



华润啤酒 (291.HK): 2025 年业绩反转的确定性大于竞争对手, 维持“买入”

- 持续高端化的前景好于主要竞争对手, 维持“买入”评级:** 华润啤酒 2024 年销量跌幅 (下降 2.5%) 小于主要的竞争对手, 且是为数不多啤酒销售单价保持正增长 (上升 1.5%) 的啤酒企业。华润啤酒 2024 年全年净利润低于市场预期主要是因为销售费用前置所导致的, 但这也给公司 2025 年利润率回升打下了基础。公司披露 2025 年前两个月的啤酒销量录得同比个位数增长, 且 EBIT 增速快于收入增长。考虑到 1-2 月的高基数, 管理层表示有信心 2025 全年啤酒业务录得收入正增长以及较快的利润恢复。我们认为华润啤酒 2025 年业绩开门红以及管理层对全年的乐观展望利好公司短期市场情绪的恢复, 助力公司估值水平的恢复。长期来看, 在喜力维持高速增长以及公司积极把握多元化及个性化消费趋势的基础上, 公司啤酒业务持续高端化的前景好于主要竞争对手。我们维持华润啤酒“买入”评级, 上调目标价至 34.3 港元。
- 相较百威亚太, 更看好华润啤酒:** (1) 华润啤酒 1-2 月销量录得个位数正增长, 而根据我们的调研, 百威 1-2 月的销量表现依然面临挑战; (2) 喜力 1-2 月保持强劲双位数增长意味着华润啤酒 2025 年的产品结构依然有望持续提升, 但百威亚太今年在资源投入上向 core++ 倾斜可能令其产品结构承压; (3) 基于稳定的管理团队, 华润啤酒战略规划上更有可持续性, 而百威亚太的新 CEO 是否能为公司注入新的增长动力依然是未知数; (4) 仅看 P/E 的话, 华润啤酒当前的估值性价比远高于百威亚太 (2025 年 19.5 倍 P/E)。
- “三精主义”策略持续落地利好降本增效:** 在行业缩量的大环境下, 管理层再次强调“三精主义”策略。我们认为, “三精主义”策略旨在通过组织的精简 (如减少销售公司的数量), 工作流程的简化、在保持品牌声量和渠道优势的前提下减少终端费用以及品牌投入, 帮助公司在未来进一步的实现降本增效。我们认为这一策略的逐步落地将利好公司 2025 年费用率的下降以及利润率的提升。
- 分红比例有望逐步提升, 估值性价比较高:** 基于核心归母净利润, 公司派息比例从 2023 年的 40% 提升至 2024 年的 52%。管理层明确表示有意愿在未来持续提升派息比例至 60% 以上。基于公司较强的管理能力、丰富的产品组合以及大股东强大的背景与资源, 我们认为华润目前的估值 (16.1x 2025 P/E 及 10.4x 2025 EV/EBITDA) 相较百威亚太依然有较高的性价比。
- 投资风险:** 1) 原材料价格涨幅高于预期; 2) 次高端价格带产品的增速慢于预期; 3) 市场竞争加剧; 4) 整体经济恶化。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	38,932	38,635	39,575	40,526	41,455
同比变动 (%)	10.4%	-0.8%	2.4%	2.4%	2.3%
核心归母净利润	5,259	4,766	5,346	5,758	6,145
同比变动 (%)	16.3%	-9.4%	12.2%	7.7%	6.7%
PE (x)	16.4	18.0	16.1	14.9	14.0
ROE (%)	18.3%	15.4%	16.3%	16.5%	16.4%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

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 3 月 18 日

评级

买入

目标价 (港元)	34.3
潜在升幅/降幅	+20.4%
目前股价 (港元)	28.5
52 周内股价区间 (港元)	21.6-39.2
总市值 (百万港元)	92,459
近 3 月日均成交额 (百万港元)	511.7

注: 截至 2025 年 3 月 18 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-华润啤酒

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	38,932	38,635	39,575	40,526	41,455
同比	10.4%	-0.8%	2.4%	2.4%	2.3%
营业成本	-22,829	-22,160	-22,429	-22,814	-23,235
毛利	16,103	16,475	17,147	17,712	18,220
毛利率	41.4%	42.6%	43.3%	43.7%	44.0%
销售及管理费用	-11,286	-11,645	-11,776	-11,928	-12,076
其他经营收入及收益(损失)	1,623	1,283	1,309	1,342	1,374
政府补助	667	482	454	454	454
合营公司收益	-5	15	15	15	15
核心经营利润	7,102	6,610	7,149	7,596	7,987
核心经营利润率	18.2%	17.1%	18.1%	18.7%	19.3%
同比	21.8%	-5.1%	9.3%	6.7%	5.5%
净融资成本	117	75	154	251	366
减值及其他一次性支出	-141	-36	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
税前盈利	7,078	6,649	7,303	7,847	8,353
所得税开支	-1,864	-1,890	-1,936	-2,068	-2,188
所得税率	26.3%	28.4%	26.5%	26.4%	26.2%
净利润	5,214	4,759	5,367	5,779	6,166
少数股东损益	-61	-20	-21	-21	-21
归母净利润	5,153	4,739	5,346	5,758	6,145
归母净利率	13.2%	12.3%	13.5%	14.2%	14.8%
同比	18.6%	-8.0%	12.8%	7.7%	6.7%
核心归母净利润	5,259	4,766	5,346	5,758	6,145
核心归母净利率	13.5%	12.3%	13.5%	14.2%	14.8%
同比	16.3%	-9.4%	12.2%	7.7%	6.7%

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及等价物	5,520	3,816	6,160	9,344	12,743
已抵押银行存款	0	26	26	26	26
应收票据及应收账款	1,506	1,646	2,182	2,221	2,259
存货	9,502	9,640	11,012	10,919	10,830
其他流动资产	613	500	500	500	500
流动资产合计	17,141	15,628	19,880	23,010	26,358
物业、机器及设备	16,294	18,124	17,761	17,368	16,947
使用权资产	3,229	3,050	3,050	3,050	3,050
无形资产	8,991	8,258	8,600	8,600	8,600
商誉	16,806	16,806	16,806	16,806	16,806
递延所得税资产	3,728	2,193	2,193	2,193	2,193
其他	5,335	5,249	5,259	5,259	5,259
非流动资产合计	54,383	53,680	53,669	53,276	52,855
短期借款	931	1,168	1,168	1,168	1,168
应付票据及应付账款	22,755	24,583	25,941	26,353	26,802
租赁负债	84	76	76	76	76
应交税费	594	227	200	200	200
其他	0	0	0	0	0
流动负债合计	24,364	26,054	27,385	27,797	28,246
长期借款	4,181	681	681	681	681
租赁负债	89	74	74	74	74
递延所得税负债	4,391	2,986	3,000	3,000	3,000
其他	4,325	3,928	3,928	3,928	3,928
非流动负债合计	12,986	7,669	7,683	7,683	7,683
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	16,205	17,602	19,740	22,044	24,502
非控制性权益	3,879	3,893	3,914	3,935	3,956
权益	34,174	35,585	37,744	40,069	42,548

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
除所得税前盈利	7,078	6,649	7,303	7,847	8,353
折旧	2,277	2,350	1,563	1,593	1,621
融资开支净额	239	86	20	20	20
利息收入	-361	-169	-175	-271	-387
出售物业、厂房的损失	-296	36	0	0	0
未计营运资金变动前之经营盈利	8,937	8,952	8,712	9,188	9,608
存货减少/(增加)	-224	-138	-1,372	94	89
应收贸易款项(增加)/减少	124	-140	-536	-39	-38
应付贸易款项(减少)/增加	-3,379	1,828	1,358	412	449
已付所得税	-1,309	-2,127	-1,949	-2,068	-2,188
经营活动所得(所用)现金净额	4,149	6,928	6,213	7,587	7,920
出售物业、机器及设备	157	0	0	0	0
出售业务	0	0	0	0	0
已收利息	245	169	175	271	387
购入物业、机器及设备	-2,520	-2,661	-1,200	-1,200	-1,200
购入业务	-9,829	0	0	0	0
受限制银行存款减少/增加	223	-26	0	0	0
其他	2,037	837	-352	0	0
投资活动所用现金净额	-9,687	-1,681	-1,377	-929	-813
新增/偿还借贷	3,151	-3,263	0	0	0
已付股利	-1,914	-2,468	-3,208	-3,455	-3,687
已付利息	-182	-86	-20	-20	-20
其他	-128	-397	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	927	-6,214	-3,228	-3,475	-3,707
现金及现金等价物变动	-4,688	-967	1,607	3,184	3,399
于年初的现金及现金等价物	10,208	5,520	4,553	6,160	9,344
现金及现金等价物汇兑差额	-77	0	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	5,520	4,553	6,160	9,344	12,743

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	1.62	1.47	1.65	1.77	1.89
每股销售额	12.00	11.91	12.20	12.49	12.78
每股股息	0.95	0.76	0.99	1.06	1.14
同比变动					
收入	10.4%	-0.8%	2.4%	2.4%	2.3%
经营盈利	18.7%	2.3%	4.1%	3.3%	2.9%
归母净利润	18.6%	-8.0%	12.8%	7.7%	6.7%
费用与利润率					
毛利率	41.4%	42.6%	43.3%	43.7%	44.0%
经营利润率	18.2%	17.1%	18.1%	18.7%	19.3%
归母净利率	13.2%	12.3%	13.5%	14.2%	14.8%
回报率					
平均股本回报率	18.3%	15.4%	16.3%	16.5%	16.4%
平均资产回报率	8.2%	6.8%	7.5%	7.7%	7.9%
资产效率					
应收账款周转天数	19.3	14.9	15.0	15.0	15.0
库存周转天数	135.1	157.6	148.0	144.0	140.0
应付账款周转天数	365.8	389.9	389.9	389.9	389.9
财务杠杆					
流动比率(x)	0.7	0.6	0.7	0.8	0.9
速动比率(x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
现金比率(x)	0.2	0.1	0.2	0.3	0.5
负债/权益	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
估值					
市盈率(x)	16.4	18.0	16.1	14.9	14.0
企业价值/EBITDA(x)	10.3	10.4	10.4	9.5	8.6
股息率	3.6%	2.9%	3.7%	4.0%	4.3%

图表 2：华润啤酒 2024 年上下半年和全年经营情况

百万人民币	1H23	1H24	YoY	2H23	2H24	YoY	2023A	2024A	YoY
营业收入	23,871	23,744	-0.5%	15,061	14,891	-1.1%	38,932	38,635	-0.8%
销量 (万吨)	657	635	-3.4%	458	453	-1.2%	1,115	1,087	-2.5%
平均销售价格(元/吨)	3,633	3,554	-2.2%	3,288	3,291	0.1%	3,491	3,553	1.8%
营业成本	-12,880	-12,605	-2.1%	-9,949	-9,555	-4.0%	-22,829	-22,160	-2.9%
毛利润	10,991	11,139	1.3%	5,112	5,336	4.4%	16,103	16,475	2.3%
毛利率	46.0%	46.9%		33.9%	35.8%		41.4%	42.6%	
其他收入	584	668	14.4%	1,039	615	-40.8%	1,623	1,283	-20.9%
销售及管理费用	-5,396	-5,659	4.9%	-5,890	-5,986	1.6%	-11,286	-11,645	3.2%
销售及管理费用率	22.6%	23.8%		39.1%	40.2%		29.0%	30.1%	
核心 EBITDA-新公司口径	7,456	7,536	1.1%	986	1,158	17.4%	8,442	8,694	3.0%
核心 EBITDA 率-新公司口径	31.2%	31.7%		6.5%	7.8%		21.7%	22.5%	
核心经营利润	6,179	6,148	-0.5%	261	-35	-113.4%	6,440	6,113	-5.1%
核心经营利润率	25.9%	25.9%		1.7%	-0.2%		16.5%	15.8%	
附属机构收益	-3	1	-133.3%	-2	14	n.m.	-5	15	-400.0%
政府补助	163	238	46.0%	504	244	-51.6%	667	482	-27.7%
核心经营利润-原公司口径	6,339	6,387	0.8%	763	223	-70.8%	7,102	6,610	-6.9%
核心经营利润率-原公司口径	26.6%	26.9%		5.1%	1.5%		18.2%	17.1%	
政府补助及出售土地所得收益	0	0	n.m.	-937	-266	n.m.	-937	-266	n.m.
核心经营利润-新公司口径	6,339	6,387	0.8%	-174	-43	n.m.	6,165	6,344	2.9%
核心经营利润率-新公司口径	26.6%	26.9%		-1.2%	-0.3%		15.8%	16.4%	
财务费用	73	46	-37.0%	44	29	-34.1%	117	75	-35.9%
减值损失	-94	-19	n.m.	-47	-17	n.m.	-141	-36	n.m.
营业利润	6,318	6,414	1.5%	760	235	-69.1%	7,078	6,649	-6.1%
所得税	-1,620	-1,681	3.8%	-244	-209	-14.3%	-1,864	-1,890	1.4%
所得税率	25.6%	26.2%		32.1%	88.9%		26.3%	28.4%	
净利润	4,698	4,733	0.7%	516	26	-95.0%	5,214	4,759	-8.7%
净利率	19.7%	19.9%		3.4%	0.2%		13.4%	12.3%	
少数股东损益	-49	-28	-42.9%	-12	8	-166.7%	-61	-20	-67.2%
归母净利润	4,649	4,705	1.2%	504	34	-93.3%	5,153	4,739	-8.0%
归母净利率	19.5%	19.8%		3.3%	0.2%		13.2%	12.3%	

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 3：华润啤酒：啤酒业务的盈利情况

百万人民币	1H23	1H24	YoY	2H23	2H24	YoY	2023A	2024A	YoY
营业收入	22,894	22,566	-1.4%	13,971	13,920	-0.4%	36,865	36,486	-1.0%
销量 (万吨)	657	635	-3.4%	458	453	-1.2%	1,115	1,087	-2.5%
啤酒平均销售价格 (元/吨)	3,484	3,554	2.0%	3,050	3,076	0.9%	3,306	3,355	1.5%
营业成本	-12,543	-12,223	-2.6%	-9,520	-9,259	-2.7%	-22,063	-21,482	-2.6%
毛利润	10,351	10,343	-0.1%	4,451	4,661	4.7%	14,802	15,004	1.4%
GPM	45.2%	45.8%		31.9%	33.5%		40.2%	41.1%	
核心 EBITDA	7,067	7,159	1.3%	630	722	14.6%	7,697	7,881	2.4%
核心 EBITDA 率	30.9%	31.7%		4.5%	5.2%		20.9%	21.6%	

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 4：SPDBI 财务预测变化

(百万人民币)	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	39,557	40,497	n.a.
新预测	39,575	40,526	41,455
变动	0.0%	0.1%	n.a.
核心归母净利润			
旧预测	5,818	6,369	n.a.
新预测	5,346	5,758	6,145
变动	-8.1%	-9.4%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 华润啤酒 (291.HK)



注: 截至 2025 年 3 月 18 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

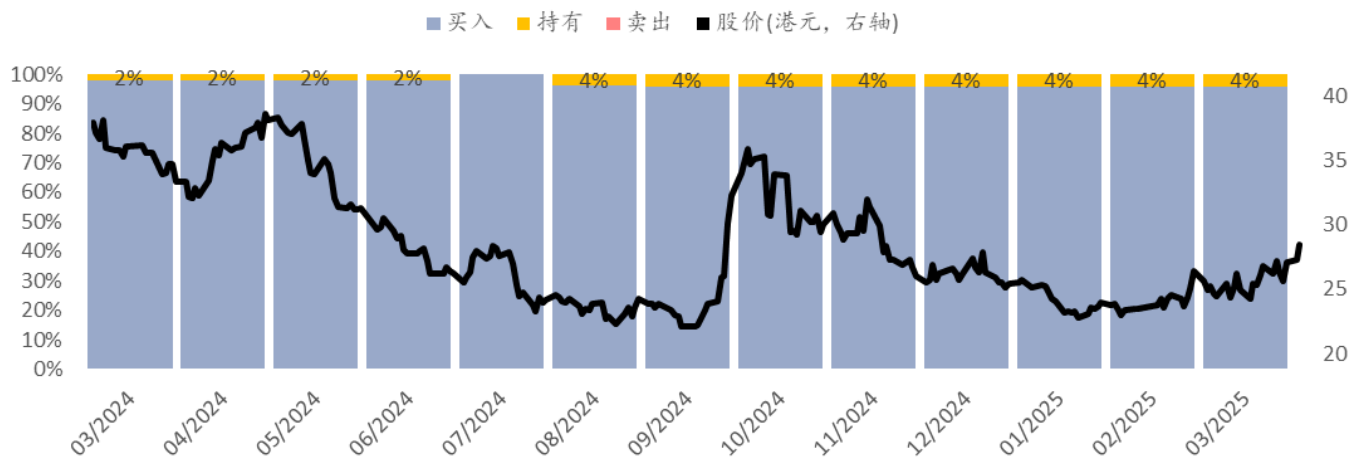
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	19.2	持有	15.94	2024 年 10 月 23 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	101.9	买入	93.0	2025 年 1 月 8 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.70	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.9	买入	3.34	2025 年 1 月 20 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.3	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	53.3	买入	61.5	2025 年 2 月 10 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	419.2	买入	479.7	2025 年 2 月 10 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	18.1	买入	19.5	2024 年 10 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	20.3	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	24.9	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	3.3	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNKY.US Equity	瑞幸咖啡	35.8	买入	40.0	2025 年 2 月 25 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	28.5	买入	34.3	2025 年 3 月 18 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	59.1	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.2	持有	9.36	2025 年 2 月 26 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	56.0	持有	58.4	2024 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	73.9	持有	70.6	2024 年 10 月 30 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.5	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.8	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	19.5	买入	16.2	2024 年 8 月 29 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.8	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.7	买入	5.21	2024 年 9 月 3 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.3	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	20.0	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.6	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.2	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	4.2	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	133.8	买入	108.0	2024 年 11 月 21 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	85.9	买入	115.0	2024 年 10 月 25 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	71.1	买入	66.0	2025 年 1 月 16 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	47.2	买入	44.0	2024 年 11 月 20 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	51.0	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	46.3	持有	55.5	2024 年 10 月 25 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	31.3	买入	31.5	2024 年 11 月 20 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	29.6	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	38.2	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	27.3	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	13.7	持有	15.5	2024 年 10 月 31 日	酒店

注: 美股截至 2025 年 3 月 17 日收盘价, 港股及 A 股截至 2025 年 3 月 18 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

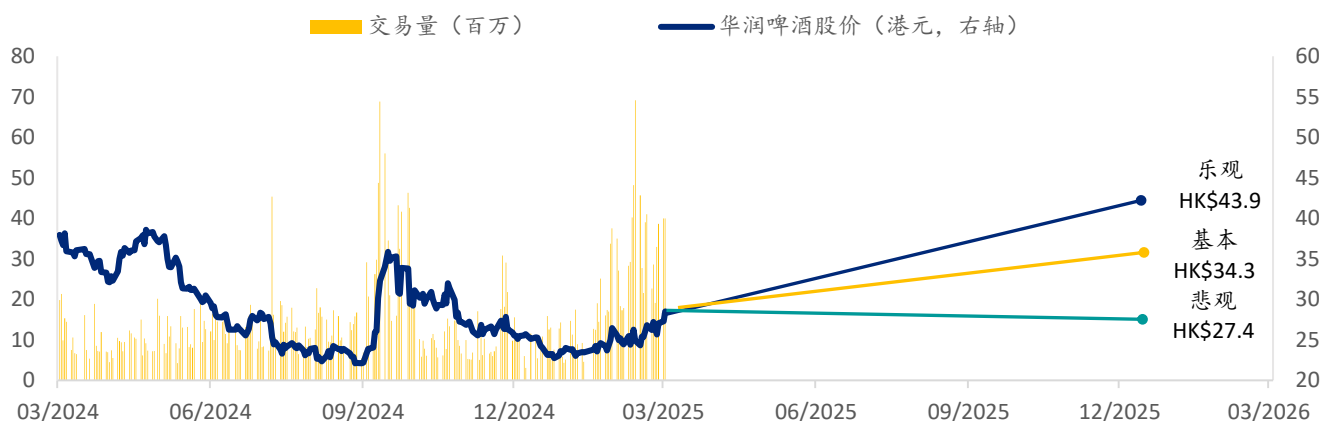
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 华润啤酒 (291.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 华润啤酒 (291.HK) 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: 43.9 港元

概率: 25%

- 次高端产品 2025 年销量同比增长超 10%;
- 公司 2025 年毛利率水平同比提升 100bps;
- 2025 年公司核心经营利润率同比提升 120bps;

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 27.4 港元

概率: 20%

- 次高端产品 2025 年销量同比持平;
- 公司 2025 年毛利率水平同比提升 40bps;
- 2025 年公司核心经营利润率同比提升 80bps.

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人士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人士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

