

## 万洲国际 (288 HK, 买入, 目标价: HK\$8.15)

买入

持有

卖出

目标价: HK\$8.15 当前股价: HK\$4.94

股价上行/下行空间	+65%
52 周最高/最低价 (HK\$)	5.10/3.88
市值 (US\$mn)	8,106
当前发行数量(百万股)	12,830
三个月平均日交易额 (US\$mn)	14
流通盘占比 (%)	64

### 主要股东 (%)

兴泰集团 36

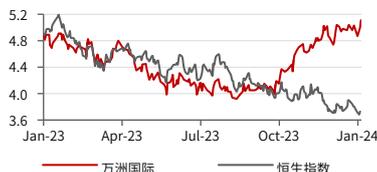
按 2024 年 1 月 10 日收市数据

资料来源: FactSet

### 主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (HK\$)	8.15	9.70	-16%
2023E EPS (US\$)	0.07	0.07	-2%
2024E EPS (US\$)	0.09	0.10	-11%
2025E EPS (US\$)	0.10	0.12	-13%

### 股价表现



资料来源: FactSet

### 华兴证券(香港)对比市场预测 (差幅%)

	2023E	2024E
营收 (US\$mn)	29,097 (-10%)	30,502 (-10%)
EPS (US\$)	0.11 (-34%)	0.12 (-25%)

注: 所示市场预测来源于彭博。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

## 饲料和人工成本上升导致美国上游业务仍是拖累; 2024 年有望强劲反弹

- 我们预计万洲国际 2023 年经营利润同比下降 29.3%，主要归因于北美猪肉业务持续亏损。
- 考虑到美国业务亏损有望收窄，我们预计 2024 年业绩强劲反弹。
- 重申“买入”评级；下调目标价至 8.15 港元（对应 12 倍 2024 年市盈率）。

此港股通报告之英文版本于 2024 年 1 月 15 日上午 6 时由华兴证券（香港）发布。中文版由华兴证券的姜雪峰（证券分析师登记编号：S1680519070001）审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点，请与您在华兴证券的销售代表联系。

我们预计万洲国际 2023 年经营利润同比下降 29.3%，主要归因于北美猪肉业务亏损（预计亏损 6.51 亿美元，对比 2022 年亏损 4,300 万美元）。北美猪肉业务出现亏损的主要原因是生猪养殖成本上升，同时猪肉价格下降。根据美国农业部数据，2023 年前三季度，美国猪肉价格同比下降 13.7-25.0%。美国农业部估算 4Q23 生猪供应量继续上升，生猪平均价格同比下降 15%。尽管我们预计 2023 年万洲国际北美业务经营利润同比下降 71.9%，但我们预计其中国业务保持稳定，经营利润仅同比下降 3.4%，这主要是由于人民币贬值抵消了国内猪肉（肉制品原材料）低价带来的好处。2023 年前三季度，万洲国际欧洲业务表现优于其他地区，我们预计 4Q23 和 2023 年全年亦是如此，这主要得益于肉制品销量和售价强劲增长。我们预计 2023 年万洲国际实现净利润（生物公允价值调整前）7.36 亿元，同比下降 47%，主要原因是美国猪肉业务疲软，以及 2023 年关闭部分美国生猪养殖场带来的约 2 亿美元一次性损失。

我们预计万洲国际美国业务将于 2024 年复苏，并预测全年净利润（生物公允价值调整前）同比大增 50.5%。由于饲料期货价格和美国 CPI 涨幅放缓表明今年美国劳动力市场的紧张状况有望缓解且饲料通胀有望缓和，我们预计北美上游生猪养殖业务的压力将减轻，并预测北美猪肉业务的总亏损将收窄至 3.27 亿美元。我们认为，在能繁母猪供应依然充足的情况下，中国的生猪和猪肉价格至少在今年上半年有望维持在较低水平。受益于中美两国生猪/猪肉价格疲软，我们预计万洲国际肉制品业务的经营利润率将维持在健康水平。

潜在业务重组有望释放价值。2023 年 11 月，万洲国际表示公司正评估美国业务，考虑运作该业务上市。我们认为此举对股东有利。近年来，万洲国际的美国猪肉业务大部分时间处于亏损状态，从而拖累了公司股价。我们认为，减少对周期性强、经常亏损的美国上游猪肉业务的风险敞口，可以助力万洲国际提升业绩可见度及盈利能力，进而有望推动估值重塑。

重申“买入”评级，下调目标价至 8.15 港元：我们采用 12 倍 2024 年目标 P/E，仍与彭博对万洲国际的国内猪肉同业的一致预测均值一致。预测调整后，我们得到新目标价 8.15 港元（之前为 9.70 港元）。风险提示：中美关系恶化；动物疾病爆发；食品安全问题或事故；管理层继任风险；金融对冲风险。

### 财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (US\$mn)	27,293	28,136	26,314	27,552	28,850
息税前利润 (US\$mn)	1,805	2,297	1,458	1,844	2,179
归母净利润 (US\$mn)	1,063	1,069	936	1,108	1,321
每股收益 (US\$)	0.08	0.08	0.07	0.09	0.10
市盈率 (x)	10.6	8.0	7.8	7.3	6.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。归母净利润和每股收益为调整后数据。

### 研究团队

陈亚雷

香港证监会中央编号: ARW897

沈娅冰

香港证监会中央编号: BQM414

图表 1: 万洲国际—季度损益表

百万美元		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	4Q23E 同比 变化	2023E 同比 变化
<b>营收</b>													
<b>中国</b>	猪肉	939	956	1,169	1,355	1,020	961	948	1,048	4,419	3,977	-22.6%	-10.0%
	肉制品	1,061	968	1,025	955	1,030	930	973	835	4,009	3,768	-12.5%	-6.0%
	其他	200	242	281	385	269	275	329	324	1,108	1,197	-15.9%	8.0%
	<b>合计</b>	<b>2,200</b>	<b>2,166</b>	<b>2,475</b>	<b>2,695</b>	<b>2,319</b>	<b>2,166</b>	<b>2,250</b>	<b>2,207</b>	<b>9,536</b>	<b>8,942</b>	<b>-18.1%</b>	<b>-6.2%</b>
<b>北美</b>	猪肉	1,479	1,716	1,613	1,622	1,556	1,480	1,334	1,288	6,430	5,658	-20.6%	-12.0%
	肉制品	2,233	2,195	2,195	2,637	2,076	1,871	1,928	2,459	9,260	8,334	-6.8%	-10.0%
	其他	16	29	18	12	15	10	4	12	75	41	2.1%	-45.0%
	<b>合计</b>	<b>3,728</b>	<b>3,940</b>	<b>3,826</b>	<b>4,271</b>	<b>3,647</b>	<b>3,361</b>	<b>3,266</b>	<b>3,760</b>	<b>15,765</b>	<b>14,034</b>	<b>-12.0%</b>	<b>-11.0%</b>
<b>欧洲</b>	猪肉	212	248	233	255	276	287	285	290	948	1,138	13.6%	20.0%
	肉制品	287	329	332	342	351	395	415	413	1,290	1,574	20.7%	22.0%
	其他	128	160	143	166	150	164	156	157	597	627	-5.5%	5.0%
	<b>合计</b>	<b>627</b>	<b>737</b>	<b>708</b>	<b>763</b>	<b>777</b>	<b>846</b>	<b>856</b>	<b>859</b>	<b>2,835</b>	<b>3,338</b>	<b>12.6%</b>	<b>17.8%</b>
<b>合计</b>		<b>6,555</b>	<b>6,843</b>	<b>7,009</b>	<b>7,729</b>	<b>6,743</b>	<b>6,373</b>	<b>6,372</b>	<b>6,826</b>	<b>28,136</b>	<b>26,314</b>	<b>-11.7%</b>	<b>-6.5%</b>
<b>经营利润</b>													
<b>中国</b>	猪肉	21	15	23	35	39	3	17	5	94	64	-86.8%	-32.3%
	肉制品	276	220	216	198	238	215	242	206	910	901	3.9%	-1.0%
	其他	6	-1	-1	32	3	22	9	6	36	40	-81.3%	11.1%
	<b>合计</b>	<b>303</b>	<b>234</b>	<b>238</b>	<b>265</b>	<b>280</b>	<b>240</b>	<b>268</b>	<b>216</b>	<b>1,040</b>	<b>1,004</b>	<b>-18.4%</b>	<b>-3.4%</b>
<b>北美</b>	猪肉	50	52	-17	-128	-218	-277	-56	-100	-43	-651	-22.1%	1413.3%
	肉制品	302	237	206	313	301	277	187	260	1,058	1,025	-16.9%	-3.1%
	其他	-11	-11	-25	-28	-21	-26	-45	-18	-75	-110	-35.7%	46.7%
	<b>合计</b>	<b>341</b>	<b>278</b>	<b>164</b>	<b>157</b>	<b>62</b>	<b>-26</b>	<b>86</b>	<b>142</b>	<b>940</b>	<b>264</b>	<b>-9.3%</b>	<b>-71.9%</b>
<b>欧洲</b>	猪肉	-26	12	-4	-3	9	35	17	24	-21	85	-910.7%	-506.3%
	肉制品	18	28	28	23	15	22	33	40	97	110	74.6%	13.6%
	其他	6	17	8	6	-1	3	4	9	37	15	50.0%	-59.5%
	<b>合计</b>	<b>-2</b>	<b>57</b>	<b>32</b>	<b>26</b>	<b>23</b>	<b>60</b>	<b>54</b>	<b>73</b>	<b>113</b>	<b>210</b>	<b>182.6%</b>	<b>86.3%</b>
<b>合计</b>		<b>642</b>	<b>642</b>	<b>569</b>	<b>434</b>	<b>448</b>	<b>365</b>	<b>274</b>	<b>408</b>	<b>2,093</b>	<b>1,479</b>	<b>-3.5%</b>	<b>-29.3%</b>

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

## 预测调整与估值

图表 2: 万洲国际—预测调整

(百万美元)	现值			原值			变化		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营收	26,314	27,552	28,850	28,102	29,425	30,812	-6.4%	-6.4%	-6.4%
毛利 (生物公允价值调整前)	4,163	4,627	5,087	4,380	4,899	5,450	-5.0%	-5.6%	-6.7%
毛利率 (生物公允价值调整前)	15.8%	16.8%	17.6%	15.6%	16.7%	17.7%	0.2 ppt	0.1 ppt	-0.1 ppt
经营利润	1,479	1,871	2,148	1,436	2,233	2,424	3.0%	-16.2%	-11.4%
净利润 (生物公允价值调整前)	736	1,108	1,321	948	1,273	1,549	-22.4%	-13.0%	-14.7%
调整后归母净利润	936	1,108	1,321	954	1,243	1,514	-1.9%	-10.8%	-12.7%
调整后净利率	3.6%	4.0%	4.6%	3.4%	4.2%	4.9%	0.2 ppt	-0.2 ppt	-0.3 ppt
调整后每股收益 (稀释, 单位: 美分)	7.30	8.64	10.30	7.44	9.69	11.80%	-1.9%	-10.8%	-12.7%

资料来源: 华兴证券 (香港) 预测

我们将 2023-25 年营收预测下调 6.4%，以反映中美两国猪肉/生猪价格疲弱的持续时间久于预期。我们将 2023-25 年调整后净利润预测下调 1.9-12.7%，以反映北美市场的过度供给情况较预期更严重，这将对公司在北美市场的盈利能力产生负面影响。我们下调对 2023-25 年净利润（生物公允价值调整前）的预测，以反映公司关闭部分北美生猪养殖业务带来的亏损。

**下调目标价至 8.15 港元。**我们采用 12 倍市盈率作为目标倍数，仍与彭博对万洲国际的国内猪肉同业的一致预测均值一致，但低于万洲国际的国际同业平均市盈率。我们认为该估值在当前市况及投资情绪下公允合理，因为万洲国际的大部分利润来自中国市场。

我们将国内外生猪饲养、生猪屠宰及肉制品加工公司选为万洲国际的可比公司，这些公司的交易区间为中个位数到略高于 40 倍 2024 年 P/E（基于彭博一致预测），其中下游肉制品加工公司的交易股价位于此区间高端，而生猪饲养/生猪屠宰公司的交易价格位于区间低端。由于万洲国际的业务种类横跨上下游，我们将国内同业 P/E 均值（12 倍）作为我们的目标 P/E。根据调整后的预测，我们的新目标价为 8.15 港元（前值为 9.70 港元）。考虑到万洲国际当前股价对应 7.3 倍 2024 年 P/E，我们认为估值具有吸引力，且我们预计公司业绩有望实现强劲反弹，故重申“买入”评级。此外，万洲国际拟优化美国上游产能的计划可能会为其业绩带来更好的确定性，并推动潜在估值重塑。

图表 3: 万洲国际—同业估值对比

股票代码	公司名称	现价	3 个月 日均交 易额 (百万 美元)	市值 (百 万美 元)	P/E			P/B	EV/EBITDA			分红率		
					FY23 E	FY24 E	FY25E		FY22	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E
<b>食品加工公司</b>														
288 HK	万洲国际	4.94	14.1	8,206	8.6	7.3	6.1	0.8	5.0	3.9	3.2	3.1	4.0	4.8
<b>国内同业</b>														
1610 HK	中粮家佳康	1.72	2.3	1,025	11.0	5.0	6.0	0.8	8.7	5.6	6.8	1.4	2.7	1.2
000895 CH	双汇发展	26.88	26.8	12,863	15.5	14.5	13.4	4.6	11.4	10.7	9.9	5.0	5.1	5.5
002714 CH	牧原股份	36.73	123.3	28,174	57.2	9.3	6.7	3.1	18.1	7.4	6.1	0.4	3.0	3.5
300498 CH	温氏股份	19.32	63.3	18,316	NA	14.4	9.4	3.7	59.9	11.8	7.6	0.1	1.9	3.2
002124 CH	天邦食品	3.34	16.1	894	NA	11.1	17.5	2.7	409.0	8.4	7.2	NA	NA	NA
002100 CH	天康生物	8.24	22.5	1,620	NA	10.9	8.5	1.6	18.9	6.0	4.8	0.1	1.6	3.2
002726 CH	龙大美食	7.98	10.9	1,228	NA	NA	NA	3.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA
000735 CH	罗牛山	5.56	9.6	917	NA	NA	NA	1.6	NA	NA	NA	NA	NA	NA
002548 CH	金新农	5.02	18.4	585	NA	18.6	9.5	2.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA
000876 CH	新希望	8.71	27.4	5,643	NA	11.5	8.1	1.7	28.3	11.8	10.3	0.1	1.1	2.2
				<b>均值</b>	<b>27.9</b>	<b>11.9</b>	<b>9.9</b>	<b>2.6</b>	<b>79.2</b>	<b>8.8</b>	<b>7.5</b>	<b>1.2</b>	<b>2.6</b>	<b>3.2</b>
<b>国际同业</b>														
HRL US	荷美尔食品	31.89	110.9	17,439	20.6	19.2	17.1	2.3	14.2	13.2	12.7	3.5	3.7	3.9
TSN US	泰森食品	54.50	131.7	19,422	28.2	16.4	11.7	1.1	11.2	8.7	7.2	3.6	3.7	3.9
JBSS3 BS	JBS	24.28	34.7	11,008	NA	10.8	8.4	1.3	8.3	6.1	5.5	4.0	3.4	4.5
CPF TB	正大集团	19.10	9.7	4,501	NA	22.0	14.3	0.7	17.5	14.1	13.3	0.4	2.1	2.8
BRFS3 BS	BRF SA	12.68	36.6	4,361	NA	37.3	26.9	1.6	8.5	6.0	5.6	0.0	0.8	0.5
MRFG3 BS	MARFRIG	9.47	16.6	1,804	NA	44.9	16.0	1.4	8.4	7.6	7.0	1.1	0.8	1.5
2282 JP	NH FOODS LTD	4,950	13.1	3,459	17.4	16.0	14.6	1.0	8.4	7.8	7.5	2.3	2.5	2.6
2296 JP	伊藤火腿	4,005	2.1	1,604	14.8	12.7	12.2	0.8	7.4	6.7	6.4	3.1	3.2	3.3
				<b>均值</b>	<b>20.2</b>	<b>22.4</b>	<b>15.1</b>	<b>1.3</b>	<b>10.5</b>	<b>8.8</b>	<b>8.2</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>	<b>2.9</b>

注：现价按 1 月 10 日收盘价。万洲国际预测数据为华兴证券（香港）预测；其他公司为彭博一致预期。

资料来源：公司公告，彭博，华兴证券（香港）预测

## 风险提示

- **中美贸易关系可能影响万洲国际从美国进口猪肉。**当前中国从美国进口猪肉的进口税率为 35%，但如果中美关系进一步恶化，则税率可能提高，影响万洲国际从美国进口猪肉，导致利润率承压。
- **在美国或其他万洲国际开展业务的市场爆发严重的动物疾病。**如果万洲国际所在的市场一旦爆发严重的动物疾病，比如非洲猪瘟，那么可能会对生猪和猪肉供应造成不利，从而影响公司业务。
- **食品安全问题可能会损害万洲国际的品牌形象和财务表现。**尽管万洲国际已采取多个步骤维持其产品的高质量和安全性，但如果消费者对其质量和安全产生怀疑，那么无论是出于万洲国际自身抑或其他相关方的责任，包括物流服务商、零售商或餐厅等，负面的新闻报道可能会损害品牌声誉，让消费者望而却步。
- **管理层继任问题。**万洲国际的创始人兼董事长万隆先生现已 83 岁，但仍在积极管理公司各项运营。尽管公司的高管队伍服务年限较长且具备丰富经验，但我们认为万先生依然是一位具有影响力的领导人物。如果他退休或离开公司，都可能造成营运中断。
- **对冲操作或导致利润承压。**万洲国际主动采用金融工具来对冲美国猪肉价格的波动，在市场动荡时期能够起到保护作用。然而，如果遇到年份好，市场波动小，则对冲操作也会影响公司的利润表现，或者如果对冲方向判断错误，那么可能招致更大损失。

**附：财务报表**

年结: 12月

**利润表**

(US\$mn)	2022A	2023E	2024E	2025E
收入-肉制品	14,559	13,676	14,285	14,921
收入-生猪肉	11,797	10,773	11,312	11,877
收入-其他	1,780	1,865	1,956	2,052
<b>营业收入</b>	<b>28,136</b>	<b>26,314</b>	<b>27,552</b>	<b>28,850</b>
营业成本	(22,959)	(21,051)	(22,676)	(23,513)
<b>毛利润</b>	<b>5,177</b>	<b>5,263</b>	<b>4,877</b>	<b>5,337</b>
管理及销售费用	(2,924)	(2,763)	(2,810)	(2,943)
其中: 市场营销支出	(2,082)	(1,947)	(1,984)	(2,077)
其中: 管理支出	(842)	(816)	(827)	(866)
<b>息税前利润</b>	<b>2,297</b>	<b>1,458</b>	<b>1,844</b>	<b>2,179</b>
<b>息税折旧及摊销前利润</b>	<b>2,966</b>	<b>2,115</b>	<b>2,549</b>	<b>2,935</b>
利息收入	5	6	6	6
利息支出	(169)	(170)	(170)	(170)
<b>税前利润</b>	<b>2,132</b>	<b>1,292</b>	<b>1,678</b>	<b>2,013</b>
所得税	(482)	(284)	(369)	(443)
<b>净利润</b>	<b>1,370</b>	<b>826</b>	<b>1,086</b>	<b>1,303</b>
<b>调整后净利润</b>	<b>1,069</b>	<b>936</b>	<b>1,108</b>	<b>1,321</b>
基本每股收益 (US\$)	0.11	0.06	0.08	0.10
稀释每股调整收益 (US\$)	0.08	0.07	0.09	0.10

**资产负债表**

(US\$mn)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>8,009</b>	<b>9,002</b>	<b>10,395</b>	<b>11,926</b>
货币资金	1,394	2,758	3,858	5,190
应收账款	1,087	1,017	1,064	1,115
存货	2,855	2,618	2,820	2,924
其他流动资产	2,673	2,609	2,653	2,698
<b>非流动资产</b>	<b>11,846</b>	<b>12,147</b>	<b>12,430</b>	<b>12,697</b>
固定资产	6,536	6,758	6,976	7,190
无形资产	1,717	1,708	1,699	1,690
商誉	1,992	1,992	1,992	1,992
其他	1,291	1,375	1,445	1,503
<b>资产</b>	<b>19,855</b>	<b>21,149</b>	<b>22,825</b>	<b>24,623</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,985</b>	<b>4,886</b>	<b>5,260</b>	<b>5,518</b>
短期借款	862	1,088	1,185	1,300
预收账款	0	1	1	1
应付账款	3,908	3,583	3,860	4,002
长期借款	2,504	3,161	3,442	3,778
非流动负债	1,257	1,223	1,252	1,267
<b>负债</b>	<b>9,443</b>	<b>9,967</b>	<b>10,650</b>	<b>11,259</b>
股份	1	1	1	1
资本公积	1,083	1,083	1,083	1,083
未分配利润	7,947	8,535	9,306	10,228
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>9,600</b>	<b>10,188</b>	<b>10,959</b>	<b>11,881</b>
少数股东权益	812	993	1,216	1,483
<b>负债及所有者权益</b>	<b>19,855</b>	<b>21,149</b>	<b>22,825</b>	<b>24,623</b>

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券(香港)预测

**现金流量表**

(US\$mn)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>1,370</b>	<b>826</b>	<b>1,086</b>	<b>1,303</b>
折旧摊销	669	657	705	756
利息 (收入) / 支出	132	144	144	144
其他非现金科目	746	538	680	810
其他	(449)	(454)	(539)	(613)
营运资本变动	(665)	10	9	(46)
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>1,803</b>	<b>1,721</b>	<b>2,084</b>	<b>2,354</b>
资本支出	(977)	(1,169)	(1,213)	(1,260)
收购及投资	(12)	0	0	0
处置固定资产及投资	151	151	151	151
其他	488	26	26	26
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>(350)</b>	<b>(992)</b>	<b>(1,036)</b>	<b>(1,083)</b>
股利支出	(610)	(248)	(326)	(391)
债务筹集 (偿还)	(605)	883	377	452
发行 (回购) 股份	0	0	0	0
其他	(327)	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量</b>	<b>(1,542)</b>	<b>635</b>	<b>51</b>	<b>61</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>(89)</b>	<b>1,364</b>	<b>1,100</b>	<b>1,332</b>
<b>自由现金流</b>	<b>826</b>	<b>552</b>	<b>871</b>	<b>1,094</b>

**关键假设**

	2022A	2023E	2024E	2025E
肉制品销售增速 (%)	5	(6)	4	4
生猪销售增速 (%)	(1)	(9)	5	5
其他 (%)	(1)	(9)	5	5

**财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>YoY (%)</b>				
营业收入	3.1	(6.5)	4.7	4.7
毛利润	3.6	1.7	(7.3)	9.4
息税折旧及摊销前利润	26.1	(28.7)	20.6	15.1
净利润	28.3	(39.7)	31.5	19.9
调整后净利润	0.6	(12.4)	18.4	19.2
稀释每股调整收益	41.4	(39.7)	31.5	19.9
调整后稀释每股调整收益	10.9	(12.4)	18.4	19.2
<b>盈利率 (%)</b>				
毛利率	18.4	20.0	17.7	18.5
息税折旧摊销前利润率	10.5	8.0	9.3	10.2
息税前利润率	8.2	5.5	6.7	7.6
净利率	4.9	3.1	3.9	4.5
调整后净利率	3.8	3.6	4.0	4.6
净资产收益率	14.3	8.1	9.9	11.0
总资产收益率	6.9	3.9	4.8	5.3
<b>流动资产比率 (x)</b>				
流动比率	1.6	1.8	2.0	2.2
速动比率	1.0	1.3	1.4	1.6
<b>估值比率 (x)</b>				
市盈率	8.0	7.8	7.3	6.1
市净率	0.8	0.6	0.7	0.6
市销率	0.3	0.3	0.3	0.3

## 附录

### 分析师声明

本人陈亚雷、沈娅冰兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

### 重要信息披露

#### 香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 [www.sfc.hk](https://www.sfc.hk) 查阅证监会操守准则全文：<https://www.sfc.hk/en/>。

### 分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

### 公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：万洲国际（288 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

**股票评级和释义：**公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

**买入**--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

**持有**--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

**卖出**--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

**暂未评级**--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

**未覆盖**--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

**板块评级和释义：**根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

**增持**--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

## 一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头或书面的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其他部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

### 【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券投资基金机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券投资基金机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

### 【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

### 【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888