



## 蒙牛 (2319.HK): 持续提升盈利能力和加大股东回报, 释放长期投资价值

在充满挑战的市场环境下, 蒙牛 1H24 收入同比大幅下滑 12.6%, 但经营利润率却逆势扩张 60bps, 彰显了公司强大的费用管控与降本增效的能力和管理层强大的执行力。尽管未来行业收入增速可能大幅放缓至低单位数, 但蒙牛依然有能力持续提升盈利能力和现金流, 并通过更积极的回购及分红政策加大股东回报。在行业新常态下, 蒙牛稳健的基本面和不断提升的盈利水平有望为市场注入信心, 估值有望逐步回升。基于 10x 2025 P/E (1.5x PEG), 我们下调蒙牛目标价至 16.2 港元, 并维持“买入”评级。

- 最挑战的阶段已经过去, 趋势开始向好:** 公司从 4 月开始积极地清理渠道库存, 导致 2Q24 收入同比大幅下滑高双位数 (1Q24 下滑高单位数)。管理层表示目前的渠道库存已回到 20 天 (正常为 40 天以下)。为了维持健康的库存水平, 公司将采取谨慎的发货节奏。管理层表示 7 月的收入跌幅相比上半年已有所收窄, 8 月至今收入趋势较好, 3Q24 收入有望重回增长。管理层预计全年收入同比下滑中单位数 (2H24 同比持平或小幅增长)。管理层维持 2024 全年经营利润率同比扩张 30-50bps 的目标, 并有信心未来两年维持这一扩张趋势。管理层表示行业短期供大于求的趋势仍将持续, 并有望在 2H25 达到供需平衡, 奶价有望逐渐企稳。尽管 2H24 大包粉减值金额可能环比继续加大, 但 2H24 实际喷粉量将显著下降, 利好 2025 年。
- 新常态下持续提升盈利能力:** 尽管公司同时聚焦收入增长、盈利提升以及现金流的稳定, 但在行业增速放缓的大趋势下, 我们认为持续提升经营利润率是公司的重中之重。公司将通过以下几个方面来提升经营利润率: (1) 持续提升奶粉、冰激凌、低温及鲜奶等品类的盈利能力; (2) 降本增效, 降低销售和管理相关费用, 提升内部管理运营效率, 但会维持广告营销费用率的稳定, 确保品牌力持续提升; (3) 继续通过产品创新和结构优化来提升整体的盈利能力。
- 持续加大股东回报:** 公司宣布将在未来 12 个月内以不超过 20 亿港元进行股票回购, 按照当前股价计算回购比例不超过总股本的 4%。同时, 管理层承诺将在未来两年逐步将分红比例提升至 50% 以上。公司已通过新发行 5 亿美元债来确保未来分红的金额。基于我们新的盈利预测, 假设 2025 年分红比例达到 50%, 则 2025 年股息率达到 6.1%。持续提升的股东回报有望释放公司长期的投资价值, 推动估值的回升。
- 对蒙牛未来更理性的长期展望:** 在经济动能减弱、行业增速放缓的情况下, 我们认为蒙牛未来 2-3 年的收入增速有望维持在低至中个位数, 高于中国乳制品行业整体的增速。考虑到公司未来依然有较大的空间来优化运营效率及提升各品类的盈利水平, 我们对公司未来两年经营利润率持续提升 30-50bps 的目标有较强的信心。这将转化为高单位数的核心利润复合增长。考虑到蒙牛在中国乳制品行业的领导地位、稳定的基本面、强大的产品创新能力以及长期出海的潜力, 我们认为 10x 2025 P/E (相当于 1.5x PEG) 是目前市场环境下相对合理的估值水平。
- 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。

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 8 月 29 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	16.2
潜在升幅/降幅	+22.7%
目前股价 (港元)	13.2
52 周内股价区间 (港元)	11.8-28.3
总市值 (百万港元)	51,867
近 3 月日均成交额 (百万港元)	359.6

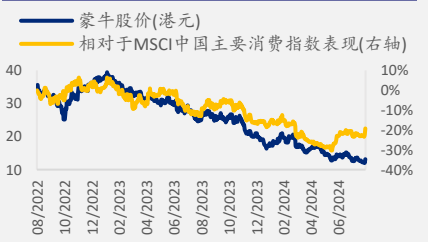
注: 截至 2024 年 8 月 29 日收盘价

### 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



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	92,409	96,080	99,618
同比变动 (%)	5.1%	6.5%	-6.3%	4.0%	3.7%
核心归母净利润	5,824	4,919	4,311	5,602	6,204
同比变动 (%)	-2.0%	-15.5%	-12.4%	30.0%	10.8%
PE (X)	8.2	9.7	11.0	8.3	7.5
ROE (%)	15.1%	11.7%	9.5%	11.8%	12.2%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

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>92,409</b>	<b>96,080</b>	<b>99,618</b>
同比	5.1%	6.5%	-6.3%	4.0%	3.7%
营业成本	-59,904	-61,984	-56,520	-58,775	-61,133
<b>毛利润</b>	<b>32,690</b>	<b>36,640</b>	<b>35,889</b>	<b>37,305</b>	<b>38,484</b>
毛利率	35.3%	37.2%	38.8%	38.8%	38.6%
销售及管理费用	-27,267	-30,470	-29,659	-30,476	-31,157
<b>经营利润</b>	<b>5,423</b>	<b>6,171</b>	<b>6,230</b>	<b>6,829</b>	<b>7,327</b>
经营利润率	5.9%	6.3%	6.7%	7.1%	7.4%
其他收入	2,299	1,131	1,300	1,300	1,300
财务收入 (197)	29	29	37	258	358
其他营业收入 (支出)	-1,023	-1,018	-1,877	-1,000	-800
<b>利润总额</b>	<b>6,502</b>	<b>6,312</b>	<b>5,690</b>	<b>7,387</b>	<b>8,185</b>
所得税	-1,318	-1,425	-1,252	-1,625	-1,801
所得税率	-20.3%	-22.6%	-22.0%	-22.0%	-22.0%
净利润	<b>5,185</b>	<b>4,887</b>	<b>4,439</b>	<b>5,762</b>	<b>6,384</b>
减: 少数股东损益	118	-78	-145	-160	-180
<b>归母净利润</b>	<b>5,303</b>	<b>4,809</b>	<b>4,294</b>	<b>5,602</b>	<b>6,204</b>
归母净利率	5.7%	4.9%	4.6%	5.8%	6.2%
同比	5.5%	-9.3%	-10.7%	30.5%	10.8%
<b>核心归母净利润</b>	<b>5,824</b>	<b>4,919</b>	<b>4,311</b>	<b>5,602</b>	<b>6,204</b>
核心归母净利率	6.3%	5.0%	4.7%	5.8%	6.2%
同比	-2.0%	-15.5%	-12.4%	30.0%	10.8%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	13,050	12,720	18,830	18,185	20,562
应收票据及应收账款	3,660	3,669	3,434	3,570	3,701
预付款项	4,640	3,096	2,786	2,870	2,956
短期金融资产投资	6,827	8,532	6,500	8,500	8,500
存货	8,073	6,088	5,884	6,280	6,532
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>37,435</b>	<b>39,406</b>	<b>42,253</b>
固定资产	19,653	21,715	21,474	23,185	24,197
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	800	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	10,089	10,089	10,189
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>81,022</b>	<b>82,283</b>	<b>83,395</b>
短期借款	9,095	9,807	17,755	17,755	17,755
应付票据及应付账款	10,201	9,499	9,291	9,340	9,714
其他应付款	13,581	12,892	10,301	10,301	10,301
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>37,743</b>	<b>37,791</b>	<b>38,166</b>
长期借款	26,106	27,604	23,807	23,807	23,807
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>28,178</b>	<b>28,178</b>	<b>28,178</b>
股本及储备	40,099	44,320	46,043	49,067	52,470
少数股东权益	9,953	6,332	6,477	6,637	6,817
<b>所有者权益合计</b>	<b>50,052</b>	<b>50,652</b>	<b>52,520</b>	<b>55,704</b>	<b>59,287</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	5,690	7,387	8,185
固定资产折旧	2,878	3,301	2,772	2,882	2,989
财务费用	-260	-106	-37	-258	-358
外汇损益	457	77	0	0	0
资产处置损失	521	110	17	0	0
减值准备	527	681	0	0	0
附属公司收益	-409	-92	320	0	-100
存货的减少	-1,158	1,669	204	-396	-252
经营性应收项目的减少	701	-497	566	-220	-218
经营性应付项目的增加	831	-874	-2,800	49	375
税金	-930	-1,370	-1,252	-1,625	-1,801
其他	-1,328	-862	-1,777	-1,870	-1,870
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>8,333</b>	<b>8,349</b>	<b>3,704</b>	<b>5,949</b>	<b>6,950</b>
资本开支	-17,728	-17,101	-9,148	-6,136	-6,000
投资支付的现金	4,160	-16,217	-6,429	6,743	32
利息收入	994	1,263	1,814	2,128	2,228
其他	-2,288	31,769	14,586	-6,752	1,968
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-14,862</b>	<b>-286</b>	<b>824</b>	<b>-4,016</b>	<b>-1,772</b>
取得借款收到的现金	4,086	15,703	6,018	1,834	2,860
收到其他与筹资活动有关的现金	-1,733	-3,138	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的	-1,862	-2,594	-3,110	-3,517	-3,856
其他	3,656	-16,774	-1,327	-895	-1,804
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>4,147</b>	<b>-6,802</b>	<b>1,581</b>	<b>-2,578</b>	<b>-2,801</b>
现金及现金等价物净增加额	-2,398	1,508	6,109	-645	2,377
期初现金及现金等价物余额	11,217	12,766	12,444	18,553	17,908
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>8,819</b>	<b>14,274</b>	<b>18,553</b>	<b>17,908</b>	<b>20,285</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	1.1	1.5	1.6
每股销售额	23.4	25.0	23.7	25.0	25.9
每股股息	0.4	0.5	0.5	0.73	0.8
<b>同比变动</b>					
收入	5.1%	6.5%	-6.3%	4.0%	3.7%
经营溢利	11.6%	13.8%	1.0%	9.6%	7.3%
归母净利润	5.5%	-9.3%	-10.7%	30.5%	10.8%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	35.3%	37.2%	38.8%	38.8%	38.6%
经营利润率	5.9%	6.3%	6.7%	7.1%	7.4%
归母净利率	5.7%	4.9%	4.6%	5.8%	6.2%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	15.1%	11.7%	9.5%	11.8%	12.2%
平均资产回报率	6.1%	5.3%	5.0%	6.0%	6.3%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	15.4	13.6	14.0	13.3	13.3
库存周转天数	44.4	41.7	38.7	37.8	38.2
应付账款周转天数	57.9	58.0	60.7	57.8	56.9
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1
现金比率 (x)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2
负债/权益	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	8.2	9.7	11.0	8.3	7.5
市销率 (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
股息率	3.3%	4.0%	4.1%	6.1%	6.6%

# 蒙牛 1H24 业绩情况

## 1H24 核心净利润与核心经营利润略超预期

蒙牛 1H24 收入同比下跌 12.6%，归母净利润同比下跌 19%至人民币 24.46 亿元。排除合营公司、出售奶酪业务的获利、以及一次性大包粉库存减值的影响，核心归母净利润同比下跌 8%，好于我们的预期。

归功于毛利率大幅扩张以及降本增效，蒙牛在收入大幅下跌 12.6%的情况下，1H24 经营利润率同比仍小幅提升 0.6ppt 至 7.0%，好于市场预期。我们认为这也很大程度上体现了公司在市场费用投入上具有很强的灵活性。

## 1H24 各品类收入表现

由于市场需求大幅减小，供需不平衡，导致公司在上半年不得不集中清理渠道库存，导致收入同比大幅下跌 12.6%。管理层表示收入下跌九成来自于量的下滑，一成来自于价格的下降。

液态奶收入同比下滑 13%。其中：

- 特仑苏收入同比下滑高单位数(量价各一半)，下滑幅度小于基础白奶。
- 低温业务逆势录得收入同比小幅增长。
- 常温酸及乳饮料面临结构性需求下降，收入下滑明显。
- 鲜奶收入同样逆市增长，每日鲜语收入同比增长双位数。

奶粉收入同比下滑 14%，但公司通过强化细分功能，精益化运营，实现了奶粉业务的盈利。冰激凌由于行业清库存导致收入大幅下滑 22%，但海外业务依然高速增长。

## 1H24 降本增效抵消经营负杠杆

由于原奶价格下降，1H24 毛利率同比大幅提升 1.9ppt 至 40.3%。然而，原奶价格下降对毛利率的帮助很大程度上被 EBIT 项下的合营公司（主要为现代牧业）利润贡献转负以及大包粉减值所抵消。

通过降本增效以及精细化管理，公司大幅缩减了费用，抵消了收入下滑带来的经营负杠杆影响。1H24 销售费用同比下降 8.8%，销售费用率同比上升 1.2ppt。其中，宣传和营销费用 (A&P) 同比下降 12.1%，A&P 费用率同比基本持平。行政管理费用同比下降 11.1%，管理费用率基本同比持平。

在毛利率大幅扩张以及降本增效的帮助下，1H24 经营利润仅同比下跌 5%，经营利润率同比提升 0.6ppt 至 7.0%。

图表 2：蒙牛乳业 2024 年上半年盈利表现和下半年及全年盈利预测

百万人民币	1H23	1H24	YoY	2H23	2H24E	YoY	2023	2024E	YoY
<b>收入</b>	<b>51,119</b>	<b>44,671</b>	<b>-13%</b>	<b>47,506</b>	<b>47,739</b>	<b>0%</b>	<b>98,624</b>	<b>92,409</b>	<b>-6%</b>
-液态奶	41,640	36,262	-13%	40,431	40,169	-1%	82,071	76,431	-7%
-冰淇淋	4,309	3,371	-22%	1,718	1,510	-12%	6,026	4,881	-19%
-奶粉	1,894	1,635	-14%	1,908	1,862	-2%	3,802	3,498	-8%
-其他	3,275	3,402	4%	4,069	4,197	3%	7,344	7,599	3%
<b>销售成本</b>	<b>-31,488</b>	<b>-26,686</b>	<b>-15%</b>	<b>-30,496</b>	<b>-29,834</b>	<b>-2%</b>	<b>-61,984</b>	<b>-56,520</b>	<b>-9%</b>
<b>毛利润</b>	<b>19,630</b>	<b>17,985</b>	<b>-8%</b>	<b>17,010</b>	<b>17,905</b>	<b>5%</b>	<b>36,640</b>	<b>35,889</b>	<b>-2%</b>
毛利率	38.4%	40.3%		35.8%	37.5%		37.2%	38.8%	
销售管理费用	-16,355	-14,865	-9%	-14,114	-14,794	5%	-30,470	-29,659	-3%
销售管理费用率	32.0%	33.3%		29.7%	31.0%		30.9%	32.1%	
<b>经营利润</b>	<b>3,275</b>	<b>3,119</b>	<b>-5%</b>	<b>2,896</b>	<b>3,111</b>	<b>7%</b>	<b>6,171</b>	<b>6,230</b>	<b>1%</b>
<b>经营利润率</b>	<b>6.4%</b>	<b>7.0%</b>		<b>6.1%</b>	<b>6.5%</b>		<b>6.3%</b>	<b>6.7%</b>	
财务费用	130	30	-77%	-24	7	n.m.	106	37	-65%
其他收入	487	738	52%	567	562	-1%	1,054	1,300	23%
金融资产减值	-91	-89	-3%	-218	-211	-3%	-310	-300	-3%
其他运营费用	-176	-509	190%	-641	-731	14%	-816	-1,240	52%
资产处置盈利/亏损	-33	-17	-49%	48	-0	-101%	16	-17	-209%
合营/联营公司损益	111	-171	-253%	-19	-149	n.m.	92	-320	-448%
<b>税前盈利</b>	<b>3,703</b>	<b>3,102</b>	<b>-16%</b>	<b>2,609</b>	<b>2,588</b>	<b>-1%</b>	<b>6,312</b>	<b>5,690</b>	<b>-10%</b>
所得税	-644	-570	-11%	-781	-682	-13%	-1,425	-1,252	-12%
少数股东权益	-39	-86	124%	-39	-59	n.m.	-78	-145	n.m.
<b>归母净利润</b>	<b>3,020</b>	<b>2,446</b>	<b>-19%</b>	<b>1,789</b>	<b>1,848</b>	<b>3%</b>	<b>4,809</b>	<b>4,294</b>	<b>-11%</b>
<b>归母净利润率</b>	<b>5.9%</b>	<b>5.5%</b>		<b>3.8%</b>	<b>3.9%</b>		<b>4.9%</b>	<b>4.6%</b>	

E=浦银国际研究

资料来源：公司数据，浦银国际



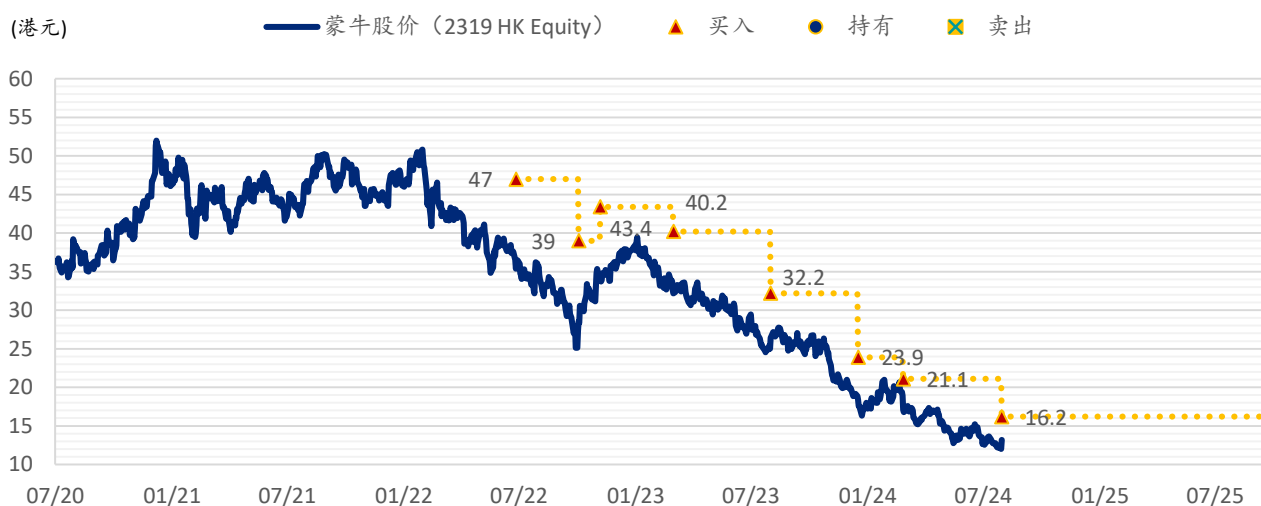
图表 3: SPDBI 财务预测变化

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>			
旧预测	100,836	105,095	109,810
新预测	92,409	96,080	99,618
变动	-8.4%	-8.6%	-9.3%
<b>核心归母净利润</b>			
旧预测	5,467	6,291	7,163
新预测	4,311	5,602	6,204
变动	-21.2%	-10.9%	-13.4%

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 8 月 29 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

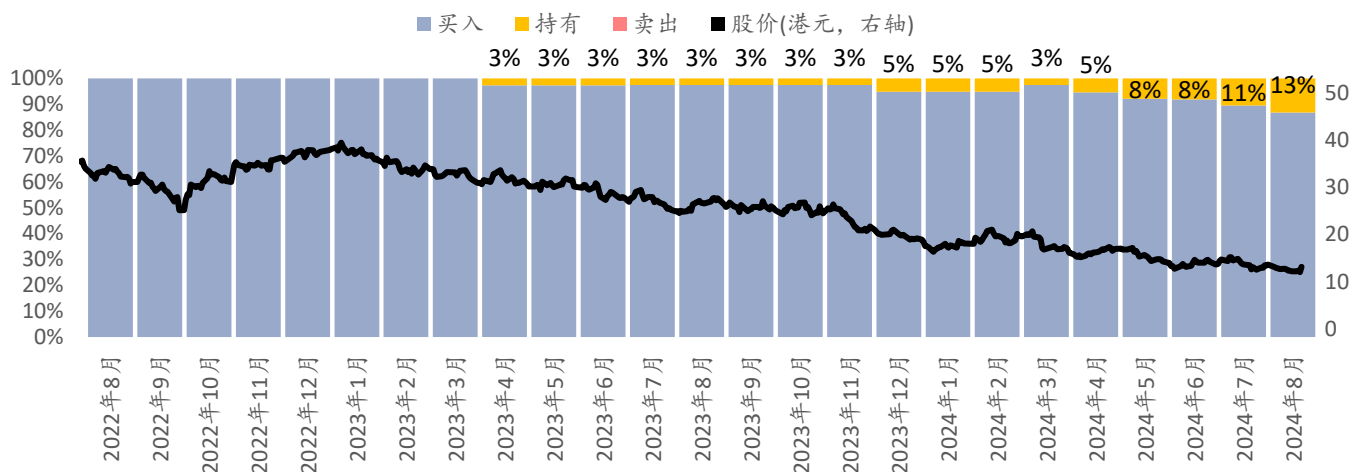
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	14.3	持有	14.5	2024年8月16日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	76.3	买入	89.6	2024年8月28日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024年8月13日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.9	买入	3.76	2024年8月15日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.4	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	30.5	买入	38.8	2024年8月6日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	263.0	买入	302.5	2024年8月6日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	13.0	持有	13.2	2024年8月28日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	12.8	买入	20.8	2024年5月21日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	15.6	买入	26.7	2024年5月21日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.5	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.2	买入	26.3	2024年8月5日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	23.6	买入	43.2	2024年6月19日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	54.3	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.9	买入	11.2	2024年8月1日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	43.9	持有	65.1	2024年5月6日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	57.9	持有	86.2	2024年5月6日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.6	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	22.9	买入	31.3	2024年1月16日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	13.2	买入	16.2	2024年8月29日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	7.7	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.0	买入	4.65	2024年4月19日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	1.8	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	12.3	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.1	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	10.6	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	45.4	买入	60.6	2024年8月21日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	90.7	买入	108.4	2024年8月28日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	39.8	买入	52.0	2024年7月2日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	49.5	持有	48.9	2024年8月25日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	42.3	持有	60.6	2024年4月29日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	17.5	买入	22.8	2024年7月8日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	22.8	买入	28.0	2024年8月21日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	29.1	买入	35.4	2024年8月21日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.5	持有	26.8	2024年7月8日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	11.4	持有	14.0	2024年7月8日	酒店

注：美股截至2024年8月28日收盘价，港股、A股截至2024年8月29日收盘价。

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

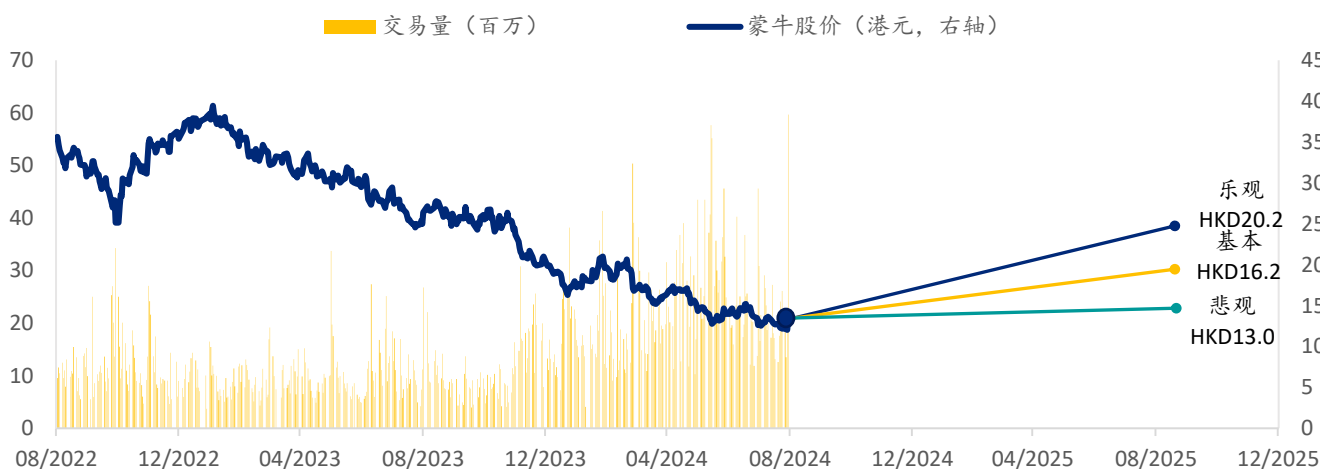
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

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: 20.2 港元

概率: 25%

- 2024 年液态奶销量同比持平;
- 原奶价格稳重有降, 2024 年公司毛利率水平同比提升 200bps;
- 整体费用率增速放缓, 经营利润率 2024 年同比增长 80bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 13.0 港元

概率: 20%

- 2024 年液态奶销量增速同比放缓至-15%;
- 原奶价格提升较快, 2024 年公司毛利率同比提升 100bps;
- 整体费用率增速加快, 经营利润率 2024 年同比下降 30bps。

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

杨增希

essie\_yang@spdbi.com  
852-2808 6469

### 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

