



## 伊利 (600887.CH)：行业新常态下成长性受限，估值性价比不高，下调至“持有”

- 下调至“持有”评级：**伊利无疑是中国乳制品行业的龙头企业，品牌力强大，基本面稳健。然而，面对乳制品行业市场需求增速放缓，我们担心伊利未来的利润增长空间会受到一定的限制。与蒙牛不同，伊利整体品类更平衡，没有太大的短板，经营效率已达到较高的水准。这也意味着，在收入增速放缓的情况下，伊利降本增效的空间相对较小，继续提升利润率的难度比蒙牛更大。我们预测伊利未来 2-3 年收入增速维持在中单位数，利润增速为中到高单位数。基于以上净利润增速，我们认为伊利目前的估值 (13x 2025 P/E) 缺乏足够的性价比。考虑到行业前景较为不明朗，我们下调伊利至“持有”评级，下调目标价至人民币 24.5 元 (14x 2025 P/E)。
- 未来收入增速取决于终端需求的恢复：**受公司清理渠道库存的影响，1H24 液体乳收入同比下滑 13%。排除清库存的影响，我们预计 1H24 伊利终端液奶动销同比下滑个位数。管理层表示液奶渠道调整 7 月已结束，目前渠道库存已回到较为健康的水平。公司 2H24 将对发货节奏保持谨慎，2H24 液奶收入基本取决于终端需求的恢复情况。令人欣慰的是，伊利奶粉收入 1H24 同比增长 7.3%，好于大部分同业。管理层预计 2H24 奶粉收入有望维持 1H24 的趋势。公司有信心未来恢复中至高个位数的收入增速，但面对短期行业疲弱的需求，我们对长期收入增速持谨慎态度。
- 盈利能力提升空间相对有限：**伊利 1H24 收入同比下降幅度 (-9.5%) 小于蒙牛 (-12.6%)，但其销售费用同比未能实现下降，令其经营利润率小幅收窄。这从侧面体现了伊利进一步降本增效的空间相对较小。管理层目标扣除一次性收益，2024 全年利润率水平保持平稳 (相较蒙牛经营利润率 30-50bps 扩张)，2025 年净利率达到 9% (2023 年核心净利率已达到 8.5% 以上)。在乳制品行业收入增速放缓、高端化受限的大趋势下，我们认为伊利要持续提升盈利能力的难度大于蒙牛。
- 加大股东回报，从成长股转型为价值股：**管理层表示未来几年分红率不会低于 70%，分红额将持续增长。基于当前股价，2025 年股息率已达到 6.2%。基于伊利当前的规模及行业趋势，我们认为伊利未来几年的成长性已不大，但伊利的品牌力强大，基本面稳健，现金流优秀。若公司能进一步加大股东回报，则有望帮助公司进一步释放投资价值。
- 投资风险：**1) 行业竞争加剧；2) 需求下降；3) 原材料成本提升。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	123,171	126,179	121,203	126,981	133,144
同比变动 (%)	11.4%	2.4%	-3.9%	4.8%	4.9%
归母净利润	9,431	10,429	12,319	12,331	13,097
同比变动 (%)	8.3%	10.6%	18.1%	0.1%	6.2%
PE (X)	15.3	15.3	12.9	12.9	12.2
ROE (%)	18.1%	18.5%	20.9%	19.9%	20.2%

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

林闻嘉

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 30 日

伊利 (600887.CH)

持有

目标价 (人民币)	24.5
潜在升幅/降幅	+8.4%
目前股价 (人民币)	22.6
52 周内股价区间 (人民币)	21.5-29.5
总市值 (百万人民币)	144,062
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	1,041.4

注：截至 2024 年 8 月 30 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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	123,171	126,179	121,203	126,981	133,144
同比	11.4%	2.4%	-3.9%	4.8%	4.9%
营业成本	-83,119	-84,789	-79,843	-83,392	-87,441
税金及附加	-742	-733	-704	-737	-773
毛利	39,311	40,658	40,656	42,851	44,930
毛利率	31.9%	32.2%	33.5%	33.7%	33.7%
销售费用	-22,908	-22,572	-22,845	-23,827	-24,731
管理费用	-5,343	-5,154	-4,943	-5,150	-5,368
其他经营收入及收益	-822	-850	-866	-907	-951
经营利润	10,238	12,082	12,002	12,967	13,880
经营利润率	8.3%	9.6%	9.9%	10.2%	10.4%
财务费用	255	153	383	477	553
其他收益	964	1,098	1,150	1,150	1,150
投资净收益	244	-31	2,629	200	200
减值损失/收益	-841	-1,429	-1,987	-490	-490
营业利润	10,860	11,873	14,177	14,304	15,292
营业外收入	61	230	170	170	170
营业外支出	-291	-382	-300	-300	-300
利润总额	10,630	11,721	14,047	14,174	15,162
所得税	-1,312	-1,437	-1,728	-1,743	-1,865
所得税率	-12.3%	-12.3%	-12.3%	-12.3%	-12.3%
净利润	9,318	10,284	12,319	12,431	13,297
减: 少数股东损益	-113	-144	0	100	200
归母净利润	9,431	10,429	12,319	12,331	13,097
归母净利率	7.7%	8.3%	10.2%	9.7%	9.8%
同比	8.3%	10.6%	18.1%	0.1%	6.2%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	33,853	43,372	45,545	46,249	47,878
现金及等价物	33,188	42,812	44,985	45,689	47,319
其他	665	559	559	559	559
应收票据及应收账款	3,250	3,305	2,657	2,783	2,918
预付款项	1,834	1,480	1,804	1,890	1,982
其他应收款	200	195	195	195	195
存货	14,836	12,512	11,812	12,337	12,936
其他流动资产	7,490	8,492	8,492	8,492	8,492
流动资产合计	61,463	69,355	70,505	71,946	74,402
长期股权投资	4,563	4,408	4,408	4,408	4,408
固定资产	33,735	35,242	37,511	40,234	42,411
在建工程	3,443	4,337	4,337	4,337	4,337
无形资产	4,648	4,729	4,766	4,790	4,800
商誉	4,954	5,160	5,160	5,160	5,160
递延所得税资产	1,573	1,699	1,699	1,699	1,699
其他非流动资产	16,586	26,689	26,829	26,931	26,995
非流动资产合计	69,502	82,265	84,711	87,560	89,810
短期借款	26,799	39,755	39,755	39,755	39,755
应付票据及应付账款	16,807	14,840	15,531	16,221	17,009
合同负债	8,913	8,696	8,696	8,696	8,696
应付职工薪酬	3,642	4,006	3,584	3,755	3,937
应交税费	819	654	654	654	654
其他应付款	3,154	2,756	2,756	2,756	2,756
其他流动负债	2,035	6,153	6,153	6,153	6,153
流动负债合计	62,170	76,860	77,130	77,991	78,961
长期借款	9,298	11,705	11,705	11,705	11,705
应付债券	3,482	3,541	3,541	3,541	3,541
其他非流动负债	1,872	2,193	2,193	2,193	2,193
非流动负债合计	14,653	17,440	17,440	17,440	17,440
股本	20,635	19,746	19,746	19,746	19,746
储备	29,633	33,793	37,119	40,448	43,985
少数股东权益	3,875	3,781	3,781	3,881	4,081
所有者权益合计	54,143	57,320	60,647	64,076	67,812

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
净利润	9,318	10,284	12,319	12,431	13,297
固定资产折旧	3,548	3,900	4,231	4,777	5,323
无形资产摊销	204	235	263	276	289
财务费用	1,377	2,225	383	477	553
存货的减少	-3,889	1,789	699	-525	-599
经营性应收项目的减少	-907	-261	324	-213	-227
经营性应付项目的增加	2,783	-1,751	270	861	970
其他	986	1,868	-970	498	537
经营活动产生的现金流量净额	13,420	18,290	17,520	18,582	20,143
资本开支	-6,646	-6,956	-8,600	-8,600	-8,600
投资支付的现金	-7,015	-14,982	0	0	0
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-7,143	-39	0	0	0
其他	1,290	5,933	2,629	200	200
投资活动产生的现金流量净额	-19,514	-16,044	-5,971	-8,400	-8,400
吸收投资收到的现金	166	162	0	0	0
取得借款收到的现金	0	285,354	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	245,566	72	0	0	0
偿还债务支付的现金	-228,896	-268,868	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-7,500	-8,416	-9,376	-9,478	-10,114
其他	-555	-1,045	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	8,781	7,258	-9,376	-9,478	-10,114
现金及现金等价物净增加额	2,108	9,624	2,173	704	1,629
期初现金及现金等价物余额	31,080	33,188	42,812	44,985	45,689
期末现金及现金等价物余额	33,188	42,812	44,985	45,689	47,319

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.48	1.48	1.75	1.75	1.86
每股销售额	19.25	19.82	19.04	19.95	20.91
每股股息	1.04	1.20	1.41	1.41	1.50
同比变动					
收入	11.4%	2.4%	-3.9%	4.8%	4.9%
经营溢利	9.2%	18.0%	-0.7%	8.0%	7.0%
归母净利润	8.3%	10.6%	18.1%	0.1%	6.2%
费用与利润率					
毛利率	31.9%	32.2%	33.5%	33.7%	33.7%
经营利润率	8.3%	9.6%	9.9%	10.2%	10.4%
归母净利率	7.7%	8.3%	10.2%	9.7%	9.8%
回报率					
平均股本回报率	18.1%	18.5%	20.9%	19.9%	20.2%
平均资产回报率	8.0%	7.3%	8.0%	7.9%	8.2%
资产效率					
应收账款周转天数	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
库存周转天数	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0
应付账款周转天数	71.0	71.0	71.0	71.0	71.0
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
现金比率 (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
负债/权益	1.4	1.6	1.6	1.5	1.4
估值					
市盈率 (x)	15.3	15.3	12.9	12.9	12.2
市销率 (x)	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
股息率	4.6%	5.3%	6.2%	6.2%	6.6%

图表 2: 伊利 2023-2024 年上、下半年及全年经营情况及预测

百万人民币	1H23	1H24	YoY	2H23	2H24E	YoY	2023	2024E	YoY
营业收入	66,197	59,915	-9.5%	59,982	61,288	2.2%	126,179	121,203	-3.9%
营业成本	-44,106	-38,931	-11.7%	-40,682	-40,913	0.6%	-84,789	-79,843	-5.8%
税金及附加	-370	-363	-2.0%	-362	-341	-5.9%	-733	-704	-3.9%
毛利润	21,721	20,621	-5.1%	18,937	20,034	5.8%	40,658	40,656	0.0%
毛利率	32.8%	34.4%		31.6%	32.7%		32.2%	33.5%	
销售费用	-11,619	-11,629	0.1%	-10,953	-11,216	2.4%	-22,572	-22,845	1.2%
销售费用率	17.6%	19.4%		18.3%	18.3%		17.9%	18.8%	
管理费用	-2,656	-2,346	-11.7%	-2,498	-2,597	3.9%	-5,154	-4,943	-4.1%
管理费用率	4.0%	3.9%		4.2%	4.2%		4.1%	4.1%	
研发费用	-344	-341	-0.7%	-506	-525	3.6%	-850	-866	1.9%
核心经营利润	7,103	6,304	-11.2%	4,980	5,697	14.4%	12,082	12,002	-0.7%
核心经营利润率	10.7%	10.5%		8.3%	9.3%		9.6%	9.9%	
财务费用	153	332	116.5%	0	52	n.m.	153	383	150.8%
投资净收益	-9	2,628	n.m.	-23	1	-104.6%	-31	2,629	n.m.
资产减值损失	-415	-503	21.4%	-1,111	-997	-10.3%	-1,526	-1,500	-1.7%
其他费用	552	-4	-100.8%	491	537	9.5%	1,043	533	-48.9%
税前盈利	7,384	8,756	18.6%	4,337	5,291	22.0%	11,721	14,047	19.8%
所得税	-1,070	-1,183	10.6%	-367	-545	48.5%	-1,437	-1,728	20.2%
净利润	6,314	7,573	19.9%	3,970	4,746	19.5%	10,284	12,319	19.8%
净利润率	9.5%	12.6%		6.6%	7.7%		8.2%	10.2%	
少数股东权益	9	42	n.m.	-153	-42	-72.7%	-144	0	-100.0%
归母净利润	6,305	7,531	19.4%	4,123	4,788	16.1%	10,429	12,319	18.1%
归母净利润率	9.5%	12.6%		6.9%	7.8%		8.3%	10.2%	

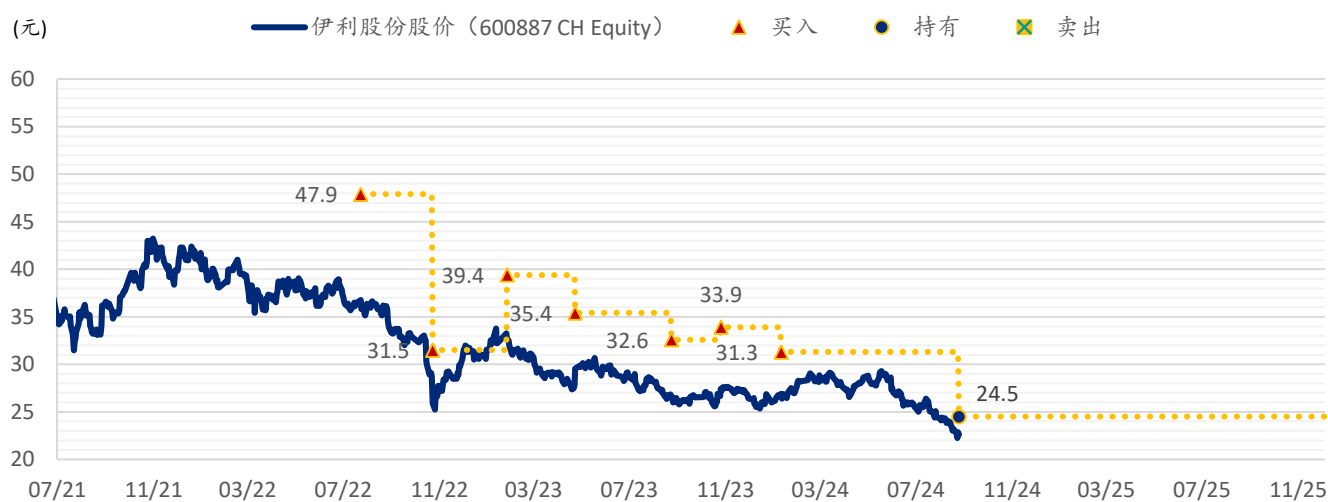
E=浦银国际预测 资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: 伊利 2023-2024 年 1-2 季度和上半年经营情况

百万人民币	1Q23	1Q24	YoY	2Q23	2Q24	YoY	1H23	1H24	YoY
营业收入	33,441	32,577	-2.6%	32,757	27,338	-16.5%	66,197	59,915	-9.5%
营业成本	-22,072	-20,844	-5.6%	-22,034	-18,087	-17.9%	-44,106	-38,931	-11.7%
税金及附加	-162	-181	11.7%	-208	-181	-12.7%	-370	-363	-2.0%
毛利润	11,206	11,552	3.1%	10,514	9,069	-13.7%	21,721	20,621	-5.1%
毛利率	33.5%	35.5%		32.1%	33.2%		32.8%	34.4%	
销售费用	-5,708	-6,010	5.3%	-5,911	-5,619	-4.9%	-11,619	-11,629	0.1%
销售费用率	17.1%	18.4%		18.0%	20.6%		17.6%	19.4%	
管理费用	-1,402	-1,455	3.7%	-1,254	-891	-28.9%	-2,656	-2,346	-11.7%
管理费用率	4.2%	4.5%		3.8%	3.3%		4.0%	3.9%	
研发费用	-150	-145	-2.9%	-194	-196	1.1%	-344	-341	-0.7%
核心经营利润	3,946	3,942	-0.1%	3,156	2,362	-25.1%	7,103	6,304	-11.2%
核心经营利润率	11.8%	12.1%		9.6%	8.6%		10.7%	10.5%	
财务费用	66	262	n.m.	87	69	-20.2%	153	332	116.5%
投资净收益	-25	2,579	n.m.	17	49	191.1%	-9	2,628	n.m.
资产减值损失	-73	-40	-45.4%	-342	-464	35.6%	-415	-503	21.4%
其他费用	347	180	-48.2%	205	-184	-190.0%	552	-4	-100.8%
税前盈利	4,262	6,924	62.5%	3,123	1,833	-41.3%	7,384	8,756	18.6%
所得税	-645	-969	50.2%	-425	-215	-49.5%	-1,070	-1,183	10.6%
净利润	3,617	5,955	64.7%	2,698	1,618	-40.0%	6,314	7,573	19.9%
净利润率	10.8%	18.3%		8.2%	5.9%		9.5%	12.6%	
少数股东权益	2	32	n.m.	7	10	31.5%	9	42	n.m.
归母净利润	3,615	5,923	63.8%	2,690	1,608	-40.2%	6,305	7,531	19.4%
归母净利润率	10.8%	18.2%		8.2%	5.9%		9.5%	12.6%	

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 伊利股份 (600887.CH)



注: 数据截至 2024 年 8 月 30 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	14.7	持有	14.5	2024年8月16日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	76.8	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	1.5	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	268.2	买入	302.5	2024年8月6日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	13.1	持有	13.2	2024年8月28日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	12.7	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	2.6	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	24.3	买入	29.7	2024年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	55.6	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.0	买入	11.2	2024年8月1日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	45.2	持有	65.1	2024年5月6日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	59.5	持有	86.2	2024年5月6日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.7	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	22.6	持有	24.5	2024年8月30日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	13.3	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	4.2	买入	4.65	2024年4月19日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	1.9	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	12.5	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.2	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	10.2	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	45.9	买入	60.6	2024年8月21日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	95.5	买入	108.4	2024年8月28日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	41.3	买入	52.0	2024年7月2日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.3	持有	48.9	2024年8月25日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	42.1	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	24.6	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	24.1	持有	26.8	2024年7月8日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	11.8	持有	14.0	2024年7月8日	酒店

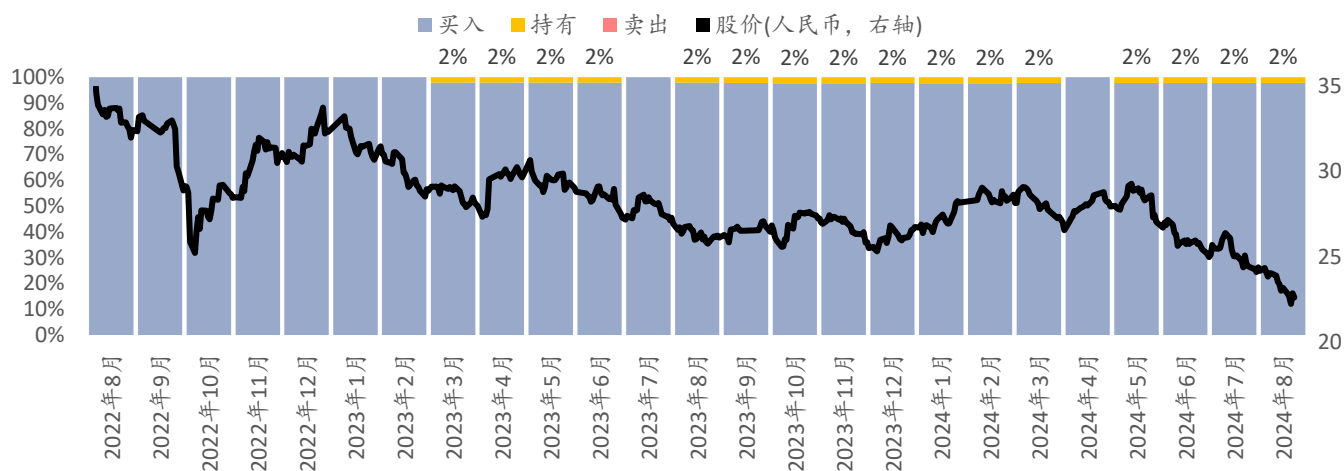
注: 美股截至2024年8月29日收盘价, 港股和A股截至2024年8月30日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。



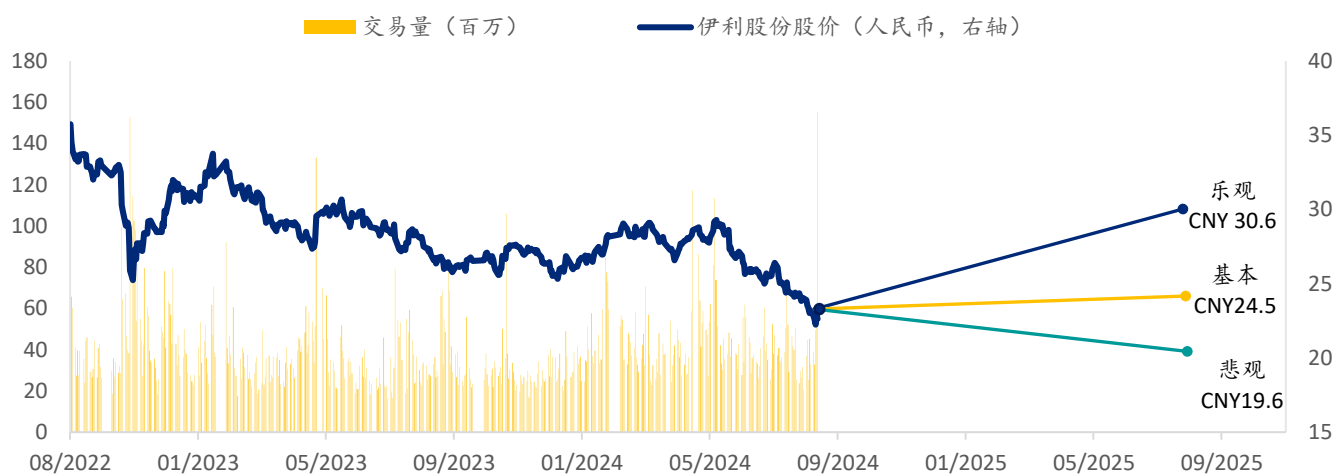
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 伊利 (600887.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 伊利 (600887.CH) 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 30.6 元

概率: 25%

- 2025 年销售单价同比提升超 5%;
- 2025 年液态奶销量增长超 10%;
- 2025 年奶粉业务收入增速同比增长超 15%
- 2025 年广告费用率下降 20bps;

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 人民币 19.6 元

概率: 20%

- 2025 年产品销售单价同比下降 5%;
- 2025 年液态奶销量增长同比下降 8%;
- 2025 年奶粉业务收入同比增长持平
- 2025 年广告费用率同比提升 20bps

资料来源: 浦银国际

## 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

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

