

华润啤酒 (291 HK, 买入, 目标价: HK\$37.50)

买入

行业复苏迹象提升 2025 年前景

目标价: HK\$37.50 当前股价: HK\$28.50

股价上行/下行空间 +32%

52 周最高/最低价 (HK\$) 39.55/21.60

市值 (US\$mn)	11,901
-------------	--------

当前发行数量(百万股)	3,244
-------------	-------

三个月平均日交易额

(US\$mn)

流通盘占比 (%)	48
-----------	----

主要股东 (%)

华润集团 52

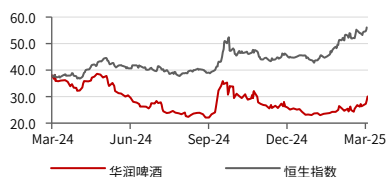
按 2025 年 3 月 18 日收市数据

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\$)	37.50	28.60	31%
2025E EPS (RMB)	1.74	1.82	-5%
2026E EPS (RMB)	1.99	2.01	-1%
2027E EPS (RMB)	2.23	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 (RMBmn)	40,109 (+1%)	41,652 (+2%)
EPS (RMB)	1.74 (+0%)	1.91 (+4%)

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。

- 尽管 2024 年酒饮行业遭遇挑战，但公司全年业绩展现韧性。

- 伴随中国消费市场复苏 1-2 月销量令人振奋，管理层由此提高 2025 年业绩指引。

- 重申“买入”评级，目标价上调至 37.50 港元（对应 10.7 倍 2025 年预测 EV/EBITDA）。

此港股通报告之英文版本于 2025 年 3 月 19 日下午 4 时 15 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。

挑战之下 2024 年业绩符合预期。 华润啤酒公布的 2024 年业绩符合预期，我们认为在酒饮行业面临挑战的环境下，这展现了公司的韧性。华润啤酒 2024 年收入同比下降 0.8%，调整后净利润同比下降 4.2%。尽管 2024 年中国经济放缓导致消费者减少了即饮渠道消费，但华润啤酒通过在全国范围内推广喜力品牌以及重新推出新包装的雪花 Super X，实现了平均售价同比上涨 1.5%，从而带来利润率提升。2024 年调整后净利润的下降主要归因于政府补贴减少（总计 4.82 亿元人民币，而 2023 年为 6.67 亿元人民币）。

2025 年前两个月啤酒出货量表现良好，管理层信心增强。华润啤酒管理层在业绩电话会上指出，2025 年 1 月和 2 月的啤酒出货量录得同比个位数增长，考虑到去年同期的高基数，这一表现超出了管理层的预期。管理层还提到，出货量的强劲增长部分得益于餐饮和娱乐渠道的复苏，也将有助于华润啤酒高端产品的销售。考虑到去年其余月份的低基数，管理层对 2025 年实现销量正增长以及平均售价增速超过 2024 年充满信心。我们预计，这将推动利润率提升，并实现利润增速高于收入增速。

白酒业务：产品组合完成调整，瞄准实现双位数增长。 华润啤酒 2024 年白酒业务收入同比增长 4%，主要得益于高端品牌“摘要”酒销量同比增长 35%，而主流品牌“金沙”酒销量有所下降。管理层指出，金沙品牌去年进行了品牌重新定位和产品结构调整，影响了销售节奏。鉴于华润啤酒白酒业务结构的调整已经完成，管理层预计金沙品牌更加亲民的定价和更大的客户基数将助力其在 2025 年恢复销量增长，而摘要品牌在高端市场的增长势头有望随着整体消费市场的复苏而延续。

重申“买入”评级，目标价上调至 37.50 港元。基于中国资本市场情绪改善、整体消费复苏迹象显现、以及华润啤酒 2025 年业务前景更加乐观，我们将目标价从 28.60 港元上调至 37.50 港元，对应 10.7 倍的 2025 年预测 EV/EBITDA（此前为 8 倍）。

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

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (RMBmn)	38,932	38,635	40,520	42,592	45,092
息税前利润 (RMBmn)	6,961	6,574	7,621	8,715	9,909
归母净利润 (RMBmn)	5,088	4,876	5,643	6,470	7,226
每股收益 (RMB)	1.57	1.50	1.74	1.99	2.23
市盈率 (x)	29.7	18.3	15.2	13.2	11.8

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--年度及季度损益表

(百万元人民币)	2023	2024	2025E	2026E	1H23	2H23	1H24	2H24
营收	38,932	38,635	40,520	42,592	23,871	15,061	23,744	14,891
…啤酒	36,865	36,486	38,124	39,717	22,894	13,971	22,566	13,920
…白酒	2,067	2,149	2,396	2,875	977	1,090	1,178	971
销售成本	(22,829)	(22,160)	(22,557)	(23,354)	(12,880)	(9,949)	(12,605)	(9,555)
毛利润	16,103	16,475	17,963	19,238	10,991	5,112	11,139	5,336
…啤酒	14,819	15,003	16,285	17,211	10,348	4,471	10,335	4,668
…白酒	1,284	1,472	1,677	2,027	643	641	804	668
毛利率	41.4%	42.6%	44.3%	45.2%	46.0%	33.9%	46.9%	35.8%
…啤酒	40.2%	41.1%	42.7%	43.3%	45.2%	32.0%	45.8%	33.5%
…白酒	62.1%	68.5%	70.0%	70.5%	65.8%	58.8%	68.2%	68.8%
其他收入	2,290	1,765	1,621	1,704	747	1,543	906	859
销售与分销费用	(8,065)	(8,378)	(8,509)	(8,689)	(3,914)	(4,151)	(4,189)	(4,189)
一般与管理费用	(3,362)	(3,303)	(3,474)	(3,563)	(1,576)	(1,786)	(1,489)	(1,814)
联营公司收入	(5)	15	20	25	(3)	(2)	1	14
EBIT	6,961	6,574	7,621	8,715	6,245	716	6,368	206
…啤酒	6,889	6,502	7,511	8,463	6,202	687	6,365	137
…白酒	130	121	240	431	71	59	48	73
…总部	(58)	(49)	(130)	(179)	(28)	(30)	(45)	(4)
EBIT利润率	17.9%	17.0%	18.8%	20.5%	26.2%	4.8%	26.8%	1.4%
…啤酒	18.7%	17.8%	19.7%	21.3%	27.1%	4.9%	28.2%	1.0%
…白酒	6.3%	5.6%	10.0%	15.0%	7.3%	5.4%	4.1%	7.5%
净利润	5,153	4,739	5,430	6,246	4,649	504	4,705	34
净利润增长率	5,088	4,876	5,643	6,470	4,919	174	4,794	12
调整后净利润	13.1%	12.6%	13.9%	15.2%	20.6%	1.2%	20.2%	0.1%

资料来源: 公司报告, 华兴证券 (香港) 预测

盈利预测调整

我们将 2025/26 年的收入预测分别上调 2.0%/2.2%，以反映销量和平均售价的前景改善，尤其是华润啤酒的啤酒业务。同时，我们将毛利润预测分别上调 5.6%/5.4%，以体现啤酒平均售价加快上涨的积极影响。然而，我们下调了净利润预测，主要是针对 2025 年，原因是白酒利润增长放缓（考虑到当下的宏观环境，我们此前对白酒利润率提升的预测似乎过于激进）。我们在本篇报告中首次引入 2027 年的预测。

图表 2: 华润啤酒--预测调整

(百万元人民币)	现值			原值			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营收	40,520	42,592	45,092	39,742	41,694	NA	2.0%	2.2%	NA
毛利润	17,963	19,238	20,688	17,005	18,253	NA	5.6%	5.4%	NA
调整后净利润	5,643	6,470	7,226	5,920	6,513	NA	-4.7%	-0.7%	NA
调整后净利润率	13.9%	15.2%	16.0%	14.9%	15.6%	NA	-1.0 ppt	-0.4 ppt	NA
调整后EPS (元)	1.74	1.99	2.23	1.82	2.01	NA	-4.6%	-0.6%	NA

资料来源: 华兴证券 (香港) 预测

估值

目标价从 28.60 港元上调至 37.50 港元。我们继续采用 EV/EBITDA 作为华润啤酒的估值方法。在调整盈利预测后，我们基于中国资本市场情绪改善、整体消费复苏迹象显现以及华润啤酒 2025 年业务前景更加乐观，将目标价上调至 37.50 港元，对应 10.7 倍 2025 年预测 EV/EBITDA，高于之前的 8 倍。我们的目标倍数处于华润啤酒全球啤酒同业 2025 年预测平均交易倍数（6.3-12.1 倍）的高端，也与其中国白酒同业公司的平均水平（10.7 倍）一致。

图表 3：华润啤酒—可比公司估值

代码	公司名称	评级	现价 (当地货币)	平均交易规模 (百万美元)	P/E (x)			P/B (x)	EV/EBITDA (x)			股息率(%)		
					2024	2025E	2026E		2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
291 HK	华润啤酒	买入	28.50	65.9	17.6	15.2	13.2	2.4	9.6	8.0	6.9	2.9	3.8	4.7
啤酒公司														
1876 HK	百威亚太	买入	9.15	20.7	20.0	17.4	15.2	1.5	7.0	6.7	5.8	4.8	4.8	4.9
600132 CH	重庆啤酒	持有	59.07	35.5	21.5	21.6	20.6	13.0	7.4	7.3	7.0	4.4	4.4	4.6
168 HK	青岛啤酒 H	持有	56.00	28.7	16.4	15.2	13.9	2.4	8.2	7.6	7.0	4.0	4.3	4.7
600600 CH	青岛啤酒 A	卖出	73.88	51.6	23.4	21.7	19.8	3.4	13.2	12.1	11.1	2.8	3.0	3.3
000729 CH	燕京啤酒	未覆盖	12.52	28.8	34.7	26.9	22.3	2.4	12.8	10.9	9.6	1.1	1.4	1.6
HEIA NA	喜力	未覆盖	78.08	71.6	16.0	15.0	13.7	2.3	10.2	9.1	8.7	2.5	2.7	2.9
ABI BB	百威英博	未覆盖	58.00	120.7	18.0	17.3	15.5	1.4	9.8	9.2	8.7	1.8	2.1	2.4
TAP US	摩森康胜	未覆盖	58.94	119.9	9.9	9.3	8.8	0.9	6.8	7.0	6.8	3.2	3.3	3.5
CARLB DC	嘉士伯-B	未覆盖	888.60	30.6	16.2	15.1	13.2	4.3	10.3	7.8	7.2	3.2	3.6	4.0
2502 JP	朝日集团	未覆盖	1957.50	61.1	15.4	14.5	13.3	1.1	9.8	9.5	9.0	3.0	3.0	3.5
ABEV3 BZ	安贝夫啤酒	未覆盖	13.55	76.3	14.5	13.6	12.9	2.2	6.5	6.3	6.0	6.1	6.3	7.1
STZ US	星座集团	未覆盖	179.35	509.9	14.9	12.7	11.7	4.1	12.0	11.3	10.9	2.3	2.4	2.7
啤酒公司均值					18.4	16.7	15.1	3.3	9.5	8.7	8.2	3.3	3.5	3.8
白酒公司														
000568 CH	泸州老窖	未覆盖	143.37	196.0	14.5	13.6	12.3	4.5	9.6	9.2	8.3	4.1	4.4	4.8
002304 CH	洋河股份	未覆盖	78.36	57.6	14.2	14.3	13.4	2.2	8.3	8.3	7.8	5.4	5.4	5.6
000596 CH	古井贡酒	未覆盖	186.70	69.3	17.1	14.9	12.8	4.0	9.3	8.0	7.0	2.7	3.2	3.7
603589 CH	口子窖	未覆盖	37.47	30.3	13.2	12.5	11.3	2.2	8.1	7.7	7.0	4.1	4.4	5.0
600702 CH	舍得酒业	未覆盖	61.11	67.7	22.5	21.4	18.4	2.8	14.2	13.2	11.9	1.8	2.0	2.7
000858 CH	五粮液	未覆盖	139.55	384.9	16.4	15.3	14.0	3.9	9.7	9.1	8.3	4.1	4.4	4.8
600779 CH	水井坊	未覆盖	52.26	41.8	18.7	17.4	15.8	5.1	12.1	11.2	10.1	1.9	2.1	2.3
600519 CH	贵州茅台	未覆盖	1624.00	655.1	23.9	21.7	19.8	8.6	16.9	15.5	14.2	3.2	3.4	3.7
600809 CH	山西汾酒	未覆盖	224.81	159.7	22.1	19.4	17.0	8.1	15.9	14.0	12.2	2.2	2.5	2.9
白酒公司均值					18.1	16.7	15.0	4.6	11.6	10.7	9.7	3.3	3.5	3.9

注：收盘价截至 2025 年 3 月 18 日。青岛啤酒 A/H 股、华润啤酒、百威亚太和重庆啤酒为华兴证券（香港）

预测，未覆盖公司数据来自彭博一致预期。人民币兑港币汇率为 1.08；美元兑港币汇率为 7.80。

资料来源：公司报告，彭博，华兴证券（香港）预测

风险提示

- **原材料价格上涨。**任何原材料价格的上涨可能会损害华润啤酒的盈利能力，尤其是如果公司无法成功将成本增加的压力转移至消费者（即零售店）。
- **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。
- **销售和营销支出意外加大。**我们认为，随着啤酒消费放缓，中国主要的啤酒公司在 2025 年会控制其销售和营销支出；然而，如果一些玩家改变策略，使得竞争环境恶化，那么华润啤酒的销售和营销费用可能会意外增加，或对其净利润带来不利影响。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
收入--啤酒	36,486	38,124	39,717	41,642
收入--白酒	2,149	2,396	2,875	3,450
营业收入	38,635	40,520	42,592	45,092
营业成本	(22,160)	(22,557)	(23,354)	(24,405)
毛利润	16,475	17,963	19,238	20,688
管理及销售费用	(11,681)	(11,983)	(12,251)	(12,613)
其中：市场营销支出	(8,378)	(8,509)	(8,689)	(8,793)
其中：管理支出	(3,303)	(3,474)	(3,563)	(3,820)
息税前利润	6,574	7,621	8,715	9,909
息税折旧及摊销前利润	8,909	9,899	11,043	12,286
利息收入	169	134	281	392
利息支出	(94)	(62)	(52)	(54)
税前利润	6,649	7,692	8,944	10,247
所得税	(1,890)	(2,154)	(2,504)	(2,869)
净利润	4,739	5,430	6,246	6,990
调整后净利润	4,876	5,643	6,470	7,226
基本每股收益 (RMB)	1.46	1.67	1.93	2.15
稀释每股调整收益 (RMB)	1.50	1.74	1.99	2.23

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,628	18,899	22,902	27,375
货币资金	3,816	9,378	13,063	17,117
应收账款	1,646	961	995	1,040
存货	9,640	8,034	8,318	8,692
其他流动资产	526	526	526	526
非流动资产	53,680	53,367	53,109	52,926
固定资产	18,124	18,524	18,974	19,494
无形资产	8,258	7,525	6,792	6,059
商誉	16,806	16,806	16,806	16,806
其他	6,830	6,830	6,830	6,830
资产	69,308	72,266	76,011	80,301
流动负债	26,054	26,713	27,597	28,762
短期借款	1,168	1,386	1,386	1,386
预收账款	0	0	0	0
应付账款	24,583	25,024	25,908	27,073
长期借款	681	0	0	0
非流动负债	4,002	4,002	4,002	4,002
负债	33,723	33,701	34,585	35,750
股份	14,090	14,090	14,090	14,090
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	19,981	22,853	25,520	28,257
归属于母公司所有者权益	31,692	34,564	37,231	39,968
少数股东权益	3,893	4,001	4,195	4,583
负债及所有者权益	69,308	72,266	76,011	80,301

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)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,739	5,430	6,246	6,990
折旧摊销	2,335	2,278	2,327	2,377
利息（收入）/支出	(88)	(81)	(239)	(348)
其他非现金科目	150	264	273	286
其他	1,555	108	194	388
营运资本变动	1,457	2,529	353	521
经营活动产生的现金流量	9,985	10,528	9,155	10,213
资本支出	(3,489)	(2,026)	(2,130)	(2,255)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	67	0	0	0
其他	169	134	281	392
投资活动产生的现金流量	(3,253)	(1,892)	(1,848)	(1,863)
股利支出	(3,363)	(2,558)	(3,579)	(4,253)
债务筹集（偿还）	(3,263)	(463)	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(81)	(52)	(42)	(44)
筹资活动产生的现金流量	(6,707)	(3,073)	(3,621)	(4,297)
现金及现金等价物净增加额	25	5,562	3,685	4,053
自由现金流	6,496	8,502	7,025	7,958

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
雪花销量（百万吨）	10	10	10	10
雪花吨酒价格（元）	2,898	2,913	2,942	2,957
喜力销量（百万吨）	1	1	1	1
喜力吨酒价格（元）	9,266	9,313	9,452	9,641

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	(0.8)	4.9	5.1	5.9
毛利润	2.3	9.0	7.1	7.5
息税折旧及摊销前利润	(3.4)	11.1	11.6	11.3
净利润	(8.0)	14.6	15.0	11.9
调整后净利润	(4.2)	15.7	14.6	11.7
稀释每股调整收益	(8.0)	14.6	15.0	11.9
调整后稀释每股调整收益	(4.2)	15.7	14.6	11.7
盈利率 (%)				
毛利率	42.6	44.3	45.2	45.9
息税折旧摊销前利润率	23.1	24.4	25.9	27.2
息税前利润率	17.0	18.8	20.5	22.0
净利率	12.3	13.4	14.7	15.5
调整后净利率	12.6	13.9	15.2	16.0
净资产收益率	15.0	15.7	16.8	17.5
总资产收益率	6.8	7.5	8.2	8.7
流动资产比率 (x)				
流动比率	0.6	0.7	0.8	1.0
速动比率	0.2	0.4	0.5	0.6
估值比率 (x)				
市盈率	18.3	15.2	13.2	11.8
市净率	2.8	2.5	2.3	2.1
市销率	2.2	2.1	2.0	1.9

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