



## 蒙牛 (2319.HK): 2H23 经营利润率面临高基数, 但长期利润率持续提升确定性强

蒙牛能够在 1H23 的市场逆境中保持产品结构的稳定, 从而将原奶成本下降的正面影响完全转化为毛利率的扩张, 很大程度上体现了公司产品结构高端化的能力。我们预计蒙牛 2H23 内生收入增长有望快于 1H23, 然而 2H23 经营利润率在较高的基数下, 恐较难有显著扩张。

- 2H23 内生收入增速有望好于 1H23:** 在经过充满挑战的 1H23 后, 蒙牛管理层更新了 2023 年收入目标: 全年整体收入同比增长高单位数, 内生收入 (不包括妙可蓝多) 同比增长中单位数。这意味着公司 2H23 内生收入同比增速不低于中单位数, 相较 1H23 有所加速。尽管整体乳制品行业依然面临挑战, 但考虑到 (1) 去年下半年液态奶整体收入基数较低, (2) 今年下半年奶粉行业竞争格局有望改善, (3) 冰淇淋在海外市场加速扩张, 我们认为蒙牛 2H23 内生收入增速有望高于 1H23, 助力公司达到全年收入目标。
- 2H23 经营利润率面临高基数挑战:** 尽管蒙牛 1H23 经营利润率同比大幅扩张 110bps, 但管理层依然维持全年经营利润率同比扩张 50bps 的目标不变, 这似乎令资本市场有些失望。然而, 我们认为蒙牛 2H23 的经营利润率扩张的确面临以下挑战: (1) 公司 2H22 大幅缩减了广告营销费用 (A&P) 以及线下渠道费用, 导致销售费用率同比大幅下降 3.6ppt。公司 2H23 将加大对特定产品 (比如贝拉米与每日鲜语) 以及线下传统渠道的投入, 可能导致销售费用率同比大幅反弹; (2) 明年春节相较今年延后可能对液态奶整体毛利率带来负面影响, 令 2H23 毛利率扩张幅度小于 1H23; (3) 奶价下跌对公司 2H23 毛利率的帮助相较 1H23 可能有所减弱。我们预测蒙牛 2H23 经营利润率同比基本持平, 而 2023 全年经营利润率同比扩张 60bps, 略高于指引。
- 多措并举推动经营利润率持续提升:** 公司将持续挖掘常温液态奶产品 (尤其是特仑苏) 的潜在价值, 推动产品结构进一步升级。鲜奶、奶粉、冰淇淋等业务的盈利能力有望持续提升。随着奶粉与冰淇淋等高毛利产品的增长, 品类结构有望得到改善。同时, RTM 变革与渠道数字化稳步推进, 有望在未来持续降低销售费用率。以上战略目标将共同助力公司长期经营利润率持续扩张。
- 估值性价比高, 维持蒙牛“买入”评级:** 蒙牛今年股价大幅回撤, 估值大幅下降至 14 倍 2024 年 P/E, 低于伊利。结合蒙牛稳健的基本面以及较高的长期增长确定性, 我们认为蒙牛当前的估值具有较强的吸引力。考虑到市场短期对乳制品行业的负面情绪, 我们下调蒙牛目标价至 32.2 港元 (相当于 16 x 2024 P/E)。维持蒙牛“买入”评级。
- 投资风险:** 行业需求放缓、行业竞争加大、原奶价格增长高于预期。

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	99,276	106,734	113,985
同比变动 (%)	15.9%	5.1%	7.2%	7.5%	6.8%
归母净利润	5,026	5,303	5,807	7,042	8,129
同比变动 (%)	42.6%	5.5%	9.5%	21.3%	15.4%
PE (X)	16.0	16.4	16.4	13.5	11.7
ROE (%)	17.0%	15.1%	13.8%	15.0%	15.5%

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

桑若楠, CFA

消费助理分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 9 月 1 日

### 评级

### 买入

目标价 (港元)	32.2
潜在升幅/降幅	+22.0%
目前股价 (港元)	26.4
52 周内股价区间 (港元)	24.3-39.6
总市值 (百万港元)	104,015
近 3 月日均成交额 (百万港元)	294.5

注: 截至 2023 年 8 月 31 日收盘价

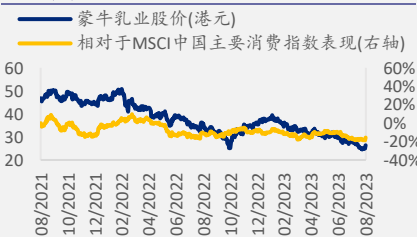
市场预期区间



▲ 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 - 蒙牛乳业

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>88,141</b>	<b>92,593</b>	<b>99,276</b>	<b>106,734</b>	<b>113,985</b>
同比	15.9%	5.1%	7.2%	7.5%	6.8%
营业成本	-55,752	-59,904	-62,783	-67,295	-71,849
<b>毛利润</b>	<b>32,390</b>	<b>32,690</b>	<b>36,493</b>	<b>39,440</b>	<b>42,137</b>
毛利率	36.7%	35.3%	36.8%	37.0%	37.0%
销售及管理费用	-27,528	-27,267	-30,082	-32,022	-33,863
<b>经营利润</b>	<b>4,862</b>	<b>5,423</b>	<b>6,411</b>	<b>7,418</b>	<b>8,273</b>
经营利润率	5.5%	5.9%	6.5%	6.9%	7.3%
其他收入	1,563	1,842	920	920	920
财务收入	284	260	269	584	986
其他营业收入(支出)	-841	-1,023	-546	-249	-136
<b>利润总额</b>	<b>5,868</b>	<b>6,502</b>	<b>7,054</b>	<b>8,672</b>	<b>10,043</b>
所得税	-905	-1,318	-1,199	-1,561	-1,808
所得税率	-15.4%	-20.3%	-17.0%	-18.0%	-18.0%
净利润	4,964	5,185	5,855	7,111	8,235
减:少数股东损益	62	118	-48	-70	-106
<b>归母净利润</b>	<b>5,026</b>	<b>5,303</b>	<b>5,807</b>	<b>7,042</b>	<b>8,129</b>
归母净利率	5.7%	5.7%	5.8%	6.6%	7.1%
同比	42.6%	5.5%	9.5%	21.3%	15.4%
<b>核心归母净利润</b>	<b>5,942</b>	<b>5,824</b>	<b>5,807</b>	<b>7,042</b>	<b>8,129</b>
核心归母净利率	6.7%	6.3%	5.8%	6.6%	7.1%
同比	47.4%	-2.0%	-0.3%	21.3%	15.4%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,420	13,050	15,798	19,137	23,102
应收票据及应收账款	4,160	3,660	4,015	4,313	4,589
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	6,893	7,044	7,311
其他流动资产	2	526	2	2	2
<b>流动资产合计</b>	<b>31,020</b>	<b>36,777</b>	<b>38,487</b>	<b>42,418</b>	<b>47,074</b>
固定资产	17,335	19,653	21,464	23,135	24,686
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	10,403	10,854	11,418
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>67,081</b>	<b>81,036</b>	<b>82,725</b>	<b>84,847</b>	<b>86,962</b>
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	9,355	10,038	10,685
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
<b>流动负债合计</b>	<b>29,072</b>	<b>33,153</b>	<b>32,308</b>	<b>32,990</b>	<b>33,638</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>27,030</b>	<b>34,608</b>	<b>34,608</b>	<b>34,608</b>	<b>34,608</b>
股本及储备	36,826	40,099	44,296	49,596	55,614
少数股东权益	5,174	9,953	10,001	10,070	10,176
<b>所有者权益合计</b>	<b>41,999</b>	<b>50,052</b>	<b>54,296</b>	<b>59,667</b>	<b>65,790</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
税前利润	5,868	6,502	7,054	8,672	10,043
固定资产折旧	2,396	2,878	2,662	2,860	3,043
财务费用	-284	-260	-249	-584	-986
外汇损益	0	0	-20	0	0
资产处置损失	916	521	0	0	0
减值准备	392	527	0	0	0
附属公司收益	-693	-409	-254	-451	-564
存货的减少	-616	-1,158	1,180	-151	-267
经营性应收项目的减少	-1,975	701	31	-442	-424
经营性应付项目的增加	3,395	831	-845	683	647
税金	-903	-930	-1,199	-1,561	-1,808
其他	-952	-871	-1,338	-1,338	-1,338
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>7,545</b>	<b>8,333</b>	<b>7,022</b>	<b>7,689</b>	<b>8,348</b>
资本开支	-17,728	-17,101	-9,012	-8,000	-8,000
投资支付的现金	4,160	-16,217	-11,313	-173	0
利息收入	1,234	994	1,587	1,921	2,323
其他	-3,106	17,462	16,055	3,642	3,406
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-15,440</b>	<b>-14,862</b>	<b>-2,684</b>	<b>-2,609</b>	<b>-2,271</b>
取得借款收到的现金	4,086	15,703	7,690	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	214	-1,733	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-1,862	-2,594	-3,107	-3,331	-3,852
其他	4,335	-7,229	-6,173	1,590	1,741
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>6,773</b>	<b>4,147</b>	<b>-1,590</b>	<b>-1,741</b>	<b>-2,111</b>
现金及现金等价物净增加额	-1,134	-2,339	2,748	3,339	3,965
期初现金及现金等价物余额	11,397	11,217	12,766	15,514	18,853
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>10,263</b>	<b>8,878</b>	<b>15,514</b>	<b>18,853</b>	<b>22,818</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	1.5	1.5	1.5	1.8	2.1
每股销售额	22.3	23.4	25.2	27.1	28.9
每股股息	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
<b>同比变动</b>					
收入	15.9%	5.1%	7.2%	7.5%	6.8%
经营溢利	39.6%	11.6%	18.2%	15.7%	11.5%
归母净利润	42.6%	5.5%	9.5%	21.3%	15.4%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	36.7%	35.3%	36.8%	37.0%	37.0%
经营利润率	5.5%	5.9%	6.5%	6.9%	7.3%
归母净利率	5.7%	5.7%	5.8%	6.6%	7.1%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	17.0%	15.1%	13.8%	15.0%	15.5%
平均资产回报率	7.3%	6.1%	5.8%	6.6%	7.1%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	14.8	15.4	14.1	14.2	14.3
库存周转天数	39.3	44.4	43.5	37.8	36.5
应付账款周转天数	54.9	57.9	56.8	52.6	52.6
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
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
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	16.0	16.4	16.4	13.5	11.7
市销率 (x)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
股息率	1.3%	1.4%	1.5%	1.9%	2.1%

图表 2：蒙牛乳业 2023 年上半年盈利表现以及下半年和全年预测

百万人民币	1H22	1H23	YoY	2H22	2H23E	YoY	2022	2023E	YoY
收入	47,722	51,119	7%	44,871	48,157	7%	92,593	99,276	7%
-液态奶	39,665	41,640	5%	38,604	39,502	2%	78,269	81,142	4%
-冰淇淋	3,904	4,309	10%	1,749	1,909	9%	5,652	6,218	10%
-奶粉	1,894	1,894	0%	1,968	1,968	0%	3,862	3,862	0%
-其他	2,259	3,275	45%	2,550	4,778	87%	4,810	8,054	67%
销售成本	-30,263	-31,488	4%	-29,640	-31,295	6%	-59,904	-62,783	5%
毛利润	17,459	19,630	12%	15,231	16,863	11%	32,690	36,493	12%
毛利率	36.6%	38.4%		33.9%	35.0%		35.3%	36.8%	
销售管理费用	-14,939	-16,355	9%	-12,328	-13,726	11%	-27,267	-30,082	10%
销售管理费用率	31.3%	32.0%		27.5%	28.5%		29.4%	30.3%	
经营利润	2,520	3,275	30%	2,903	3,136	8%	5,423	6,411	18%
经营利润率	5.3%	6.4%		6.5%	6.5%		5.9%	6.5%	
财务费用	87	130	49%	173	139	-19%	260	269	3%
其他费用	1,168	187	-84%	-16	-67	n.m.	1,153	120	-90%
合营/联营公司损益	372	111	-70%	37	142	282%	409	254	-38%
商誉减值亏损	0	0	n.a.	-742	0	-100%	-742	0	-100%
税前盈利	4,148	3,703	-11%	2,355	3,350	42%	6,502	7,054	8%
所得税	-505	-644	28%	-813	-555	-32%	-1,318	-1,199	-9%
少数股东权益	108	-39	-136%	10	-9	-192%	118	-48	-140%
归母净利润	3,751	3,020	-19%	1,552	2,787	80%	5,303	5,807	10%
归母净利润率	7.9%	5.9%		3.5%	5.8%		5.7%	5.8%	
归母净利润 (扣除一次性损益项)	2,977	3,104	4%	2,294	2,787	21%	5,271	5,891	12%
归母净利润率 (扣除一次性损益项)	6.2%	6.1%		5.1%	5.8%		5.7%	5.9%	

E=浦银国际预测

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 3：蒙牛各品类 1H23 同比增速

品类	增速
<b>液态奶</b>	<b>▲增长 5%</b>
-基础白奶	▲增长高单位数
-特仑苏	▲增长 10%
-低温鲜奶	▲增长高单位数
-常温酸奶	▼下降低双位数
-乳饮料	▲增长中单位数
-低温酸奶	▼下降低单位数
<b>冰淇淋</b>	<b>▲增长 10.4%</b>
-国内	▼下降
-海外	▲增长 30%
<b>奶粉</b>	<b>—持平</b>
-贝拉米	▲增长 20%以上

资料来源：公司资料、浦银国际

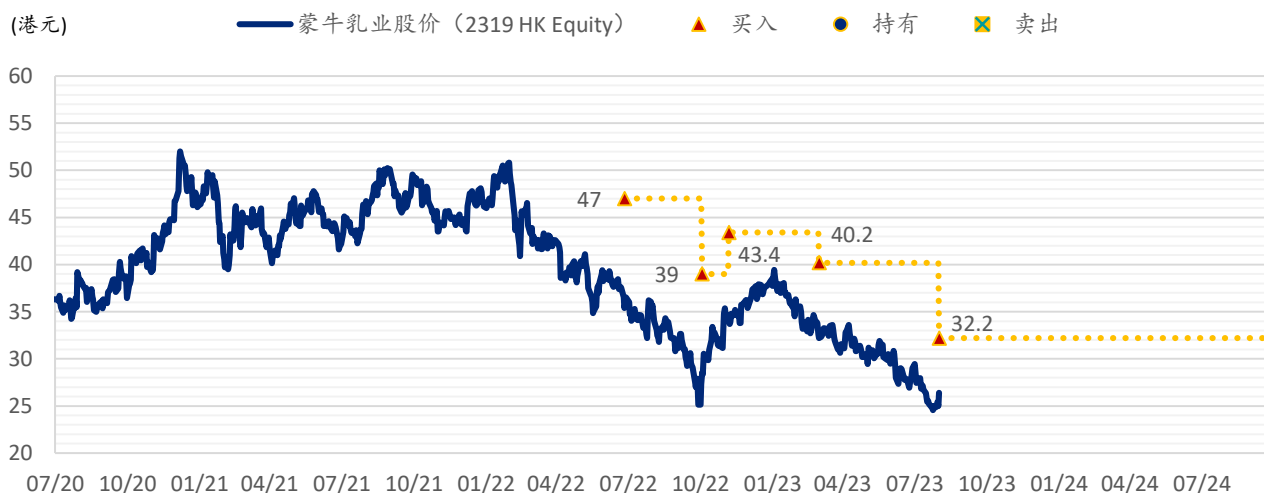
图表 4：SPDBI 财务预测变化

(人民币百万)	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>			
旧预测	105,519	116,459	125,849
新预测	99,276	106,734	113,985
变动	-5.9%	-8.4%	-9.4%
<b>归母净利润</b>			
旧预测	6,626	7,961	9,214
新预测	5,807	7,042	8,129
变动	-12.4%	-11.5%	-11.8%

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 (2319.HK)



注: 截至 2023 年 8 月 31 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

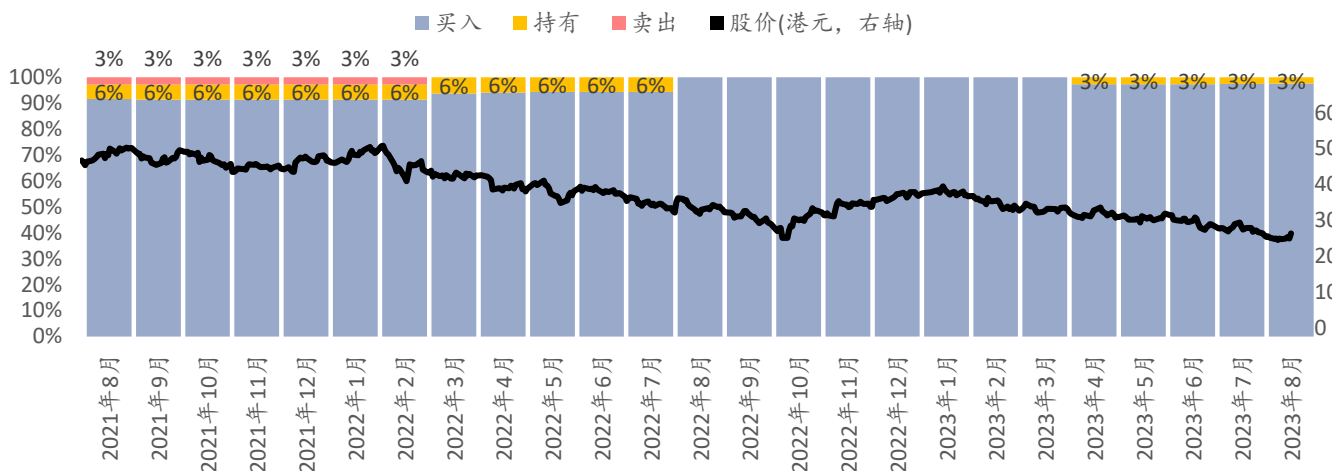
股票代码	公司	现价(LC)	评级	目标价(LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	37.1	买入	52.8	2023 年 8 月 11 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	88.4	买入	100.9	2023 年 8 月 23 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023 年 8 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.4	买入	8.4	2023 年 7 月 3 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.8	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	53.6	买入	77.2	2023 年 8 月 1 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	418.0	买入	601.8	2023 年 8 月 1 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	21.4	持有	24.9	2023 年 8 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.6	买入	21.1	2023 年 7 月 31 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	12.6	买入	17.1	2023 年 8 月 23 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	46.1	买入	56.9	2023 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	91.4	买入	115.9	2023 年 8 月 17 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	17.0	持有	19.9	2023 年 8 月 3 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	65.4	买入	100.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	91.1	持有	121.0	2023 年 4 月 26 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.4	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	26.0	买入	32.6	2023 年 8 月 29 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	26.4	买入	32.2	2023 年 9 月 1 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.4	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.7	持有	5.4	2023 年 8 月 30 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.3	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	18.4	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	0.7	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

注: 截至 2023 年 8 月 31 日收盘价

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

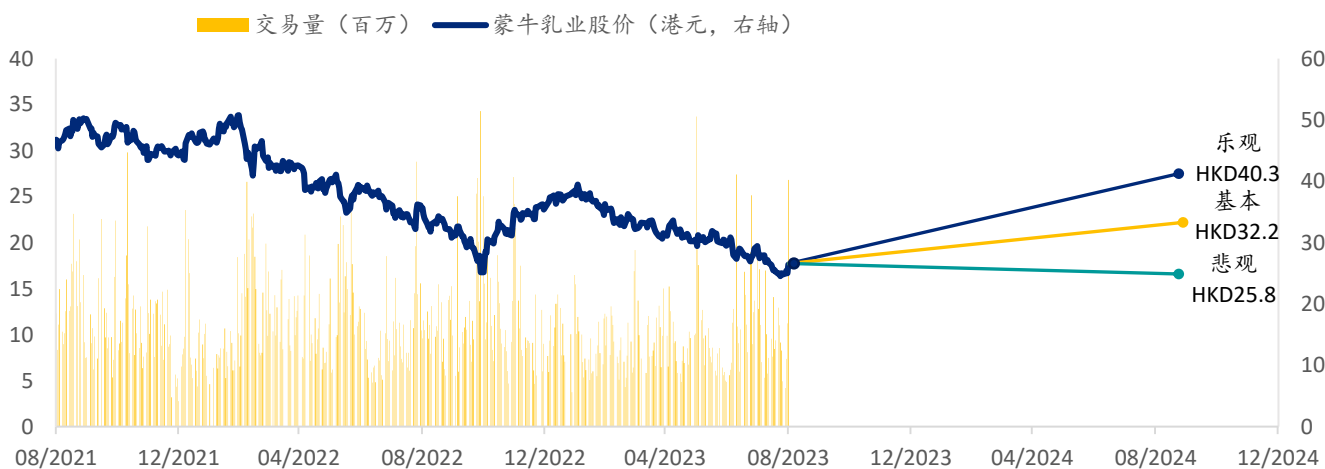
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 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: 40.3 港元

概率: 25%

- 2024 年液态奶销量增速超 10%;
- 原奶价格稳重有降, 2024 年公司毛利率水平同比提升 50bps;
- 整体费用率增速放缓, 经营利润率 2024 年同比提升 80bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 25.8 港元

概率: 20%

- 2024 年液态奶销量增速持平;
- 原奶价格提升较快, 2024 年公司毛利率同比持平;
- 整体费用率增速加快, 经营利润率 2024 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

周文頌

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

