



# 阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US): 电商业务等待复苏, 利润端彰显韧性

同业近期启动“百亿补贴”, 短期或加剧行业竞争, 但我们看好消费复苏推动大盘回暖, CMR 有望逐步恢复增长。公司表示电商在春节前仍存在挑战, 春节后改善明显, 尤其是在服饰、运动等细分品类, 且商家经营主动性逐步提升, 对全年复苏保持乐观。我们重申阿里巴巴“买入”评级, 调整港股目标价至 118 港元, 美股目标价至 121 美元。

- 整体好于市场预期:** 阿里巴巴 FY3Q23 收入同比增长 2% 至 2478 亿人民币, 基本符合市场预期; 调整后净利润为 499 亿, 同比增长 12%, 高于市场预期 12%, 调整后净利率为 20.2%, 去年同期为 18.4%。
- 核心业务有待复苏, 国际业务和菜鸟表现亮眼:** 分部来看, 核心业务中国商业收入 (收入占比 69%) 同比下降 1%; 国际商业和菜鸟表现亮眼, 同比分别增长 18% 和 27%; 本地生活同比增长 6%; 云业务同比增长 3%; 数字媒体同比下降 6%。中国商业分部中, CMR (客户管理) 收入为 913 亿, 同比下降 9%, 主要受宏观经济及疫情影响, 天猫淘宝 GMV 录得中单位数下降; 直营收入保持稳健增长, 同比增 10% 至 744 亿。公司表示电商在春节后改善明显, 尤其在服饰、运动等细分品类, 且商家经营主动性逐步提升, 对于全年消费复苏保持乐观。
- 利润率同比有所改善, 本地生活和国际业务亏损收窄:** 公司经调整 EBITA 为 520 亿, 同比增长 16%, 经调整 EBITA 利润率为 21%, 去年同期为 18%, 主要受本地生活和国际业务亏损收窄。本地生活经调整 EBITA 利润率为 -24%, 去年同期 -41%, 饿了么客单价提升和单位派送成本下降推动 UE (单位经营效益) 持续转正。国际商业经调整 EBITA 利润率为 -4%, 去年同期为 -18%, 得益于 Trendyol 增长强劲以及 Lazada 运营效率提升。
- 维持买入评级, 调整目标价至 118 港元/121 美元:** 考虑到同业“百亿补贴”对竞争环境的影响, 我们将 FY23/24 年收入分别下调 2.1% 和 5.5%, 下调港股目标价至 118 港元, 美股目标价至 121 美元, 对应 16x 和 15x 的 FY23E/24E 市盈率, 维持“买入”评级。
- 投资风险:** 监管趋严; 新业务投资或令利润端承压; 市场情绪不佳。

图表 1: 盈利预测和财务指标

人民币百万	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入	717,289	853,062	877,410	957,070	1,025,278
毛利润	296,084	313,612	319,030	352,202	379,353
调整后净利润	171,985	136,388	139,687	144,688	160,140
调整后目标 PE (x)			15.8	15.3	13.8

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

2023 年 2 月 28 日

阿里巴巴 (9988.HK)

买入

目标价 (港元)	118
潜在升幅/降幅	+32%
目前股价 (港元)	89.4
52 周内股价区间 (港元)	60.25-122
总市值 (百万港元)	1,893,518
近 3 月日均成交额 (百万)	6,438.6

注: 截至 2023 年 2 月 27 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

阿里巴巴 (BABA.US)

买入

目标价 (美元)	121
潜在升幅/降幅	+36%
目前股价 (美元)	89.0
52 周内股价区间 (美元)	58.01-125.84
总市值 (百万美元)	235,631
近 3 月日均成交额 (百万)	2,143.6

注: 截至 2023 年 2 月 24 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	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>收入</b>	<b>717,289</b>	<b>853,062</b>	<b>877,410</b>	<b>957,070</b>	<b>1,025,278</b>
收入成本	(421,205)	(539,450)	(558,380)	(604,869)	(645,925)
<b>毛利</b>	<b>296,084</b>	<b>313,612</b>	<b>319,030</b>	<b>352,202</b>	<b>379,353</b>
研发费用	(57,236)	(55,465)	(58,049)	(62,210)	(66,643)
销售费用	(81,519)	(119,799)	(106,765)	(119,634)	(123,033)
管理费用	(55,224)	(31,922)	(38,028)	(38,283)	(41,011)
其他营业费用	(12,427)	(36,788)	(13,724)	-	-
<b>经营盈利</b>	<b>89,678</b>	<b>69,638</b>	<b>102,465</b>	<b>132,076</b>	<b>148,665</b>
利息及投资收益	68,318	(20,611)	(25,749)	-	-
其他收益净额	7,582	10,523	4,515	-	-
<b>除税前盈利</b>	<b>165,578</b>	<b>59,550</b>	<b>81,231</b>	<b>132,076</b>	<b>148,665</b>
所得税开支	(29,278)	(26,815)	(15,262)	(26,415)	(29,733)
权益投资损益	6,984	14,344	(8,509)	(8,509)	(8,509)
<b>年度盈利</b>	<b>143,284</b>	<b>47,079</b>	<b>57,460</b>	<b>97,152</b>	<b>110,423</b>
少数股东权益	(7,294)	(15,170)	(7,562)	(7,789)	(8,023)
夹层权益的增值	(270)	(290)	(146)	-	-
<b>本公司权益持有人</b>	<b>150,308</b>	<b>61,959</b>	<b>64,876</b>	<b>104,940</b>	<b>118,446</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>171,985</b>	<b>136,388</b>	<b>139,687</b>	<b>144,688</b>	<b>160,140</b>

### 现金流量表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>净利润</b>	<b>143,284</b>	<b>47,079</b>	<b>57,460</b>	<b>97,152</b>	<b>110,423</b>
折旧	26,389	27,808	32,410	36,639	41,010
摊销	21,520	20,257	16,939	12,099	8,644
其他调整项	(9,915)	65,765	(15,989)	(14,433)	(5,798)
营运资金变动	50,508	(18,150)	10,311	15,163	14,774
<b>经营现金流</b>	<b>231,786</b>	<b>142,759</b>	<b>101,131</b>	<b>146,620</b>	<b>169,054</b>
固定资产	(91,684)	(78,144)	(85,486)	(95,666)	(94,617)
无形资产	(1,366)	(15)	(15)	(17)	(18)
短期投资	(114,826)	(106,984)	-	-	-
其他投资现金流	(36,318)	(13,449)	(16,415)	(27,753)	(31,544)
<b>投资现金流</b>	<b>(244,194)</b>	<b>(198,592)</b>	<b>(101,916)</b>	<b>(123,436)</b>	<b>(126,179)</b>
借款净额	(659)	2,299	(1,281)	(819)	(137)
其他融资现金流	30,741	(66,748)	8,768	3,079	3,694
<b>融资现金流</b>	<b>30,082</b>	<b>(64,449)</b>	<b>7,487</b>	<b>2,259</b>	<b>3,557</b>
汇率变动影响	(7,187)	(8,834)	-	-	-
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>10,487</b>	<b>(129,116)</b>	<b>6,701</b>	<b>25,444</b>	<b>46,432</b>
年初现金及现金等价物	345,982	356,469	227,353	234,054	259,498
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>356,469</b>	<b>227,353</b>	<b>234,054</b>	<b>259,498</b>	<b>305,930</b>

### 资产负债表

人民币百万元	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
现金及现金等价物	321,262	189,898	196,599	222,043	268,475
应收款项	124,708	145,995	150,162	163,795	175,468
短期投资	152,376	256,514	256,514	256,514	256,514
其他流动资产	45,014	46,128	46,128	46,128	46,128
<b>流动资产合计</b>	<b>643,360</b>	<b>638,535</b>	<b>649,403</b>	<b>688,480</b>	<b>746,586</b>
固定资产	147,412	171,806	194,227	217,396	240,457
无形资产	70,833	59,231	42,307	30,225	21,599
证券投资及权益投资	437,410	443,253	504,937	573,177	635,209
其他非流动资产	391,203	382,728	384,103	393,907	399,762
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,046,858</b>	<b>1,057,018</b>	<b>1,125,575</b>	<b>1,214,705</b>	<b>1,297,028</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,690,218</b>	<b>1,695,553</b>	<b>1,774,978</b>	<b>1,903,185</b>	<b>2,043,613</b>
短期借款	3,606	8,841	7,560	6,741	6,604
应付账款	261,140	271,460	280,986	304,380	325,040
其他流动负债	112,612	103,483	108,435	113,837	119,625
<b>流动负债合计</b>	<b>377,358</b>	<b>383,784</b>	<b>396,981</b>	<b>424,958</b>	<b>451,269</b>
长期借款	38,335	38,244	38,244	38,244	38,244
无抵押优先票据	97,381	94,259	103,027	106,106	109,800
其他非流动负债	93,510	97,073	97,073	97,073	97,073
<b>非流动负债合计</b>	<b>229,226</b>	<b>229,576</b>	<b>238,344</b>	<b>241,423</b>	<b>245,117</b>
<b>负债总计</b>	<b>606,584</b>	<b>613,360</b>	<b>635,325</b>	<b>666,381</b>	<b>696,385</b>
股本溢价	394,308	410,506	410,506	410,506	410,506
保留盈利及其他	551,835	547,628	605,088	702,240	812,663
<b>本公司权益持有人应占权益</b>	<b>946,143</b>	<b>958,134</b>	<b>1,015,594</b>	<b>1,112,746</b>	<b>1,223,169</b>
非控制性权益	137,491	124,059	124,059	124,059	124,059
<b>权益总额</b>	<b>1,083,634</b>	<b>1,082,193</b>	<b>1,139,653</b>	<b>1,236,805</b>	<b>1,347,228</b>

### 主要财务比率

	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>盈利增速</b>					
营业收入增速	40.7%	18.9%	2.9%	9.1%	7.1%
毛利增速	30.2%	5.9%	1.7%	10.4%	7.7%
经营利润增速	-1.9%	-22.3%	47.1%	28.9%	12.6%
净利润增速	2.1%	-67.1%	22.1%	69.1%	13.7%
调整后净利润增速	29.8%	-20.7%	2.4%	3.6%	10.7%
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	41.3%	36.8%	36.4%	36.8%	37.0%
经营利润率	12.5%	8.2%	11.7%	13.8%	14.5%
净利率	20.0%	5.5%	6.5%	10.2%	10.8%
调整后净利率	24.0%	16.0%	15.9%	15.1%	15.6%
<b>每股指标 (元)</b>					
基本EPS	7.0	2.9	3.1	5.0	5.7
摊薄EPS	6.8	2.8	3.1	5.0	5.7
调整后EPS	7.8	6.3	6.7	6.9	7.7
<b>每股指标增速</b>					
基本EPS增速	-2.1%	-58.7%	8.5%	61.8%	12.9%
摊薄EPS增速	-2.2%	-58.4%	9.1%	61.8%	12.9%
调整后EPS增速	26.1%	-20.0%	6.7%	3.6%	10.7%
<b>估值 (倍)</b>					
调整后目标P/E			15.8	15.3	13.8
目标P/S			2.5	2.3	2.1
目标P/B			3.5	3.3	3.2

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 阿里巴巴财务预测调整前后对比

人民币百万	FY2023E			FY2024E			FY2025E		
	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	877,410	896,124	-2.1%	957,070	1,013,304	-5.5%	1,025,278	1,107,264	-7.4%
毛利润	319,030	316,803	0.7%	352,202	364,790	-3.5%	379,353	398,615	-4.8%
经营利润	102,465	102,457	0.0%	132,076	131,730	0.3%	148,665	149,481	-0.5%
净利润	64,876	90,708	-28.5%	104,940	110,638	-5.1%	118,446	125,276	-5.5%
调整后净利润	139,687	137,243	1.8%	144,688	160,586	-9.9%	160,140	177,875	-10.0%

注: E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 阿里巴巴估值-分部加总法

业务 (人民币百万)	CY23E		估值方法 (x)		估值
	收入	经营利润	EV/EBIT	P/S	
中国商业	625,236	181,319	10		1,813,185
云业务	89,487			3	268,461
其他	222,432			1	222,432
市值(人民币 百万)					<b>2,304,078</b>
港元/人民币					0.90
市值(港元 百万)					<b>2,567,402</b>
基本股数(百万)					21,787
目标价(港元)					<b>118</b>
美股存托股数(百万)					2,723
美元/港元					7.8
目标价(美元)					<b>121</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	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>损益表</b>					
<b>收入</b>	<b>717,289</b>	<b>853,062</b>	<b>877,410</b>	<b>957,070</b>	<b>1,025,278</b>
收入成本	(421,205)	(539,450)	(558,380)	(604,869)	(645,925)
<b>毛利</b>	<b>296,084</b>	<b>313,612</b>	<b>319,030</b>	<b>352,202</b>	<b>379,353</b>
研发费用	(57,236)	(55,465)	(58,049)	(62,210)	(66,643)
销售费用	(81,519)	(119,799)	(106,765)	(119,634)	(123,033)
管理费用	(55,224)	(31,922)	(38,028)	(38,283)	(41,011)
其他营业费用	(12,427)	(36,788)	(13,724)	-	-
<b>经营盈利</b>	<b>89,678</b>	<b>69,638</b>	<b>102,465</b>	<b>132,076</b>	<b>148,665</b>
利息及投资收益	68,318	(20,611)	(25,749)	-	-
其他收益净额	7,582	10,523	4,515	-	-
<b>除税前盈利</b>	<b>165,578</b>	<b>59,550</b>	<b>81,231</b>	<b>132,076</b>	<b>148,665</b>
所得税开支	(29,278)	(26,815)	(15,262)	(26,415)	(29,733)
权益投资损益	6,984	14,344	(8,509)	(8,509)	(8,509)
<b>年度盈利</b>	<b>143,284</b>	<b>47,079</b>	<b>57,460</b>	<b>97,152</b>	<b>110,423</b>
少数股东权益	(7,294)	(15,170)	(7,562)	(7,789)	(8,023)
夹层权益的增值	(270)	(290)	(146)	-	-
<b>本公司权益持有人</b>	<b>150,308</b>	<b>61,959</b>	<b>64,876</b>	<b>104,940</b>	<b>118,446</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	FY21	FY22	FY23E	FY24E	FY25E
<b>资产负债表</b>					
现金及现金等价物	321,262	189,898	196,599	222,043	268,475
应收款项	124,708	145,995	150,162	163,795	175,468
短期投资	152,376	256,514	256,514	256,514	256,514
其他流动资产	45,014	46,128	46,128	46,128	46,128
<b>流动资产合计</b>	<b>643,360</b>	<b>638,535</b>	<b>649,403</b>	<b>688,480</b>	<b>746,586</b>
固定资产	147,412	171,806	194,227	217,396	240,457
无形资产	70,833	59,231	42,307	30,225	21,599
证券投资及权益投资	437,410	443,253	504,937	573,177	635,209
其他非流动资产	391,203	382,728	384,103	393,907	399,762
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,046,858</b>	<b>1,057,018</b>	<b>1,125,575</b>	<b>1,214,705</b>	<b>1,297,028</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,690,218</b>	<b>1,695,553</b>	<b>1,774,978</b>	<b>1,903,185</b>	<b>2,043,613</b>
短期借款	3,606	8,841	7,560	6,741	6,604
应付账款	261,140	271,460	280,986	304,380	325,040
其他流动负债	112,612	103,483	108,435	113,837	119,625
<b>流动负债合计</b>	<b>377,358</b>	<b>383,784</b>	<b>396,981</b>	<b>424,958</b>	<b>451,269</b>
长期借款	38,335	38,244	38,244	38,244	38,244
无抵押优先票据	97,381	94,259	103,027	106,106	109,800
其他非流动负债	93,510	97,073	97,073	97,073	97,073
<b>非流动负债合计</b>	<b>229,226</b>	<b>229,576</b>	<b>238,344</b>	<b>241,423</b>	<b>245,117</b>
<b>负债总计</b>	<b>606,584</b>	<b>613,360</b>	<b>635,325</b>	<b>666,381</b>	<b>696,385</b>
股本溢价	394,308	410,506	410,506	410,506	410,506
保留盈利及其他	551,835	547,628	605,088	702,240	812,663
<b>本公司权益持有人应占权益</b>	<b>946,143</b>	<b>958,134</b>	<b>1,015,594</b>	<b>1,112,746</b>	<b>1,223,169</b>
非控制性权益	137,491	124,059	124,059	124,059	124,059
<b>权益总额</b>	<b>1,083,634</b>	<b>1,082,193</b>	<b>1,139,653</b>	<b>1,236,805</b>	<b>1,347,228</b>
<b>简明现金流量表</b>					
经营活动所得现金流量净额	231,786	142,759	101,131	146,620	169,054
投资活动现金流量净额	(244,194)	(198,592)	(101,916)	(123,436)	(126,179)
融资活动所得现金流量净额	30,082	(64,449)	7,487	2,259	3,557
汇率变动影响	(7,187)	(8,834)	-	-	-
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>10,487</b>	<b>(129,116)</b>	<b>6,701</b>	<b>25,444</b>	<b>46,432</b>
年初现金及现金等价物	345,982	356,469	227,353	234,054	259,498
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>356,469</b>	<b>227,353</b>	<b>234,054</b>	<b>259,498</b>	<b>305,930</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: 阿里巴巴 (9988.HK) — 港股



资料来源: Bloomberg、浦银国际, 股价截至2月27日

图表 7: SPDBI 目标价: 阿里巴巴 (BABA.US) — 美股



资料来源: Bloomberg、浦银国际, 股价截至2月24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/预测 发布日期	行业
9988 HK Equity	阿里巴巴	89.40	买入	118.00	28/2/2023	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	89.00	买入	121.00	28/2/2023	电商
9618 HK Equity	京东	178.00	买入	291.00	9/9/2022	电商
JD US Equity	京东	44.80	买入	75.00	9/9/2022	电商
PDD US Equity	拼多多	83.72	买入	108.00	29/11/2022	电商
VIPS US Equity	唯品会	13.54	持有	16.00	28/2/2023	电商
9878 HK Equity	汇通达	33.50	买入	50.00	31/1/2023	电商
9991 HK Equity	宝尊	16.40	持有	21.00	9/9/2022	电商
BZUN US Equity	宝尊	6.04	持有	8.00	9/9/2022	电商
700 HK Equity	腾讯	349.40	买入	427.00	19/8/2022	游戏、社交
3690 HK Equity	美团	136.20	买入	228.00	8/2/2023	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	54.20	买入	100.00	25/5/2022	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	162.40	买入	170.00	30/11/2022	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	20.47	买入	22.00	30/11/2022	游戏、中视频
780 HK Equity	同程旅行	15.66	买入	21.00	1/2/2023	OTA
8083 HK Equity	中国有赞	0.20	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	4.73	买入	10.20	14/12/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	26.15	买入	28.00	12/4/2022	SaaS
600588 CH Equity	用友网络	22.82	买入	24.00	4/5/2022	SaaS
268 HK Equity	金蝶	15.06	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	5.48	买入	28.00	14/12/2021	SaaS
SE US Equity	Sea	60.01	买入	140.00	18/5/2022	电商、游戏

注: A 股港股截至 2 月 27 日, 美股截至 2 月 24 日

资料来源: Bloomberg、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

#### 周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

#### 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

