



# 哔哩哔哩 (9626.HK/BILI.US): 用户增长超预期, 亏损加大, 看好长期商业变现

我们维持买入评级, 提升港股目标价至 678 港元, 潜在升幅 20%; 提升美股目标价至 87 美元, 潜在升幅 30%。

**3Q21 收入符合预期, 亏损加大, 发行 14 亿美元可转债:** 公司三季度收入 52.1 亿元人民币, 同比增长 61%, 符合先前指引及市场预期。游戏同比增 9%; 增值服务同比增 95%; 广告同比增 110%; 电商同比增 78%。调整后净亏损为 16.1 亿, 市场预期净亏损为 15.4 亿, 去年同期为 9.5 亿。公司预计四季度收入将达 57~58 亿人民币, 同比增长 48-51%。11 月 18 日, 公司宣布发行 14 亿美元可转债, 初始转化价约 93.97 美元, 所得款项用于丰富内容、研发及一般企业用途。

**用户增长超预期, 多场景推广:** 本季度, 月活数达到 2.67 亿, 同比增长 35%, 环比增长 13%, 超出此前公司 2.6 亿目标, 其中付费用户数同比增长 59%, 达到 23.9 百万, 付费率为 8.9%。用户参与度不断提升, 用户日均使用时长达到 88 分钟, 月均互动数突破 100 亿。电视端 MAU 已超过 PC 端, 成为第二大终端, 播放时长超过其他终端。目前电视端和 APP 用户端重合度低于 20%, 未来 B 站在多场景发展中, 用户的增长还有很大空间。

**广告业务保持强劲增长, 花火助力生态构建:** 本季度广告业务继续保持高速增长, 同比增 110% 至 11.7 亿元人民币, 收入贡献占比 23%。目前, 花火平台已有超过 1.5 万 UP 主入驻, 同比增长 25%, 品牌复购率超过 75%, 入驻品牌增长超 1000%。花火平台的良好发展有助于 B 站生态的构建, 进而提升商业化效率。

**维持买入评级, 上调目标价至 678 港元/87 美元:** 由于用户增长超预期, 我们将 2021/2022 年收入分别略微上调 0.7% 和 0.1%。我们预计板块估值或持续修复, 港股目标价提升至 678 港元, 美股目标价 87 美元, 对应 7.5x/5.4x 22E/23E 市销率。

**投资风险:** 监管趋严; 变现效率不及预期, 亏损持续扩大。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,778	11,999	19,351	28,834	39,673
毛利润	(1,495)	(3,141)	(6,326)	(6,692)	(6,128)
调整后净利润	(1,067)	(2,580)	(5,407)	(5,558)	(4,709)
目标 PS(x)			10.9	7.5	5.4

E=浦银国际预测 资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

赵丹

互联网分析师  
dan\_zhao@spdbi.com  
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师  
charles\_yang@spdbi.com  
(852) 2808 6409

2021 年 11 月 23 日

哔哩哔哩 (9626.HK)

买入

目标价 (港元)	678
潜在升幅/降幅	+20%
目前股价 (港元)	564
52 周内股价区间 (港元)	471-1052
总市值 (百万港元)	218,599
近 3 月日均成交额 (百万)	472

注: 截至 2021 年 11 月 22 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

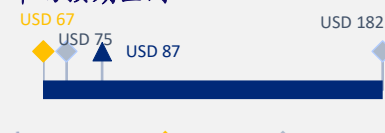
哔哩哔哩 (BILI.US)

买入

目标价 (美元)	87
潜在升幅/降幅	+30%
目前股价 (美元)	67
52 周内股价区间 (美元)	58-158
总市值 (百万美元)	26,015
近 3 月日均成交额 (百万)	328

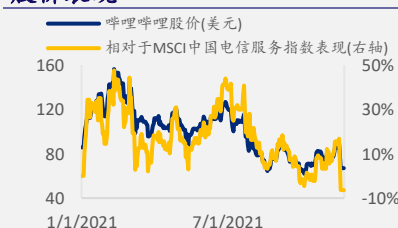
注: 截至 2021 年 11 月 21 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 财务报表分析与预测

### 利润表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
<b>收入</b>	<b>6,778</b>	<b>11,999</b>	<b>19,351</b>	<b>28,834</b>	<b>39,673</b>
收入成本	(5,588)	(9,159)	(15,198)	(21,541)	(27,749)
<b>毛利</b>	<b>1,190</b>	<b>2,840</b>	<b>4,152</b>	<b>7,293</b>	<b>11,924</b>
销售费用	(1,199)	(3,492)	(5,758)	(7,785)	(9,918)
管理费用	(592)	(976)	(1,817)	(2,451)	(3,174)
研发费用	(894)	(1,513)	(2,904)	(3,748)	(4,959)
<b>营业利润</b>	<b>(1,495)</b>	<b>(3,141)</b>	<b>(6,326)</b>	<b>(6,692)</b>	<b>(6,128)</b>
投资收入	97	28	(101)	-	-
利息收入净额	116	(25)	(82)	(102)	(86)
其他收入	15	137	(48)	50	50
<b>除税前盈利</b>	<b>(1,268)</b>	<b>(3,001)</b>	<b>(6,557)</b>	<b>(6,743)</b>	<b>(6,164)</b>
所得税	(36)	(53)	(91)	(121)	(111)
<b>年度盈利</b>	<b>(1,304)</b>	<b>(3,054)</b>	<b>(6,648)</b>	<b>(6,865)</b>	<b>(6,274)</b>
其他损益	-	(4)	-	-	-
少数股东权益	(15)	(47)	(22)	(10)	(10)
<b>本公司权益持有人</b>	<b>(1,289)</b>	<b>(3,012)</b>	<b>(6,627)</b>	<b>(6,855)</b>	<b>(6,264)</b>

### 现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
<b>年度盈利</b>	<b>(1,304)</b>	<b>(3,054)</b>	<b>(6,648)</b>	<b>(6,865)</b>	<b>(6,274)</b>
折旧	192	327	482	675	867
摊销	906	1,395	1,984	1,967	2,213
其他调整项	172	590	-	-	-
营运资金变动	229	1,495	1,382	1,296	1,132
<b>经营现金流</b>	<b>195</b>	<b>753</b>	<b>(2,800)</b>	<b>(2,926)</b>	<b>(2,062)</b>
固定资产	(296)	(602)	(787)	(979)	(1,163)
无形资产	(1,269)	(1,637)	(1,964)	(2,259)	(2,485)
短期及长期投资	(641)	(2,936)	(1,761)	(1,585)	(1,427)
其他投资现金流	(1,753)	(3,732)	(1,942)	(1,748)	(1,573)
<b>投资现金流</b>	<b>(3,958)</b>	<b>(8,907)</b>	<b>(6,454)</b>	<b>(6,571)</b>	<b>(6,648)</b>
借款	(100)	(100)	-	-	-
其他融资现金流	5,179	8,435	29,476	-	-
<b>融资现金流</b>	<b>5,079</b>	<b>8,335</b>	<b>29,476</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>1,315</b>	<b>182</b>	<b>20,221</b>	<b>(9,498)</b>	<b>(8,710)</b>
汇率变动影响	108	(466)	-	-	-
年初现金及现金等价物	3,540	4,963	4,678	24,899	15,402
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>4,963</b>	<b>4,678</b>	<b>24,899</b>	<b>15,402</b>	<b>6,692</b>

### 资产负债表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
现金及现金等价物	4,963	4,678	24,899	15,402	6,692
应收款项	745	1,054	1,699	2,532	3,484
定期存款	1,845	4,720	6,662	8,410	9,983
其他流动资产	2,772	5,288	6,373	7,351	8,230
<b>流动资产合计</b>	<b>10,324</b>	<b>15,740</b>	<b>39,634</b>	<b>33,695</b>	<b>28,389</b>
固定资产	516	762	1,066	1,371	1,667
无形资产	1,657	2,357	2,337	2,629	2,901
其他非流动资产	3,019	5,007	5,683	6,291	6,838
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,193</b>	<b>8,126</b>	<b>9,086</b>	<b>10,290</b>	<b>11,406</b>
<b>资产总计</b>	<b>15,517</b>	<b>23,866</b>	<b>48,721</b>	<b>43,985</b>	<b>39,794</b>
短期借款	-	100	100	100	100
应付账款	1,904	3,074	5,102	7,231	9,315
其他流动负债	2,369	4,217	4,217	4,217	4,217
<b>流动负债合计</b>	<b>4,273</b>	<b>7,392</b>	<b>9,419</b>	<b>11,548</b>	<b>13,632</b>
长期借款	3,415	8,341	18,581	18,581	18,581
其他非流动负债	193	351	351	351	351
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,608</b>	<b>8,692</b>	<b>18,932</b>	<b>18,932</b>	<b>18,932</b>
<b>负债总计</b>	<b>7,880</b>	<b>16,083</b>	<b>28,351</b>	<b>30,480</b>	<b>32,564</b>
累计亏损	(4,146)	(7,175)	(13,824)	(20,688)	(26,963)
其他权益	11,198	14,776	34,012	34,012	34,012
本公司权益持有人应占权益	7,052	7,600	20,188	13,323	7,049
非控制性权益	584	182	182	182	182
<b>权益总额</b>	<b>7,636</b>	<b>7,782</b>	<b>20,370</b>	<b>13,505</b>	<b>7,231</b>

### 主要财务比率

	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	64.2%	77.0%	61.3%	49.0%	37.6%
毛利润增速	39.1%	138.6%	46.2%	75.6%	63.5%
经营利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
净利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
调整后净利润增速	NM	NM	NM	NM	NM
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	17.6%	23.7%	21.5%	25.3%	30.1%
经营利润率	-22.1%	-26.2%	-32.7%	-23.2%	-15.4%
净利率	-19.2%	-25.5%	-34.4%	-23.8%	-15.8%
调整后净利率	-15.7%	-21.5%	-27.9%	-19.3%	-11.9%
<b>每股指标 (元)</b>					
基本EPS	-4.0	-8.7	-17.5	-17.7	-16.1
摊薄EPS	-4.0	-8.7	-17.5	-16.9	-15.5
调整后EPS	-3.3	-7.5	-14.3	-13.7	-11.6
<b>每股指标增速</b>					
基本EPS增速	NM	NM	NM	NM	NM
摊薄EPS增速	NM	NM	NM	NM	NM
调整后EPS增速	NM	NM	NM	NM	NM
<b>估值 (倍)</b>					
调整后目标P/E			-39.0	-40.5	-47.8
目标P/S			10.9	7.5	5.4
目标P/B			7.4	7.1	6.6

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 哔哩哔哩财务预测调整前后对比

人民币百万	3Q21			FY2021E			FY2022E			FY2023E		
	财报	SPDBI 预测	差异	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异	调整后	调整前	差异
收入	5,207	5,135	1.4%	19,351	19,221	0.7%	28,834	28,795	0.1%	39,673	40,962	-3.1%
毛利润	1,018	1,027	-0.8%	4,152	4,262	-2.6%	7,293	7,095	2.8%	11,924	11,567	3.1%
经营利润	(1,878)	(1,849)	NM	(6,326)	(6,079)	NM	(6,692)	(6,294)	NM	(6,128)	(5,842)	NM
净利润	(2,686)	(1,839)	NM	(6,648)	(5,539)	NM	(6,865)	(5,459)	NM	(6,274)	(4,820)	NM
调整后净利润	(1,613)	(1,560)	NM	(5,407)	(4,475)	NM	(5,558)	(3,906)	NM	(4,709)	(2,629)	NM

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 哔哩哔哩估值-分部加总法

业务 (人民币百万)	2022E		估值方法		估值
	收入	经营利润	P/E	P/S	
移动游戏	6,354	1,906	12		22,875
非游戏业务	22,480			9	202,318
<b>市值(人民币百万)</b>					<b>225,193</b>
港元/人民币					0.82
<b>市值(港元百万)</b>					<b>274,626</b>
股数(百万)					405
<b>目标价(港元)</b>					<b>678</b>
美元/港元					7.80
<b>目标价(美元)</b>					<b>87</b>

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: 损益表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
<b>损益表</b>					
移动游戏	3,598	4,803	5,129	6,354	7,573
增值服务	1,641	3,846	6,951	10,403	14,454
广告	817	1,843	4,381	7,885	12,616
电商及其他	722	1,507	2,891	4,191	5,030
<b>收入合计</b>	<b>6,778</b>	<b>11,999</b>	<b>19,351</b>	<b>28,834</b>	<b>39,673</b>
收入成本	(5,588)	(9,159)	(15,198)	(21,541)	(27,749)
<b>毛利</b>	<b>1,190</b>	<b>2,840</b>	<b>4,152</b>	<b>7,293</b>	<b>11,924</b>
销售费用	(1,199)	(3,492)	(5,758)	(7,785)	(9,918)
管理费用	(592)	(976)	(1,817)	(2,451)	(3,174)
研发费用	(894)	(1,513)	(2,904)	(3,748)	(4,959)
<b>营业利润</b>	<b>(1,495)</b>	<b>(3,141)</b>	<b>(6,326)</b>	<b>(6,692)</b>	<b>(6,128)</b>
投资收入	97	28	(101)	-	-
利息收入净额	116	(25)	(82)	(102)	(86)
其他收入	15	137	(48)	50	50
<b>除税前盈利</b>	<b>(1,268)</b>	<b>(3,001)</b>	<b>(6,557)</b>	<b>(6,743)</b>	<b>(6,164)</b>
所得税	(36)	(53)	(91)	(121)	(111)
<b>年度盈利</b>	<b>(1,304)</b>	<b>(3,054)</b>	<b>(6,648)</b>	<b>(6,865)</b>	<b>(6,274)</b>
其他损益	-	(4)	-	-	-
少数股东权益	(15)	(47)	(22)	(10)	(10)
<b>本公司权益持有人</b>	<b>(1,289)</b>	<b>(3,012)</b>	<b>(6,627)</b>	<b>(6,855)</b>	<b>(6,264)</b>
<b>非通用会计准则</b>					
以股份为基础的酬金	173	386	942	1,173	1,394
其他调整项	50	46	277	124	161
<b>调整后净利润</b>	<b>(1,067)</b>	<b>(2,580)</b>	<b>(5,407)</b>	<b>(5,558)</b>	<b>(4,709)</b>

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 5: 资产负债表和简明现金流量表

人民币百万元	FY19	FY20	FY21E	FY22E	FY23E
<b>资产负债表</b>					
现金及现金等价物	4,963	4,678	24,899	15,402	6,692
应收款项	745	1,054	1,699	2,532	3,484
定期存款	1,845	4,720	6,662	8,410	9,983
其他流动资产	2,772	5,288	6,373	7,351	8,230
<b>流动资产合计</b>	<b>10,324</b>	<b>15,740</b>	<b>39,634</b>	<b>33,695</b>	<b>28,389</b>
固定资产	516	762	1,066	1,371	1,667
无形资产	1,657	2,357	2,337	2,629	2,901
其他非流动资产	3,019	5,007	5,683	6,291	6,838
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,193</b>	<b>8,126</b>	<b>9,086</b>	<b>10,290</b>	<b>11,406</b>
<b>资产总计</b>	<b>15,517</b>	<b>23,866</b>	<b>48,721</b>	<b>43,985</b>	<b>39,794</b>
短期借款	-	100	100	100	100
应付账款	1,904	3,074	5,102	7,231	9,315
其他流动负债	2,369	4,217	4,217	4,217	4,217
<b>流动负债合计</b>	<b>4,273</b>	<b>7,392</b>	<b>9,419</b>	<b>11,548</b>	<b>13,632</b>
长期借款	3,415	8,341	18,581	18,581	18,581
其他非流动负债	193	351	351	351	351
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,608</b>	<b>8,692</b>	<b>18,932</b>	<b>18,932</b>	<b>18,932</b>
<b>负债总计</b>	<b>7,880</b>	<b>16,083</b>	<b>28,351</b>	<b>30,480</b>	<b>32,564</b>
累计亏损	(4,146)	(7,175)	(13,824)	(20,688)	(26,963)
其他权益	11,198	14,776	34,012	34,012	34,012
本公司权益持有人应占权益	7,052	7,600	20,188	13,323	7,049
非控制性权益	584	182	182	182	182
<b>权益总额</b>	<b>7,636</b>	<b>7,782</b>	<b>20,370</b>	<b>13,505</b>	<b>7,231</b>
<b>简明现金流量表</b>					
经营活动所得现金流量净额	195	753	(2,800)	(2,926)	(2,062)
投资活动现金流量净额	(3,958)	(8,907)	(6,454)	(6,571)	(6,648)
融资活动所得现金流量净额	5,079	8,335	29,476	-	-
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>1,315</b>	<b>182</b>	<b>20,221</b>	<b>(9,498)</b>	<b>(8,710)</b>
年初现金及现金等价物	3,540	4,963	4,678	24,899	15,402
汇率变动影响	108	(466)	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>4,963</b>	<b>4,678</b>	<b>24,899</b>	<b>15,402</b>	<b>6,692</b>

E=浦银国际预测

资料来源: 公司年报, 浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 哔哩哔哩 (9626.HK) — 港股



资料来源: Bloomberg、浦银国际, 股价截至 11 月 22 日

图表 7: SPDBI 目标价: 哔哩哔哩 (BILI.US) — 美股



资料来源: Bloomberg、浦银国际, 股价截至 11 月 21 日

图表 8: SPDBI 互联网行业覆盖公司

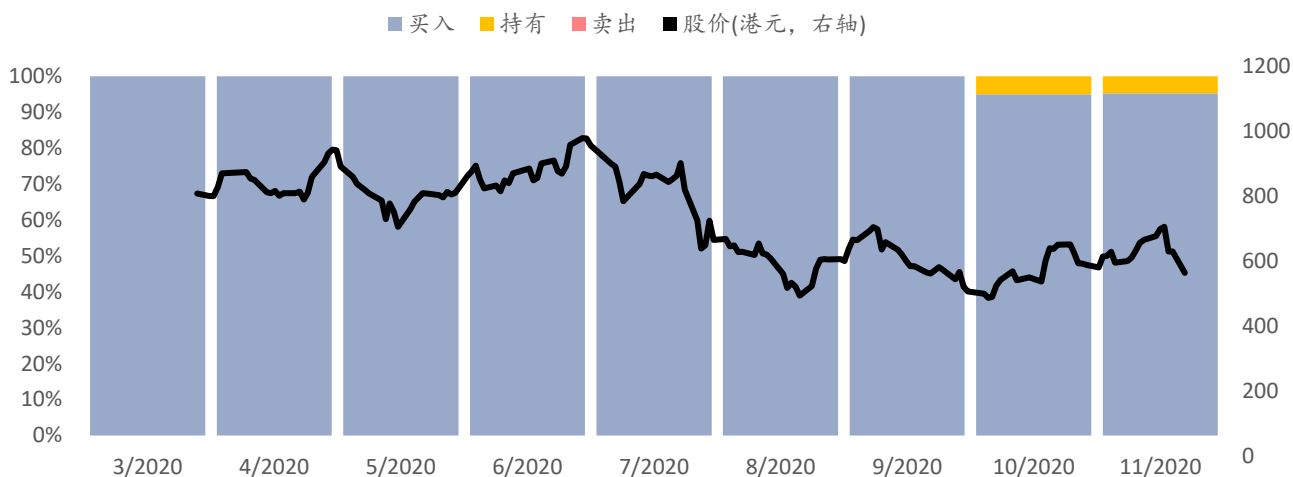
股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价 发布日期	行业
700 HK Equity	腾讯	494.40	买入	650.00	19/8/2021	游戏、社交
9988 HK Equity	阿里巴巴	137.10	买入	168.00	23/11/2021	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	140.34	买入	172.00	23/11/2021	电商
3690 HK Equity	美团	274.00	持有	326.00	29/3/2021	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	93.65	买入	100.00	31/8/2021	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	564.00	买入	678.00	23/11/2021	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	67.12	买入	87.00	23/11/2021	游戏、中视频
780 HK Equity	同程艺龙	17.34	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	有赞	0.79	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	10.18	买入	16.00	17/8/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	34.45	买入	40.00	27/8/2021	SaaS
600588 CH Equity	用友	32.12	买入	45.00	24/8/2021	SaaS
268 HK Equity	金蝶	25.65	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	25.15	买入	38.00	1/9/2021	SaaS

注：港股、A股港股截至11月22日收盘价；美股截至11月21日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

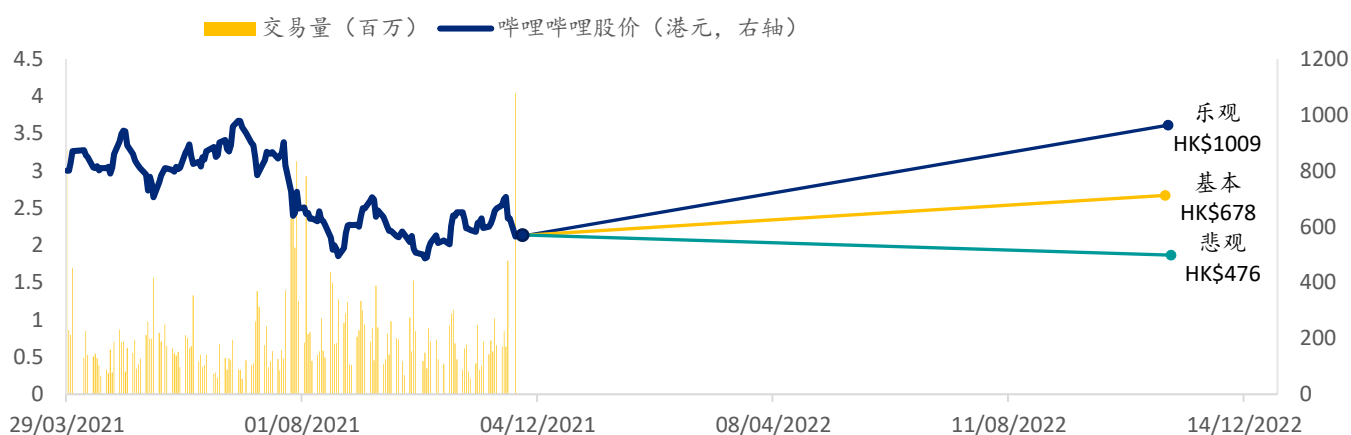
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 哔哩哔哩 (9626.HK) 市场普遍预期—港股



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 哔哩哔哩 (9626.HK) SPDBI 情景假设—港股



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 1009 港元

概率: 20%

- 若用户增长超预期, 到 2022 年底, 公司 MAU 超过 3.5 亿, 或推动收入增长超预期。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 476 港元

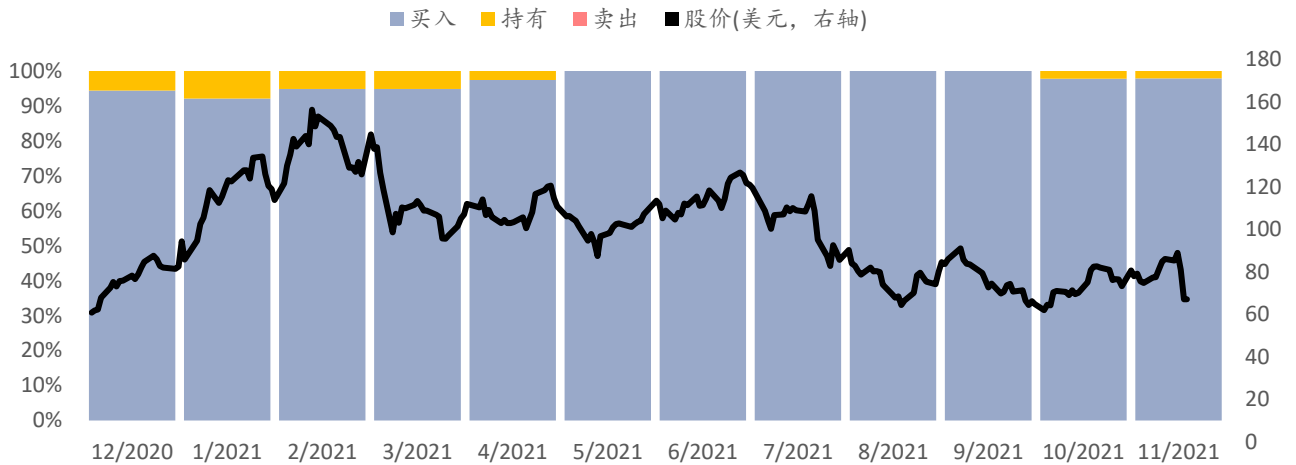
概率: 20%

- 若用户增长不及预期, 到 2022 年底, 公司 MAU 低于 2.9 亿, 或影响公司的收入增速。

资料来源: 浦银国际预测



图表 11: 哔哩哔哩 (BILI.US) 市场普遍预期—美股



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 哔哩哔哩 (BILI.US) SPDBI 情景假设-美股



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 129 美元

概率: 20%

- 若用户增长超预期, 到 2022 年底, 公司 MAU 超过 3.5 亿, 或推动收入增长超预期。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 61 美元

概率: 20%

- 若用户增长不及预期, 到 2022 年底, 公司 MAU 低于 2.9 亿, 或影响公司的收入增速。

资料来源: 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人士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人士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

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com  
852-2808 6467

### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com  
852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com  
852-2808 6475

### 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

