



蒙牛 (2319.HK): 乐观的利润率指引有望扭转市场情绪，提振估值水平

尽管疫情对蒙牛 1H22 业绩造成了一定影响，但在品牌力打造、品类结构优化、产品高端化、渠道力提升、经营效率改善等方面，公司仍在坚定前行。同时，蒙牛管理层给出全年经营利润率扩张 20-30bps 的指引，及未来经营利润率将持续提升的承诺，都给市场注入更强大的信心。

● **管理层指引给予市场更大的信心：**公司 7 月总体收入已从上半年的 4% 回升至双位数。管理层目标下半年收入增长保持双位数，全年收入增长达高单位数。在大包粉价格依然存在不确定性的情况下，公司预计 2H22 毛利率环比 1H22 小幅下降，但低基数下同比有望扩张。令人振奋的是，在 1H22 经营利润率同比下滑 80bps 的情况下，公司仍目标全年经营利润率（包含 SBC 费用）同比提升 20-30bps。这隐含 2H22 经营利润率将达 6.2% 以上（同比扩张 1.3ppt），大幅好于市场预期。公司依然维持未来每年 30-50bps 经营利润率扩张的目标。这一指引将大幅提升市场对蒙牛的信心，提升蒙牛的估值水平。

● **如何做到销售费用率的持续降低？**要达到 2022 全年经营利润率扩张 20-30bps 的目标，蒙牛 2H22 的销售费用率同比需有所收窄。管理层表示，下半年公司聚焦对世界杯营销的同时，将缩减其他方面的营销费用，从而保证公司整体营销费用率的稳定。同时在经营杠杆的作用下，2H22 收入增长加速，也有利于降低费用率。长期来看，公司不会缩减市场营销费用率，但会提升市场投放的精准度，同时致力于通过 RTM 渠道改革与数字化手段提升销售的运营效率，从而实现销售费用率的持续降低。

● **毛利率有较大上行空间：**管理层预计 2H22 与 2023 年原奶价格将保持稳定或小幅下降，而公司对大包粉的策略性备货，也保证了公司未来 12 个月成本的稳定。在这一基础上，公司将继续致力于提升品类结构，聚焦鲜奶、常温高端白奶、冰激凌、奶酪等高毛利赛道的增长，同时努力扭转婴配粉业务当前颓势。管理层强调，产品与品类的高端化与创新，依然是蒙牛未来毛利率提升的最大动力。

● **维持蒙牛“买入”评级：**我们认为，蒙牛收入增长与利润率的提升依然具有较强确定性。我们预计 2022/2023/2024 三年收入同比增长 7%/14%/10%，经营利润率每年同比扩张 20bps/50bps/40bps。在管理层乐观的指引下，我们对 2022 年净利润上调 14%。基于 23x 2023 P/E，我们维持 47 港元目标价不变。维持蒙牛“买入”评级。

● **投资风险：**行业需求放缓、国内品牌竞争大于预期、疫情的反复。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	76,035	88,141	94,690	107,550	118,379
同比变动 (%)	-3.8%	15.9%	7.4%	13.6%	10.1%
归母净利润	3,525	5,026	6,502	7,007	8,414
同比变动 (%)	-14.1%	42.6%	29.4%	7.8%	20.1%
PE (X)	46	32	25	23	19
ROE (%)	12.9%	15.2%	14.6%	15.8%	16.8%

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

林闲嘉

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 8 月 25 日

评级

买入

目标价 (港元)	47.0
潜在升幅/降幅	+33.7%
目前股价 (港元)	35.2
52 周内股价区间 (港元)	31.5-50.7
总市值 (百万港元)	139,022
近 3 月日均成交额 (百万港元)	410.5

注：截至 2022 年 8 月 25 日收盘价

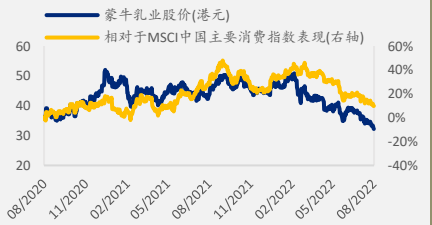
市场预期区间

HKD 35.2 HKD 41.0 HKD 47.0 HKD 59.0

▲ 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 - 蒙牛乳业

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	76,035	88,141	94,690	107,550	118,379
同比	-3.8%	15.9%	7.4%	13.6%	10.1%
营业成本	-47,406	-55,752	-60,234	-68,110	-74,724
毛利润率	28,629	32,390	34,456	39,440	43,655
毛利率	37.7%	36.7%	36.4%	36.7%	36.9%
销售及管理费用	-25,147	-27,528	-29,045	-32,762	-35,871
经营利润	3,482	4,862	5,411	6,678	7,785
经营利润率	4.6%	5.5%	5.7%	6.2%	6.6%
其他收入	886	1,563	2,030	730	730
财务收入	812	284	241	682	929
其他营业收入(支出)	-1,026	-841	-29	292	633
利润总额	4,155	5,868	7,653	8,381	10,077
所得税	-653	-905	-1,301	-1,425	-1,713
所得税率	-15.7%	-15.4%	-17.0%	-17.0%	-17.0%
净利润	3,502	4,964	6,352	6,957	8,364
减: 少数股东损益	23	62	150	50	50
归母净利润	3,525	5,026	6,502	7,007	8,414
归母净利率	4.6%	5.7%	6.9%	6.5%	7.1%
同比	-14.1%	42.6%	29.4%	7.8%	20.1%
核心归母净利润	4,031	5,321	5,728	7,007	8,414
核心归母净利率	5.3%	6.0%	6.0%	6.5%	7.1%
同比	14.4%	32.0%	7.7%	22.3%	20.1%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,647	11,420	12,583	14,762	17,014
应收票据及应收账款	2,988	4,160	3,671	4,178	4,610
预付款项	3,605	4,286	4,414	4,547	4,683
短期金融资产投资	7,752	4,667	5,935	5,000	5,000
存货	5,512	6,485	6,132	6,955	7,649
其他流动资产	2	2	2	2	2
流动资产合计	31,507	31,020	32,736	35,445	38,959
固定资产	12,547	17,335	19,107	20,569	21,785
在建工程	2,729	2,619	2,619	2,619	2,619
使用权资产	1,848	2,142	2,142	2,142	2,142
长期预付款项	761	463	400	400	400
无形资产	7,717	7,999	7,999	7,999	7,999
商誉	4,883	4,858	4,858	4,858	4,858
附属公司投资	9,124	15,794	16,423	17,355	18,789
备供出售金融资产	7,690	14,236	14,236	14,236	14,236
其他非流动资产	1,341	1,635	1,163	1,163	1,163
非流动资产合计	48,640	67,081	68,946	71,341	73,991
短期借款	4,924	4,265	4,000	4,000	4,000
应付票据及应付账款	7,969	8,804	8,647	9,809	10,787
其他应付款	11,466	14,576	14,576	14,576	14,576
其他流动负债	1,785	1,426	1,426	1,426	1,426
流动负债合计	26,144	29,072	28,650	29,811	30,790
长期借款	14,020	18,786	18,000	17,000	16,000
其他非流动负债	2,734	8,244	8,244	8,244	8,244
非流动负债合计	16,754	27,030	26,244	25,244	24,244
股本及储备	33,134	36,826	41,822	46,880	53,194
少数股东权益	4,113	5,174	4,967	4,851	4,722
所有者权益合计	37,248	41,999	46,789	51,731	57,916

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
税前利润	4,155	5,868	7,653	8,381	10,077
固定资产折旧	2,137	2,396	2,651	3,011	3,315
财务费用	-512	-284	-232	-672	-929
外汇损益	-300	0	0	0	0
资产处置损失	506	295	0	0	0
减值准备	253	392	0	0	0
附属公司收益	-426	-693	-771	-1,092	-1,433
存货的减少	-515	-616	354	-823	-694
经营性应收项目的减少	-555	-1,975	360	-640	-568
经营性应付项目的增加	2,245	3,395	-157	1,161	978
税金	-753	-903	-1,301	-1,425	-1,713
其他	-888	-331	-969	-695	-660
经营活动产生的现金流量净额	5,348	7,545	7,590	7,207	8,373
资本开支	-5,638	-12,089	-4,000	-4,000	-4,000
投资支付的现金	9,236	-5,076	-1,268	935	0
利息收入	947	1,234	1,200	1,367	1,589
其他	277	492	255	-315	-531
投资活动产生的现金流量净额	4,822	-15,440	-3,813	-2,012	-2,942
取得借款收到的现金	-3,927	8,013	-1,052	-1,000	-1,000
收到其他与筹资活动有关的现金	283	214	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-785	-1,077	-1,563	-2,015	-2,179
其他	-141	-377	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-4,571	6,773	-2,614	-3,015	-3,179
现金及现金等价物净增加额	5,427	-1,134	1,163	2,180	2,252
期初现金及现金等价物余额	6,476	11,397	11,217	12,379	14,559
期末现金及现金等价物余额	11,904	10,263	12,379	14,559	16,811

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.9	1.3	1.6	1.8	2.1
每股销售额	19.4	22.3	24.0	27.3	30.0
每股股息	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
同比变动					
收入	-3.8%	15.9%	7.4%	13.6%	10.1%
经营溢利	-19.9%	39.6%	11.3%	23.4%	16.6%
归母净利润	-14.1%	42.6%	29.4%	7.8%	20.1%
费用与利润率					
毛利率	37.7%	36.7%	36.4%	36.7%	36.9%
经营利润率	4.6%	5.5%	5.7%	6.2%	6.6%
归母净利率	4.6%	5.7%	6.9%	6.5%	7.1%
回报率					
平均股本回报率	12.9%	15.2%	14.6%	15.8%	16.8%
平均资产回报率	5.7%	6.6%	6.4%	7.2%	8.1%
资产效率					
应收账款周转天数	15.8	14.8	15.1	13.3	13.5
库存周转天数	40.8	39.3	38.2	35.1	35.7
应付账款周转天数	56.6	54.9	52.9	49.5	50.3
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
负债/权益	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
估值					
市盈率 (x)	45.6	32.1	24.8	23.0	19.2
市销率 (x)	2.1	1.8	1.7	1.5	1.4
股息率	0.7%	0.9%	1.2%	1.3%	1.6%

图表 2: 蒙牛乳业 2021-2022 年上半年及全年盈利表现和预测

百万人民币	1H21	1H22	YoY	2H21	2H22E	YoY	2021	2022E	YoY
收入	45,905	47,722	4%	42,236	46,967	11%	88,141	94,690	7%
-液态奶	39,448	39,665	1%	37,066	38,837	5%	76,514	78,503	3%
-冰淇淋	3,004	3,904	30%	1,236	1,609	30%	4,240	5,512	30%
-奶粉	2,547	1,894	-26%	2,402	2,686	12%	4,949	4,580	-7%
-其他	906	2,259	149%	1,532	3,835	150%	2,438	6,095	150%
销售成本	-28,353	-30,263	7%	-27,399	-29,970	9%	-55,752	-60,234	8%
毛利润	17,553	17,459	-1%	14,837	16,997	15%	32,390	34,456	6%
毛利率	38.2%	36.6%		35.1%	36.2%		36.7%	36.4%	
销售管理费用 (包含 SBC 费用)	-14,773	-14,939	1%	-12,755	-14,106	11%	-27,528	-29,045	6%
销售管理费用率	32.2%	31.3%		30.2%	30.0%		31.2%	30.7%	
经营利润	2,779	2,520	-9%	2,082	2,891	39%	4,862	5,411	11%
经营利润率	6.1%	5.3%		4.9%	6.2%		5.5%	5.7%	
经营利润 (去除 SBC 费用)	2,779	2,800	1%	2,082	3,171	52%	4,862	5,971	23%
经营利润率 (去除 SBC 费用)	6.1%	5.9%		4.9%	6.8%		5.5%	6.3%	
财务费用	172	108	-37%	113	124	10%	284	232	-19%
其他项目	114	1,148	n.m.	536	91	-83%	650	1,240	n.m.
合营/联营公司损益	332	372	12%	361	399	11%	693	771	11%
商誉减值亏损	0	0	n.m.	-621	0	n.m.	-621	0	n.m.
税前盈利	3,397	4,148	22%	2,471	3,506	42%	5,868	7,653	30%
所得税	-430	-505	17%	-475	-796	68%	-905	-1,301	44%
少数股东权益	-21	108	n.m.	83	42	-50%	62	150	142%
归母净利润	2,947	3,751	27%	2,079	2,751	32%	5,026	6,502	29%
归母净利润率	6.4%	7.9%		4.9%	5.9%		5.7%	6.9%	
经常归母净利润	2,947	2,977	1%	2,700	2,751	2%	5,647	5,728	1%
经常归母净利润率	6.4%	6.2%		6.4%	5.9%		6.4%	6.0%	

E=浦银国际研究

资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 3: 蒙牛 1H22 各品类收入同比增速

产品品类	1H22 收入同比增速
液态奶	0.6%
-UHT 奶	10%以上
-鲜奶	29.0%
-常温酸奶+乳饮料	-20.0%
-低温酸奶	下滑
冰淇淋	29.9%
奶粉	-25.6%
其他	149.4%
合计	4.0%

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 4: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2022E	2023E	2024E
营业收入			
旧预测	97,876	110,833	121,900
新预测	94,690	107,550	118,379
变动	-3.3%	-3.0%	-2.9%
净利润			
旧预测	5,699	7,412	8,899
新预测	6,502	7,007	8,414
变动	14.1%	-5.5%	-5.5%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 5: 乳制品企业估值表

股份代号	公司名称	股价 (LC)	市值 (百万美元)	PE (x)			EPS 增速 (%)			EV/EBITDA (x)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
KHC.US equity	卡夫亨氏公司	38.9	47,682	14.4	14.0	13.5	-8.1	3.3	3.8	11.4	11.1	10.8
F01.GB equity	恒天然集团	2.0	3,120	9.6	8.6	7.7	-4.4	12.3	11.0	7.1	6.7	6.3
NESN.SW equity	雀巢	117.0	334,263	24.7	23.0	21.3	7.3	7.5	8.1	18.9	18.0	17.1
BN.FP Equity	达能	54.0	36,484	16.5	15.1	14.1	-0.7	8.6	7.6	10.9	10.3	9.6
ULVR.LN equity	联合利华	3,988.0	120,154	19.1	17.9	16.3	-5.6	7.0	9.3	13.4	12.8	11.8
国际乳制品企业				21.9	20.5	18.9				16.4	15.6	14.8
2319.HK Equity	蒙牛乳业	35.2	17,719	20.8	17.0	14.2	7.7	22.3	20.1	13.7	11.4	9.9
600887.CH Equity	伊利股份	35.8	33,442	22.4	19.4	16.4	11.9	15.2	18.8	14.5	12.0	10.1
600597.CH equity	光明乳业	11.5	2,320	23.2	20.8	17.4	3.4	11.8	19.6	6.4	5.1	4.2
600882.CH Equity	妙可蓝多	31.8	2,398	43.1	20.8	13.1	123.5	107.5	58.2	24.5	11.9	7.3
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.4	7,299	8.4	7.9	7.2	-16.2	6.8	8.7	5.5	4.7	3.9
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	1,059	5.5	3.9	2.9	19.8	41.6	31.3	4.4	3.6	3.0
9858.HK Equity	优然牧业	2.5	1,190	12.7	4.6	3.6	-58.7	176.9	27.5	6.4	6.1	5.5
国内乳制品				21.2	17.5	14.6				13.3	10.7	9.0

注: 浦银国际覆盖乳制品企业 E=浦银国际预测, 其余 E=Bloomberg; 截至 2022 年 8 月 25 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 蒙牛乳业



注: 截至 2022 年 8 月 25 日收盘价; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 浦银国际消费行业公司覆盖

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	70.2	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	96.9	买入	119.0	2022 年 4 月 18 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.8	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.5	买入	8.5	2022 年 6 月 30 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.3	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	55.3	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	110.0	买入	143.0	2022 年 8 月 18 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	22.8	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	73.7	买入	74.6	2022 年 4 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.5	持有	91.2	2022 年 4 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.5	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	35.8	买入	47.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	35.2	买入	47.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	11.5	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.4	持有	7.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	6.0	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	31.8	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.5	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

截至 2022 年 8 月 25 日收盘价 资料来源: Bloomberg, 浦银国际整理

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的财务权益或持有股份。
- 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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼