



## 伊利 (600887.CH): 主营业务趋势稳步向好, 全年净利率扩张有望强于指引

在低基数的帮助下, 伊利 3Q23 液体乳收入增速环比大幅提升, 整体利润率同比大幅扩张, 帮助公司录得 59% 的归母净利润同比增长。公司 3Q23 强劲的业绩表现有望提振市场的信心以及对乳制品行业的投资情绪, 从而短期提升伊利的估值水平。此外, 我们预测公司 2023 年全年内生业务净利率扩张幅度有望好于公司指引。基于以上原因, 我们上调伊利目标价至人民币 33.9 元并维持伊利“买入”评级。

- 主营业务趋势稳步向好, 维持全年指引:** 伊利 3Q23 液体乳的收入同比增长 8.5%, 增速相较 1Q 与 2Q 显著加快。整体白奶收入取得双位数增长, 其中, 金典的增速快于白奶整体的增速, 意味着白奶品类结构的持续优化。管理层表示金典双节后动销依然强劲, 渠道库存健康。管理层预计全年白奶收入低单位数增长, 金典双位数增长。伊利 3Q23 婴配粉收入同比略有下降, 但降幅有所收窄。管理层表示, 婴配粉行业进入 4Q23 以后有回暖迹象, 清库存进入尾声。伊利 10 月婴配粉收入恢复正增长。伊利在 4Q23 已陆续推出婴配粉新品, 为明年潜在出生人口回升做准备。管理层预计公司整体 4Q23 将保持稳步向好的趋势, 并在这一基础上维持 2023 全年整体收入同比中单位数增长、内生业务净利率同比 30bps 扩张的指引不变。
- 2023 年全年内生业务净利率扩张有望好于公司指引:** 伊利前三季度整体的净利率同比扩张 1ppt。考虑到澳优短期盈利能力承压, 我们预计伊利内生业务前三季度的净利率同比扩张幅度高于 1ppt。尽管伊利 4Q23 将面对春节备货期同比推迟带来的不利影响, 但液体乳产品结构的优化、原奶价格同比降低以及灵活的费用管控都有望帮助公司 4Q23 毛利率与净利率同比基本维持稳定 (假设 4Q23 不发生澳优商誉减值以及大包粉库存减值)。基于以上判断, 我们预测公司 2023 年内生业务净利率大概率好于公司所给的同比提升 30bps 的指引。
- 短期市场情绪有望回暖, 有望推动估值回升:** 我们判断伊利液体乳与婴配粉两大业务的持续恢复有望改善市场情绪, 并在未来两个月里带动估值水平的回升。基于三季度强劲的业绩表现, 我们适度上调伊利 2023E-2025E 盈利预测。伊利目前市值不到 15x 2024 P/E, 远低于其历史平均水平, 估值上修空间较大。我们小幅上调伊利目标价至人民币 33.9 元 (基于 2024 年每股收益 18 倍 P/E), 并维持“买入”评级。
- 投资风险:** 行业需求放缓、国内品牌竞争加剧、原奶价格大幅上升。

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	129,106	138,863	148,042
同比变动 (%)	14.2%	11.4%	4.8%	7.6%	6.6%
归母净利润	8,705	9,431	11,026	11,997	13,280
同比变动 (%)	23.0%	8.3%	16.9%	8.8%	10.7%
PE (X)	19.2	18.5	15.8	14.6	13.2
ROE (%)	22.0%	18.1%	19.8%	20.4%	21.2%

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

消费助理分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 11 月 1 日

### 评级

### 买入

目标价 (人民币)	33.9
潜在升幅/降幅	+23.6%
目前股价 (人民币)	27.4
52 周内股价区间 (人民币)	24.5-33.8
总市值 (百万人民币)	174,564
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	930.5

注: 截至 2023 年 10 月 31 日收盘价

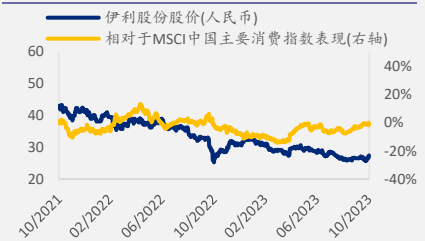
#### 市场预期区间



▲ 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 - 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>129,106</b>	<b>138,863</b>	<b>148,042</b>
同比	14.2%	11.4%	4.8%	7.6%	6.6%
营业成本	-76,417	-83,119	-86,809	-93,079	-99,136
税金及附加	-664	-742	-768	-826	-881
<b>毛利润</b>	<b>33,515</b>	<b>39,311</b>	<b>41,530</b>	<b>44,958</b>	<b>48,026</b>
毛利率	30.3%	31.9%	32.2%	32.4%	32.4%
销售费用	-19,315	-22,908	-23,244	-25,227	-26,642
管理费用	-4,227	-5,343	-5,399	-5,776	-6,150
其他经营收入及收益	-601	-822	-825	-783	-835
<b>经营利润</b>	<b>9,372</b>	<b>10,238</b>	<b>12,063</b>	<b>13,171</b>	<b>14,399</b>
经营利润率	8.5%	8.3%	9.3%	9.5%	9.7%
财务费用	29	255	268	486	656
其他收益	809	964	850	850	850
投资净收益	461	244	100	150	200
减值损失/收益	-442	-841	-310	-560	-510
<b>营业利润</b>	<b>10,230</b>	<b>10,860</b>	<b>12,970</b>	<b>14,097</b>	<b>15,595</b>
营业外收入	58	61	140	140	140
营业外支出	-176	-291	-370	-200	-200
<b>利润总额</b>	<b>10,112</b>	<b>10,630</b>	<b>12,740</b>	<b>14,037</b>	<b>15,535</b>
所得税	-1,380	-1,312	-1,656	-1,825	-2,020
所得税率	-13.6%	-12.3%	-13.0%	-13.0%	-13.0%
净利润	<b>8,732</b>	<b>9,318</b>	<b>11,084</b>	<b>12,212</b>	<b>13,515</b>
减: 少数股东损益	27	-113	59	216	235
<b>归母净利润</b>	<b>8,705</b>	<b>9,431</b>	<b>11,026</b>	<b>11,997</b>	<b>13,280</b>
归母净利率	7.9%	7.7%	8.5%	8.6%	9.0%
同比	23.0%	8.3%	16.9%	8.8%	10.7%

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>55,059</b>	<b>57,584</b>	<b>61,237</b>
现金及等价物	31,080	33,188	54,394	56,919	60,572
其他	662	665	665	665	665
应收票据及应收账款	2,107	3,250	2,830	3,044	3,245
预付款项	1,520	1,834	1,922	2,067	2,204
其他应收款	126	200	200	200	200
存货	8,917	14,836	12,843	13,771	14,667
其他流动资产	5,742	7,490	6,686	6,686	6,686
<b>流动资产合计</b>	<b>50,155</b>	<b>61,463</b>	<b>79,539</b>	<b>83,351</b>	<b>88,238</b>
长期股权投资	4,210	4,563	4,393	4,393	4,393
固定资产	29,379	33,735	35,961	37,858	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	5,261	5,261	5,261
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	9,437	9,295	9,079
<b>非流动资产合计</b>	<b>51,807</b>	<b>69,502</b>	<b>64,498</b>	<b>66,009</b>	<b>66,791</b>
短期借款	12,596	26,799	32,564	32,564	32,564
应付票据及应付账款	14,062	16,807	16,886	18,106	19,284
合同负债	7,891	8,913	4,845	4,845	4,845
应付职工薪酬	3,168	3,642	3,818	4,106	4,378
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>64,121</b>	<b>65,629</b>	<b>67,079</b>
长期借款	5,380	9,298	16,029	16,029	16,029
应付债券	3,188	3,482	3,613	3,613	3,613
其他非流动负债	1,307	1,872	2,427	2,427	2,427
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,875</b>	<b>14,653</b>	<b>22,070</b>	<b>22,070</b>	<b>22,070</b>
股本	20,669	20,635	20,602	20,602	20,602
储备	27,040	29,633	33,312	36,911	40,895
少数股东权益	1,083	3,875	3,934	4,149	4,385
<b>所有者权益合计</b>	<b>48,791</b>	<b>54,143</b>	<b>57,847</b>	<b>61,662</b>	<b>65,881</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>11,084</b>	<b>12,212</b>	<b>13,515</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	268	486	656
存货的减少	-838	-3,889	1,993	-928	-896
经营性应收项目的减少	-891	-907	332	-359	-338
经营性应付项目的增加	3,909	2,783	-3,813	1,508	1,450
其他	639	986	9,313	842	816
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>15,528</b>	<b>13,420</b>	<b>24,569</b>	<b>19,858</b>	<b>22,005</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	170	0	0
其他	383	1,290	88	150	200
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-7,797</b>	<b>-19,514</b>	<b>-8,342</b>	<b>-8,450</b>	<b>-8,400</b>
吸收投资收到的现金	12,255	166	371	0	0
取得借款收到的现金	126,938	0	12,626	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	-7,986	-8,883	-9,952
其他	-234	-555	-33	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>4,978</b>	<b>-8,883</b>	<b>-9,952</b>
现金及现金等价物净增加额	19,647	2,108	21,205	2,525	3,653
期初现金及现金等价物余额	11,434	31,080	33,188	54,394	56,919
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>31,080</b>	<b>33,188</b>	<b>54,394</b>	<b>56,919</b>	<b>60,572</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	1.73	1.88	2.08
每股销售额	17.28	19.25	20.28	21.81	23.25
每股股息	0.96	1.04	1.21	1.32	1.46
<b>同比变动</b>					
收入	14.2%	11.4%	4.8%	7.6%	6.6%
经营溢利	22.8%	22.8%	9.2%	17.8%	9.2%
归母净利润	23.0%	8.3%	16.9%	8.8%	10.7%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	30.3%	31.9%	32.2%	32.4%	32.4%
经营利润率	8.5%	8.3%	9.3%	9.5%	9.7%
归母净利率	7.9%	7.7%	8.5%	8.6%	9.0%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	22.0%	18.1%	19.8%	20.4%	21.2%
平均资产回报率	7.5%	6.8%	7.6%	8.0%	17.4%
<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	1.2	1.3	1.3
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	1.1	1.4	1.5	1.4	1.4
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	19.2	18.5	15.8	14.6	13.2
市销率 (x)	1.6	1.4	1.4	1.3	1.2
股息率	3.5%	3.8%	4.4%	4.8%	5.3%

图表 2：伊利 2023 年 1-3 季度盈利表现

百万人民币	1Q22	1Q23	YoY	2Q22	2Q23	YoY	3Q22	3Q23	YoY
营业收入	31,047	33,441	7.7%	32,416	32,757	1.1%	30,398	31,207	3%
营业成本	-20,266	-22,072	8.9%	-21,783	-22,034	1.2%	-20,968	-21,039	0%
税金及附加	-200	-162	-18.9%	-201	-208	3.6%	-162	-156	-3%
毛利润	10,581	11,206	5.9%	10,433	10,514	0.8%	9,268	10,012	8%
毛利率	34.1%	33.5%		32.2%	32.1%		30.5%	32.1%	
销售费用	-5,633	-5,708	1.3%	-6,006	-5,911	-1.6%	-5,700	-5,578	-2%
销售费用率	18.1%	17.1%		18.5%	18.0%		18.8%	17.9%	
管理费用	-1,031	-1,402	36.0%	-1,415	-1,254	-11.4%	-1,391	-1,222	-12%
管理费用率	3.3%	4.2%		4.4%	3.8%		4.6%	3.9%	
研发费用	-116	-150	29.3%	-192	-194	1.1%	-225	-209	-7%
核心经营利润	3,801	3,946	3.8%	2,820	3,156	11.9%	1,952	3,002	54%
核心经营利润率	12.2%	11.8%		8.7%	9.6%		6.4%	9.6%	
财务费用	112	66	-40.9%	128	87	-32.0%	54	127	137%
投资净收益	21	-25	n.m.	168	17	-90.0%	40	45	13%
其他费用	169	274	61.9%	-120	-137	14.1%	-70	-83	18%
税前盈利	4,104	4,262	3.9%	2,996	3,123	4.2%	2,215	3,533	60%
所得税	-596	-645	8.3%	-364	-425	16.7%	-301	-478	58%
净利润	3,508	3,617	3.1%	2,631	2,698	2.5%	1,914	3,056	60%
净利润率	11.3%	10.8%		8.1%	8.2%		6.3%	9.8%	
少数股东权益	-11	2	-114.4%	18	7	-57.8%	-15	-19	29%
归母净利润	3,519	3,615	2.7%	2,614	2,690	2.9%	1,929	3,075	59%
归母净利润率	11.3%	10.8%		8.1%	8.2%		6.3%	9.9%	

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变动: 伊利股份

(百万人民币)	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>			
旧预测	129,787	139,651	148,916
新预测	129,106	138,863	148,042
变动	-0.5%	-0.6%	-0.6%
<b>归母净利润</b>			
旧预测	10,143	11,532	12,670
新预测	11,026	11,997	13,280
变动	8.7%	4.0%	4.8%

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 2023 年 10 月 31 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

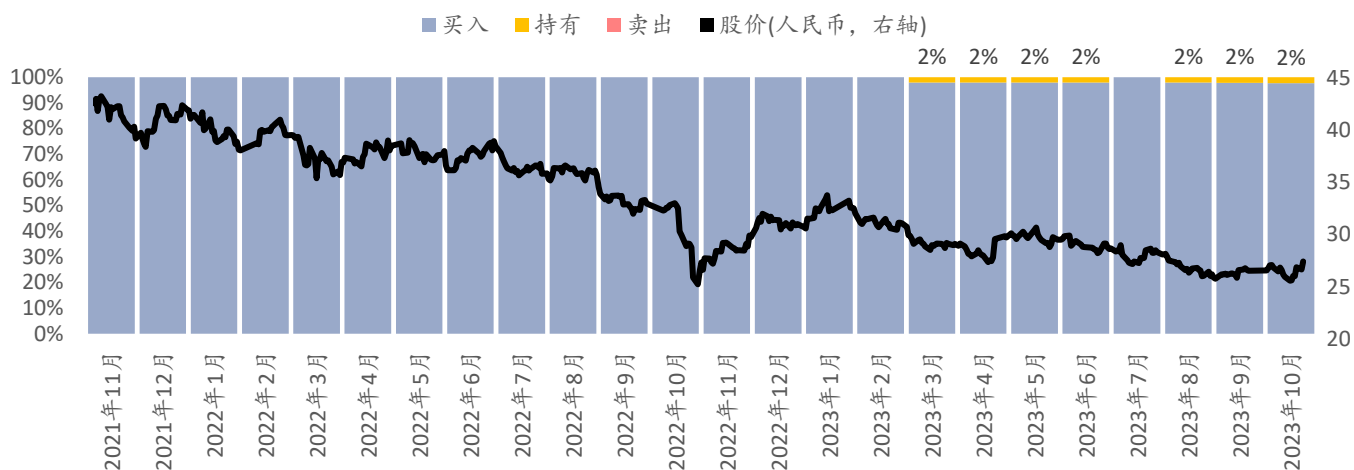
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
2331.HK Equity	李宁	24.0	买入	34.8	2023 年 10 月 26 日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	88.4	买入	110.5	2023 年 10 月 18 日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2023 年 8 月 14 日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	6.6	买入	8.4	2023 年 10 月 20 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	3.9	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	53.1	买入	77.2	2023 年 8 月 1 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	409.4	买入	601.8	2023 年 8 月 1 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	19.6	持有	24.9	2023 年 8 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.0	买入	21.1	2023 年 9 月 5 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	8.5	买入	17.1	2023 年 8 月 23 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	41.4	买入	56.9	2023 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	78.5	买入	115.9	2023 年 8 月 17 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	14.9	持有	17.9	2023 年 10 月 31 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	59.3	买入	81.7	2023 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	83.6	持有	98.2	2023 年 10 月 30 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	27.4	买入	33.9	2023 年 11 月 1 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	25.6	买入	32.2	2023 年 8 月 31 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.4	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.9	持有	5.4	2023 年 8 月 30 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.8	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	17.2	买入	19.8	2023 年 10 月 30 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
6683.HK Equity	巨星传奇	9.2	买入	7.8	2023 年 9 月 13 日	新零售

注: 截至 2023 年 10 月 31 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

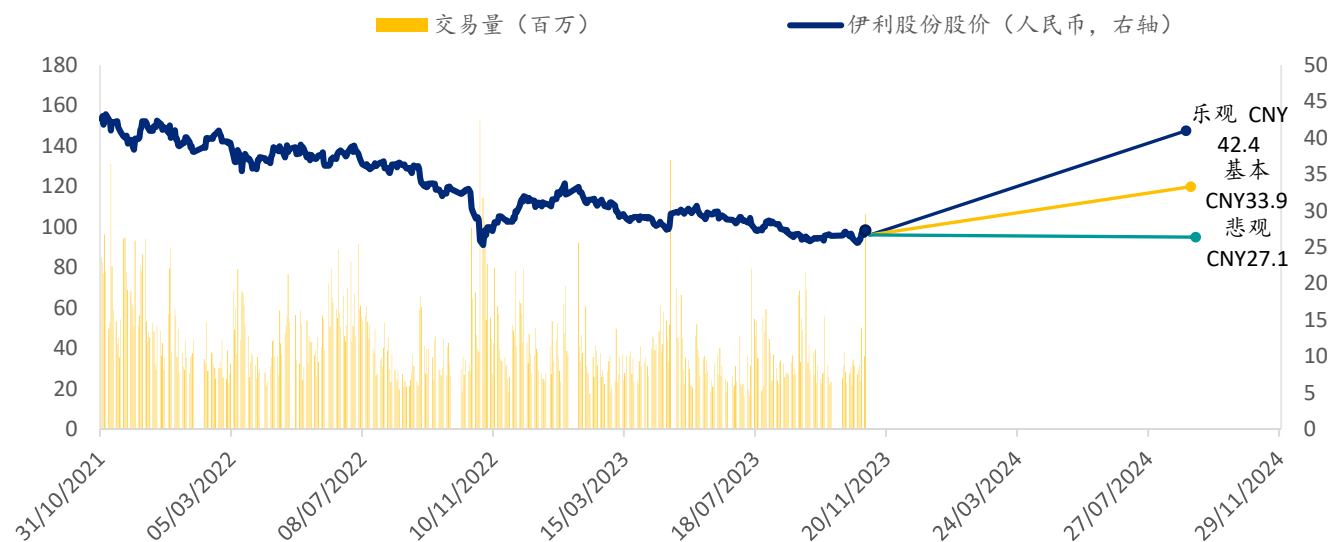
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 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: 人民币 42.4 元

概率: 25%

- 2024 年销售单价提升超 1%;
- 2024 年液态奶销量增长超 8%;
- 2024 年内生奶粉业务增速同比增长超 20%
- 2024 年广告费用率下降 30bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 人民币 27.1 元

概率: 20%

- 2024 年产品销售单价同比下降 2%;
- 2024 年液态奶销量增长同比减少 2%;
- 2024 年内生奶粉业务同比增长 4%
- 2024 年广告费用率提升 70bps。

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(巨星传奇 6683.HK)在过去 12 个月内有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

