



## 伊利 (600887.CH): 内生利润率扩张确定性强, 澳优是最大的不确定性因素

- 品类结构持续优化, 但液体乳产品结构短期承压:** 伊利 1Q23 的奶粉与冷饮收入分别同比增长 38% 与 36%, 大幅优于液体乳的收入表现 (同比下降 2.6%)。然而, 整体品类结构的优化并未换来毛利率的扩张——伊利 1Q23 毛利率同比收窄 70bps。在整体原材料成本稳定的情况下 (奶价下降抵消其他原辅材料价格的上涨), 我们认为, 毛利率的下滑, 主要是由于液体乳的产品结构在春节备货提前及疫情的影响下 (尤其是 1-2 月) 有所恶化。我们预计这一趋势有望在进入 2Q23 后得到缓解。长期来看, 白奶在乳制品行业中的销售占比有望持续提升, 而常温酸奶的恢复依然具有较大不确定性。
- 2023 内生收入增长目标符合预期:** 公司目标 2023 年全年收入同比增长 10%。基于我们对澳优 2023 年收入的预测 (同比增长 11%), 伊利的收入目标隐含其 2023 年内生收入 (扣除并表澳优的影响) 同比增长高单位数, 略高于蒙牛中到高单位数的增长目标。受 2024 年春节延后及消费趋势的影响, 液体乳后续的销售恢复依然有一定不确定性。但伊利内生奶粉业务 (目标收入同比增长 15% 以上) 与冷饮依然有望维持较高速增长, 并扩大其市场份额, 驱动全年内生收入的扩张。
- 2023 内生利润率扩张依然具有较强的确定性:** 公司目标 2023 年利润总额 (税前) 达 125 亿, 同比增长 18%, 隐含税前净利润率扩张 70bps。管理层目标 23 年内生业务的利润率同比至少扩张 30bps。我们判断, 2Q23-4Q23 液体乳产品结构恶化有望逐步缓解、整体品类结构有望持续优化、竞争环境同比改善、原奶价格预计将小幅下降, 共同维持全年内生毛利率保持同比稳定。同时, 基于更精准和高效的费用投放, 内生销售费用率有望进一步下降。我们预测, 伊利内生利润率有望实现扩张 30bps, 但要达到公司整体利润目标, 仍然视乎澳优盈利能力的大幅反转。
- 估值优势明显, 维持“买入”评级:** 我们略微下调伊利 2023-2024E 盈利预测。伊利目前交易在 19x 2023 P/E, 低于蒙牛, 也低于其历史平均水平, 估值优势明显。基于未来 12 个月每股收益 20 倍 P/E, 我们下调伊利目标价至 35.4 人民币, 并维持“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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	110,595	123,171	134,852	145,052	154,427
同比变动 (%)	14.2%	11.4%	9.5%	7.6%	6.5%
归母净利润	8,705	9,431	10,525	12,052	13,652
同比变动 (%)	23.0%	8.3%	11.6%	14.5%	13.3%
PE (X)	20.7	20.0	17.9	15.6	13.8
ROE (%)	22.0%	18.1%	19.4%	20.8%	21.5%

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

乘若楠, CFA

助理分析师

serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2023 年 5 月 2 日

### 评级

**买入**

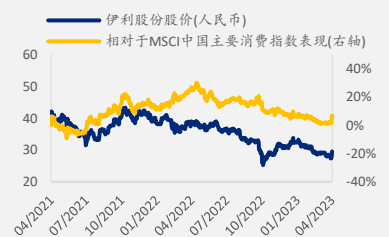
目标价 (人民币)	35.4
潜在升幅/降幅	+19.8%
目前股价 (人民币)	29.6
52 周内股价区间 (人民币)	24.5-39.5
总市值 (百万人民币)	189,152
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	1,112.3

注: 截至 2023 年 4 月 28 日收盘价



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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>110,595</b>	<b>123,171</b>	<b>134,852</b>	<b>145,052</b>	<b>154,427</b>
同比	14.2%	11.4%	9.5%	7.6%	6.5%
营业成本	-76,417	-83,119	-90,463	-96,946	-102,836
税金及附加	-664	-742	-802	-862	-918
<b>毛利润</b>	<b>33,515</b>	<b>39,311</b>	<b>43,588</b>	<b>47,244</b>	<b>50,673</b>
毛利率	30.3%	31.9%	32.3%	32.6%	32.8%
销售费用	-19,315	-22,908	-25,167	-26,919	-28,546
管理费用	-4,227	-5,343	-5,946	-6,228	-6,646
其他经营收入及收益	-601	-822	-631	-678	-722
<b>经营利润</b>	<b>9,372</b>	<b>10,238</b>	<b>11,843</b>	<b>13,418</b>	<b>14,759</b>
经营利润率	8.5%	8.3%	8.8%	9.3%	9.6%
财务费用	29	255	135	346	493
其他收益	809	964	1,000	1,000	1,000
投资净收益	461	244	300	300	300
减值损失/收益	-442	-841	-660	-660	-660
<b>营业利润</b>	<b>10,230</b>	<b>10,860</b>	<b>12,618</b>	<b>14,404</b>	<b>15,892</b>
营业外收入	58	61	61	61	61
营业外支出	-176	-291	-250	-250	-250
<b>利润总额</b>	<b>10,112</b>	<b>10,630</b>	<b>12,429</b>	<b>14,215</b>	<b>15,703</b>
所得税	-1,380	-1,312	-1,591	-1,820	-2,010
所得税率	-13.6%	-12.3%	-12.8%	-12.8%	-12.8%
净利润	<b>8,732</b>	<b>9,318</b>	<b>10,838</b>	<b>12,396</b>	<b>13,693</b>
减: 少数股东损益	27	-113	313	343	41
<b>归母净利润</b>	<b>8,705</b>	<b>9,431</b>	<b>10,525</b>	<b>12,052</b>	<b>13,652</b>
归母净利率	7.9%	7.7%	7.8%	8.3%	8.8%
同比	23.0%	8.3%	11.6%	14.5%	13.3%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>货币资金</b>	<b>31,742</b>	<b>33,853</b>	<b>37,842</b>	<b>40,619</b>	<b>44,330</b>
现金及等价物	31,080	33,188	37,178	39,954	43,665
其他	662	665	665	665	665
应收票据及应收账款	2,107	3,250	2,956	3,179	3,385
预付款项	1,520	1,834	2,008	2,159	2,299
其他应收款	126	200	200	200	200
存货	8,917	14,836	13,384	14,343	15,214
其他流动资产	5,742	7,490	7,490	7,490	7,490
<b>流动资产合计</b>	<b>50,155</b>	<b>61,463</b>	<b>63,879</b>	<b>67,990</b>	<b>72,918</b>
长期股权投资	4,210	4,563	4,563	4,563	4,563
固定资产	29,379	33,735	36,211	38,008	39,128
在建工程	3,736	3,443	3,443	3,443	3,443
无形资产	1,609	4,648	4,431	4,186	3,915
商誉	306	4,954	4,954	4,954	4,954
递延所得税资产	1,184	1,573	1,573	1,573	1,573
其他非流动资产	11,384	16,586	16,518	16,376	16,159
<b>非流动资产合计</b>	<b>51,807</b>	<b>69,502</b>	<b>71,692</b>	<b>73,103</b>	<b>73,735</b>
短期借款	12,596	26,799	26,799	26,799	26,799
应付票据及应付账款	14,062	16,807	17,597	18,858	20,004
合同负债	7,891	8,913	8,913	8,913	8,913
应付职工薪酬	3,168	3,642	3,988	4,289	4,567
应交税费	403	819	819	819	819
其他应付款	3,515	3,154	3,154	3,154	3,154
其他流动负债	1,661	2,035	2,035	2,035	2,035
<b>流动负债合计</b>	<b>43,296</b>	<b>62,170</b>	<b>63,305</b>	<b>64,868</b>	<b>66,291</b>
长期借款	5,380	9,298	9,298	9,298	9,298
应付债券	3,188	3,482	3,482	3,482	3,482
其他非流动负债	1,307	1,872	1,872	1,872	1,872
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,875</b>	<b>14,653</b>	<b>14,653</b>	<b>14,653</b>	<b>14,653</b>
股本	20,669	20,635	20,635	20,635	20,635
储备	27,040	29,633	32,791	36,406	40,502
少数股东权益	1,083	3,875	4,188	4,532	4,573
<b>所有者权益合计</b>	<b>48,791</b>	<b>54,143</b>	<b>57,614</b>	<b>61,573</b>	<b>65,710</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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>8,732</b>	<b>9,318</b>	<b>10,838</b>	<b>12,396</b>	<b>13,693</b>
固定资产折旧	3,033	3,548	4,874	5,553	6,231
无形资产摊销	118	204	517	544	571
财务费用	826	1,377	135	346	493
存货的减少	-838	-3,889	1,453	-959	-871
经营性应收项目的减少	-891	-907	121	-375	-345
经营性应付项目的增加	3,909	2,783	1,136	1,563	1,423
其他	639	986	718	792	866
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>15,528</b>	<b>13,420</b>	<b>19,791</b>	<b>19,859</b>	<b>22,061</b>
资本开支	-6,683	-6,646	-8,600	-8,600	-8,600
投资支付的现金	-979	-7,015	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-518	-7,143	0	0	0
其他	383	1,290	300	300	300
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-7,797</b>	<b>-19,514</b>	<b>-8,300</b>	<b>-8,300</b>	<b>-8,300</b>
吸收投资收到的现金	12,255	166	0	0	0
取得借款收到的现金	126,938	0	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	636	245,566	0	0	0
偿还债务支付的现金	-121,958	-228,896	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-5,693	-7,500	-7,502	-8,783	-10,049
其他	-234	-555	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>11,945</b>	<b>8,781</b>	<b>-7,502</b>	<b>-8,783</b>	<b>-10,049</b>
现金及现金等价物净增加额	19,647	2,108	3,989	2,776	3,711
期初现金及现金等价物余额	11,434	31,080	33,188	37,178	39,954
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>31,080</b>	<b>33,188</b>	<b>37,178</b>	<b>39,954</b>	<b>43,665</b>

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	1.43	1.48	1.65	1.89	2.14
每股销售额	17.28	19.25	21.07	22.67	24.13
每股股息	0.96	1.04	1.15	1.32	1.49
<b>同比变动</b>					
收入	14.2%	11.4%	9.5%	7.6%	6.5%
经营溢利	22.8%	22.8%	9.2%	15.7%	13.3%
归母净利润	23.0%	8.3%	11.6%	14.5%	13.3%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	30.3%	31.9%	32.3%	32.6%	32.8%
经营利润率	8.5%	8.3%	8.8%	9.3%	9.6%
归母净利率	7.9%	7.7%	7.8%	8.3%	8.8%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	22.0%	18.1%	19.4%	20.8%	21.5%
平均资产回报率	7.5%	7.0%	7.8%	8.6%	18.7%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	0.0	0.0	8.0	8.0	8.0
库存周转天数	0.0	0.0	54.0	54.0	54.0
应付账款周转天数	0.0	0.0	71.0	71.0	71.0
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
负债/权益	1.1	1.4	1.4	1.3	1.2
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	20.7	20.0	17.9	15.6	13.8
市销率 (x)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
股息率	3.2%	3.5%	3.9%	4.5%	5.1%

图表 2: 伊利 2022 年四季度、2022 年全年和 2023 年一季度盈利表现

百万人民币	1Q22	1Q23	YoY	4Q21	4Q22	YoY	2021	2022	YoY
营业收入	31,047	33,441	7.7%	25,588	29,310	14.5%	110,595	123,171	11%
营业成本	-20,266	-22,072	9%	-18,260	-20,102	10%	-76,417	-83,119	9%
税金及附加	-200	-162	-19%	-150	-179	19%	-664	-742	12%
毛利润	10,581	11,206	-2%	7,179	9,029	26%	33,515	39,311	17%
毛利率	34.1%	33.5%		28.1%	30.8%		30.3%	31.9%	
销售费用	-5,633	-5,708	1%	-5,069	-5,569	10%	-19,315	-22,908	19%
销售费用率	18.1%	17.1%		19.8%	19.0%		17.5%	18.6%	
管理费用	-1,031	-1,402	36%	-1,237	-1,505	22%	-4,227	-5,343	26%
管理费用率	3.3%	4.2%		4.8%	5.1%		3.8%	4.3%	
研发费用	-116	-150	29%	-199	-289	46%	-601	-822	37%
经营利润	3,801	3,946	4%	674	1,665	147%	9,372	10,238	9%
经营利润率	12.2%	11.8%		2.6%	5.7%		8.5%	8.3%	
财务费用	112	66	-41%	16	-39	n.m.	29	255	n.m.
投资净收益	21	-25	n.m.	94	15	-84%	461	244	-47%
其他费用	169	274	62%	21	-326	n.m.	250	-106	-143%
税前盈利	4,104	4,262	4%	805	1,316	63%	10,112	10,630	5%
所得税	-596	-645	8%	-40	-51	26%	-1,380	-1,312	-5%
		13%	0.5%						
净利润	3,508	3,617	3%	765	1,265	65%	8,732	9,318	7%
净利润率	11.3%	10.8%		3.0%	4.3%		7.9%	7.6%	
少数股东权益	-11	2	-114%	5	-105	n.m.	27	-113	n.m.
归母净利润	3,519	3,615	3%	761	1,370	80%	8,705	9,431	8.3%
归母净利润率	11.3%	10.8%		3.0%	4.7%		7.9%	7.7%	

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)	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>			
旧预测	136,829	148,794	n.a.
<b>新预测</b>	<b>134,852</b>	<b>145,052</b>	<b>154,427</b>
变动	-1.4%	-2.5%	n.a.
<b>净利润</b>			
旧预测	10,860	12,645	n.a.
<b>新预测</b>	<b>10,525</b>	<b>12,052</b>	<b>13,652</b>
变动	-3.1%	-4.7%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 伊利股份



注: 截至 2022 年 4 月 28 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

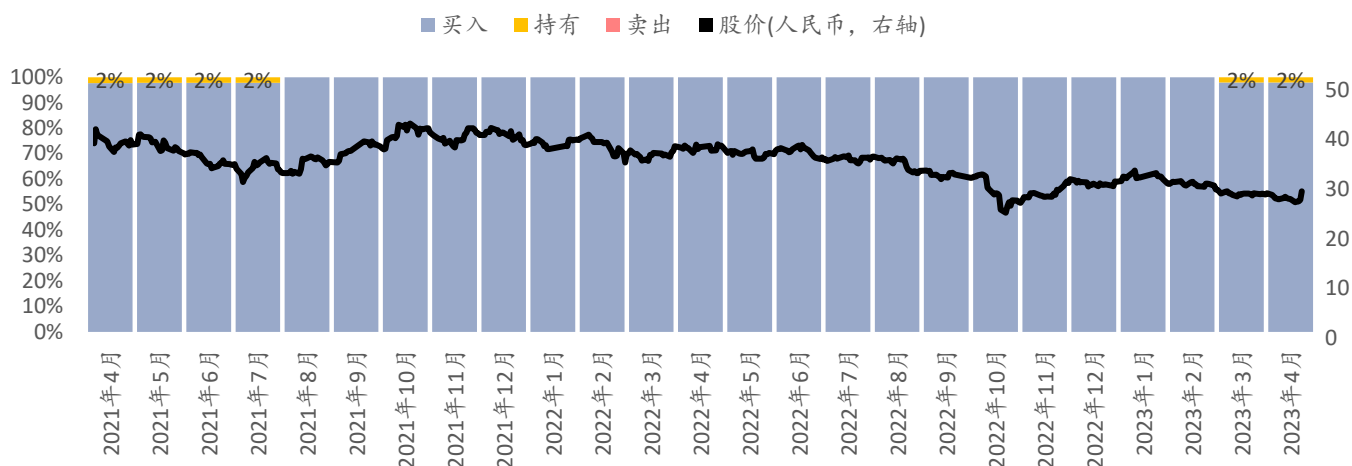
图表 5：浦银国际消费行业公司覆盖

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	55.9	买入	75.1	2023年3月20日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	96.8	买入	134	2023年4月13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	7.0	买入	9.5	2023年3月29日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	8.2	买入	10.0	2023年4月3日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	60.4	买入	80.4	2023年3月27日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	104.2	买入	159.6	2023年1月30日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	22.6	持有	26.2	2023年3月2日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	83.7	买入	100.0	2023年4月26日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	116.8	持有	121.0	2023年4月26日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	13.1	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.6	买入	35.4	2023年5月2日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	31.6	买入	40.2	2023年3月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.8	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.3	持有	7.6	2022年12月7日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.7	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	26.2	买入	42.8	2023年2月20日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.1	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 4 月 28 日收盘价 资料来源：Bloomberg，浦银国际整理

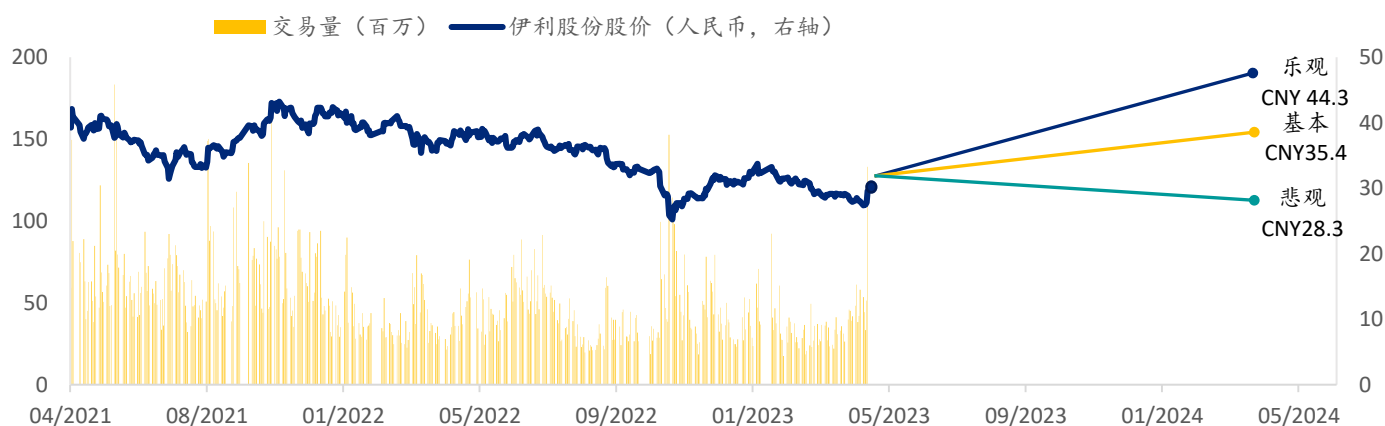
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 伊利股份市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 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: 44.3 港元**

**概率: 25%**

- 23 年销售单价提升超 4%;
- 23 年液态奶销量增长超 10%;
- 23 年奶粉业务增速同比增长超 15%;
- 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: 28.3 港元**

**概率: 20%**

- 23 年产品销售单价同比微跌 1%;
- 23 年液态奶销量增长同比持平;
- 23 年奶粉业务同比增长 3%;
- 23 年广告费用率提升 30bps。

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