

百威亞太 (1876.HK): 渠道轉型給業績帶來的陣痛可能在 2026 年持續

- 下调目标价并维持“持有”评级：**经历了 2025 年的业绩下滑后，公司管理层表示 2026 年的工作重点是重新恢复收入增长以及市场份额提升的趋势。这意味着公司很可能在 2026 年加大市场投入和产品促销力度，从而令利润率承压。2026 年公司在中国市场将继续聚焦于家庭渠道的扩张以及对新兴渠道（比如 O2O 以及直营零售）的渗透。以上渠道转型的确迎合了当下中国消费者的消费趋势，但短期可能继续对产品结构和利润率带来负面影响。我们再次强调，在中国啤酒市场需求面临结构性变化的大背景下，作为中国高端啤酒市场的领导者，百威亞太在一些核心战略方向上需要做出比同业更大的调整和转型，因此其短期所面对的业绩压力也大于同业。下调目标价至 8.7 港元，维持“持有”评级。
- 中国市场渠道战略调整可能令销售单价与利润率承压：**4Q25 中国市场销量同比下降 3.9%，降幅有所收窄。但 4Q25 内生平均销售单价同比大幅下跌 7.7%，降幅较之前显著扩大。我们认为这主要是由于公司在积极向家庭渠道转型的过程中加大了对售点以及经销商的促销及补贴力度，同时公司对 O2O 以及直营零售等新兴渠道的拓展与渗透也导致公司整体促销水平的上升。由于 4Q25 是啤酒淡季，平均销售单价的大幅下滑导致出现较大的经营负杠杆，令中国市场的正常化 EBITDA 同比大幅下降 42.3%。很显然，公司对于家庭渠道的积极投入短期使销量趋于稳定，但渠道结构的变化以及短期较大的促销力度也给平均销售单价带来较大的负面影响。在这样的趋势下，我们认为中国市场 2026 年可能依然将面对较大的销售单价与利润率的下行压力，尽管管理层希望家庭渠道产品与品牌结构的提升能够部分抵消这种影响。
- 韩国市场需求结构性疲软持续，公司表现符合预期：**在较弱的行业需求下，韩国 4Q25 销量同比下跌低单位数，收入同比持平，表现强于行业整体。管理层将其归功于公司过去在产品以及品类上的创新。4Q25 平均销售单价同比上升低单位数，主要是由于公司持续的提价以及品牌结构的改善。4Q25 及 2025 全年，正常化 EBITDA 都小幅上升低单位数。管理层表示亚太东（主要为韩国）未来的 EBITDA 利润率提升依然主要由提价所驱动，其次是经营效率的提升以及产品结构的改善。
- 投资风险：**(1) 行业需求放缓；(2) 超高端产品增速不如预期；(3) 高端市场份额被蚕食；(4) 原材料价格上涨高于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,246	5,764	5,789	5,901	6,086
同比变动 (%)	-8.9%	-7.7%	0.4%	2.0%	3.1%
归母净利润	726	489	547	607	653
同比变动 (%)	-14.8%	-32.6%	11.9%	11.0%	7.4%
PE (X)	18.3	27.3	24.2	21.8	20.3
ROE (%)	6.9%	4.8%	5.3%	6.0%	6.6%

E=浦銀國際預測 資料來源：公司報告、浦銀國際

林聞嘉

首席消費分析師
richard.lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

張嘉

消費分析師
constance.zhang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2026 年 02 月 12 日

評級

持有

目標價（港元）	8.7
潛在升幅/降幅	+11.5%
目前股价（港元）	7.8
52 周內股价区间（港元）	7.27-9.83
總市值（百萬港元）	103,696
近 3 月日均成交額（百萬港元）	98.5

注：截至 2026 年 2 月 12 日收盤價

市場預期區間



▲ SPDBI 目標價 ◇ 目前價 ◆ 市場預期區間
資料來源：Bloomberg、浦銀國際

股价表现



資料來源：Bloomberg、浦銀國際



扫码关注浦銀國際研究

利润表						
(百万美元)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	6,856	6,246	5,764	5,789	5,901	6,086
同比	5.8%	-8.9%	-7.7%	0.4%	2.0%	3.1%
销售成本	-3,403	-3,099	-2,877	-2,905	-2,954	-3,029
毛利	3,453	3,147	2,887	2,883	2,947	3,057
毛利率	50.4%	50.4%	50.1%	49.8%	49.9%	50.2%
销售费用	-1,721	-1,625	-1,532	-1,567	-1,581	-1,620
管理费用	-470	-477	-454	-452	-454	-463
其他经营收入及收益(损失)	107	115	85	85	87	90
经营溢利	1,369	1,160	986	950	999	1,065
经营利润率	20.0%	18.6%	17.1%	16.4%	16.9%	17.5%
净融资成本	10	31	10	6	7	9
税前溢利	1,327	1,160	951	918	967	1,036
所得税开支	-447	-410	-431	-340	-329	-352
所得税税率	33.7%	35.3%	45.3%	37.0%	34.0%	34.0%
净利润	880	750	520	578	638	684
少数股东权益	28	24	31	31	31	31
归属净利润	852	726	489	547	607	653
归属净利润率	12%	12%	8%	9%	10%	11%
同比	-6.7%	-14.8%	-32.6%	11.9%	11.0%	7.4%

现金流量表						
(百万美元)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	880	750	520	578	638	684
折旧与摊销	665	682	635	651	669	687
融资开支净额	-10	-31	-10	-6	-7	-9
所得税开支	447	410	431	340	329	352
其他	93	-24	2	-42	-42	-42
未计营运资金变动前之经营溢利	2,075	1,787	1,578	1,520	1,588	1,672
存货减少／(增加)	23	25	26	-23	-6	-9
应收账款款项(增加)／减少	-76	76	-29	-6	-10	-16
应付贸易款项(减少)／增加	237	-335	-216	-12	35	54
拨备及退休金减少	-47	-99	-23	18	0	0
已收/(已付)利息	-28	-23	-18	-43	-44	-44
已收股息	11	11	16	0	0	0
已付所得税	-443	-368	-433	-336	-329	-352
经营活动所得(所用)现金净额	1,811	1,134	951	1,168	1,285	1,357
出售／(收购)物业、厂房及设备	-477	-368	-295	-310	-310	-290
收购附属公司及其他投资	-11	-18	-6	0	0	0
百威集团现金池存款所得款项	41	-23	-23	0	0	0
投资活动所用现金净额	-447	-409	-324	-310	-310	-290
百威集团实缴资本还款/所得款项	0	0	0	0	0	0
就上市发行股份所得款项	0	0	0	0	0	0
偿还百威集团贷款所得款项及百威集团资金池贷款的所得款项(偿还)	0	0	0	0	0	0
借款所得款项	84	47	120	0	0	0
偿还借贷	0	-131	-29	13	0	0
已付股息	-529	-730	-773	-748	-788	-832
其他	-176	-89	-56	-62	-67	-67
融资活动(所用)所得现金净额	-621	-903	-738	-797	-855	-899
现金及现金等价物变动	683	-274	-39	61	120	168
于年初的现金及现金等价物	2,458	3,141	2,867	2,828	2,889	3,009
现金及现金等价物汇兑差额	-60	-96	72	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	3,141	2,867	2,828	2,889	3,009	3,177

资产负债表						
(百万美元)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
物业、机器及设备	2,986	2,585	2,379	2,143	1,897	1,612
商誉	6,435	5,945	6,130	6,130	6,130	6,130
土地使用权	210	199	200	200	200	200
无形资产	1,572	1,456	1,477	1,364	1,318	1,273
其他	772	761	772	818	860	902
非流动资产	11,975	10,946	10,958	10,655	10,405	10,117
存货	444	376	343	366	372	382
应收贸易款项	609	496	505	507	517	534
应收百威集团款项	0	0	0	0	0	0
其他应收款项—即期部分	0	0	0	0	0	0
总公司资金池	25	48	71	71	71	71
现金及等同现金项目	3,141	2,867	2,828	2,889	3,009	3,177
其他	40	45	68	53	53	53
流动资产	4,259	3,832	3,815	3,886	4,023	4,216
应付贸易款项	2,638	2,228	2,111	2,109	2,145	2,199
应付百威集团款项	104	91	110	100	100	100
其他应付款项及应付费用	0	0	0	0	0	0
计息贷款及借款	237	136	217	230	230	230
百威集团资金池贷款	0	0	0	0	0	0
委托包装及合约负债	1,456	1,306	1,212	1,212	1,212	1,212
其他	214	172	187	191	191	191
流动负债	4,649	3,933	3,837	3,842	3,878	3,932
计息贷款及借款	94	68	60	60	60	60
应付贸易及其他款项	18	13	7	7	7	7
递延税项负债	421	375	384	388	388	388
其他	202	149	157	156	156	156
非流动负债	735	605	608	611	611	611
股本	4,671	4,698	5,192	4,991	4,811	4,631
储备	6,114	5,486	5,070	5,070	5,070	5,070
非控制性权益	65	56	66	97	128	159
权益	10,850	10,240	10,328	10,158	10,009	9,860

财务和估值比率						
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
每股数据 (美元)						
摊薄每股收益	0.06	0.05	0.04	0.04	0.05	0.05
每股销售额	0.52	0.47	0.44	0.44	0.45	0.46
每股股息	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06
同比变动						
收入	6%	-9%	-8%	0%	2%	3%
经营溢利	9%	-15%	-15%	-4%	5%	7%
归属净利润	-7%	-15%	-33%	12%	11%	7%
摊薄每股收益	-7%	-15%	-33%	13%	11%	7%
费用与利润率						
毛利率	50%	50%	50%	50%	50%	50%
经营利润率	20%	19%	17%	16%	17%	17%
归属净利润率	12%	12%	8%	9%	10%	11%
回报率						
平均股本回报率	7.9%	6.9%	4.8%	5.3%	6.0%	6.6%
平均资产回报率	8.1%	7.1%	5.1%	5.6%	6.3%	6.9%
资产负债率						
库存周转天数	50	48	46	46	46	46
应收账款周转天数	31	32	32	32	32	32
应付账款周转天数	282	287	275	265	265	265
财务杠杆						
流动比率 (x)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
负债/权益 (%)	50%	44%	43%	44%	45%	46%
估值						
市盈率 (x)	15.6	18.3	27.3	24.2	21.8	20.3
企业价值 / EBITDA (x)	5.2	5.9	6.8	6.7	6.4	0.0
股息率	5%	6%	6%	6%	6%	6%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 百威亚太 1Q24-4Q25 各季度主要项目内生同比增速

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25
收入增速								
集团	-0.4%	-7.8%	-9.4%	-11.0%	-7.5%	-3.9%	-8.4%	-4.2%
亚太东	5.2%	21.2%	15.7%	7.8%	11.7%	-8.4%	3.9%	-0.6%
亚太西	-1.5%	-13.2%	-15.1%	-17.0%	-11.7%	-2.7%	-12.0%	-5.6%
中国	-2.7%	-15.2%	-16.1%	-20.1%	-12.7%	-6.4%	-15.1%	-11.4%
销量增速								
集团	-4.8%	-7.3%	-11.4%	-12.7%	-6.1%	-6.2%	-8.6%	-0.7%
亚太东	-4.0%	6.0%	3.9%	8.5%	11.9%	-10.4%	-0.6%	-3.7%
亚太西	-4.9%	-9.0%	-13.5%	-17.0%	-8.6%	-5.6%	-9.9%	0.1%
中国	-6.2%	-10.3%	-14.2%	-18.9%	-9.2%	-7.4%	-11.4%	-3.9%
单价增速								
集团	4.6%	-0.5%	2.2%	1.9%	-1.5%	2.4%	0.1%	-3.5%
亚太东	9.6%	14.4%	11.4%	-0.6%	-0.2%	2.2%	4.5%	3.2%
亚太西	3.6%	-4.6%	-1.9%	-0.1%	-3.4%	3.0%	-2.4%	-5.7%
中国	3.7%	-5.4%	-2.1%	-1.4%	-3.9%	1.1%	-4.1%	-7.7%
EBITDA 增速								
集团	4.2%	-6.2%	-16.6%	-7.2%	-11.2%	-4.5%	-6.9%	-24.7%
亚太东	18.7%	69.6%	33.3%	17.0%	24.4%	-26.5%	8.7%	-5.9%
亚太西	2.0%	-16.3%	-25.9%	-20.4%	-17.6%	1.4%	-11.9%	-40.0%
中国	1.0%	-17.2%	-21.1%	-19.9%	-17.1%	-4.0%	-17.4%	-42.3%

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3: 百威亚太经营情况 (同比增速为报表口径)

百万美元	3Q24	3Q25	YOY	4Q24	4Q25	YOY
营业收入	1,705	1,555	-8.8%	1,142	1,073	-6.0%
销量 (百万升)	2,463	2,251	-8.6%	1,361	1,352	-0.7%
单价(美元/升)	0.69	0.69	-0.2%	0.84	0.79	-5.4%
营业成本	-830	-756	-8.9%	-621	-598	-3.7%
毛利润	875	799	-8.7%	521	475	-8.8%
毛利率	51.3%	51.4%		45.6%	44.3%	
营业费用	-586	-546	-6.8%	-485	-466	-3.9%
营业费用率	34.4%	35.1%		42.5%	43.4%	
其他经营收益	26	33	26.9%	33	12	-63.6%
常态 EBITDA	479	438	-8.6%	228	167	-26.8%
EBITDA 利润率	28.1%	28.2%		20.0%	15.6%	
经营利润	315	286	-9.2%	69	21	-69.6%
经营利润率	18.5%	18.4%		6.0%	2.0%	
非基础项目	-24	-24	0.0%	-23	-46	-100.0%
财务费用	3	-1	-133.3%	8	8	0.0%
联营公司盈利	14	16	14.3%	3	1	-66.7%
所得税	-98	-82	-16.3%	-70	-86	22.9%
净利润	210	195	-7.1%	-13	-102	n.m.
净利润率	12.3%	12.5%		-1.1%	-9.5%	
少数股东权益	9	10	11.1%	3	1	-66.7%
归母净利润	201	185	-8.0%	-16	-105	n.m.
归母净利润率	11.8%	11.9%		-1.4%	-9.8%	
核心归母净利润	225	204	-9.3%	1	-12	n.m.
核心归母净利润率	13.2%	13.1%		0.1%	-1.1%	

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 4: SPDBI 财务预测变动: 百威亚太 (1876.HK)

(百万美元)	2026E	2027E	2028E
营业收入			
旧预测	5,830	5,993	N/A
新预测	5,789	5,901	6,086
变动	-0.7%	-1.5%	N/A
归母净利润			
旧预测	634	695	N/A
新预测	547	607	653
变动	-13.7%	-12.6%	N/A

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

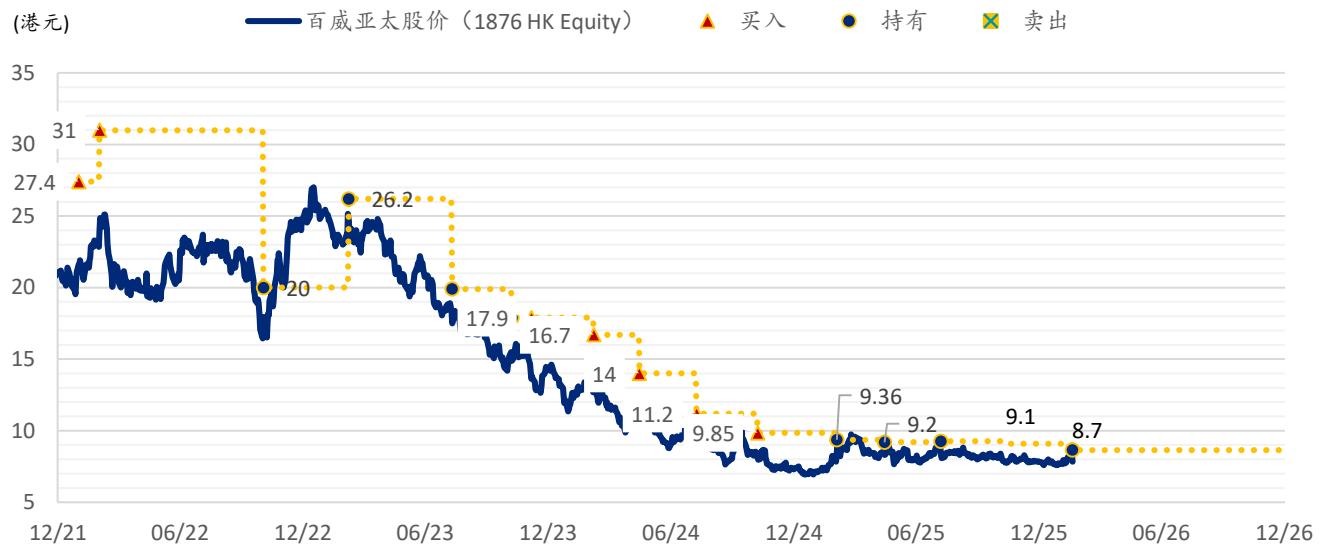
图表 5: 百威亚太 SOTP 估值表 (基于 2026 年的盈利预测)

(百万美元)	2026E EBITDA	目标 EV/EBITDA	企业价值	股权价值	目标价
亚太东	418	5.0	2,092		
亚太西	1,182	8.5	10,048		
合计	1,600	7.6	12,140	14,642	8.65 港元

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 百威亚太 (1876.HK)



注: 截至 2026 年 2 月 12 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

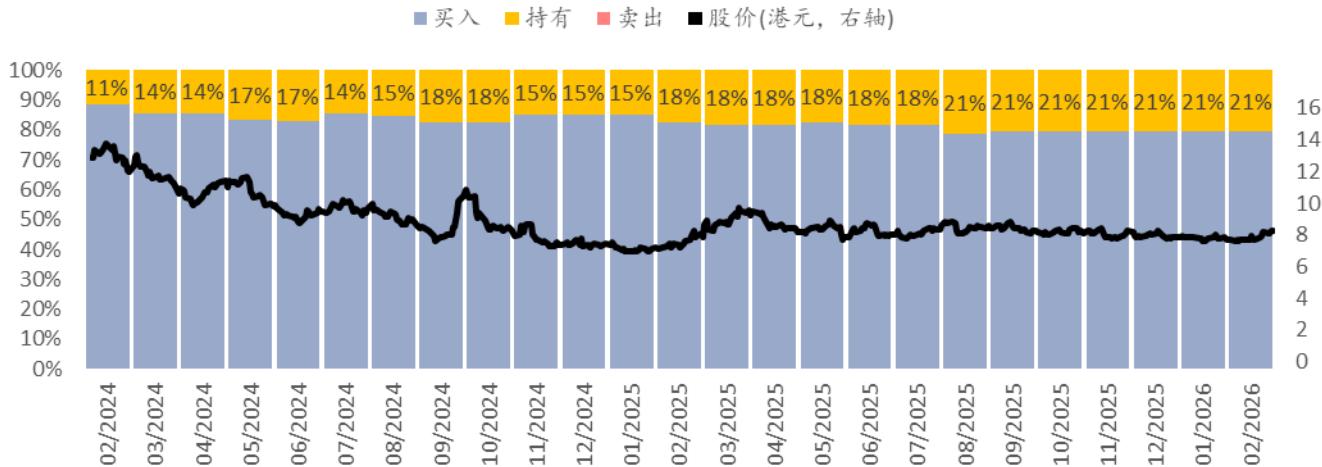
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	21.7	买入	23.4	2026年1月15日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	83.5	买入	97.3	2026年1月30日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.7	2025年3月13日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	2.91	买入	4.33	2025年11月13日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	56.1	买入	64.8	2026年2月9日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	434.4	买入	505.5	2026年2月9日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	16.6	买入	16.9	2025年8月26日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.4	持有	16.6	2025年5月23日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	16.9	持有	21.3	2025年5月23日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.2	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	48.4	2025年11月20日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	26.6	买入	34.3	2025年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	54.1	买入	69.2	2025年4月7日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	7.8	持有	8.7	2026年02月12日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	51.0	买入	66.0	2025年10月28日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	61.6	持有	71.3	2025年10月28日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.6	买入	34.1	2025年8月30日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.0	持有	17.7	2025年8月28日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	7.9	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.9	持有	4.9	2025年7月7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	22.5	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	6.1	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	252.2	买入	286.9	2025年11月18日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	769.0	买入	890.0	2025年8月21日	新零售
325.HK Equity	布鲁可	69.8	买入	124.6	2025年10月16日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	73.3	买入	115.0	2025年4月28日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	34.0	买入	82.2	2025年3月27日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	64.5	买入	55.0	2025年3月23日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	47.9	持有	52.2	2025年2月4日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	47.8	持有	39.1	2025年4月29日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	39.2	买入	41.1	2025年5月23日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	41.4	买入	32.9	2024年11月27日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	53.2	买入	41.1	2024年11月27日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	26.8	持有	28.1	2024年11月3日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	16.5	持有	14.8	2025年3月31日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	428.8	买入	610.6	2025年5月22日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	57.9	买入	78.0	2025年5月22日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	22.0	买入	26.6	2025年5月22日	线上旅游

注: 港股、A股截至2026年2月12日收盘, 美股截至2026年2月11日收盘

资料来源: Bloomberg、浦银国际

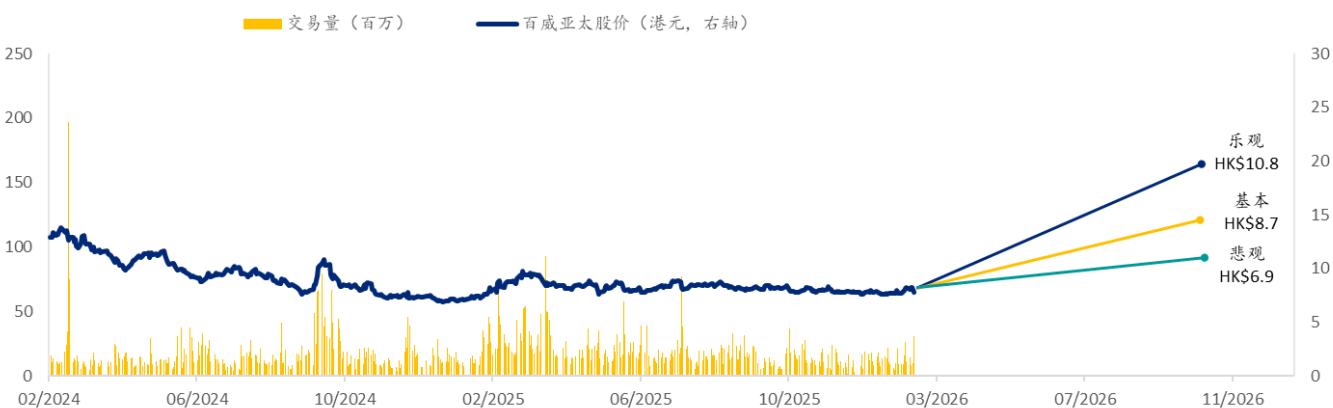
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8：百威亚太市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：百威亚太 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：10.8 港元

概率：25%

- 中国地区高端及超高端产品收入持续增长，2026年中国地区收入同比保持稳定；
- 2026年公司毛利率水平同比保持稳定；
- 2026年公司整体费用率同比保持稳定。

悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期

目标价：6.9 港元

概率：20%

- 中国地区高端及超高端产品收入增速不及预期，2026年中国地区收入同比下降高单位数；
- 2026年公司毛利率水平同比下降 50bps；
- 2026年公司整体费用率同比提升 60bps。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

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团 - 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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

