



月度市场策略：危机中的新机遇

- 美国“对等关税”政策宣布后，4月主要中国股指表现较为波动。期间A股回调的幅度较港股更小，符合我们之前的判断，即A股在外部风险上升时的表现会较港股和中概股更稳健。这是因为A股资金盘更稳，有“国家队”护盘，外资的占比相对偏低。尽管短期中美摩擦升温将对市场情绪产生较为负面的影响，进而导致估值收缩，但目前中国市场的估值已回落至偏低水平，除非发生更极端的事件，预计进一步下行空间有限。市场关注点或将逐步从外部转向国内政策，中国有丰富政策储备和充分政策空间，可有效应对外部环境的不确定性。
- 关税战延续或增加企业盈利下调风险。在美国宣布“对等关税”政策前，市场普遍预期特朗普的关税政策不是目的，而是谈判的手段。但是实际情况是，关税不仅是谈判筹码，也是特朗普政府增加美国收入、促进部分行业（比如汽车、钢铁等）回流的手段。虽然对美出口在中国GDP中占比较小，但是中国通过转口贸易的部分出口最终目的地仍是美国，大多是以东南亚等国家的出口占比来计算。此外，关税政策的实施将降低全球贸易出口，增加全球经济下行的压力。这些影响可能会在未来一至两个季度逐步显现在企业盈利端上，我们预期短期企业盈利或继续面临下调压力。不可忽视的是，去年四季度以来，多个重磅政策陆续出台落地，政策刺激的成效正在逐渐显现，有助于改善今年上半年的企业盈利增长，若政策支持在今年继续发力，或能部分抵消企业盈利下调的压力。
- 避险意愿上升背景下，港股市场仍获外资青睐。随着全球贸易战升级，投资者避险情绪上升，对风险资产的配置明显降低。4月以来，海外资金持续加仓美国、欧洲和中国香港市场。外资净流入港股市场约30.5亿美元，反映外资持续配置港股的趋势不变。此外，南向资金净流入保持强劲。截至4月29日，4月南向资金累计净流入1,610亿港元，创下近三年来月度最高净流入记录。在外资和南向资金的持续净流入驱动下，我们预计港股市场的资金面将持续改善。
- 短期不确定性上升背景下，建议加大红利端的权重。当前正处于美国与部分国家关税谈判阶段，不确定性将大幅上升，将加大市场波动。因此，在市场情绪走弱时，可加大杠铃结构中红利端的配置权重，其不但能提供稳定的现金流、抵御市场波动，还能提供额外的收益。
- 投资策略主题：“科技+消费”双轮驱动，港股IPO迎来新机遇。虽然今年海外不确定性较多，但港股市场重新受到了境内外投资者关注，而新股市场表现尤为亮眼。截至4月24日，年初以来共有18个公司成功在港股完成IPO（含1个公司以SPAC形式上市），总募资金额近200亿港元，是去年同期的6倍以上，且打新赚钱效应明显。我们围绕5个市场关注度较高的问题，对今年港股IPO市场进行讨论。我们预计，在多个大型IPO上市、流动性改善、政策面利好以及估值持续提升的驱动下，今年港股IPO市场有望加速回暖。此外，A+H两地上市和美股中概股回归港股有望成为IPO市场的新趋势。“新消费+硬科技”将持续作为港股IPO的新引擎。
- 投资风险：政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。

赖烨烨

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com
(852) 2808 6441

2025年4月30日



扫码关注浦银国际研究

目录

焦点图表	4
月度中国市场回顾及展望	5
估值：港股估值回归至偏低水平	8
盈利增长：关税战增加企业盈利端压力	10
资金流向：外资转为净流出，国内增量资金大幅净流入	12
行业配置、轮动与风格切换.....	15
投资策略主题：“科技+消费”双轮驱动，港股 IPO 迎来新机遇	18
港股今年 IPO 募集资金为何显著高于去年同期？	18
今年港股 IPO 有何特点？	20
A+H 两地上市会不会成为一种重要的上市方式？	21
美股中概股加速回归对港股 IPO 市场的影响？	22
今年 IPO 行情有何机遇与挑战？	24

图表目录

图表 1：年初至今港股 IPO 公司梳理.....	4
图表 2：4 月，主要中国股指大跌后有所回升	5
图表 3：过去一月，MSCI 中国指数大部分均出现回调，前期涨幅较大的信息技术、可选消费受估值收缩影响跌幅较大	6
图表 4：恒生综合指数也是呈现类似的态势，可选消费、工业受估值收缩下跌	6
图表 5：沪深 300 指数情况类似，受估值和盈利双双下调影响，信息技术、电信服务板块回调幅度较大	7
图表 6：相对于全球主要市场，中国股票指数性价比凸显	8
图表 7：在全球主要指数中，中国股票指数的估值较仍然偏低	9
图表 8：MSCI 中国指数前瞻市盈率	9
图表 9：恒生指数前瞻市盈率	9
图表 10：上证综指前瞻市盈率	9
图表 11：近期 AH 溢价略有扩大至 35%.....	9
图表 12：主要中国股指 2025 年/2026 年盈利增长预期：A 股和恒生科技较领先	10
图表 13：MSCI 中国 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期：过去一个月被下调.....	11
图表 14：恒生指数 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期也呈现类似趋势.....	11
图表 15：上证综指 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期也被下调.....	11
图表 16：过去一月全球主要市场海外资金流向	12

图表 17: 4 月, 外资转为净流出, 主要由被动型外资驱动	13
图表 18: 4 月, 国内资金从净流出转为净流入	13
图表 19: 4 月, 外资持续大幅净流入港股	13
图表 20:主要由被动型外资驱动	13
图表 21: 4 月, 南向资金净流入保持强劲	14
图表 22:在港股成交额占比保持在高位	14
图表 23: MSCI 中国指数各板块估值	15
图表 24: 近一月, 信息技术、日常消费板块盈利预期上调幅度领先, 但能源和材料板块下调幅度较大	16
图表 25: 恒生综合指数轮动热力图	16
图表 26: 沪深 300 指数轮动热力图	17
图表 27: 4 月, 成长股与价值股并无明显分化	17
图表 28:但大盘股跑赢小盘股	17
图表 29: 年初至今港股 IPO 规模同比大幅上升	19
图表 30: 南向资金净流入港股保持强劲, 在港股成交占比有所上升	19
图表 31: 根据 EPFR, 去年下半年以来外资加速净流入港股	19
图表 32: 年初至今港股新股破发率明显下行	19
图表 33: 自 2019 年以来港股 IPO 数量行业分布情况	20
图表 34: 自 2019 年以来港股 IPO 募资金额行业分布情况	20
图表 35: 港交所正在处理中的上市申请行业分布	21
图表 36: 年初至今, AH 溢价持续收窄	21
图表 37: 2018 年以来回归港股上市的美股中概股概览	23
图表 38: 恒生指数前瞻市盈率	24
图表 39: 近期, 港股成交额和成交量明显提升	24
图表 40: 年初至今港股 IPO 公司梳理	25

焦点图表

图表 1：年初至今港股 IPO 公司梳理

股票代码	公司名称	行业	总市值 (亿元)	日均成交额 (百万元)	上市日期	募资净额 (亿元)	IPO 首日涨 跌幅 (%)	上市以来涨 跌幅 (%)
6681.HK	脑动极光	保健护理服务	76.2	8.2	2025-01-08	5.0	3.4%	84%
2560.HK	海螺材料	建筑材料	10.8	3.6	2025-01-09	4.0	-47.7%	-37%
2613.HK	汇舸环保	海港与服务	11.3	2.0	2025-01-09	2.7	6.3%	-12%
0325.HK	布鲁可	休闲用品	299.1	144.4	2025-01-10	18.0	40.8%	103%
2530.HK	纽曼思	其他专卖店	6.6	3.2	2025-01-10	1.2	-13.8%	-11%
0805.HK	新吉奥房车	经销商	12.9	2.7	2025-01-13	2.5	-22.8%	6%
2596.HK	宜宾银行	区域性银行	120.2	1.7	2025-01-13	17.1	0.8%	1%
2571.HK	赛目科技	应用软件	16.2	3.7	2025-01-15	3.6	1.5%	-9%
1364.HK	古茗	多品类零售	508.9	114.1	2025-02-12	19.3	-6.4%	121%
2097.HK	蜜雪集团	多品类零售	1,903.8	472.7	2025-03-03	38.1	43.2%	135%
6676.HK	找钢集团*	贸易公司与经销商	43.6	3.8	2025-03-10	0.0	0.2%	-57%
6693.HK	赤峰黄金	多种金属与采矿	516.0	718.7	2025-03-10	31.0	0.0%	107%
2561.HK	维昇药业	制药	55.1	22.7	2025-03-21	6.7	0.0%	-31%
2610.HK	南山铝业	铝	141.2	34.8	2025-03-25	22.5	-5.1%	-7%
2569.HK	舒宝国际	纺织品	6.1	21.8	2025-03-27	0.9	31.4%	43%
2625.HK	江苏宏信	日常消费品零售	5.4	8.0	2025-03-31	0.9	0.0%	0%
3677.HK	正力新能	电子元件	209.0	15.9	2025-04-14	9.3	1.5%	3%
9606.HK	映恩生物	制药	186.8	617.1	2025-04-15	15.1	116.7%	138%

注：*为以 SPAC 形式上市公司。数据截至 2025 年 4 月 24 日。成交额为上市首日至 4 月 24 日日均平均成交额。计价货币为港元。
资料来源：HKEx、iFinD、浦银国际

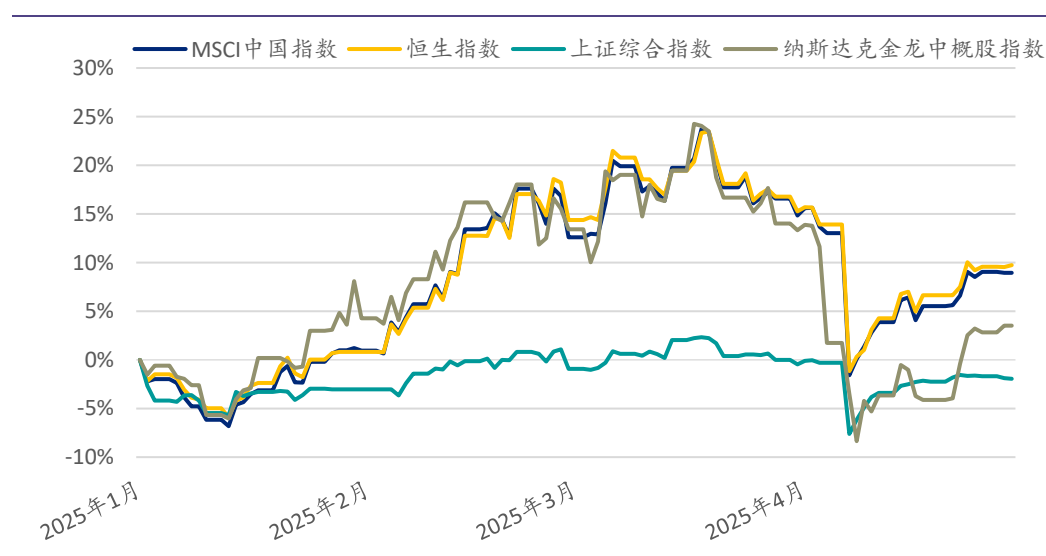
月度中国市场回顾及展望

美国“对等关税”政策宣布后，4月主要中国股指表现较为波动。截至4月28日，4月MSCI中国指数下跌5.1%，上证综合指数下跌1.4%，纳斯达克金龙中概股指数下跌8.7%，恒生指数下跌5.0%（图表2）。从板块上看，MSCI中国指数中前期涨幅较多的板块回调幅度较大，比如信息技术、可选消费等。同期，恒生综合指数和沪深300指数也是呈现类似趋势（图表3-5）。这轮回调中A股回调的幅度较港股更小，符合我们之前的判断，即**A股在外部风险上升时的表现会较港股和中概股更稳健**。这是因为其资金盘更稳，有“国家队”护盘，外资的占比相对偏低。尽管短期中美摩擦升温，将对市场情绪产生较为负面的影响，进而导致估值收缩，但目前中国市场，尤其是港股的估值已回落至偏低水平，除非发生更极端的事件，预计中国市场进一步下行空间有限。

短期来看，市场关注点或将逐步从外部转向国内政策。值得注意的是，中国有丰富政策储备和充分政策空间，可有效应对外部环境的不确定性。在全球贸易摩擦升温的背景下，需审慎规避海外收入占比较高的行业及个股。虽然海外风险上升可能对港股市场情绪形成压制，但从基本面分析，出口型企业在港股中的占比极低，关税政策对企业盈利的实际影响或相对有限。

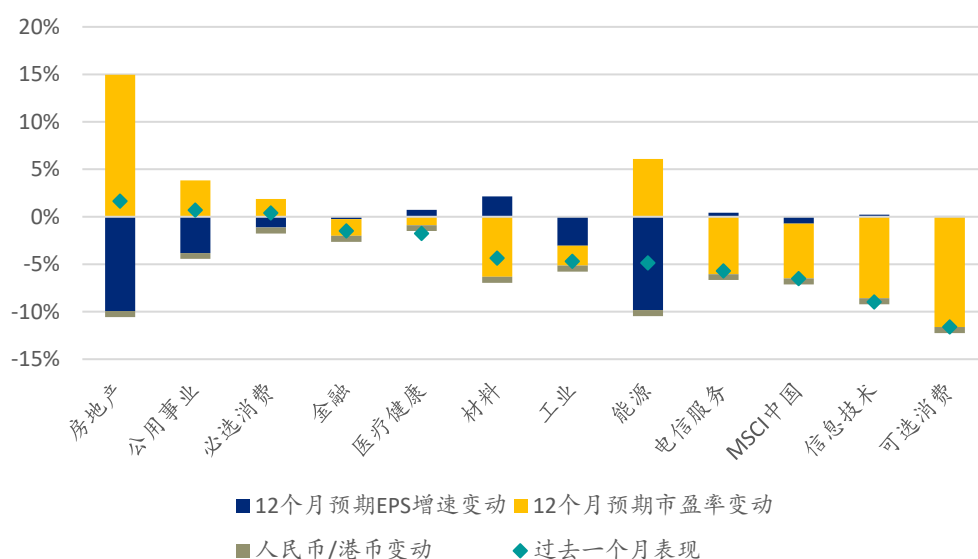
中长期看，对于中国市场的后续走势无需过度悲观。在短期不确定性上升的背景下，建议加大红利端的权重。当前正处于美国与部分国家关税谈判阶段，不确定性将大幅上升，市场避险情绪升温，将会加大市场波动。投资者可加大杠铃结构中红利端的配置权重，其不但能提供稳定的现金流、抵御市场波动，还能提供额外的收益。同时，如果部分业绩确定性较强的优质个股在市场波动中出现超跌，或提供逢低布局的机会，但仍需注意对冲风险。

图表 2：4月，主要中国股指大跌后有所回升



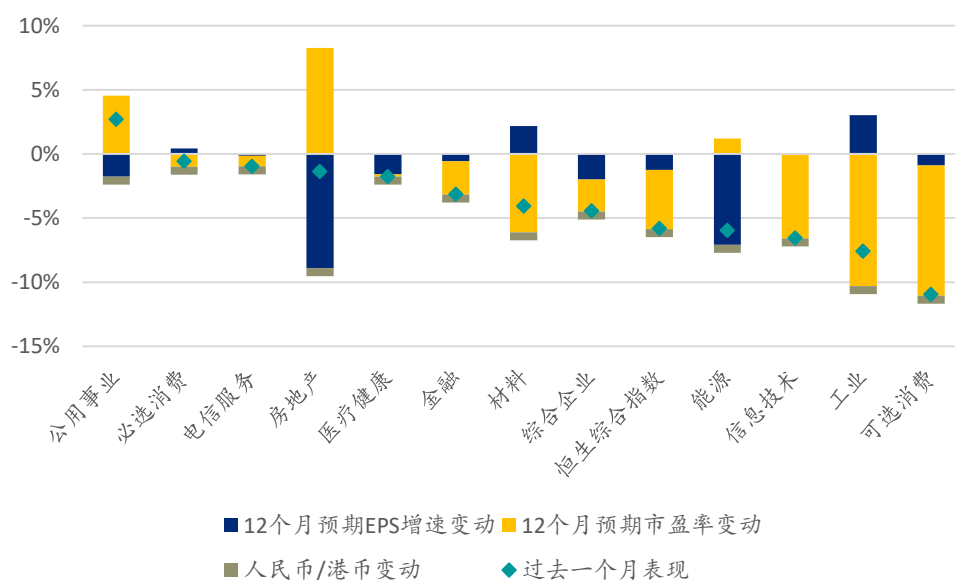
注：数据截至2025年4月29日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：过去一月，MSCI 中国指数大部分均出现回调，前期涨幅较大的信息技术、可选消费受估值收缩影响跌幅较大



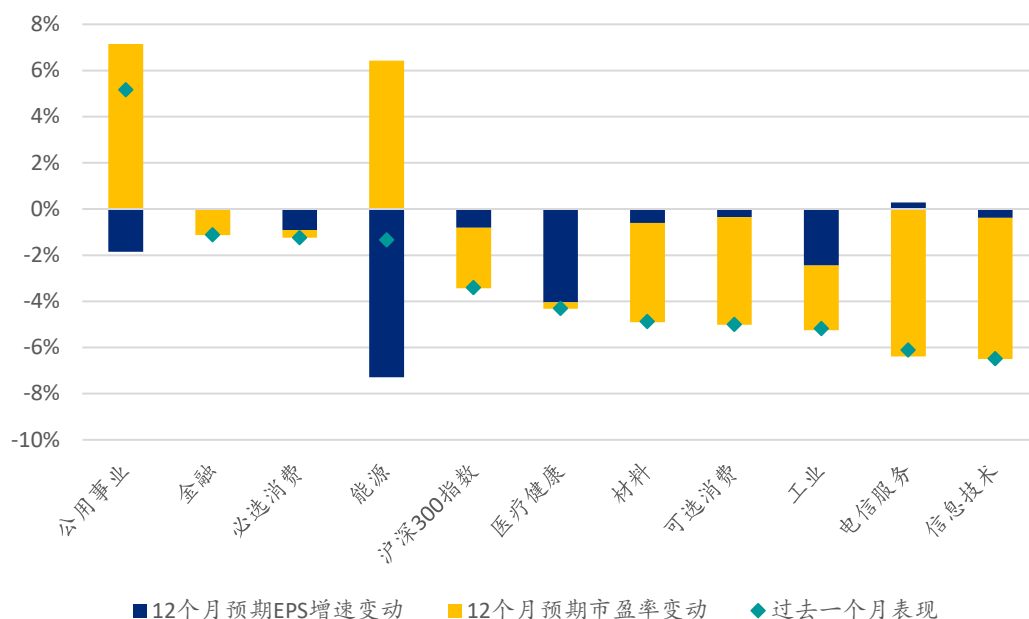
注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 4：恒生综合指数也是呈现类似的态势，可选消费、工业受估值收缩下跌



注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5: 沪深 300 指数情况类似, 受估值和盈利双双下调影响, 信息技术、电信服务板块回调幅度较大



注: 数据截至 2025 年 4 月 29 日。

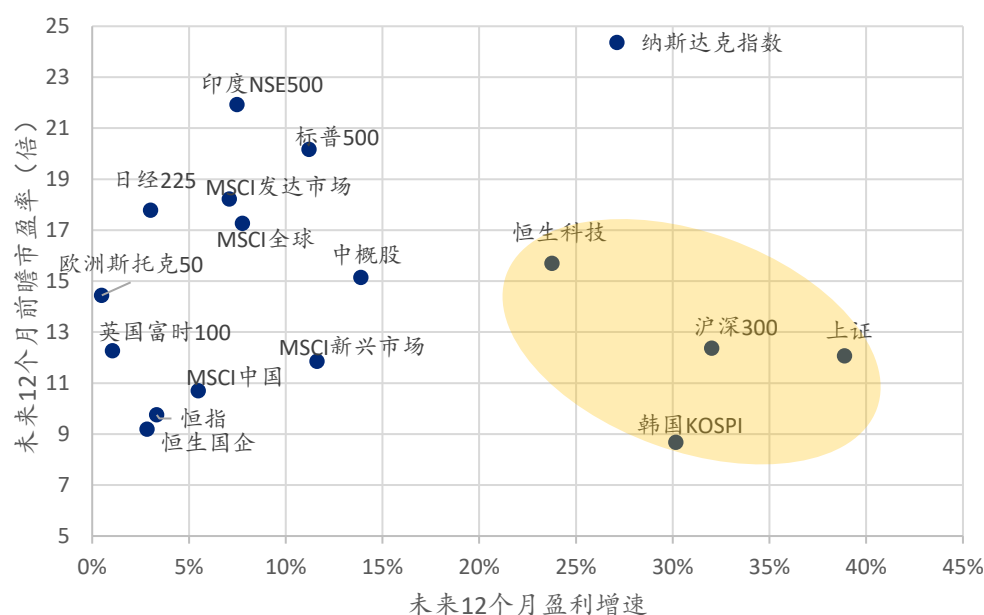
资料来源: Bloomberg、浦银国际

估值：港股估值回归至偏低水平

从全球主要股市上看，港股仍是价值洼地。目前，相对于全球主要股票市场，中国市场相对优势较为明显，盈利增速稳健，估值水平更低。截至 2025 年 4 月 29 日，MSCI 中国指数和恒生指数的前瞻市盈率分别为 10.7 倍和 9.8 倍，分别位于过去五年均值负 0.4 倍和正 0.1 倍标准差附近，回归至位于偏低水平。上证综指前瞻市盈率为 12.1 倍，高于其过去五年均值 0.6 个标准差。反观全球其他主要股票市场指数，标普 500 指数的前瞻市盈率为 20.2 倍，MSCI 新兴市场指数的前瞻市盈率为 11.9 倍。而科技属性较强的恒生科技指数的前瞻市盈率为 15.7 倍，位于其过去五年均值负 1 倍标准差附近，显著低于纳斯达克指数的 24.4 倍（图表 6-10）。回顾近年发生的极端事件中港股的估值情况，2020 年新冠疫情期间，港股估值曾一度跌至 8.7 倍，对应当前水平有 13% 的下行空间；而 2024 年 1 月的最低位为 7.7 倍，对应目前水平有 27% 的下行空间。

近期，AH 溢价小幅扩大。截至 2025 年 4 月 29 日，AH 溢价较 3 月底时的 34% 略微扩大至过去十年均值以上，读数为 35%，港股相对 A 股仍有折扣，反映港股依然具备配置价值（图表 11）。近期，南向资金在港股的定价权呈现上升趋势，有助于 AH 溢价在中期收窄。从全年的维度上看，预计美联储将在年内进一步降息，中美利差缩窄有利于港股估值的修复。如果接下来中美关系缓和，海外不确定性逐步降低，AH 溢价有望进一步收窄。

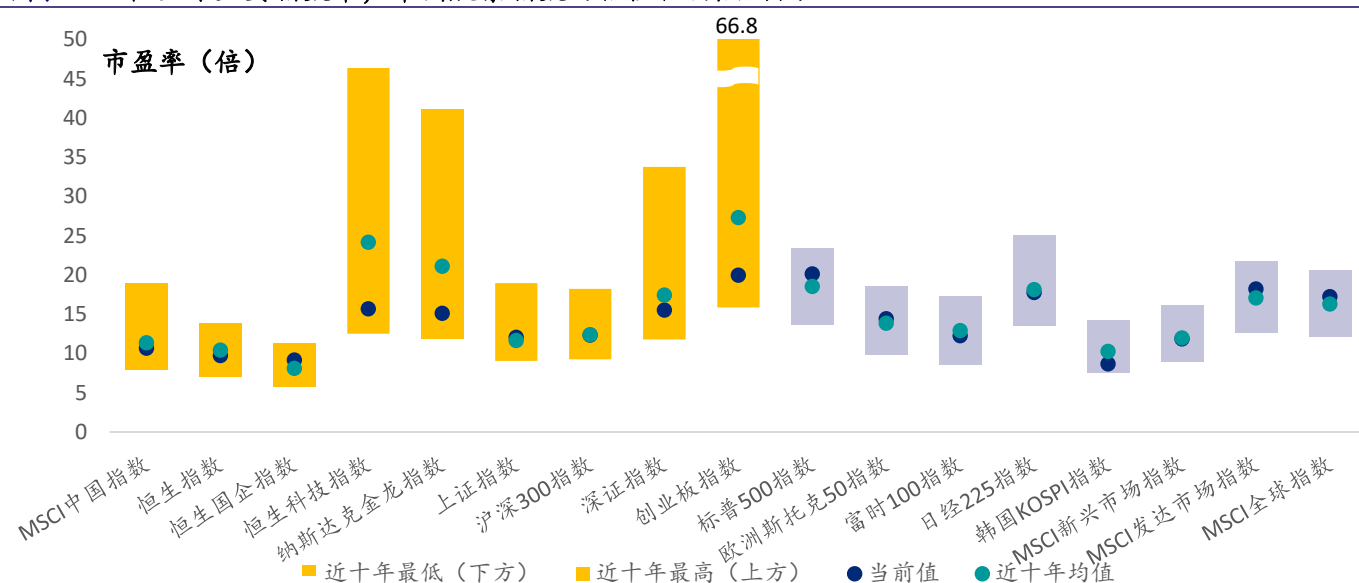
图表 6：相对于全球主要市场，中国股票指数性价比凸显



注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：在全球主要指数中，中国股票指数的估值较仍然偏低



注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：MSCI 中国指数前瞻市盈率



注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：恒生指数前瞻市盈率



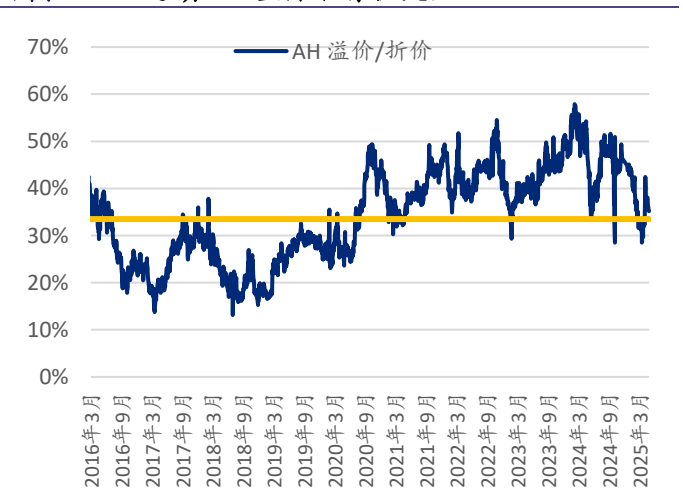
注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：上证综指前瞻市盈率



注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11：近期 AH 溢价略有扩大至 35%



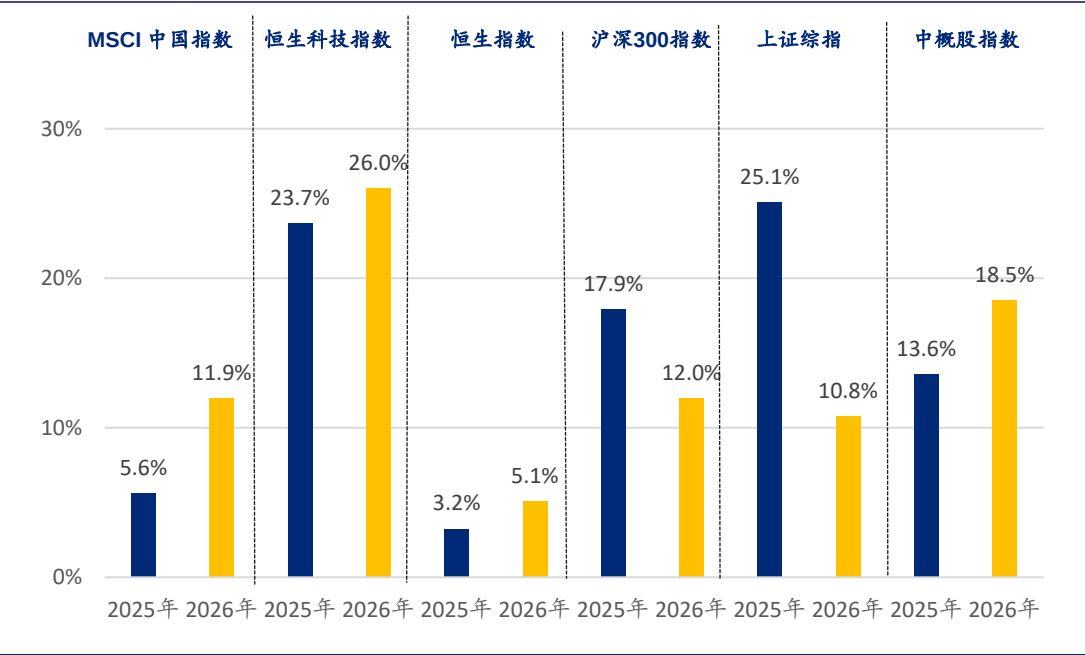
注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

盈利增长：关税战增加企业盈利端压力

美国宣布“对等关税”政策后，分析师重新下调今年预期盈利增速。根据彭博，近期卖方分析师下调 MSCI 中国指数 2025 年至 5.6%，但微幅上调 2026 年预期盈利增速至 11.9%；下调恒生指数 2025 年/2026 年预期盈利增速至 3.2%/5.1%；下调恒生科技指数 2025 年/2026 年预期盈利增速至 23.7%/26.0%；下调上证综合指数 2025 年/2026 年预期盈利增速至 25.1%/10.8%；下调追踪在美上市中概股的纳斯达克中国金龙指数 2025 年/2026 年预期盈利增速至 13.6%/ 18.5%（图表 12-15）。

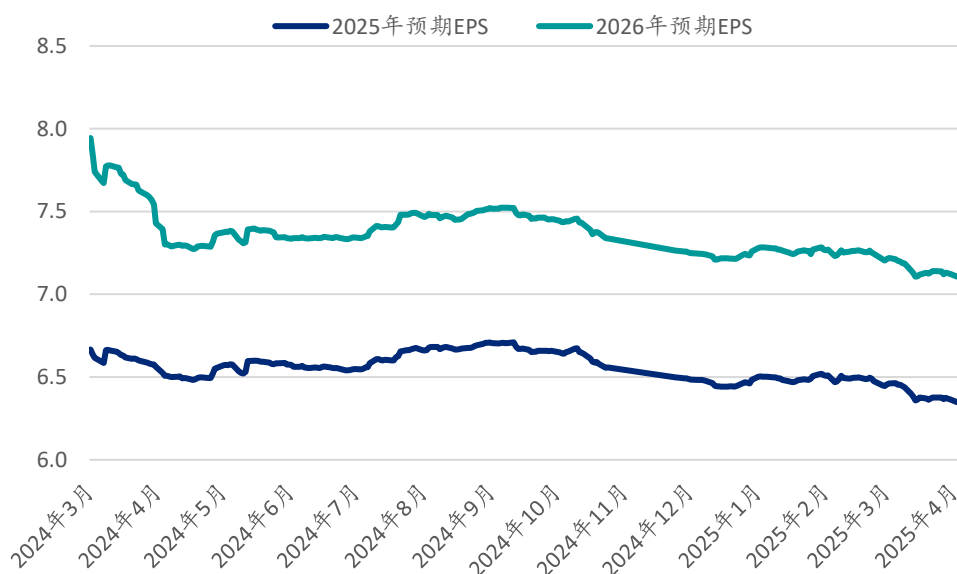
关税战延续或增加企业盈利下调风险。在“对等关税”宣布前，市场普遍预期特朗普的关税政策不是目的，而是谈判的手段。但是实际情况是，关税不仅是谈判筹码，还是特朗普政府增加美国收入、促进部分行业（比如汽车、钢铁等）回流的手段。虽然对美出口在中国 GDP 中占比较小，但是中国通过转口贸易的部分出口最终目的地仍是美国，大多是以东南亚等国家的出口占比来计算。此外，关税政策的实施将降低全球贸易出口，增加全球经济下行的压力。这些影响可能会在未来一至两个季度逐步显现在企业盈利端上，我们预期短期企业盈利或继续面临下调风险。不可忽视的是，去年四季度以来，多个重磅政策陆续出台落地，政策刺激的成效正在逐渐显现，有助于改善今年上半年的企业盈利增长，若政策支持在今年继续发力，或能部分抵消企业盈利下调的压力。

图表 12：主要中国股指 2025 年/2026 年盈利增长预期：A 股和恒生科技较领先



注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

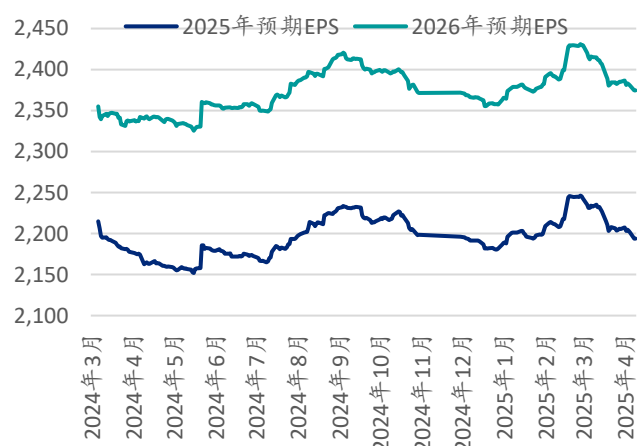
图表 13: MSCI 中国 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期: 过去一个月被下调



注: 数据截至 2025 年 4 月 29 日。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

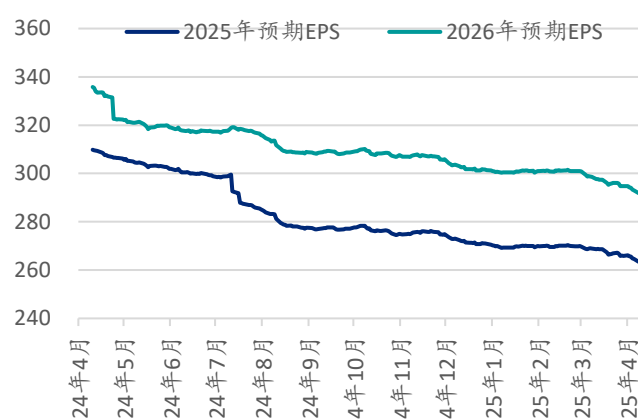
图表 14: 恒生指数 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期也呈现类似趋势



注: 数据截至 2025 年 4 月 29 日。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 15: 上证综指 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期也被下调



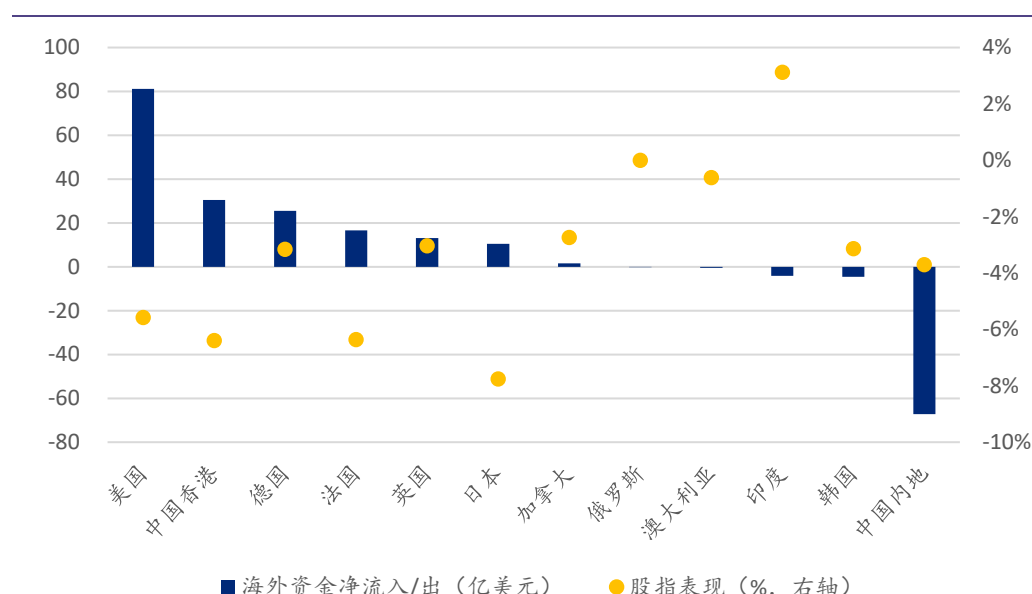
注: 数据截至 2025 年 4 月 29 日。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

资金流向：外资转为净流出，国内增量资金大幅净流入

随着避险意愿上升，资金流入风险资产放缓，港股市场仍获青睐。过去一月（3月27日至4月23日），全球贸易战升级，投资者避险情绪上升，对风险资产的配置明显降低。我们观察到海外资金加速净流入美股，录得净流入81亿美元（3月同期净流入14亿美元）。同时，海外资金持续加仓欧洲和中国香港市场。欧洲市场中，德国股市和法国股市分别录得净流入26亿和17亿美元。中国香港市场录得净流入30.5亿美元。然而，中国内地、韩国和印度市场录得海外资金的较大净流出。从表现上看，日股、港股、法股和美股回调幅度较大，而印度股市相对表现较佳（图表16）。

图表 16：过去一月全球主要市场海外资金流向



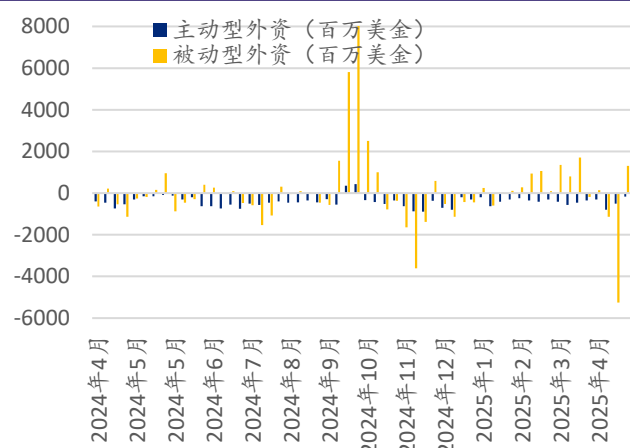
注：数据截至 2025 年 4 月 23 日。

资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

全球贸易战升级背景下，外资转为净流出中国内地市场。根据 EPFR，过去一月（3月27日至4月23日），外资转为净流出中国内地市场，主要由被动型外资驱动，前期外资净流入的趋势被切断。期间共有 67.2 亿美元外资净流出中国内地市场（可比同期净流入 18.6 亿美元），其中主动基金净流出 17.8 亿美元，被动基金净流出 49.4 亿美元（图表 17）。目前，外资在中国股市的仓位仍然偏低，外资仍有较大的回流空间。中国市场在全球主要股票市场中的性价比更高，因其盈利增速较稳健，估值水平更低，若市场情绪明显改善，赚钱效应提升的情况下，有望吸引外资重新净流入。

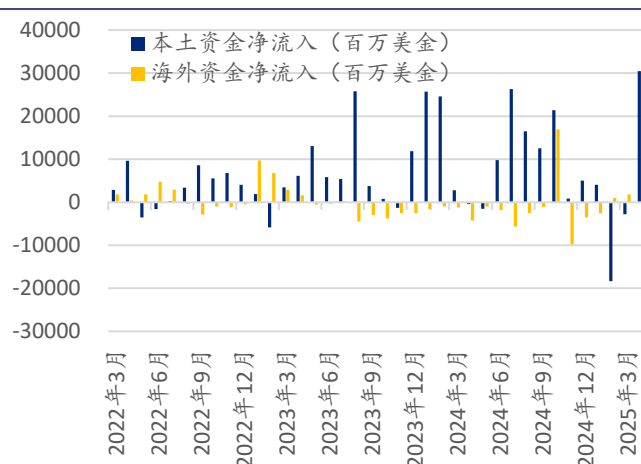
本土资金转为大幅净流入。根据 EPFR，过去一月（3 月 27 日至 4 月 23 日），共有 304.9 亿美元的国内资金净流入中国股市，扭转了 3 月同期净流出态势，主要以被动型资金为主（图表 18）。我们认为这可能是受近期“国家队”再度入场驱动。在“国家队”持续入场驱动下，近期追踪大盘指数的股票型 ETF 净申购额持续放量，有助于降低金融风险发生的概率，并提振市场信心。

图表 17：4 月，外资转为净流出，主要由被动型外资驱动



注：数据截至 2025 年 4 月 23 日。资料来源：EPFR、浦银国际

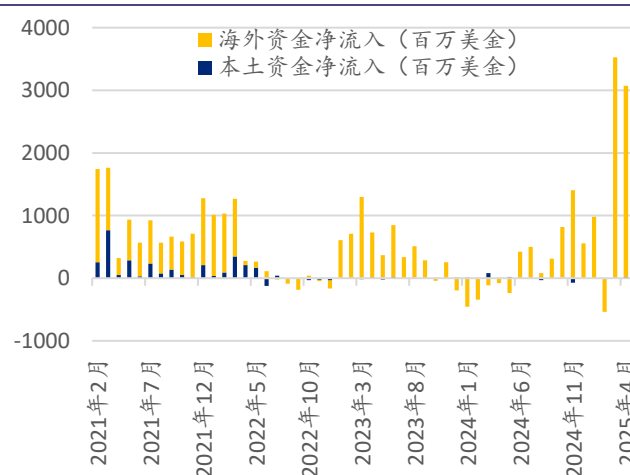
图表 18：4 月，国内资金从净流出转为净流入



注：数据截至 2025 年 4 月 23 日。资料来源：EPFR、浦银国际

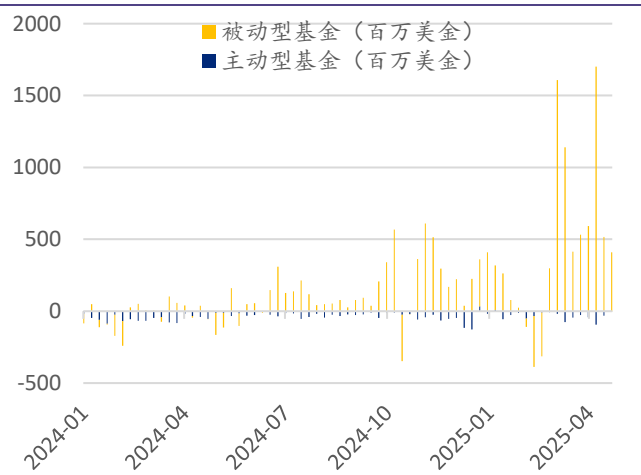
外资持续净流入港股，由被动型资金驱动。从过往的资金流向来看，海外资金流向的变动对港股的资金面影响较大。根据 EPFR 过去一月（3 月 27 日至 4 月 23 日），本土资金录得净流出 0.2 亿美元，外资净流入港股市场约 30.5 亿美元，略低于 3 月同期净流入 35.3 亿美元，反映外资持续配置港股的趋势不变。外资净流入由被动型资金驱动，其中主动基金净流出 1.7 亿美元，被动基金大幅净流入 32.2 亿美元（图表 19-20）。

图表 19：4 月，外资持续大幅净流入港股.....



注：数据截至 2025 年 4 月 23 日。资料来源：EPFR、浦银国际

图表 20：.....主要由被动型外资驱动

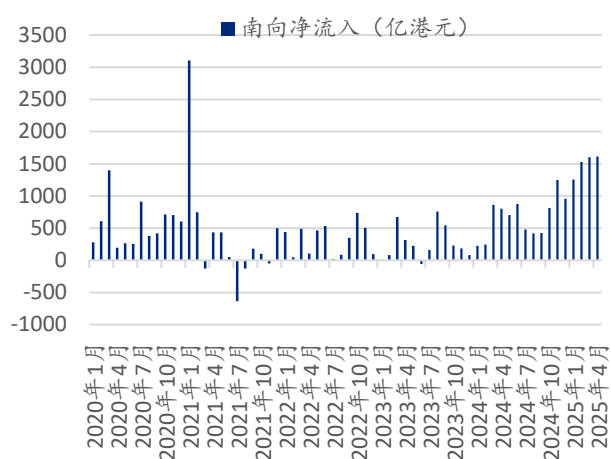


注：数据截至 2025 年 4 月 23 日。资料来源：EPFR、浦银国际

南向资金净流入保持强劲。截至4月29日，4月南向资金累计净流入1,610亿港元，创下近三年来月度最高净流入记录。4月日均净流入89.5亿港元，较3月日均净流入76.3亿港元明显上升，保持较强劲的态势，反映出近期内地投资者对港股的兴趣仍较浓厚（图表 21）。

南向资金成交额占比持续上升，在港股定价权进一步上升。截至4月29日，4月南向资金的当月日均成交额在港股占比为22.2%，较3月日均成交额的21.5%有所上升（图表 22）。我们观察到在中长期资金入市引导、AH溢价等多个因素驱动下，国内险资和公募基金正加快在港股的布局，有望成为南向资金的增量来源，提升南向资金的稳定性。

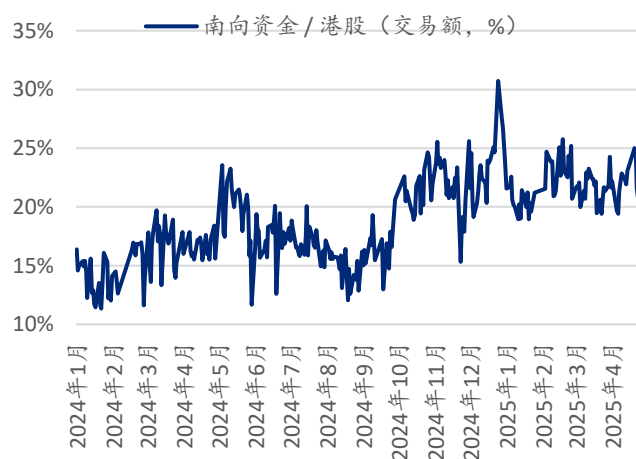
图表 21：4月，南向资金净流入保持强劲.....



注：数据截至2025年4月29日。

资料来源：EPFR、浦银国际

图表 22：.....在港股成交额占比保持在高位



注：数据截至2025年4月29日。

资料来源：EPFR、浦银国际

行业配置、轮动与风格切换

短期建议配置防御性较强的板块，如电信服务等。电信服务行业的基本盘业务稳固，资本开支维持谨慎，利润和现金流水平表现稳健。在国企改革和高股息的加成下，估值重构逻辑或持续演绎。此外，电信服务板块具有低估值、高成长性和高分红的特点，具有较强的配置价值。目前，消费（包括可选消费、必选消费）、医疗健康、材料等板块的前瞻市盈率和前瞻市净率均低于其过去五年均值，且他们 2024-2027 年盈利的年复合增长率和 ROE 均较为强劲，短期有望迎来估值修复的机会（图表 23）。过去一月，信息技术和日常消费板块的盈利预期上调幅度领先，但能源和材料板块下调幅度较大（图表 24）。中长期建议关注驱动中国未来经济增长的行业，如高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等。

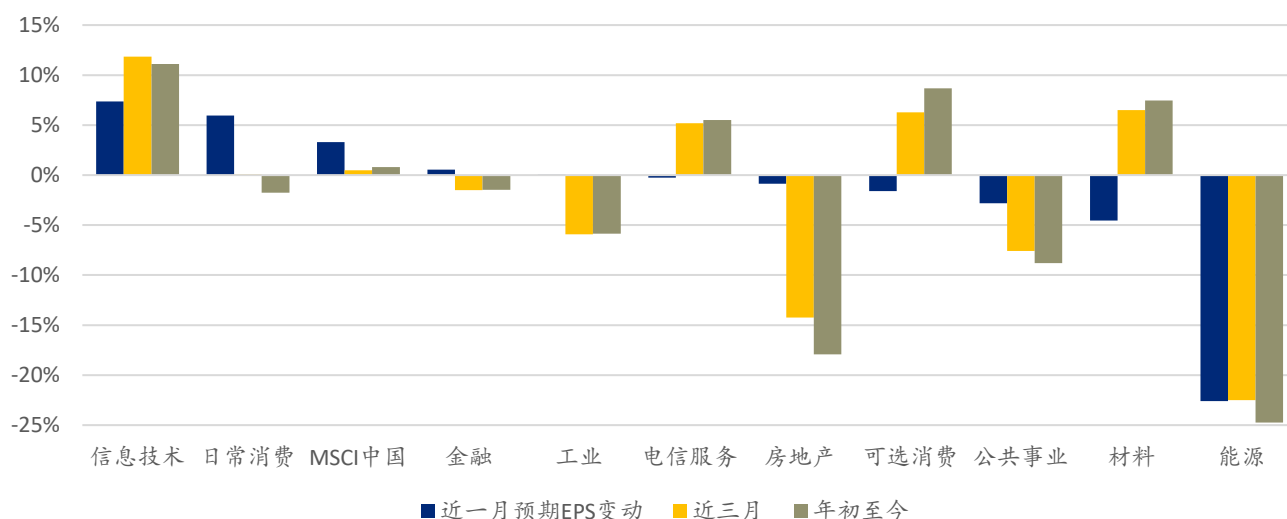
近期行业轮动中信息技术行业保持较强动能。我们使用相对旋转图 (Relative Rotation Graph, RRG) 来直观地显示板块轮动。X 轴代表相对强度 (RS-Ratio)，而 Y 轴衡量该相对强度的势头 (RS-Momentum)。RRG 图利用这两个指标界定出四象限，领先、转弱、落后和改善。恒生综合指数板块分化明显，电信服务、医疗健康保持强势，大部分板块落在改善区间，包括公用事业、材料、必选消费等，信息技术和可选消费的动能转弱（图表 25）。沪深 300 指数中，材料、必选消费、可选消费动能较强，公用事业、能源、医疗健康有所改善，但信息技术和金融动能转弱，电信和工业的动能较落后（图表 26）。

图表 23：MSCI 中国指数各板块估值

	必选消费	可选消费	能源	金融	医疗健康	工业	信息技术	材料	电信服务	公用事业	房地产
前瞻市盈率											
当前	18.1	13.1	8.1	5.6	24.9	9.2	25.8	10.4	15.8	10.4	13.4
过去五年	24.9	27.9	7.9	5.1	43.7	9.2	23.4	10.6	22.3	10.3	7.9
过去十年	24.4	24.3	12.9	5.9	33.0	9.5	26.2	11.0	19.3	11.1	7.6
前瞻市净率											
当前	3.1	2.1	0.8	0.6	2.3	0.9	3.1	1.2	3.0	1.1	0.7
过去五年	4.5	3.0	0.7	0.6	3.5	1.0	2.8	1.4	2.3	1.1	0.7
过去十年	3.9	2.9	0.8	0.7	3.3	1.0	3.8	1.2	1.9	1.3	0.9
2024-2027 年 EPS 年复合增长率	15.5%	22.2%	1.5%	4.4%	10.6%	12.4%	50.1%	17.8%	15.8%	6.7%	33.2%
ROE	17.2%	14.3%	9.5%	10.2%	9.2%	9.7%	11.4%	12.1%	16.2%	9.8%	5.7%
股利收益率	3.3%	1.1%	6.9%	5.5%	1.2%	3.9%	0.7%	3.5%	1.0%	4.6%	3.0%

注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。市盈率/市净率高于其过去五年均值用粉红色突出，市盈率/市净率低于其过去五年均值用绿色突出。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 24：近一月，信息技术、日常消费板块盈利预期上调幅度领先，但能源和材料板块下调幅度较大



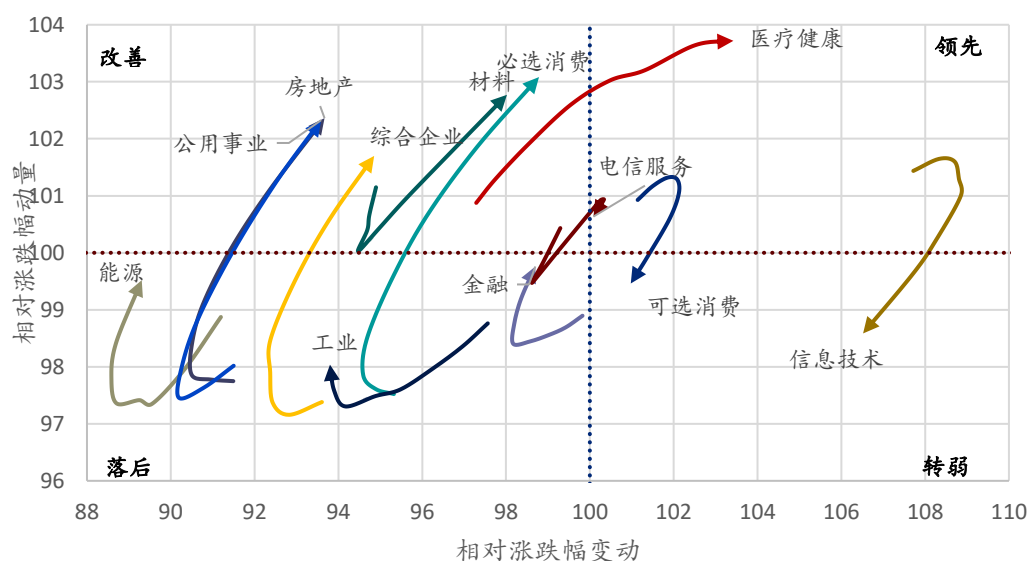
注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

行业轮动热力图

我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph - RRG）来跟踪行业轮动。其中 X 轴代表相对强度(RS-Ratio)，而 Y 轴衡量该相对强度的势头(RS-Momentum)。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一按照顺时针方向移动。相对旋转图分为四个象限，领先（右上象限）、转弱（右下象限）、落后（左下象限）、改善（左上象限）。由于行业轮动较快，我们主要观察过去 8 周的短期趋势。

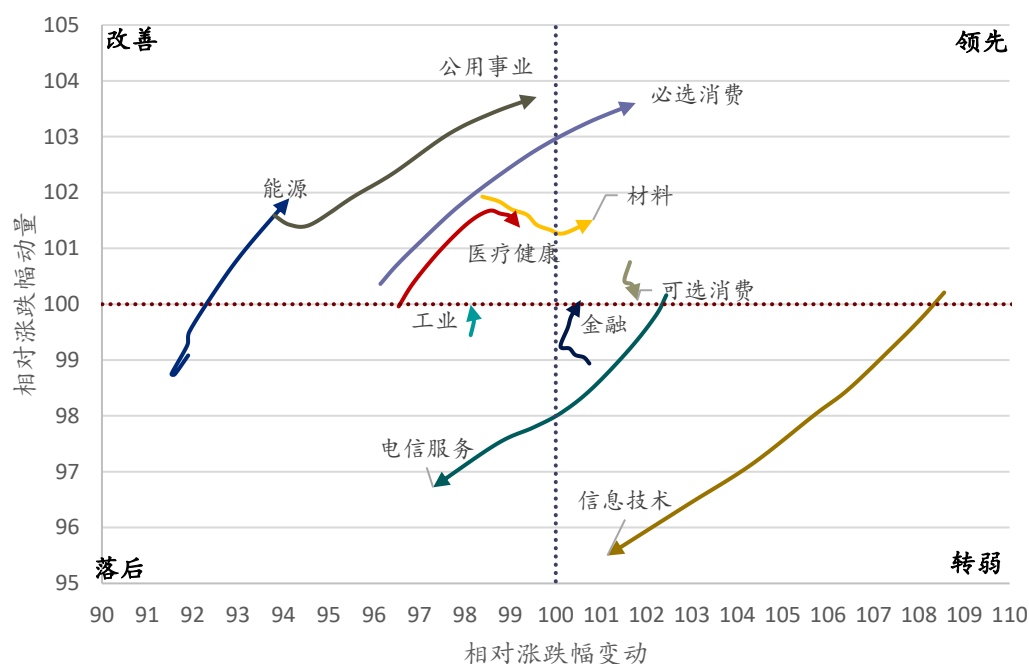
图表 25：恒生综合指数轮动热力图



注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 26：沪深 300 指数轮动热力图

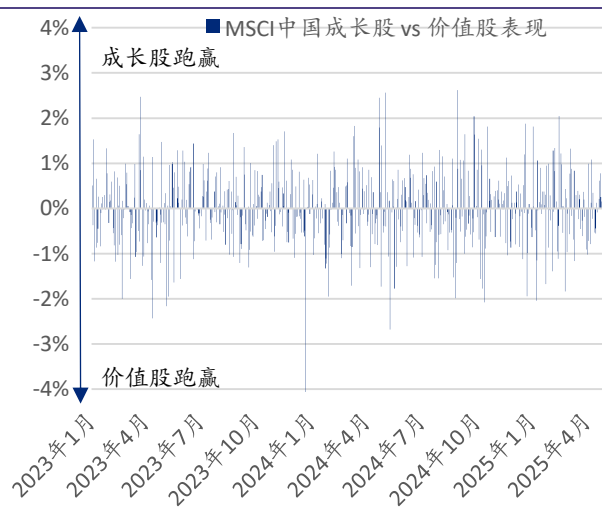


注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

短期大盘价值风格或占优。过去一个月，投资者风险偏好有所下降，成长股与价值股并无明显分化，但大盘股跑赢了小盘股（图表 27-28）。我们预期在避险情绪浓厚的背景下，投资者风险偏好将会降低，风格可能从成长股切换至价值股。部分前期涨幅过快、基本面较差的个股将面临一定的回调压力，若市场波动快速上升，预计大盘价值股或将更受投资者的青睐。

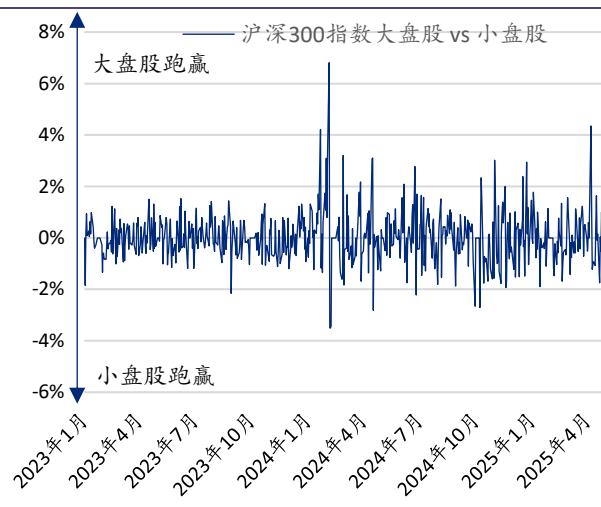
图表 27：4 月，成长股与价值股并无明显分化



注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 28：.....但大盘股跑赢小盘股



注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

投资策略主题：“科技+消费”双轮驱动， 港股 IPO 迎来新机遇

● 港股今年 IPO 募集资金为何显著高于去年同期？

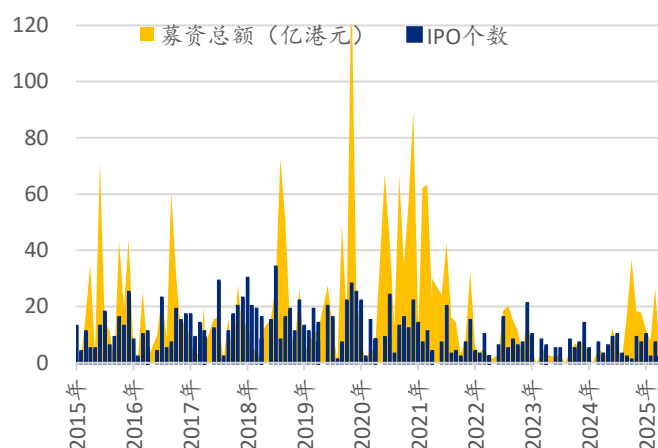
回顾今年前 4 个月（截至 4 月 24 日）港股 IPO 的募资情况，共有 18 家公司成功在港股完成 IPO（含 1 家公司以 SPAC 形式上市），总募资金额近 200 亿港元，是去年同期的 6 倍以上（图表 29）。我们认为今年 IPO 明显回暖主要由以下三大核心因素驱动：

一是中国 AI 技术突破使得港股市场情绪和信心得到修复。中国 AI 技术的突破打破了全球 AI 竞争格局，引发全球投资者对于中国资产的重估，市场乐观情绪明显提升。当市场情绪乐观时，IPO 市场通常较活跃，投资者参与积极性较高，有助于新股获得更高的估值，并筹集到更多的资金，市场成交量和流动性也会得到提升。

二是随着美联储开启降息周期，南向资金与外资的共同净流入，港股的流动性显著改善。去年 9 月，美联储开启降息周期，有助于促进全球流动性、改善市场风险偏好、活跃港股 IPO 市场。今年以来，南向资金净流入保持强劲。截至 4 月 29 日，年初至今南向资金累计净流入约 5,997 亿港元，日均净流入 80 亿港元，是去年同期日均净流入 28 亿港元的近三倍（图表 30）。近期，全球资金呈现再平衡趋势，处于估值洼地的港股持续获得海外资金的青睐（图表 31）。

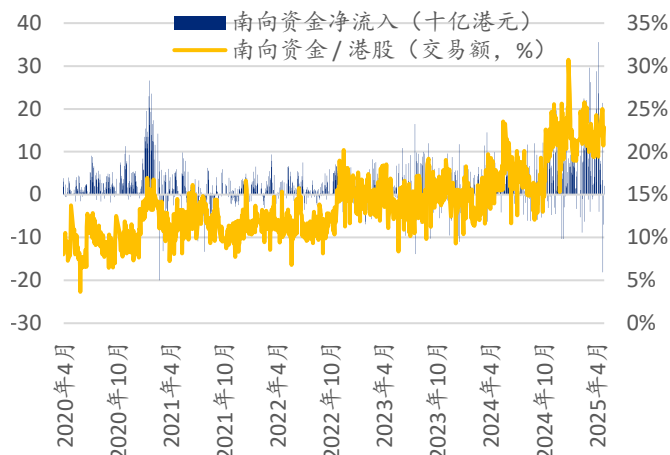
三是打新赚钱效应更明显，机构参与积极度提升，也吸引了较多个人投资者参与。2025 年新股首日破发率仅为 28%，远低于去年同期的 50%（图表 32）。部分新股在上市初期涨势强劲，首日涨幅超 40%，为早期参与打新的投资者带来丰厚回报，在市场形成示范效应。赚钱效应上升激发了机构投资者和个人投资者的参与热情。

图表 29：年初至今港股 IPO 规模同比大幅上升



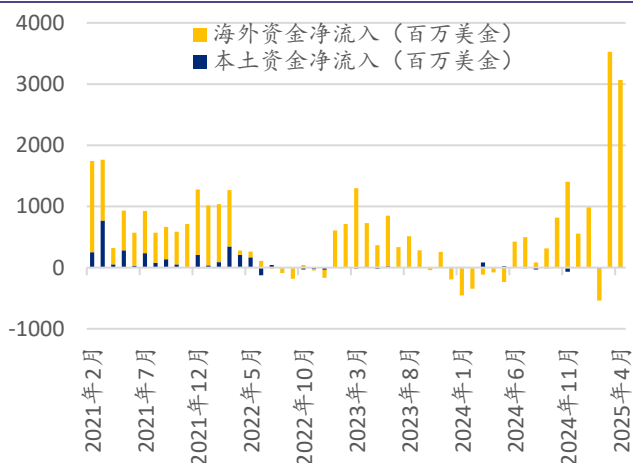
注：数据截至 2025 年 4 月 24 日。
资料来源：HKEx、Bloomberg、浦银国际

图表 30：南向资金净流入港股保持强劲，在港股成交占比有所上升



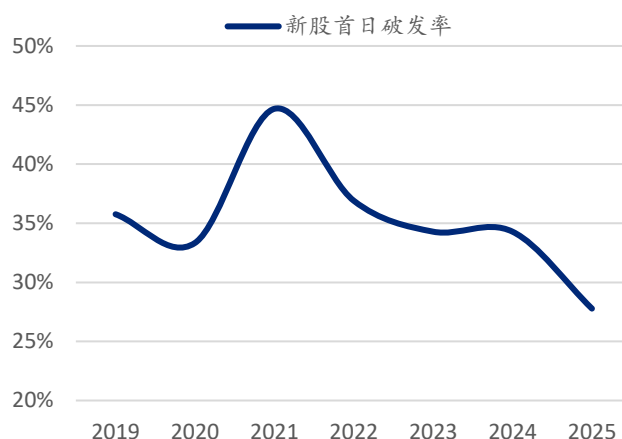
注：数据截至 2025 年 4 月 29 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 31：根据 EPFR，去年下半年以来外资加速净流入港股



注：数据截至 2025 年 4 月 23 日。
资料来源：EPFR、浦银国际

图表 32：年初至今港股新股破发率明显下行



注：数据截至 2025 年 4 月 24 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

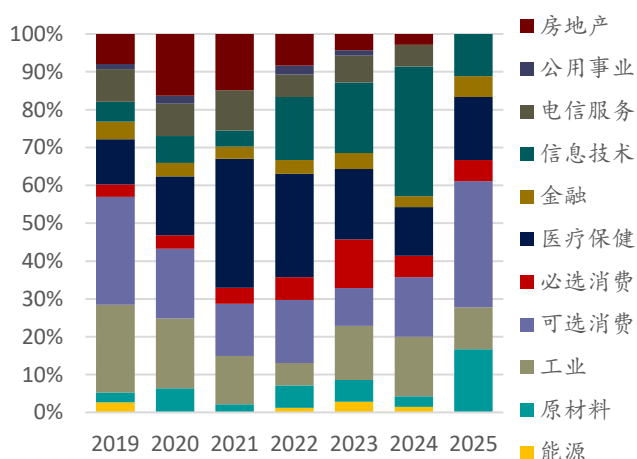
● 今年港股 IPO 有何特点？

消费行业依然一枝独秀。从 IPO 数量上看，今年以来（截至 4 月 24 日）消费行业（包括可选消费+必选消费）依然一枝独秀，占比为 39%，较去年同期的 30% 继续提升（图表 33）。从融资金额上看，年初至今消费行业（包括可选消费+必选消费）继续主导 IPO 市场，占比为 41%，明显高于去年同期的 17%（图表 34）。年初以来，港股市场上市首日表现最好的 2 只新股都来自消费行业，平均涨幅超过 40%。

港股 IPO 行业生态发生了结构性变化。2022 年以来，美股中概股回归潮逐步退却，导致以互联网公司为主的信息科技类 IPO 占比有所下滑。同时，生物医药领域的 IPO，由于破发率较高，占比逐年递减。与之形成鲜明对比的是，“新消费+硬科技”成为了港股 IPO 的新引擎。其中，新兴消费和服务型消费涵盖潮玩、新式茶饮、宠物、黄金饰品、化妆品、医美等细分赛道。科技板块则聚焦于人工智能、新能源与新材料、机器人以及高端制造等前沿科技范畴。我们观察到，年初至今 IPO 数量最多的行业为可选消费，占比高达 33%，此外，医疗保健和原材料行业的 IPO 也出现回暖迹象，两者数量合计占比超 30%。

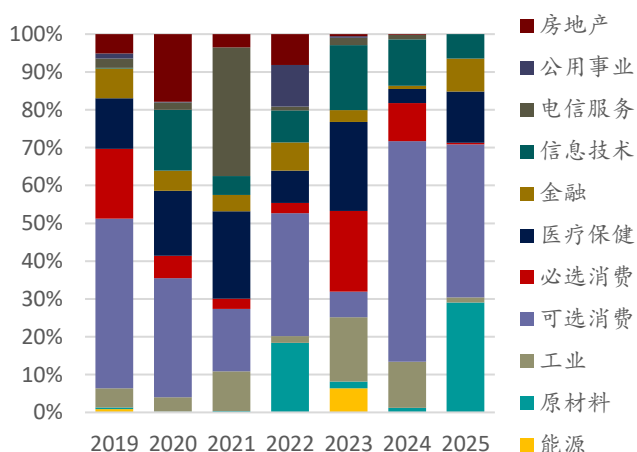
展望未来，港股 IPO 市场行业格局将延续“科技+消费”双轮驱动的态势。在科技领域，人工智能产业链及其应用将占据主导；消费方面，则以“悦己”消费为主导的非传统细分消费赛道为核心。这些行业的 IPO 有望享有更大的市值空间、更高的估值水平、以及更高的认购倍数，这有助于他们在上市后获得更好的股价表现。

图表 33：自 2019 年以来港股 IPO 数量行业分布情况



注：数据截至 2025 年 4 月 24 日。
资料来源：HKEx、Bloomberg、浦银国际

图表 34：自 2019 年以来港股 IPO 募资金额行业分布情况



注：数据截至 2025 年 4 月 24 日。
资料来源：HKEx、Bloomberg、浦银国际

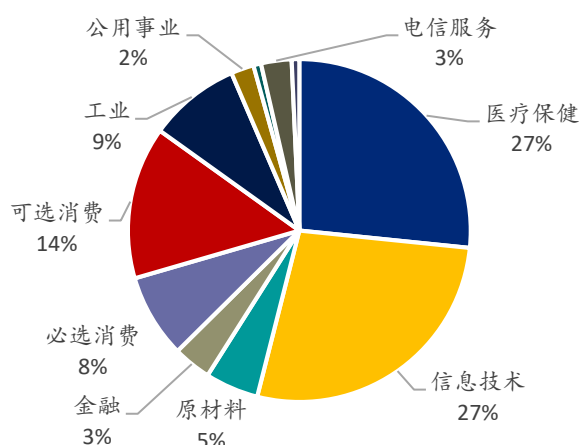
• A+H 两地上市会不会成为一种重要的上市方式？

港股的上市制度较为多元、灵活和宽松。比如允许未盈利企业、采取同股不同权架构、可变利益实体（VIE）架构等类型的公司上市。不仅如此，其上市流程较简单，上市所需时间通常较短，这对处于成长期的新经济公司而言，具有极大的吸引力。投资结构上看，港股以机构投资者占据主导地位，国际化和专业化程度较高，尤其注重企业的基本面情况，秉持长期投资和价值导向的投资理念，有利于内地企业优化自身股东结构，助力其提升国际品牌形象，进而在国际市场中更具竞争力。

今年以来，在港交所递表的内地企业主要有三类，分别是 1) 首次 IPO 递表，2) 由申报 A 股、美股等海外市场 IPO 转向申请港股 IPO，以及 3) A+H 两地上市。其中，A 股上市公司申请赴港上市的占比超过 30%。从港交所处理中的上市申请数量上看，前三大行业分别为信息技术、医疗保健和可选消费，占比分别为 27%、27%和 14%（图表 35）。

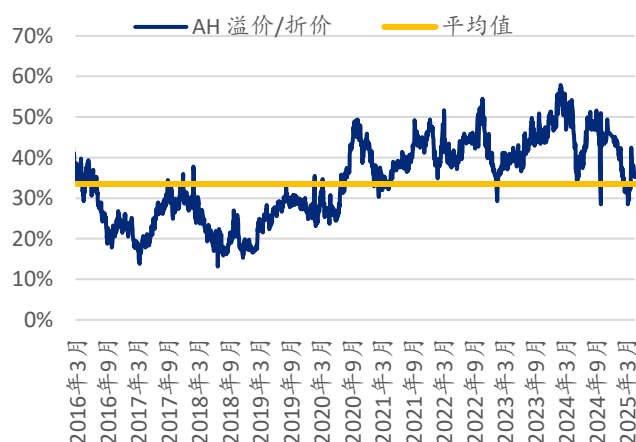
在政策支持、AH 溢价收窄、全球化布局需求等诸多因素驱动下，A+H 两地上市模式将日益成为港股的一种重要上市途径。自去年起，香港证监会和港交所持续优化新上市申请审批流程时间表，加快合资格 A 股公司的申请审批流程。年初至今 AH 溢价呈现不断收窄的态势，有利于赴港上市的 A 股公司在港股获得更合理且更高的估值（图表 36）。对于那些希望强化全球化布局的 A 股公司而言，赴港上市意义非凡。一方面，这一行动能够显著提升它们在境外市场的融资能力，优化资源配置效率；另一方面，在港上市还能助力其在国际市场中进一步拓展业务版图，获取更大的竞争优势，增强自身在全球的影响力。

图表 35：港交所正在处理中的上市申请行业分布



注：数据截至 2025 年 4 月 24 日。
资料来源：HKEx、Bloomberg、浦银国际

图表 36：年初至今，AH 溢价持续收窄



注：数据截至 2025 年 4 月 24 日。
资料来源：HKEx、Bloomberg、浦银国际

● 美股中概股加速回归对港股 IPO 市场的影响？

近期，中概股退市风险再起.....近期，美国财政部长贝森特（Scott Bessent）表示不排除中概股在美国退市的可能性，作为中美贸易谈判条件的一部分，引发市场对于中概股退市风险的担忧。而在特朗普上一任期通过的《外国公司问责法案》，促使中概股退市和回归曾一度成为潮流。2020 年年底，美国国会通过《外国公司问责法》，规定如果某家外国在美上市公司的会计师不能被美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）检视，则该公司须披露它是否为外国政府所有或控制，如果 PCAOB 连续三年无法检视某家外国在美上市公司的会计师，该公司证券将被禁止在美国证券交易所上市。部分股权相对集中的公司选择直接私有化退市，例如新浪、聚美优品、前程无忧等中小市值公司。部分美国存托凭证（ADS）的发行量在其总股本占比较小的国有企业也选择退市。2022 年 8 月，中国石化、中国石油、中国人寿、中国铝业、上海石化 5 家国有企业宣布拟从纽约证券交易所退市。而大市值公司倾向选择回归港股进行二次上市或双重上市来降低潜在的美股退市风险。比如互联网公司阿里巴巴、京东、百度、网易等回归港股上市。而小部分公司选择在美股私有化退市后重新回归 A 股上市，比如分众传媒和奇虎 360。

.....或会加速尚未回归的中概股回归港股上市。截至 4 月 24 日，在美上市的 319 家中概股中（非 OTC），已有 30 家美股中概股公司在港股上市，其中有 18 家公司的港股市场股份在其总股本占比超过 50%，包括阿里巴巴、网易、京东、百度等互联网龙头公司（图表 37）。这些公司合计市值占比在所有中概股中已超过 80%，即便被迫从美股退市，对整体中概股的中长期影响相对有限。我们预计，在尚未回归的中概股中，港股或是大市值中概股寻求二次上市或双重上市的首选地，比如拼多多、富途、唯品会、满帮等公司。然而，剩下 200 多家不满足回归港股上市条件的中小市值公司的风险敞口可能较大。如果港交所进一步优化或放宽中概股的上市条件，或有助于缓解他们的退市压力，更可强化港股作为国际创新资本枢纽的定位。随着更多具有增长性和优秀基本面的公司成为指数成分股，恒生指数整体更具有代表性、行业分布更平衡、投资回报率更高。目前，可选消费和信息科技行业在恒生指数的权重已由 2021 年 2 月的 35% 上升至 48%。科技类核心优质资产享有较高估值水平，使得港股估值也进一步提升。

中概股加速回归将对港股 IPO 市场产生积极影响。近年来，香港市场锐意进取，港交所不断加大资本市场改革力度，同时恒生指数和港股通先后纳入同股不同权港股公司，吸引了不少以新经济行业为主的美股中概股在港股二次上市或双重上市。由于港股市场更能满足中概股的境外融资、投资者基础、行业受监管情况、红筹架构上市便利度等需求，中概股在回归中国市场后更靠近本土市场，更有利于战略布局、发展规划、业务协同，他们的经营模式、商业战略等更容易被投资者理解和跟踪。由于投资者结构和市场环境不同，中概股在回归后，也获得了更高的关注度和认同感，流动性、交易量和融资能力也得到提升。

图表 37：2018 年以来回归港股上市的美股中概股概览

股票名称	美股股票 代码	港股股票 代码	港股上市 日期	总市值 (亿港元)	港股在已发行 股份占比 (%)	港股日均成交额 (百万港元)	美股日均成交额 (百万港元)
阿里巴巴	BABA US	9988.HK	2019-11-26	24,996	69.1%	13,405.8	24,440.5
网易	NTES US	9999.HK	2020-06-11	5,563	52.5%	1,136.6	1,003.6
京东	JD US	9618.HK	2020-06-18	5,004	78.2%	2,147.6	3,811.9
携程	TCOM US	9961.HK	2021-04-19	3,192	86.0%	1,402.5	1,852.4
百度	BIDU US	9888.HK	2021-03-23	2,509	81.3%	1,157.2	3,245.1
理想汽车	LI US	2015.HK	2021-08-12	2,347	54.1%	1,726.9	1,252.8
百济神州	ONC US	6160.HK	2018-08-08	2,177	40.5%	440.8	760.5
贝壳	BEKE US	2423.HK	2022-05-11	2,088	53.8%	270.1	1,259.1
小鹏汽车	XPEV US	9868.HK	2021-07-07	1,815	45.4%	1,602.0	1,542.7
腾讯音乐	TME US	1698.HK	2022-09-21	1,623	33.0%	12.6	706.8
百胜中国	YUMC US	9987.HK	2020-09-10	1,443	20.0%	168.5	918.0
中通快递	ZTO US	2057.HK	2020-09-29	1,208	38.3%	240.3	391.7
蔚来	NIO US	9866.HK	2022-03-10	821	45.3%	198.1	1,772.4
哔哩哔哩	BILI US	9626.HK	2021-03-29	687	54.2%	1,032.1	1,046.2
BOSS 直聘	BZ US	2076.HK	2022-12-22	653	62.2%	0.6	498.9
新东方	EDU US	9901.HK	2020-11-09	605	88.8%	263.4	775.4
奇富科技	QFIN US	3660.HK	2022-11-29	515	77.4%	0.4	388.1
万国数据	GDS US	9698.HK	2020-11-02	505	67.5%	275.8	777.1
名创优品	MNSO US	9896.HK	2022-07-13	484	37.5%	354.3	179.4
金山云	KC US	3896.HK	2022-12-30	331	47.8%	1,082.7	438.8
再鼎医药	ZLAB US	9688.HK	2020-09-28	305	90.8%	96.4	191.3
汽车之家	ATHM US	2518.HK	2021-03-15	295	56.8%	1.8	120.4
和黄医药	HCM US	0013.HK	2021-06-30	209	52.2%	149.0	9.2
微博	WB US	9898.HK	2021-12-08	205	25.7%	6.9	111.8
陆控	LU US	6623.HK	2023-04-14	195	25.8%	0.5	74.4
涂鸦智能	TUYA US	2391.HK	2022-07-05	178	52.6%	5.8	94.8
亚盛医药	AAPG US	6855.HK	2019-10-28	128	89.0%	131.1	9.0
知乎	ZH US	2390.HK	2022-04-22	36	36.5%	3.4	28.2
金融壹账通	OCFT US	6638.HK	2022-07-04	20	44.3%	1.9	4.2
宝尊电商	BZUN US	9991.HK	2020-09-29	16	66.9%	0.3	14.1

资料来源：Bloomberg、浦银国际

• 今年 IPO 行情有何机遇与挑战？

中央政策支持和港交所改革有望提升香港新股市场的国际竞争力。中央政府支持香港长期保持独特地位和优势，巩固提升香港国际金融中心地位。去年中国证监会发布 5 项资本市场对港合作措施，明确提出支持内地行业龙头企业赴香港上市。国家外汇管理局优化对境内企业境外上市的资金管理，简化境外上市外汇登记。此外，在港交所针对 IPO 市场所推行的一系列改革举措驱动下，香港市场未来有望从结构性变化带来的机遇中获益。自 2018 年实施上市改革以来，香港已成为中国新兴行业公司在境外上市的首选之地，同时也是连接中外投资者跨境投资的关键桥梁。

根据过往的数据分析，新兴行业公司在港股上市，其申请所需的时间通常较传统行业公司更短，IPO 集资额也更高，并且有助于促进港股现货和衍生品市场的成交额上升。由于地缘政治的风险仍存，而市场流动性不断增强，投资者兴趣持续高涨，我们预期，更多尚未上市的中国独角兽企业将会考虑在香港上市。如果港交所对定价机制的改革得以实施，短期内将推动 IPO 定价更趋理性，提高基石投资者认购占比，降低新股上市后的价格波动幅度，进而激发投资者的打新热情。从中长期来看，定价机制的改革则有望优化资本市场生态，提升香港新股市场的国际竞争力，吸引更多国际企业赴港上市。

随着流动性改善，估值逐步修复，我们预计今年港股 IPO 市场将加速回暖。今年 1 月中下旬以来，市场情绪持续乐观，投资者风险偏好提升，带动港股估值修复。年初至今（截至 4 月 24 日），恒指平均前瞻市盈率为 9.7 倍，较去年均值 8.6 倍明显提升（图表 38）。年初至今（截至 4 月 24 日），港股日均交易量大幅提升至 2,536 亿港元，约为 2024 年同期 1,010 亿港元的 2.5 倍（图表 39）。接下来，如果美元继续走强，港股市场有望吸引外资和南向资金持续净流入；而若美元走弱，将有利于提升以港元计价、目前居港股市场主体的内地公司的定价水平。

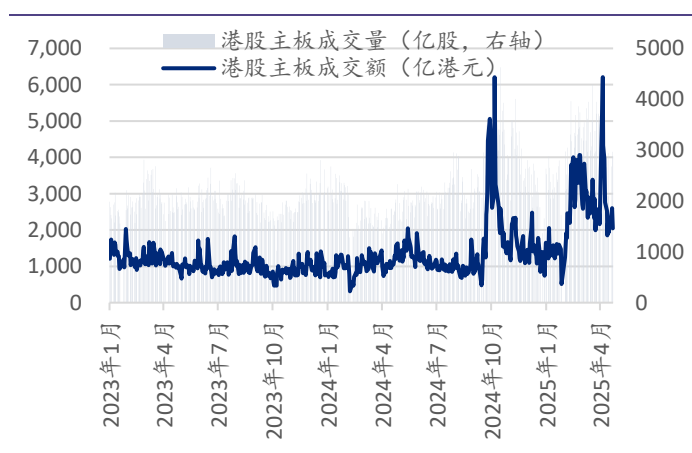
图表 38：恒生指数前瞻市盈率



注：数据截至 2025 年 4 月 28 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 39：近期，港股成交额和成交量明显提升



注：数据截至 2025 年 4 月 24 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

今年港股 IPO 市场在挑战中充满机遇。截至 4 月 24 日，年初以来已有 18 家公司成功在港交所主板 IPO（其中 1 个公司以 SPAC 形式上市），总募资金额约为 197.9 亿港元（约 25.5 亿美元）。2024 年港股 IPO 募资净额为 113 亿美元，已恢复至疫情前的 28%（2019 年：约 374 亿美元）。除了破发率低以外，今年新股公司上市至今的表现也较为亮眼，上市至今涨幅超过 100% 的公司有 5 个，大部分来自消费行业。我们列出了今年 18 家 IPO 公司供大家参考（图表 40）。目前，有近 140 个公司的递表状态为“处理中”，当中不乏超大型 A 股上市公司。预计这些公司将支持今年港股上市公司数量和融资规模同比进一步提升。在多个大型 IPO 上市、美联储持续降息、以及海外资金加大对港股配置的情况下，今年港股 IPO 募资总额有望恢复至疫情前的 40%-50%，全年筹资规模有一定机会达到 170-200 亿美元。然而，由于海外不确定性较多，地缘政治危机仍存，特朗普政策或将对人民币汇率、企业盈利和资金流带来挑战，这些均会对 IPO 的筹资规模产生影响。

图表 40：年初至今港股 IPO 公司梳理

股票代码	公司名称	行业	总市值 (亿元)	日均成交额 (百万元)	上市日期	募资净额 (亿元)	IPO 首日涨 跌幅 (%)	上市以来涨 跌幅 (%)
6681.HK	脑动极光	保健护理服务	76.2	8.2	2025-01-08	5.0	3.4%	84%
2560.HK	海螺材料	建筑材料	10.8	3.6	2025-01-09	4.0	-47.7%	-37%
2613.HK	汇舸环保	海港与服务	11.3	2.0	2025-01-09	2.7	6.3%	-12%
0325.HK	布鲁可	休闲用品	299.1	144.4	2025-01-10	18.0	40.8%	103%
2530.HK	纽曼思	其他专卖店	6.6	3.2	2025-01-10	1.2	-13.8%	-11%
0805.HK	新吉奥房车	经销商	12.9	2.7	2025-01-13	2.5	-22.8%	6%
2596.HK	宜宾银行	区域性银行	120.2	1.7	2025-01-13	17.1	0.8%	1%
2571.HK	赛目科技	应用软件	16.2	3.7	2025-01-15	3.6	1.5%	-9%
1364.HK	古茗	多品类零售	508.9	114.1	2025-02-12	19.3	-6.4%	121%
2097.HK	蜜雪集团	多品类零售	1,903.8	472.7	2025-03-03	38.1	43.2%	135%
6676.HK	找钢集团*	贸易公司与经销商	43.6	3.8	2025-03-10	0.0	0.2%	-57%
6693.HK	赤峰黄金	多种金属与采矿	516.0	718.7	2025-03-10	31.0	0.0%	107%
2561.HK	维昇药业	制药	55.1	22.7	2025-03-21	6.7	0.0%	-31%
2610.HK	南山铝业	铝	141.2	34.8	2025-03-25	22.5	-5.1%	-7%
2569.HK	舒宝国际	纺织品	6.1	21.8	2025-03-27	0.9	31.4%	43%
2625.HK	江苏宏信	日常消费品零售	5.4	8.0	2025-03-31	0.9	0.0%	0%
3677.HK	正力新能	电子元件	209.0	15.9	2025-04-14	9.3	1.5%	3%
9606.HK	映恩生物	制药	186.8	617.1	2025-04-15	15.1	116.7%	138%

注：*为以 SPAC 形式上市公司。数据截至 2025 年 4 月 24 日。成交额为上市首日至 4 月 24 日日均平均成交额。计价货币为港元。

资料来源：HKEx、iFinD、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关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

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

