

## 珀莱雅 (603605.CH): 单季营收低增长 但利润率大幅改善, 估值具有吸引力

尽管珀莱雅 4Q24 和 1Q25 收入分别录得 4.3% 和 8.1% 的同比增长, 单季收入低于 10%。但得益于 4Q24 运输成本下降、折扣收窄以及营销费用管控, 1Q25 原材料价格降低等因素, 经营利润率分别在 4Q24 和 1Q25 同比提升 3.5ppt 和 4.2ppt。考虑到未来公司大单品升级和扩容、投放效率提升、子品牌布局完善等因素, 我们调整珀莱雅 2025-2026E 盈利预测, 同时引入 2027 年预测, 维持人民币 115 元目标价 (对应 24.5x 2025E PE); 维持珀莱雅“买入”评级。

- **高基数下单季营收低增长:** 珀莱雅 2024 年全年收入突破百亿大关, 成为中国化妆品企业中的首家年收入破百亿企业, 但 4Q24 和 1Q25 的单季收入分别仅录得 4.3% 和 8.1% 的同比增长。我们认为公司单季收入同比增速下降主要是由于: (1) 1Q25 中国化妆品市场销售较弱, 零售额仅同比增长 3.2%; (2) 企业发展由单品牌高增长转至多品牌稳定增长。
- **主品牌品类扩张, 子品牌持续强化:** 2024 年, 珀莱雅品牌收入同比增长 19.6%, 主要是在线上渠道深化和复购率提升的带动下, 主品牌的大单品策略持续夯实。珀莱雅旗下子品牌在 2024 年也持续破圈, 彩棠、OR、原色波塔 2024 年收入分别同比增长 19.04%、71.14% 和 138.36%。展望 2025 年, 公司将围绕着配方更新、品类扩张等方面, 驱动产品矩阵完整化。其中, 珀莱雅品牌将围绕“美白”和“油皮”两大赛道扩充品类, 彩棠持续完善底妆产品建设。我们也期待, 2025 年公司对珀莱雅和彩棠两个品牌进行配方更新和品类拓展, 同时持续孵化增长势能较强的子品牌, 带动公司收入在高基数下仍维持双位数增长。
- **盈利能力大幅提升:** 公司 4Q24 和 1Q25 的经营利润率均同比大幅提升。其中, 受到大促期间折扣率收窄和运输成本下降的影响, 4Q24 毛利率同比提升 5.7ppt, 但宣传推广费用增长驱动营销费用率上升 4.1ppt, 抵消部分毛利率提升的正面影响, 令 4Q24 经营利润率同比增长 3.5ppt; 在原材料成本下降的带动下, 1Q25 毛利率同比增长 2.7ppt, 另外费用率也均有所管控, 令经营利润率同比增长 4.2ppt。展望 2025 年, 我们认为珀莱雅新晋品牌代言人易烊千玺将有助于增强品牌力, 同时在达播比例调整的带动下, 公司的费用率将持续改善。
- **期待估值修复, 维持“买入”评级:** 尽管公司连续两个季度的收入降速, 但是利润率的大幅提升以及公司新品类的推出, 有望带动公司平稳转型至平稳增长阶段。珀莱雅目前股价仅对应 20 倍 2025 年 PE, 显著低于海外成熟美妆品牌。我们适当调整公司 2025-2026E 盈利预测, 引入 2027 年预测, 同时考虑到公司在行业中的龙头地位及其估值修复预期, 维持珀莱雅“买入”评级和人民币 115 元的目标价。
- **投资风险:** 行业需求放缓; 线上竞争加剧; 子品牌增长不及预期。

桑若楠, CFA

消费分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

林闻嘉

首席消费分析师

richard\_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2025 年 4 月 28 日

### 评级

买入

|                    |          |
|--------------------|----------|
| 目标价 (人民币)          | 115.0    |
| 潜在升幅/降幅            | 24.5%    |
| 目前股价 (人民币)         | 92.4     |
| 52 周内股价区间 (人民币)    | 75-121.1 |
| 总市值 (百万人民币)        | 38,012   |
| 近 3 月日均成交额 (百万人民币) | 370.0    |

注: 截至 2025 年 4 月 28 日午市收盘价

### 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



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     | 8,905 | 10,778 | 12,443 | 14,134 | 15,788 |
| 同比变动 (%) | 39.5% | 21.0%  | 15.4%  | 13.6%  | 11.7%  |
| 归母净利润    | 1,194 | 1,552  | 1,864  | 2,191  | 2,496  |
| 同比变动 (%) | 46.1% | 30.0%  | 20.1%  | 17.6%  | 13.9%  |
| PE (X)   | 31.1  | 23.6   | 19.7   | 16.7   | 14.7   |
| ROE (%)  | 30.1% | 31.4%  | 30.0%  | 28.0%  | 25.9%  |

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测 - 珀莱雅

利润表

| (百万人民币)   | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 8,905  | 10,778 | 12,443 | 14,134 | 15,788 |
| 同比        | 39.5%  | 21.0%  | 15.4%  | 13.6%  | 11.7%  |
| 销售成本      | -2,677 | -3,084 | -3,484 | -3,922 | -4,367 |
| 税金        | -91    | -84    | -97    | -110   | -123   |
| 毛利        | 6,136  | 7,610  | 8,862  | 10,102 | 11,297 |
| 毛利率       | 68.9%  | 70.6%  | 71.2%  | 71.5%  | 71.6%  |
| 销售费用      | -3,972 | -5,161 | -5,909 | -6,652 | -7,376 |
| 管理费用      | -455   | -366   | -415   | -484   | -561   |
| 研发费用      | -174   | -210   | -268   | -299   | -348   |
| 核心经营溢利    | 1,535  | 1,873  | 2,270  | 2,667  | 3,012  |
| 经营利润率     | 17.2%  | 17.4%  | 18.2%  | 18.9%  | 19.1%  |
| 净融资成本     | 59     | 36     | 80     | 108    | 140    |
| 其他经营收入和损失 | -92    | -19    | -48    | -69    | -69    |
| 经营溢利      | 1,503  | 1,890  | 2,302  | 2,706  | 3,083  |
| 营业外收入     | 4      | 3      | 3      | 3      | 4      |
| 营业外支出     | -12    | -4     | -4     | -5     | -5     |
| 税前盈利      | 1,495  | 1,889  | 2,301  | 2,705  | 3,081  |
| 所得税开支     | -265   | -304   | -380   | -446   | -508   |
| 所得税率      | 17.7%  | 16.1%  | 16.5%  | 16.5%  | 16.5%  |
| 少数股东权益    | 37     | 33     | 58     | 68     | 77     |
| 归母净利润     | 1,194  | 1,552  | 1,864  | 2,191  | 2,496  |
| 归母净利率     | 13.4%  | 14.4%  | 15.0%  | 15.5%  | 15.8%  |
| 同比        | 46.1%  | 30.0%  | 20.1%  | 17.6%  | 13.9%  |

资产负债表

| (百万人民币)     | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 物业、机器及设备    | 827   | 907   | 906   | 889   | 869    |
| 使用权资产       | 14    | 15    | 14    | 12    | 8      |
| 投资资产        | 287   | 246   | 243   | 241   | 238    |
| 无形资产        | 405   | 429   | 449   | 467   | 484    |
| 在建工程        | 52    | 75    | 75    | 75    | 75     |
| 递延所得税资产     | 108   | 164   | 164   | 164   | 164    |
| 其他          | 84    | 81    | 81    | 81    | 81     |
| 非流动资产       | 1,778 | 1,917 | 1,932 | 1,929 | 1,919  |
| 存货          | 797   | 661   | 824   | 927   | 1,033  |
| 应收贸易款项      | 345   | 518   | 541   | 616   | 689    |
| 预付款         | 203   | 224   | 249   | 283   | 316    |
| 金融性资产       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 现金及等同现金项目   | 4,011 | 4,082 | 5,530 | 7,188 | 9,078  |
| 其他          | 189   | 128   | 128   | 128   | 128    |
| 流动资产        | 5,545 | 5,613 | 7,272 | 9,142 | 11,243 |
| 短期借款        | 200   | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 应付贸易款项      | 1,211 | 768   | 954   | 1,074 | 1,197  |
| 应付职工薪酬及其他   | 166   | 156   | 156   | 156   | 156    |
| 合同负债        | 301   | 154   | 177   | 202   | 225    |
| 应交税费        | 223   | 126   | 126   | 126   | 126    |
| 一年内到期的非流动负债 | 4     | 3     | 3     | 3     | 3      |
| 其他          | 15    | 6     | 6     | 6     | 6      |
| 流动负债        | 2,120 | 1,213 | 1,423 | 1,567 | 1,712  |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 应付债券        | 753   | 780   | 780   | 780   | 780    |
| 预计负债        | 33    | 25    | 25    | 25    | 25     |
| 租赁负债        | 10    | 11    | 11    | 11    | 11     |
| 其他          | 6     | 15    | 15    | 15    | 15     |
| 非流动负债       | 803   | 831   | 831   | 831   | 831    |
| 股本          | 397   | 396   | 396   | 396   | 396    |
| 储备          | 3,953 | 5,006 | 6,412 | 8,067 | 9,935  |
| 非控制性权益      | 51    | 84    | 142   | 210   | 287    |
| 权益          | 4,400 | 5,486 | 6,950 | 8,673 | 10,618 |

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 |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 净利润            | 1,231 | 1,585  | 1,921 | 2,259 | 2,573 |
| 折旧             | 67    | 94     | 69    | 86    | 91    |
| 摊销             | 29    | 25     | 20    | 22    | 23    |
| 融资开支净额         | 13    | 12     | -80   | -108  | -140  |
| 存货减少／(增加)      | -235  | 40     | -162  | -104  | -105  |
| 应收贸易款项(增加)／减少  | -450  | -134   | -48   | -109  | -106  |
| 应付款项增加／(减少)    | 674   | -581   | 210   | 144   | 146   |
| 递延所得税资产        | -73   | -50    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 212   | 114    | 108   | 129   | 129   |
| 经营活动所得(所用)现金净额 | 1,469 | 1,107  | 2,038 | 2,319 | 2,611 |
| 购入物业、机器及设备     | -180  | -300   | -107  | -107  | -107  |
| 收到投资收益         | -19   | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 支付投资现金         | -300  | -1,280 | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 22    | 314    | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动所用现金净额     | -476  | -1,265 | -107  | -107  | -107  |
| 收到投资现金         | 0     | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 收到借款现金         | 0     | -200   | 0     | 0     | 0     |
| 支付利息           | -407  | -371   | -483  | -554  | -614  |
| 其他             | -53   | -188   | 0     | 0     | 0     |
| 融资活动(所用)所得现金净额 | -460  | -758   | -483  | -554  | -614  |
| 现金及现金等价物变动     | 533   | -917   | 1,448 | 1,658 | 1,889 |
| 于年初的现金及现金等价物   | 3,125 | 3,659  | 4,082 | 5,530 | 7,188 |
| 现金及现金等价物汇兑差额   | 1     | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 于年末的现金及现金等价物   | 3,659 | 2,743  | 5,530 | 7,188 | 9,078 |

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    | 2.97  | 3.92  | 4.70  | 5.53  | 6.30  |
| 每股销售额     | 22.44 | 27.20 | 31.40 | 35.67 | 39.84 |
| 每股股息      | 1.38  | 1.18  | 1.42  | 1.67  | 1.90  |
| 同比变动      |       |       |       |       |       |
| 收入        | 39.5% | 21.0% | 15.4% | 13.6% | 11.7% |
| 经营溢利      | 33.1% | 22.0% | 21.2% | 17.5% | 13.0% |
| 归母净利润     | 46.1% | 30.0% | 20.1% | 17.6% | 13.9% |
| 费用与利润率    |       |       |       |       |       |
| 毛利率       | 68.9% | 70.6% | 71.2% | 71.5% | 71.6% |
| 经营利润率     | 17.2% | 17.4% | 18.2% | 18.9% | 19.1% |
| 归母净利率     | 13.4% | 14.4% | 15.0% | 15.5% | 15.8% |
| 回报率       |       |       |       |       |       |
| 平均股本回报率   | 30.1% | 31.4% | 30.0% | 28.0% | 25.9% |
| 平均资产回报率   | 16.3% | 20.6% | 20.2% | 19.8% | 19.0% |
| 资产效率      |       |       |       |       |       |
| 库存周转天数    | 99.9  | 86.3  | 86.3  | 86.3  | 86.3  |
| 应收账款周转天数  | 12.3  | 16.2  | 16.2  | 16.2  | 16.2  |
| 应付账款周转天数  | 134.4 | 117.1 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 财务杠杆      |       |       |       |       |       |
| 流动比率(x)   | 2.6   | 4.6   | 5.1   | 5.8   | 6.6   |
| 速动比率(x)   | 0.6   | 1.2   | 1.1   | 1.2   | 1.2   |
| 现金比率(x)   | 1.9   | 3.4   | 3.9   | 4.6   | 5.3   |
| 负债/权益(%)  | 66.4% | 37.3% | 32.4% | 27.6% | 24.0% |
| 估值        |       |       |       |       |       |
| 市盈率(x)    | 31.1  | 23.6  | 19.7  | 16.7  | 14.7  |
| 市销率(x)    | 4.1   | 3.4   | 2.9   | 2.6   | 2.3   |
| 股息率       | 1.5%  | 1.3%  | 1.5%  | 1.8%  | 2.1%  |

图表 2：SPDBI 财务预测变动

| (人民币百万)      | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>  |        |        |        |
| 旧预测          | 14,463 | 17,251 | n.a.   |
| 新预测          | 12,443 | 14,134 | 15,788 |
| 变动           | -14.0% | -18.1% | n.a.   |
| <b>归母净利润</b> |        |        |        |
| 旧预测          | 1,970  | 2,398  | n.a.   |
| 新预测          | 1,864  | 2,191  | 2,496  |
| 变动           | -5.4%  | -8.6%  | n.a.   |

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 3：SPDBI 目标价：珀莱雅（603605.CH）



注：截至 2025 年 4 月 28 日午市收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：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<br>发布日期   | 行业     |
|------------------|------|---------|----|----------|------------------|--------|
| 2331 HK Equity   | 李宁   | 15.0    | 持有 | 17.66    | 2025 年 3 月 29 日  | 运动服饰品牌 |
| 2020 HK Equity   | 安踏体育 | 91.6    | 买入 | 118.8    | 2025 年 4 月 10 日  | 运动服饰品牌 |
| 3813 HK Equity   | 宝胜国际 | 0.5     | 买入 | 0.70     | 2025 年 3 月 13 日  | 运动服饰零售 |
| 6110 HK Equity   | 滔搏   | 3.0     | 买入 | 3.34     | 2025 年 1 月 20 日  | 运动服饰零售 |
| YUMC.US Equity   | 百胜中国 | 45.6    | 买入 | 61.5     | 2025 年 2 月 10 日  | 零售餐饮   |
| 9987.HK Equity   | 百胜中国 | 351.6   | 买入 | 479.7    | 2025 年 2 月 10 日  | 零售餐饮   |
| 6862.HK Equity   | 海底捞  | 17.4    | 买入 | 20.3     | 2025 年 4 月 14 日  | 零售餐饮   |
| 9658.HK Equity   | 特海国际 | 16.7    | 买入 | 16.6     | 2024 年 9 月 2 日   | 零售餐饮   |
| HDL.US Equity    | 特海国际 | 22.6    | 买入 | 21.3     | 2024 年 9 月 2 日   | 零售餐饮   |
| 9922.HK Equity   | 九毛九  | 2.6     | 持有 | 2.81     | 2024 年 8 月 26 日  | 零售餐饮   |
| LKNCY.US Equity  | 瑞幸咖啡 | 33.0    | 买入 | 40.0     | 2025 年 2 月 25 日  | 零售餐饮   |
| 291.HK Equity    | 华润啤酒 | 27.2    | 买入 | 34.3     | 2025 年 3 月 18 日  | 啤酒     |
| 600132.CH Equity | 重庆啤酒 | 56.2    | 买入 | 69.2     | 2025 年 4 月 7 日   | 啤酒     |
| 1876.HK Equity   | 百威亚太 | 8.2     | 持有 | 9.36     | 2025 年 2 月 26 日  | 啤酒     |
| 0168.HK Equity   | 青岛啤酒 | 55.9    | 买入 | 72.6     | 2025 年 4 月 1 日   | 啤酒     |
| 600600.CH Equity | 青岛啤酒 | 78.0    | 持有 | 81.4     | 2025 年 4 月 1 日   | 啤酒     |
| 600887.CH Equity | 伊利股份 | 28.7    | 持有 | 32.1     | 2024 年 10 月 31 日 | 乳制品    |
| 2319.HK Equity   | 蒙牛乳业 | 19.0    | 买入 | 23.0     | 2025 年 3 月 27 日  | 乳制品    |
| 600597.CH equity | 光明乳业 | 8.2     | 持有 | 12.6     | 2022 年 8 月 1 日   | 乳制品    |
| 6186.HK Equity   | 中国飞鹤 | 6.0     | 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 | 26.1    | 买入 | 19.8     | 2023 年 10 月 30 日 | 乳制品    |
| 6683.HK Equity   | 巨星传奇 | 3.5     | 买入 | 13.9     | 2024 年 6 月 13 日  | 新零售    |
| 9992.HK Equity   | 泡泡玛特 | 191.5   | 买入 | 205.7    | 2025 年 3 月 26 日  | 新零售    |
| 603605.CH Equity | 珀莱雅  | 92.4    | 买入 | 115.0    | 2025 年 4 月 28 日  | 化妆品    |
| 2367.HK Equity   | 巨子生物 | 79.4    | 买入 | 82.2     | 2025 年 3 月 27 日  | 化妆品    |
| 2145.HK Equity   | 上美股份 | 62.5    | 买入 | 55.0     | 2025 年 3 月 23 日  | 化妆品    |
| 688363.CH Equity | 华熙生物 | 47.4    | 持有 | 52.2     | 2025 年 2 月 4 日   | 化妆品    |
| 300957.CH Equity | 贝泰妮  | 40.5    | 持有 | 55.5     | 2024 年 10 月 25 日 | 化妆品    |
| ATAT.US Equity   | 亚朵集团 | 23.9    | 买入 | 37.2     | 2025 年 3 月 26 日  | 酒店     |
| 1179.HK Equity   | 华住集团 | 26.3    | 买入 | 32.9     | 2024 年 11 月 27 日 | 酒店     |
| HTHT.US Equity   | 华住集团 | 33.8    | 买入 | 41.1     | 2024 年 11 月 27 日 | 酒店     |
| 600754.CH Equity | 锦江酒店 | 24.6    | 持有 | 28.1     | 2024 年 11 月 3 日  | 酒店     |
| 600258.CH Equity | 首旅酒店 | 14.8    | 持有 | 14.8     | 2025 年 3 月 31 日  | 酒店     |

注：美股截至 2025 年 4 月 25 日收盘价，港股及 A 股截至 2025 年 4 月 28 日午市收盘价

资料来源：Bloomberg、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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

