



## 奈雪的茶 (2150.HK): 三大疑虑加重公司前景不确定性; 下调目标价

- 前路崎岖, 前景不明:** 奈雪 2021 年全年业绩没有惊喜。收入同比上涨 40%, 而调整后净亏损 1.4 亿人民币 (相比 2020 年 1,664 万净利润), 基本与 2 月 8 日公布的盈利预警一致。在疫情的挑战下, 管理层无法给予市场 2022 年的收入指引, 同时表示若疫情持续, 公司有可能继续在 2022 年录得亏损。我们对管理层在降低运营费用, 提高公司盈利能力上所做的努力 (包括开设 Pro 店、推出自动制茶机、开发自动排班系统、更改租金计算方式等) 表示肯定, 但同时对公司目前的运营策略存有三大疑虑, 而这些疑虑使我们认为公司未来的发展与盈利前景依然存在较大不确定性。
- 疑虑 1: 产品低端化** - 公司在 2021 年推出了 20 元以下的低价产品来吸引相对低端的消费者。管理层表示其低价产品的毛利率水平与其原有产品差异不大, 这也表示低价产品的生产成本有所下降。我们担心奈雪产品的低端化有可能对其品牌定位造成影响, 同时加剧其与中端奶茶品牌之间的竞争。
- 疑虑 2: 疫情期间大规模开店** - 公司目标 2022 年继续扩店 350 家。我们认为, 在疫情肆虐的情况下大规模扩张可能造成单店收入大幅下滑, 从而在负杠杆的作用下使单店运营费用率大幅上升, 单店盈利水平大幅下降。这也是造成 2H21 亏损的主要原因。
- 疑虑 3: 减费措施可行性** - (1) 考虑到奶茶较低的标准程度, 自动制茶机能否大幅降低人工费用尚不明朗; (2) 公司将原有保底租金改为完全以扣点计算的计划, 在高线城市的热门商圈恐将面对较大阻力; (3) 将原有传统大店完全改为 Pro 店对公司品牌形象的影响尚不可知。
- 下调目标价, 维持“持有”评级:** 我们对 22/23 年收入下调 19%/14%。我们预测 22 年单店收入将继续下滑使费用率承压, 从而导致净亏损 4,400 万, 而 23 年有望扭亏为盈。我们将目标价从 HK\$10.1 下调至 HK\$6.0。新目标价是基于 6x 2023 年 EV/EBITDA。我们认为, 现茶饮行业竞争激烈且短期受疫情影响大, 而奈雪自身盈利模型的有效性与其可持续性也需要进一步来验证。维持“持有”评级。
- 投资风险:** 行业需求放缓、市场竞争加剧、疫情的反复。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,057	4,297	6,001	8,028	9,533
同比变动 (%)	22%	41%	40%	34%	19%
核心归母净利润	17	-144	-44	289	540
同比变动 (%)	NA	-967%	NA	NA	87%
市盈率 (x)	NA	NA	NA	24	13
ROE (%)	-71%	-200%	-1%	6%	10%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闻嘉

消费分析师

richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师

serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2022 年 3 月 30 日

### 评级

### 持有

目标价 (港元)	6.0
潜在升幅/降幅	+19.5%
目前股价 (港元)	5.0
52 周内股价区间 (港元)	3.65-18.98
总市值 (百万港元)	8,541
近 90 日日均成交额 (百万港元)	25.0

注: 截至 2022 年 3 月 30 日午市收盘价

#### 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 - 奈雪的茶

### 利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3,057</b>	<b>4,297</b>	<b>6,001</b>	<b>8,028</b>	<b>9,533</b>
销售成本	-1,159	-1,401	-1,950	-2,593	-3,079
<b>毛利</b>	<b>1,898</b>	<b>2,896</b>	<b>4,051</b>	<b>5,435</b>	<b>6,454</b>
其他收入	198	7	5	5	5
员工成本	-919	-1,424	-1,859	-2,224	-2,416
使用权资产折旧	-353	-420	-556	-688	-835
其他租金及相关开支	-101	-213	-270	-321	-362
其他资产的折旧及摊销	-154	-204	-331	-399	-470
广告及推广开支	-82	-112	-156	-209	-248
配送服务费	-167	-259	-360	-466	-543
水电开支	-67	-91	-126	-169	-200
物流及仓储费	-57	-91	-126	-161	-181
其他开支	-124	-176	-216	-289	-343
其他亏损净额	-7	-39	-54	-72	-86
<b>经营利润</b>	<b>65</b>	<b>-126</b>	<b>2</b>	<b>443</b>	<b>774</b>
融资成本	-130	-92	-89	-85	-83
利息收入	8	20	28	27	29
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/资产/可赎回优先股的公允价值变动	-133	-4,333	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>-190</b>	<b>-4,530</b>	<b>-59</b>	<b>385</b>	<b>720</b>
所得税	-13	4	15	-96	-180
<b>税后利润</b>	<b>-203</b>	<b>-4,526</b>	<b>-44</b>	<b>289</b>	<b>540</b>
归属非控股股东	0	1	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>-203</b>	<b>-4,525</b>	<b>-44</b>	<b>289</b>	<b>540</b>
<b>核心归母净利润</b>	<b>17</b>	<b>-144</b>	<b>-44</b>	<b>289</b>	<b>540</b>

### 资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
物业及设备	587	801	996	1,122	1,152
使用权资产	1,240	1,313	1,357	1,349	1,264
无形资产	1	0	1	1	0
于联营公司的投资	0	0	0	0	0
递延税项资产	28	44	44	44	44
租赁按金	127	160	167	175	184
预付款项	2	338	338	338	338
<b>非流动资产</b>	<b>1,984</b>	<b>2,658</b>	<b>2,903</b>	<b>3,030</b>	<b>2,983</b>
存货	103	174	193	257	305
贸易及其他应收款项	725	346	748	1,001	1,188
受限制银行存款	0	52	52	52	52
现金及现金等价物	502	4,053	3,396	3,499	3,966
<b>流动资产</b>	<b>1,330</b>	<b>4,671</b>	<b>4,435</b>	<b>4,854</b>	<b>5,556</b>
<b>总资产</b>	<b>3,314</b>	<b>7,328</b>	<b>7,338</b>	<b>7,884</b>	<b>8,539</b>
贸易及其他应付款项	501	654	804	1,069	1,269
合约负债	79	218	218	218	218
银行贷款	283	0	0	0	0
可赎回注资	465	0	0	0	0
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	362	8	8	8	8
可转换可赎回优先股	652	0	0	0	0
租赁负债	365	421	510	595	678
即期税项	21	28	28	28	28
<b>流动负债</b>	<b>2,728</b>	<b>1,330</b>	<b>1,569</b>	<b>1,919</b>	<b>2,202</b>
计息借款	0	0	0	0	0
租赁负债	992	1,032	847	754	586
拨备	14	18	18	18	18
递延税项负债	4	5	5	5	5
<b>非流动负债</b>	<b>1,010</b>	<b>1,055</b>	<b>870</b>	<b>777</b>	<b>609</b>
股本	0	1	1	1	1
储备	-425	4,944	4,900	5,188	5,728
非控制性权益	0	-1	-1	-1	-1
<b>权益</b>	<b>-424</b>	<b>4,943</b>	<b>4,899</b>	<b>5,188</b>	<b>5,728</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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>除税前亏损</b>	<b>-190</b>	<b>-4,530</b>	<b>-59</b>	<b>385</b>	<b>720</b>
折旧	507	671	887	1,087	1,305
融资成本	130	92	89	85	83
租赁按金利息收入	-6	-7	-8	-8	-8
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/资产/可赎回优先股的公允价值变动	133	4,333	0	0	0
存货增加	-26	-71	-19	-64	-48
贸易及其他应收款项以及租赁按金增加	-81	379	-402	-253	-188
贸易及其他应付款项增加	64	154	150	265	200
其他	44	83	15	-96	-180
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>574</b>	<b>1,103</b>	<b>653</b>	<b>1,402</b>	<b>1,884</b>
购买物业及设备的付款	-243	-444	-525	-525	-500
处置物业及设备所得款项	1	0	0	0	0
购买无形资产的付款	0	0	0	0	0
其他	-1	0	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-244</b>	<b>-444</b>	<b>-525</b>	<b>-525</b>	<b>-500</b>
新增/(偿还)银行贷款及利息借款所得款项	222	-283	0	0	0
发行认股权证、境内贷款及可换股票据所得款项	234	0	0	0	0
支付租赁负债的本金部分及利息部分	-343	-474	-785	-773	-917
已付银行贷款利息	-9	-1	0	0	0
已付上市开支	-1	0	0	0	0
其他	-12	3,650	0	0	0
<b>融资活动所得/(所用)现金净额</b>	<b>92</b>	<b>2,892</b>	<b>-785</b>	<b>-773</b>	<b>-917</b>
<b>现金及现金等价物增加/(减少)净额</b>	<b>422</b>	<b>3,551</b>	<b>-657</b>	<b>103</b>	<b>467</b>
年初现金及现金等价物	81	502	4,053	3,396	3,499
汇率变动的影响	-2	0	0	0	0
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>502</b>	<b>4,053</b>	<b>3,396</b>	<b>3,499</b>	<b>3,966</b>

### 财务和估值比率

(人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	-0.21	-3.35	-0.03	0.17	0.31
每股销售额	3.10	3.18	3.50	4.68	5.56
每股股息 (HKD)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>同比变动</b>					
收入	22%	41%	40%	34%	19%
经营溢利	34%	-293%	-102%	22858%	75%
归母净利润	NA	NA	NA	NA	87%
核心归母净利润	NA	-967%	NA	NA	87%
摊薄每股收益	NA	NA	NA	NA	87%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	62%	67%	68%	68%	68%
经营利润率	2%	-3%	0%	6%	8%
归母净利率	-7%	-105%	-1%	4%	6%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	-71%	-200%	-1%	6%	10%
平均资产回报率	-8%	-85%	-1%	4%	7%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	28	36	36	36	36
应收账款周转天数	51	45	45	45	45
应付账款周转天数	140	150	150	150	150
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	0.5	3.5	2.8	2.5	2.5
速动比率 (x)	0.4	3.3	2.7	2.4	2.4
现金比率 (x)	0.2	3.0	2.2	1.8	1.8
负债/权益	-67%	0%	0%	0%	0%
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	NA	NA	NA	24.1	12.9
企业价值 / EBITDA (x)	25.1	23.0	10.7	4.1	2.4
股息率	0%	0%	0%	0%	0%

## 2H21 业绩简评

在疫情的挑战下，公司 2H21 收入增长大幅放缓至 16%（相比 1H21 的 80%），核心净利润录得 1.9 亿的亏损。

在产品结构优化与采购成本降低的帮助下，2H21 毛利率提升 3.2ppts。然而，疫情使单店销售额大幅下降，并在负杠杆的作用下令经营费用率同比大幅上升 11.2ppts，最终使公司在 2H21 录得 2 亿人民币的经营亏损。

公司门店经营利润率在 2021 年提升 2.3ppts 至 14.5%，主要归功于 Pro 店费用率较传统店更低。

公司在 2021 年净开奈雪店 326 家，皆为奈雪 Pro 店。公司计划未来将所有传统店改为 Pro 店。

图表 2：奈雪的茶 2020-2021 上下半年利润表现

百万人民币	1H20	1H21	YOY	2H20	2H21	YOY
<b>营业收入</b>	<b>1,180</b>	<b>2,126</b>	<b>80.2%</b>	<b>1,878</b>	<b>2,171</b>	<b>15.6%</b>
奈雪	1,108	2,007	81.1%	1,763	2,061	16.9%
台盖	63	78	23.0%	90	64	-28.9%
其他	8	42	400.7%	25	46	84.2%
<b>销售成本</b>	<b>-466</b>	<b>-669</b>	<b>43.6%</b>	<b>-693</b>	<b>-732</b>	<b>5.5%</b>
<b>毛利</b>	<b>714</b>	<b>1,457</b>	<b>104.2%</b>	<b>1,184</b>	<b>1,439</b>	<b>21.5%</b>
毛利率	61%	69%		63%	66%	
<b>核心毛利</b>	<b>779</b>	<b>1,457</b>	<b>87.1%</b>	<b>1,291</b>	<b>1,439</b>	<b>11.4%</b>
<b>核心毛利率</b>	<b>66.0%</b>	<b>68.5%</b>		<b>68.8%</b>	<b>66.3%</b>	
其他收入	72	3	-95.2%	126	4	-97.2%
经营费用	-819	-1,383	68.9%	-1,212	-1,645	35.8%
经营费用占收入比	69%	65%		65%	76%	
<b>经营利润</b>	<b>-33</b>	<b>77</b>	<b>NA</b>	<b>98</b>	<b>-203</b>	<b>NA</b>
经营利润率	-2.8%	3.6%		5.2%	-9.4%	
<b>核心经营利润</b>	<b>-35</b>	<b>114</b>	<b>NA</b>	<b>149</b>	<b>-192</b>	<b>NA</b>
核心经营利润率	-3.0%	5.4%		7.9%	-8.9%	
融资成本	-60	-46	-22.3%	-71	-45	-36.0%
利息收入	4	5	49.7%	4	15	260.0%
金融资产/负债及可转换 可赎回优先股公允价值 变动	0	-4,332	NA	-133	-1	-99.3%
<b>税前利润</b>	<b>-89</b>	<b>-4,296</b>	<b>4728.3%</b>	<b>-101</b>	<b>-234</b>	<b>131.5%</b>
所得税	13	-26	-296.9%	-26	30	-213.5%
<b>税后利润</b>	<b>-76</b>	<b>-4,321</b>	<b>5592.9%</b>	<b>-127</b>	<b>-204</b>	<b>60.4%</b>
归属非控股股东	1	0	NA	-1	1	NA
<b>归母净利润</b>	<b>-74</b>	<b>-4,321</b>	<b>5702.3%</b>	<b>-129</b>	<b>-203</b>	<b>57.8%</b>
归母净利率	-6.3%	-203.3%		-6.9%	-9.4%	
<b>核心归母净利润</b>	<b>-62</b>	<b>48</b>	<b>-177.6%</b>	<b>79</b>	<b>-192</b>	<b>-344.5%</b>
核心归母净利率	-5.3%	2.3%		4.2%	-8.9%	

资料来源：公司数据，浦银国际

## ● 目标价与估值

基于较大的不确定性，我们对 2022/2023 收入预测下调 19%/14%。我们预测 2022 年单店收入将继续下滑使费用率承压，从而导致净亏损 4,400 万，而 2023 年有望扭亏为盈，盈利达到 2.9 亿人民币。

我们将目标价从 HK\$10.1 下调至 HK\$6.0。新目标价是基于 6x 2023 年 EV/EBITDA。我们下调了目标 EV/EBITDA，主要是考虑到：(1) 疫情对餐饮以及奶茶行业带来较大的不确定性；(2) 疲弱的市场情绪使餐饮与奶茶行业的估值中枢大幅下降。

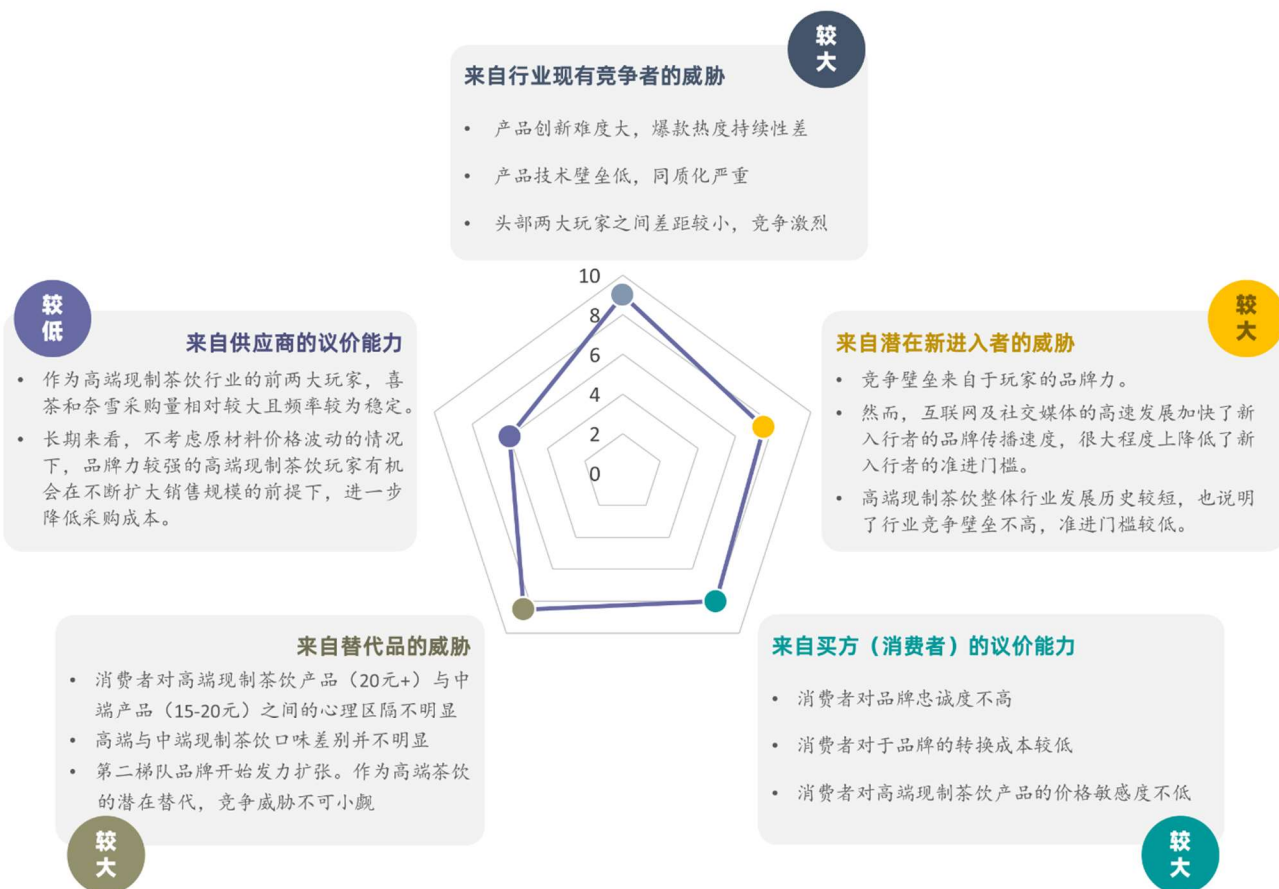
我们认为，现饮茶行业竞争激烈且短期受疫情影响大，而奈雪自身盈利模型的有效性与可持续性也需要进一步来验证。维持“持有”评级。

图表 3：SPDBI 财务预测变化

(百万人民币)	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>			
旧预测	7,381	9,368	N/A
新预测	6,001	8,028	9,533
变动	-18.7%	-14.3%	N/A
<b>核心归母净利润</b>			
旧预测	219	435	N/A
新预测	-44	289	540
变动	N/A	-33.7%	N/A

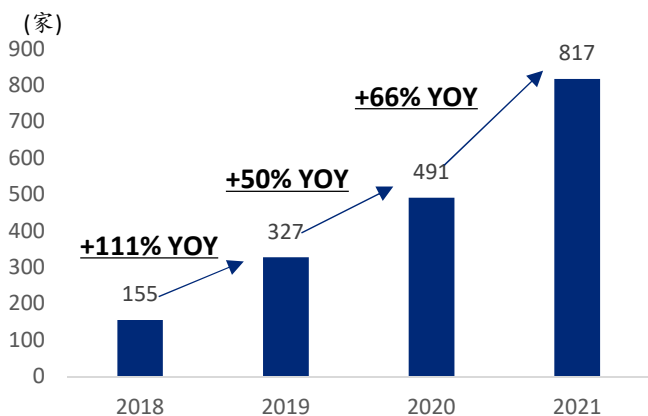
E=浦银国际预测 资料来源：浦银国际

图表 4：高端现制茶饮五力分析（Porter's five forces）



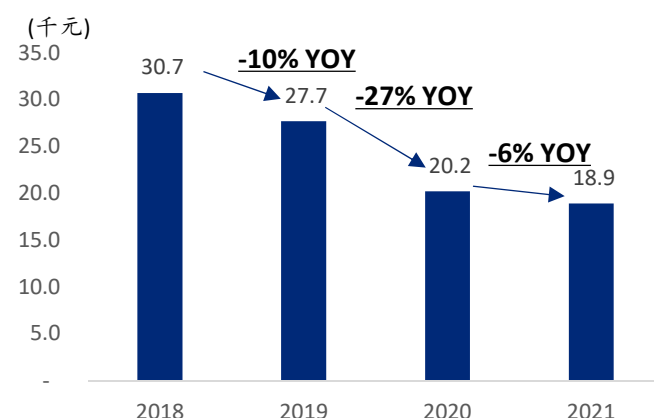
注：分数越高，代表威胁/能力越大；分数越低，代表威胁/能力越小  
资料来源：浦银国际

图表 5：奈雪店数同比变化，2018-2021



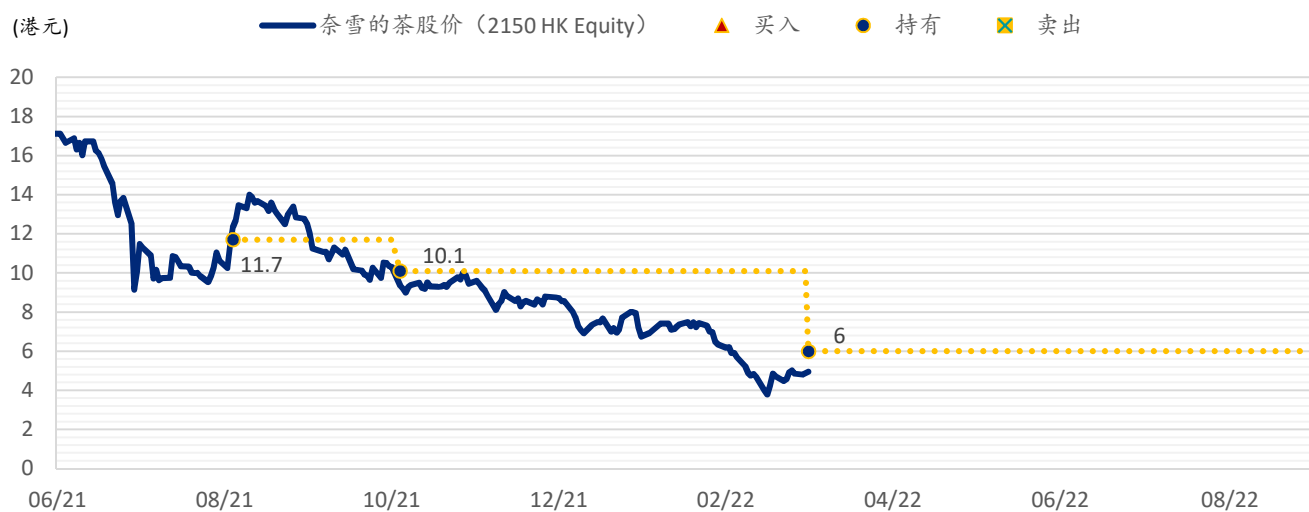
资料来源：公司资料、浦银国际

图表 6：奈雪平均单店日均销售额同比变化，2018-2021



资料来源：公司资料、浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 奈雪的茶



注: 截至 2022 年 3 月 30 日午市收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

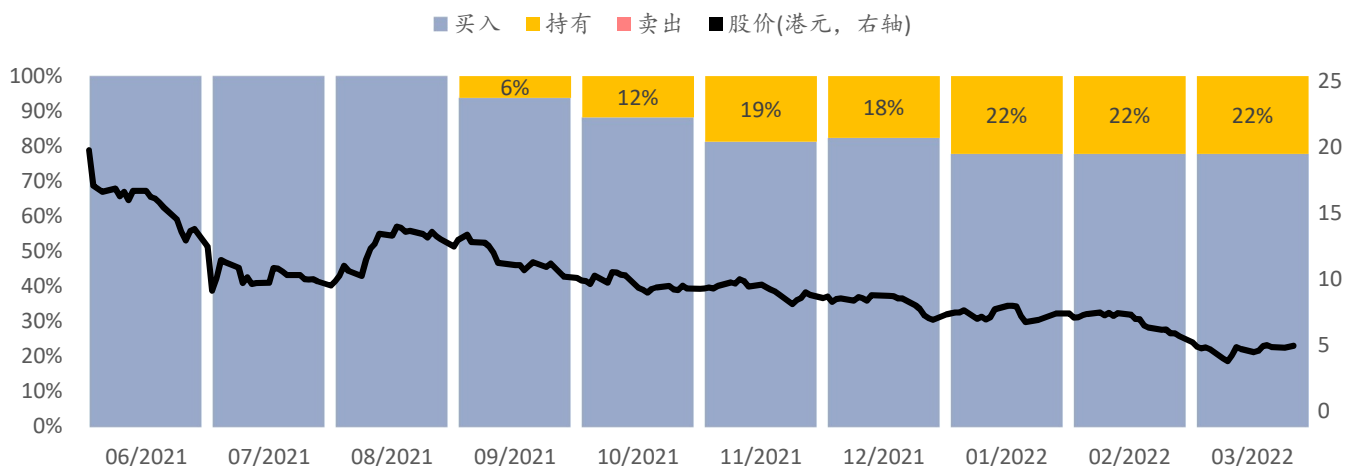
图表 8: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
291.HK Equity	华润啤酒	48.9	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	102.6	买入	180.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	20.9	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
168.HK Equity	青岛啤酒	61.9	持有	86.0	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	77.5	持有	95.0	2022 年 1 月 26 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	7.1	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
2331 HK Equity	李宁	66.4	买入	116.8	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	99.9	买入	134.6	2022 年 3 月 23 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	持有	0.9	2022 年 3 月 16 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.5	买入	10.7	2022 年 2 月 18 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.0	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 3 月 30 日午市收盘价

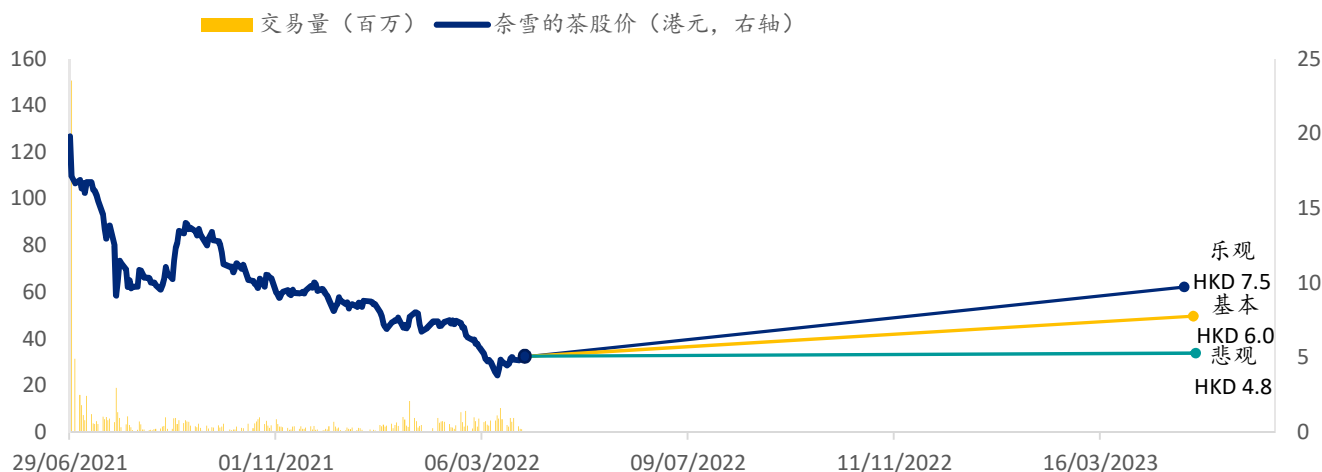
## SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 奈雪的茶市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 奈雪的茶 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: 7.5 港元

概率: 25%

- 奈雪单店销售额 2022 年同比持平;
- 毛利率 2022 年同比提升超 50bps;
- 整体经营利润率 2022 年提升超 4%。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 4.8 港元

概率: 20%

- 奈雪单店销售额 2022 年同比下降 15%;
- 毛利率 2022 年同比下降 10bps;
- 整体经营利润率 2022 年低于 2%。

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

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

