



## 伊利 (600887.CH): 为何 1H22 业绩超预期, 却下调全年净利率指引?

伊利 1H22 收入与利润率表现皆好于预期。然而, 伊利却将 2022 全年内生业务的净利率指引从原先的全年同比扩张 50bps 下调至同比不下降。这无疑给伊利下半年的业绩蒙上阴影, 也可能为短期市场情绪带来负面影响。然而, 我们相信公司强大的基本面并没有任何改变。我们会在下文分析伊利管理层下调指引背后可能的原因。

- 奶粉高速增长驱动 1H22 业绩超预期:** 不包括并表澳优的影响, 伊利内生业务收入同比增长 9%, 净利润同比扩张 15%, 皆好于市场预期。在液体乳收入同比仅增 1% 的情况下 (与蒙牛相近), 伊利内生收入的增长主要是金领冠高速增长 (同比增 30% 以上) 所驱动的。奶粉收入占比的提升, 也优化了公司的品类结构, 抵消了原材料成本的压力, 帮助利润率得到扩张。我们估算, 伊利内生业务 1H22 的毛利率同比扩张 110bps, 销售费用率同比上升 60bps, 净利率同比扩张 50bps, 而 2Q22 伊利内生毛利率、销售费用率和净利率都基本同比持平。
- 为什么伊利下调全年利润率指引?** 在优秀的业绩支撑下, 公司目标其内生业务 (不包括澳优) 2H22 的收入同比双位数增长, 2022 全年净利率同比持平 (相比原先的全年同比扩张 50bps)。这意味着 2H22 伊利内生业务的净利率有同比下跌的潜在可能性。而蒙牛却在 1H22 经营利润率同比下降 80bps 的情况下, 维持 2022 全年经营利润率扩张 30bps 的目标, 隐含 2H22 经营利润率同比大幅扩张 130bps。我们认为, 造成两家公司 2H22 利润率指引大相径庭的主要原因在于毛利率基数的差别 (2H21 伊利毛利率同比上涨 130bps, 而蒙牛同比下降 120bps)。另外, 伊利从去年下半年开始发力奶粉, 也将使 2H22 奶粉增速大幅放缓, 限制了利润率的继续扩张。在市场动销尚未完全恢复, 行业促销水平依然较高的情况下, 相对保守的利润率指引, 不但有效降低了市场预期, 也为公司下半年在市场费用投放上留出较大的可操作空间。因此, 我们相信伊利下半年无论是收入还是利润率, 都有较大几率超出市场预期。
- 维持伊利“买入”评级及目标价:** 考虑到下半年促销力度有望缓和、原材料压力环比减小, 结合公司优异的费用管控能力, 我们相信伊利有能力 2H22 净利率做到同比基本持平, 且未来利润率持续扩张趋势不变。但因对澳优的展望较弱, 我们对伊利 2022-24E 的收入分别下调 2%, 并对 2022E/23E/24E 归母净利润分别下调 9%/4%/4%。基于 27x 2023 P/E, 我们维持伊利 47.9 人民币目标价, 维持“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	96,886	110,595	125,601	141,599	155,653
同比变动 (%)	7.4%	14.2%	13.6%	12.7%	9.9%
归母净利润	7,078	8,705	9,337	11,283	13,371
同比变动 (%)	2.1%	23.0%	7.3%	20.8%	18.5%
PE (X)	31	25	24	20	17
ROE (%)	25.0%	22.0%	18.6%	20.7%	22.8%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、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 9 月 1 日

### 评级

**买入**

目标价 (人民币)	47.9
潜在升幅/降幅	+34.0%
目前股价 (人民币)	35.7
52 周内股价区间 (人民币)	32.6-44.3
总市值 (百万人民币)	231,208
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	1,650.1

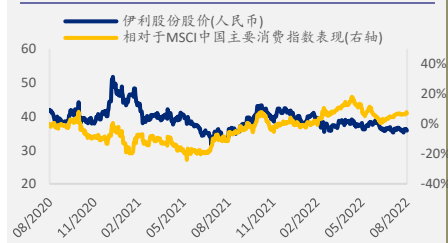
注: 截至 2022 年 8 月 31 日收盘价

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 - 伊利股份

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>96,886</b>	<b>110,595</b>	<b>125,601</b>	<b>141,599</b>	<b>155,653</b>
同比	7.4%	14.2%	13.6%	12.7%	9.9%
营业成本	-67,453	-76,417	-84,929	-94,647	-103,134
税金及附加	-547	-664	-715	-792	-872
<b>毛利润</b>	<b>28,886</b>	<b>33,515</b>	<b>39,957</b>	<b>46,159</b>	<b>51,648</b>
毛利率	29.8%	30.3%	31.8%	32.6%	33.2%
销售费用	-16,884	-19,315	-23,039	-26,070	-28,503
管理费用	-3,883	-4,227	-5,163	-5,872	-6,378
其他经营收入及收益	-487	-601	-714	-660	-726
<b>经营利润</b>	<b>7,633</b>	<b>9,372</b>	<b>11,041</b>	<b>13,557</b>	<b>16,040</b>
经营利润率	7.9%	8.5%	8.8%	9.6%	10.3%
财务费用	-188	29	-807	-741	-745
其他收益	676	809	800	800	800
投资净收益	600	461	630	500	500
减值损失/收益	-162	-442	-400	-400	-400
<b>营业利润</b>	<b>8,558</b>	<b>10,230</b>	<b>11,263</b>	<b>13,716</b>	<b>16,195</b>
营业外收入	49	58	58	58	58
营业外支出	-457	-176	-200	-200	-200
<b>利润总额</b>	<b>8,150</b>	<b>10,112</b>	<b>11,122</b>	<b>13,574</b>	<b>16,053</b>
所得税	-1,051	-1,380	-1,535	-1,873	-2,215
所得税率	-12.9%	-13.6%	-13.8%	-13.8%	-13.8%
净利润	<b>7,099</b>	<b>8,732</b>	<b>9,587</b>	<b>11,701</b>	<b>13,838</b>
减: 少数股东损益	21	27	250	419	466
<b>归母净利润</b>	<b>7,078</b>	<b>8,705</b>	<b>9,337</b>	<b>11,283</b>	<b>13,371</b>
归母净利率	7.3%	7.9%	7.4%	8.0%	8.6%
同比	2.1%	23.0%	7.3%	20.8%	18.5%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>11,695</b>	<b>31,742</b>	<b>33,634</b>	<b>33,508</b>	<b>36,071</b>
现金及等价物	11,434	31,080	32,972	32,846	35,409
其他	262	662	662	662	662
应收票据及应收账款	1,759	2,107	2,919	2,834	3,115
预付款项	1,290	1,520	2,023	1,946	2,139
其他应收款	115	126	126	126	126
存货	7,545	8,917	11,424	13,841	15,082
其他流动资产	5,976	5,742	5,838	5,838	5,838
<b>流动资产合计</b>	<b>28,381</b>	<b>50,155</b>	<b>55,963</b>	<b>58,092</b>	<b>62,371</b>
长期股权投资	2,903	4,210	4,210	4,210	4,210
固定资产	23,343	29,379	32,855	35,662	37,802
在建工程	5,425	3,736	3,736	3,736	3,736
无形资产	1,536	1,609	4,247	4,287	4,311
商誉	362	306	4,456	4,456	4,456
递延所得税资产	1,294	1,184	8,686	8,686	8,686
其他非流动资产	7,911	11,384	8,889	8,889	8,889
<b>非流动资产合计</b>	<b>42,774</b>	<b>51,807</b>	<b>67,078</b>	<b>69,925</b>	<b>72,089</b>
短期借款	6,957	12,596	22,539	22,539	22,539
应付票据及应付账款	11,636	14,062	16,708	17,423	18,985
合同负债	6,056	7,891	7,891	7,891	7,891
应付职工薪酬	2,713	3,168	3,598	4,056	4,459
应交税费	632	403	903	903	903
其他应付款	3,137	3,515	3,515	3,515	3,515
其他流动负债	3,638	1,661	1,796	1,796	1,796
<b>流动负债合计</b>	<b>34,768</b>	<b>43,296</b>	<b>56,951</b>	<b>58,123</b>	<b>60,088</b>
长期借款	1,375	5,380	6,614	6,614	6,614
应付债券	3,762	3,188	3,188	3,188	3,188
其他非流动负债	716	1,307	1,759	1,759	1,759
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,853</b>	<b>9,875</b>	<b>11,560</b>	<b>11,560</b>	<b>11,560</b>
股本	7,500	20,669	20,669	20,669	20,669
储备	22,884	27,040	29,841	33,226	37,237
少数股东权益	149	1,083	4,022	4,440	4,907
<b>所有者权益合计</b>	<b>30,533</b>	<b>48,791</b>	<b>54,531</b>	<b>58,334</b>	<b>62,812</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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>7,099</b>	<b>8,732</b>	<b>9,587</b>	<b>11,701</b>	<b>13,838</b>
固定资产折旧	2,223	3,033	4,124	4,792	5,460
无形资产摊销	83	118	183	261	276
财务费用	668	826	-807	-741	-745
存货的减少	195	-838	-47	-2,416	-1,241
经营性应收项目的减少	-3,302	-891	-1,314	162	-474
经营性应付项目的增加	2,657	3,909	3,577	1,172	1,965
其他	229	639	254	-100	-100
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>9,852</b>	<b>15,528</b>	<b>15,557</b>	<b>14,831</b>	<b>18,978</b>
资本开支	-6,522	-6,683	-10,700	-8,300	-8,300
投资支付的现金	-3,961	-979	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0	-518	-11,000	0	0
其他	1,440	383	630	500	500
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-9,043</b>	<b>-7,797</b>	<b>-21,070</b>	<b>-7,800</b>	<b>-7,800</b>
吸收投资收到的现金	248	12,255	1,957	0	0
取得借款收到的现金	74,557	126,938	11,176	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	0	636	0	0	0
偿还债务支付的现金	-69,436	-121,958	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-5,310	-5,693	-5,729	-7,157	-8,615
其他	-106	-234	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-47</b>	<b>11,945</b>	<b>7,404</b>	<b>-7,157</b>	<b>-8,615</b>
现金及现金等价物净增加额	367	19,647	1,891	-126	2,563
期初现金及现金等价物余额	11,067	11,434	31,080	32,972	32,846
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>11,434</b>	<b>31,080</b>	<b>32,972</b>	<b>32,846</b>	<b>35,409</b>

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	1.18	1.43	1.46	1.76	2.09
每股销售额	15.93	17.28	19.62	22.12	24.32
每股股息	0.82	0.96	1.02	1.23	1.46
<b>同比变动</b>					
收入	7.4%	14.2%	13.6%	12.7%	9.9%
经营溢利	3.1%	22.8%	17.8%	22.8%	18.3%
归母净利润	2.1%	23.0%	7.3%	20.8%	18.5%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	29.8%	30.3%	31.8%	32.6%	33.2%
经营利润率	7.9%	8.5%	8.8%	9.6%	10.3%
归母净利率	7.3%	7.9%	7.4%	8.0%	8.6%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	25.0%	22.0%	18.6%	20.7%	22.8%
平均资产回报率	10.8%	10.1%	8.5%	9.3%	10.5%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	7.8	7.3	7.3	7.3	7.3
库存周转天数	56.7	53.4	53.4	53.4	53.4
应付账款周转天数	66.7	67.2	67.2	67.2	67.2
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	0.8	1.2	1.0	1.0	1.0
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
负债/权益	1.3	1.1	1.3	1.2	1.1
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	30.3	25.0	24.5	20.3	17.1
市销率 (x)	2.2	2.1	1.8	1.6	1.5
股息率	2.3%	2.7%	2.9%	3.5%	4.1%

图表 2: 伊利 2021-2022 年一、二季度及上半年盈利表现

百万人民币	1Q21	1Q22	YoY	2Q21	2Q22	YoY	1H21	1H22	YoY
营业收入	27,363	31,047	13%	29,143	32,416	11%	56,506	63,463	12%
营业成本	-18,443	-20,266	10%	-19,886	-21,783	10%	-38,329	-42,049	10%
税金及附加	-155	-200	29%	-196	-201	2%	-351	-401	14%
毛利润	8,765	10,581	52%	9,061	10,433	15%	17,825	21,013	18%
毛利率	32.0%	34.1%		31.1%	32.2%		31.5%	33.1%	
销售费用	-4,641	-5,633	21%	-5,202	-6,006	15%	-9,843	-11,639	18%
销售费用率	17.0%	18.1%		17.8%	18.5%		17.4%	18.3%	
管理费用	-969	-1,031	6%	-1,030	-1,415	37%	-1,999	-2,446	22%
管理费用率	3.5%	3.3%		3.5%	4.4%		3.5%	3.9%	
研发费用	-104	-116	12%	-150	-192	28%	-254	-308	21%
经营利润	3,051	3,801	25%	2,678	2,820	5%	5,729	6,621	16%
经营利润率	11.1%	12.2%		9.2%	8.7%		10.1%	10.4%	
财务费用	25	112	n.m.	11	128	n.m.	36	240	n.m.
投资净收益	103	21	-80%	140	168	20%	243	189	-22%
其他费用	223	169	-24%	63	-120	n.m.	287	49	-83%
税前盈利	3,402	4,104	21%	2,893	2,996	4%	6,295	7,099	13%
所得税	-575	-596		-400	-364		-975	-960	
净利润	2,827	3,508	24%	2,493	2,631	6%	5,320	6,139	15%
净利润率	10.3%	11.3%		8.6%	8.1%		9.4%	9.7%	
少数股东权益	-3	-11	n.m.	2	18	n.m.	-2	7	n.m.
归母净利润	2,831	3,519	24%	2,491	2,614	5%	5,322	6,133	15.2%
归母净利润率	10.3%	11.3%		8.5%	8.1%		9.4%	9.7%	
剔除澳优后收入	27,363	31,047	13%	29,143	30,528	5%	56,506	61,576	9.0%
剔除澳优后净利润	2,827	3,508	24%	2,493	2,600	4%	5,320	6,108	14.8%

资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变动

(百万人民币)	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>			
旧预测	128,018	144,340	158,699
<b>新预测</b>	<b>125,601</b>	<b>141,599</b>	<b>155,653</b>
变动	-1.9%	-1.9%	-1.9%
<b>净利润</b>			
旧预测	10,237	11,795	14,007
<b>新预测</b>	<b>9,337</b>	<b>11,283</b>	<b>13,371</b>
变动	-8.8%	-4.3%	-4.5%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

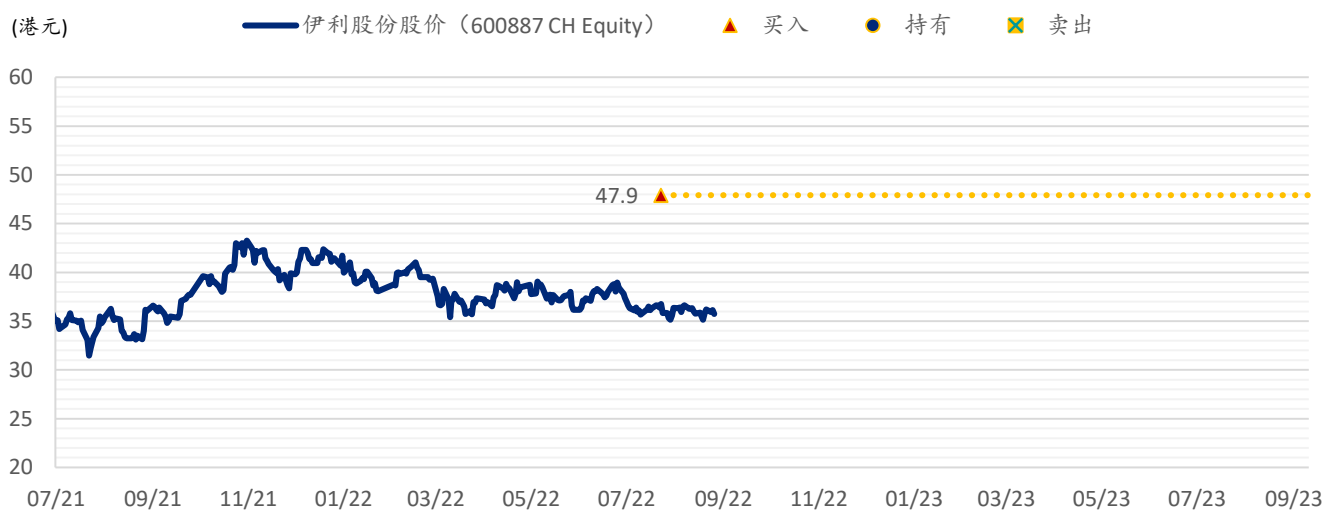
图表 4: 乳制品企业估值表

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	37.4	45,844	13.9	13.4	12.9	-8.1	3.3	3.8	11.1	10.8	10.5
F01.GB equity	恒天然集团	1.8	2,949	9.2	8.2	7.4	-4.4	12.3	11.0	6.9	6.6	6.2
NESN.SW equity	雀巢	114.5	322,321	24.1	22.4	20.8	7.3	7.5	8.1	18.5	17.6	16.7
BN.FP Equity	达能	52.0	35,113	15.8	14.6	13.5	-0.7	8.6	7.6	10.6	10.0	9.3
ULVR.LN equity	联合利华	3,906.5	115,830	18.4	17.2	15.7	-5.6	7.0	9.3	13.0	12.4	11.4
<b>国际乳制品企业</b>				<b>21.3</b>	<b>19.9</b>	<b>18.4</b>				<b>16.1</b>	<b>15.3</b>	<b>14.4</b>
2319.HK Equity	蒙牛乳业	35.7	17,967	21.1	17.3	14.4	7.7	22.3	20.1	13.9	11.5	10.1
600887.CH Equity	伊利股份	35.7	33,152	24.5	20.3	17.1	2.0	20.8	18.5	14.8	12.2	10.3
600597.CH equity	光明乳业	11.3	2,264	22.8	20.3	17.0	3.4	11.8	19.6	6.3	5.0	4.1
600882.CH Equity	妙可蓝多	32.2	2,409	43.7	21.0	13.3	123.5	107.5	58.2	24.9	12.1	7.4
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.5	7,377	8.5	7.9	7.2	-17.5	8.3	8.7	5.5	4.7	3.9
1117.HK Equity	现代牧业	1.0	1,049	5.0	3.5	2.7	19.8	41.6	31.3	4.2	3.4	2.8
9858.HK Equity	优然牧业	2.4	1,151	10.7	3.8	3.0	-58.7	176.9	27.5	6.1	5.8	5.3
<b>国内乳制品</b>				<b>22.3</b>	<b>18.0</b>	<b>15.0</b>				<b>13.5</b>	<b>10.9</b>	<b>9.2</b>

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 31 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 伊利股份



注: 截至 2022 年 8 月 31 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 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	72.0	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	94.9	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	5.7	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	54.9	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	111.7	买入	143.0	2022 年 8 月 18 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.2	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	76.5	买入	96.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	108.0	持有	115.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.2	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	35.7	买入	47.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	35.7	买入	47.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	11.3	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.5	持有	7.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	6.3	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	32.2	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.4	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.0	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

截至 2022 年 8 月 31 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