



## 蒙牛 (2319.HK): 基本面保持稳健, 但管理层变动或造成短期市场情绪波动

蒙牛未来的收入增长面临行业需求放缓、原奶供大于求、行业竞争加剧等挑战。而公司刚刚公布的重大管理层变动很可能在短期带来较为低迷的市场情绪, 并导致蒙牛短期估值承压。然而, 基于蒙牛在液态奶赛道较强的产品研发和创新能力, 我们持续看好公司长期的发展潜力以及对行业的整合能力。我们预测公司未来利润率持续扩张, 将驱动蒙牛 2023-2026 年归母净利润复合增长 14% 左右。基于 14x 2024 P/E (1.0x PEG), 我们下调蒙牛目标价至 21.1 港元, 并维持“买入”评级。

- 管理层变动不改长期发展战略与运营能力:** 蒙牛昨晚公告称卢敏放卸任公司 CEO 一职, 升任为蒙牛董事会副主席 (主席为陈朗), 但会继续担任蒙牛执行董事。蒙牛原高级副总裁及常温事业部负责人高飞接任为蒙牛新的 CEO。同时, 张平辞任公司执行董事, 但将继续担任公司 CFO。我们认为, 卢先生卸任 CEO 之后, 可能逐渐淡出公司的日常管理与运营。作为长期稳健经营的乳制品行业龙头, 我们认为蒙牛的战略方向与运营能力并不会因为 CEO 的变更而有巨大的改变。然而, 考虑到卢先生过去 7 年在蒙牛的重要地位及其对市场的巨大影响力, 我们预计卢先生卸任 CEO 很可能给公司短期的市场情绪带来较大的负面影响。
- 行业新常态下更理性的 2024 年展望:** 考虑到行业需求放缓, 公司目标 2024 年收入同比增长低到中单位数。公司维持未来每年 30-50bps 经营利润率扩张的目标不变。管理层表示, 原奶供给过剩将在 2024 年持续, 并预测原奶价格将在今年进一步下跌 (低至中单位数), 预计将对公司 2024 年业绩带来以下影响: (1) 原奶成本下降有利于毛利率持续扩张, (2) 公司不得不加大促销力度来消化多余的原奶, 导致销售费用的提升, (3) 进一步计提大包粉的减值, 但减值幅度有望同比减小, (4) 联营公司 (主要为上游牧业) 利润贡献短期难有起色。管理层表示, 2023 年的收入增长主要是销量驱动的, 而平均单价未见显著提升。在当前的大环境下, 我们预计这一趋势将在 2024 年持续。
- 公司 2024 年可预见的增长点有哪些?** (1) 消费分级的大趋势下, 特仑苏依然有望维持较高速增长, 带动蒙牛常温品类结构持续提升。(2) 冰淇淋在海外扩张趋势良好, 有望维持高速增长。(3) 贝拉米 2023 年收入同比增长超 40%, 并大幅减亏。考虑到贝拉米独特的行业定位 (唯一进口有机奶粉品牌), 管理层认为贝拉米受出生率下滑的影响相对有限。(4) 低温酸在经历了较大幅度下滑后也在今年 1-2 月实现了销量正增长。(5) 鲜奶有望继续贡献高于公司整体的收入增长, 并持续提升盈利能力。
- 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	92,593	98,624	100,836	105,095	109,810
同比变动 (%)	5.1%	6.5%	2.2%	4.2%	4.5%
归母净利润	5,303	4,809	5,467	6,291	7,163
同比变动 (%)	5.5%	-9.3%	13.7%	15.1%	13.9%
PE (X)	10.7	12.6	11.3	9.8	8.6
ROE (%)	15.1%	11.7%	11.9%	12.6%	13.3%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

林闲嘉

首席消费分析师  
richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师  
serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2024 年 3 月 27 日

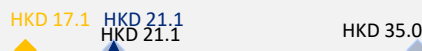
### 评级

**买入**

目标价 (港元)	21.1
潜在升幅/降幅	+23.5%
目前股价 (港元)	17.1
52 周内股价区间 (港元)	16.0-34.5
总市值 (百万港元)	67,215
近 3 月日均成交额 (百万港元)	338.3

注: 截至 2024 年 3 月 27 日收盘价

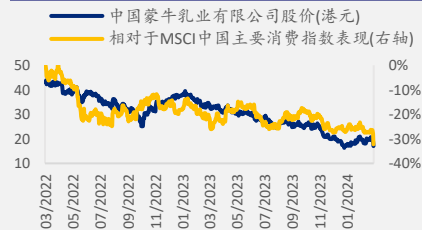
市场预期区间



▲ 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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>92,593</b>	<b>98,624</b>	<b>100,836</b>	<b>105,095</b>	<b>109,810</b>
同比	5.1%	6.5%	2.2%	4.2%	4.5%
营业成本	-59,904	-61,984	-62,828	-65,294	-68,045
<b>毛利润</b>	<b>32,690</b>	<b>36,640</b>	<b>38,008</b>	<b>39,801</b>	<b>41,765</b>
毛利率	35.3%	37.2%	37.7%	37.9%	38.0%
销售及管理费用	-27,267	-30,470	-31,354	-32,492	-33,700
<b>经营利润</b>	<b>5,423</b>	<b>6,171</b>	<b>6,655</b>	<b>7,310</b>	<b>8,065</b>
经营利润率	5.9%	6.3%	6.6%	7.0%	7.3%
其他收入	2,299	1,131	1,150	1,150	1,150
财务收入	-197	29	114	487	809
其他营业收入(支出)	-1,023	-1,018	-826	-725	-668
<b>利润总额</b>	<b>6,502</b>	<b>6,312</b>	<b>7,092</b>	<b>8,222</b>	<b>9,356</b>
所得税	-1,318	-1,425	-1,560	-1,809	-2,058
所得税率	-20.3%	-22.6%	-22.0%	-22.0%	-22.0%
净利润	5,185	4,887	5,532	6,413	7,297
减: 少数股东损益	118	-78	-64	-122	-134
<b>归母净利润</b>	<b>5,303</b>	<b>4,809</b>	<b>5,467</b>	<b>6,291</b>	<b>7,163</b>
归母净利润率	5.7%	4.9%	5.4%	6.0%	6.5%
同比	5.5%	-9.3%	13.7%	15.1%	13.9%
<b>核心归母净利润</b>	<b>5,824</b>	<b>4,919</b>	<b>5,467</b>	<b>6,291</b>	<b>7,163</b>
核心归母净利润率	6.3%	5.0%	5.4%	6.0%	6.5%
同比	-2.0%	-15.5%	11.1%	15.1%	13.9%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,050	12,720	15,360	17,692	20,726
应收票据及应收账款	3,660	3,669	3,747	3,905	4,080
预付款项	4,640	3,096	3,188	3,284	3,383
短期金融资产投资	6,827	8,532	8,500	8,500	8,500
存货	8,073	6,088	6,885	6,977	7,271
其他流动资产	526	23	2	2	2
<b>流动资产合计</b>	<b>36,777</b>	<b>34,128</b>	<b>37,682</b>	<b>40,360</b>	<b>43,961</b>
固定资产	19,653	21,715	23,221	24,662	25,368
在建工程	4,111	2,349	2,349	2,349	2,349
使用权资产	2,783	2,733	2,733	2,733	2,733
长期预付款项	453	350	350	350	350
无形资产	12,374	12,618	12,618	12,618	12,618
商誉	8,888	8,952	8,952	8,952	8,952
附属公司投资	10,396	10,409	10,533	10,758	11,040
备供出售金融资产	20,240	20,147	20,147	20,147	20,147
其他非流动资产	2,137	1,818	1,859	1,859	1,859
<b>非流动资产合计</b>	<b>81,036</b>	<b>81,092</b>	<b>82,763</b>	<b>84,430</b>	<b>85,417</b>
短期借款	9,095	9,807	9,807	9,807	9,807
应付票据及应付账款	10,201	9,499	9,984	10,375	10,813
其他应付款	13,581	12,892	12,892	12,892	12,892
其他流动负债	276	396	396	396	396
<b>流动负债合计</b>	<b>33,153</b>	<b>32,594</b>	<b>33,078</b>	<b>33,470</b>	<b>33,907</b>
长期借款	26,106	27,604	27,604	27,604	27,604
其他非流动负债	8,502	4,370	4,370	4,370	4,370
<b>非流动负债合计</b>	<b>34,608</b>	<b>31,974</b>	<b>31,974</b>	<b>31,974</b>	<b>31,974</b>
股本及储备	40,099	44,320	47,863	51,693	55,711
少数股东权益	9,953	6,332	6,396	6,519	6,653
<b>所有者权益合计</b>	<b>50,052</b>	<b>50,652</b>	<b>54,259</b>	<b>58,212</b>	<b>62,364</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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税前利润	6,502	6,312	7,092	8,222	9,356
固定资产折旧	2,878	3,301	3,025	3,153	3,294
财务费用	-260	-106	-114	-487	-809
外汇损益	457	77	0	0	0
资产处置损失	521	110	0	0	0
减值准备	527	0	0	0	0
附属公司收益	-409	-92	-124	-225	-282
存货的减少	-1,158	1,985	-797	-91	-294
经营性应收项目的减少	701	2,039	-149	-254	-274
经营性应付项目的增加	831	-1,390	484	392	437
税金	-930	-1,425	-1,560	-1,809	-2,058
其他	-1,328	-1,562	-1,571	-1,496	-1,496
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>8,333</b>	<b>9,248</b>	<b>6,286</b>	<b>7,404</b>	<b>7,874</b>
资本开支	-17,728	-17,101	-9,180	-8,168	-8,000
投资支付的现金	4,160	-16,217	-12,750	-1,578	32
利息收入	994	1,676	1,685	1,983	2,305
其他	-2,288	23,846	17,390	5,152	3,968
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-14,862</b>	<b>-7,796</b>	<b>-2,856</b>	<b>-2,611</b>	<b>-1,695</b>
取得借款收到的现金	4,086	15,703	9,900	2,210	0
收到其他与筹资活动有关的现金	-1,733	0	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	-3,514	-4,385
其他	3,656	-12,489	-8,717	-1,156	1,239
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>4,147</b>	<b>620</b>	<b>-1,924</b>	<b>-2,460</b>	<b>-3,145</b>
现金及现金等价物净增加额	-2,339	811	1,506	2,333	3,034
期初现金及现金等价物余额	11,217	12,766	13,577	15,083	17,416
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>8,878</b>	<b>13,577</b>	<b>15,083</b>	<b>17,416</b>	<b>20,450</b>

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	1.5	1.2	1.4	1.6	1.8
每股销售额	23.4	25.0	25.6	26.7	27.9
每股股息	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9
<b>同比变动</b>					
收入	5.1%	6.5%	2.2%	4.2%	4.5%
经营溢利	11.6%	13.8%	7.8%	9.8%	10.3%
归母净利润	5.5%	-9.3%	13.7%	15.1%	13.9%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	35.3%	37.2%	37.7%	37.9%	38.0%
经营利润率	5.9%	6.3%	6.6%	7.0%	7.3%
归母净利润率	5.7%	4.9%	5.4%	6.0%	6.5%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	15.1%	11.7%	11.9%	12.6%	13.3%
平均资产回报率	6.1%	5.3%	5.7%	6.2%	6.7%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	15.4	13.6	13.4	13.3	13.3
库存周转天数	44.4	41.7	37.7	38.7	38.2
应付账款周转天数	57.9	58.0	56.6	56.9	56.8
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
负债/权益	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	10.7	12.6	11.3	9.8	8.6
市销率 (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
股息率	2.2%	2.6%	3.4%	4.3%	4.9%

图表 2：蒙牛乳业 2023 年上、下半年及全年盈利表现

百万人民币	1H22	1H23	YoY	2H22	2H23	YoY	2022	2023	YoY
<b>收入</b>	<b>47,722</b>	<b>51,119</b>	<b>7%</b>	<b>44,871</b>	<b>47,506</b>	<b>6%</b>	<b>92,593</b>	<b>98,624</b>	<b>7%</b>
-液态奶	39,665	41,640	5%	38,604	40,431	5%	78,269	82,071	5%
-冰淇淋	3,904	4,309	10%	1,749	1,718	-2%	5,652	6,026	7%
-奶粉	1,894	1,894	0%	1,968	1,908	-3%	3,862	3,802	-2%
-其他	2,259	3,275	45%	2,550	1,082	-58%	4,810	4,357	-9%
<b>销售成本</b>	<b>-30,263</b>	<b>-31,488</b>	<b>4%</b>	<b>-29,640</b>	<b>-30,496</b>	<b>3%</b>	<b>-59,904</b>	<b>-61,984</b>	<b>3%</b>
<b>毛利润</b>	<b>17,459</b>	<b>19,630</b>	<b>12%</b>	<b>15,231</b>	<b>17,010</b>	<b>12%</b>	<b>32,690</b>	<b>36,640</b>	<b>12%</b>
毛利率	36.6%	38.4%		33.9%	35.8%		35.3%	37.2%	
<b>销售费用</b>	<b>-12,710</b>	<b>-13,906</b>	<b>9%</b>	<b>-9,637</b>	<b>-11,286</b>	<b>17%</b>	<b>-22,347</b>	<b>-25,192</b>	<b>13%</b>
销售费用率	26.6%	27.2%		21.5%	23.8%		24.1%	25.5%	
-广告推广费用	-4,516	-5,120	13%	-980	-2,403	145%	-5,495	-7,523	37%
-广告推广费用率	9.5%	10.0%		2.2%	5.1%		5.9%	7.6%	
行政管理费用	-1,981	-2,184	10%	-2,461	-2,558	4%	-4,442	-4,743	7%
行政管理费用率	4.2%	4.3%		5.5%	5.4%		4.8%	4.8%	
其他费用	-248	-265	7%	-230	-270	18%	-477	-535	12%
<b>销售管理费用</b>	<b>-14,939</b>	<b>-16,355</b>	<b>9%</b>	<b>-12,328</b>	<b>-14,114</b>	<b>14%</b>	<b>-27,267</b>	<b>-30,470</b>	<b>12%</b>
销售管理费用率	31.3%	32.0%		27.5%	29.7%		29.4%	30.9%	
<b>经营利润</b>	<b>2,520</b>	<b>3,275</b>	<b>30%</b>	<b>2,903</b>	<b>2,896</b>	<b>0%</b>	<b>5,423</b>	<b>6,171</b>	<b>14%</b>
经营利润率	5.3%	6.4%		6.5%	6.1%		5.9%	6.3%	
<b>财务费用</b>	<b>87</b>	<b>130</b>	<b>49%</b>	<b>173</b>	<b>-24</b>	<b>n.m.</b>	<b>260</b>	<b>106</b>	<b>-59%</b>
其他收入	1,475	487	-67%	423	567	34%	1,898	1,054	-44%
金融资产减值	-43	-91	114%	-247	-218	-12%	-289	-310	7%
其他运营费用	-231	-176	-24%	-467	-641	37%	-698	-816	17%
资产处置盈利/亏损	-33	-33	-2%	275	48	-82%	241	16	-94%
合营/联营公司损益	372	111	-70%	37	-19	-152%	409	92	-78%
商誉减值亏损	0	0	n.a.	-742	0	-100%	-742	0	-100%
<b>税前盈利</b>	<b>4,148</b>	<b>3,703</b>	<b>-11%</b>	<b>2,355</b>	<b>2,609</b>	<b>11%</b>	<b>6,502</b>	<b>6,312</b>	<b>-3%</b>
所得税	-505	-644	28%	-813	-781	-4%	-1,318	-1,425	8%
少数股东权益	108	-39	n.m.	10	-39	n.m.	118	-78	n.m.
<b>归母净利润</b>	<b>3,751</b>	<b>3,020</b>	<b>-19%</b>	<b>1,552</b>	<b>1,789</b>	<b>15%</b>	<b>5,303</b>	<b>4,809</b>	<b>-9%</b>
归母净利润率	7.9%	5.9%		3.5%	3.8%		5.7%	4.9%	

资料来源：公司数据，浦银国际

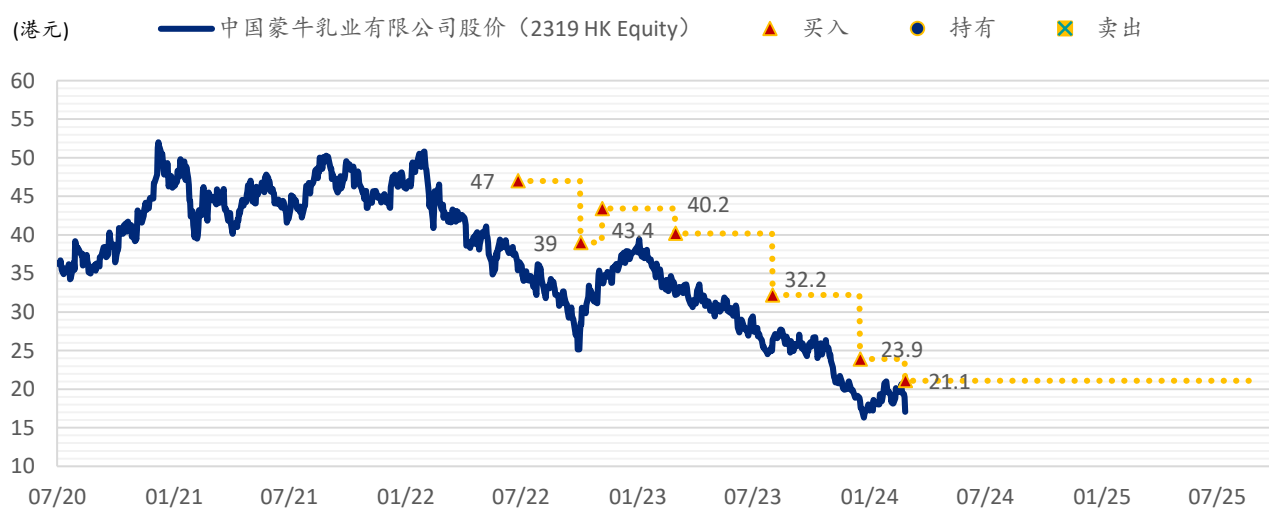
图表 3: SPDBI 财务预测变化: 蒙牛乳业 (2319.HK)

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>			
旧预测	106,687	114,102	n.a.
新预测	100,836	105,095	109,810
变动	-5.5%	-7.9%	n.a.
<b>归母净利润</b>			
旧预测	6,890	7,970	n.a.
新预测	<b>5,467</b>	<b>6,291</b>	<b>7,163</b>
变动	-20.6%	-21.1%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际预测

图表 4: SPDBI 目标价: 蒙牛乳业



注: 截至 2024 年 3 月 27 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

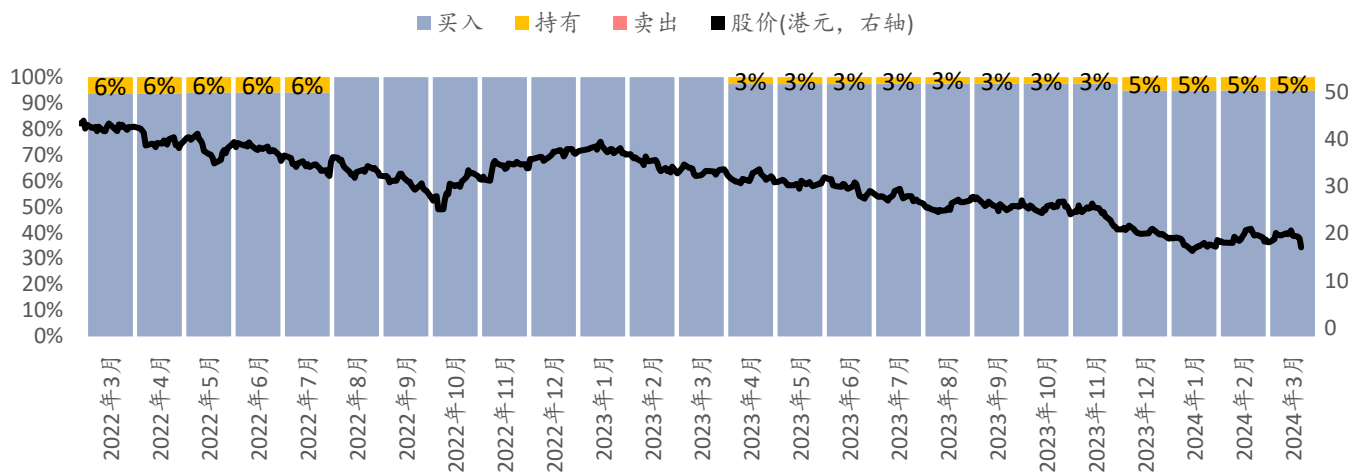
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	19.9	买入	24.8	2024 年 3 月 20 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	82.0	买入	101.0	2024 年 3 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	0.8	2024 年 3 月 14 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.2	买入	8.4	2023 年 12 月 16 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	3.1	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	39.0	买入	67.7	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	304.0	买入	528.2	2024 年 2 月 7 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	16.9	持有	14.0	2023 年 1 月 30 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.2	买入	21.1	2023 年 9 月 5 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	5.3	买入	6.8	2024 年 3 月 25 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	24.6	买入	23.7	2024 年 3 月 14 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	35.3	买入	47.0	2024 年 3 月 19 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	63.6	买入	115.9	2023 年 8 月 17 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	11.5	买入	16.7	2024 年 3 月 4 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	52.7	买入	46.4	2024 年 1 月 24 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	83.8	持有	71.1	2024 年 1 月 24 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.1	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.1	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.1	买入	21.1	2024 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	9.0	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.6	持有	5.4	2023 年 8 月 30 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.4	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	13.6	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.3	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
6683.HK Equity	巨星传奇	9.7	买入	7.8	2023 年 9 月 13 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	92.9	买入	125.9	2023 年 12 月 11 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	42.6	买入	52.0	2024 年 3 月 27 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	56.1	持有	70.1	2023 年 12 月 11 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	59.6	持有	76.5	2023 年 12 月 11 日	化妆品

注：截至 2024 年 3 月 27 日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

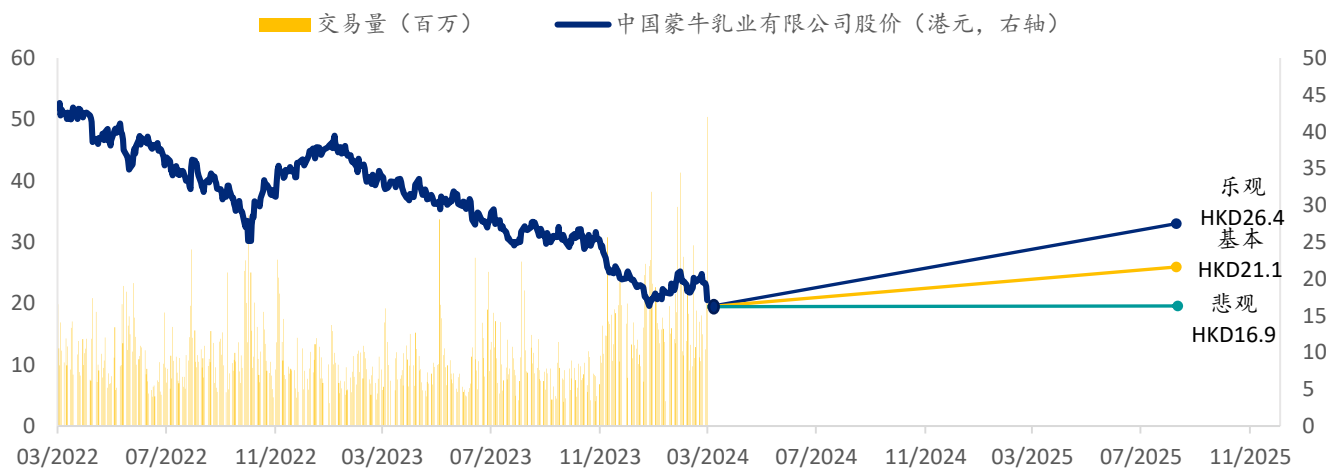
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 蒙牛乳业市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 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: 26.4 港元

概率: 25%

- 2024 年液态奶销量增速超 5%;
- 原奶价格稳重有降, 2024 年公司毛利率水平同比提升 100bps;
- 整体费用率增速放缓, 经营利润率 2024 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: 16.9 港元

概率: 20%

- 2024 年液态奶销量增速同比放缓至-2%;
- 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 年同比下降 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(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。

### 浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily\_wang@spdbi.com

852-2808 6468

### 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

