

青岛啤酒-H (168 HK, 持有, 目标价: HK\$62.50)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$62.50	当前股价: HK\$55.00
股价上行/下行空间	+14%
52 周最高/最低价 (HK\$)	67.00/40.00
市值 (US\$mn)	24,022
当前发行数量(百万股)	1,364
三个月平均日交易额 (US\$mn)	30
流通盘占比 (%)	58
主要股东	
青岛啤酒集团	33
按 2025 年 3 月 28 日收市数据	
资料来源: FactSet	

主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	持有	N/A
目标价 (HK\$)	62.50	56.20	11%
2025E EPS (RMB)	3.37	3.40	-1%
2026E EPS (RMB)	3.71	3.74	-1%
2027E EPS (RMB)	4.06	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)	33,287 (-7%)	34,276 (-6%)
EPS (RMB)	3.55 (-5%)	3.84 (-3%)

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。

2024 业绩符合预期, 但竞争或使 2025 年业绩承压

- 2024 年业绩符合预期, 啤酒销量和收入双双下滑, 但渠道调研显示 2025 年行业前景或将迎来改善。
- 然而, 由于来自其他头部企业的竞争加剧, 尤其是在华东和东南地区市场, 我们预计尽管青岛啤酒业务会有所复苏, 但也可能不及市场表现。
- 维持“持有”评级, 目标价上调至 62.50 港元 (8.8 倍 2025 年 EV/EBITDA) 。

此港股通报告之英文版本于 2025 年 4 月 1 日上午 6 时 30 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。

2024 年业绩符合预期, 啤酒行业 2025 年前景向好。青岛啤酒 2024 年业绩符合预期。公司总收入同比下降 5.3%, 主要源于销量下滑 6.2%, 但部分被吨酒价同比上涨 0.4%所抵消。受益于原材料价格低位运行, 青岛啤酒毛利率提升 1.6 个百分点至 35.6%, 推动调整后净利润同比增长 5.9%。在 2024 年第四季度, 公司销量同比转增 5.6%, 带动净收入增长 6.7%。根据渠道调研, 我们认为 1Q25 青岛啤酒与其他头部企业相似, 均保持了良好的销售势头。我们预计, 随着中国消费市场不断复苏, 2025 年青岛啤酒的销量与吨酒价将双双实现正增长。

各区域市场发展不均衡。青岛啤酒 2024 年财报显示, 其核心市场 (山东及华北地区) 在 2024 年实现利润率提升, 这主要得益于产品升级策略取得成功以及强势市场地位带来的成本下降。然而, 在华东及东南地区等市场, 由于高端产品线受经济下行冲击严重且行业竞争持续激烈, 公司区域净利润率出现下滑 (华东地区) 或者转亏 (华南地区)。考虑到百威亚太已宣布将加大营销投入, 华润啤酒也持续在这些市场推进高端化战略, 我们认为青岛啤酒在上述市场的份额依然会面临挑战。

维持“持有”评级, 目标价上调至 62.50 港元。我们调整了对 2025 年和 2026 年的收入及调整后净利润预测, 并引入我们的 2027 年预测。在修正盈利预测之后, 我们采用 8.8 倍 2025 年 EV/EBITDA 的目标倍数 (原为 7.6 倍) 来对青岛啤酒 H 股进行估值, 此倍数与全球同业平均水平一致, 并得到我们的新目标价 62.50 港元 (原为 56.20 港元)。目前青岛啤酒 H 股的估值无论是 P/E 还是 EV/EBITDA 均已接近全球同业均值, 我们认为其估值处于合理水平。

风险提示: 上行风险--经济加速复苏、竞争缓解、原材料/劳动成本下降、产能利用率改善、新产品顺利推出。下行风险--消费降级趋势延续、消费行为转变导致市场份额流失、食品安全事件、原材料/劳动成本上升、新产品发布不利。

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)	31,550	29,810	31,014	32,107	33,239
息税前利润 (RMBmn)	4,405	4,488	5,094	5,601	6,136
归母净利润 (RMBmn)	4,087	4,330	4,610	5,062	5,541
每股收益 (RMB)	3.00	3.18	3.37	3.71	4.06
市盈率 (x)	21.4	15.0	15.1	13.7	12.6

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: 青岛啤酒—年度及季度损益

(人民币百万元)	2023	2024	2025E	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
总营业收入	33,937	32,138	33,456	10,706	10,886	9,386	2,958	10,150	9,918	8,891	3,179
税金及附加	(2,387)	(2,328)	(2,442)	(627)	(795)	(679)	(286)	(609)	(735)	(658)	(326)
净营业收入	31,550	29,810	31,014	10,079	10,091	8,707	2,673	9,541	9,183	8,233	2,853
同比增速	5.9%	-5.5%	4.0%	16.6%	8.4%	-4.2%	-2.4%	-5.3%	-9.0%	-5.4%	6.7%
销货成本	(20,817)	(19,210)	(19,741)	(6,604)	(6,522)	(5,545)	(2,146)	(6,045)	(5,674)	(5,146)	(2,345)
毛利润	10,733	10,600	11,273	3,475	3,568	3,162	527	3,495	3,509	3,087	508
毛利率	34.0%	35.6%	36.3%	34.5%	35.4%	36.3%	19.7%	36.6%	38.2%	37.5%	17.8%
销售及分销费用	(4,708)	(4,603)	(4,652)	(1,482)	(906)	(1,095)	(1,225)	(1,302)	(868)	(1,251)	(1,182)
管理及行政费用	(1,620)	(1,509)	(1,527)	(330)	(347)	(382)	(560)	(363)	(333)	(300)	(514)
核心息税前利润	4,405	4,488	5,094	1,663	2,315	1,685	(1,258)	1,831	2,308	1,536	(1,187)
核心息税前利润率	14.0%	15.1%	16.4%	16.5%	22.9%	19.4%	-47.1%	19.2%	25.1%	18.7%	-41.6%
其他损益	942	1,228	1,128	231	258	263	190	272	358	269	329
税前收入	5,746	5,881	6,269	1,964	2,640	1,991	(848)	2,157	2,752	1,821	(849)
税费	(1,398)	(1,390)	(1,505)	(490)	(632)	(474)	198	(534)	(655)	(412)	211
净利润	4,348	4,492	4,764	1,473	2,008	1,517	(650)	1,623	2,098	1,409	(638)
少数股东权益	80	147	156	22	34	36	(11)	26	53	61	6
归属于股东净利润	4,268	4,345	4,609	1,451	1,974	1,482	(639)	1,597	2,044	1,348	(645)
调整后归属于股东净利润	4,087	4,330	4,610	1,411	1,944	1,445	(714)	1,585	2,047	1,323	(624)
同比增速	12.7%	5.9%	6.5%	30.0%	15.2%	2.6%	29.1%	12.3%	5.2%	-8.5%	-12.5%
调整后净利率	13.0%	14.5%	14.9%	14.0%	19.3%	16.6%	-26.7%	16.6%	22.3%	16.1%	-21.9%
调整后稀释每股收益	3.00	3.18	3.37	1.03	1.43	1.06	-0.52	1.16	1.50	0.97	-0.46

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

预测调整

基于中国消费整体复苏背景下啤酒行业前景改善，我们将 2025 年和 2026 年的收入预测分别上调 2.0% 和 1.5%。但考虑到青岛啤酒在各个区域市场发展不均衡可能带来的负面影响，包括产能利用率不足和区域性营销支出效率低下拖累集团的整体毛利率及经营利润率，我们也将 2025 年和 2026 年的净利润预测下调 1.1%。我们在本报告中引入 2027 年的盈利预测。

图表 2: 青岛啤酒—预测调整

(人民币百万元)	现值			原值			变动		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
总营业收入	33,456	34,636	35,856	32,814	34,136	N/A	2.0%	1.5%	N/A
净营业收入	31,014	32,107	33,239	30,418	31,644	N/A	2.0%	1.5%	N/A
毛利润	11,273	11,870	12,492	11,024	11,763	N/A	2.3%	0.9%	N/A
毛利率	36.3%	37.0%	37.6%	36.2%	37.2%	N/A	0.1 ppt	-0.2 ppt	N/A
调整后息税折旧摊销前利润	6,656	7,262	7,888	6,678	7,288	N/A	-0.3%	-0.4%	N/A
调整后息税折旧摊销前利润率	21.5%	22.6%	23.7%	22.0%	23.0%	N/A	-0.5 ppt	-0.4 ppt	N/A
营业利润	6,266	6,881	7,533	6,338	6,943	N/A	-1.1%	-0.9%	N/A
经营利润率	20.2%	21.4%	22.7%	20.8%	21.9%	N/A	-0.6 ppt	-0.5 ppt	N/A
调整后净利润	4,610	5,062	5,541	4,662	5,119	N/A	-1.1%	-1.1%	N/A
调整后净利率	14.9%	15.8%	16.7%	15.3%	16.2%	N/A	-0.5 ppt	-0.4 ppt	N/A
调整后每股收益	3.37	3.71	4.06	3.40	3.74	N/A	-0.9%	-0.9%	N/A

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

估值

我们继续采用 EV/EBITDA 作为青岛啤酒 H 股的估值方法，并将 2025 年目标倍数从 7.6 倍上调至 8.8 倍，以保持与全球同业平均水平一致（我们以此作为基准）。在修正盈利预测之后，我们得到新的目标价 62.50 港元（原为 56.20 港元）。2024 年青啤酒 H 股股价表现明显优于其主要竞争对手：青岛啤酒 H 股全年上涨 8.8%，而同期重庆啤酒、华润啤酒、百威亚太的跌幅介于 5.6%-50.6%。当前青岛啤酒 H 股 2025 年预期 P/E 及 EV/EBITDA 估值已接近国内外主要竞争对手平均水平；考虑到其 2025 年收入与每股收益增速均较为温和，我们认为当前股价处于合理区间，故维持“持有”评级。

图表 3: 青岛啤酒 H 股--估值对比

股票代码	公司名称	评级	股价 (交易货币)	近三月日均 交易量(百 万美元)	P/E (x)			P/B (x) 2024	EV/EBITDA (x)			股息率 (%)		
					2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
168 HK	青岛啤酒-H	持有	55.00	30.4	15.1	13.7	12.6	2.4	7.4	6.8	6.3	4.5	4.9	5.1
600600 CH	青岛啤酒A	卖出	76.53	53.7	22.7	20.7	18.9	3.5	12.7	11.6	10.7	2.9	3.2	3.4
291 HK	华润啤酒	买入	28.40	72.6	15.1	13.2	11.8	2.7	8.0	6.9	5.9	3.6	5.2	5.9
600132 CH	重庆啤酒	持有	58.82	35.9	21.5	20.5	N/A	13.3	7.2	6.9	N/A	4.4	4.6	4.9
1876 HK	百威亚太	买入	9.49	24.6	18.2	15.8	14.1	1.6	7.0	6.1	5.6	5.0	5.0	5.5
000729 CH	燕京啤酒	未覆盖	12.19	26.9	26.5	22.0	19.4	2.3	10.7	9.4	7.8	1.4	1.7	1.9
HEIA NA	喜力	未覆盖	75.82	74.3	14.7	13.4	12.4	2.2	9.0	8.5	8.1	2.6	2.8	3.4
ABI BB	百威英博	未覆盖	57.72	125.3	16.8	15.1	13.4	1.4	9.1	8.6	8.1	1.9	2.1	2.5
TAP US	摩森康胜	未覆盖	60.53	127.4	9.6	9.0	8.6	0.9	7.1	7.0	6.9	3.1	3.2	3.4
CARLB DC	嘉士伯- B	未覆盖	888.60	29.7	15.0	13.1	12.0	4.3	7.8	7.2	6.7	3.3	3.7	4.0
2502 JP	朝日集团	未覆盖	1959.00	63.1	14.5	13.1	11.9	1.1	9.7	9.1	8.5	2.8	3.1	3.6
ABEV3 BZ	安贝夫啤酒	未覆盖	13.43	71.6	13.5	12.7	11.7	2.1	6.2	6.0	5.6	6.1	6.4	7.0
STZ US	星座集团	未覆盖	183.74	504.2	13.7	13.1	12.1	4.2	11.5	11.1	10.6	2.2	2.4	2.6
均值					16.3	15.1	13.3	3.3	8.8	8.2	7.7	3.3	3.6	4.0

注：收盘价截至 2025 年 3 月 28 日。已覆盖公司为华兴证券（香港）预测，未覆盖公司数据来自彭博一致预期。汇率：RMB/HKD=1.08；USD/HKD=7.80。

资料来源：彭博，华兴证券（香港）预测

风险提示

上行风险

- **中国宏观经济复苏。**若中国的宏观经济复苏进程快于预期，则有助改善消费者情绪并提振消费，对啤酒市场产品升级有利，并加快青岛啤酒的销量和吨酒价增速。
- **高端啤酒品牌市场竞争放缓。**若其他高端啤酒品牌在价格促销上采取不那么激进的方式，高端啤酒的价格有望回升，从而带动青岛啤酒的收入增长快于我们预期。
- **原材料和人工成本下降或利好净利率。**原材料和某些人工成本在青岛啤酒的销货成本中占比较大。一旦这些成本进一步下降，那么可能利好公司的净利率。
- **产能利用率改善或提升净利润。**青岛啤酒可能持续关闭厂房以达到更佳的产能利用率。我们认为此举将能够增强其净利润。
- **新产品推出获得成功可能推动收入增长。**如果青岛啤酒新推出的高端产品受到消费者的欢迎程度超预期，那么可能对我们的收入增长预测带来上行压力。这些新产品的销量增长亦有望带动净利润增长。

下行风险

- **中国消费降级趋势延续**可能会阻碍高端产品升级，导致青岛啤酒无法实现其市场渗透目标。如果产品升级策略未能进一步推进，则可能会不利于营业收入增长和利润率扩张。
- **消费行为的转变可能会导致竞争加剧及关键渠道的市场份额流失。**青岛啤酒在高档餐厅、夜店等关键渠道拥有强大的市场地位。若这些渠道中的消费行为发生转变，顾客可能会选择其竞争对手的全球高端和超高端产品，也可能导致竞争对手将其销售和营销重点转向这类渠道。由于青岛啤酒与主要竞争对手相比并无强大的全球性产品组合，且这些渠道竞争可能会加剧，或对公司的市场份额和收入增长造成不利。
- **食品安全事故。**一旦发生食品安全事故，消费者对青岛啤酒品牌的信心可能会受损，进而导致市场份额流失。
- **原材料和人工成本不断上涨可能会让净利率承压。**原材料和某些人工成本在青岛啤酒的销货成本中占比较大。一旦这类成本增长，公司的净利率或将受到负面影响。
- **新产品发布不利可能拖累收入增长。**青岛啤酒新推出的高端产品可能会不符合消费者的喜好。对应的收入增长可能不达我们的预期。此外，新产品研发成本可能使得净利润承压。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
销售收入	29,810	31,014	32,107	33,239
营业收入	29,810	31,014	32,107	33,239
营业成本	(19,210)	(19,741)	(20,238)	(20,747)
毛利润	10,600	11,273	11,870	12,492
管理及销售费用	(6,112)	(6,179)	(6,268)	(6,356)
其中: 研发支出	(103)	(100)	(104)	(108)
其中: 市场营销支出	(4,603)	(4,652)	(4,720)	(4,753)
其中: 管理支出	(1,407)	(1,427)	(1,445)	(1,496)
息税前利润	4,488	5,094	5,601	6,136
息税折旧及摊销前利润	5,614	6,253	6,844	7,456
利息收入	568	579	647	725
利息支出	0	0	0	0
税前利润	5,881	6,269	6,884	7,535
所得税	(1,390)	(1,505)	(1,652)	(1,809)
净利润	4,345	4,609	5,061	5,540
调整后息税折旧及摊销前利润	6,116	6,656	7,262	7,888
调整后净利润	4,330	4,610	5,062	5,541
基本每股收益 (RMB)	3.19	3.38	3.71	4.06
稀释每股调整收益 (RMB)	3.18	3.37	3.71	4.06

资产负债表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	25,189	27,347	29,665	32,212
货币资金	17,979	19,927	22,131	24,561
应收账款	102	107	110	114
存货	3,576	3,675	3,768	3,862
其他流动资产	3,531	3,638	3,656	3,674
非流动资产	26,231	26,419	26,572	26,697
固定资产	11,804	12,797	13,705	14,537
无形资产	2,684	2,644	2,604	2,564
商誉	1,307	1,307	1,307	1,307
其他	5,575	4,809	4,094	3,428
资产	51,420	53,765	56,237	58,910
流动负债	17,522	18,099	18,628	19,175
短期借款	0	0	0	0
预收账款	8,313	8,648	8,953	9,269
应付账款	3,271	3,361	3,446	3,532
长期借款	0	0	0	0
非流动负债	3,779	3,779	3,779	3,779
负债	21,561	22,137	22,667	23,213
股份	1,364	1,364	1,364	1,364
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	21,951	23,564	25,335	27,274
归属于母公司所有者权益	29,060	30,673	32,445	34,384
少数股东权益	799	955	1,126	1,313
负债及所有者权益	51,420	53,765	56,237	58,910

现金流量表

(RMBmn)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,345	4,609	5,061	5,540
折旧摊销	1,127	1,159	1,243	1,320
利息 (收入) / 支出	(585)	(579)	(647)	(725)
其他非现金科目	(213)	44	28	16
其他	0	0	0	0
营运资本变动	475	367	416	429
经营活动产生的现金流量	5,155	5,599	6,100	6,580
资本支出	(2,141)	(1,385)	(1,428)	(1,474)
收购及投资	(22,611)	0	0	0
处置固定资产及投资	16,970	0	0	0
其他	360	729	822	925
投资活动产生的现金流量	(7,422)	(655)	(606)	(549)
股利支出	(2,801)	(2,996)	(3,289)	(3,601)
债务筹集 (偿还)	0	0	0	0
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(182)	0	0	0
筹资活动产生的现金流量	(2,983)	(2,996)	(3,289)	(3,601)
现金及现金等价物净增加额	(5,246)	1,948	2,204	2,430
自由现金流	3,014	4,215	4,671	5,106

关键假设

	2024A	2025E	2026E	2027E
销量增速 (%)	(6)	2	1	1
ASP growth %	0	2	3	3

财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
YoY (%)				
营业收入	(5.5)	4.0	3.5	3.5
毛利润	(1.2)	6.4	5.3	5.2
息税折旧及摊销前利润	2.2	11.4	9.5	8.9
调整后息税折旧及摊销前利润	3.9	8.8	9.1	8.6
净利润	1.8	6.1	9.8	9.5
调整后净利润	5.9	6.5	9.8	9.5
稀释每股调整收益	1.5	5.9	9.8	9.5
调整后稀释每股调整收益	5.9	6.3	9.8	9.5
盈利率 (%)				
毛利率	35.6	36.3	37.0	37.6
息税折旧摊销前利润率	18.8	20.2	21.3	22.4
调整后息税折旧摊销前利润率	20.5	21.5	22.6	23.7
息税前利润率	15.1	16.4	17.4	18.5
净利率	14.6	14.9	15.8	16.7
调整后净利率	14.5	14.9	15.8	16.7
净资产收益率	15.0	15.0	15.6	16.1
总资产收益率	8.4	8.6	9.0	9.4
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.4	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.5
估值比率 (x)				
市盈率	15.0	15.1	13.7	12.6
市净率	2.2	2.3	2.1	2.0
市销率	2.3	2.2	2.2	2.1
企业价值倍数	11.7	10.4	9.6	8.8
调整后企业价值倍数	11.7	10.4	9.6	8.8

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：青岛啤酒-H（168 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