



蒙牛 (2319.HK): “盈利能力提升确定性强+估值性价比高”的优质长线投资标的

虽然蒙牛管理层给出 2023 年“中到高单位数”的内生收入增长目标低于市场预期，但我们依然坚定看好蒙牛长期收入增长及利润率的持续扩张。强大的基本面、较高的盈利提升确定性及当前较低的估值，都使蒙牛成为优质的长线投资标的。我们适当下调目标价，维持“买入”。

- 追求长期高质量的增长：**蒙牛管理层目标 2023 年内生收入（不包括妙可蓝多的并表影响）同比增长中到高单位数，公司整体核心经营利润率同比扩张 30-50bps。虽然蒙牛 2023 年的收入增速目标不及市场预期，亦导致股价回调，但考虑到 1Q23 中国乳制品行业需求整体复苏慢于预期，而消费趋势变化（比如消费两极化、乳饮料与酸奶需求放缓等）也为后续乳制品行业增长带来一定不确定性，我们认为，当下公司给出相对谨慎和保守的业绩指引合乎情理。据我们的渠道调研，尽管蒙牛 1Q23 液态奶收入增速慢于全年增长目标，但仍优于行业和主要竞争对手，且后续有望持续加速增长。长期看，管理层目标通过提升品牌力与数字化能力，持续强化蒙牛盈利能力，从而带来稳健、高质量、可持续、且快于行业的收入规模增长。
- 2023 年利润率扩张确定性较高：**我们认为，2023 年蒙牛毛利率扩张的确定性远高于 2022 年，主要因为：**1) 行业渠道库存已回归相对健康的水平，促销力度同比 2022 年将大幅减小；2) 高毛利品类的高速增长将推动品类结构进一步提升：**管理层预计今年冰激凌与鲜奶持续高速增长、奶粉有望粉触底反弹、而特仑苏将保持双位数增长；**3) 随着规模不断上升，冰激凌、奶酪及鲜奶等高毛利品类的毛利率有望持续升高；4) 今年原奶与大包粉价格或将同比小幅下降。**去年极致的营销费用节流下，2023 年销售费用率同比反弹在所难免，但我们预计增长幅度将小于毛利率扩张幅度。在相对稳定的大环境下，我们有信心蒙牛 2023 年经营利润率同比扩张幅度达到 30-50bps。
- 估值性价比高，维持蒙牛“买入”评级：**我们预测蒙牛 FY22-24E 年净利润复合增长率达到 22%。蒙牛当前估值在 17 倍 2023 年 P/E (PEG 不到 0.8x)，远低于历史平均估值水位（见图 3）。考虑到蒙牛稳健的基本面、长期增长确定性高、及盈利能力的持续提升，我们认为蒙牛当前估值吸引。考虑到市场短期负面情绪，我们适当下调蒙牛目标价至 40.2 港元（相当于 21x2023 P/E），并维持蒙牛“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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	88,141	92,593	105,519	116,459	125,849
同比变动 (%)	15.9%	5.1%	14.0%	10.4%	8.1%
归母净利润	5,026	5,303	6,626	7,961	9,214
同比变动 (%)	42.6%	5.5%	25.0%	20.1%	15.8%
PE (X)	19.0	19.5	17.1	14.2	12.3
ROE (%)	17.0%	15.1%	15.5%	16.5%	16.9%

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

2023 年 3 月 31 日

评级

买入

目标价 (港元)	40.2
潜在升幅/降幅	+23.3%
目前股价 (港元)	32.6
52 周内股价区间 (港元)	24.7-43.9
总市值 (百万港元)	128,850
近 3 月日均成交额 (百万港元)	330.5

注：截至 2023 年 3 月 30 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 - 蒙牛乳业

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	88,141	92,593	105,519	116,459	125,849
同比	15.9%	5.1%	14.0%	10.4%	8.1%
营业成本	-55,752	-59,904	-67,105	-73,699	-79,473
毛利润	32,390	32,690	38,414	42,760	46,376
毛利率	36.7%	35.3%	36.4%	36.7%	36.9%
销售及管理费用	-27,528	-27,267	-31,756	-34,757	-37,225
经营利润	4,862	5,423	6,658	8,003	9,151
经营利润率	5.5%	5.9%	6.3%	6.9%	7.3%
其他收入	1,563	1,842	1,850	1,850	1,850
财务收入	284	260	295	698	1,201
其他营业收入(支出)	-841	-1,023	-380	-267	-267
利润总额	5,868	6,502	8,423	10,284	11,934
所得税	-905	-1,318	-1,685	-2,057	-2,387
所得税率	-15.4%	-20.3%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
净利润	4,964	5,185	6,738	8,227	9,547
减:少数股东损益	62	118	-112	-266	-333
归母净利润	5,026	5,303	6,626	7,961	9,214
归母净利率	5.7%	5.7%	6.3%	6.8%	7.3%
同比	42.6%	5.5%	25.0%	20.1%	15.8%
核心归母净利润	5,942	5,824	6,626	7,961	9,214
核心归母净利率	6.7%	6.3%	6.3%	6.8%	7.3%
同比	47.4%	-2.0%	13.8%	20.1%	15.8%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,420	13,050	16,463	20,549	25,599
应收票据及应收账款	4,160	3,660	4,034	4,428	4,760
预付款项	4,286	4,640	4,779	4,922	5,070
短期金融资产投资	4,667	6,827	7,000	7,000	7,000
存货	6,485	8,073	6,960	7,250	7,590
其他流动资产	2	526	2	2	2
流动资产合计	31,020	36,777	39,238	44,151	50,020
固定资产	17,335	19,653	21,341	22,822	24,141
在建工程	2,619	4,111	4,111	4,111	4,111
使用权资产	2,142	2,783	2,783	2,783	2,783
长期预付款项	463	453	400	400	400
无形资产	7,999	12,374	12,374	12,374	12,374
商誉	4,858	8,888	8,888	8,888	8,888
附属公司投资	15,794	10,396	10,770	11,502	12,235
备供出售金融资产	14,236	20,240	20,240	20,240	20,240
其他非流动资产	1,635	2,137	2,061	2,061	2,061
非流动资产合计	67,081	81,036	82,969	85,182	87,234
短期借款	4,265	9,095	9,095	9,095	9,095
应付票据及应付账款	8,804	10,201	9,446	10,331	11,092
其他应付款	14,576	13,581	13,581	13,581	13,581
其他流动负债	1,426	276	276	276	276
流动负债合计	29,072	33,153	32,399	33,284	34,045
长期借款	18,786	26,106	26,106	26,106	26,106
其他非流动负债	8,244	8,502	8,502	8,502	8,502
非流动负债合计	27,030	34,608	34,608	34,608	34,608
股本及储备	36,826	40,099	45,135	51,109	57,936
少数股东权益	5,174	9,953	10,065	10,332	10,664
所有者权益合计	41,999	50,052	55,200	61,440	68,601

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税前利润	5,868	6,502	8,423	10,284	11,934
固定资产折旧	2,396	2,878	2,785	3,050	3,275
财务费用	-284	-260	-286	-698	-1,201
外汇损益	0	0	0	0	0
资产处置损失	916	521	0	0	0
减值准备	392	0	0	0	0
附属公司收益	-693	-409	-620	-733	-733
存货的减少	-616	-1,588	1,113	-290	-340
经营性应收项目的减少	-1,975	-379	11	-537	-480
经营性应付项目的增加	3,395	402	-755	885	761
税金	-903	-1,318	-1,685	-2,057	-2,387
其他	-952	-1,206	-1,338	-1,338	-1,338
经营活动产生的现金流量净额	7,545	5,144	7,650	8,568	9,493
资本开支	-17,728	-16,089	-8,000	-8,000	-8,000
投资支付的现金	4,160	-13,240	-8,336	-173	0
利息收入	1,234	1,385	1,623	2,036	2,538
其他	-3,106	21,230	12,066	3,642	3,406
投资活动产生的现金流量净额	-15,440	-6,714	-2,647	-2,495	-2,056
取得借款收到的现金	4,086	20,162	12,149	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	214	0	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-1,862	-2,583	-3,096	-3,577	-4,374
其他	4,335	-6,936	-10,643	1,590	1,987
筹资活动产生的现金流量净额	6,773	10,643	-1,590	-1,987	-2,387
现金及现金等价物净增加额	-1,134	9,073	3,413	4,086	5,050
期初现金及现金等价物余额	11,397	11,217	12,766	16,179	20,265
期末现金及现金等价物余额	10,263	20,290	16,179	20,265	25,315

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.5	1.5	1.7	2.0	2.3
每股销售额	22.3	23.4	26.7	29.5	31.9
每股股息	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
同比变动					
收入	15.9%	5.1%	14.0%	10.4%	8.1%
经营溢利	39.6%	11.6%	22.8%	20.2%	14.3%
归母净利润	42.6%	5.5%	25.0%	20.1%	15.8%
费用与利润率					
毛利率	36.7%	35.3%	36.4%	36.7%	36.9%
经营利润率	5.5%	5.9%	6.3%	6.9%	7.3%
归母净利率	5.7%	5.7%	6.3%	6.8%	7.3%
回报率					
平均股本回报率	17.0%	15.1%	15.5%	16.5%	16.9%
平均资产回报率	7.3%	6.1%	6.5%	7.4%	8.0%
资产效率					
应收账款周转天数	14.8	15.4	13.3	13.3	13.3
库存周转天数	39.3	44.4	40.9	35.2	34.1
应付账款周转天数	54.9	57.9	53.4	49.0	49.2
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.5
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
负债/权益	1.3	1.4	1.2	1.1	1.0
估值					
市盈率 (x)	19.0	19.5	17.1	14.2	12.3
市销率 (x)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
股息率	1.0%	1.1%	1.4%	1.6%	1.9%

2023 年业绩展望

在蒙牛业绩会上，管理层给出 2023 年业绩指引：内生业务收入（不包括妙可蓝多并表影响）中到高单位数的增长，整体经营利润率（包括妙可蓝多）同比扩张 30-50bps 的指引。管理层表示，1Q23 收入增长慢于公司全年收入指引，后续收入增长有望持续加速。考虑到乳制品行业需求复苏弱于预期、后续行业需求恢复依然具有不确定性、以及春节时点带来的影响，公司选择给出相对谨慎的全年收入目标指引。然而，管理层亦强调，相比过去三年，2023 年业绩的增长具有较强的确定性。

收入方面，公司有信心 2023 年特仑苏维持双位数；白奶增长依然保持强劲；鲜奶与冰激凌依然维持高速增长；贝拉米在团队变动后有望触底反弹；奶酪有望在去年低基数下继续扩张。但管理层表示，乳饮料和低温酸奶今年的市场需求具有较高不确定性。

利润率方面，公司预计 2023 年经营利润率的扩张将主要来自于毛利率的同比改善，而毛利率的扩张主要基于：

- (1) 品类结构的同比改善，比如鲜奶、冰激凌、奶粉等高毛利产品增速高于公司整体增长；
- (2) 现有产品（比如特仑苏）的持续高端化；
- (3) 原奶价格同比有望小幅下降；
- (4) 促销与折扣的同比改善。

然而，去年疫情期间的部分营销活动被推迟到今年，或将导致 2023 年销售费用率同比适度增长，但增加幅度将小于毛利率扩张的幅度。总体来看，公司有信心在 2023 年达到经营利润率同比扩张 30-50bps 的目标，并希望做到目标范围的高段。

2023 年各品类发展展望

- **白奶业务确定性强**：过去三年，送礼场景缺失、产品的创新迭代及鲜奶规模提升，都将带动白奶的增长在未来 2-3 年拥有较强的确定性。同时管理层认为，随着消费者对鲜奶品类价值的认知加深，以及冷链日趋完善，鲜奶业务规模仍将快速增长，并将带动公司毛利率提升。
- **冰淇淋持续高速增长**：公司在产品创新、IP 合作及海外市场拓展上，领先于伊利，同时东南亚冰淇淋业务的增长稳定，已实现盈利。

- **奶酪市场潜力巨大:** 在蒙牛自有奶酪品牌 B 端业务的持续增长, 以及妙可蓝多 C 端奶酪业务的赋能下, 蒙牛的奶酪业务已在市场占有率上排名第一。管理层认为, 由于 2022 年市场受到短期消费力下降的影响, 未来有更大的机会提速。
- **酸奶及乳饮料具有不确定性:** 在消费者消费偏好变化、消费者认同转弱、价值营销较弱、产品未跟上市场变化等多重问题的积累下, 管理层表示, 2023 年仍在摸索及解决问题的阶段, 因此对今年酸奶及乳饮料业务开展并未给予很高预期。

图表 2: 蒙牛乳业 2021-2022 年上半年及全年盈利表现

百万人民币	1H21	1H22	YoY	2H21	2H22	YoY	2021	2022	YoY
收入	45,905	47,722	4%	42,236	44,871	6%	88,141	92,593	5%
-液态奶	39,448	39,665	1%	37,066	38,604	4%	76,514	78,269	2%
-冰淇淋	3,004	3,904	30%	1,236	1,749	41%	4,240	5,652	33%
-奶粉	2,547	1,894	-26%	2,402	1,968	-18%	4,949	3,862	-22%
-其他	906	2,259	149%	1,532	2,550	66%	2,438	4,810	97%
销售成本	-28,353	-30,263	7%	-27,399	-29,640	8%	-55,752	-59,904	7%
毛利润	17,553	17,459	-1%	14,837	15,231	3%	32,390	32,690	1%
毛利率	38.2%	36.6%		35.1%	33.9%		36.7%	35.3%	
销售管理费用 (包含 SBC 费用)	-14,773	-14,939	1%	-12,755	-12,328	-3%	-27,528	-27,267	-1%
销售管理费用率	32.2%	31.3%		30.2%	27.5%		31.2%	29.4%	
经营利润	2,779	2,520	-9%	2,082	2,903	39%	4,862	5,423	12%
经营利润率	6.1%	5.3%		4.9%	6.5%		5.5%	5.9%	
经营利润 (去除 SBC 费用)	2,779	2,809	1%	2,082	3,180	53%	4,862	5,989	23%
经营利润率 (去除 SBC 费用)	6.1%	5.9%		4.9%	7.1%		5.5%	6.5%	
财务费用	172	108	-37%	113	153	35%	284	260	-9%
其他项目	114	1,148	n.m.	536	4	-99%	650	1,153	77%
合营/联营公司损益	332	372	12%	361	37	-90%	693	409	-41%
商誉减值亏损	0	0	n.a.	-621	-742	20%	-621	-742	20%
税前盈利	3,397	4,148	22%	2,471	2,355	-5%	5,868	6,502	11%
所得税	-430	-505	17%	-475	-813	71%	-905	-1,318	46%
少数股东权益	-21	108	n.m.	83	10	-88%	62	118	91%
归母净利润	2,947	3,751	27%	2,079	1,552	-25%	5,026	5,303	6%
归母净利润率	6.4%	7.9%		4.9%	3.5%		5.7%	5.7%	
经常归母净利润	2,947	2,977	1%	2,700	3,068	14%	5,647	6,045	7%
经常归母净利润率	6.4%	6.2%		6.4%	6.8%		6.4%	6.5%	

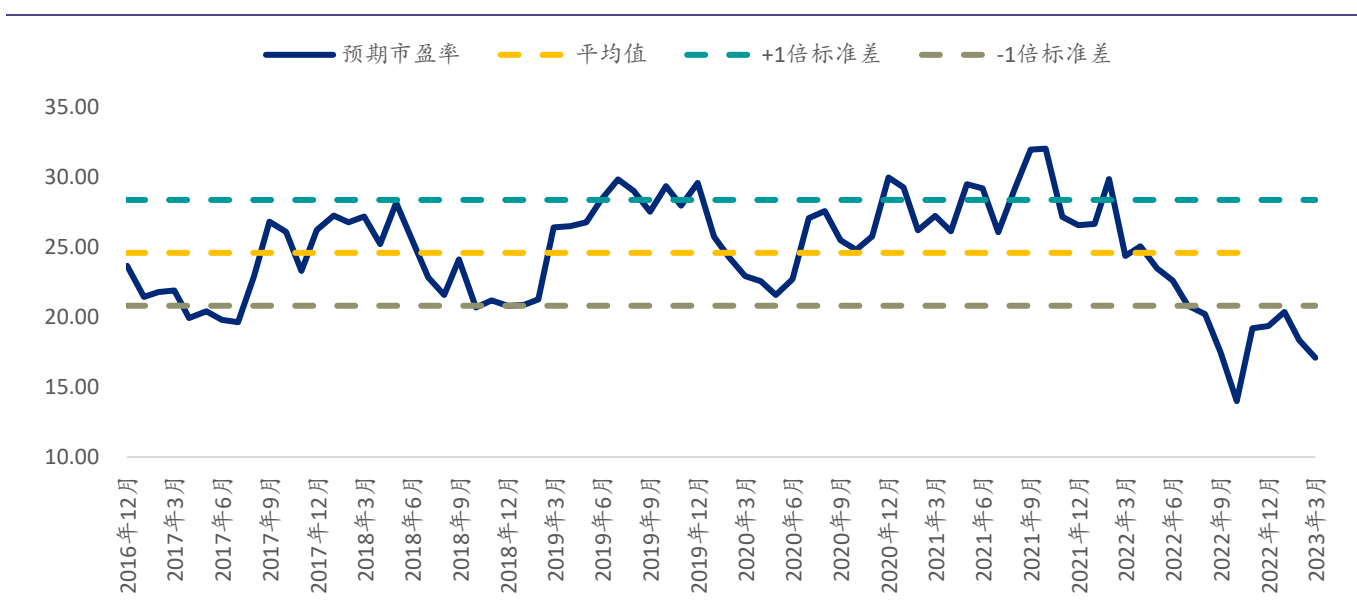
E=浦银国际预测 资料来源: 公司数据, 浦银国际

估值与目标价

我们基本维持我们的收入与盈利预测不变。我们预测蒙牛 FY22-24E 年净利润复合增长率达到 22%。

蒙牛当前的估值在 17 倍 2023 年 P/E (PEG 不到 0.8x)，远低于历史平均估值水位。考虑到蒙牛稳健的基本面、长期增长确定性高、以及盈利能力的持续提升，我们认为蒙牛当前的估值具有较强的吸引力。考虑到市场短期负面情绪，我们适当下调蒙牛目标价至 40.2 港元（相当于 21x2023 P/E），并维持蒙牛“买入”评级。

图表 3：蒙牛 PE band



E=Bloomberg

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

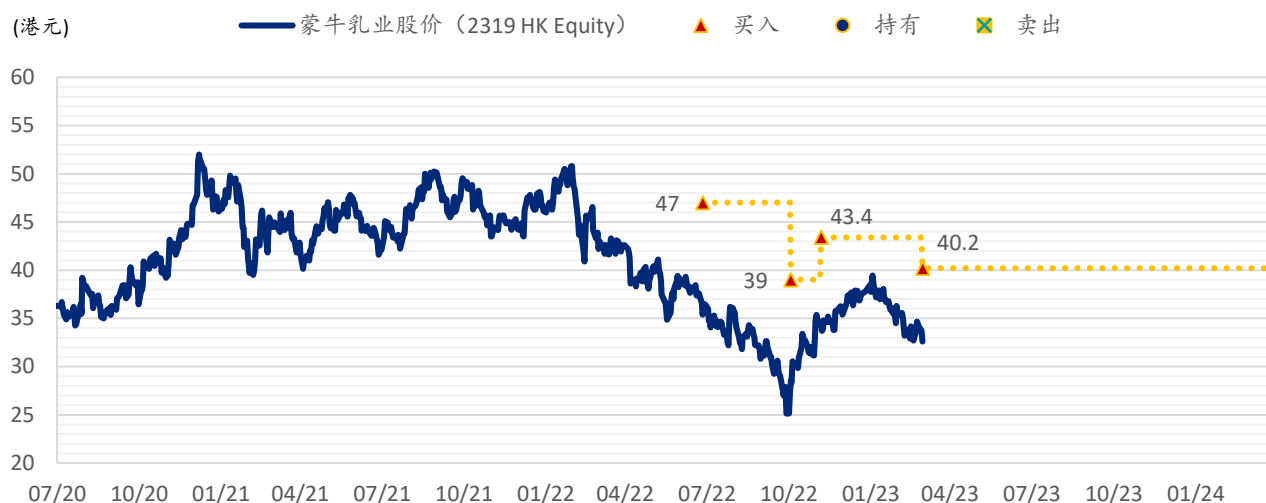
图表 4：SPDBI 财务预测变化

(人民币百万)	2023E	2024E	2025E
营业收入			
旧预测	105,968	116,666	n.a.
新预测	105,519	116,459	125,849
变动	-0.4%	-0.2%	n.a.
净利润			
旧预测	6,599	7,953	n.a.
新预测	6,626	7,961	9,214
变动	0.4%	0.1%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际预测

图表 5: SPDBI 目标价: 蒙牛乳业



注: 截至 2023 年 3 月 30 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

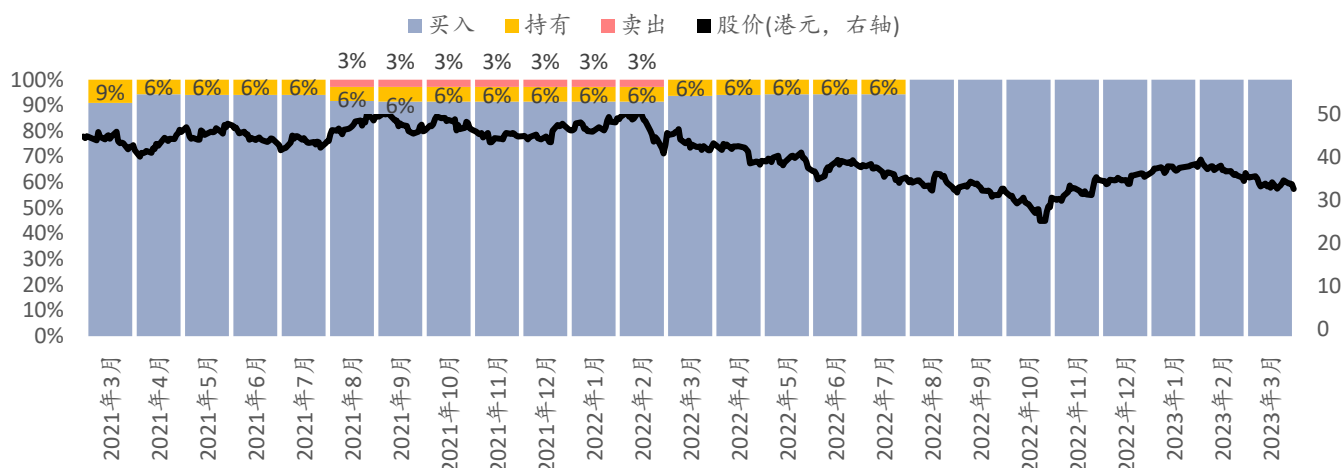
图表 6: 浦银国际消费行业公司覆盖

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	60.8	买入	75.1	2023 年 3 月 20 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	116.8	买入	134.0	2023 年 3 月 22 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	1.1	2023 年 3 月 16 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.1	买入	9.5	2023 年 3 月 29 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	7.3	持有	6.6	2023 年 2 月 7 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	64.4	买入	80.4	2023 年 3 月 27 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	127.9	买入	159.6	2023 年 1 月 30 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	24.7	持有	26.2	2023 年 3 月 2 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	85.5	买入	96.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	119.8	持有	115.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	14.2	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.2	买入	39.4	2023 年 1 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	32.6	买入	40.2	2023 年 3 月 31 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.6	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.8	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.9	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	29.3	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.9	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 2023 年 3 月 30 日收盘价 资料来源: Bloomberg, 浦银国际整理

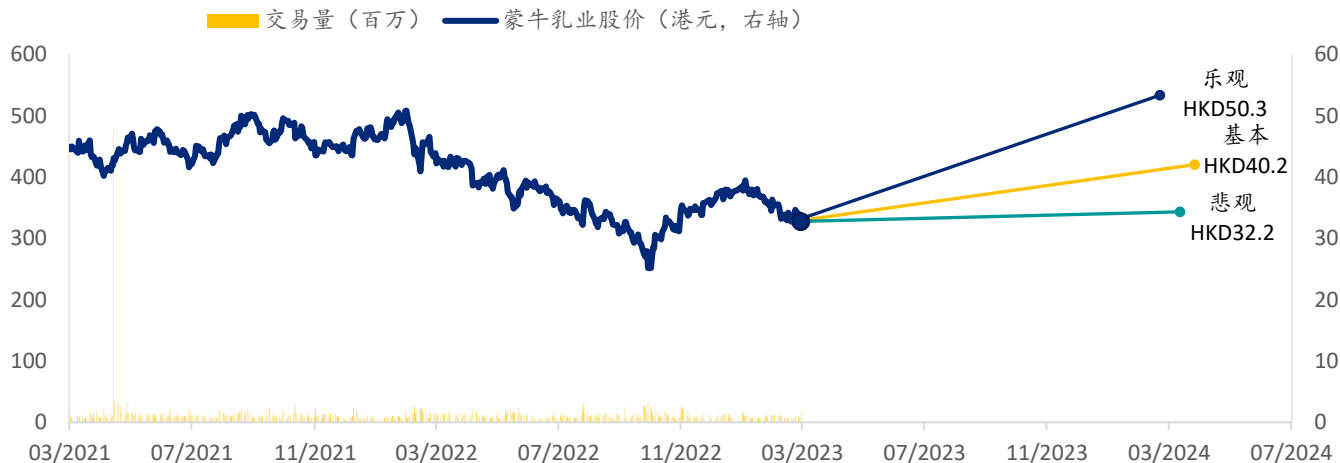
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 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: 50.3 港元

概率: 25%

- 2023 年液态奶销量增速超 10%;
- 原奶价格稳重有降, 23 年公司毛利率水平同比提升 150bps;
- 整体费用率增速放缓, 经营利润率 23 年同比 80bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 32.2 港元

概率: 20%

- 2023 年液态奶销量增速持平;
- 原奶价格提升较快, 23 年公司毛利率水平同比提升 50bps;
- 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

- 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 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。
- 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