



## 伊利 (600887.CH): 3Q22 业绩不尽人意不改长期基本面稳定; 短期更看好蒙牛

伊利 3Q22 收入与利润都大幅低于市场预期。我们认为, 伊利 3Q22 较弱的业绩除了疫情的影响之外, 主要是公司自身运营与短期策略调整的结果, 并不能归咎于行业竞争加剧。我们相信伊利 3Q22 所面对的问题是一次性因素导致, 对中国乳制品市场长期需求以及伊利整体的基本面状况不具有前瞻性。

- 3Q22 收入低于预期的原因:** 伊利 3Q22 内生业务收入同比基本持平。液体乳收入同比下滑 4.9%, 主要原因包括 (1) 公司主动在 7-8 月放慢出货步伐清理渠道库存; (2) 伊利部分重点市场受疫情影响较竞品更为严重。其中, 常温白奶 (包括基础白奶与金典) 的收入同比增长单位数, 部分抵消了常温酸、乳饮料及低温产品销售的下滑。令人欣慰的是, 伊利内生的奶粉业务与冰激凌的收入依然有较好的表现 (分别同比增长 20% 左右与 35%), 而澳优 3Q22 的收入也实现正增长。我们认为, 伊利短期较弱的收入表现是疫情与公司自身销售节奏调整所造成的, 与行业终端市场需求及竞争环境没有关系。
- 3Q22 费用率大幅上升的原因:** 毛利率同比扩张 0.6ppt 的基础上, 伊利 3Q22 的销售费用率同比扩张 3.4ppt, 导致 EBIT 利润率大幅下降 4ppt。剔除澳优的影响, 内生业务销售费用率同比上升 2ppt 左右, 主要是由于液体乳收入下滑带来运营负杠杆, 以及一部分广告及综艺赞助的费用从 2Q22 集中推迟至 3Q22。令市场宽慰的是, 伊利额外的费用投入主要是用于长期的品牌建设, 而非短期的促销买赠。管理费用率同比上升 1.1ppt, 主要是收购澳优所致。
- 4Q22 展望:** 尽管液体乳在 3Q22 面临挑战, 管理层表示进入 4Q22 以后, 市场竞争格局改善, 经销商进货意愿强, 液体乳已开始恢复增长。在春节提早的帮助下, 管理层目标 4Q22 内生业务收入实现双位数增长。考虑到 4Q21 伊利因为冬奥会而加大了市场投入, 我们预计 4Q22 的销售费用率有望同比下降, EBIT 利润率有望同比大幅提升。管理层维持 2022 全年利润率不下降的目标。
- 维持伊利“买入”评级, 下调目标价:** 我们对 2022-2024 年收入与净利润进行小幅下修。伊利 3Q22 的业绩表现不可避免地将动摇市场对伊利管理层的信心, 并导致短期的负面情绪。因此, 基于 18x 2023 P/E, 我们下调伊利目标价至 31.5 人民币 (相较当前股价 21.7% 的上行空间)。从短期风险回报角度来考虑, 我们认为蒙牛要优于伊利。
- 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	124,016	139,771	153,675
同比变动 (%)	7.4%	14.2%	12.1%	12.7%	9.9%
归母净利润	7,078	8,705	9,286	11,196	13,321
同比变动 (%)	2.1%	23.0%	6.7%	20.6%	19.0%
PE (X)	22	18	18	15	12
ROE (%)	25.0%	22.0%	18.1%	20.6%	22.8%

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 10 月 31 日

### 评级

**买入**

目标价 (人民币)	31.5
潜在升幅/降幅	+21.7%
目前股价 (人民币)	25.9
52 周内股价区间 (人民币)	25.9-44.3
总市值 (百万人民币)	165,679
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	1,204.2

注: 截至 2022 年 10 月 28 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 - 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>124,016</b>	<b>139,771</b>	<b>153,675</b>
同比	7.4%	14.2%	12.1%	12.7%	9.9%
营业成本	-67,453	-76,417	-84,244	-93,868	-102,301
税金及附加	-547	-664	-707	-784	-863
<b>毛利润</b>	<b>28,886</b>	<b>33,515</b>	<b>39,066</b>	<b>45,120</b>	<b>50,511</b>
毛利率	29.8%	30.3%	31.5%	32.3%	32.9%
销售费用	-16,884	-19,315	-22,844	-25,849	-28,265
管理费用	-3,883	-4,227	-5,462	-5,941	-6,455
其他经营收入及收益	-487	-601	-765	-783	-719
<b>经营利润</b>	<b>7,633</b>	<b>9,372</b>	<b>9,994</b>	<b>12,546</b>	<b>15,073</b>
经营利润率	7.9%	8.5%	8.1%	9.0%	9.8%
财务费用	-188	29	388	479	473
其他收益	676	809	800	800	800
投资净收益	600	461	300	300	300
减值损失/收益	-162	-442	-410	-410	-410
<b>营业利润</b>	<b>8,558</b>	<b>10,230</b>	<b>11,072</b>	<b>13,715</b>	<b>16,236</b>
营业外收入	49	58	58	58	58
营业外支出	-457	-176	-300	-300	-300
<b>利润总额</b>	<b>8,150</b>	<b>10,112</b>	<b>10,830</b>	<b>13,474</b>	<b>15,994</b>
所得税	-1,051	-1,380	-1,495	-1,859	-2,207
所得税率	-12.9%	-13.6%	-13.8%	-13.8%	-13.8%
<b>净利润</b>	<b>7,099</b>	<b>8,732</b>	<b>9,336</b>	<b>11,614</b>	<b>13,787</b>
减: 少数股东损益	21	27	50	418	466
<b>归母净利润</b>	<b>7,078</b>	<b>8,705</b>	<b>9,286</b>	<b>11,196</b>	<b>13,321</b>
归母净利率	7.3%	7.9%	7.5%	8.0%	8.7%
同比	2.1%	23.0%	6.7%	20.6%	19.0%

### 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>33,573</b>	<b>33,446</b>	<b>35,993</b>
现金及等价物	11,434	31,080	32,911	32,785	35,331
其他	262	662	662	662	662
应收票据及应收账款	1,759	2,107	2,919	2,798	3,076
预付款项	1,290	1,520	2,023	1,921	2,112
其他应收款	115	126	126	126	126
存货	7,545	8,917	11,424	13,726	14,960
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>55,903</b>	<b>57,855</b>	<b>62,104</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	17,279	18,831
合同负债	6,056	7,891	7,891	7,891	7,891
应付职工薪酬	2,713	3,168	3,553	4,004	4,402
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>56,906</b>	<b>57,928</b>	<b>59,878</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	29,825	33,183	37,179
少数股东权益	149	1,083	4,022	4,440	4,906
<b>所有者权益合计</b>	<b>30,533</b>	<b>48,791</b>	<b>54,516</b>	<b>58,291</b>	<b>62,754</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>9,336</b>	<b>11,614</b>	<b>13,787</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	388	479	473
存货的减少	195	-838	-47	-2,302	-1,233
经营性应收项目的减少	-3,302	-891	-1,314	223	-469
经营性应付项目的增加	2,657	3,909	3,532	1,022	1,951
其他	229	639	584	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>16,785</b>	<b>16,190</b>	<b>20,344</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	-10,800	0	0
其他	1,440	383	300	300	300
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-9,043</b>	<b>-7,797</b>	<b>-21,200</b>	<b>-8,000</b>	<b>-8,000</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	-6,888	-8,317	-9,797
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>6,245</b>	<b>-8,317</b>	<b>-9,797</b>
现金及现金等价物净增加额	367	19,647	1,831	-127	2,547
期初现金及现金等价物余额	11,067	11,434	31,080	32,911	32,785
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>11,434</b>	<b>31,080</b>	<b>32,911</b>	<b>32,785</b>	<b>35,331</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	1.17	1.43	1.45	1.75	2.08
每股销售额	15.93	17.28	19.38	21.84	24.01
每股股息	0.82	0.96	1.02	1.22	1.46
<b>同比变动</b>					
收入	7.4%	14.2%	12.1%	12.7%	9.9%
经营溢利	3.1%	22.8%	6.6%	25.5%	20.1%
归母净利润	2.1%	23.0%	6.7%	20.6%	19.0%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	29.8%	30.3%	31.5%	32.3%	32.9%
经营利润率	7.9%	8.5%	8.1%	9.0%	9.8%
归母净利率	7.3%	7.9%	7.5%	8.0%	8.7%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	25.0%	22.0%	18.1%	20.6%	22.8%
平均资产回报率	10.8%	10.1%	8.3%	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)	22.1	18.1	17.8	14.8	12.4
市销率 (x)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
股息率	3.2%	3.7%	3.9%	4.7%	5.6%

图表 2: 伊利 2021-2022 年一至三季度盈利表现

百万人民币	1Q21	1Q22	YoY	2Q21	2Q22	YoY	3Q21	3Q22	YoY
营业收入	27,363	31,047	13%	29,143	32,416	11%	28,501	30,398	7%
营业成本	-18,443	-20,266	10%	-19,886	-21,783	10%	-19,828	-20,968	6%
税金及附加	-155	-200	29%	-196	-201	2%	-163	-162	0%
毛利润	8,765	10,581	52%	9,061	10,433	15%	8,511	9,268	9%
毛利率	32.0%	34.1%		31.1%	32.2%		29.9%	30.5%	
销售费用	-4,641	-5,633	21%	-5,202	-6,006	15%	-4,403	-5,700	29%
销售费用率	17.0%	18.1%		17.8%	18.5%		15.4%	18.8%	
管理费用	-969	-1,031	6%	-1,030	-1,415	37%	-991	-1,391	40%
管理费用率	3.5%	3.3%		3.5%	4.4%		3.5%	4.6%	
研发费用	-104	-116	12%	-150	-192	28%	-148	-225	52%
经营利润	3,051	3,801	25%	2,678	2,820	5%	2,968	1,952	-34%
经营利润率	11.1%	12.2%		9.2%	8.7%		10.4%	6.4%	
财务费用	25	112	n.m.	11	128	n.m.	-23	54	n.m.
投资净收益	103	21	-80%	140	168	20%	124	40	-68%
其他费用	223	169	-24%	63	-120	n.m.	-57	170	n.m.
税前盈利	3,402	4,104	21%	2,893	2,996	4%	3,012	2,215	-26%
所得税	-575	-596	4%	-400	-364	-9%	-365	-301	-17%
净利润	2,827	3,508	24%	2,493	2,631	6%	2,647	1,914	-28%
净利润率	10.3%	11.3%		8.6%	8.1%		9.3%	6.3%	
少数股东权益	-3	-11	n.m.	2	18	n.m.	24	-15	n.m.
归母净利润	2,831	3,519	24%	2,491	2,614	5%	2,622	1,929	-26%
归母净利润率	10.3%	11.3%		8.5%	8.1%		9.2%	6.3%	

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	125,601	141,599	155,653
<b>新预测</b>	<b>124,016</b>	<b>139,771</b>	<b>153,675</b>
变动	-1.3%	-1.3%	-1.3%
<b>净利润</b>			
旧预测	9,337	11,283	13,371
<b>新预测</b>	<b>9,286</b>	<b>11,196</b>	<b>13,321</b>
变动	-0.6%	-0.8%	-0.4%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

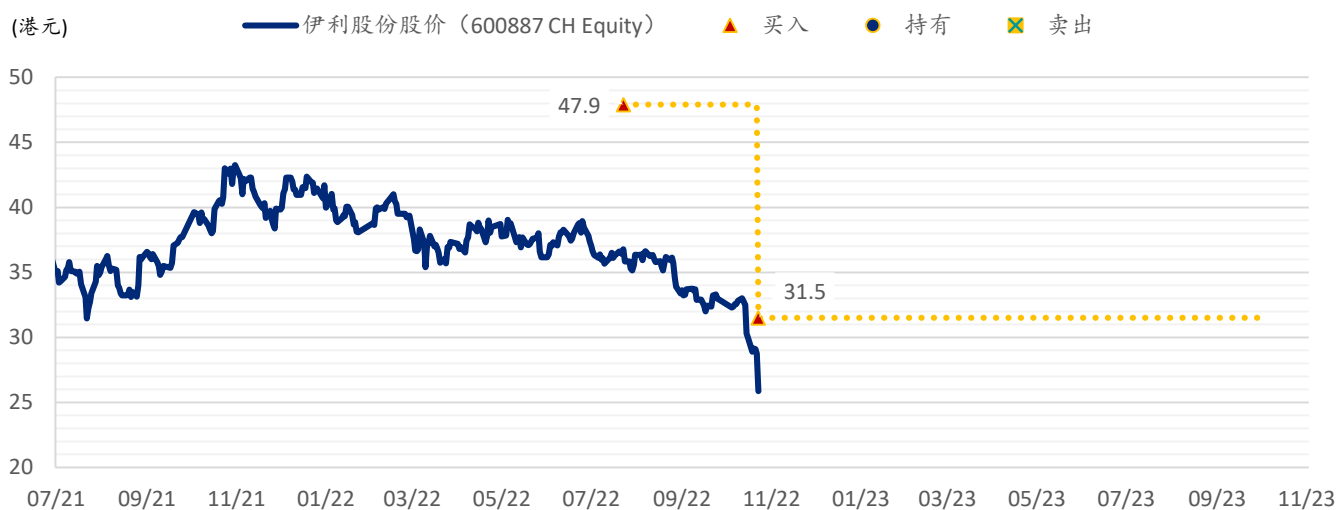
图表 4: 乳制品企业估值表

股份代号	公司名称	股价 (LC)	市值 (百万美元)	PE			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	47,699	14.5	14.1	13.4	-8.4	2.6	5.6	11.3	11.1	10.7
F01.GB equity	恒天然集团	1.8	2,806	8.9	5.8	6.7	2.9	48.0	-13.5	6.4	5.2	5.7
NESN.SW equity	雀巢	107.8	297,351	22.5	21.0	19.5	8.2	7.2	7.8	17.5	16.5	15.7
BN.FP Equity	达能	49.8	33,455	15.0	13.8	12.8	0.5	8.4	8.1	10.2	9.5	8.9
ULVR.LN equity	联合利华	3,918.0	115,130	18.3	17.0	15.4	-4.9	7.9	10.3	12.9	12.2	11.2
<b>国际乳制品企业</b>				<b>20.2</b>	<b>18.8</b>	<b>17.4</b>				<b>15.3</b>	<b>14.4</b>	<b>13.6</b>
2319.HK Equity	蒙牛乳业	25.2	12,672	16.0	13.1	10.9	7.7	22.3	20.1	10.5	8.7	7.6
600887.CH Equity	伊利股份	25.9	22,836	17.8	14.8	12.4	1.5	20.6	19.0	11.5	9.3	7.8
600597.CH equity	光明乳业	9.7	1,851	19.5	17.5	14.6	3.4	11.8	19.6	5.4	4.2	3.5
600882.CH Equity	妙可蓝多	28.0	1,990	38.0	18.3	11.6	123.5	107.5	58.2	21.2	10.3	6.2
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.6	5,335	6.6	6.1	5.6	-17.5	8.3	8.7	3.9	3.2	2.6
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	807	4.3	3.0	2.3	19.8	41.6	31.3	3.8	3.0	2.5
9858.HK Equity	优然牧业	1.6	754	8.7	3.1	2.5	-58.7	176.9	27.5	5.8	5.5	5.1
<b>国内乳制品</b>				<b>16.9</b>	<b>13.5</b>	<b>11.2</b>				<b>10.5</b>	<b>8.3</b>	<b>6.9</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 10 月 28 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 10 月 28 日收盘价; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

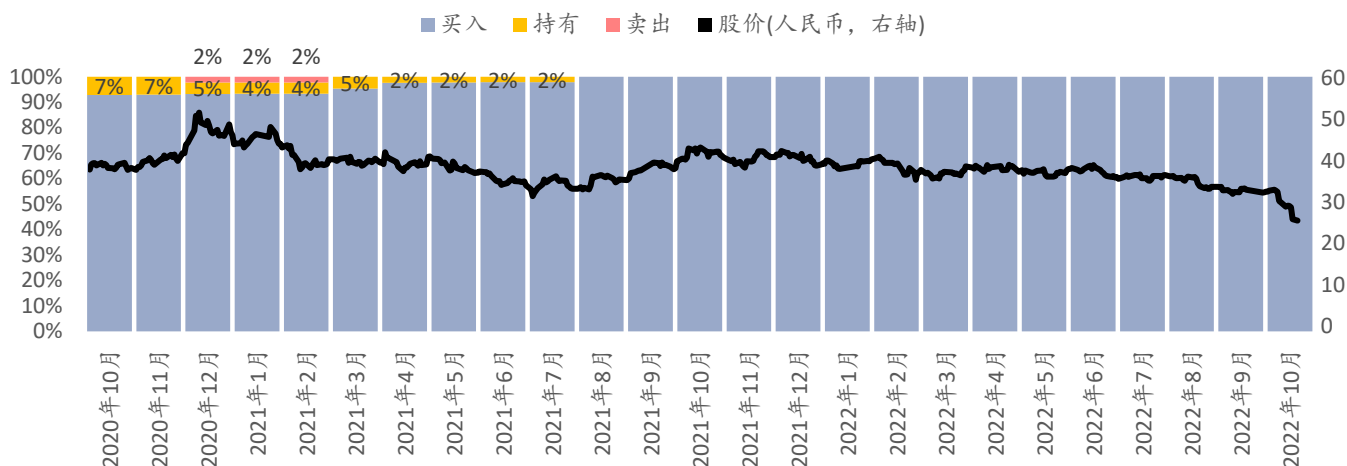
图表 6: 浦银国际消费行业公司覆盖

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	42.4	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	71.8	买入	119.0	2022 年 4 月 18 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.4	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	4.2	买入	5.6	2022 年 10 月 26 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.1	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	38.3	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	89.0	买入	143.0	2022 年 8 月 18 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	16.8	持有	20.0	2022 年 10 月 27 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	57.6	买入	96.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	84.4	持有	115.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.8	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	25.9	买入	31.5	2022 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	25.2	买入	47.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.7	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.6	持有	7.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.7	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	28.0	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.6	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

截至 2022 年 10 月 28 日收盘价 资料来源: Bloomberg, 浦银国际整理

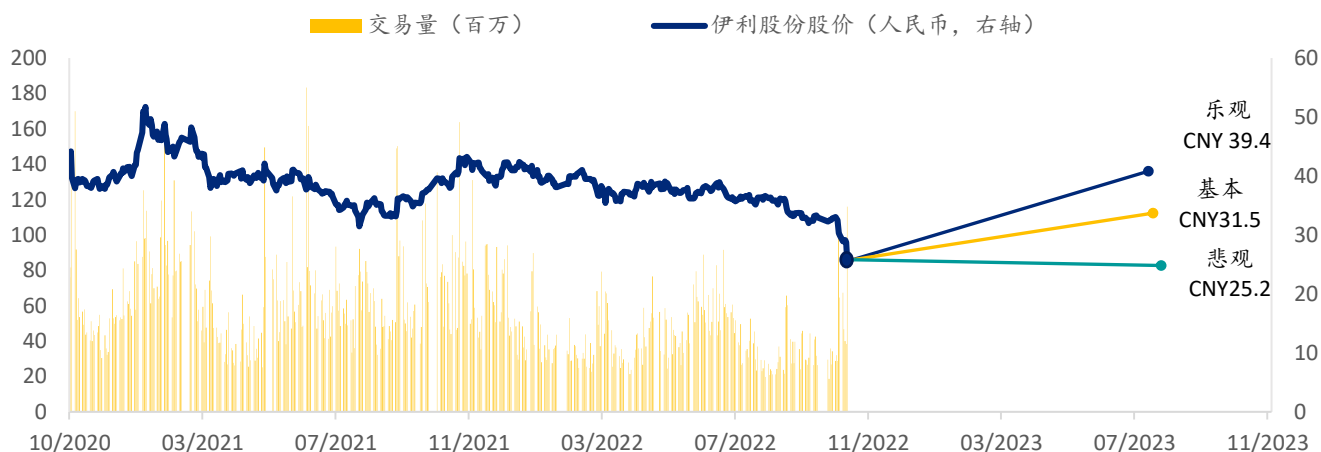
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 伊利股份市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 伊利股份 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 39.4 港元

概率: 25%

- 23 年销售单价提升超 6%;
- 23 年液态奶销量增长超 10%;
- 23 年奶粉业务增速同比增长超 20%
- 23 年广告费用率下降 50bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 25.2 港元

概率: 20%

- 23 年产品销售单价同比持平;
- 23 年液态奶销量增长同比持平;
- 23 年奶粉业务同比增长 5%
- 23 年广告费用率提升 40bps。

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际预测

## 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