博，公司公告，华兴证券（香港）预测

图表 4: 百威亚太—历史股价及 P/E 区间（港元）

资料来源：彭博，公司公告，华兴证券（香港）预测

风险提示

- **竞争加剧与顾客偏好转变。**百威亚太定位高端产品市场，且在主要市场（包括中国、韩国和印度）高端啤酒销量榜位居第一。随着本地啤酒品牌不断推进高端化，公司可能面临更激烈的竞争，尤其是在贡献其大部分收入和利润的中国市场，此处本土玩家不断追赶百威亚太的品牌形象和产品供应。竞争对手在营销活动上的高投入会让百威亚太流失市场份额，对其收入增长和利润率造成负面影响。

- **中国经济复苏缓慢。**中国大陆是百威亚太销量最大的市场，其经济状况对公司业务具有重大影响。如果中国的消费复苏慢于预期，那么百威亚太的销量增长和单价提升可能会不及我们的预测，导致市场不满其业绩表现。

- **提价或无法完全覆盖上涨的销货成本，尤其是原材料成本。**啤酒公司的原材料成本一般约占总销货成本的 60%。大麦、玻璃、铝和包装纸等大宗商品价格的不利变化可能会显著推高百威亚太的销货成本。如果公司不能成功将成本增加转移至消费者，则利润率可能会承压。

- **汇率波动。**百威亚太以美元口径报告合并业绩，但收入来自于不以美元为功能货币的经营公司。因此，美元相比其他货币（主要是人民币、韩元和印度卢比）之间的汇率波动将影响财务报表中的美元换算。这些货币对美元的任何贬值都将对公司的经营业绩和盈利能力产生负面影响。

- **对母公司的依赖。**公司收入的很大一部分来自百威英博所拥有的全球品牌，如百威啤酒、科罗娜和福佳。如果这些品牌遭遇任何负面新闻报道，百威亚太的收入可能会受到不利影响。百威亚太还通过百威英博的采购服务向供应商采购部分原材料（基于公平交易条款）。如果百威英博未能与供应商协商达成良好的合同，或因疫情、战争或自然灾害而遭受运营中断，那么百威亚太的运营也可能会受到负面影响。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(US$mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
销售收入-亚太地区东部	1,352	1,372	1,414	1,456
销售收入-亚太地区西部	4,894	5,250	5,532	5,829
营业收入	**6,246**	**6,622**	**6,945**	**7,293**
营业成本	(3,099)	(3,238)	(3,321)	(3,424)
毛利润	**3,147**	**3,383**	**3,624**	**3,869**
管理及销售费用	(2,102)	(2,198)	(2,278)	(2,363)
其中：研发支出	0	0	0	0
其中：市场营销支出	(1,625)	(1,728)	(1,792)	(1,860)
其中：管理支出	(477)	(470)	(486)	(503)
息税前利润	**1,160**	**1,317**	**1,485**	**1,652**
息税折旧及摊销前利润	**1,807**	**1,981**	**2,184**	**2,388**
利息收入	62	57	63	63
利息支出	(31)	(35)	(40)	(45)
税前利润	**1,160**	**1,364**	**1,532**	**1,695**
所得税	(410)	(457)	(490)	(525)
净利润	**726**	**881**	**1,012**	**1,134**
调整后息税前利润	**1,160**	**1,317**	**1,485**	**1,652**
调整后息税折旧及摊销前利润	**1,807**	**1,981**	**2,184**	**2,388**
调整后净利润	**778**	**887**	**1,019**	**1,141**
基本每股收益 (US$)	**0.06**	**0.07**	**0.08**	**0.09**
稀释每股调整收益 (US$)	**0.06**	**0.07**	**0.08**	**0.09**

资产负债表

(US$mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**3,832**	**4,369**	**4,808**	**5,388**
货币资金	2,944	3,408	3,772	4,275
应收账款	496	526	552	579
存货	376	423	433	447
其他流动资产	16	13	52	87
非流动资产	**10,946**	**10,870**	**10,781**	**10,683**
固定资产	2,585	2,484	2,372	2,247
无形资产	1,456	1,465	1,468	1,473
商誉	5,945	5,945	5,945	5,945
其他	205	197	189	182
资产	**14,778**	**15,239**	**15,589**	**16,071**
流动负债	**3,933**	**4,215**	**4,280**	**4,359**
短期借款	136	136	136	136
预收账款	1,306	1,306	1,306	1,306
应付账款	2,319	2,601	2,666	2,745
长期借款	68	68	68	68
非流动负债	513	517	523	530
负债	**4,538**	**4,825**	**4,895**	**4,981**
股份	0	0	0	0
资本公积	43,591	43,591	43,591	43,591
未分配利润	4,698	4,829	5,087	5,457
归属于母公司所有者权益	**10,240**	**10,415**	**10,694**	**11,091**
少数股东权益	56	50	49	52
负债及所有者权益	**14,778**	**15,239**	**15,589**	**16,071**

现金流量表

(US$mn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	**726**	**881**	**1,012**	**1,134**
折旧摊销	647	664	699	736
利息（收入）/支出	(31)	(22)	(23)	(18)
其他非现金科目	1,715	1,802	1,905	2,013
其他	0	0	0	0
营运资本变动	(333)	209	26	36
经营活动产生的现金流量	**1,134**	**1,806**	**1,733**	**1,909**
资本支出	(379)	(560)	(584)	(609)
收购及投资	(41)	0	0	0
处置固定资产及投资	11	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	**(409)**	**(560)**	**(584)**	**(609)**
股利支出	(730)	(782)	(786)	(796)
债务筹集（偿还）	(84)	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(89)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	**(903)**	**(782)**	**(786)**	**(796)**
现金及现金等价物净增加额	**(178)**	**464**	**364**	**504**
自由现金流	**755**	**1,246**	**1,149**	**1,300**

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
亚太地区东部销量（千吨）	1,196	1,196	1,208	1,220
亚太地区西部销量（千吨）	7,285	7,699	7,915	8,136
亚太地区东部单价（美元/吨）	1,130	1,147	1,170	1,194
亚太地区西部单价（美元/吨）	672	682	699	716

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	(8.9)	6.0	4.9	5.0
毛利润	(8.9)	7.5	7.1	6.8
息税折旧及摊销前利润	(10.7)	9.6	10.2	9.4
调整后息税折旧及摊销前利润	(10.7)	9.6	10.2	9.4
净利润	(14.8)	21.3	14.9	12.1
调整后净利润	(15.2)	14.0	14.9	12.1
稀释每股调整收益	(14.7)	20.8	14.9	12.1
调整后稀释每股调整收益	(15.3)	14.2	14.9	12.1
盈利率 (%)				
毛利率	50.4	51.1	52.2	53.1
息税折旧摊销前利润率	28.9	29.9	31.4	32.7
调整后息税折旧摊销前利润率	28.9	29.9	31.4	32.7
息税前利润率	18.6	19.9	21.4	22.7
调整后息税前利润率	18.6	19.9	21.4	22.7
净利率	11.6	13.3	14.6	15.6
调整后净利率	12.5	13.4	14.7	15.7
净资产收益率	7.1	8.5	9.5	10.2
总资产收益率	4.9	5.8	6.5	7.1
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1
估值比率 (x)				
市盈率	22.0	16.6	14.5	12.9
市净率	1.7	1.4	1.4	1.3
市销率	2.4	2.2	2.1	2.0

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

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表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：百威亚太（1876 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（包括华兴资本的其它部门人员）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权区及/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（以下简称为“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