



## 蒙牛 (2319.HK): 2H22 业绩确定性相对较高, 短期看好蒙牛估值修复

蒙牛 3Q22 收入与利润增长皆远高于伊利, 其渠道库存始终处于较为健康的水平。这意味着公司 3Q22 的收入增长是市场需求所驱动的, 具有较高的质量。我们相信, 蒙牛 2H22 的业绩相较伊利具有较高的确定性, 同时管理层相对乐观的展望将对提升市场情绪起到积极作用。

- **蒙牛 3Q22 表现优于伊利:** 面对严峻的疫情, 蒙牛 3Q22 收入依然同比增长高单位数, 净利润增长同比超 20%。其中, 液态奶收入增长中高单位数 (远好于伊利 5% 的下跌)。常温白奶 (包括特仑苏与基础白奶) 取得了双位数的收入增长 (好于伊利的低单位数增长)。常温酸奶下降高单位数, 但降速环比收窄。我们认为, 蒙牛 3Q22 液态奶收入表现好于伊利, 主要归功于 **1)** 相对伊利, 蒙牛白奶占比更高, 而常温酸奶与乳饮料 (非刚需, 偏可选) 占比较小; **2)** 蒙牛在 1H22 已经完成了渠道清库存并在 3Q22 始终维持健康的库存水平, 而伊利 7 月依然在清理渠道库存的过程中, 从而影响了 3Q22 的收入表现; **3)** 伊利低线城市占比高于蒙牛, 中低端产品占比高, 3Q22 受疫情影响更大。在收入扩张以及公司严格的费用管控下, 蒙牛 3Q22 销售费用率同比大幅下降, 帮助 EBIT 利润率同比大幅提升。
- **2H22 及 2022 全年业绩展望:** 管理层期望 4Q22 维持 3Q22 的收入增长趋势, 并在 2H22 取得高单位数的收入增长。在疫情的持续挑战下, 公司不会加大促销和发货力度, 并将确保渠道库存始终维持在健康的水平。蒙牛将在 4Q22 继续严格管控市场投放力度, 保证销售费用率同比有所下降。管理层目标 2022 年全年 EBIT 利润率至少同比持平, 而可比 EBIT 利润率 (不包括一次性员工激励) 同比有望扩张。
- **毛利率有继续扩张的空间:** 在消费力下降的情况下, 蒙牛的高端产品 (尤其是特仑苏) 依然维持高速增长, 保证产品结构维持稳定。另外, 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。我们相信蒙牛未来 12 个月的毛利率依然有同比提升的空间。
- **维持“买入”评级与行业首选:** 我们对 2022-24 收入与净利润做了小幅下调。我们预测 2022/2023/2024 收入同比增长 6%/14%/10%, 经常性净利润同比增长 1%/23%/21%。蒙牛估值处于历史低位, 随着市场情绪恢复, 蒙牛股价短期有望得到修复。基于 22x 2023 P/E, 我们下调目标价至 39 港元。我们仍维持“买入”评级及乳制品行业首选。
- **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	93,256	105,968	116,666
同比变动 (%)	-3.8%	15.9%	5.8%	13.6%	10.1%
归母净利润	3,525	5,026	6,144	6,599	7,953
同比变动 (%)	-14.1%	42.6%	22.3%	7.4%	20.5%
PE (X)	26	20	19	16	13
ROE (%)	12.9%	15.2%	13.7%	15.1%	16.2%

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 11 月 2 日

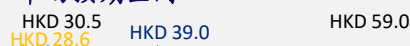
### 评级

**买入**

目标价 (港元)	39.0
潜在升幅/降幅	+36.6%
目前股价 (港元)	28.6
52 周内股价区间 (港元)	24.7-50.7
总市值 (百万港元)	111,734
近 3 月日均成交额 (百万港元)	391.9

注: 截至 2022 年 11 月 2 日午市收盘价

### 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 - 蒙牛乳业

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>76,035</b>	<b>88,141</b>	<b>93,256</b>	<b>105,968</b>	<b>116,666</b>
同比	-3.8%	15.9%	5.8%	13.6%	10.1%
营业成本	-47,406	-55,752	-59,443	-67,226	-73,759
<b>毛利润率</b>	<b>28,629</b>	<b>32,390</b>	<b>33,813</b>	<b>38,742</b>	<b>42,907</b>
毛利率	37.7%	36.7%	36.3%	36.6%	36.8%
销售及管理费用	-25,147	-27,528	-28,815	-32,502	-35,588
<b>经营利润</b>	<b>3,482</b>	<b>4,862</b>	<b>4,998</b>	<b>6,241</b>	<b>7,319</b>
经营利润率	4.6%	5.5%	5.4%	5.9%	6.3%
其他收入	886	1,563	2,030	730	730
财务收入	812	284	223	628	839
其他营业收入(支出)	-1,026	-841	-29	292	633
<b>利润总额</b>	<b>4,155</b>	<b>5,868</b>	<b>7,222</b>	<b>7,890</b>	<b>9,521</b>
所得税	-653	-905	-1,228	-1,341	-1,619
所得税率	-15.7%	-15.4%	-17.0%	-17.0%	-17.0%
<b>净利润</b>	<b>3,502</b>	<b>4,964</b>	<b>5,994</b>	<b>6,549</b>	<b>7,903</b>
减: 少数股东损益	23	62	150	50	50
<b>归母净利润</b>	<b>3,525</b>	<b>5,026</b>	<b>6,144</b>	<b>6,599</b>	<b>7,953</b>
归母净利率	4.6%	5.7%	6.6%	6.2%	6.8%
同比	-14.1%	42.6%	22.3%	7.4%	20.5%
<b>核心归母净利润</b>	<b>4,031</b>	<b>5,321</b>	<b>5,370</b>	<b>6,599</b>	<b>7,953</b>
核心归母净利率	5.3%	6.0%	5.8%	6.2%	6.8%
同比	14.4%	32.0%	0.9%	22.9%	20.5%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,647	11,420	12,211	14,052	15,923
应收票据及应收账款	2,988	4,160	3,612	4,114	4,541
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	6,047	6,861	7,546
其他流动资产	2	2	2	2	2
<b>流动资产合计</b>	<b>31,507</b>	<b>31,020</b>	<b>32,222</b>	<b>34,576</b>	<b>37,695</b>
固定资产	12,547	17,335	19,147	20,654	21,918
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>48,640</b>	<b>67,081</b>	<b>68,987</b>	<b>71,426</b>	<b>74,123</b>
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	8,528	9,675	10,642
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
<b>流动负债合计</b>	<b>26,144</b>	<b>29,072</b>	<b>28,531</b>	<b>29,678</b>	<b>30,644</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>16,754</b>	<b>27,030</b>	<b>26,244</b>	<b>25,244</b>	<b>24,244</b>
股本及储备	33,134	36,826	41,464	46,221	52,196
少数股东权益	4,113	5,174	4,971	4,859	4,734
<b>所有者权益合计</b>	<b>37,248</b>	<b>41,999</b>	<b>46,434</b>	<b>51,080</b>	<b>56,930</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
税前利润	4,155	5,868	7,222	7,890	9,521
固定资产折旧	2,137	2,396	2,611	2,967	3,267
财务费用	-512	-284	-213	-618	-839
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	438	-814	-685
经营性应收项目的减少	-555	-1,975	419	-634	-563
经营性应付项目的增加	2,245	3,395	-276	1,147	966
税金	-753	-903	-1,228	-1,341	-1,619
其他	-888	-331	-969	-695	-660
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>5,348</b>	<b>7,545</b>	<b>7,234</b>	<b>6,810</b>	<b>7,955</b>
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	1,182	1,313	1,499
其他	277	492	255	-315	-531
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>4,822</b>	<b>-15,440</b>	<b>-3,832</b>	<b>-2,066</b>	<b>-3,032</b>
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	-1,559	-1,903	-2,052
其他	-141	-377	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-4,571</b>	<b>6,773</b>	<b>-2,611</b>	<b>-2,903</b>	<b>-3,052</b>
现金及现金等价物净增加额	5,427	-1,134	791	1,841	1,872
期初现金及现金等价物余额	6,476	11,397	11,217	12,008	13,849
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>11,904</b>	<b>10,263</b>	<b>12,008</b>	<b>13,849</b>	<b>15,720</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	1.0	1.3	1.4	1.7	2.0
每股销售额	19.4	22.3	23.6	26.9	29.6
每股股息	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
<b>同比变动</b>					
收入	-3.8%	15.9%	5.8%	13.6%	10.1%
经营溢利	-19.9%	39.6%	2.8%	24.9%	17.3%
归母净利润	-14.1%	42.6%	22.3%	7.4%	20.5%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	37.7%	36.7%	36.3%	36.6%	36.8%
经营利润率	4.6%	5.5%	5.4%	5.9%	6.3%
归母净利率	4.6%	5.7%	6.6%	6.2%	6.8%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	12.9%	15.2%	13.7%	15.1%	16.2%
平均资产回报率	5.7%	6.6%	6.0%	6.9%	7.8%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	15.8	14.8	15.2	13.3	13.5
库存周转天数	40.8	39.3	38.5	35.0	35.6
应付账款周转天数	56.6	54.9	53.2	49.4	50.3
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
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	0.1
负债/权益	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	25.8	19.6	19.4	15.8	13.1
市销率 (x)	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0
股息率	0.9%	1.2%	1.5%	1.6%	2.0%

图表 2: 蒙牛和伊利 3Q22 品类收入同比增速对比

	蒙牛	伊利
整体液态奶	中至高单位数增长	下滑4.9%
常温白奶	双位数增长	低单位数增长
- 高端白奶	特仑苏双位数增长	金典低单位数增长
- 基础白奶	双位数增长	低单位数增长
常温酸奶	高单位数下降	低到中单位数下降
低温酸奶	双位数下降	双位数下降
冰淇淋	强劲增长	增长35%左右
奶粉	降幅缩窄	增长18-20%左右（不含澳优）

资料来源：浦银国际估算

图表 3: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>			
旧预测	94,690	107,550	118,379
<b>新预测</b>	<b>93,256</b>	<b>105,968</b>	<b>116,666</b>
变动	-1.5%	-1.5%	-1.4%
<b>净利润</b>			
旧预测	6,502	7,007	8,414
<b>新预测</b>	<b>6,144</b>	<b>6,599</b>	<b>7,953</b>
变动	-5.5%	-5.8%	-5.5%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

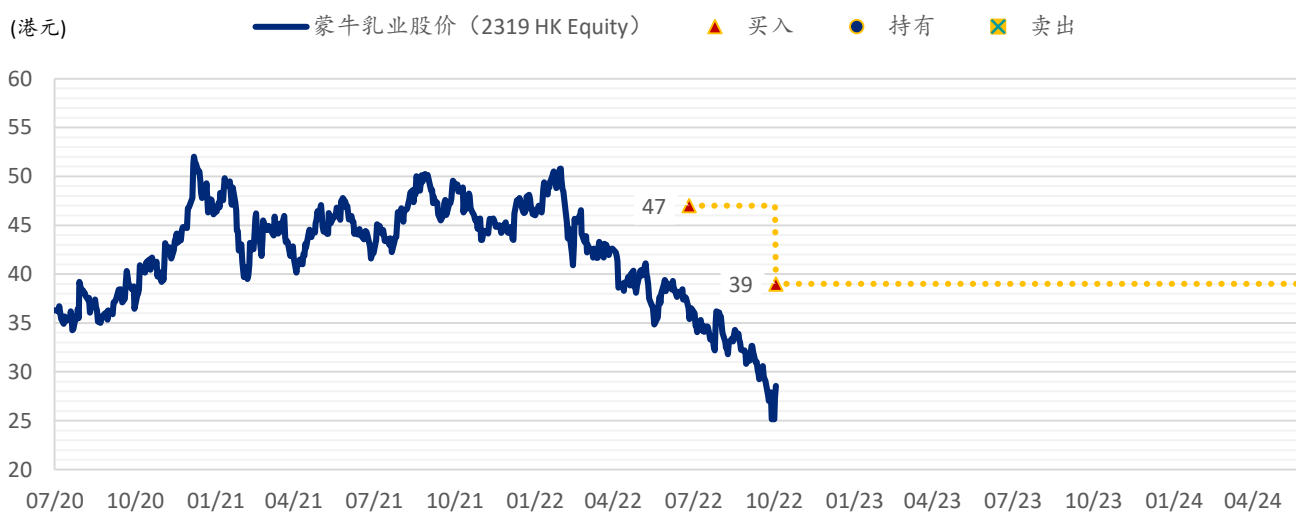
图表 4: 乳制品企业估值表

股份代号	公司名称	股价 (LC)	市值 (百万美元)	PE			EPS 增速			EV/EBITDA		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
KHC.US equity	卡夫亨氏公司	38.2	46,817	14.1	13.9	13.1	-7.7	2.0	5.7	11.2	10.9	10.5
F01.GB equity	恒天然集团	1.8	2,828	8.9	5.8	6.7	2.9	48.0	-13.5	6.5	5.2	5.7
NESN.SW equity	雀巢	108.4	298,568	22.7	21.1	19.6	8.3	7.3	7.7	17.6	16.6	15.8
BN.FP Equity	达能	50.2	33,500	15.1	13.9	12.9	0.5	8.3	8.0	10.2	9.6	8.9
ULVR.LN equity	联合利华	3,947.5	114,966	18.4	17.1	15.5	-4.7	7.8	10.1	12.9	12.3	11.3
<b>国际乳制品企业</b>				<b>20.3</b>	<b>18.9</b>	<b>17.5</b>				<b>15.3</b>	<b>14.5</b>	<b>13.7</b>
2319.HK Equity	蒙牛乳业	28.55	14,234	19.4	15.8	13.1	0.9	22.9	20.5	12.6	10.5	9.1
600887.CH Equity	伊利股份	26.5	23,270	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	9.8	1,850	19.5	17.5	14.6	3	12	20	5.4	4.2	3.5
600882.CH Equity	妙可蓝多	29.1	2,067	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	5.1	5,901	7.4	6.8	6.3	-17.5	8.3	8.7	4.5	3.8	3.1
1117.HK Equity	现代牧业	0.9	857	4.9	3.4	2.6	19.8	41.6	31.3	4.0	3.2	2.7
9858.HK Equity	优然牧业	1.7	803	9.3	3.4	2.6	-58.7	176.9	27.5	5.9	5.6	5.1
<b>国内乳制品</b>				<b>18.2</b>	<b>14.5</b>	<b>12.0</b>				<b>11.3</b>	<b>8.9</b>	<b>7.4</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 11 月 2 日午市收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 蒙牛乳业



注: 截至 2022 年 11 月 2 日午市收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

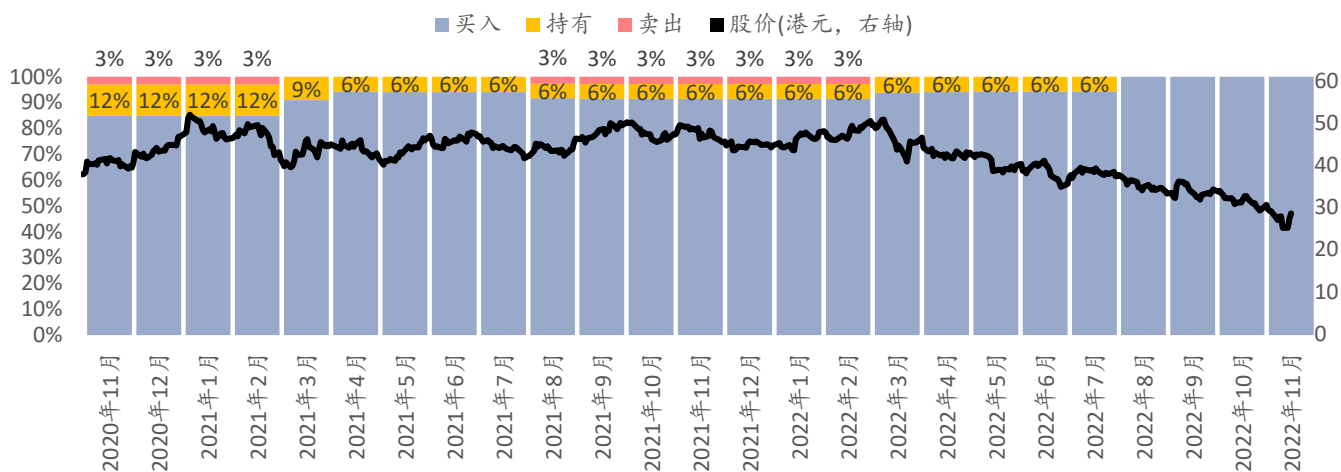
图表 6: 浦银国际消费行业公司覆盖

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	47.3	买入	92.8	2022年4月21日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	76.8	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	4.3	买入	5.6	2022年10月26日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.8	持有	6.0	2022年3月30日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	43.9	买入	70.0	2022年3月25日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	101.1	买入	143.0	2022年8月18日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	18.2	持有	20.0	2022年10月27日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	64.8	买入	96.0	2022年8月29日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	93.0	持有	115.0	2022年8月29日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.7	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.5	买入	31.5	2022年10月31日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	28.6	买入	39.0	2022年11月2日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.8	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.1	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	29.1	买入	50.0	2022年8月1日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.7	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.9	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品

截至 2022 年 11 月 2 日午市收盘价 资料来源: Bloomberg, 浦银国际整理

# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 蒙牛乳业市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 蒙牛乳业 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: 48.8 港元

概率: 25%

- 2023 年液态奶销量增速超 20%;
- 原奶价格稳重有降, 23 年公司毛利率水平同比提升 80bps;
- 整体费用率增速放缓, 经营利润率 23 年同比 90bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 31.2 港元

概率: 20%

- 2023 年液态奶销量增速不及 5%;
- 原奶价格提升较快, 23 年公司毛利率水平同比持平;
- 整体费用率增速加快, 经营利润率 23 年同比持平。

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人士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