

## 泡泡玛特 (9992.HK): 短期市场情绪有所波动, 但公司可持续发展前景正逐步改善

近日, 在泡泡玛特对 Labubu3.0 进行大量补货之后, Labubu 在二手市场的价格出现大幅下滑。这动摇了一些投资者对公司以及对 Labubu 这一 IP 前景的信心, 导致股价连续几日出现较大幅度的下跌。在本报告中我们将对近期最常被投资者问及的一些问题发表我们的观点。

• **增加 Labubu 产品供应究竟是利好还是利空?** 1) 公司对 Labubu 的补货行为使二手价格回归到相对正常的水平, 降低了黄牛囤货的动力, 整治了二手市场乱象, 减少社交媒体上对公司饥饿营销的负面舆论, 提升公司的社会形象。2) Labubu 在二手市场的价格下跌主要是由于泡泡玛特大量补货, 促使供需逐渐回归正常。这并不意味着 Labubu3.0 的终端需求在减少, 更并不意味着 Labubu 这一 IP 的热度大幅下降。3) 公司的补货行为使真正喜欢 Labubu 的消费者能够通过公司自有直营渠道以官方的零售价购买到 Labubu 的产品, 有助于公司将 IP 的终端需求转化为公司实际的收入。

• **Labubu 究竟是不是奢侈品?** 我们想要强调的是, 泡泡玛特从一开始就无意将 Labubu 打造成奢侈品, 市场不应以奢侈品的投资逻辑来看待 Labubu。Labubu 二手价格的暴涨是由短期供不应求所导致的。泡泡玛特是一家潮玩 IP 制造和运营企业, 其宗旨是让消费者都能以合理的价格买到心仪的 IP 产品。我们认为, 管理层回归初心, 通过加大产品供应来满足更多消费者的需求, 有利于公司长期可持续发展。

• **公司未来是否能够复制 Labubu 的成功?** 一个 IP 的成功具有一定的偶然性, 需要天时地利人和。公司未必能在短期再造一个具有和 Labubu 同样热度的 IP, 但我们有信心 Labubu 通过持续的新品迭代, 未来有机会成为像 Hello Kitty 一样经久不衰的经典潮玩 IP, 从而为公司带来长期价值回报。另外, 从 Molly, SKULLPANDA 到 Labubu, 泡泡玛特已经证明了自身创造 IP 的能力。我们有信心泡泡玛特有能力持续推出新的 IP 产品, 从而为公司注入新的增长动力。

• **长期可持续发展的前景进一步改善, 维持“买入”评级:** 公司近期的大量补货使 Labubu3.0 的供需回到相对正常的水平, 这意味着公司在加强终端销售管控的同时也在不断提升供应链能力, 整体运营模式变得更健康, 利好公司长期可持续发展。短期的股价回调意味着部分将泡泡玛特视为“奢侈品”的投资者在退出, 利好整体股东结构的优化。基于我们保守的盈利预测, 公司目前仅交易在不到 28 倍 2026E P/E, 意味着 PEG 约为 0.4x (基于 2024-2027 年 67% 的净利润复合增长率), 低于大部分的中国消费标的。尽管短期市场情绪有所波动, 但我们认为泡泡玛特基本面在持续提升, 长期可持续发展的前景进一步改善。

• **投资风险:** 行业需求放缓、国内品牌竞争大于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

| 百万人民币    | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 6,301  | 13,038 | 25,732 | 37,817 | 48,423 |
| 同比变动 (%) | 36.5%  | 106.9% | 97.4%  | 47.0%  | 28.0%  |
| 归母净利润    | 1,082  | 3,125  | 7,030  | 10,835 | 14,481 |
| 同比变动 (%) | 127.5% | 188.8% | 124.9% | 54.1%  | 33.7%  |
| PE (X)   | 276.0  | 95.0   | 42.2   | 27.4   | 20.5   |
| ROE (%)  | 14.7%  | 33.5%  | 50.6%  | 51.3%  | 47.1%  |

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

2025 年 6 月 23 日

评级

买入

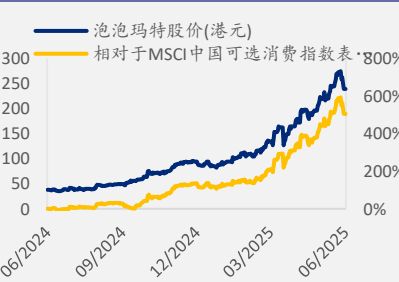
|                   |            |
|-------------------|------------|
| 目标价 (港元)          | 293.9      |
| 潜在升幅/降幅           | +22.7%     |
| 目前股价 (港元)         | 239.6      |
| 52 周内股价区间 (港元)    | 34.4-283.4 |
| 总市值 (百万港元)        | 331,438    |
| 近 3 月日均成交额 (百万港元) | 3,186      |

注: 截至 2025 年 6 月 20 日收盘价

市场预期区间



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 - 泡泡玛特

利润表

| (百万人民币)  | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E   | 2027E   |
|----------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入     | 6,301  | 13,038 | 25,732 | 37,817  | 48,423  |
| 同比       | 36.5%  | 106.9% | 97.4%  | 47.0%   | 28.0%   |
| 营业成本     | -2,437 | -4,330 | -8,451 | -12,054 | -15,200 |
| 毛利润      | 3,864  | 8,708  | 17,280 | 25,763  | 33,224  |
| 毛利率      | 61.3%  | 66.8%  | 67.2%  | 68.1%   | 68.6%   |
| 销售费用     | -2,037 | -3,699 | -6,837 | -10,014 | -12,678 |
| 管理费用     | -707   | -947   | -1,486 | -1,826  | -2,091  |
| 经营利润     | 1,120  | 4,061  | 8,958  | 13,923  | 18,454  |
| 经营利润率    | 17.8%  | 31.1%  | 34.8%  | 36.8%   | 38.1%   |
| 财务费用     | 184    | 212    | 309    | 425     | 665     |
| 其他营业收入   | 75     | 84     | 105    | 168     | 254     |
| 其他       | 37     | 8      | 48     | 48      | 48      |
| 税前利润     | 1,416  | 4,366  | 9,420  | 14,564  | 19,421  |
| 所得税      | -327   | -1,057 | -2,310 | -3,644  | -4,855  |
| 所得税率     | 23.1%  | 24.2%  | 24.5%  | 25.0%   | 25.0%   |
| 净利润      | 1,089  | 3,308  | 7,110  | 10,920  | 14,566  |
| 减：少数股东损益 | 6      | 183    | 80     | 80      | 80      |
| 归母净利润    | 1,082  | 3,125  | 7,030  | 10,840  | 14,486  |
| 归母净利率    | 17.2%  | 24.0%  | 27.3%  | 28.7%   | 29.9%   |
| 同比       | 127.5% | 188.8% | 124.9% | 54.2%   | 33.6%   |

资产负债表

| (百万人民币)  | 2023A | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 5,981 | 9,646  | 14,153 | 22,180 | 32,620 |
| 短期投资     | 8     | 11     | 11     | 11     | 11     |
| 贸易及应收款项  | 321   | 478    | 943    | 1,386  | 1,774  |
| 预付租金     | 288   | 577    | 1,138  | 1,672  | 2,142  |
| 其他应收账款   | 180   | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 存货       | 905   | 1,525  | 2,972  | 4,099  | 4,994  |
| 其他流动资产   | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 流动资产合计   | 7,683 | 12,236 | 19,217 | 29,349 | 41,542 |
| 物业、厂房及设备 | 653   | 739    | 814    | 944    | 1,347  |
| 使用权资产    | 726   | 928    | 896    | 550    | 7      |
| 无形资产     | 116   | 135    | 159    | 153    | 133    |
| 联营公司投资   | 579   | 549    | 550    | 550    | 551    |
| 商誉       | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 递延所得税资产  | 83    | 147    | 147    | 147    | 147    |
| 贸易及应收款项  | 128   | 137    | 137    | 137    | 137    |
| 其他非流动资产  | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 非流动资产合计  | 2,285 | 2,635  | 2,703  | 2,481  | 2,321  |
| 贸易及应付款项  | 445   | 1,010  | 1,969  | 2,805  | 3,533  |
| 合同负债     | 127   | 189    | 189    | 189    | 189    |
| 即期所得税负债  | 115   | 562    | 562    | 562    | 562    |
| 其他应付款项   | 694   | 1,246  | 1,753  | 2,352  | 2,873  |
| 租赁负债     | 352   | 363    | 368    | 374    | 378    |
| 其他       | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 流动负债合计   | 1,733 | 3,370  | 4,840  | 6,281  | 7,535  |
| 租赁负债     | 426   | 601    | 560    | 570    | 577    |
| 其他非流动负债  | 29    | 15     | 15     | 15     | 15     |
| 非流动负债合计  | 455   | 616    | 575    | 585    | 591    |
| 股本       | 1     | 1      | 1      | 1      | 1      |
| 储备       | 7,769 | 10,683 | 16,618 | 24,998 | 35,690 |
| 少数股东权益   | 10    | 201    | 281    | 361    | 441    |
| 所有者权益合计  | 7,780 | 10,885 | 16,900 | 25,360 | 36,132 |

E=浦银国际预测

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

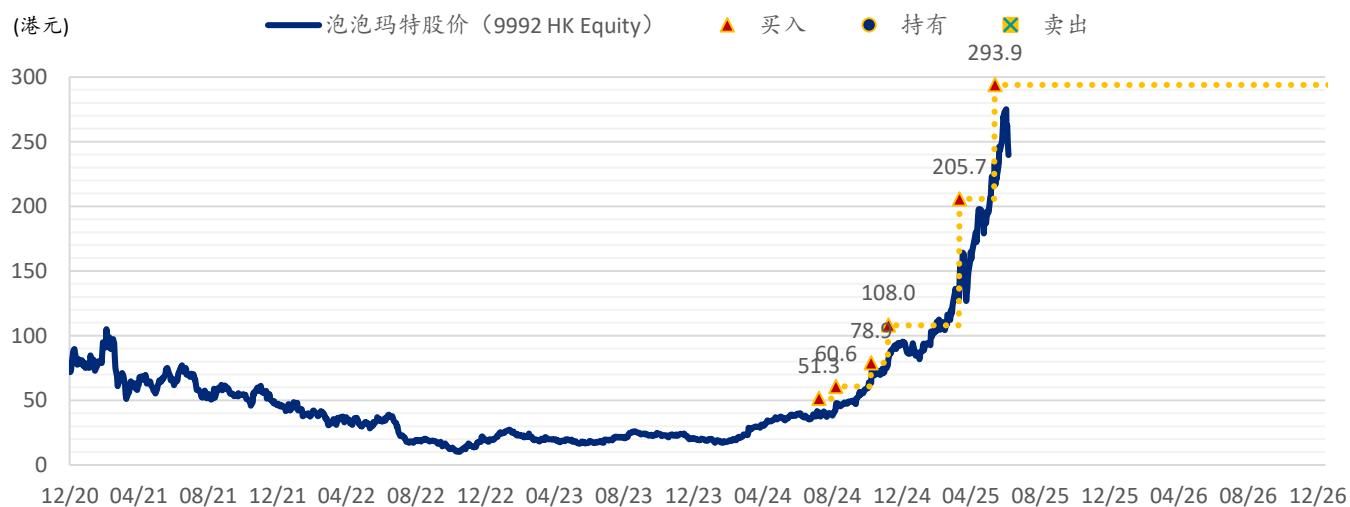
现金流量表

| (百万人民币)           | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 税前利润              | 1,416  | 4,366  | 9,420  | 14,564 | 19,421 |
| 资产折旧              | 669    | 863    | 1,314  | 1,839  | 2,143  |
| 财务支出              | 109    | 227    | 309    | 425    | 665    |
| 税务支出              | -262   | -688   | -2,310 | -3,644 | -4,855 |
| 租赁负债财务支出          | -32    | 15     | -101   | -157   | -207   |
| 存货增减              | -30    | -634   | -1,447 | -1,127 | -895   |
| 应收增减              | -143   | -276   | -1,027 | -977   | -858   |
| 应付增减              | 288    | 1,080  | 1,466  | 1,435  | 1,249  |
| 租赁支出              | -561   | -930   | -1,779 | -2,538 | -3,093 |
| 其他                | 119    | 18     | 665    | 1,334  | 1,590  |
| 经营活动产生的现金流量净额     | 1,573  | 4,039  | 6,509  | 11,151 | 15,162 |
| 资本开支              | -1,205 | -4,869 | -598   | -819   | -1,134 |
| 投资支付现金和收益         | 810    | 4,386  | 0      | 0      | 0      |
| 其他                | 629    | 491    | -1     | -1     | -1     |
| 投资活动产生的现金流量净额     | 234    | 9      | -599   | -820   | -1,135 |
| 股东注资              | -334   | -78    | 0      | 0      | 0      |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | -89    | -393   | -993   | -2,304 | -3,587 |
| 其他                | -1     | 18     | 0      | 0      | 0      |
| 筹资活动产生的现金流量净额     | -424   | -453   | -993   | -2,304 | -3,587 |
| 现金及现金等价物净增加额      | 1,383  | 3,595  | 4,917  | 8,028  | 10,440 |
| 汇兑损益              | 10     | 26     | 0      | 0      | 0      |
| 期初现金及现金等价物余额      | 685    | 2,078  | 5,699  | 10,616 | 18,643 |
| 期末现金及现金等价物余额      | 2,078  | 5,699  | 10,616 | 18,643 | 29,083 |

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     | 0.81   | 2.35   | 5.28   | 8.14  | 10.87 |
| 每股销售额      | 4.70   | 9.79   | 19.32  | 28.39 | 36.35 |
| 每股股息       | 0.28   | 0.82   | 1.85   | 2.85  | 3.81  |
| 同比变动       |        |        |        |       |       |
| 收入         | 36.5%  | 106.9% | 97.4%  | 47.0% | 28.0% |
| 经营溢利       | 144.0% | 262.7% | 120.6% | 55.4% | 32.5% |
| 归母净利润      | 127.5% | 188.8% | 124.9% | 54.2% | 33.6% |
| 费用与利润率     |        |        |        |       |       |
| 毛利率        | 61.3%  | 66.8%  | 67.2%  | 68.1% | 68.6% |
| 经营利润率      | 17.8%  | 31.1%  | 34.8%  | 36.8% | 38.1% |
| 归母净利率      | 17.2%  | 24.0%  | 27.3%  | 28.7% | 29.9% |
| 回报率        |        |        |        |       |       |
| 平均股本回报率    | 14.7%  | 33.5%  | 50.6%  | 51.3% | 47.1% |
| 平均资产回报率    | 11.7%  | 25.2%  | 38.2%  | 40.3% | 38.3% |
| 资产效率       |        |        |        |       |       |
| 应收账款周转天数   | 18.4   | 13.2   | 13.2   | 13.2  | 13.2  |
| 库存周转天数     | 159.4  | 158.0  | 158.0  | 153.0 | 148.0 |
| 应付账款周转天数   | 65.7   | 84.0   | 83.9   | 83.8  | 83.7  |
| 财务杠杆       |        |        |        |       |       |
| 流动比率 (x)   | 4.4    | 3.6    | 4.0    | 4.7   | 5.5   |
| 速动比率 (x)   | 3.7    | 3.0    | 3.1    | 3.8   | 4.6   |
| 现金比率 (x)   | 3.5    | 2.9    | 2.9    | 3.5   | 4.3   |
| 负债/权益      | 0.3    | 0.4    | 0.3    | 0.3   | 0.2   |
| 估值         |        |        |        |       |       |
| 市盈率 (x)    | 276.0  | 95.0   | 42.2   | 27.4  | 20.5  |
| 市销率 (x)    | 47.4   | 22.8   | 11.5   | 7.8   | 6.1   |
| 股息率        | 0.1%   | 0.4%   | 0.8%   | 1.3%  | 1.7%  |

图表 2: SPDBI 目标价: 泡泡玛特 (9992.HK)



注: 截至 2025 年 6 月 20 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3：SPDBI 消费行业覆盖公司

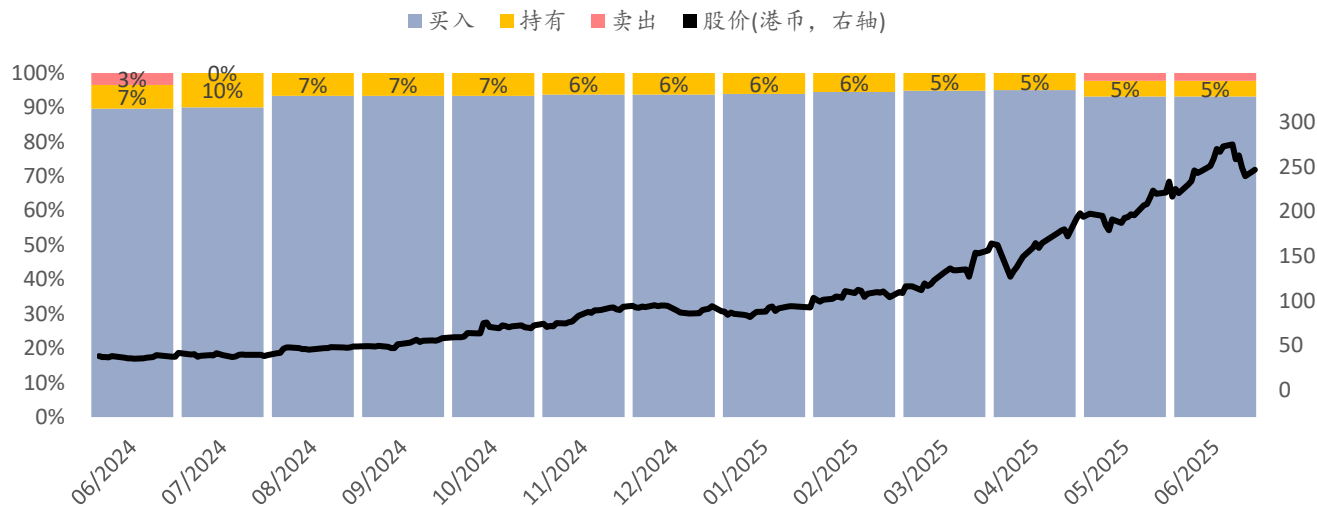
| 股票代码             | 公司   | 现价 (LC) | 评级 | 目标价 (LC) | 评级及目标价<br>发布日期   | 行业     |
|------------------|------|---------|----|----------|------------------|--------|
| 2331 HK Equity   | 李宁   | 15.7    | 持有 | 17.66    | 2025 年 3 月 29 日  | 运动服饰品牌 |
| 2020 HK Equity   | 安踏体育 | 91.0    | 买入 | 118.8    | 2025 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   | 2.71    | 买入 | 3.60     | 2025 年 5 月 22 日  | 运动服饰零售 |
| YUMC.US Equity   | 百胜中国 | 42.8    | 买入 | 61.5     | 2025 年 5 月 1 日   | 零售餐饮   |
| 9987.HK Equity   | 百胜中国 | 338.0   | 买入 | 479.7    | 2025 年 5 月 1 日   | 零售餐饮   |
| 6862.HK Equity   | 海底捞  | 14.5    | 买入 | 20.3     | 2025 年 4 月 14 日  | 零售餐饮   |
| 9658.HK Equity   | 特海国际 | 14.7    | 持有 | 16.6     | 2025 年 5 月 23 日  | 零售餐饮   |
| HDL.US Equity    | 特海国际 | 18.7    | 持有 | 21.3     | 2025 年 5 月 23 日  | 零售餐饮   |
| 9922.HK Equity   | 九毛九  | 2.4     | 持有 | 2.81     | 2024 年 8 月 26 日  | 零售餐饮   |
| LKNCY.US Equity  | 瑞幸咖啡 | 34.8    | 买入 | 43.2     | 2025 年 6 月 9 日   | 零售餐饮   |
| 291.HK Equity    | 华润啤酒 | 24.0    | 买入 | 34.3     | 2025 年 3 月 18 日  | 啤酒     |
| 600132.CH Equity | 重庆啤酒 | 54.8    | 买入 | 69.2     | 2025 年 4 月 7 日   | 啤酒     |
| 1876.HK Equity   | 百威亚太 | 8.0     | 持有 | 9.2      | 2025 年 5 月 8 日   | 啤酒     |
| 0168.HK Equity   | 青岛啤酒 | 50.7    | 买入 | 72.6     | 2025 年 4 月 1 日   | 啤酒     |
| 600600.CH Equity | 青岛啤酒 | 71.1    | 持有 | 81.4     | 2025 年 4 月 1 日   | 啤酒     |
| 600887.CH Equity | 伊利股份 | 27.9    | 持有 | 32.1     | 2024 年 10 月 31 日 | 乳制品    |
| 2319.HK Equity   | 蒙牛乳业 | 16.3    | 买入 | 23.0     | 2025 年 3 月 27 日  | 乳制品    |
| 600597.CH equity | 光明乳业 | 8.3     | 持有 | 12.6     | 2022 年 8 月 1 日   | 乳制品    |
| 6186.HK Equity   | 中国飞鹤 | 5.6     | 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 | 29.4    | 买入 | 19.8     | 2023 年 10 月 30 日 | 乳制品    |
| 6683.HK Equity   | 巨星传奇 | 5.2     | 买入 | 13.9     | 2024 年 6 月 13 日  | 新零售    |
| 9992.HK Equity   | 泡泡玛特 | 239.6   | 买入 | 293.9    | 2025 年 6 月 23 日  | 新零售    |
| 6181.HK Equity   | 老铺黄金 | 822.0   | 买入 | 857.0    | 2025 年 5 月 12 日  | 新零售    |
| 603605.CH Equity | 珀莱雅  | 80.7    | 买入 | 115.0    | 2025 年 4 月 28 日  | 化妆品    |
| 2367.HK Equity   | 巨子生物 | 51.3    | 买入 | 82.2     | 2025 年 3 月 27 日  | 化妆品    |
| 2145.HK Equity   | 上美股份 | 67.4    | 买入 | 55.0     | 2025 年 3 月 23 日  | 化妆品    |
| 688363.CH Equity | 华熙生物 | 50.9    | 持有 | 52.2     | 2025 年 2 月 4 日   | 化妆品    |
| 300957.CH Equity | 贝泰妮  | 42.8    | 持有 | 39.1     | 2025 年 4 月 29 日  | 化妆品    |
| ATAT.US Equity   | 亚朵集团 | 30.7    | 买入 | 41.1     | 2025 年 5 月 23 日  | 酒店     |
| 1179.HK Equity   | 华住集团 | 26.1    | 买入 | 32.9     | 2024 年 11 月 27 日 | 酒店     |
| HTHT.US Equity   | 华住集团 | 33.4    | 买入 | 41.1     | 2024 年 11 月 27 日 | 酒店     |
| 600754.CH Equity | 锦江酒店 | 22.0    | 持有 | 28.1     | 2024 年 11 月 3 日  | 酒店     |
| 600258.CH Equity | 首旅酒店 | 14.1    | 持有 | 14.8     | 2025 年 3 月 31 日  | 酒店     |
| 9961.HK Equity   | 携程集团 | 446.4   | 买入 | 610.6    | 2025 年 5 月 22 日  | 线上旅游   |
| TCOM.US Equity   | 携程集团 | 55.9    | 买入 | 78.0     | 2025 年 5 月 22 日  | 线上旅游   |
| 780.HK Equity    | 同程旅行 | 19.7    | 买入 | 26.6     | 2025 年 5 月 22 日  | 线上旅游   |

注：截至 2025 年 6 月 20 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

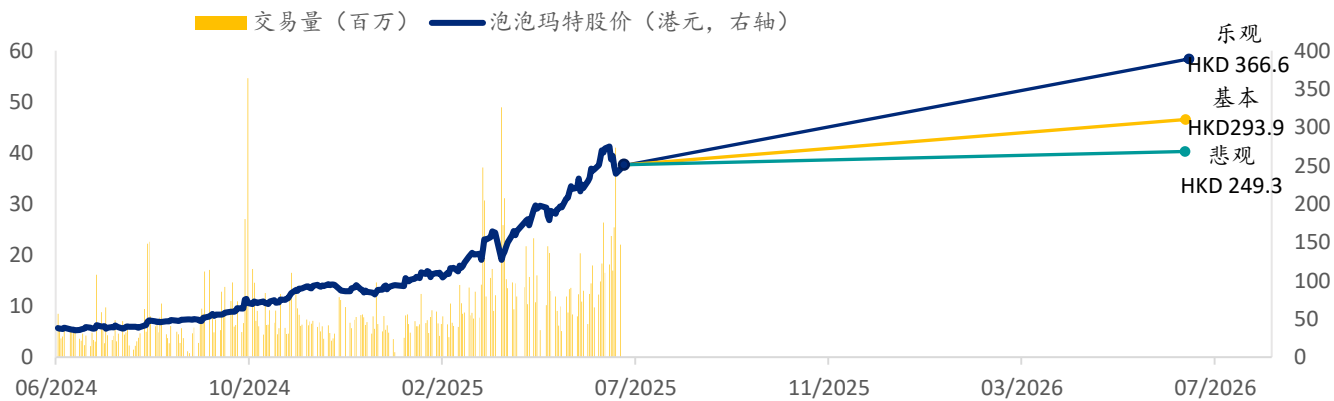
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：泡泡玛特（9992.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：泡泡玛特（9992.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：366.6 港元

概率：25%

- 泡泡玛特 2025 年零售及机器人门店同比增长超 300 家；
- 公司 2025 年毛利率水平同比提升 80bps；
- 整体费用率增速放缓，经营利润率提升超 450bps。

悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期

目标价：249.3 港元

概率：20%

- 泡泡玛特 2025 年零售及机器人门店同比增长 100 家；
- 公司 2025 年毛利率水平同比持平；
- 整体费用率增速放缓，经营利润率提升 250bps。

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

