



## 中国飞鹤 (6186.HK): 数字化生态长期具有正面意义, 但难改短期结构性困境

公司将 1H23 较弱的业绩表现归咎于过去三个月中数字生态运营模式的建立。管理层期望通过数字系统更好地维护渠道库存, 保护价盘。由于飞鹤过往缺乏对渠道库存与价盘的管控, 我们认为这一新模式将是一个好的开始, 利好公司长期健康的发展, 有望改善市场短期对飞鹤的投资情绪。但对于公司所面临的行业结构性挑战 (出生率下降、消费力变弱、行业竞争加剧), 数字化生态系统的正面意义恐较为有限。

**无须高估数字化生态系统的意义:** 目前公司已将 4 万多家终端门店 (接近一半) 纳入其新开发的数字化生态系统, 并针对星飞帆旗下特定 SKU 进行试运行。公司计划未来将持续扩大数字化生态门店及产品的占比。由于门店不持有库存, 且消费全程 (包括订单量、交易价格、发货以及收入的最终分配) 通过公司“星妈优选”系统完成并受到公司的密切监控, 因此长期来看, 新模式将对于公司管控渠道库存、稳定产品价盘、优化经销商盈利能力起到积极的作用。然而, 在消费力与出生率下降的大趋势下, 数字生态系统对于终端市场需求是否有促进作用? 对于消费者购物体验是否有影响? 对公司未来业绩是否有持续的负面影响? 这些问题仍待进一步观察。

**1H23 业绩回顾与 2H23 业绩展望:** 为了布局数字生态门店, 公司必须通过控制发货而降低渠道库存。管理层表示公司从 5 月开始清理了接近 25 亿元 (以税前零售价计算) 星飞帆的渠道库存。这也造成公司 1H23 账面收入仅同比增长 1%。我们预测飞鹤 1H23 实际终端销售流水同比增长达中单位数。由于产品结构下滑 (星飞帆同比收入下降), 1H23 毛利率同比降低 230bps。在收入受到控货影响的情况下, 公司销售费用与管理费用分别同比上涨 10% 与 15%。负经营杠杆造成经营利润率同比收缩 5.1ppt, 经营利润同比下降 14%。展望 2H23, 管理层表示目前渠道库存健康, 9 月后将不再受到清库存的影响。我们预测 2H23 收入增长环比小幅加速, 毛利率与经营利润率同比都将维持稳定。

**市场情绪短期有望好转, 但前路依然不明:** 除了数字生态系统以外, 公司也承诺未来几年将加大派息比例以及派息的绝对金额。这无疑将改善市场对飞鹤的投资情绪。然而行业所面临的挑战使公司短期的估值水平较难得到实质性的恢复。基于 8.5x 2024 P/E, 我们下调飞鹤目标价至 5.4 港元。维持飞鹤“持有”评级。

**投资风险:** 行业竞争加剧; 星飞帆品牌力下降; 原材料成本大幅上升。

图表 1: 盈利预测和财务指标

| 百万人民币    | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 22,776 | 21,311 | 21,857 | 23,363 | 24,649 |
| 同比变动 (%) | 22.5%  | -6.4%  | 2.6%   | 6.9%   | 5.5%   |
| 归母净利润    | 6,871  | 4,942  | 4,326  | 4,724  | 4,957  |
| 同比变动 (%) | -7.6%  | -28.1% | -12.5% | 9.2%   | 4.9%   |
| PE (X)   | 5.7    | 7.4    | 8.5    | 7.6    | 7.2    |
| ROE (%)  | 35.5%  | 22.0%  | 17.2%  | 17.1%  | 16.4%  |

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

消费助理分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 8 月 30 日

### 评级

持有

|                   |         |
|-------------------|---------|
| 目标价 (港元)          | 5.4     |
| 潜在升幅/降幅           | +12.3%  |
| 目前股价 (港元)         | 4.8     |
| 52 周内股价区间 (港元)    | 4.2-8.3 |
| 总市值 (百万港元)        | 43,618  |
| 近 3 月日均成交额 (百万港元) | 85.8    |

注: 截至 2023 年 8 月 29 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 - 中国飞鹤

利润表

| (百万人民币)      | 2021A         | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>  | <b>22,776</b> | <b>21,311</b> | <b>21,857</b> | <b>23,363</b> | <b>24,649</b> |
| 同比           | 22.5%         | -6.4%         | 2.6%          | 6.9%          | 5.5%          |
| 营业成本         | -6,769        | -7,360        | -7,811        | -8,510        | -9,122        |
| <b>毛利润</b>   | <b>16,008</b> | <b>13,951</b> | <b>14,046</b> | <b>14,853</b> | <b>15,527</b> |
| 毛利率          | 70.3%         | 65.5%         | 64.3%         | 63.6%         | 63.0%         |
| 销售费用         | -6,729        | -6,545        | -7,052        | -7,447        | -7,836        |
| 管理费用         | -1,208        | -1,535        | -1,612        | -1,714        | -1,807        |
| 其他经营收入及收益    | 1,885         | 1,233         | 1,387         | 1,259         | 1,388         |
| <b>经营利润</b>  | <b>9,955</b>  | <b>7,104</b>  | <b>6,769</b>  | <b>6,951</b>  | <b>7,272</b>  |
| 经营利润率        | 43.7%         | 33.3%         | 31.0%         | 29.8%         | 29.5%         |
| 财务费用         | -253          | -407          | -690          | -410          | -410          |
| 其他营业外收入(支出)  | -253          | -407          | -690          | -410          | -410          |
| <b>利润总额</b>  | <b>9,672</b>  | <b>6,663</b>  | <b>5,944</b>  | <b>6,491</b>  | <b>6,812</b>  |
| 所得税          | -2,757        | -1,715        | -1,530        | -1,671        | -1,753        |
| 所得税率         | -28.5%        | -25.7%        | -25.7%        | -25.7%        | -25.7%        |
| 净利润          | <b>6,915</b>  | <b>4,948</b>  | <b>4,414</b>  | <b>4,820</b>  | <b>5,058</b>  |
| 减: 少数股东损益    | -44           | -6            | -88           | -96           | -101          |
| <b>归母净利润</b> | <b>6,871</b>  | <b>4,942</b>  | <b>4,326</b>  | <b>4,724</b>  | <b>4,957</b>  |
| 归母净利率        | 30.2%         | 23.2%         | 19.8%         | 20.2%         | 20.1%         |
| 同比           | -7.6%         | -28.1%        | -12.5%        | 9.2%          | 4.9%          |

资产负债表

| (百万人民币)        | 2021A         | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金           | 9,629         | 9,336         | 13,538        | 16,177        | 18,934        |
| 应收票据及应收账款      | 477           | 431           | 457           | 504           | 549           |
| 预付款项           | 576           | 507           | 520           | 555           | 586           |
| 其他应收款          | 0             | 186           | 0             | 0             | 0             |
| 存货             | 1,722         | 1,994         | 2,184         | 2,388         | 2,585         |
| 其他流动资产         | 7,565         | 9,776         | 7,267         | 7,267         | 7,267         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>19,970</b> | <b>22,230</b> | <b>23,966</b> | <b>26,891</b> | <b>29,921</b> |
| 固定资产           | 8,437         | 9,500         | 9,889         | 10,225        | 10,510        |
| 使用权资产          | 428           | 409           | 390           | 371           | 352           |
| 生物资产           | 1,707         | 2,025         | 2,200         | 2,200         | 2,200         |
| 无形资产           | 21            | 19            | 19            | 19            | 19            |
| 商誉             | 112           | 112           | 112           | 112           | 112           |
| 递延所得税资产        | 474           | 439           | 480           | 513           | 541           |
| 其他非流动资产        | 333           | 782           | 695           | 695           | 695           |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>11,512</b> | <b>13,286</b> | <b>13,785</b> | <b>14,135</b> | <b>14,429</b> |
| 短期借款           | 313           | 447           | 467           | 467           | 467           |
| 应付票据及应付账款      | 1,284         | 1,774         | 1,623         | 1,768         | 1,895         |
| 租赁负债           | 62            | 67            | 67            | 67            | 67            |
| 应交税费           | 1,063         | 468           | 200           | 214           | 226           |
| 其他应付款          | 4,221         | 4,705         | 4,825         | 5,158         | 5,442         |
| 其他流动负债         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>6,942</b>  | <b>7,460</b>  | <b>7,182</b>  | <b>7,673</b>  | <b>8,096</b>  |
| 长期借款           | 621           | 862           | 886           | 886           | 886           |
| 其他应付款          | 647           | 628           | 644           | 688           | 726           |
| 租赁负债           | 115           | 126           | 126           | 126           | 126           |
| 应交税费           | 753           | 965           | 990           | 1,058         | 1,117         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>2,136</b>  | <b>2,581</b>  | <b>2,646</b>  | <b>2,759</b>  | <b>2,855</b>  |
| 股本             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 储备             | 20,921        | 23,986        | 26,345        | 28,921        | 31,625        |
| 少数股东权益         | 1,482         | 1,489         | 1,577         | 1,674         | 1,775         |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>22,403</b> | <b>25,475</b> | <b>27,922</b> | <b>30,595</b> | <b>33,400</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         |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 净利润                  | 9,672         | 6,663         | 5,944         | 6,491         | 6,812         |
| 固定资产折旧               | 409           | 465           | 611           | 663           | 715           |
| 无形资产摊销               | 1             | 2             | 0             | 0             | 0             |
| 使用权资产折旧              | 33            | 28            | 35            | 35            | 35            |
| 财务费用                 | 29            | 34            | 49            | 51            | 51            |
| 公允价值溢利和损失            | -119          | -94           | 0             | 0             | 0             |
| 存货的减少                | -417          | -295          | -190          | -203          | -198          |
| 经营性应收项目的减少           | -151          | 111           | -39           | -83           | -75           |
| 经营性应付项目的增加           | -203          | 1,012         | -15           | 522           | 449           |
| 财务费用                 | -2,736        | -2,062        | -1,814        | -1,622        | -1,711        |
| 其他                   | 295           | 416           | 137           | -51           | -51           |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b> | <b>6,815</b>  | <b>6,279</b>  | <b>4,719</b>  | <b>5,803</b>  | <b>6,027</b>  |
| 资本开支                 | -1,379        | -1,511        | -829          | -1,016        | -1,016        |
| 投资支付的现金和结构性存款        | -616          | -2,411        | 2,413         | -265          | -227          |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额  | -268          | -136          | 0             | 0             | 0             |
| 其他                   | -182          | -746          | -175          | 0             | 0             |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-2,444</b> | <b>-4,804</b> | <b>1,409</b>  | <b>-1,281</b> | <b>-1,243</b> |
| 取得借款收到的现金            | -444          | 361           | -56           | 0             | 0             |
| 收到其他与筹资活动有关的现金       | -365          | -148          | 0             | 0             | 0             |
| 偿还债务支付的现金            | -44           | -56           | 0             | 0             | 0             |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金    | -3,392        | -2,133        | -1,967        | -2,148        | -2,254        |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b> | <b>-4,245</b> | <b>-1,975</b> | <b>-2,022</b> | <b>-2,148</b> | <b>-2,254</b> |
| 现金及现金等价物净增加额         | 28            | -319          | 4,105         | 2,374         | 2,530         |
| 期初现金及现金等价物余额         | 5,912         | 5,989         | 5,579         | 9,685         | 12,059        |
| <b>期末现金及现金等价物余额</b>  | <b>5,989</b>  | <b>5,579</b>  | <b>9,685</b>  | <b>12,059</b> | <b>14,589</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            | 0.77  | 0.59   | 0.52   | 0.58  | 0.61  |
| 每股销售额             | 2.50  | 2.38   | 2.44   | 2.61  | 2.76  |
| 每股股息              | 0.39  | 0.25   | 0.22   | 0.24  | 0.25  |
| <b>同比变动</b>       |       |        |        |       |       |
| 收入                | 22.5% | -6.4%  | 2.6%   | 6.9%  | 5.5%  |
| 经营溢利              | -0.1% | -28.6% | -4.7%  | 2.7%  | 4.6%  |
| 归母净利润             | -7.6% | -28.1% | -12.5% | 9.2%  | 4.9%  |
| <b>费用与利润率</b>     |       |        |        |       |       |
| 毛利率               | 70.3% | 65.5%  | 64.3%  | 63.6% | 63.0% |
| 经营利润率             | 43.7% | 33.3%  | 31.0%  | 29.8% | 29.5% |
| 归母净利率             | 30.2% | 23.2%  | 19.8%  | 20.2% | 20.1% |
| <b>回报率</b>        |       |        |        |       |       |
| 平均股本回报率           | 35.5% | 22.0%  | 17.2%  | 17.1% | 16.4% |
| 平均资产回报率           | 20.6% | 13.5%  | 11.2%  | 11.3% | 22.8% |
| <b>资产效率</b>       |       |        |        |       |       |
| 应收账款周转天数          | 6.1   | 7.8    | 7.4    | 7.5   | 7.8   |
| 库存周转天数            | 81.1  | 92.1   | 97.6   | 98.0  | 99.5  |
| 应付账款周转天数          | 65.2  | 75.8   | 75.8   | 75.8  | 75.8  |
| <b>财务杠杆</b>       |       |        |        |       |       |
| 流动比率 (x)          | 2.9   | 3.0    | 3.3    | 3.5   | 3.7   |
| 速动比率 (x)          | 0.1   | 0.1    | 0.1    | 0.1   | 0.1   |
| 现金比率 (x)          | 0.3   | 0.3    | 0.4    | 0.4   | 0.4   |
| 负债/权益             | 40.5% | 39.4%  | 35.2%  | 34.1% | 32.8% |
| <b>估值</b>         |       |        |        |       |       |
| 市盈率 (x)           | 5.7   | 7.4    | 8.5    | 7.6   | 7.2   |
| 市销率 (x)           | 1.8   | 1.8    | 1.8    | 1.7   | 1.6   |
| 股息率               | 8.8%  | 5.7%   | 5.0%   | 5.5%  | 5.7%  |

图表 2: SPDBI 财务预测变动: 中国飞鹤 (6186.HK)

| (人民币百万)      | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|--------------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>  |        |        |        |
| 旧预测          | 23,058 | 25,357 | 26,877 |
| 新预测          | 21,857 | 23,363 | 24,649 |
| 变动           | -5.2%  | -7.9%  | -8.3%  |
| <b>归母净利润</b> |        |        |        |
| 旧预测          | 4,270  | 4,497  | 5,418  |
| 新预测          | 4,326  | 4,724  | 4,957  |
| 变动           | 1.3%   | 5.0%   | -8.5%  |

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 中国飞鹤 (6186.HK)



注: 截至 2023 年 8 月 29 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

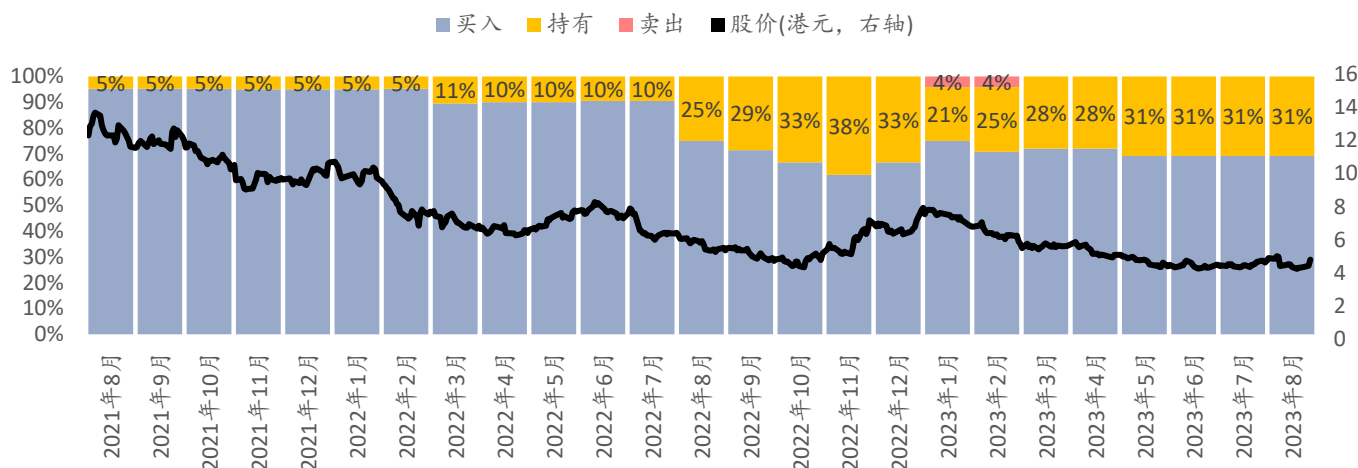
| 股票代码             | 公司   | 现价(LC) | 评级 | 目标价(LC) | 评级及目标价<br>发布日期 | 行业     |
|------------------|------|--------|----|---------|----------------|--------|
| 2331.HK Equity   | 李宁   | 38.0   | 买入 | 52.8    | 2023年8月11日     | 运动服饰品牌 |
| 2020.HK Equity   | 安踏体育 | 87.0   | 买入 | 100.9   | 2023年8月23日     | 运动服饰品牌 |
| 3813.HK Equity   | 宝胜国际 | 0.7    | 买入 | 0.8     | 2023年8月14日     | 运动服饰零售 |
| 6110.HK Equity   | 滔搏   | 6.7    | 买入 | 8.4     | 2023年7月3日      | 运动服饰零售 |
| 2150.HK Equity   | 奈雪的茶 | 4.9    | 买入 | 10.0    | 2023年4月3日      | 零售餐饮   |
| YUMC.US Equity   | 百胜中国 | 53.3   | 买入 | 77.2    | 2023年8月1日      | 零售餐饮   |
| 9987.HK Equity   | 百胜中国 | 422.0  | 买入 | 601.8   | 2023年8月1日      | 零售餐饮   |
| 6862.HK Equity   | 海底捞  | 22.0   | 持有 | 24.9    | 2023年7月31日     | 零售餐饮   |
| 9658.HK Equity   | 特海国际 | 12.9   | 买入 | 21.1    | 2023年7月31日     | 零售餐饮   |
| 9922.HK Equity   | 九毛九  | 13.4   | 买入 | 17.1    | 2023年8月23日     | 零售餐饮   |
| 291.HK Equity    | 华润啤酒 | 47.2   | 买入 | 56.9    | 2023年8月20日     | 啤酒     |
| 600132.CH Equity | 重庆啤酒 | 91.8   | 买入 | 115.9   | 2023年8月17日     | 啤酒     |
| 1876.HK Equity   | 百威亚太 | 17.1   | 持有 | 19.9    | 2023年8月3日      | 啤酒     |
| 0168.HK Equity   | 青岛啤酒 | 67.5   | 买入 | 100.0   | 2023年4月26日     | 啤酒     |
| 600600.CH Equity | 青岛啤酒 | 94.7   | 持有 | 121.0   | 2023年4月26日     | 啤酒     |
| 000729.CH Equity | 燕京啤酒 | 10.5   | 卖出 | 7.6     | 2022年1月26日     | 啤酒     |
| 600887.CH Equity | 伊利股份 | 26.6   | 买入 | 32.6    | 2023年8月29日     | 乳制品    |
| 2319.HK Equity   | 蒙牛乳业 | 25.4   | 买入 | 40.2    | 2023年3月31日     | 乳制品    |
| 600597.CH equity | 光明乳业 | 10.5   | 持有 | 12.6    | 2022年8月1日      | 乳制品    |
| 6186.HK Equity   | 中国飞鹤 | 4.8    | 持有 | 5.4     | 2023年8月30日     | 乳制品    |
| 1717.HK Equity   | 澳优   | 3.2    | 持有 | 4.3     | 2023年5月2日      | 乳制品    |
| 600882.CH Equity | 妙可蓝多 | 18.9   | 买入 | 42.8    | 2023年2月20日     | 乳制品    |
| 9858.HK Equity   | 优然牧业 | 1.5    | 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    |

注：截至 2023 年 8 月 29 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

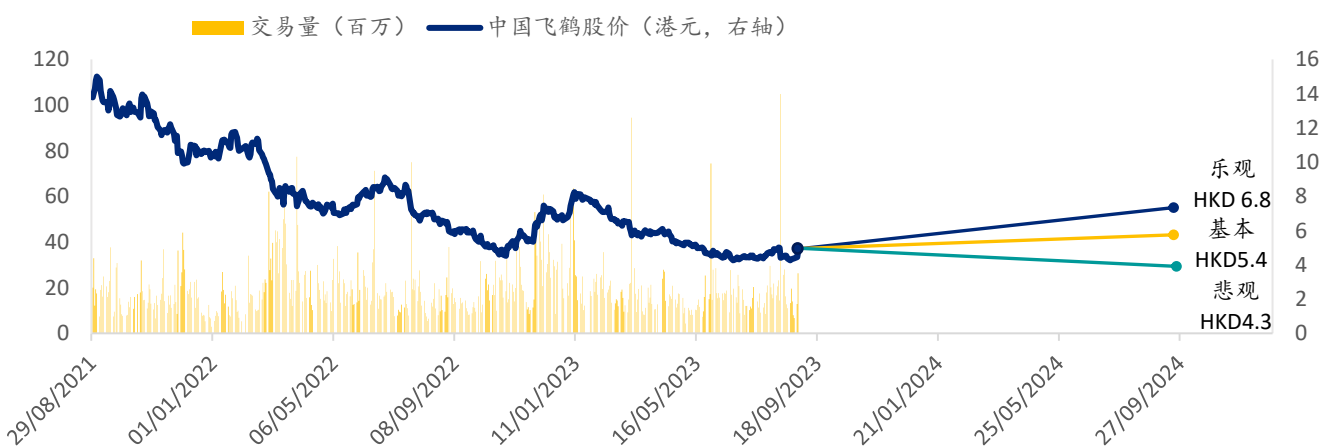
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 中国飞鹤 (6186.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 中国飞鹤 (6186.HK) 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: 6.8 港元

概率: 25%

- 2024 年超高端业务增速同比超 15%;
- 原奶价格趋稳, 2024 年公司毛利率同比持平;
- 整体费用率增速放缓, 经营利润率 2024 年同比下降 50bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 4.3 港元

概率: 20%

- 2024 年超高端业务收入同比持平;
- 原奶价格提升较快, 2024 年公司毛利率同比下降 100bps;
- 整体费用率增速加快, 经营利润率 2024 年同比下降 250bps。

资料来源: 浦银国际

## 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

