

2022年8月1日



澳优乳业 (1717.HK)

短期业绩缺乏催化，长期有望跑赢行业

持有

首次覆盖

中国乳制品行业，是中国消费领域为数不多同时受益于长期消费趋势演变及国家发展政策的消费板块。我们认为，中国乳制品行业主要具备四大优势：1) 人均销量处于较低水平，未来增长空间大；2) 受益于消费者健康意识提升与消费升级等趋势；3) 高度契合国家战略发展方向，长期受国家政策支持；4) 行业持续整合，竞争逐渐改善。这四大优势赋予了我国乳制品行业极高的长期增长确定性。我们首次覆盖澳优乳业 (1717.HK)，给予“持有”评级。

林闻嘉 (消费分析师)
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA (助理分析师)
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439



欢迎关注
浦银国际研究

目录

澳优乳业（1717.HK）：短期业绩缺乏催化，长期有望跑赢行业	3
澳优：中国羊奶粉市场第一品牌	5
为什么羊奶粉增速快于牛奶粉？	7
与伊利协同效应加强，助力长期发展	9
短期缺乏催化，业绩面临挑战	12
盈利预测	13
目标价与估值	17
风险提示	17
SPDBI 乐观与悲观情景假设	19
公司背景	20



澳优乳业 (1717.HK): 短期业绩缺乏催化, 长期有望跑赢行业

短期澳优将面对渠道调整、行业增速放缓、竞争加剧等挑战, 收入增速将放缓, 销售费用率可能同比上升。然而基于公司在羊奶粉细分赛道的领导地位以及伊利的支持, 公司长期增长有望好于行业。我们首次覆盖澳优乳业, 给予“持有”评级。

- **羊奶粉表现将优于牛奶粉:** 尽管中国婴幼儿配方奶粉行业整体规模受到出生率的较大制约, 但羊奶粉未来的增长前景与空间总体要优于整体婴配粉行业。作为中国羊奶粉领域的绝对领导者, 我们预测澳优羊奶粉产品 (占 2021 年收入 38%) 未来有望保持低双位数的增长。然而其牛奶粉产品的收入 (占 2021 年收入 50%) 增速在激烈的行业竞争中有可能放缓至单位数。
- **与伊利的结合带来更多想象空间:** 在伊利收购澳优 52.7% 的股权之后, 澳优正式成为伊利旗下奶粉业务重要的组成部分, 并与伊利原有奶粉产品优势互补, 形成差异化竞争。长期来看, 澳优有望借助伊利丰富的上游奶源布局与发达的线下渠道 (尤其在低线城市), 来实现更高的渗透率与市占率, 并取得优于行业的增速。
- **竞争加剧推高市场投入费用:** 对经销商出货价格的调整, 以及库存拨备的同比减少, 将使公司 2022 年毛利率同比有所改善。目前, 尽管澳优毛利率远低于飞鹤, 但其未来通过产品结构调整提高毛利率的空间远高于飞鹤。然而, 疫情可能导致行业短期竞争加剧, 从而使公司销售费用率同比上升。我们预测, 2024 年公司经营利润率将回升至 2020 年的水平。
- **估值与评级:** 短期内, 行业增速放缓与竞争加剧所带来的影响难以避免, 然而伊利的赋能与羊奶粉相对更好的前景, 将使澳优长期具有更大的想象空间。我们用 9x 2023E P/E 作为估值, 得到目标价 6.9 港币, 相比当前股价有 8.3% 的上升空间。
- **投资风险:** 1) 行业需求放缓; 2) 羊奶粉增速不如预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,986	8,873	8,809	9,747	10,570
同比变动 (%)	18.6%	11.1%	-0.7%	10.6%	8.4%
股东应占净利	1,004	1,040	932	1,191	1,341
同比变动 (%)	14.3%	3.6%	-10.4%	27.7%	12.6%
PE (X)	12	12	14	11	10
ROE (%)	22.7%	19.4%	16.1%	18.3%	18.2%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司公告、浦银国际

完整报告: 《中国乳制品行业: 健康意识提升与消费升级驱动长期可持续增长》

林闻嘉
消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠
助理分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

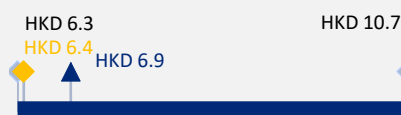
2022 年 8 月 1 日

评级

持有

目标价 (港元)	6.9
潜在升幅/降幅	+8.3%
目前股价 (港元)	6.4
52 周内股价区间 (港元)	6.3-9.8
总市值 (百万港元)	11,394
近 3 月日均成交额 (百万港元)	4.8

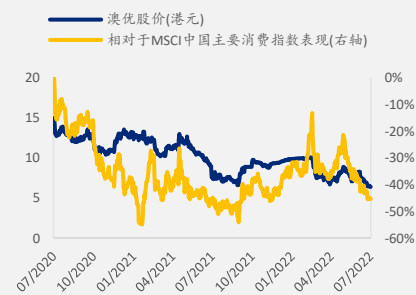
市场预期区间



▲ 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



注: 截至 2022 年 7 月 28 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测 - 澳优

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,986	8,873	8,809	9,747	10,570
同比	18.6%	11.1%	-0.7%	10.6%	8.4%
营业成本	-4,004	-4,403	-4,305	-4,662	-5,026
毛利	3,982	4,471	4,503	5,085	5,544
毛利率	49.9%	50.4%	51.1%	52.2%	52.4%
销售费用	-2,067	-2,415	-2,608	-2,830	-3,058
管理费用	-693	-707	-763	-822	-882
其他经营收入及收益	1	-57	-2	-5	-8
经营利润	1,224	1,291	1,129	1,428	1,596
经营利润率	15.3%	14.6%	12.8%	14.6%	15.1%
营业外收入	26	-39	0	10	20
营业外支出	-29	-19	-21	-21	-22
利润总额	1,221	1,234	1,109	1,416	1,595
所得税	-221	-231	-211	-269	-303
所得税率	-18.1%	-18.8%	-19.0%	-19.0%	-19.0%
净利润	1,000	1,002	898	1,147	1,292
减: 少数股东损益	-4	-38	-34	-44	-49
归母净利润	1,004	1,040	932	1,191	1,341
归母净利率	12.6%	11.7%	10.6%	12.2%	12.7%
同比	14.3%	3.6%	-10.4%	27.7%	12.6%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,858	2,262	2,537	2,755	3,548
应收票据及应收账款	456	459	450	556	535
预付款项	436	457	454	502	545
存货	2,401	2,198	2,064	2,424	2,276
其他流动资产	212	255	255	255	255
流动资产合计	5,363	5,632	5,760	6,493	7,159
固定资产	1,840	1,024	1,233	1,423	1,594
使用权资产	360	362	362	362	362
无形资产	412	97	94	91	87
商誉	298	391	391	391	391
附属机构投资	581	682	682	692	712
递延所得税资产	258	114	114	114	114
其他非流动资产	137	1,213	1,354	1,528	1,701
非流动资产合计	3,885	3,882	4,229	4,599	4,960
短期借款	559	740	740	740	740
应付票据及应付账款	409	406	391	472	459
其他应付款	2,268	1,992	1,977	2,188	2,373
应交税费	157	179	177	196	213
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	3,393	3,316	3,286	3,596	3,784
长期借款	527	563	563	563	563
递延收入	65	63	63	63	63
递延所得税负债	95	73	73	73	73
其他非流动负债	16	6	6	6	6
非流动负债合计	703	704	704	704	704
股本	149	149	149	149	149
储备	5,022	5,389	5,928	6,764	7,653
少数股东权益	-19	-45	-79	-123	-172
所有者权益合计	5,152	5,494	5,998	6,791	7,631

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前盈利	1,221	1,234	1,109	1,416	1,595
固定资产折旧	126	168	187	221	256
无形资产摊销	55	57	65	76	88
财务费用	29	19	21	21	22
存货的减少	-556	-224	135	-360	147
经营性应收项目的减少	-23	-125	13	-155	-21
经营性应付项目的增加	297	-230	-29	291	172
其他	-18	172	-179	-257	-300
经营活动产生的现金流量净额	1,130	1,071	1,321	1,254	1,958
资本开支	-507	-556	-584	-613	-644
投资支付的现金	184	-43	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-80	-7	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-403	-607	-584	-613	-644
取得借款收到的现金	-64	406	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	15	21	0	0	0
偿还债务支付的现金	-96	-68	-68	-68	-68
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-349	-388	-393	-354	-452
其他	0	-4	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-495	-34	-462	-423	-521
现金及现金等价物净增加额	233	431	275	218	793
期初现金及现金等价物余额	1,675	1,858	2,262	2,537	2,755
汇率变化	-50	-26	0	0	0
期末现金及现金等价物余额	1,858	2,288	2,537	2,755	3,548

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.61	0.60	0.51	0.66	0.74
每股销售额	4.82	5.15	4.86	5.38	5.83
每股股息	0.24	0.23	0.21	0.25	0.28
同比变动					
收入	18.6%	11.1%	-0.7%	10.6%	8.4%
经营溢利	5.3%	1.7%	-12.5%	26.4%	11.8%
归母净利润	14.3%	3.6%	-10.4%	27.7%	12.6%
费用与利润率					
毛利率	49.9%	50.4%	51.1%	52.2%	52.4%
经营利润率	15.3%	14.6%	12.8%	14.6%	15.1%
归母净利率	12.6%	11.7%	10.6%	12.2%	12.7%
回报率					
平均股本回报率	22.7%	19.4%	16.1%	18.3%	18.2%
平均资产回报率	10.7%	10.3%	8.5%	9.9%	21.3%
资产效率					
应收账款周转天数	20.0	18.8	18.8	18.8	18.8
库存周转天数	202.9	190.7	180.7	175.7	170.7
应付账款周转天数	34.1	33.8	33.8	33.8	33.8
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9
速动比率 (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
现金比率 (x)	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3
负债/权益	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
估值					
市盈率 (x)	12.3	12.3	14.5	11.3	10.1
市销率 (x)	1.5	1.4	1.5	1.4	1.3
股息率	3.2%	3.1%	2.8%	3.4%	3.8%

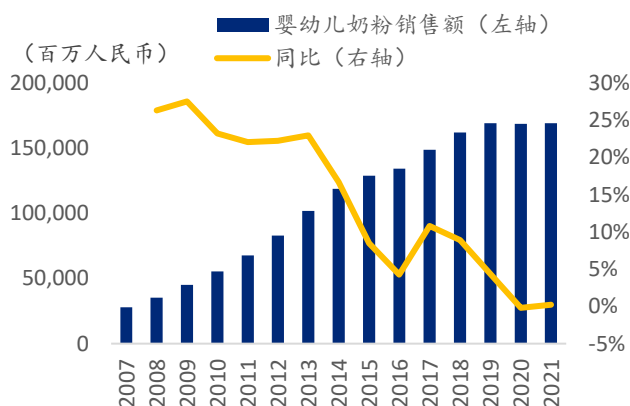
澳优乳业 (1717.HK): 短期业绩缺乏催化, 长期有望跑赢行业

澳优: 中国羊奶粉市场第一品牌

近年来,随着中国出生率持续下降,奶粉行业增速逐渐放缓。但在消费升级、健康意识提升的大趋势下,消费者对孩子健康饮食的要求与标准越来越高。尤其对于刚出生的宝宝来说,中国年轻父母在婴配粉的选择上更加追求高端化、品质化。在这一消费趋势的催化下,消费者对羊奶粉的认知逐渐加深,其相对普通牛奶粉在健康和营养方面的优势。也得到不少消费者的认可。

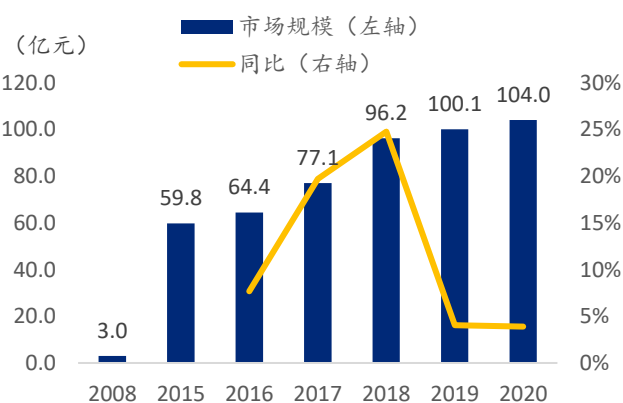
过去十多年中,中国羊奶粉市场高速发展。根据我们整理的数据,2008年我国羊奶粉市场销售额仅为3亿元左右,2015年就已突破50亿元。而到了2020年,中国羊奶粉市场规模达到了104亿元,2015-2020年的复合增长率达11.1%,远高于整体婴配粉不到5%的规模增速。

图表 2: 中国婴配粉市场规模及增速



资料来源: Euromonitor、浦银国际

图表 3: 中国羊奶粉市场规模及增速



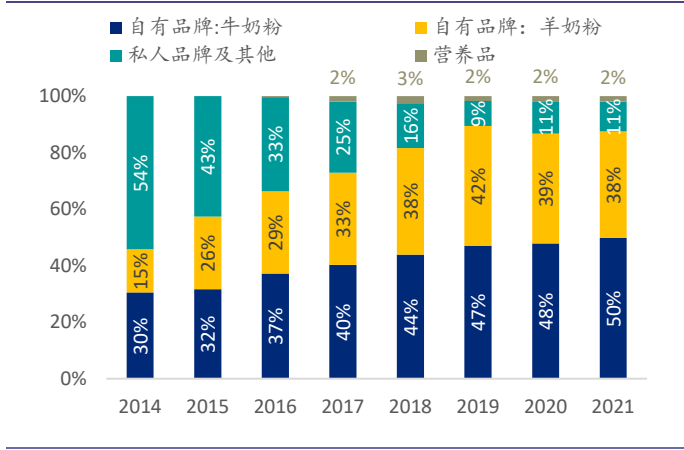
资料来源: 中国社会科学院、母婴研究院、浦银国际

作为中国羊奶粉第一品牌,澳优最早却是以牛奶粉起家的。2006年,澳优与澳大利亚工厂协作推出以“能多力”系列牛奶粉产品,并通过成功的品牌运作,在2009年于港交所上市。

在三聚氰胺事件的影响下,中国消费者对国产乳制品的信任度下降,澳优以此为契机,开启了深化全球化布局的道路。2011年,公司收购了荷兰百年乳企海普诺凯,并推出乳源和生产地均在荷兰的明星品牌“佳贝艾特”羊奶粉,后也成为中国羊奶粉第一品牌。随后澳优先后收购掌握了荷兰、澳大利亚、新西兰等全球“黄金奶源地”的奶源,完成了全球化布局。

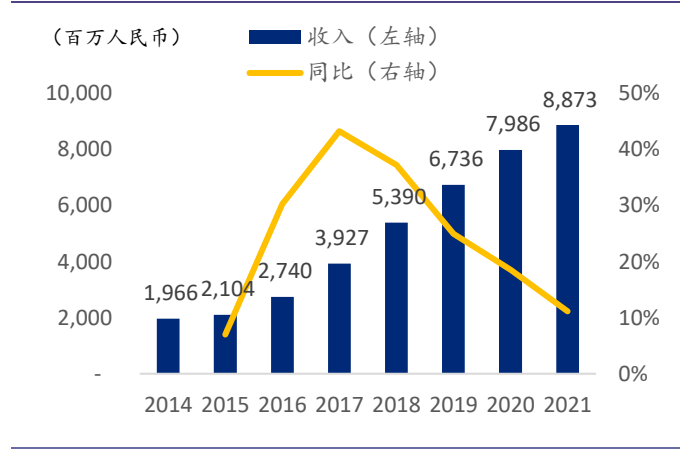
佳贝艾特面世后，澳优成功搭上中国羊奶粉市场规模扩张的顺风车，收入规模在近7年复合增长27.1%。根据尼尔森市场研究报告，佳贝艾特的销量已连续四年占中国婴幼儿配方羊奶粉总进口量的60%以上，奠定了澳优在中国进口羊奶粉市场的绝对领导地位。

图表 4: 澳优各产品线收入分布, 2014-2021



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: 澳优收入增长



资料来源: 母婴研究院、浦银国际

澳优虽以羊奶粉扬名，但牛奶粉依然是其最大的产品品类，2021年贡献了公司近50%的收入。公司在牛奶粉业务上采取多品牌战略，面向不同的消费者开发生产了多个子品牌，包括海普卡诺、能力多等。旗下牛奶粉系列——海普卡诺1897近四年高速增长，年复合增长率达52%，占整体收入的36%。

营养品方面，公司分别在2016年与2019年收购营养品企业 Nutrition Care 和 Aunulife，为消费者提供婴幼儿及成人全面健康保障。

图表 6: 澳优产品矩阵



资料来源: 澳优官网、浦银国际

为什么羊奶粉增速快于牛奶粉？

在中国出生率下降的当下，整体婴配粉市场需求减弱，规模增速放缓。但是在这充满挑战的大环境下，我们认，为羊奶粉的市场规模依然能够保持相对较为高速的增长，主要是因为以下两点：

1. 羊奶的稀缺性为羊奶粉增加高端属性，符合消费者消费升级的需求；
2. 相较牛奶粉，羊奶粉的营养价值高、不易过敏等健康属性得到年轻父母的青睐。

稀缺的羊奶乳清令羊奶粉更高端

相较中国荷斯坦奶牛每年 300 天的泌乳期和 1.5 万公斤的产奶量，山奶羊产乳量低（500 公斤/年）、泌乳期短（8-10 个月），造成了羊奶和羊奶乳清产量不及牛奶。同时，山奶羊的饲养要求更高，由于不能集中饲养，令养殖成本较奶牛更高、养殖户更少，进一步加剧了羊奶乳清的稀缺。

这一问题虽长时间内制约了羊奶粉市场增长，但也直接令羊奶粉的售价居高不下。我国消费者对高端产品的消费热情依旧，尤其是年轻父母追求品质消费，带动了母婴类产品高端化的进程。其中羊奶粉、有机婴配粉等产品就顺理成章借了消费升级的东风，受到现下消费者的追捧。

图表 7：澳优羊奶粉和牛奶粉价格对比

	子品牌名	(元/800g)
羊奶粉	佳贝艾特悦白	467
	佳贝艾特悠装	368
牛奶粉	海普诺凯 1897	350
	能力多	388

资料来源：公司资料，浦银国际

羊奶粉的健康性及营养价值

从科学的角度来看，羊奶粉优于牛奶粉的营养价值和健康性，也是打动越来越多消费者的主要因素之一。

图表 8：母乳与羊奶、牛奶营养成分对比

成分	母乳	羊奶	牛奶
蛋白质 (g/100g)	1.3	1.5	3
脂肪 (g/100g)	3.4	3.5	3.2
能量 (KJ/100g)	286	277	269
钙 (mg/100g)	33	134	122
干物质 (g/100g)	12.3	12.6	12.3
——酪蛋白占比 (%)	40	75	80
——乳清蛋白占比 (%)	60	25	20
亚油酸,长链 (g/100g 脂肪)	13	2.2	2.5
亚麻酸,长链 (g/100g 脂肪)	1.4	微量	1.8
乳糖 (g/100g)	6.9	4.5	4.7
消化时间 (分钟)	30	20	120
吸收时间 (分钟)	36	22	32
吸收率	91%	94%	48%

资料来源：中国营养学会，浦银国际

1. 羊奶粉可以有效防止过敏

研究发现，牛奶中含量最多的 α -S1 酪蛋白，是致使部分婴幼儿过敏（如奶癣）的主要成分。而羊奶是动物乳中此类酪蛋白含量最低的，可有效防止婴幼儿因此过敏。

2. 羊奶更适合乳糖不耐受的婴幼儿

部分亚洲人天生缺乏消化乳糖所需的乳糖酶，会引发腹泻、胀气等症状。羊奶中的乳糖含量仅为 4.5g/100g，低于母乳和牛奶，能够在一定程度上缓解亚洲婴幼儿的乳糖不耐受症状。

3. 羊奶蛋白及脂肪成分容易被吸收

乳蛋白分为酪蛋白和乳清蛋白两大类，其中乳清蛋白分子结构较酪蛋白小，更有利于吸收。羊奶中的乳清蛋白含量比例虽不及母乳，但略优于牛奶，使其更易被人体吸收。

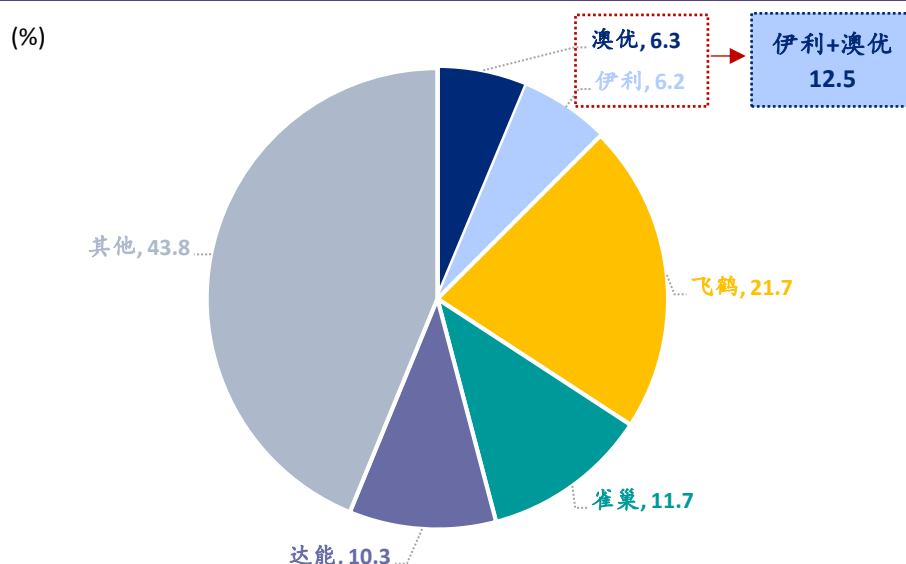
另外，脂肪酸分为长、中、短链三种，其中短链能够被直接吸收，长链则不易被消化。羊奶中的脂肪酸大部分是短链和中链，长链占比远低于牛奶，因此婴幼儿对其中的脂肪消化速度更快。

与伊利协同效应加强，助力长期发展

一直以来，奶粉都是伊利重点关注的细分赛道之一。伊利旗下的金领冠，是全国首个通过新国标的婴幼儿配方奶粉品牌，也长居中国婴配粉市场前 10 名榜单。

2022 年，伊利成功以 62.5 亿港元入股澳优，获得 34.33% 的澳优已发行股本（其中定向发行 0.9 亿股），并再通过要约收购增持至 52.7%，成为澳优控股股东。拥有了澳优的加持，伊利一跃成为中国婴配粉市场仅次于飞鹤的第二大玩家。

图表 9：澳优与伊利市场占有率，2021 年



资料来源：公司资料，浦银国际

在产品、定位和产地等方面，伊利和澳优各不相同，这也为两家强强联手，深化协同效应带来更多发挥的空间。然而，无论是奶源、产品研发或渠道上的协同效应，都将需要更长的时间来验证，短期内较难有显著成效。但长期来看，我们相信待协同效应逐步增强后，伊利将为澳优持续赋能，带动业务发展。

国内外奶源互补

澳优掌握对国外奶源的掌握，是国内奶粉企业无法比拟的。澳优通过多笔收购案，分别在荷兰、澳大利亚、新西兰拥有的多个牛羊奶牧场，掌握全球黄金奶源地的原奶资源。此外，澳优也与荷兰羊奶奶户建立长期合作关系，直接提取乳清蛋白，收奶量已占荷兰奶量的 1/3。

对伊利而言，这也为其获取国外优质奶源，尤其是全球稀缺的羊乳清蛋白，提供了更多的便利条件，进一步为金领冠赋予更多高端化的可能性。

图表 10：历年来澳优收购的海外奶源

时间	收购企业	持股比例
2011-2015	荷兰海普诺凯	100%
2014	荷兰 Sanimel	100%
2014	荷兰 Farmel	50%
2016	与新西兰 Westland 合资建厂	60%
2017	澳大利亚 ADP	100%
2017-2018	澳大利亚 Oz Farm	100%
2018	荷兰 Holland Goat Milk	100%
2018	与 Joannusmolen 合资建立 BV	50%

资料来源：公司资料，浦银国际

澳优长期依靠海外奶源供给，因而对中国的优质奶源掌握不足。而中国乳制品龙头的伊利对国内上游奶源的强大控制，则完美弥补了澳优的这一缺憾，助力澳优的产品矩阵羊奶、牛奶齐头并进，协助公司后续推出国产奶源产品，降低原奶采购成本。

产品互补

澳优主打超高端奶粉，旗下的羊奶粉品牌佳贝艾特和牛奶粉海普诺凯 1897，均在超高端市场占有一席之地。相较澳优的奶粉定位，伊利的金领冠则更加亲民，以中高端和高端奶粉为主。

两者的联合，组成了一个更加完整的产品矩阵，便于双方打开各类定位的渠道终端进行铺货，并进行商品上的连带。

渠道资源赋能澳优

从中国整体婴配粉市场来看，近年来，销售渠道已由商超和传统渠道为主，转至母婴店和线上渠道。据弗若斯特沙利文的预测，到 2023 年中国母婴店和线上渠道销售占比将分别达 60%和 26%。

婴配粉企业会根据自身的产品特性和品牌力选择线下渠道。澳优虽主打超高端产品，但由于自身品牌力没有国际品牌高，商超渠道对其扣点更多，因此，澳优的销售仍以母婴店为主。

伊利深耕中国乳制品各类渠道已久，积累了深厚的终端资源。早在 2006 年，伊利就通过织网计划大力铺排下沉市场渠道，也为伊利自身的规模扩大早早打好基础。2020 年末，伊利就已拥有超 600 万个终端网点，超 109.6 万个乡镇村网点。

伊利在低线城市的广泛布局，可以对澳优的渠道产生较好补充。首先，虽然澳优铺货已集中在母婴店，但伊利强大的品牌力可以助力澳优进一步在门店数量较少的连锁母婴店和单体母婴店加强铺货，扩大渠道规模。同时，依靠伊利常温奶市场与商超渠道的良好关系，澳优也可以以较低的扣点，做好商超渠道布局。

图表 11: 澳优母婴店货架



资料来源：浦银国际

图表 12: 伊利金领冠超市陈列



资料来源：今日头条、浦银国际

短期缺乏催化，业绩面临挑战

虽然联手伊利为澳优未来的发展带来更大的想象空间，但面对整体婴配粉行业放缓与公司自身的业务调整，澳优短期业绩表现可能面临较大阻力。

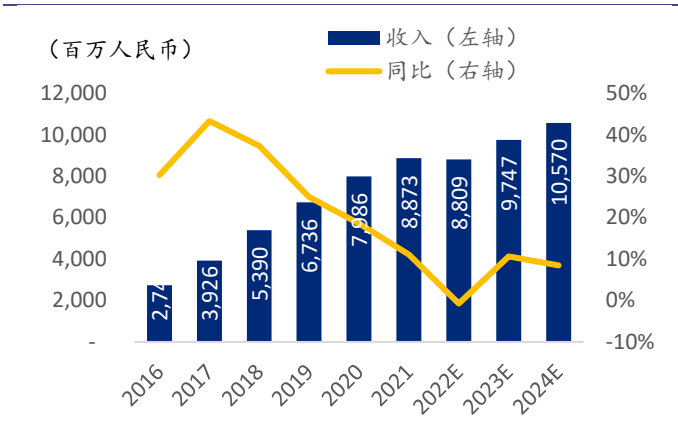
- (1) 从行业角度来看，出生率持续下降，而三胎政策放开的效果可能需要更长时间才能得到释放。同时，疫情以来接种疫苗有可能暂时延后部分消费者的生育计划，短期内抑制对婴配粉的消费。
- (2) 澳优自 2021 年下半年开始调整给经销商的出厂价，并希望借此加强对渠道价格的管理并防止窜货。然而，这一措施短期内或对销量与平均销售单价都会造成影响。在疫情与渠道调整的双重影响下，我们预计公司 1H22 的收入有可能出现同比下滑。
- (3) 疫情后，中国婴配粉市场竞争可能加剧。为了应对竞争，澳优有可能加大对市场的投放力度，从而导致销售费用率的同比上升。

以上这些内外部因素，使我们倾向于认为，短期内，公司的业绩表现不会有太大的惊喜，同时估值水平也很难有显著提升。

盈利预测

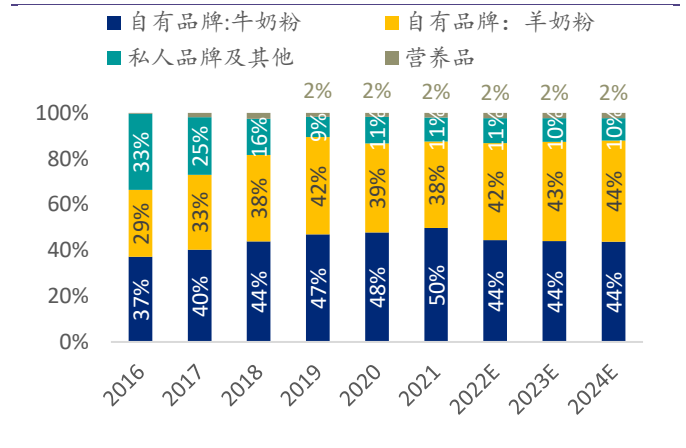
(1) 收入

图表 13: 澳优收入与同比增速, 2016-2024E



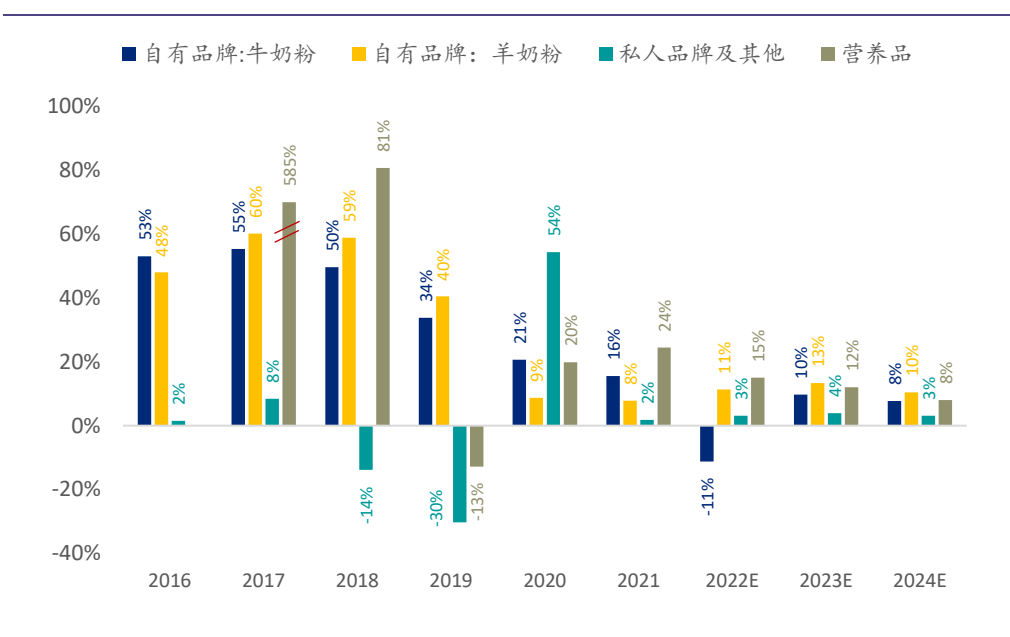
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 14: 澳优收入按品类分布, 2016-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

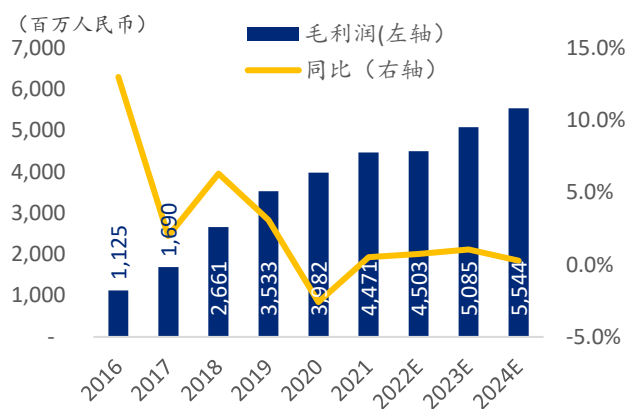
图表 15: 澳优各品类收入同比增长, 2016-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司资料, 浦银国际

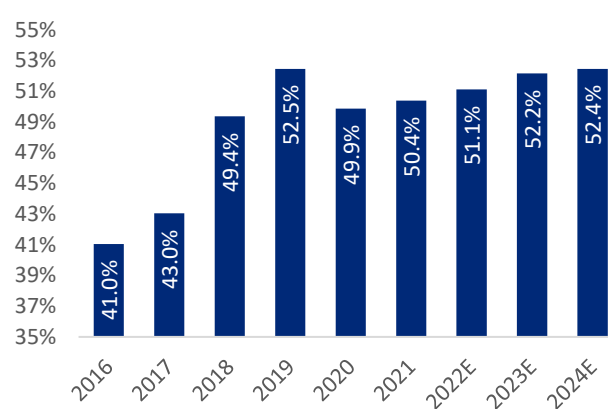
(2) 利润率

图表 16: 澳优毛利与同比增速, 2016-2024E;



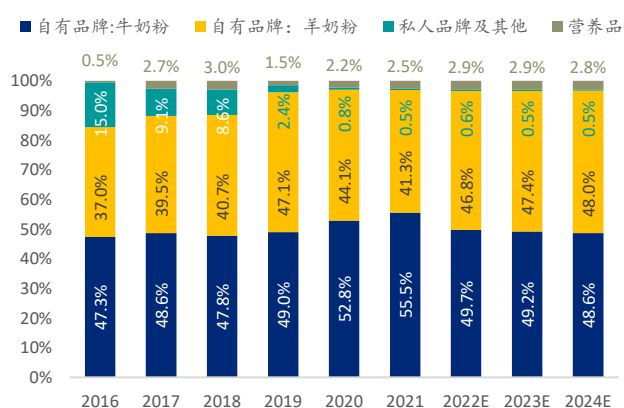
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 17: 澳优毛利率, 2016-2024E



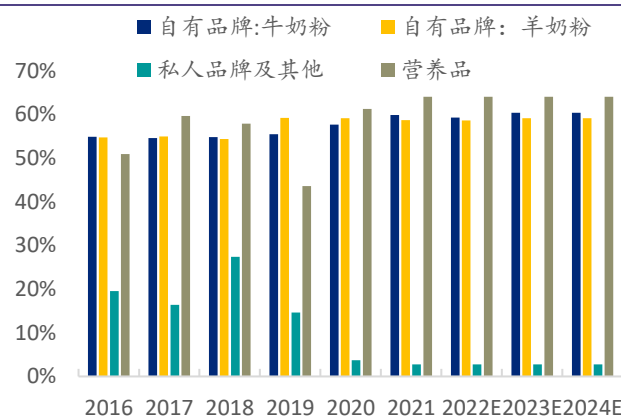
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 18: 澳优各品类毛利润占比



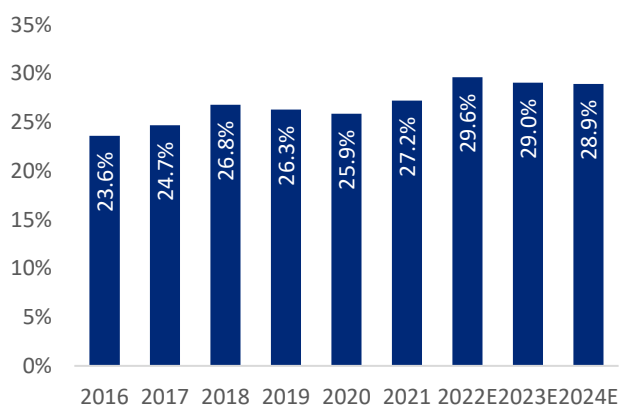
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 19: 澳优各品类毛利率



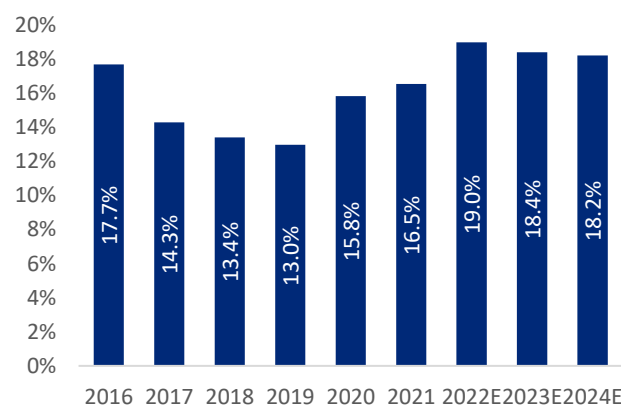
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 20: 澳优销售费用率, 2016-2024E



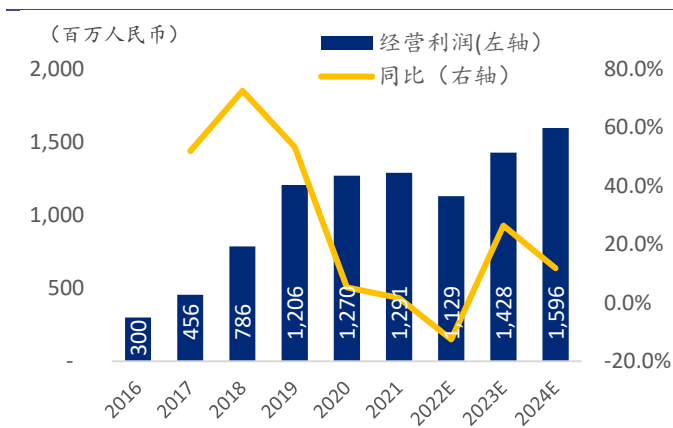
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 21: 澳优广告宣传推广费占收入费用比例, 2016-2024E



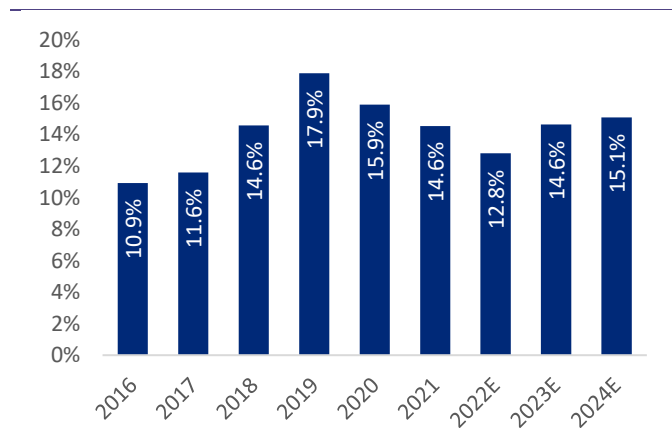
E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 22: 澳优经营利润与同比增速, 2016-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

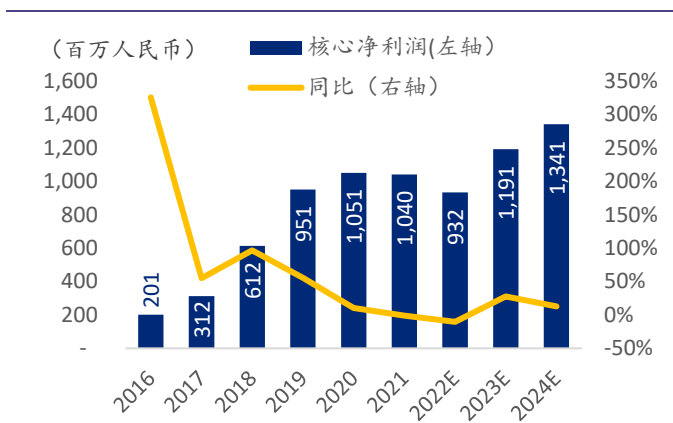
图表 23: 澳优经营利润率, 2016-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

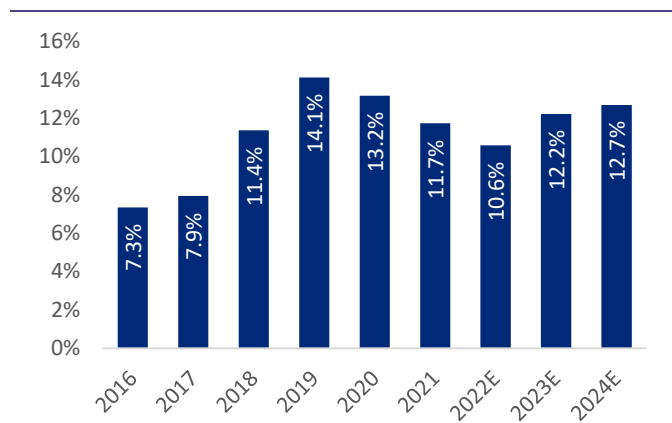
(3) 净利润与净资产回报

图表 24: 澳优核心净利润与同比增速, 2016-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 25: 澳优核心净利率, 2016-2024E



E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

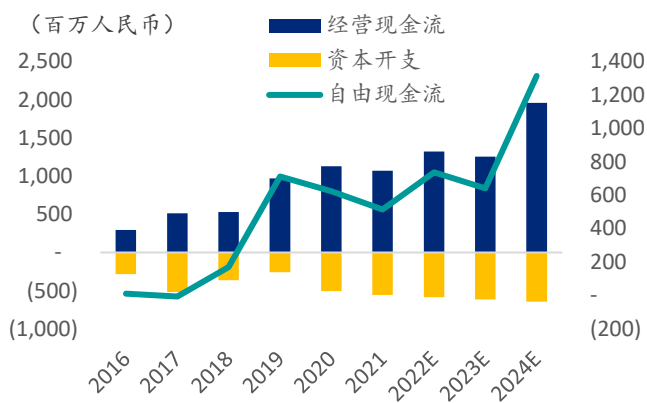
图表 26: 杜邦净资产收益率 (ROE) 分析

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	49.4%	52.5%	49.9%	50.4%	51.1%	52.2%	52.4%
销售、管理费用率	36.5%	36.6%	35.7%	36.7%	39.3%	38.5%	38.3%
EBIT 利润率	14.6%	17.9%	15.9%	14.6%	12.8%	14.6%	15.1%
税前利润/EBIT	0.98	0.98	1.00	0.96	0.98	0.99	1.00
少数股东前净利润/税前利润	0.81	0.79	0.82	0.81	0.81	0.81	0.81
归母净利润/少数股东前净利润	0.99	1.00	1.00	1.04	1.04	1.04	1.04
净利润率	11.5%	13.9%	13.1%	11.7%	10.6%	12.2%	12.7%
资产周转率	0.87	0.89	0.91	0.95	0.90	0.92	0.91
财务杠杆	2.49	2.09	1.91	1.75	1.68	1.62	1.58
ROE	24.7%	25.7%	22.7%	19.4%	16.1%	18.3%	18.2%

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据、浦银国际

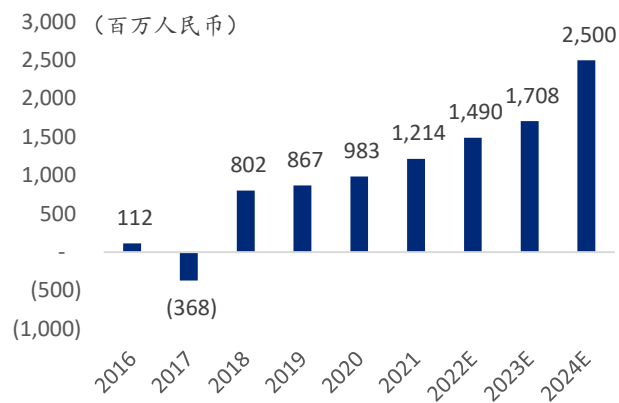
(4) 资产负债表与现金流

图表 27: 澳优经营现金流、资本开支与自由现金流



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

图表 28: 澳优的净现金, 2016-2024E



E=浦银国际预测；资料来源：公司数据、浦银国际

目标价与估值

对于澳优而言，短期行业增速放缓与竞争加剧所带来的影响在所难免，然而，伊利的赋能，与羊奶粉相对更好的前景，使澳优长期具有更大的想象空间。

我们用 9x 2023E P/E 作为估值（不到大型国际食品饮料企业一半的估值水平），得到目标价 6.9 港币，潜在升幅 8.3%，我们首次覆盖澳优乳业，给予“持有”评级。

风险提示

澳优股价可能面对的下行风险包括：

- (1) 整体行业需求继续放缓；
- (2) 行业竞争大于预期；
- (3) 羊奶粉增速不及预期；
- (4) 供应链受阻影响产量。

澳优股价可能面对的上行风险包括：

- (1) 出生率好转使市场情绪改善；
- (2) 行业竞争有所放缓；
- (3) 公司成功借助伊利渠道能力抢占市场份额；
- (4) 公司毛利率大幅提升。

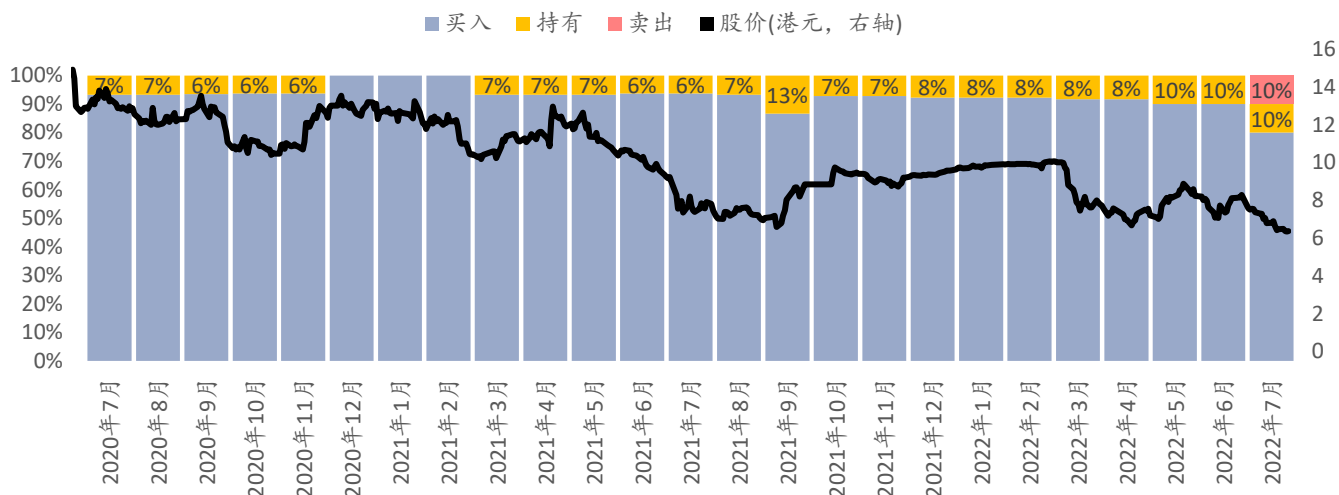
图表 29: SPDBI 目标价: 澳优



资料来源: Bloomberg、浦银国际

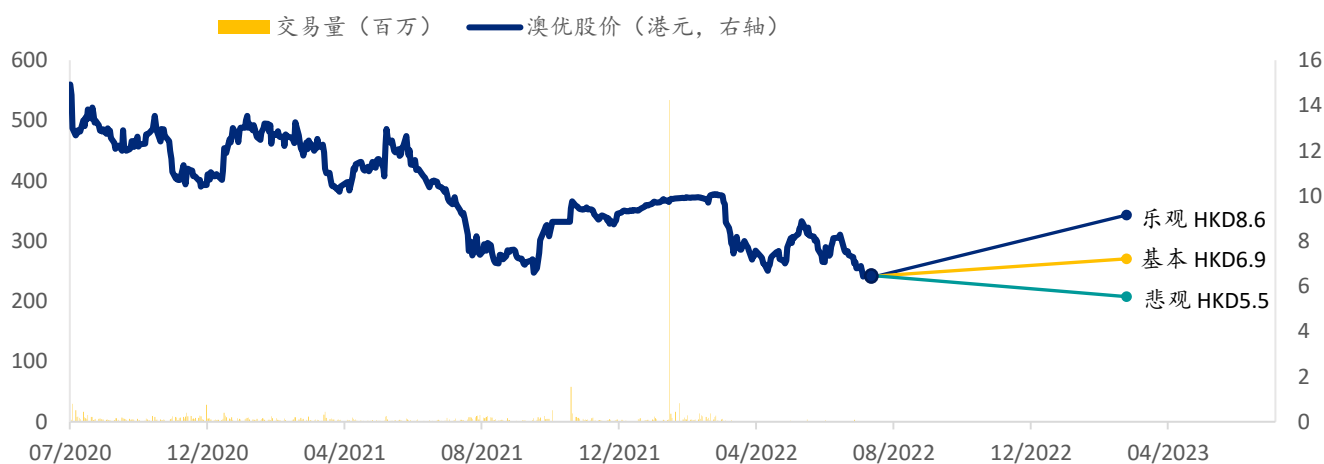
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 30: 澳优市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 31: 澳优 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 8.6 港元 (概率: 25%)

- 羊奶粉保持高速增长, 2023 年收入同比增长超 18%;
- 原材料价格可控, 2023 年毛利率同比提升 80bps;
- 销售费用率 2023 年同比放缓超 100bps。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 5.5 港元 (概率: 20%)

- 羊奶粉增速放缓, 2023 年收入同比增长不及 10%;
- 原材料价格上涨, 2023 年毛利率同比持平;
- 销售费用率 2023 年同比增长 50bps。

资料来源: 浦银国际

公司背景

● 公司介绍

澳优乳业于 2003 年成立于湖南长沙市，并于 2009 年成功在港交所挂牌上市(股票代码:1717.HK)。目前市场占有率位列中国婴幼儿配方奶粉前五名。截至目前，澳优已在荷兰、澳大利亚、新西兰等全球“黄金奶源地”完成研发及供应链体系布局。

公司秉持国际化企业定位，稳步推进全球化的进程。2011 年收购了荷兰百年乳企海普诺凯，2014 年在荷兰投建 Pluto 和 Hector 工厂，2016 年收购澳洲营养品公司 Nutrition Care，2017 年收购澳洲 ADP 和 Oz Farm。截至目前，公司在全球共设有 9 间工厂，产品已囊括婴幼儿配方奶粉、儿童奶粉、成人奶粉、液态奶、益生菌及营养品的多元布局。

公司是中国市场羊奶粉第一品牌，旗下牛奶粉在婴配粉市场也取得较好的成绩，主要产品及子品牌如下：

- **羊奶粉**：佳贝艾特
- **牛奶粉**：海普诺凯 1897、能力多、美纳多、澳优爱优、悠蓝、珀淳、澳滋、淳耀、合力素
- **营养品**：Nutrition Care、Soforla、Kidsbon、Revitance、Uhops
- **益生菌**：爱益森、萃可舒、Pronulife、益萃质

财务上，公司 2021 年收入 88.7 亿元人民币，按产品收入看，牛奶粉贡献收入 50%，羊奶粉贡献 38%。2021 年公司归母净利润 10.4 亿元，归母净利率 11.7%。

● 前十大股东

图表 32: 澳优主要股东

	主要股东	占比(%)
1	HONGKONG JINGANG TRADE HOLDING	59.17
2	Center Laboratories Inc	17.03
3	Yan Weibin	6.66
4	DUTCH DAIRY INVESTMENT HK LTD	5.15
5	CITAGRI EASTER LTD	5.11
6	Bioengine Capital Inc	1.99
7	Norges Bank	0.99
8	Ninety One UK Ltd	0.71
9	KB Asset Management Co	0.24
10	Dimensional Fund Advisors LP	0.23

*截至 2022 年 7 月 26 日

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 公司历史

图表 33: 澳优发展里程碑

时间	里程碑
2003	澳优于湖南省长沙市成立，定位于打造高端婴幼儿奶粉品牌
2009	澳优成功在香港主板上市，成为在港上市的婴幼儿配方奶粉企业
2011	澳优收购荷兰百年乳企海普诺凯集团，融汇百年制乳经验
2012	澳优和北京大学医学部联合成立“北大澳优母婴营养研究中心”。开启十年铲雪研战略合作
2014	澳优启动荷兰 Pluto 工厂和 Hector 工厂建设；收购荷兰 Farmel 乳业；引进晟德制药成为主要股东
2015	澳优提出“黄金十年”发展战略，确定“成为全球备受信赖的配方奶粉和营养健康公司”的企业愿景
2016	澳优于新西兰第二大乳企 Westland 合资建厂，实现在全球三大黄金奶源地的战略布局
2016	澳优收购澳洲专业高端营养品品牌 Nutrition Care，进入蓬勃发展的国际营养品市场
2017	澳优收购澳大利亚 ADP 奶粉工厂及 Ozfarm 公司，加大澳洲战略布局
2019	澳优上市 10 周年，签约中国国家网球协会，成为中国国家网球队官方合作伙伴
2019	澳优入股丰华生技，并圈子收购澳洲 Aunulife，将营养品业务拓展至益生菌领域
2021	伊利成为澳优单一最大股东

资料来源：公司公告、浦银国际

● 公司管理层

图表 34：澳优公司管理层

姓名	职位	履历
颜卫彬	主席	颜先生是澳优主要创办人之一，于2003年9月澳优中国成立时加入本集团，自澳优中国成立起一直担任其主席。颜先生负责领导董事会及确保其有效运作及履行职责并及时讨论所有重要适合事宜。颜先生亦主要负责本集团之整体公司策略、规划及业务发展，并担任澳优大学校长。颜先生毕业于湖南大学，持有工程学士学位及工商管理硕士学位。颜先生自2004年起至2016年1月止出任深圳证券交易所上市公司袁隆平农业高科技股份有限公司之董事。彼自2004年起至2010年4月止出任隆平高科之行政总裁，自2010年4月起至2011年12月止担任副董事长兼财务总监，自2011年12月起至2012年6月担任行政总裁兼财务总监及自2012年6月起至2016年1月止担任副主席。
Bartle VAN DER MEER	行政总裁	于2013年6月获委任为执行董事兼行政总裁。Van der Meer先生为Ausnutria B.V.创办人之一，1994年Ausnutria B.V.成立以来一直参与该公司之战略管理。自2020年1月起，他亦为Ausnutria B.V.董事会成员及此单层制董事会之主席。Van der Meer先生主要负责管理及执行本集团之整体业务方向及公司经营决策。彼于1966年在荷兰毕业，获颁工商管理学位（主修银行业）。彼曾任职于荷兰跨国银行及金融服务集团Rabobank逾25年。彼自1994年起担任Fan Deming B.V.（一家拥有主要股东DDI 100%股权之私人公司）之执行董事。Van der Meer先生自119981年起至2012年止任sc Heerenveen NV（一家于荷兰甲组联赛比赛之球会）之监事会主席，及自1998年起至2022年4月止为Foundation Accell Group（一家于阿姆斯特丹泛欧证券交易所（前称阿姆斯特丹证券交易所）上市之公司）之成员。
吴少虹	执行董事	于2009年9月获委任为执行董事。吴女士亦担任澳优中国执行董事，主要负责本集团之品牌文化建设及公共关系事务。彼毕业于英国西敏寺大学(University of Westminster)，持有人力资源管理文学硕士学位。自2004年以来，吴女士为湖南宇凯房地产有限公司董事。
王炜华	首席财务官及公司秘书	王先生于2011年7月加入澳优出任财务官，并于2011年9月获委任为联席公司秘书（其后于2012年12月调任公司秘书）及首席财务官。王先生于审计以及财务及企业管理方面拥有逾20年经验。王先生于约克大学(York University)毕业，持有会计及数学双学士学位。他是香港会计师公会之会员。于2011年7月加入澳优前，他曾出任一家国际会计师行的审计经理、一家制造集团公司的财务总监及一家主要于印度尼西亚从事采矿业务之投资公司的总经理。
戴智勇	中国区副总裁、澳优研究院院长及澳优科学技术协会主席	他在澳优中国成立后随即于2003年加入。戴先生持有化学学士学位、食品加工与安全领域硕士学位。戴先生曾于一家乳制品公司出任管理职位数年，并拥有20余年业界经验。戴先生曾受雇于湖南亚华南山乳品营销有限公司，担任内蒙古牙克石乳品厂的副厂房经理和研发部负责人，从事奶粉研发工作。戴先生主要负责本集团于中国区的澳优研究院营运管理工作。
邓慎	中国区副总裁及能立多业务单元总经理	他于2011年加入澳优。邓先生于中南大学攻读计算机专业。曾于多家外资计算机软件咨询公司工作，并拥有逾10年业界经验。邓先生曾担任甲骨文软件系统有限公司(Oracle Corp)亚太区销售服务部中国区的部门经理。邓先生主要负责能立多业务单元的整体营运管理工作，以及协助管理中国区之人力资源中心。
Nicolette DIEKEMA	质量保证总监	她于2020年加入澳优。Diekema女士毕业于瓦赫宁恩大学暨研究中心(Wageningen University and Research)，取得食物科学与技术研究硕士学位。加入Ausnutria B.V.前，Diekema女士于乳品及食品行业积累多年国际质量保证及质量控制经验。加入澳优前，Diekema女士为CSK Food Enrichment之全球质量、环境、安全及健康经理。
Froukje DIJKSTRA	营运总监	她于2012年4月加入澳优。Dijkstra女士毕业于Noordelijke Hogeschool Leeuwarden技术工商管理专业。加入Ausnutria B.V.前，Dijkstra女士于化工行业有逾20年经验，曾担任不同职位，最后任职于Enitor B.V
Wouter ENGBERS	信息兼通讯科技总监	他于2021年加入澳优。Engbers先生毕业于Technical University of Delft机械及物流一营运研究及模拟专业，其后亦攻读多个管理及SAP实施之研究生课程。加入Ausnutria B.V.前，Engbers先生于信息科技、SAP顾问及物流相关职位方面拥有多年经验。

资料来源：公司年报、浦银国际

● 财务报表

图表 35: 澳优利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,986	8,873	8,809	9,747	10,570
同比	18.6%	11.1%	-0.7%	10.6%	8.4%
营业成本	-4,004	-4,403	-4,305	-4,662	-5,026
毛利润	3,982	4,471	4,503	5,085	5,544
毛利率	49.9%	50.4%	51.1%	52.2%	52.4%
销售费用	-2,067	-2,415	-2,608	-2,830	-3,058
管理费用	-693	-707	-763	-822	-882
其他经营收入及收益	1	-57	-2	-5	-8
经营利润	1,224	1,291	1,129	1,428	1,596
经营利润率	15.3%	14.6%	12.8%	14.6%	15.1%
营业外收入	26	-39	0	10	20
营业外支出	-29	-19	-21	-21	-22
利润总额	1,221	1,234	1,109	1,416	1,595
所得税率	-221	-231	-211	-269	-303
所得税率	-18.1%	-18.8%	-19.0%	-19.0%	-19.0%
净利润	1,000	1,002	898	1,147	1,292
减: 少数股东损益	-4	-38	-34	-44	-49
归母净利润	1,004	1,040	932	1,191	1,341
归母净利率	12.6%	11.7%	10.6%	12.2%	12.7%
同比	14.3%	3.6%	-10.4%	27.7%	12.6%

资料来源: 公司数据、浦银国际预测

图表 36：澳优资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,858	2,262	2,537	2,755	3,548
应收票据及应收账款	456	459	450	556	535
预付款项	436	457	454	502	545
存货	2,401	2,198	2,064	2,424	2,276
其他流动资产	212	255	255	255	255
流动资产合计	5,363	5,632	5,760	6,493	7,159
固定资产	1,840	1,024	1,233	1,423	1,594
使用权资产	360	362	362	362	362
无形资产	412	97	94	91	87
商誉	298	391	391	391	391
附属机构投资	581	682	682	692	712
递延所得税资产	258	114	114	114	114
其他非流动资产	137	1,213	1,354	1,528	1,701
非流动资产合计	3,885	3,882	4,229	4,599	4,960
短期借款	559	740	740	740	740
应付票据及应付账款	409	406	391	472	459
其他应付款	2,268	1,992	1,977	2,188	2,373
应交税费	157	179	177	196	213
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	3,393	3,316	3,286	3,596	3,784
长期借款	527	563	563	563	563
递延收入	65	63	63	63	63
递延所得税负债	95	73	73	73	73
其他非流动负债	16	6	6	6	6
非流动负债合计	703	704	704	704	704
股本	149	149	149	149	149
储备	5,022	5,389	5,928	6,764	7,653
少数股东权益	-19	-45	-79	-123	-172
所有者权益合计	5,152	5,494	5,998	6,791	7,631

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 37：澳优现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,221	1,234	1,109	1,416	1,595
固定资产折旧	126	168	187	221	256
无形资产摊销	55	57	65	76	88
财务费用	29	19	21	21	22
存货的减少	-556	-224	135	-360	147
经营性应收项目的减少	-23	-125	13	-155	-21
经营性应付项目的增加	297	-230	-29	291	172
其他	-18	172	-179	-257	-300
经营活动产生的现金流量净额	1,130	1,071	1,321	1,254	1,958
资本开支	-507	-556	-584	-613	-644
投资支付的现金	184	-43	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-80	-7	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-403	-607	-584	-613	-644
取得借款收到的现金	-64	406	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	15	21	0	0	0
偿还债务支付的现金	-96	-68	-68	-68	-68
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-349	-388	-393	-354	-452
其他	0	-4	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-495	-34	-462	-423	-521
现金及现金等价物净增加额	233	431	275	218	793
期初现金及现金等价物余额	1,675	1,858	2,262	2,537	2,755
汇率变化	-50	-26	0	0	0
期末现金及现金等价物余额	1,858	2,288	2,537	2,755	3,548

资料来源：公司数据、浦银国际预测

图表 38：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	66.4	买入	92.8	2022年4月21日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	88.6	买入	119.0	2022年4月18日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.9	买入	1.1	2022年5月13日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	6.5	买入	8.5	2022年6月30日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.8	持有	6.0	2022年3月30日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	56.2	买入	70.0	2022年3月25日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	126.1	买入	150.0	2022年4月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.7	买入	31.0	2022年2月24日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	80.0	买入	74.6	2022年4月29日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.5	持有	91.2	2022年4月29日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.5	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	36.8	买入	47.9	2022年8月1日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	36.5	买入	47.0	2022年8月1日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	12.4	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	7.0	持有	7.9	2022年8月1日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	6.4	持有	6.9	2022年8月1日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	39.6	买入	50.0	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	3.0	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品

截至 2022 年 7 月 28 日收盘价 资料来源：Bloomberg，浦银国际整理

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

