

## 青島啤酒 (168.HK/600600.CH): 低基數下 銷量反彈勢頭良好，港股估值性價比高； 上调港股至“买入”

- 銷量有望在 2025 年持續反彈：**青啤 4Q24 收入同比增長 7.4%，是公司過去連續六個季度中第一次實現收入正增長。其中，4Q24 銷量在較低的基數下同比增長 5.6%。另外，根據我們的調研，青啤在 3 月份無論是山東省內還是省外都錄得強勁的雙位數銷量增長，幫助公司 1Q25 整體銷量同比增長低至中個位數。展望未來兩個季度（尤其在旺季前的補庫階段），若不出現異常的天氣情況，青啤有望繼續在低基數的幫助下持續錄得銷量的同比反彈。
- 優化產品結構是 2025 年工作重點：**4Q24 單噸價格同比提升 1.7%，重回正增長，主要歸功於產品結構的同比改善。具體來看，青啤主品牌銷量同比增長 7.4%，遠好於其他品牌（同比增長 2.1%）。主品牌中，中高端以上產品銷量同比大幅增長近 11%，遠好於主品牌整體增速。進入 1Q25 以後，我們看到主品牌銷量增速基本與公司整體相近。主品牌中，高端產品白啤及奧古特表現較好，經典維持較好的韌性，但純生仍面臨下滑的壓力。我們認為，新管理層將把優化產品結構作為 2025 年以及未來的重點工作之一。
- 2025 年利潤率有望持續擴張：**2024 年毛利率同比擴張 1.5ppt，主要是由於單噸成本同比下降 2.0%。其中，最主導的貢獻來自於大麥價格的下降。我們預測青啤 2025 年單噸成本有望持平或略降，但降幅小於 2024 年。因此，青啤 2025 年毛利率有望繼續擴張，但擴張幅度小於 2024 年。我們預計公司將根據銷量情況調整銷售費用，預計 2025 年的銷售費用率同比持平或小幅下降，經營利潤率同比擴張幅度基本與毛利率一致。
- 上调青啤港股至“买入”评级，维持 A 股“持有”评级：**在新老管理層完成更替以後，我們認為新管理層有較大的動力在較低的基數下努力實現 2025 年的業績反轉，且初步已看到不錯的成果。基於 12x 2025 年 EV/EBITDA 的估值（基本與華潤啤酒目標估值一致），我們上调青啤港股目標價至 72.6 港元，並上调至“买入”评级。基於 15x 2025 年 EV/EBITDA 的估值（港股目標估值 25% 的溢價），我們上调青啤 A 股目標價至人民幣 81.4 元，並維持其“持有”评级。
- 投資風險：**1) 原材料價格漲幅高於預期；2) 中高端啤酒的增速慢於預期。

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	33,937	32,138	33,632	34,904	35,934
同比变动 (%)	5.5%	-5.3%	4.6%	3.8%	3.0%
股东应占净利润	4,268	4,345	4,715	4,982	5,193
同比变动 (%)	15.0%	1.8%	8.5%	5.7%	4.2%
核心股东应占净利润	4,089	4,089	4,345	4,715	4,982
同比变动 (%)	9.9%	9.9%	6.3%	8.5%	5.7%
PE(x)- A 股	25.1	24.6	22.7	21.5	20.6
PE(x)- H 股	17.3	17.0	15.7	14.8	14.2
ROE (%)	16.1%	15.4%	15.8%	15.9%	15.8%

E=浦銀國際預測 資料來源：公司報告、浦銀國際

林聞嘉  
首席消費分析師  
richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA  
消費分析師  
serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2025 年 4 月 1 日

### 青島啤酒 (168.HK)

目標價 (港元)	72.6
潛在升幅/降幅	+24.5%
目前股價 (港元)	58.3
52 周內股價區間 (港元)	40.0-67.0
總市值 (百萬港元)	97,779
近 3 月日均成交額 (百萬港元)	245.2

注：截至 2025 年 4 月 1 日收盤價

### 市場預期區間



資料來源：Bloomberg、浦銀國際

### 青島啤酒 (600600.CH)

目標價 (人民幣)	81.4
潛在升幅/降幅	+3.7%
目前股價 (人民幣)	78.5
52 周內股價區間 (人民幣)	53.2-88.0
總市值 (百萬人民幣)	91,344
近 3 月日均成交額 (百萬人民幣)	392.3

注：截至 2025 年 4 月 1 日收盤價

### 市場預期區間



資料來源：Bloomberg、浦銀國際



扫码关注浦銀國際研究

利润表 (百万人民币)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33,937	32,138	33,632	34,904	35,934
同比	5.5%	-5.3%	4.6%	3.8%	3.0%
营业成本	23,204	21,538	22,207	22,876	23,427
<b>毛利润</b>	<b>10,733</b>	<b>10,600</b>	<b>11,425</b>	<b>12,028</b>	<b>12,507</b>
毛利率	31.6%	33.0%	34.0%	34.5%	34.8%
销售及管理费用	6,328	6,112	6,319	6,545	6,728
其他经营收入及收益(损失)	0	0	0	0	0
<b>经营溢利</b>	<b>4,405</b>	<b>4,488</b>	<b>5,105</b>	<b>5,483</b>	<b>5,779</b>
经营利润率	13.0%	14.0%	15.2%	15.7%	16.1%
净融资成本	457	568	427	409	399
其他收入或支出	884	826	830	830	830
<b>税前溢利</b>	<b>5,746</b>	<b>5,881</b>	<b>6,362</b>	<b>6,722</b>	<b>7,008</b>
所得税	1,398	1,390	1,502	1,586	1,654
所得税率	24.3%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%
<b>净利润</b>	<b>4,348</b>	<b>4,492</b>	<b>4,861</b>	<b>5,136</b>	<b>5,354</b>
少数股东利润	80	147	146	154	161
<b>归母净利润</b>	<b>4,268</b>	<b>4,345</b>	<b>4,715</b>	<b>4,982</b>	<b>5,193</b>
归母净利率	12.6%	13.5%	14.0%	14.3%	14.5%
同比	15.0%	1.8%	8.5%	5.7%	4.2%

现金流量表 (百万人民币)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	4,268	4,345	4,715	4,982	5,193
折旧	1,140	1,191	1,220	1,245	1,241
存货减少/(增加)	612	-37	-74	-110	-91
应收贸易款项(增加)/减少	19	-2	-4	-4	-3
应付贸易款项(减少)/增加	-511	101	43	93	77
其他	-2,751	-444	0	0	0
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>2,778</b>	<b>5,155</b>	<b>5,900</b>	<b>6,206</b>	<b>6,417</b>
出售/(购入)物业、机器及设备	-1,618	-2,141	-1,600	-1,500	-1,200
短期投资	0	0	0	0	0
长期投资	-19,863	-22,611	-20,000	-20,000	-20,000
收购附属公司	0	0	0	0	0
其他	18,018	17,330	18,000	18,000	18,000
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-3,463</b>	<b>-7,422</b>	<b>-3,600</b>	<b>-3,500</b>	<b>-3,200</b>
已付股利	-2,534	-2,801	-3,257	-3,441	-3,587
已付股利-非控制股东	0	0	0	0	0
短期融资	0	0	0	0	0
长期融资	0	0	0	0	0
其他	-334	-182	146	154	161
<b>融资活动(所用)所得现金净额</b>	<b>-2,868</b>	<b>-2,983</b>	<b>-3,111</b>	<b>-3,287</b>	<b>-3,426</b>
现金及现金等价物变动	-3,553	-5,250	-811	-581	-209
于年初的现金及现金等价物	17,855	19,282	17,979	17,168	16,587
现金及现金等价物汇兑差额	4,981	3,947	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	<b>19,282</b>	<b>17,979</b>	<b>17,168</b>	<b>16,587</b>	<b>16,378</b>

资产负债表 (百万人民币)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及等价物	19,282	17,979	17,168	16,587	16,378
应收账款	100	102	106	110	113
应收票据及其他	395	325	325	325	325
存货	3,540	3,576	3,650	3,760	3,851
短期投资	1,924	2,022	2,022	2,022	2,022
其他流动资金	4,370	1,184	1,184	1,184	1,184
<b>流动资产合计</b>	<b>29,612</b>	<b>25,189</b>	<b>24,456</b>	<b>23,989</b>	<b>23,873</b>
物业、机器及设备	11,146	11,818	12,198	12,453	12,411
长期投资	409	433	433	433	433
其他	8,089	13,981	15,981	17,981	19,981
<b>非流动资产合计</b>	<b>19,644</b>	<b>26,231</b>	<b>28,612</b>	<b>30,866</b>	<b>32,825</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	2,953	3,054	3,096	3,190	3,267
其他应付账款	13,556	13,959	13,959	13,959	13,959
其他	410	510	510	510	510
<b>流动负债合计</b>	<b>16,918</b>	<b>17,522</b>	<b>17,565</b>	<b>17,658</b>	<b>17,735</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4,083	4,039	4,039	4,039	4,039
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,083</b>	<b>4,039</b>	<b>4,039</b>	<b>4,039</b>	<b>4,039</b>
股本及储备	27,449	29,060	30,519	32,059	33,665
非控制性权益	805	799	945	1,099	1,260
<b>权益</b>	<b>28,255</b>	<b>29,860</b>	<b>31,464</b>	<b>33,158</b>	<b>34,925</b>

财务和估值比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	3.13	3.18	3.46	3.65	3.81
每股销售额	24.88	23.56	24.65	25.59	26.34
每股股息	1.86	2.05	2.39	2.52	2.63
<b>同比变动</b>					
收入	5.5%	-5.3%	4.6%	3.8%	3.0%
经营溢利	18.2%	1.9%	13.8%	7.4%	5.4%
归母净利润	15.0%	1.8%	8.5%	5.7%	4.2%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	31.6%	33.0%	34.0%	34.5%	34.8%
经营利润率	13.0%	14.0%	15.2%	15.7%	16.1%
归母净利率	12.6%	13.5%	14.0%	14.3%	14.5%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	16.1%	15.4%	15.8%	15.9%	15.8%
平均资产回报率	8.6%	8.6%	9.0%	9.2%	9.3%
<b>资产负债率</b>					
应收账款周转天数	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
库存周转天数	60.5	60.3	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	50.5	50.9	50.9	50.9	50.9
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	1.8	1.4	1.4	1.4	1.3
速动比率(x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率(x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
负债/权益	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
<b>估值</b>					
市盈率(x)-A股	25.1	24.6	22.7	21.5	20.6
市盈率(x)-H股	17.3	17.0	15.7	14.8	14.2
企业价值/EBITDA(x)-A股	16.0	15.8	14.4	13.6	13.1
企业价值/EBITDA(x)-H股	10.0	10.0	9.1	8.7	8.4

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 青岛啤酒 1Q24-4Q24 经营情况

百万人民币	1Q23	1Q24	YoY	2Q23	2Q24	YoY	3Q23	3Q24	YoY	4Q23	4Q24	YoY
营业收入	10,706	10,150	-5.2%	10,886	9,918	-8.9%	9,386	8,891	-5.3%	2,958	3,179	7.4%
销量 (万千升)	236	218	-7.6%	266	245	-8.0%	227	216	-5.1%	71	75	5.6%
平均销售价格(元/公升)	4.5	4.6	2.6%	4.1	4.1	-0.9%	4.1	4.1	-0.2%	4.1	4.2	1.7%
营业成本	-6,604	-6,045	-8.5%	-6,522	-5,674	-13.0%	-5,545	-5,146	-7.2%	-2,146	-2,345	9.3%
毛利润(不含税金)	4,102	4,105	0.1%	4,363	4,244	-2.7%	3,841	3,745	-2.5%	813	834	2.6%
毛利率(不含税金)	38.3%	40.4%		40.1%	42.8%		40.9%	42.1%		27.5%	26.2%	
税金及附加	-627	-609	-2.8%	-795	-735	-7.5%	-679	-658	-3.1%	-286	-326	14.1%
毛利润	3,475	3,495	0.6%	3,568	3,509	-1.7%	3,162	3,087	-2.4%	527	508	-3.6%
毛利率	32.5%	34.4%		32.8%	35.4%		33.7%	34.7%		17.8%	16.0%	
销售费用	-1,482	-1,302	-12.2%	-906	-868	-4.3%	-1,095	-1,251	14.3%	-1,225	-1,182	-3.6%
销售费用率	13.8%	12.8%		8.3%	8.7%		11.7%	14.1%		41.4%	37.2%	
管理及研发费用	-330	-363	9.8%	-347	-333	-3.9%	-382	-300	-21.6%	-560	-514	-8.3%
管理及研发费用率	3.1%	3.6%		3.2%	3.4%		4.1%	3.4%		18.9%	16.2%	
核心经营利润率	1,663	1,831	10.1%	2,315	2,308	-0.3%	1,685	1,536	-8.9%	-1,258	-1,187	-5.6%
核心经营利润率	15.5%	18.0%		21.3%	23.3%		18.0%	17.3%		-42.5%	-37.4%	
财务费用	102	141	38.1%	121	150	23.9%	113	143	26.1%	121	134	10.9%
资产减值损失	0	-1	n.m.	0	-2	424.7%	-1	-1	-6.3%	-96	-32	-66.7%
投资净收益	41	35	-15.8%	52	27	-48.6%	41	22	-45.1%	38	34	-11.1%
公允价值变动净收益	62	55	-12.0%	65	82	26.5%	37	11	-69.9%	66	51	-22.0%
营业利润	1,869	2,061	10.3%	2,553	2,565	0.5%	1,876	1,712	-8.7%	-1,130	-1,000	-11.5%
营业利润率	17.5%	20.3%		23.4%	25.9%		20.0%	19.3%		-38.2%	-31.5%	
资产处置收益	10	0	n.m.	1	0	n.m.	9	11	24.6%	158	-7	n.m.
其他收益	82	95	15.5%	88	191	118.3%	102	92	-10.3%	119	124	3.8%
营业外收入	4	1	-66.4%	4	3	-27.6%	5	9	102.6%	10	60	487.3%
营业外支出	-1	0	-77.2%	-5	-6	27.1%	-1	-3	445.6%	-6	-25	290.6%
利润总额	1,964	2,157	9.9%	2,640	2,752	4.2%	1,991	1,821	-8.5%	-849	-849	0.1%
所得税	-490	-534	8.8%	-632	-655	3.5%	-474	-412	-12.9%	198	211	6.5%
净利润	1,473	1,623	10.2%	2,008	2,098	4.5%	1,518	1,409	-7.2%	-651	-638	-1.9%
净利率	13.8%	16.0%		18.4%	21.1%		16.2%	15.8%		-22.0%	-20.1%	
减: 少数股东损益	22	26	18.8%	34	53	58.7%	36	61	71.0%	-11	6	n.m.
归母净利润	1,451	1,597	10.1%	1,974	2,044	3.5%	1,482	1,348	-9.0%	-640	-645	0.8%
归母净利率	13.6%	15.7%		18.1%	20.6%		15.8%	15.2%		-21.6%	-20.3%	

E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变化

(百万人民币)	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>			
旧预测	32,971	34,082	n.a.
新预测	33,632	34,904	35,934
变动	2.0%	2.4%	n.a.
<b>归母净利润</b>			
旧预测	4,822	5,269	n.a.
新预测	4,715	4,982	5,193
变动	-2.2%	-5.5%	n.a.

E=浦银国际预测 资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 青岛啤酒 (168.HK)



注: 截至 2025 年 4 月 1 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 青岛啤酒 (600600.CH)



注: 截至 2025 年 4 月 1 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

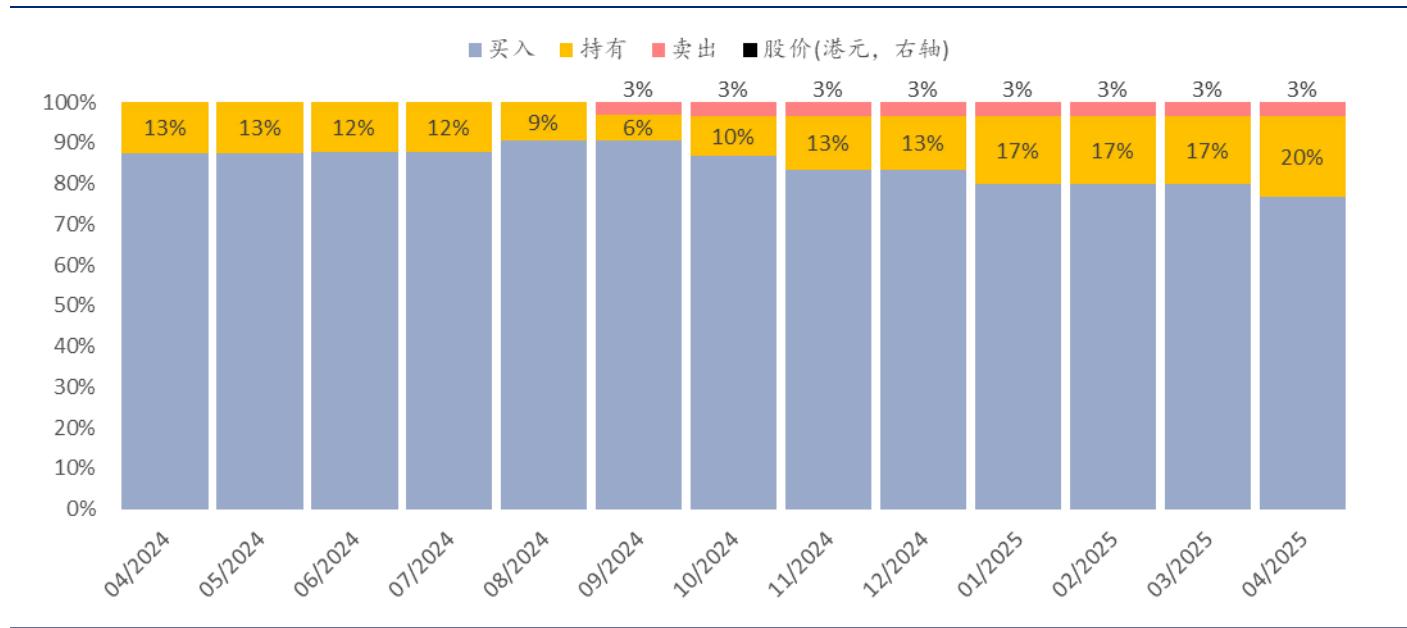
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	15.8	持有	17.66	2025年3月29日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	86.3	买入	118.8	2025年3月20日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.70	2025年3月13日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	3.4	买入	3.34	2025年1月20日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.1	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	52.1	买入	61.5	2025年2月10日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	405.4	买入	479.7	2025年2月10日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.9	买入	19.5	2024年10月14日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	17.7	买入	16.6	2024年9月2日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	23.2	买入	21.3	2024年9月2日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.8	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	34.6	买入	40.0	2025年2月25日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	28.3	买入	34.3	2025年3月18日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	60.0	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.3	持有	9.36	2025年2月26日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	58.3	持有	72.6	2025年4月1日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	78.5	持有	81.4	2025年4月1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	28.1	持有	32.1	2024年10月31日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	19.4	买入	23.0	2025年3月27日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.4	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.9	买入	6.65	2025年4月1日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.0	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	23.8	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.5	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	4.0	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	164.3	买入	205.7	2025年3月26日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	83.1	买入	115.0	2024年10月25日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	72.3	买入	82.2	2025年3月27日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	50.0	买入	55.0	2025年3月23日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	49.6	持有	52.2	2025年2月4日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	43.7	持有	55.5	2024年10月25日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	28.4	买入	37.2	2025年3月26日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	29.5	买入	32.9	2024年11月27日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	37.0	买入	41.1	2024年11月27日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	27.0	持有	28.1	2024年11月3日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.0	持有	14.8	2025年3月31日	酒店

注：美股截至 2025 年 3 月 31 日收盘价，港股及 A 股截至 2025 年 4 月 1 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

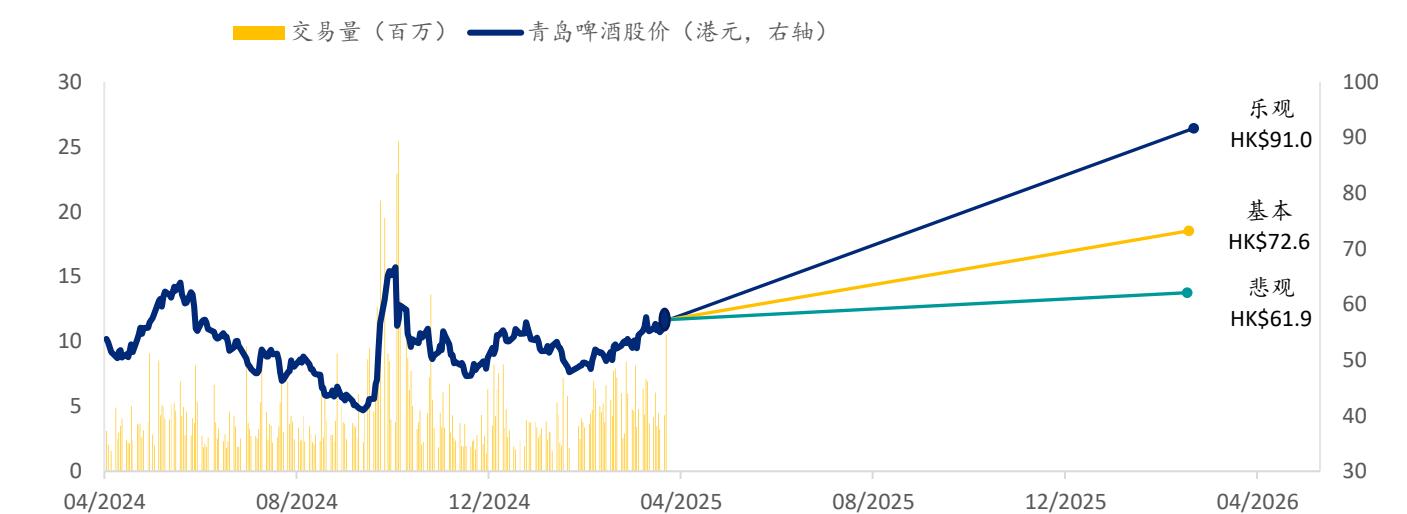
# SPDBI 乐观与悲观情景假设-(168.HK)

图表 7: 青岛啤酒 (168.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 青岛啤酒 (168.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: 91.0 港元

概率: 25%

- 主要品牌产品 2025 年销售增长超 15%;
- 整体销量 2025 年增长超 5%;
- 公司 2025 年经营利润率水平同比增长 170bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 61.9 港元

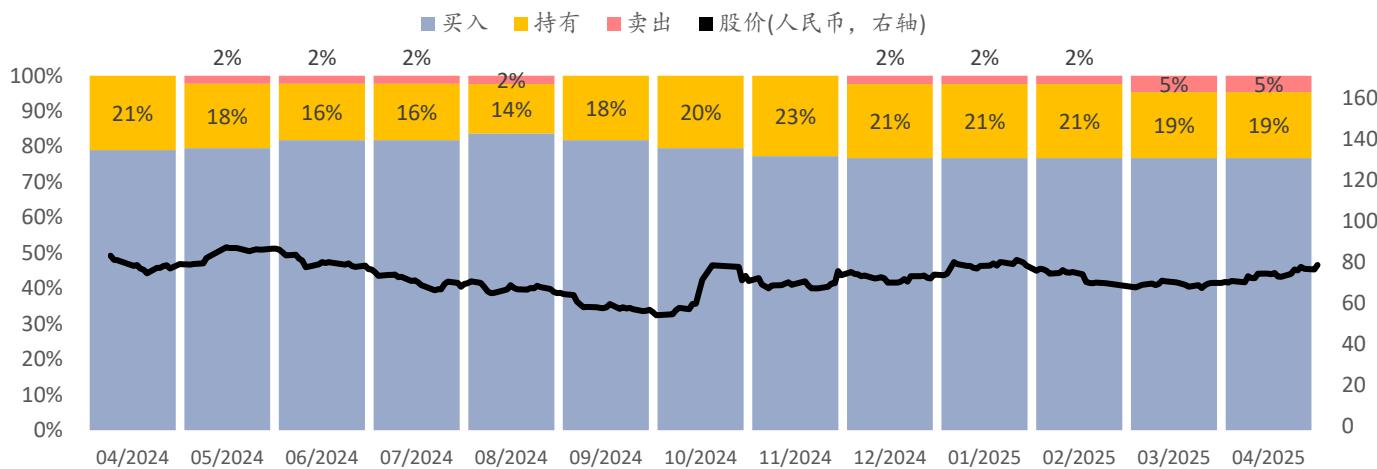
概率: 20%

- 主要品牌产品 2025 年销售同比持平;
- 整体销量 2025 年同比持平;
- 公司 2025 年整体经营利润率水平同比增长低于 100bps

资料来源: 浦银国际预测

# SPDBI 乐观与悲观情景假设(600600.CH)

图表 9: 青岛啤酒 (600600.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 青岛啤酒 (600600.CH) 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: 人民币 102.3 元

概率: 25%

- 主要品牌产品 2025 年销售增长超 15%;
- 整体销量 2025 年增长超 5%;
- 公司 2025 年经营利润率水平同比增长 170bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 人民币 69.5 元

概率: 20%

- 主要品牌产品 2025 年销售同比持平;
- 整体销量 2025 年同比持平;
- 公司 2025 年整体经营利润率水平同比增长低于 100bps

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团 - 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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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

