



## 青岛啤酒 (168.HK/600600.CH): 平均销售单价同比增速转负, 但销量仍保持正增长; 维持港股“买入”及 A 股“持有”

• **3Q25 收入趋势转弱, 但基本面依然稳健:** 青啤 3Q25 的收入同比小幅下降 0.2%, 相较 2Q25 进一步转弱。收入趋势转弱的主要原因是在中国啤酒行业消费降级、促销加剧以及现饮渠道承压的大环境下, 公司平均销售单价同比转负并小幅下跌。不过, 3Q25 销量依然保持小幅正增长, 已好于部分聚焦高端价格带的同业。在单吨成本下降的持续帮助下, 公司 3Q25 毛利率与经营利润率都同比大幅扩张, 3Q25 经营利润同比增长 12%。然而, 受利息收入大幅下降的拖累, 3Q25 归母净利润同比仅增长 1.6%。尽管收入表现不及预期, 但 3Q25 经营现金流同比大幅增长 96.7%, 期末净现金 (包括交易性金融资产) 维持稳定, 体现了公司健康的资金运营效率与稳健的基本面。

• **产品结构向好, 但渠道结构变化与促销加剧令单价承压:** 3Q25 销量同比微增 0.3% 至 216.2 万吨。其中, 青岛主品牌销量同比增长 4.2% (高于公司整体销量增长), 而中高档产品销量同比增长 6.8% (高于主品牌销量增长)。这意味着青啤整体产品结构同比向好。然而, 公司平均销售单价同比转负下跌 0.5%, 预计主要是由于促销力度加大以及渠道结构进一步从现饮渠道向家庭渠道转变所导致的。

• **吨酒成本下降继续驱动 3Q25 经营利润率扩张:** 3Q25 吨酒成本同比下降 2.97%, 降幅虽相较上半年有所收窄, 但依然帮助 3Q25 毛利率同比扩张 1.5ppt 至 43.6%。3Q25 销售费用同比下降 3.1%, 销售费用率同比下降 0.4ppt。管理费用率基本保持同比稳定。因此, 3Q25 核心经营利润率同比大幅扩张 1.7ppt 至 19.0%。展望 2026 年, 我们预计吨酒成本依然呈同比下降趋势, 但降幅大概率小于 2025 年。因此, 我们认为青啤 2026 年的毛利率与经营利润率仍有提升的空间。

• **维持青啤港股“买入”评级, 维持 A 股“持有”评级:** 展望 4Q25, 消费环境未出现明显改善, 且行业处于淡季, 预计短期缺乏对股价的正面催化因素。基于青啤港股当前较低的估值水平以及相对较高的股息率, 我们维持青啤港股“买入”评级, 目标价 66.0 港元 (基于 10x 2026 年 EV/EBITDA)。维持青啤 A 股“持有”评级, 目标价人民币 71.3 元 (基于 12x 2026 年 EV/EBITDA)。

• **投资风险:** 1) 原材料价格涨幅高于预期; 2) 中高端啤酒的增速慢于预期。

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	32,569	33,378	34,284
同比变动 (%)	5.5%	-5.3%	1.3%	2.5%	2.7%
股东应占净利	4,268	4,345	4,542	4,767	4,988
同比变动 (%)	15.0%	1.8%	4.5%	4.9%	4.6%
核心股东应占净利	4,089	4,089	4,345	4,542	4,767
同比变动 (%)	9.9%	9.9%	6.3%	4.5%	4.9%
PE(x)-A 股	20.9	20.5	19.6	18.7	17.9
PE(x)-H 股	15.8	15.5	14.8	14.1	13.5
ROE (%)	16.1%	15.4%	15.3%	15.3%	15.2%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闻嘉

首席消费分析师  
richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

张嘉

消费分析师  
constance\_zhang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2025 年 10 月 28 日

### 青岛啤酒 (168.HK)

买入

目标价 (港币)	66.0
潜在升幅/降幅	+24.9%
目前股价 (港币)	52.9
52 周内股价区间 (港币)	46.6-60.7
总市值 (百万港币)	85,326
近 3 月日均成交额 (百万港币)	221.7

注: 截至 2025 年 10 月 28 日收盘价

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 青岛啤酒 (600600.CH)

持有

目标价 (人民币)	71.3
潜在升幅/降幅	+9.2%
目前股价 (人民币)	65.3
52 周内股价区间 (人民币)	65.2-82.5
总市值 (百万人民币)	77,999
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	435.1

注: 截至 2025 年 10 月 28 日收盘价

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

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 - 青岛啤酒

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>33,937</b>	<b>32,138</b>	<b>32,569</b>	<b>33,378</b>	<b>34,284</b>
同比	5.5%	-5.3%	1.3%	2.5%	2.7%
营业成本	23,204	21,538	21,259	21,620	22,155
<b>毛利润</b>	<b>10,733</b>	<b>10,600</b>	<b>11,309</b>	<b>11,759</b>	<b>12,129</b>
毛利率	31.6%	33.0%	34.7%	35.2%	35.4%
销售及管理费用	6,328	6,112	6,124	6,177	6,233
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>5,186</b>	<b>5,582</b>	<b>5,896</b>
经营利润率	13.0%	14.0%	15.9%	16.7%	17.2%
净融资成本	457	568	409	390	378
其他收入或支出	884	826	620	550	550
<b>税前溢利</b>	<b>5,746</b>	<b>5,881</b>	<b>6,214</b>	<b>6,522</b>	<b>6,824</b>
所得税	1,398	1,390	1,541	1,617	1,692
所得税率	24.3%	23.6%	24.8%	24.8%	24.8%
<b>净利润</b>	<b>4,348</b>	<b>4,492</b>	<b>4,673</b>	<b>4,904</b>	<b>5,131</b>
少数股东净利润	80	147	131	137	144
<b>归母净利润</b>	<b>4,268</b>	<b>4,345</b>	<b>4,542</b>	<b>4,767</b>	<b>4,988</b>
归母净利润率	12.6%	13.5%	13.9%	14.3%	14.5%
同比	15.0%	1.8%	4.5%	4.9%	4.6%

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	17,126	16,472	16,183
应收账款	100	102	103	105	108
应收票据及其他	395	325	325	325	325
存货	3,540	3,576	3,495	3,554	3,642
短期投资	1,924	2,022	2,022	2,022	2,022
其他流动资产	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>24,255</b>	<b>23,662</b>	<b>23,464</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	2,964	3,015	3,089
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>17,433</b>	<b>17,483</b>	<b>17,558</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	30,465	31,939	33,482
非控制性权益	805	799	930	1,067	1,211
<b>权益</b>	<b>28,255</b>	<b>29,860</b>	<b>31,395</b>	<b>33,007</b>	<b>34,693</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
归母净利润	4,268	4,345	4,542	4,767	4,988
折旧	1,140	1,191	1,220	1,245	1,241
存货减少 / (增加)	612	-37	82	-59	-88
应收贸易款项 (增加) / 减少	19	-2	0	-3	-3
应付贸易款项 (减少) / 增加	-511	101	-89	50	75
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>5,754</b>	<b>6,001</b>	<b>6,213</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	-3,138	-3,293	-3,445
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	131	137	144
<b>融资活动 (所用) 所得现金净额</b>	<b>-2,868</b>	<b>-2,983</b>	<b>-3,007</b>	<b>-3,155</b>	<b>-3,302</b>
现金及现金等价物变动	-3,553	-5,250	-852	-655	-289
于年初的现金及现金等价物	17,855	19,282	17,979	17,126	16,472
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>17,126</b>	<b>16,472</b>	<b>16,183</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	3.33	3.49	3.66
每股销售额	24.88	23.56	23.87	24.47	25.13
每股股息	1.86	2.05	2.30	2.41	2.53
<b>同比变动</b>					
收入	5.5%	-5.3%	1.3%	2.5%	2.7%
经营溢利	18.2%	1.9%	15.5%	7.6%	5.6%
归母净利润	15.0%	1.8%	4.5%	4.9%	4.6%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	31.6%	33.0%	34.7%	35.2%	35.4%
经营利润率	13.0%	14.0%	15.9%	16.7%	17.2%
归母净利润率	12.6%	13.5%	13.9%	14.3%	14.5%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	16.1%	15.4%	15.3%	15.3%	15.2%
平均资产回报率	8.6%	8.6%	8.7%	8.9%	9.0%
<b>资产效率</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	20.9	20.5	19.6	18.7	17.9
市盈率 (x)-H股	15.8	15.5	14.8	14.1	13.5
企业价值 / EBITDA (x)-A股	12.7	12.7	11.4	10.8	10.4
企业价值 / EBITDA (x)-H股	8.8	8.8	8.0	7.6	7.3

图表 2：青岛啤酒 1Q25-3Q25 经营情况

百万人民币	1Q24	1Q25	YoY	2Q24	2Q25	YoY	3Q24	3Q25	YoY
营业收入	10,150	10,446	2.9%	9,918	10,046	1.3%	8,891	8,876	-0.2%
销量 (万千升)	218	226	3.5%	245	247	1.0%	216	216	0.3%
平均销售价格(元/公升)	4.6	4.6	-0.6%	4.1	4.1	0.3%	4.1	4.1	-0.5%
营业成本	-6,045	-6,096	0.8%	-5,674	-5,441	-4.1%	-5,146	-5,009	-2.7%
毛利润 (不含税金)	4,105	4,349	6.0%	4,244	4,605	8.5%	3,745	3,866	3.2%
毛利率 (不含税金)	40.4%	41.6%		42.8%	45.8%		42.1%	43.6%	
税金及附加	-609	-631	3.6%	-735	-768	4.4%	-658	-658	0.0%
毛利润	3,495	3,718	6.4%	3,509	3,837	9.3%	3,087	3,208	3.9%
毛利率	34.4%	35.6%		35.4%	38.2%		34.7%	36.1%	
销售费用	-1,302	-1,309	0.5%	-868	-878	1.3%	-1,251	-1,212	-3.1%
销售费用率	12.8%	12.5%		8.7%	8.7%		14.1%	13.7%	
管理及研发费用	-363	-352	-3.0%	-333	-375	12.5%	-300	-313	4.4%
管理及研发费用率	3.6%	3.4%		3.4%	3.7%		3.4%	3.5%	
核心经营利润	1,554	1,788	15.0%	2,308	2,584	11.9%	1,536	1,683	9.6%
核心经营利润率	15.3%	17.1%		23.3%	25.7%		17.3%	19.0%	
财务费用	141	107	-24.5%	150	101	-32.4%	143	106	-25.7%
资产减值损失	-1	0	-76.6%	-2	0	-83.7%	-1	1	n.m.
投资净收益	35	15	-55.8%	27	26	-2.7%	22	15	-33.0%
公允价值变动净收益	55	4	-92.0%	82	49	-40.4%	11	1	-89.8%
营业利润	1,785	1,914	7.3%	2,565	2,760	7.6%	1,712	1,806	5.5%
营业利润率	17.6%	18.3%		25.9%	27.5%		19.3%	20.3%	
资产处置收益	0	32	n.m.	0	80	n.m.	11	-3	n.m.
其他收益	95	87	-8.6%	191	108	-43.4%	92	87	-5.6%
营业外收入	1	6	n.m.	3	9	203.8%	9	21	129.8%
营业外支出	0	-1	n.m.	-6	-1	-84.8%	-3	-1	-71.5%
利润总额	1,880	2,038	8.4%	2,752	2,956	7.4%	1,821	1,910	4.9%
所得税	-534	-569	6.6%	-655	-720	10.0%	-412	-482	17.0%
净利润	1,347	1,469	9.1%	2,098	2,236	6.6%	1,409	1,428	1.4%
净利率	13.3%	14.1%		21.1%	22.3%		15.8%	16.1%	
减：少数股东损益	26	28	6.2%	53	42	-21.5%	61	-58	n.m.
归母净利润	1,320	1,441	9.1%	2,044	2,194	7.3%	1,348	1,370	1.6%
归母净利率	13.0%	13.8%		20.6%	21.8%		15.2%	15.4%	
核心归母净利润	1,320	1,409	6.7%	2,045	2,114	3.4%	1,337	1,373	2.7%
核心归母净利率	13.0%	13.5%		20.6%	21.0%		15.0%	15.5%	

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	33,632	34,904	35,934
新预测	32,569	33,378	34,284
变动	-3.2%	-4.4%	-4.6%
<b>归母净利润</b>			
旧预测	4,715	4,982	5,193
新预测	4,542	4,767	4,988
变动	-3.7%	-4.3%	-4.0%

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 10 月 28 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 10 月 28 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

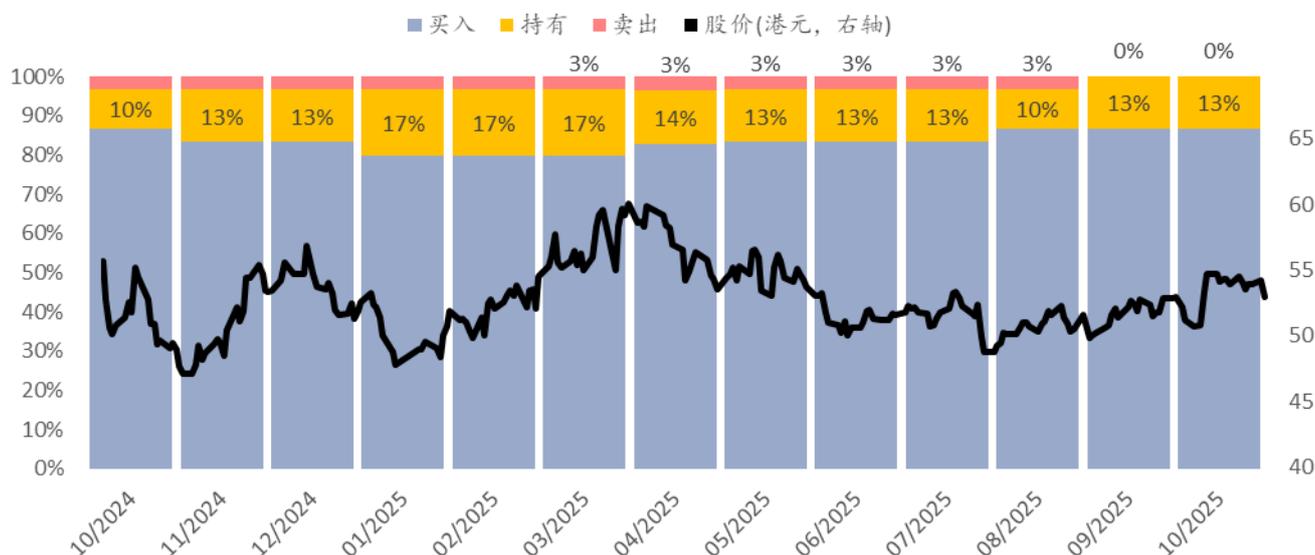
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	16.8	买入	21.6	2025年10月27日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	84.1	买入	102.5	2025年10月27日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.7	2025年3月13日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.13	买入	4.25	2025年10月23日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	43.6	买入	55.9	2025年8月6日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	346.4	买入	435.8	2025年8月6日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	13.1	买入	16.9	2025年8月26日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.5	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	2.0	持有	2.8	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	27.2	买入	34.3	2025年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	53.2	买入	69.2	2025年4月7日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.4	持有	9.3	2025年7月31日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	52.9	买入	66.0	2025年10月28日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	65.3	持有	71.3	2025年10月28日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.3	买入	34.1	2025年8月30日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	14.4	持有	17.7	2025年8月28日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.5	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.2	持有	4.9	2025年7月7日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.2	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	25.0	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	9.2	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	228.2	买入	377.2	2025年10月22日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	667.5	买入	890.0	2025年8月21日	新零售
325.HK Equity	布鲁可	92.9	买入	124.6	2025年10月16日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	76.7	买入	115.0	2025年4月28日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	38.0	买入	82.2	2025年3月27日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	85.9	买入	55.0	2025年3月23日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	52.7	持有	52.2	2025年2月4日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	45.6	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	30.2	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	21.9	持有	28.1	2024年11月3日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.2	持有	14.8	2025年3月31日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	568.0	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	21.4	买入	26.6	2025年5月22日	线上旅游

注：港股及A股截至2025年10月28日收盘价，美股截至2025年10月27日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

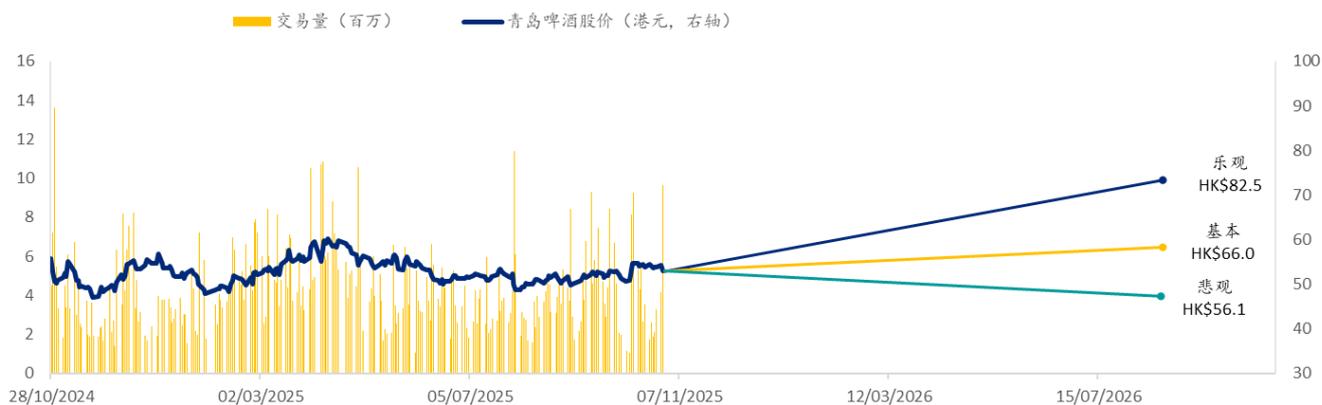
# SPDBI 乐观与悲观情景假设 (168.HK)

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: 82.5 港元

概率: 25%

- 2026 年中高档产品销量同比增长 8%;
- 2026 年整体销量同比增长 3%;
- 公司 2026 年经营利润率水平同比增长 130bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 56.1 港元

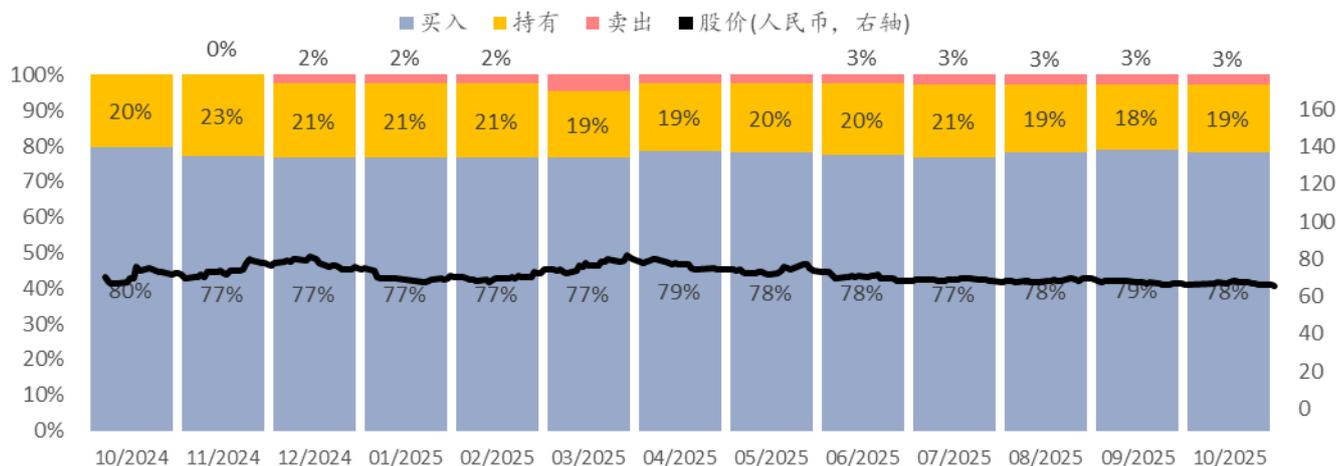
概率: 20%

- 2026 年中高档产品销量同比持平;
- 2026 年整体销量同比持平;
- 公司 2026 年整体经营利润率水平同比增长低于 20bps。

资料来源: 浦银国际

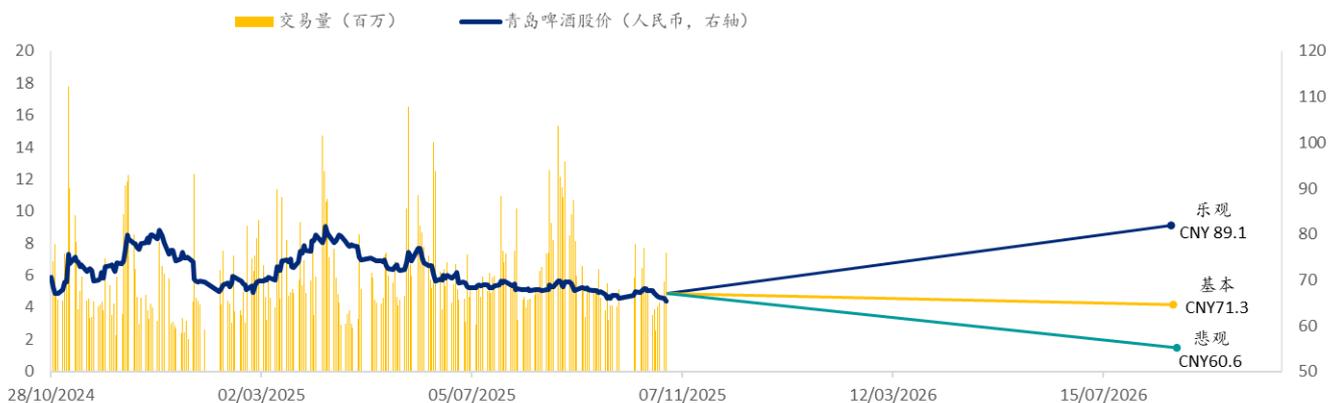
# SPDBI 乐观与悲观情景假设 (600600.CH)

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 89.1 元

概率: 25%

- 2026 年中高档产品销量同比增长 8%;
- 2026 年整体销量同比增长 3%;
- 公司 2026 年经营利润率水平同比增长 130bps。

**悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期**

目标价: 人民币 60.6 元

概率: 20%

- 2026 年中高档产品销量同比持平;
- 2026 年整体销量同比持平;
- 公司 2026 年整体经营利润率水平同比增长低于 20bps。

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

#### 张帆

vane\_zhang@spdbi.com  
(852) 2808 6467

### 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

