

2024年9月5日

蒙牛乳业 (2319.HK)

公司动态

证券研究报告

食品饮料

## 行业承压，业绩下滑

蒙牛 2024 年上半年收入 446.7 亿/-12.6%，净利润 25.3 亿/-17.2%。乳制品行业供大于求，行业竞争激烈，对业绩产生负面影响。因此我们下调 24/25/26 年净利润至 44.4/49.4/53.3 亿元，对应每 EPS 收益为 1.20/1.33/1.44 港元。维持“买入”评级，目标价为 16.4 港元，较当前股价有 28% 的上涨空间。

### 报告摘要

**液态奶受行业供需影响，市场承压。**24 年上半年液态奶收入 362.6 亿/-12.9%，经营利润 25.5 亿/-9.5%，利润率 7.2%/+0.4pct。上半年原料奶供给过剩，乳制品行业出现下滑。常温奶销量有所下降，但低温鲜奶保持了定力，实现增长，每日鲜语增长达到双位数。低温酸奶仍然承压，收入继续收缩。公司控制了发货节奏，清理了渠道库存，保持合理的费用投放，因此经营利润率略有提升。

**冰淇淋业务下滑。**24 年上半年冰淇淋业务收入 33.7 亿/-21.8%，经营利润 3.8 亿/-46%，利润率 11.4%/-5.2pct。宏观消费信心不足、行业渠道库存偏高、清库存促销力度加大为冰淇淋行业带来多重考验，行业整体销量下滑。艾雪品牌在东南亚市占率依旧领先，印尼市占率第一，菲律宾第二。

**奶酪盈利增长，奶粉业务扭亏。**奶酪业务上半年收入 21.1 亿/-6.3%，经营利润 1.2 亿/+56%，利润率 5.6%/+2.2pct。虽然消费环境承压，收入下滑，但受益于原材料价格的下降，以及公司大幅减少促销折扣，经营利润实现逆势增长。奶粉业务上半年收入 16.4 亿/-13.7%，经营利润 0.23 亿，近三年来首次实现盈利。行业竞争仍然激烈，公司通过品牌聚焦，着力瑞哺恩和贝拉米两大品牌，实现良好效果。

**公司持续推进盈利能力提升。**上半年经营利润为 31.2 亿/4.8%，经营利润率 7%/+0.6pct。毛利率 40.3%/+1.9pct，部分被销售费用率的增加所抵消。管理费用率有所下降，得益于集团实行的费用管控。投资的上游牧业上半年造成亏损 1.7 亿，一定程度拉低了利润率水平。未来公司还将致力于盈利能力的提升，实现高质量发展。

**回购提高股东回报。**公司发布公告，未来 12 个月最高回购 20 亿港元股份，其价值占总市值的 4%。此外公司还计划继续提高分红比例，23 年公司的派息率为 40%。

我们认为当前乳制品消费需求较为疲软，因此我们下调 24/25/26 年净利润至 44.4/49.4/53.3 亿元，对应每 EPS 收益为 1.20/1.33/1.44 港元。维持“买入”评级，目标价为 16.4 港元，较当前股价有 28% 的上涨空间。

**风险提示：行业竞争加剧，消费意愿不达预期，发生严重的食品安全问题。**

人民币百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	88,141	92,593	98,624	90,057	94,112	98,376
增长率(%)		5.05%	6.51%	-8.69%	4.50%	4.53%
净利润	4,964	5,185	4,887	4,444	4,943	5,328
增长率(%)		4.46%	-5.75%	-9.06%	11.22%	7.80%
毛利率(%)	36.75%	35.31%	37.15%	38.12%	38.09%	38.09%
净利率(%)	5.63%	5.60%	4.96%	4.93%	5.25%	5.42%
每股收益(港元)	1.40	1.48	1.34	1.20	1.33	1.44
每股净资产(港元)	11.73	13.98	14.14	14.85	15.61	16.41
市盈率	9.14	8.66	9.55	10.69	9.62	8.92
市净率	1.09	0.92	0.91	0.86	0.82	0.78
股息率	0.9%	1.1%	3.8%	4.4%	4.9%	5.3%
净资产收益率(%)	12.5%	11.3%	9.7%	8.6%	9.1%	9.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信国际预测

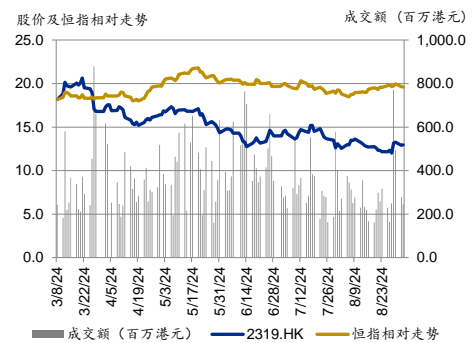
投资评级: **买入**  
目标价格: **16.4 元**  
现价(2024-9-4): 12.82 港元

总市值(百万港元)	51,001.39
流通市值(百万港元)	51,001.39
总股本(百万股)	3,935.29
流通股本(百万股)	3,935.29
12个月低/高(港元)	11.8/21.9
平均成交(百万港元)	354.55

### 股东结构(截止 2023-12-31)

中粮集团	24.1%
Pandanus Partners	8.0%
Brown Brothers	7.2%
Black Rock	6.3%
Brown Brothers Harriman	6.0%
UBS Group	5.3%
Mitsubishi	7.1%
其他股东	26.0%
总计	100.0%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-0.98	-4.44	-44.87
绝对收益	3.18	-8.74	-48.84

数据来源: wind、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

Gloriacao@eif.com.hk

## 1 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

人民币百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>88,141</b>	<b>92,593</b>	<b>98,624</b>	<b>90,057</b>	<b>94,112</b>	<b>98,376</b>
液体奶	76,514	78,269	82,071	73,661	78,104	81,390
YoY		2.3%	4.9%	-10.2%	6.0%	4.2%
奶粉	4,949	3,862	3,802	3,352	3,188	3,188
YoY		-22.0%	-1.6%	-11.8%	-4.9%	0.0%
冰淇淋	4,240	5,652	6,026	5,261	5,787	6,366
YoY		33.3%	6.6%	-12.7%	10.0%	10.0%
奶酪			4,357	4,111	4,316	4,661
YoY				-5.7%	5.0%	8.0%
其他	2,438	4,810	2,368	2,663	2,716	2,771
<b>人民币百万</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>主营业务收入</b>	<b>88,141</b>	<b>92,593</b>	<b>98,624</b>	<b>90,057</b>	<b>94,112</b>	<b>98,376</b>
营业成本	-55,752	-59,904	-61,984	-55,730	-58,264	-60,902
<b>毛利</b>	<b>32,390</b>	<b>32,690</b>	<b>36,640</b>	<b>34,327</b>	<b>35,848</b>	<b>37,474</b>
毛利率	36.7%	35.3%	37.2%	38.1%	38.1%	38.1%
销售费用	-23,488	-22,347	-25,192	-24,008	-24,881	-25,813
占收入比例	-26.6%	-24.1%	-25.5%	-26.7%	-26.4%	-26.2%
管理费用	-3,524	-4,442	-4,743	-4,295	-4,305	-4,499
占收入比例	-4.0%	-4.8%	-4.8%	-4.8%	-4.6%	-4.6%
其他收入/支出	-487	-67	-591	-295	-309	-323
占收入比例	-0.6%	-0.1%	-0.6%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
利息收入	1,027	1,385	1,676	1,843	1,926	2,013
占收入比例	1.2%	1.5%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
财务费用	-743	-1,125	-1,569	-1,783	-1,863	-1,947
占收入比例	-0.8%	-1.2%	-1.6%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
联营合营公司损益	693	409	92	-344	-360	-376
占收入比例	0.8%	0.4%	0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
<b>除税前溢利</b>	<b>5,868</b>	<b>6,503</b>	<b>6,312</b>	<b>5,445</b>	<b>6,056</b>	<b>6,528</b>
所得税	-905	-1,318	-1,425	-1,001	-1,113	-1,200
所得税率	15.4%	20.3%	22.6%	18.4%	18.4%	18.4%
<b>净利润(含少数股东权益)</b>	<b>4,964</b>	<b>5,185</b>	<b>4,887</b>	<b>4,444</b>	<b>4,943</b>	<b>5,328</b>
净利率	5.6%	5.6%	5.0%	4.9%	5.3%	5.4%
少数股东损益	-62	-118	78	151	168	181
<b>净利润(不含少数股东权益)</b>	<b>5,025</b>	<b>5,303</b>	<b>4,809</b>	<b>4,293</b>	<b>4,775</b>	<b>5,147</b>
<b>EPS (港元)</b>	<b>1.40</b>	<b>1.48</b>	<b>1.34</b>	<b>1.20</b>	<b>1.33</b>	<b>1.44</b>
<b>市盈率 (倍)</b>	<b>9.14</b>	<b>8.66</b>	<b>9.55</b>	<b>10.69</b>	<b>9.62</b>	<b>8.92</b>

数据来源: 公司财报, 安信国际预测

## 2 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了港股、A 股中规模较大的餐饮企业，2025 年预测 PE 的平均值在 14x。考虑目前行业的发展空间，给予 25 年 PE 12x。2025 年预测 EPS 为 1.33 港元，对应股价测算 16.0 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 11%，我们长期给予 2% 的增速。合理市值为 661 亿港元，对应股价 16.8 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 16.4 港元，较最新收盘价有 28% 的上涨空间。

图表 2: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2022A	2023	2024E	2025E	2026E	2022A	2023	2024E	2025E	2026E
伊利股份	600887.SH	1,411	CNY	105.6	115.1	134.1	129.5	141.4	13.4	12.3	10.5	10.9	10.0
yoy				-1%	9%	17%	-3%	9%					
光明乳业	600597.SH	104	CNY	4.0	10.7	6.0	6.6	7.0	25.7	9.7	17.2	15.8	14.7
yoy				-44%	164%	-43%	9%	7%					
新乳业	002946.SZ	80	CNY	4.0	4.8	6.1	7.5	9.0	19.7	16.8	13.0	10.6	8.9
yoy				6%	17%	29%	22%	20%					
三元股份	600429.SH	55	CNY	0.4	2.7				133.7	20.4			
yoy				-86%	555%								
妙可蓝多	600882.SH	64	CNY	1.5	0.7	1.6	2.1	2.5	42.1	91.1	40.2	30.4	25.0
yoy				-20%	-54%	127%	32%	21%					
中国飞鹤	6186.HK	384	CNY	55.3	37.4	40.9	43.6	45.9	6.9	10.3	9.4	8.8	8.4
yoy				-34%	-32%	9%	7%	5%					
澳优	1717.HK	33	CNY	2.4	1.9	3.3	4.4	5.0	13.8	17.4	10.1	7.7	6.7
yoy				-81%	-21%	72%	32%	14%					
<b>平均PE</b>									<b>36.5</b>	<b>25.4</b>	<b>16.7</b>	<b>14.0</b>	<b>12.3</b>

注：时间截止2024/9/4，预测值为wind一致预测  
资料来源：wind，安信国际证券研究

图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析

PE	2025年EPS					
	1.08	1.20	1.33	1.47	1.61	
6x	6.5	7.2	8.0	8.8	9.7	
8x	8.6	9.6	10.7	11.7	12.9	
10x	10.8	12.0	13.3	14.7	16.1	
12x	13.0	14.4	16.0	17.6	19.4	
14x	15.1	16.8	18.7	20.5	22.6	
16x	17.3	19.2	21.3	23.5	25.8	
18x	19.4	21.6	24.0	26.4	29.0	

数据来源：安信国际

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

(年结31/12; RMB 000)	FY 2022 实际	FY 2023 实际	FY 2024 预测	FY 2025 预测	FY 2026 预测	FY 2027 预测	FY 2028 预测	FY 2029 预测	FY 2030 预测	FY 2031 预测	FY 2032 预测	FY 2033 预测
营业额	92,593	98,624	90,057	94,112	98,376	102,894						
增长率%		6.5%	-8.7%	4.5%	4.5%	4.6%						
EBIT	6,243	6,206	5,385	5,993	6,462	6,966						
增长率%		-0.6%	-13.2%	11.3%	7.8%	7.8%						
EBIT率%	6.7%	6.3%	6.0%	6.4%	6.6%	6.8%						
有效税率%	20.3%	22.6%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%						
EBIT x (1-有效税率)	4,978	4,805	4,395	4,891	5,275	5,686						
+ 折旧	2,904	3,300	3,605	3,910	4,215	4,520						
+ 摊销												
+ 营运资金变动	932	429	-1,449	365	383	406						
- 资本支出	-4,818	-3,362	-4,065	-4,065	-4,065	-4,065						
<b>自由现金流, FCF</b>	<b>3,996</b>	<b>5,172</b>	<b>2,486</b>	<b>5,102</b>	<b>5,808</b>	<b>6,547</b>	<b>6,678</b>	<b>6,811</b>	<b>6,947</b>	<b>7,086</b>	<b>7,228</b>	<b>7,373</b>
增长率%		29.4%	-51.9%	105.3%	13.8%	12.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
折现年份			-	1	2	3	4	5	6	7	8	9
折现因子			1.0000	0.9009	0.8116	0.7312	0.6587	0.5935	0.5346	0.4817	0.4339	0.3909
<b>FCF现值</b>			<b>2,486</b>	<b>4,596</b>	<b>4,714</b>	<b>4,787</b>	<b>4,399</b>	<b>4,042</b>	<b>3,714</b>	<b>3,413</b>	<b>3,136</b>	<b>2,882</b>
FY2024-33 FCF现值总额			38,169									
永续期价值现值			32,664									
<b>企业价值</b>			<b>70,833</b>									
- 净负债			-4,209									
- 少数股东权益			-6,483									
<b>DCF 估值(HKD 000)</b>			<b>66,089</b>									
假设:												
WACC				11%								
短期增长率				2%								
永续增长率				2%								

数据来源: Wind资讯, 安信国际预测

### 3 风险提示

行业竞争加剧、消费意愿不及预期、发生严重的食品安全问题。

## 4 附录：财务报表预测

### 资产负债表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物项目	12,766	12,444	13,054	12,244	12,267
贸易应收款项	3,660	3,669	3,346	3,497	3,655
预付及其他应收款项	4,640	3,096	2,827	2,954	3,088
存货	8,073	6,088	6,366	6,656	6,957
投资理财	6,827	8,532	8,532	8,532	8,532
其他流动资产	811	300	300	300	300
<b>流动资产总额</b>	<b>36,777</b>	<b>34,128</b>	<b>34,425</b>	<b>34,183</b>	<b>34,799</b>
固定资产及在建工程	23,764	24,064	24,524	24,679	24,529
土地使用权及权益	2,783	2,734	2,734	2,734	2,734
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
于联营及合营企业投资	10,396	10,409	10,409	10,409	10,409
投资理财-非流动	20,240	20,147	20,147	20,147	20,147
递延税项资产	1,601	1,434	1,434	1,434	1,434
其他非流动资产	990	734	734	734	734
<b>非流动资产总额</b>	<b>81,036</b>	<b>81,092</b>	<b>81,552</b>	<b>81,707</b>	<b>81,557</b>
<b>总资产</b>	<b>117,813</b>	<b>115,220</b>	<b>115,977</b>	<b>115,889</b>	<b>116,356</b>
贸易应付款项	10,201	9,499	8,856	9,259	9,678
其他应付款项	13,581	12,892	11,772	12,302	12,860
短期有息债务	9,095	9,807	9,353	8,417	7,576
应付即期税项	227	341	341	341	341
其他流动负债	49	55	55	55	55
<b>流动负债总额</b>	<b>33,153</b>	<b>32,594</b>	<b>30,377</b>	<b>30,374</b>	<b>30,509</b>
长期有息债务	30,014	27,604	28,058	25,252	22,727
递延收入-非流动负债	-	-	-	-	-
递延税负债	3,926	3,730	3,730	3,730	3,730
其他非流动负债	668	641	641	641	641
<b>非流动负债总额</b>	<b>34,608</b>	<b>31,974</b>	<b>32,428</b>	<b>29,623</b>	<b>27,097</b>
<b>总负债</b>	<b>67,761</b>	<b>64,568</b>	<b>62,805</b>	<b>59,997</b>	<b>57,607</b>
股本	360	358	358	358	358
储备	10,466	10,045	10,045	10,045	10,045
留存收益	29,448	34,065	36,433	38,986	41,661
少数股东权益	9,953	6,332	6,483	6,651	6,833
减：库存股	-176	-148	-148	-148	-148
<b>总股东权益</b>	<b>50,052</b>	<b>50,652</b>	<b>53,171</b>	<b>55,892</b>	<b>58,749</b>

### 现金流量表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
息税前利润	6,243	6,206	5,385	5,993	6,462
所得税	-1,044	-1,331	-1,783	-1,863	-1,947
营运资本变动	932	429	-1,449	365	383
折旧及摊销	2,879	3,301	3,605	3,910	4,215
利息支出	-677	-255	-1,001	-1,113	-1,200
<b>经营性现金流净额</b>	<b>8,333</b>	<b>8,349</b>	<b>4,757</b>	<b>7,292</b>	<b>7,913</b>
资本开支	-4,818	-3,362	-4,065	-4,065	-4,065
其他	-10,044	3,076	1,843	1,926	2,013
<b>投资性现金流净额</b>	<b>-14,862</b>	<b>-286</b>	<b>-2,222</b>	<b>-2,139</b>	<b>-2,052</b>
新发股份	27	156	-	-	-
支付股息	-1,517	-1,593	-1,924	-2,222	-2,471
新增债务	7,696	-1,055	-	-3,741	-3,367
其他	-2,059	-4,311	-	-	-
<b>筹资性现金流净额</b>	<b>4,147</b>	<b>-6,802</b>	<b>-1,924</b>	<b>-5,963</b>	<b>-5,838</b>
现金净变动	-2,398	1,508	610	-810	23
现金期初余额	8,092	5,693	12,444	13,054	12,244
<b>现金期末余额</b>	<b>12,766</b>	<b>12,444</b>	<b>13,054</b>	<b>12,244</b>	<b>12,267</b>

数据来源：公司财报，安信国际预测

### 利润表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>92,593</b>	<b>98,624</b>	<b>90,057</b>	<b>94,112</b>	<b>98,376</b>
营业成本	-59,904	-61,984	-55,730	-58,264	-60,902
<b>毛利</b>	<b>32,690</b>	<b>36,640</b>	<b>34,327</b>	<b>35,848</b>	<b>37,474</b>
销售费用	-22,347	-25,192	-24,008	-24,881	-25,813
管理费用	-4,442	-4,743	-4,295	-4,305	-4,499
其他收益及损失	-67	-591	-295	-309	-323
利息收入	1,385	1,676	1,843	1,926	2,013
财务费用	-1,125	-1,569	-1,783	-1,863	-1,947
联营合营公司损益	409	92	-344	-360	-376
<b>除税前利润</b>	<b>6,503</b>	<b>6,312</b>	<b>5,445</b>	<b>6,056</b>	<b>6,528</b>
所得税	-1,318	-1,425	-1,001	-1,113	-1,200
<b>净利润</b>	<b>5,185</b>	<b>4,887</b>	<b>4,444</b>	<b>4,943</b>	<b>5,328</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,303</b>	<b>4,809</b>	<b>4,293</b>	<b>4,775</b>	<b>5,147</b>
EPS (港元)	1.48	1.34	1.20	1.33	1.44
EBITDA	9,147	9,506	8,990	9,903	10,678

### 主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>同比增长率：</b>					
营业收入增长率 (%)		6.5%	-8.7%	4.5%	4.5%
除税前利润增长率 (%)		-2.9%	-13.7%	11.2%	7.8%
净利润增长率 (%)		-5.7%	-9.1%	11.2%	7.8%
<b>盈利能力：</b>					
毛利率 (%)	35.3%	37.2%	38.1%	38.1%	38.1%
净利率 (%)	5.6%	5.0%	4.9%	5.3%	5.4%
ROE (%)	11.3%	9.7%	8.6%	9.1%	9.3%
<b>偿债能力：</b>					
资产负债率 (%)	57.5%	56.0%	54.2%	51.8%	49.5%
流动比率 (x)	1.11	1.05	1.13	1.13	1.14
利息覆盖倍数 (x)	8.13	6.06	5.04	5.32	5.48
股息支付率 (%)	30.7%	39.4%	50.0%	50.0%	50.0%
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	44	42	42	42	42
应收账款周转天数	15	14	14	14	14
应付账款周转天数	58	58	58	58	58
<b>每股资料</b>					
EPS (港元)	1.48	1.34	1.20	1.33	1.44
BPS (港元)	13.98	14.14	14.85	15.61	16.41
每股经营现金 (港元)	2.33	2.33	1.33	2.04	2.21
<b>估值比率</b>					
PE	8.66	9.55	10.69	9.62	8.92
PB	0.92	0.91	0.86	0.82	0.78

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010