



## 巨子生物 (2367.HK): 品牌及渠道调整 驱动 2024 年高速增长

在线上渠道布局愈加完善以及可复美收入大幅扩张的背景下，巨子生物 2023 年收入与净利润增速均高于市场预期。此外，公司首次派息，综合派息率高达 61%。尽管面临高基数的压力中，我们认为公司在可丽金品牌调整完毕、线上渠道占比持续提升以及“以爆带新”的经营策略下，公司在 2024 年仍将保持超指引的高速增长。巨子生物是我们在化妆品行业中首选，维持“买入”评级，并上调目标价至 52 港元。

- 线上渠道布局与线上营销相辅相成：**2023 年，公司大力推进线上渠道转化和线上营销运作，带动全年收入和净利润分别同比增长 49% 和 45%，超市场预期。其中，线上直营收入占比同比提升近 10pct 至 68.7%。这离不开成功的线上营销的辅助，使主力品牌可复美录得 73% 收入增长。巨子生物当前的线上收入占比仍低于同业，我们认为，在巨子生物化妆品收入占比提升以及可丽金品牌收入提速的带动下，公司线上收入占比仍有提升空间，将驱动整体收入保持快速增长。
- 品牌调整基本完成，带来第二增长动力：**在 2023 年，公司另一主力品牌可丽金处于渠道和产品的调整阶段，仅录得收入基本同比持平。我们认为，当下可丽金的调整已取得较好的成效。产品方面，已孵化嘭嘭次抛以及大膜王两大单品，“胶卷系列”进入培育周期，将加速品牌升级。公司也表示，渠道上将在 2024 年持续拓展公域渠道，提升线上销售占比（当前在 40% 左右）。我们预计，在可复美保持快速增长的基础上，随着可丽金产品和渠道调整愈加完善，线上渠道销售增长，可丽金 2024 年收入增速有望赶超可复美。同时，公司表示在研的 2 款医美产品将按计划于 2024 年 2-3 季度获批，但仍需一定铺货周期。
- 产品和渠道结构改变令利润率下降：**上市以来公司收入快速增长，但产品和渠道结构的双重变化却让公司利润率进入下行通道。这是由于（1）毛利更高的医用敷料的收入占比逐年下降；（2）线上销售占比提升令线上营销费用逐年提升。我们预计，2024 年线上销售费用率将小幅提升，利润率下降趋势仍将延续。但我们必须指出，公司的销售费用率比同业低。因此我们认为，在精细化销售费用投放以及效率管理下，费用的提升带来的品牌力以及收入上的积极影响将远超费用率提升带来的负面影响。
- 上调目标价，维持“买入”：**基于巨子生物 2024 年业绩较高的增长预期，稳健的盈利能力，以及 2024 年 2-3 季度医美产品上市更高的能见度，我们小幅上调公司 2024-2026E 的盈利预测，但受股权激励支出影响，预计 2024E 归母净利润小幅下滑。我们给予 26x 2024E PE，上调目标价至 52 港元，维持“买入”评级。
- 投资风险：**行业需求放缓；化妆品线上竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,364	3,524	4,675	6,174	7,911
同比变动 (%)	52.3%	49.0%	32.7%	32.1%	28.1%
归母净利润	1,002	1,452	1,798	2,405	3,040
同比变动 (%)	21.0%	44.9%	23.8%	33.8%	26.4%
PE (X)	39.0	25.9	21.2	15.8	12.5
ROE (%)	52.0%	40.3%	36.0%	37.2%	36.3%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

桑若楠, CFA

消费分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

林闻嘉

首席消费分析师

richard\_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2024 年 3 月 27 日

### 评级

**买入**

目标价 (港元)	52.0
潜在升幅/降幅	+22.4%
目前股价 (港元)	42.5
52 周内股价区间 (港元)	28.4-55.0
总市值 (百万港元)	42,288
近 3 月日均成交额 (百万港元)	123.1

注: 截至 2024 年 3 月 26 日收盘价

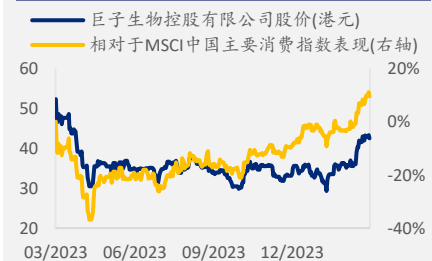
### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 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 - 巨子生物

### 利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>2,364</b>	<b>3,524</b>	<b>4,675</b>	<b>6,174</b>	<b>7,911</b>
同比	52.3%	49.0%	32.7%	32.1%	28.1%
销售成本	-369	-577	-783	-1,042	-1,361
<b>毛利</b>	<b>1,995</b>	<b>2,947</b>	<b>3,892</b>	<b>5,133</b>	<b>6,550</b>
毛利率	84.4%	83.6%	83.3%	83.1%	82.8%
销售费用	-706	-1,164	-1,558	-2,071	-2,709
管理费用	-111	-97	-187	-194	-213
研发费用	-44	-75	-113	-136	-174
<b>核心经营溢利</b>	<b>1,134</b>	<b>1,611</b>	<b>2,033</b>	<b>2,733</b>	<b>3,453</b>
核心经营利润率	48.0%	45.7%	43.5%	44.3%	43.7%
其他经营收入和损失	31	86	67	82	97
<b>经营溢利</b>	<b>1,165</b>	<b>1,697</b>	<b>2,100</b>	<b>2,815</b>	<b>3,550</b>
净融资成本	13	47	61	84	113
其他	-1	1	0	0	0
<b>税前溢利</b>	<b>1,178</b>	<b>1,745</b>	<b>2,161</b>	<b>2,899</b>	<b>3,663</b>
所得税开支	-176	-297	-368	-493	-623
所得税率	15.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
少数股东权益	0	-4	-4	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>1,002</b>	<b>1,452</b>	<b>1,798</b>	<b>2,405</b>	<b>3,040</b>
归母净利润率	42.4%	41.2%	38.5%	39.0%	38.4%
同比	21.0%	44.9%	23.8%	33.8%	26.4%

### 资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、机器及设备	491	663	861	1,047	1,076
使用权资产	60	48	56	65	73
投资资产	0	0	0	0	0
预付款	41	118	118	118	118
无形资产	7	7	9	10	11
其他	1	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	<b>600</b>	<b>838</b>	<b>1,045</b>	<b>1,241</b>	<b>1,278</b>
存货	184	200	261	347	453
应收贸易款项	69	102	207	274	351
其他应收款项—即期部分	87	54	54	54	54
金融资产	866	1,275	1,075	875	875
现金及等同现金项目	1,331	2,504	3,594	5,257	7,320
<b>流动资产</b>	<b>2,538</b>	<b>4,135</b>	<b>5,191</b>	<b>6,806</b>	<b>9,054</b>
应付贸易款项	55	133	142	269	426
租赁负债—即期部分	1	2	2	2	2
其他应付款项及应计费用	136	242	242	242	242
当期所得税负债	75	117	117	117	117
应付分红	0	0	0	0	0
其他	14	37	37	37	37
<b>流动负债</b>	<b>281</b>	<b>531</b>	<b>540</b>	<b>666</b>	<b>823</b>
租赁负债	2	1	1	1	1
递延收益	18	20	20	20	20
应付税款	0	51	51	51	51
<b>非流动负债</b>	<b>20</b>	<b>71</b>	<b>72</b>	<b>72</b>	<b>72</b>
股本	0	0	0	0	0
储备	2,833	4,362	5,620	7,304	9,432
非控制性权益	4	9	5	5	5
<b>权益</b>	<b>2,837</b>	<b>4,371</b>	<b>5,625</b>	<b>7,309</b>	<b>9,437</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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除所得税前溢利	1,178	1,745	2,161	2,899	3,663
折旧	24	39	51	64	71
摊销	1	1	2	2	2
融资开支净额	-13	-47	-61	-84	-113
存货减少/(增加)	-94	-17	-60	-86	-107
应收贸易款项(增加)/减少	-4	-33	-105	-67	-77
其他应收款项减少/(增加)	-62	-43	0	0	0
应付贸易款项(减少)/增加	31	78	9	127	157
其他应付款项及应计费用增加	-3	25	0	0	0
已付所得税	-173	-297	-366	-493	-623
其他	46	76	0	1	1
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>932</b>	<b>1,528</b>	<b>1,630</b>	<b>2,362</b>	<b>2,974</b>
购入物业、机器及设备	-153	-199	-260	-260	-110
购入土地使用权	0	0	0	0	0
购入无形资产	-1	-2	-3	-3	-3
已收取利息	13	47	61	84	113
购入金融性资产	-719	-409	200	200	0
其他	0	0	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-859</b>	<b>-562</b>	<b>-2</b>	<b>21</b>	<b>0</b>
股份发行	-11,646	0	0	0	0
股东注资	4	0	0	0	0
收购	0	0	0	0	0
已付股利	-367	-881	-539	-722	-912
已付利息	-16	0	0	0	0
其他	6,236	0	0	0	0
<b>融资活动(所用)所得现金净额</b>	<b>-5,790</b>	<b>-881</b>	<b>-539</b>	<b>-722</b>	<b>-912</b>
现金及现金等价物变动	-5,717	85	1,089	1,662	2,062
于年初的现金及现金等价物	7,103	1,331	2,504	3,594	5,257
现金及现金等价物汇兑差额	-55	1	1	1	1
于年末的现金及现金等价物	<b>1,331</b>	<b>1,417</b>	<b>3,594</b>	<b>5,257</b>	<b>7,320</b>

### 财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据(人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.98	1.48	1.80	2.42	3.06
每股销售额	2.32	3.59	4.70	6.21	7.95
每股股息	0.00	0.90	0.54	0.73	0.92
<b>同比变动</b>					
收入	52.3%	49.0%	32.7%	32.1%	28.1%
经营溢利	20.9%	45.6%	23.7%	34.0%	26.1%
归母净利润	21.0%	44.9%	23.8%	33.8%	26.4%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	84.4%	83.6%	83.3%	83.1%	82.8%
经营利润率	48.0%	45.7%	43.5%	44.3%	43.7%
归母净利率	42.4%	41.2%	38.5%	39.0%	38.4%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	52.0%	40.3%	36.0%	37.2%	36.3%
平均资产回报率	31.9%	35.8%	32.1%	33.7%	33.1%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	8.9	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	9.0	7.8	9.6	10.2	11.0
速动比率(x)	1.2	0.7	1.0	1.0	1.0
现金比率(x)	4.7	4.7	6.7	7.9	8.9
负债/权益(%)	10.6%	13.8%	10.9%	10.1%	9.5%
<b>估值</b>					
市盈率(x)	39.0	25.9	21.2	15.8	12.5
市销率(x)	16.5	10.7	8.1	6.2	4.8
股息率	0.0%	2.1%	1.3%	1.7%	2.2%

图表 2: 巨子生物 2022-2023 年上、下半年及全年经营情况

(百万人民币)	1H22	1H23	YoY	2H22	2H23	YoY	2022	2023	YoY
收入	985	1,606	63.0%	1,380	1,918	39.1%	2,364	3,524	49.0%
销售成本	-147	-255	73.7%	-223	-322	44.8%	-369	-577	56.3%
毛利润	838	1,351	61.2%	1,157	1,596	38.0%	1,995	2,947	47.7%
毛利率	85.1%	84.1%		83.9%	83.2%		84.4%	83.6%	
销售费用	-264	-555	110.3%	-442	-609	37.7%	-706	-1,164	64.9%
销售费用率	26.8%	34.6%		32.1%	31.8%		29.9%	33.0%	
管理费用	-50	-47	-5.7%	-61	-49	-19.0%	-111	-97	-13.0%
管理费用率	5.1%	3.0%		4.4%	2.6%		4.7%	2.7%	
研发费用	-19	-34	80.8%	-25	-41	62.4%	-44	-75	70.2%
研发费用率	1.9%	2.1%		1.8%	2.1%		1.9%	2.1%	
核心经营利润	505	714	41.4%	629	897	42.6%	1,134	1,611	42.1%
核心经营利润率	51.3%	44.5%		45.6%	46.7%		48.0%	45.7%	
财务支出	7	24	255.7%	6	24	265.7%	13	47	260.6%
其他收入及支出	10	9	-18.1%	44	46	4.8%	55	55	0.4%
其他盈利及亏损	-9	29	n.m.	-15	3	n.m.	-24	32	n.m.
税前利润	513	776	51.2%	665	970	45.9%	1,178	1,745	48.2%
所得税	-76	-110	44.4%	-100	-187	86.7%	-176	-297	68.5%
净利润	437	666	52.3%	564	782	38.6%	1,002	1,448	44.6%
少数股东权益	0	-1	n.a.	0	-3	n.m.	0	-4	n.m.
归母净利润	437	667	52.5%	565	785	39.0%	1,002	1,452	44.9%
归母净利润率	44.4%	41.5%		40.9%	40.9%		42.4%	41.2%	

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3：SPDBI 财务预测变动：巨子生物（2367.HK）

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>			
旧预测	4,665	6,148	n.a.
新预测	4,675	6,174	7,911
变动	0.2%	0.4%	n.a.
<b>归母净利润</b>			
旧预测	1,817	2,381	n.a.
新预测	1,798	2,405	3,040
变动	-1.1%	1.0%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 4：SPDBI 目标价：巨子生物（2367.HK）



注：截至 2024 年 3 月 26 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

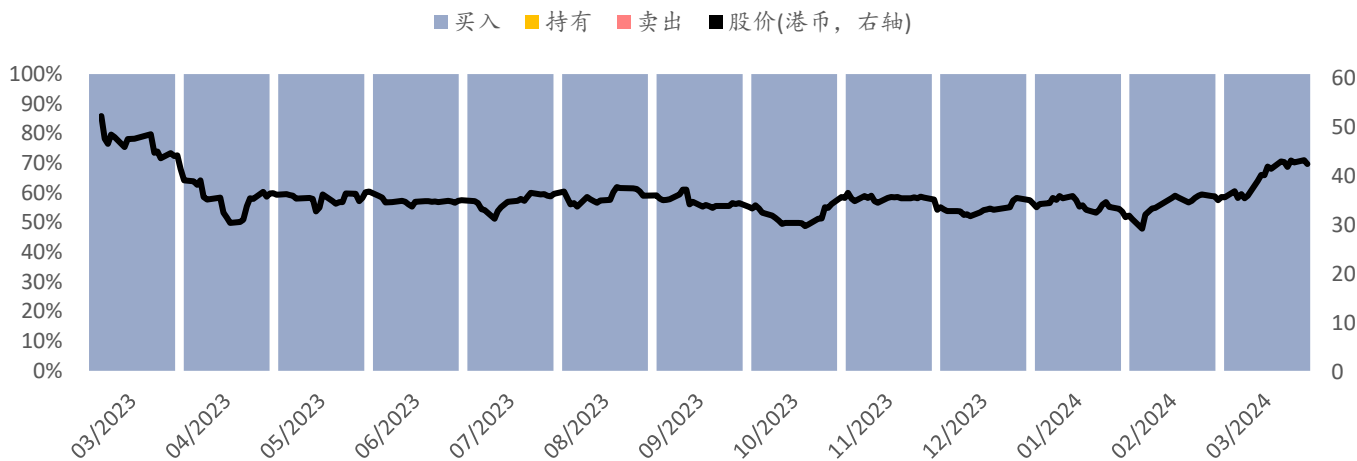
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	20.1	买入	24.8	2024 年 3 月 20 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	83.6	买入	101.0	2024 年 3 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2024 年 3 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.2	买入	8.4	2023 年 12 月 16 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	3.0	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	38.6	买入	67.7	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	304.2	买入	528.2	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.0	持有	14.0	2023 年 1 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	11.7	买入	21.1	2023 年 9 月 5 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.5	买入	6.8	2024 年 3 月 25 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	24.4	买入	23.7	2024 年 3 月 14 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	35.8	买入	47.0	2024 年 3 月 19 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	64.9	买入	115.9	2023 年 8 月 17 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	11.8	买入	16.7	2024 年 3 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	53.2	买入	46.4	2024 年 1 月 24 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	85.1	持有	71.1	2024 年 1 月 24 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.3	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.3	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	19.0	买入	23.9	2024 年 1 月 16 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.1	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.6	持有	5.4	2023 年 8 月 30 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.4	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	13.7	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	9.7	买入	7.8	2023 年 9 月 13 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	93.1	买入	125.9	2023 年 12 月 11 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	42.5	买入	52.0	2024 年 3 月 27 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	57.4	持有	70.1	2023 年 12 月 11 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	61.3	持有	76.5	2023 年 12 月 11 日	化妆品

注: 截至 2024 年 3 月 26 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 6: 巨子生物市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 巨子生物 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期	悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期
<p><b>目标价: 65.0 港元</b></p> <p><b>概率: 25%</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>可复美 2024 年收入同比增长超 50%;</li> <li>可丽金 2024 年收入同比增长超 60%;</li> <li>集团毛利率 2024 年同比下降 20bps;</li> <li>市场营销费用占比 2024 年同比提升 10bps;</li> </ul>	<p><b>目标价: 44.2 港元</b></p> <p><b>概率: 20%</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>可复美 2024 年收入同比增长 20% 以下;</li> <li>可丽金 2024 年收入同比增长 30% 以下;</li> <li>集团毛利率 2024 年同比下降 150bps;</li> <li>市场营销费用占比 2024 年同比扩宽 60bps。</li> </ul>

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(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有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。

### 浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 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

