

巨子生物 (2367 HK)

销售复苏在望，底部布局正当时

魔镜数据显示，5-6 月，巨子生物旗下可复美和可丽金品牌在天猫淘宝及抖音合计实现 GMV 10.8 亿元，同比增长 2%；其中可复美同比减少 2%，可丽金同比增长 33%。但得益于 1-4 月强劲的销售表现，2025 年上半年可复美和可丽金品牌在天猫淘宝、抖音的 GMV 合计仍实现同比 38% 的快速增长。尽管舆情导致了短期线上销售增长势头减弱，但我们认为 5-6 月份的销售表现体现了在极端环境下，公司仍有较强的销售韧性，帮助我们验证了公司在减少对于达人直播依赖的情况下，品牌内生流量的韧性。展望未来，我们认为，可复美和可丽金的强大的产品力，优秀的使用体验是销售复苏的基础。7 月以来，李佳琦、朱梓骁等头部主播已恢复直播可复美产品，展示了头部主播对于品牌的认可。随着公司逐步恢复达播频次、加大推广力度，我们预计销售额将逐步复苏。

■ **线上销售额有望逐步复苏。**据魔镜数据，5-6 月可复美在猫淘 GMV 同比增长 5%，在抖音 GMV 同比减少 13%。我们认为，抖音渠道受影响更显著主要是由于达人直播场次减少。据经济观察报，可复美在今年“6.18”期间的带货达人数量减少 32%。青眼情报的数据显示，5 月可复美在抖音的达人带货占比 GMV 为 33.9%，较 3 月（含“3.8”大促）的 40.4% 有所下降。公司正积极恢复达播频次，如可复美次抛组合登陆“李佳琦超级 88 预售”直播，抖音朱梓骁可复美专场持续开播等。我们认为，随着公司逐步恢复达播频次、加大推广力度，销售额将逐步复苏。此外，丰富的产品品类以及双品牌战略也加大了公司的抗风险能力。根据魔镜数据，5-6 月，可复美面部精华品类在猫淘平台的 GMV 同比下滑 7%，而乳液/面霜品类 GMV 仍保持 144% 的强劲增长；同期间，可丽金在猫淘+抖音的合计 GMV 同比增长 33%。此外，占公司收入 28% 的线下销售有望维持稳健。

■ **强大的产品力和技术积累是销售复苏的基石。**作为中国首家规模化生产重组胶原蛋白护肤品的企业，公司在胶原蛋白领域拥有深厚的技术积累。公司研发费用从 2019 年 1,100 万元，增长到 2024 年 1.06 亿元，2024 年研发费用率约为 2%。公司积极扩产，资本开支从 2021 年的 7,500 万元，逐步增加到 2024 年的 2.5 亿元。2023 年，公司完成了重组胶原蛋白新产能的建设，设计年产能达 212.5 吨。

■ **维持“买入”评级，目标价 73.54 港元。**保守估计 2H25 可复美/可丽金的线上收入将分别同比增长 10% 和 35%，全年可复美线上收入增速约为 20%，可丽金约为 60%。线下业务保持稳健。我们预计公司 25 年收入增速预测将放缓至 23%。基于 DCF 模型，我们下调目标价至 73.54 港元，维持“买入”评级（WACC：10.9%，永续增长率：3.0%），对应 29x 25E PE。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
销售收入(百万人民币)	3,524	5,539	6,789	8,708	11,231
同比增长 (%)	49.0	57.2	22.6	28.3	29.0
归母净利润(百万人民币)	1,452	2,062	2,332	2,851	3,529
同比增长 (%)	44.9	42.1	13.1	22.3	23.8
市盈率(倍)	35.0	24.8	23.1	18.9	15.3
净负债比率 (%)	(57.2)	(56.5)	(69.6)	(72.5)	(75.2)

资料来源：公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

买入(维持)

目标价	73.54 港元
(此前目标价)	79.96 港元
潜在升幅	29.0%
当前股价	57.00 港元

中国医药

武煜, CFA

(852) 3900 0842

jillwu@cmbi.com.hk

王云逸

(852) 3916 1729

cathywang@cmbi.com.hk

张苗

(852) 3761 8910

zhangmiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	59,046.5
3 月平均流通量(百万港元)	901.0
52 周内股价高/低(港元)	84.90/35.70
总股本(百万)	1035.9

资料来源：FactSet

股东结构

Juzi Holding Co., Ltd	54.4%
-----------------------	-------

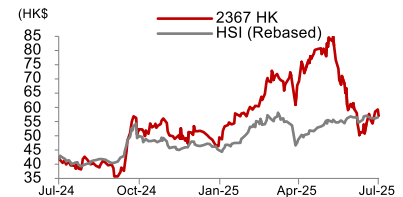
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-5.0%	-4.1%
3 - 月	-17.6%	-28.6%
6 - 月	15.3%	-9.0%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

巨子生物线上销售表现

图 1: 天猫历年大促美妆护肤品牌榜单

	美妆	美妆	护肤	护肤	美妆	护肤	美妆
排名	2025 “618”	2025 3.8	2024 “双 11”	2024 “618”	2024 3.8	2023 “双 11”	2023 “618”
1	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	珀莱雅	欧莱雅
2	兰蔻	巴黎欧莱雅	巴黎欧莱雅	兰蔻	巴黎欧莱雅	欧莱雅	兰蔻
3	巴黎欧莱雅	兰蔻	兰蔻	巴黎欧莱雅	兰蔻	兰蔻	雅诗兰黛
4	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	珀莱雅
5	海蓝之谜	修丽可	海蓝之谜	海蓝之谜	OLAY	薇诺娜	玉兰油
6	修丽可	海蓝之谜	赫莲娜	修丽可	修丽可	海蓝之谜	修丽可
7	SK-II	CPB	修丽可	赫莲娜	娇韵诗	玉兰油	赫莲娜
8	赫莲娜	可复美	SK-II	SK-II	薇诺娜	修丽可	SK-II
9	CPB	YSL	薇诺娜	玉兰油	CPB	赫莲娜	海蓝之谜
10	娇韵诗	娇韵诗	玉兰油	薇诺娜	海蓝之谜	娇兰	资生堂
11	圣罗兰	OLAY	CPB	可复美	资生堂	SK-II	-
12	薇诺娜	资生堂	娇兰	娇韵诗	YSL	娇韵诗	-
13	OLAY	赫莲娜	可复美	资生堂	可复美	自然堂	-
14	科颜氏	薇诺娜	娇韵诗	科颜氏	赫莲娜	资生堂	-
15	资生堂	SK-II	圣罗兰	理肤泉	理肤泉	理肤泉	-
16	可复美	-	-	-	-	-	-

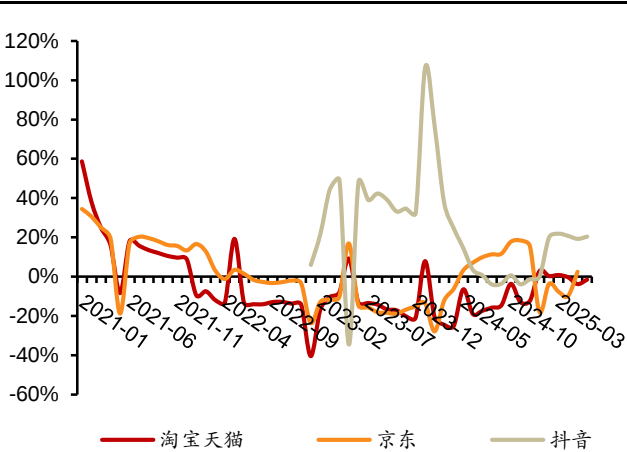
资料来源：天猫，天下网商，招银国际环球市场

图 2: 抖音历年大促美妆护肤品牌榜单

排名	2025 “618”	2025 “3.8”	2024 “双 11”	2024 “618”	2024 3.8	2023 “双 11”	2023 “618”
1	韩束	韩束	珀莱雅	韩束	韩束	珀莱雅	赫莲娜
2	珀莱雅	珀莱雅	韩束	珀莱雅	雅诗兰黛	韩束	雅诗兰黛
3	赫莲娜	赫莲娜	欧莱雅	赫莲娜	珀莱雅	雅诗兰黛	海蓝之谜
4	欧莱雅	自然堂	可复美	雅诗兰黛	欧莱雅	海蓝之谜	兰蔻
5	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛	后	兰蔻	欧莱雅	珀莱雅
6	海蓝之谜	欧莱雅	后	兰蔻	海蓝之谜	兰蔻	后
7	兰蔻	丸美	赫莲娜	欧莱雅	后	赫莲娜	韩束
8	自然堂	后	海蓝之谜	可复美	自然堂	后	SK-II
9	SK-II	兰蔻	自然堂	海蓝之谜	赫莲娜	SK-II	欧莱雅
10	后	海蓝之谜	OLAY	OLAY	谷雨	可复美	OLAY
11	资生堂	可复美	-	-	娇润泉	-	薇诺娜
12	谷雨	谷雨	-	-	可复美	-	可复美
13	HBN	百雀羚	-	-	OLAY	-	奥伦纳素
14	百雀羚	欧诗漫	-	-	DCEXPORT	-	悦薇
15	丸美	DCEXPORT	-	-	SK-II	-	谷雨
16	可复美	-	-	-	-	-	-

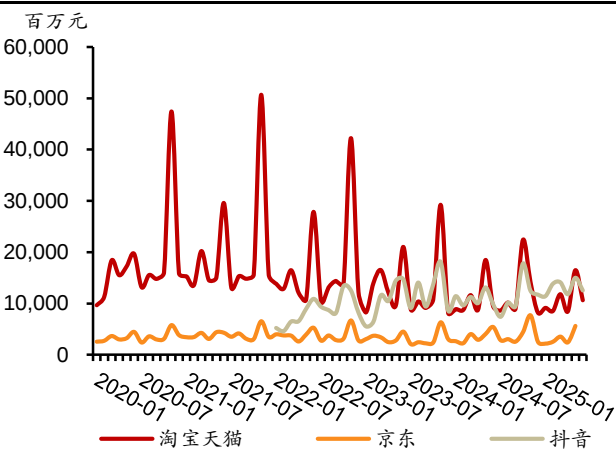
资料来源：抖音电商营销观察，青眼情报，飞瓜数据，招银国际环球市场

图 3: 电商平台护肤品类累计销售额同比增速



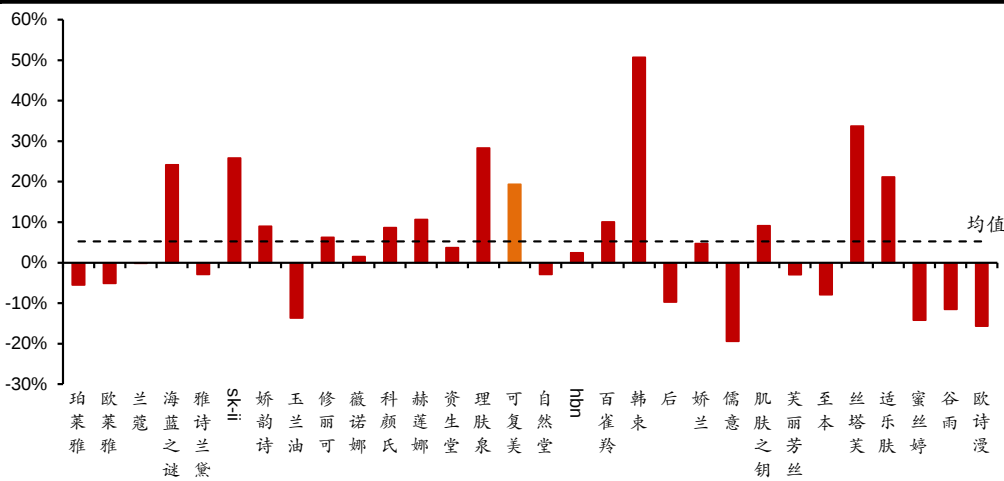
资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场；截至 2025 年 6 月

图 4: 电商平台护肤品类单月销售额



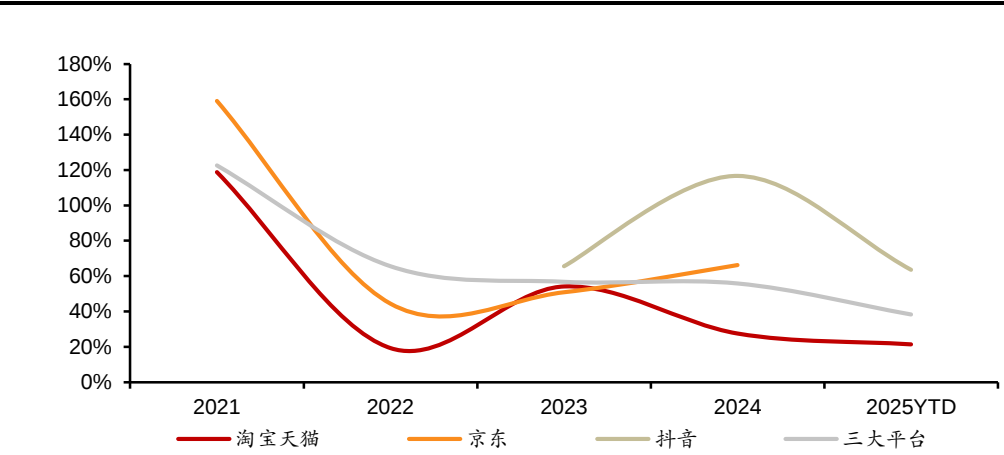
资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场；截至 2025 年 6 月

图 5: 2025 年 1-6 月天猫淘宝美容护肤 GMV TOP30 品牌销售额同比增速



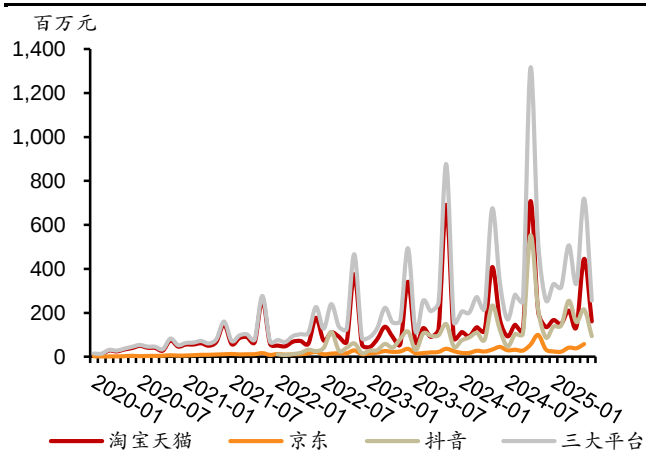
资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场
注：第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异

图 6: 可复美及可丽金电商平台年销售额同比增速



资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场
注：第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异。截至 2025 年 6 月。2025YTD 三大平台的合计销售额增速未包含 6 月京东 GMV 数据。

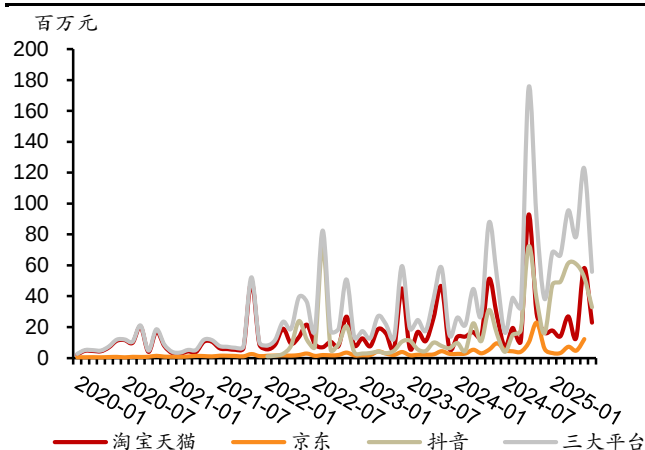
图 7: 可复美电商平台单月销售额



资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场

注：数据截至 2025 年 6 月；第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异

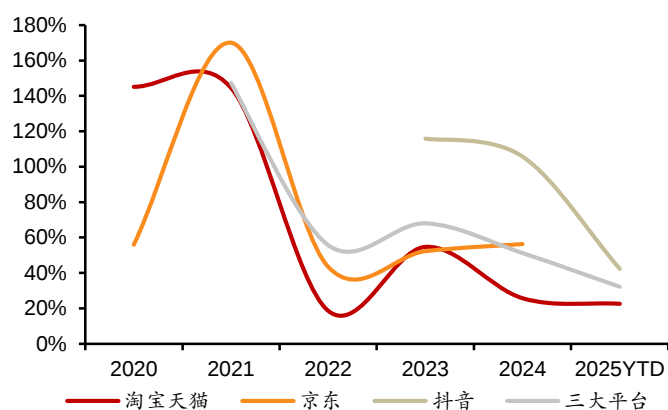
图 8: 可丽金电商平台单月销售额



资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场

注：数据截至 2025 年 6 月；第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异

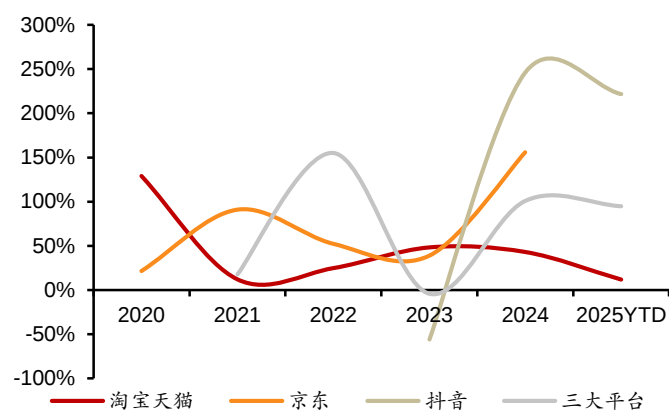
图 9: 可复美电商平台年销售额同比增速



资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场

注：截至 2025 年 6 月。第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异。2025YTD 三大平台的合计销售额增速未包含 6 月京东 GMV 数据。

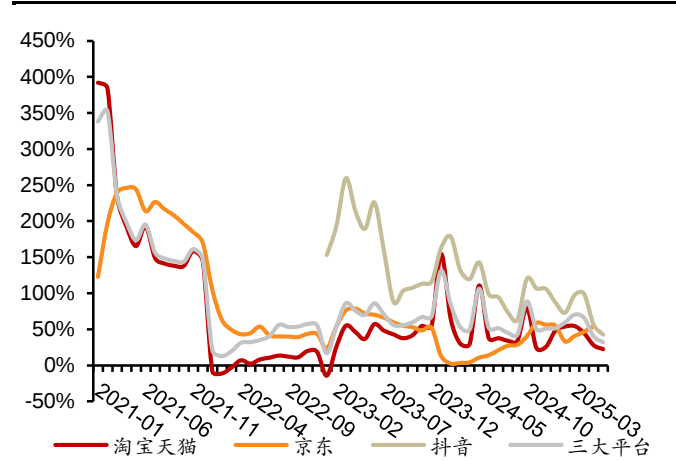
图 10: 可丽金电商平台年销售额同比增速



资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场

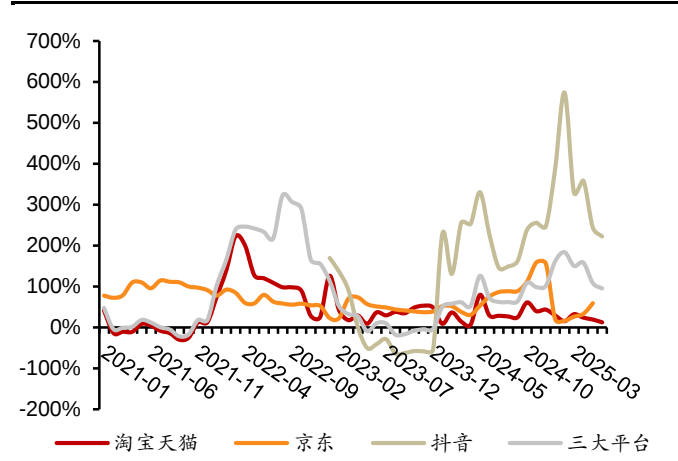
注：截至 2025 年 6 月。第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异。2025YTD 三大平台的合计销售额增速未包含 6 月京东 GMV 数据。

图 11: 可复美电商平台单月累计销售额同比增速



资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场
注：截至 2025 年 6 月。第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异。2025 年 6 月三大平台的合计销售额增速未包含 6 月京东 GMV 数据

图 12: 可丽金电商平台单月累计销售额同比增速



资料来源：魔镜市场情报，招银国际环球市场
注：截至 2025 年 6 月。第三方数据库终端销售额与公司报表口径有差异。2025 年 6 月三大平台的合计销售额增速未包含 6 月京东 GMV 数据

图 13: 盈利预测调整

人民币百万元	新预测			旧预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	6,789	8,708	11,231	7,138	9,320	11,944	-4.9%	-6.6%	-6.0%
毛利	5,499	6,969	8,955	5,784	7,486	9,571	-4.9%	-6.9%	-6.4%
归母净利润	2,332	2,851	3,529	2,502	3,085	3,777	-6.8%	-7.6%	-6.6%
基本每股收益 (元)	2.25	2.75	3.41	2.42	2.98	3.65	-6.8%	-7.6%	-6.6%
毛利率	81.00%	80.03%	79.74%	81.03%	80.32%	80.13%	-0.03 ppt	-0.29 ppt	-0.39 ppt
净利率	34.34%	32.74%	31.42%	35.05%	33.10%	31.62%	-0.71 ppt	-0.36 ppt	-0.20 ppt

资料来源：招银国际环球市场预测

图 14: DCF 估值分析

DCF 估值 (人民币百万元)	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
息税前利润	2,582	3,118	3,859	4,761	5,570	6,461	7,430	8,471	9,572
税率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
息税前利润*(1-税率)	2,195	2,650	3,280	4,047	4,735	5,492	6,316	7,200	8,136
+ 折旧与摊销	64	73	82	90	106	123	141	161	182
- 营运资金变化	-31	-86	-107	-126	-147	-171	-196	-224	-253
- 资本支出	-250	-250	-250	-250	-293	-339	-390	-445	-503
自由现金流	1,977	2,387	3,005	3,761	4,401	5,105	5,871	6,693	7,563
终值									98,042

永续增长率	3.0%
加权平均资本成本 WACC	10.9%
股本成本	14.6%
债务成本	5.0%
市场风险系数 β	1.10
无风险利率	3.0%
市场风险溢价	10.5%
目标负债率	35.0%
有效公司税率	15.0%

终值 38,498

现值	60,980
净负债	-7,595
少数股东权益	11
股权价值 (百万元人民币)	68,565
股权价值 (百万港元)	76,183
股份数 (百万股)	1,036
DCF 每股价值 (港元)	73.54

资料来源：招银国际环球市场预测

图 15: 敏感性分析

		加权平均资本成本 WACC				
		9.9%	10.4%	10.9%	11.4%	11.9%
永续增长率	4.0%	93.92	86.38	79.95	74.40	69.57
	3.5%	88.96	82.29	76.53	71.52	67.12
	3.0%	84.72	78.74	73.54	68.98	64.94
	2.5%	81.04	75.65	70.91	66.72	63.00
	2.0%	77.83	72.91	68.57	64.71	61.25

资料来源：招银国际环球市场预测

图 16: 招银国际与市场预测

人民币百万元	招银国际环球市场预测			市场预测			差值 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	6,789	8,708	11,231	7,082	8,942	10,975	-4.1%	-2.6%	2.3%
毛利	5,499	6,969	8,955	5,786	7,276	8,928	-5.0%	-4.2%	0.3%
归母净利润	2,332	2,851	3,529	2,568	3,177	3,858	-9.2%	-10.3%	-8.5%
基本每股收益 (元)	2.25	2.75	3.41	2.49	3.09	3.77	-9.7%	-10.9%	-9.6%
毛利率	81.00%	80.03%	79.74%	81.70%	81.37%	81.35%	-0.70 ppt	-1.34 ppt	-1.61 ppt
净利润率	34.34%	32.74%	31.42%	36.26%	35.53%	35.15%	-1.92 ppt	-2.79 ppt	-3.73 ppt

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测

图 17: 可比公司估值对比

公司	股票代码	评级	股价	市值	PE (x)		PB (x)		PS (x)		ROE (%)		PEG
			(LC)	(USD mn)	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E
H 股													
巨子生物	2367 HK	买入	57.6	7,858	23.1	18.9	4.9	4.2	7.4	5.8	25.9	23.9	1.0
毛戈平	1318 HK	NA	106.1	6,625	40.4	31.3	10.7	8.4	9.3	7.2	27.9	28.9	1.2
老铺黄金	6181 HK	NA	1,072.0	23,581	40.9	29.3	22.7	14.4	8.0	5.9	61.5	52.1	0.3
泡泡玛特	9992 HK	NA	263.8	45,130	47.5	33.9	19.0	13.1	13.2	9.7	46.4	43.5	0.5
蜜雪冰城	2097 HK	NA	540.0	26,114	35.0	29.6	8.7	6.7	6.3	5.3	27.2	24.0	1.7
上美股份	2145 HK	NA	81.2	4,207	29.0	23.2	8.2	6.4	3.5	2.9	36.7	36.5	1.2
				平均	36.0	27.7	12.4	8.9	8.0	6.1	37.6	34.8	1.0
A 股													
爱美客	300896 CH	NA	172.1	7,252	24.4	21.5	5.6	4.8	15.5	13.6	24.0	23.3	2.2
珀莱雅*	603605 CH	BUY	83.2	4,592	18.0	15.4	4.8	3.9	2.6	2.3	28.4	26.7	1.0
华熙生物	688363 CH	NA	51.3	3,438	48.8	36.9	3.4	3.2	4.2	3.7	6.6	8.3	5.8
锦波生物	832982 CH	NA	372.9	5,976	36.2	27.2	16.8	10.7	19.7	14.7	44.1	38.4	0.7
敷尔佳	301371 CH	NA	25.5	1,846	18.0	16.4	2.0	1.8	6.1	5.5	10.3	10.2	2.2
				平均	30.2	24.0	6.8	4.9	8.2	6.5	22.4	20.9	2.4

资料来源：彭博，招银国际环球市场预测，截至 2025 年 7 月 10 日收盘。*注：珀莱雅由招银国际环球市场研究部必选消费组覆盖

财务分析

损益表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	2,364	3,524	5,539	6,789	8,708	11,231
销售成本	(369)	(577)	(992)	(1,290)	(1,739)	(2,276)
毛利	1,995	2,947	4,547	5,499	6,969	8,955
销售费用	(706)	(1,164)	(2,008)	(2,648)	(3,527)	(4,661)
行政费用	(111)	(97)	(151)	(170)	(218)	(281)
研发费用	(44)	(75)	(106)	(129)	(165)	(213)
其他收入	69	103	139	191	266	322
其他费用	(1)	(0)	(3)	(45)	(15)	(15)
其他盈亏	(23)	31	44	44	44	44
利息支出	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他	(1)	1	(0)	0	0	0
税前利润	1,178	1,745	2,458	2,743	3,353	4,151
所得税	(176)	(297)	(396)	(411)	(503)	(623)
税后利润	1,002	1,448	2,062	2,331	2,850	3,528
非控股权益	(0)	(4)	(1)	(1)	(1)	(1)
归母净利润	1,002	1,452	2,062	2,332	2,851	3,529
调整后净利润	1,056	1,452	2,152	2,333	2,822	3,500

资产负债表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	2,538	4,135	6,402	10,007	12,022	14,542
现金与现金等价物	1,331	2,504	4,030	7,602	9,427	11,714
应收账款	69	102	141	149	191	247
存货	184	200	311	332	448	586
以公允价值计入损益的资产	866	1,275	1,829	1,829	1,829	1,829
其他流动资产	87	54	91	94	127	166
非流动资产	600	838	1,636	1,822	1,999	2,167
物业及厂房及设备 (净额)	491	663	1,042	1,235	1,418	1,593
使用权资产	60	48	51	46	41	36
递延税项	1	1	1	1	1	1
无形资产	7	7	6	4	3	1
其他非流动资产	41	118	536	536	536	536
总资产	3,138	4,973	8,038	11,829	14,021	16,710
流动负债	281	531	836	838	942	1,067
应付账款	55	133	287	273	368	482
应付税款	75	117	117	117	117	117
其他流动负债	138	243	410	410	410	410
租赁负债	1	2	5	5	5	5
合同负债	12	36	17	32	42	54
非流动负债	20	71	82	82	82	82
递延收入	18	20	19	19	19	19
其他非流动负债	2	52	63	63	63	63
总负债	301	602	918	920	1,024	1,150
普通股股本	0	0	0	0	0	0
优先股股本	0	0	0	0	0	0
库存股份	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
储备	2,833	4,362	7,108	10,898	12,987	15,550
少数股东权益	4	9	12	11	10	10
权益总额	2,837	4,371	7,120	10,909	12,997	15,560
总负债和股东权益	3,138	4,973	8,038	11,829	14,021	16,710

现金流量表	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	1,178	1,745	2,458	2,743	3,353	4,151
折旧摊销	28	34	49	64	73	82
税款	(173)	(206)	(385)	(411)	(503)	(623)
营运资金变化	(132)	128	(26)	(31)	(86)	(107)
其他	31	(54)	(55)	(67)	(142)	(199)
净经营现金流	932	1,647	2,041	2,296	2,695	3,304
投资现金流						
资本开支	(153)	(226)	(247)	(250)	(250)	(250)
其他	(706)	(301)	(859)	161	235	292
净投资现金流	(859)	(527)	(1,106)	(89)	(15)	42
融资现金流						
已支付股息	0	0	0	0	0	0
发行股票所得现金	508	0	0	0	0	0
其他	(6,298)	52	583	1,365	(855)	(1,059)
净融资现金流	(5,790)	52	583	1,365	(855)	(1,059)
净现金流变动						
年初现金	7,103	1,331	2,504	4,030	7,602	9,427
汇率变动	(55)	1	8	0	0	0
年末现金	1,331	2,504	4,030	7,602	9,427	11,714
增长率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
销售收入	52.3%	49.0%	57.2%	22.6%	28.3%	29.0%
毛利润	47.3%	47.7%	54.3%	20.9%	26.7%	28.5%
净利润	21.0%	44.9%	42.1%	13.1%	22.3%	23.8%
调整后净利润	24.1%	37.4%	48.2%	8.4%	21.0%	24.0%
盈利能力比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
毛利率	84.4%	83.6%	82.1%	81.0%	80.0%	79.7%
调整后净利润率	44.7%	41.2%	38.8%	34.4%	32.4%	31.2%
股本回报率	52.0%	40.3%	35.9%	25.9%	23.9%	24.7%
资产负债比率	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.7)	(0.7)	(0.8)
流动比率 (倍)	9.0	7.8	7.7	11.9	12.8	13.6
应收账款周转天数	10	9	8	8	8	8
存货周转天数	135	122	94	94	94	94
应付帐款周转天数	39	59	77	77	77	77
估值指标	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
年结 12 月 31 日						
市盈率	52.6	35.0	24.8	23.1	18.9	15.3
市帐率	12.9	11.6	7.2	4.9	4.2	3.5
股息 (%)	0.0	1.7	2.4	1.3	1.6	2.0
企业价值 / 销售额	20.7	13.6	8.4	6.5	4.8	3.54
企业价值 / EBITDA	41.1	27.6	19.3	16.6	13.2	10.08
企业价值 / EBIT	42.1	28.2	19.8	17.0	13.5	10.3

资料来源：公司资料及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操守守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼 **电话:** (852) 3900 0888 **传真:** (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。