



## 华润啤酒 (291.HK): 为数不多仍在高端化的啤酒玩家, 维持“买入”

华润啤酒 1H25 归母净利润同比增长 23% 至人民币 57.9 亿元, 报表口径的核心经营利润 (剔除固定资产减值、一次性员工补助以及深圳总部投资搬迁相关的收益) 同比增长 11.3% 至 71 亿元, 高于市场预期, 主要归功于单吨成本同比大幅下降驱动毛利率大幅提升以及持续的降本增效。另外, 在疲弱的消费环境下, 华润啤酒是为数不多的 1H25 平均销售单价仍录得正增长的啤酒企业。我们认为华润啤酒 1H25 优异的业绩表现以及新管理层对公司未来业务发展清晰的规划和积极的展望都有望改善市场对公司前景的信心, 使其中长期的股价表现在当前较低估值的基础上跑赢其他同业玩家。我们维持“买入”评级以及 34.3 港元目标价不变。

- 产品结构依然有较大提升空间:** 华润啤酒 1H25 的啤酒销量同比增长 2.2%, 好于主要竞争对手 (百威亚太 1H25 中国区销量同比下跌 8.2%)。另外, 华润啤酒是为数不多 1H25 平均销售单价同比提升的啤酒企业 (同比增长 0.4%)。这主要归功于公司啤酒产品结构的持续高端化—1H25 普高档及以上产品的销量同比增长超 10%, 次高档及以上产品销量同比增长中至高单位数 (其中, 喜力增长超 20%, 老雪增长超 70%, 红爵增长超 100%)。基于以上, 我们判断华润在高端价格带抢占了主要竞争对手的市场份额。展望未来, 喜力目前的销售主要集中在东南以及华南市场, 意味着其在其他区域依然有较大的增长空间。尽管华润在次高端价格带的产品表现 (主要是 SuperX) 不及燕京的 U8 及青啤的经典, 但管理层相信次高端产品是继喜力之后下一个推进公司产品结构改善的驱动力, 并考虑通过扩大 SuperX 的受众群体以及进一步丰富产品品类来推动次高端产品销量的增长。另外, 近期快速崛起的新零售渠道对个性化和差异化产品的青睐长期也可能利好公司产品结构的提升。
- 持续贯彻“三精主义”来实现降本增效:** 1H25 单吨成本同比下降 4.1%, 助力啤酒业务毛利率同比扩张 2.5ppt。我们预测这一趋势大概率在 2H25 持续。另外, 在“三精主义”策略的加持下, 公司 1H25 整体的销售费用同比下降 11%, 销售费用率同比下降 2.0ppt。“三精主义”策略旨在通过组织的精简 (如减少销售公司的数量)、工作流程的简化、在保持品牌声量和渠道优势的前提下减少终端费用以及品牌投入, 帮助公司在未来进一步的实现降本增效。管理层表示“三精主义”策略是持续性的, 并将长期助力费用率的下降以及利润率的提升。
- 白酒虽然挑战依旧, 但对整体业绩影响有限:** 在禁酒令的大环境下, 公司白酒业务收入 1H25 大幅下跌 34%, EBITDA 同比下滑 47.2%。尽管如此, 管理层依然努力丰富产品矩阵 (推出金沙品牌的大众光瓶酒、低价酱酒等)、重塑价格体系、强化渠道组合 (线上平台、即时零售等) 以及重启啤白赋能, 希望在 2H25 弥补 1H25 的收入与利润下滑。我们认为公司白酒业务短期依然面临较大的挑战, 但整体收入与利润占比较小, 对公司整体业绩影响有限, 建议投资人将其视为一个业务层面的看涨期权 (call option)。
- 投资风险:** 1) 原材料价格涨幅高于预期; 2) 次高端价格带产品的增速慢于预期; 3) 市场竞争加剧; 4) 整体经济恶化。

林闲嘉

首席消费分析师

richard\_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2025 年 8 月 20 日

### 评级


**买入**

目标价 (港元)	34.3
潜在升幅/降幅	+21.3%
目前股价 (港元)	28.3
52 周内股价区间 (港元)	21.6-36.0
总市值 (百万港元)	91,745
近 3 月日均成交额 (百万港元)	342.0

注: 截至 2025 年 8 月 19 日收盘价

### 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	38,932	38,635	39,126	39,991	40,910
同比变动 (%)	10.4%	-0.8%	1.3%	2.2%	2.3%
归母净利润	5,153	4,739	6,091	5,845	6,201
同比变动 (%)	18.6%	-8.0%	28.5%	-4.0%	6.1%
PE (X)	16.2	17.9	14.0	14.6	13.8
ROE (%)	18.3%	15.4%	19.1%	16.2%	15.9%

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-华润啤酒

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	38,932	38,635	39,126	39,991	40,910
同比	10.4%	-0.8%	1.3%	2.2%	2.3%
营业成本	-22,829	-22,160	-21,725	-22,102	-22,519
毛利润	16,103	16,475	17,401	17,889	18,391
毛利率	41.4%	42.6%	44.5%	44.7%	45.0%
销售及管理费用	-11,286	-11,645	-11,267	-11,364	-11,510
其他经营收入及收益(损失)	1,623	1,282	869	899	926
<b>核心经营利润</b>	<b>6,440</b>	<b>6,112</b>	<b>7,004</b>	<b>7,424</b>	<b>7,806</b>
核心经营利润率	16.5%	15.8%	17.9%	18.6%	19.1%
政府补助	667	482	454	454	454
合营公司收益	-5	12	-15	0	0
<b>核心经营利润-公司口径</b>	<b>6,165</b>	<b>6,606</b>	<b>7,443</b>	<b>7,878</b>	<b>8,260</b>
核心经营利润率	15.8%	17.1%	19.0%	19.7%	20.2%
同比	21.8%	-5.1%	14.6%	6.0%	5.2%
净融资成本	117	75	93	162	249
减值及其他一次性支出	-141	-36	-300	0	0
其他	937	4	1,000	0	0
<b>税前盈利</b>	<b>7,078</b>	<b>6,649</b>	<b>8,236</b>	<b>8,040</b>	<b>8,510</b>
所得税开支	-1,864	-1,890	-2,124	-2,173	-2,287
所得税率	26.3%	28.4%	25.8%	27.0%	26.9%
<b>净利润</b>	<b>5,214</b>	<b>4,759</b>	<b>6,112</b>	<b>5,866</b>	<b>6,222</b>
少数股东损益	-61	-20	-21	-21	-21
<b>归母净利润</b>	<b>5,153</b>	<b>4,739</b>	<b>6,091</b>	<b>5,845</b>	<b>6,201</b>
归母净利率	13.2%	12.3%	15.6%	14.6%	15.2%
同比	18.6%	-8.0%	28.5%	-4.0%	6.1%

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及等价物	5,520	3,816	6,069	9,760	13,686
已抵押银行存款	0	26	26	26	26
应收票据及应收账款	1,506	1,646	2,164	2,199	2,237
存货	9,502	9,640	10,727	10,638	10,555
其他流动资产	613	500	500	500	500
<b>流动资产合计</b>	<b>17,141</b>	<b>15,628</b>	<b>19,485</b>	<b>23,123</b>	<b>27,004</b>
物业、机器及设备	16,294	18,124	17,453	17,045	16,607
使用权资产	3,229	3,050	3,050	3,050	3,050
无形资产	8,991	8,258	8,600	8,600	8,600
商誉	16,806	16,806	16,806	16,806	16,806
递延所得税资产	3,728	2,193	2,193	2,193	2,193
其他	5,335	5,249	5,259	5,259	5,259
<b>非流动资产合计</b>	<b>54,383</b>	<b>53,680</b>	<b>53,361</b>	<b>52,953</b>	<b>52,515</b>
短期借款	931	1,168	1,168	1,168	1,168
应付票据及应付账款	22,755	24,583	25,190	25,593	26,038
租赁负债	84	76	76	76	76
应交税费	594	227	200	200	200
其他	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>24,364</b>	<b>26,054</b>	<b>26,634</b>	<b>27,037</b>	<b>27,482</b>
长期借款	4,181	681	681	681	681
租赁负债	89	74	74	74	74
递延所得税负债	4,391	2,986	3,000	3,000	3,000
其他	4,325	3,928	3,928	3,928	3,928
<b>非流动负债合计</b>	<b>12,986</b>	<b>7,669</b>	<b>7,683</b>	<b>7,683</b>	<b>7,683</b>
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	16,205	17,602	20,526	23,331	26,308
非控制性权益	3,879	3,893	3,914	3,935	3,956
<b>权益</b>	<b>34,174</b>	<b>35,585</b>	<b>38,530</b>	<b>41,356</b>	<b>44,354</b>

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
除所得税前盈利	7,078	6,649	8,236	8,040	8,510
折旧	2,277	2,350	1,571	1,607	1,639
融资开支净额	239	89	20	20	20
利息收入	-361	-169	-114	-182	-270
出售物业、厂房的损失	-296	-83	300	0	0
未计营运资金变动前之经营盈利	8,937	8,836	10,014	9,485	9,899
存货减少/(增加)	-224	-288	-1,087	89	82
应收贸易款项(增加)/减少	124	-306	-518	-36	-38
应付贸易款项(减少)/增加	-3,379	700	607	403	445
已付所得税	-1,309	-2,014	-2,137	-2,173	-2,287
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>4,149</b>	<b>6,928</b>	<b>6,879</b>	<b>7,769</b>	<b>8,102</b>
出售物业、机器及设备	157	120	0	0	0
出售业务	0	0	0	0	0
已收利息	245	66	114	182	270
购入物业、机器及设备	-2,520	-2,813	-1,200	-1,200	-1,200
购入业务	-9,829	0	0	0	0
受限制银行存款减少/增加	223	0	0	0	0
其他	2,037	492	-352	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-9,687</b>	<b>-2,135</b>	<b>-1,438</b>	<b>-1,018</b>	<b>-930</b>
新增/偿还借贷	3,151	-3,263	0	0	0
已付股利	-1,914	-3,369	-3,167	-3,040	-3,225
已付利息	-182	-68	-20	-20	-20
其他	-128	206	0	0	0
<b>融资活动(所用)所得现金净额</b>	<b>927</b>	<b>-6,494</b>	<b>-3,188</b>	<b>-3,060</b>	<b>-3,245</b>
现金及现金等价物变动	-4,688	-1,704	2,253	3,691	3,926
于年初的现金及现金等价物	10,208	5,520	3,816	6,069	9,760
现金及现金等价物汇兑差额	-77	-3	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	<b>5,520</b>	<b>3,816</b>	<b>6,069</b>	<b>9,760</b>	<b>13,686</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	1.62	1.47	1.88	1.80	1.91
每股销售额	12.00	11.91	12.06	12.33	12.61
每股股息	0.95	0.76	0.98	0.94	0.99
<b>同比变动</b>					
收入	10.4%	-0.8%	1.3%	2.2%	2.3%
经营盈利	18.7%	2.3%	5.6%	2.8%	2.8%
归母净利润	18.6%	-8.0%	28.5%	-4.0%	6.1%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	41.4%	42.6%	44.5%	44.7%	45.0%
经营利润率	15.8%	17.1%	19.0%	19.7%	20.2%
归母净利率	13.2%	12.3%	15.6%	14.6%	15.2%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	18.3%	15.4%	19.1%	16.2%	15.9%
平均资产回报率	8.2%	6.8%	8.9%	7.9%	8.0%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	19.3	14.9	15.0	15.0	15.0
库存周转天数	135.1	157.6	148.0	144.0	140.0
应付账款周转天数	365.8	389.9	389.9	389.9	389.9
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	0.7	0.6	0.7	0.9	1.0
速动比率(x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
现金比率(x)	0.2	0.1	0.2	0.4	0.5
负债/权益	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
<b>估值</b>					
市盈率(x)	16.2	17.9	14.0	14.6	13.8
企业价值/EBITDA(x)	10.2	10.3	9.9	9.0	8.2
股息率	3.6%	2.9%	3.7%	3.6%	3.8%

图表 2：华润啤酒 2025 年上半年经营情况及下半年和全年盈利预测

百万人民币	1H24	1H25	YoY	2H24	2H25E	YoY	2024	2025E	YoY
营业收入	23,744	23,942	0.8%	14,891	15,184	2.0%	38,635	39,126	1.3%
营业收入-啤酒	22,566	23,161	2.6%	13,920	14,246	2.3%	36,486	37,407	2.5%
销量 (百万吨)	6,349	6,487	2.2%	4,525	4,614	2.0%	10,874	11,101	2.1%
平均销售价格(元/吨)	3,554.3	3,570.4	0.5%	3,076.2	3,087.4	0.4%	3,355.3	3,369.6	0.4%
营业成本	(12,605)	(12,238)		(9,555)	(9,487)		(22,160)	(21,725)	
	(12,605)	(12,238)	-2.9%	(9,555)	(9,487)	-0.7%	(22,160)	(21,725)	-2.0%
毛利润	11,139	11,704	5.1%	5,336	5,697	6.8%	16,475	17,401	5.6%
毛利率	46.9%	48.9%		35.8%	37.5%		42.6%	44.5%	
其他收入	667	495	-25.8%	619	374	-39.2%	1,283	869	-32.2%
销售及管理费用	(5,659)	(5,315)	-6.1%	(5,986)	(5,952)	-0.6%	(11,645)	(11,267)	-3.2%
销售及管理费用率	23.8%	22.2%		40.2%	39.2%		30.1%	28.8%	
核心经营利润	6,147	6,884	12.0%	(35)	120	n.m.	6,113	7,004	14.6%
核心经营利润率	25.9%	28.8%		-0.2%	0.8%		15.8%	17.9%	
应占合营联营公司业绩	(2)	(8)	n.m.	14	(7)	n.m.	12	(15)	n.m.
政府补贴	238	229	-3.8%	244	225	-7.8%	482	454	-5.8%
核心经营利润-报表口径	6,387	7,105	11.3%	(43)	338		6,344	7,443	17.3%
核心经营利润率-报表口径	26.9%	29.7%		-0.3%	2.2%		16.4%	19.0%	
深圳总部投资搬迁收益	4	827		266	173	-35.0%	270	1,000	270.4%
减值损失以及一次性员工补偿 安置费	(19)	(241)		(17)	(59)		(36)	(300)	
营业利润	6,414	7,747	20.8%	235	489	108.1%	6,649	8,236	23.9%
所得税	(1,681)	(1,990)	18%	(209)	(134)	-36.0%	(1,890)	(2,124)	12.4%
所得税率	26.2%	25.7%		88.9%	27.4%		28.4%	25.8%	
净利润	4,733	5,757	21.6%	26	355		4,759	6,112	28.4%
净利率	19.9%	24.0%		0.2%	2.3%		12.3%	15.6%	
少数股东损益	(28)	32	214.3%	8	(53)		(20)	(21)	5.0%
归母净利润	4,705	5,789	23.0%	34	302	788.5%	4,739	6,091	28.5%
归母净利率	19.8%	24.2%		0.2%	2.0%		12.3%	15.6%	

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 3：华润啤酒：啤酒业务的盈利情况

百万人民币	1H24	1H25	YoY
营业收入	22,566	23,161	2.6%
销量(万吨)	635	649	2.2%
啤酒平均销售价格(元/吨)	3,554	3,570	0.4%
营业成本	-12,223	-11,974	-2.0%
毛利润	10,343	11,187	8.2%
毛利率	45.8%	48.3%	
核心 EBIT	6,383	7,276	14.0%
核心 EBIT 率	28.3%	31.4%	
核心 EBITDA	7,158	8,128	13.6%
核心 EBITDA 率	31.7%	35.1%	

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 4：SPDBI 财务预测变化：华润啤酒（291.HK）

(百万人民币)	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	39,575	40,526	41,455
新预测	39,126	39,991	40,910
变动	-1.1%	-1.3%	-1.3%
归母净利润			
旧预测	5,346	5,758	6,145
新预测	6,091	5,845	6,201
变动	13.9%	1.5%	0.9%

E=浦银国际预测

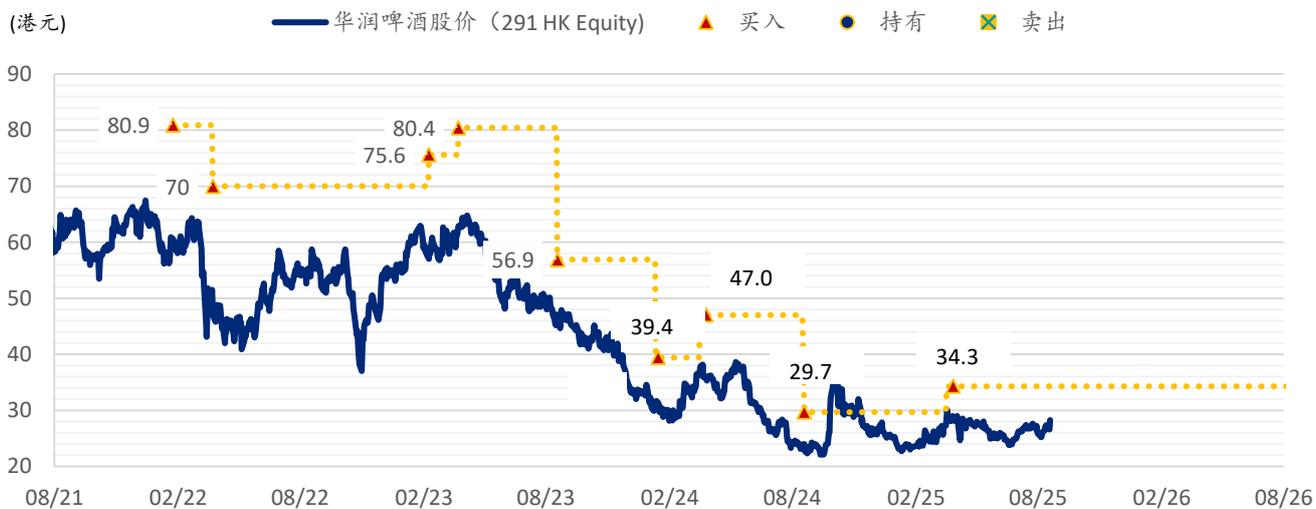
资料来源：浦银国际预测

图表 5：估值方式及目标价：华润啤酒（291.HK）

	估值方法	估值(百万人民币)	目标价(港元)
啤酒	12 倍 25 年 EV/EBITDA	103,686	34.4
白酒	8 倍 25 年 P/E	(345)	(0.1)
总和	SOTP	103,341	34.3

资料来源：浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 华润啤酒 (291.HK)



注: 截至 2025 年 8 月 19 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 消费行业覆盖公司

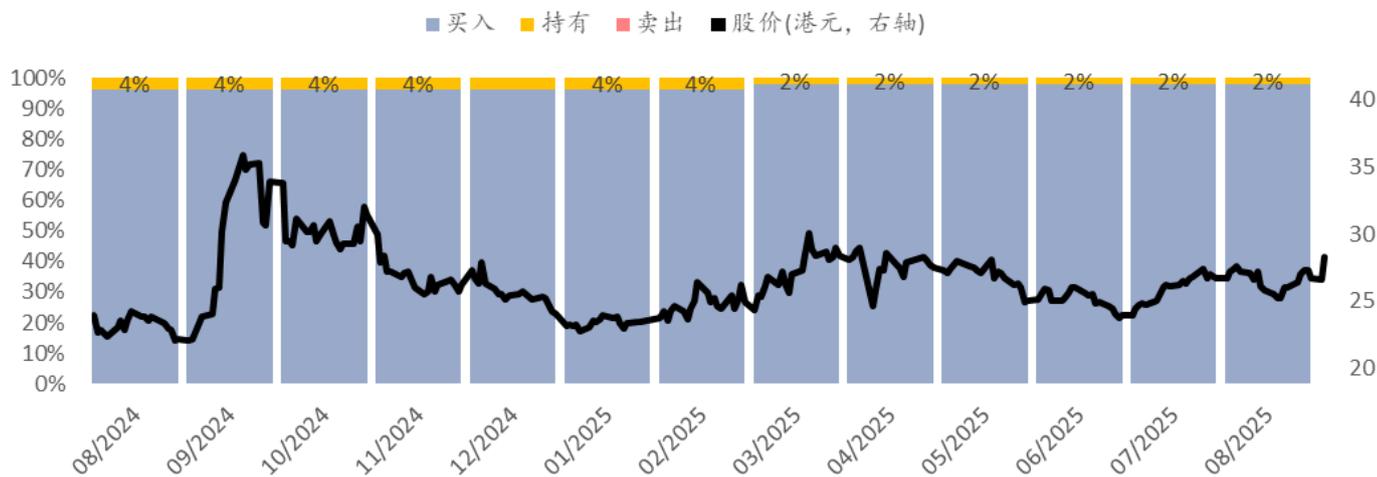
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	18.5	持有	18.31	2025年7月3日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	97.5	买入	118.8	2025年7月15日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.7	2025年3月13日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.24	买入	3.52	2025年8月12日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	43.6	买入	55.9	2025年8月6日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	350.2	买入	435.8	2025年8月6日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.3	买入	20.3	2025年4月14日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	15.9	持有	16.6	2025年5月23日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	19.1	持有	21.3	2025年5月23日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.9	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	38.0	买入	48.5	2025年8月5日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	28.3	买入	34.3	2025年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	55.4	买入	69.2	2025年4月7日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.5	持有	9.26	2025年7月31日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	50.9	买入	72.6	2025年4月1日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	67.9	持有	81.4	2025年4月1日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.2	持有	32.1	2024年10月31日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.4	持有	18.26	2025年8月16日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.7	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.6	持有	4.88	2025年7月7日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.6	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	27.6	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	10.9	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	280.8	买入	293.9	2025年6月23日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	718.5	买入	1198.0	2025年7月4日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	83.9	买入	115.0	2025年4月28日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	56.3	买入	82.2	2025年3月27日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	95.6	买入	55.0	2025年3月23日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	53.8	持有	52.2	2025年2月4日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	45.9	持有	39.1	2025年4月29日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	45.7	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	33.2	买入	41.1	2024年11月27日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	22.7	持有	28.1	2024年11月3日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.3	持有	14.8	2025年3月31日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	505.0	买入	610.6	2025年5月22日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	62.6	买入	78.0	2025年5月22日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	21.1	买入	26.6	2025年5月22日	线上旅游

注: 美股截至2025年8月18日收盘价, 港股及A股截至2025年8月19日收盘价

资料来源: Bloomberg, 浦银国际。

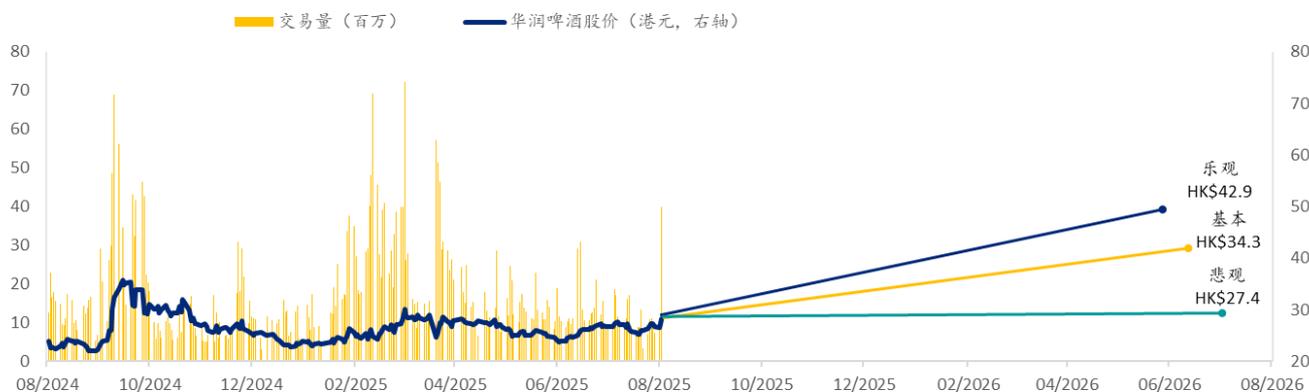
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8: 华润啤酒 (291.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 华润啤酒 (291.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: 42.9 港元

概率: 25%

- 次高端产品 2025 年销量同比增长超 10%;
- 公司 2025 年毛利率水平同比提升 200bps;
- 2025 年公司核心经营利润率同比提升 350bps;

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 27.4 港元

概率: 20%

- 次高端产品 2025 年销量同比持平;
- 公司 2025 年毛利率水平同比提升 100bps;
- 2025 年公司核心经营利润率同比提升 200bps.

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附属公司、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

