



伊利(600887.CH):收入前景依然不明朗, 估值性价比偏低, 维持“持有”

• **维持“持有”评级:** 伊利 3Q24 归母净利润同比增长 8.5%，略好于我们的预期。然而，伊利 3Q24 貌似优异的净利表现并不能改变我们对公司未来前景的担忧，原因是 (1) 伊利 3Q24 利润率扩张主要受益于原奶价格同比大幅下降，而这一趋势显然不可持续并可能在明年出现反转，(2) 终端需求依然疲弱，消费者对液态奶的消费意愿未见显著改善，(3) 公司连续三个季度销售费用率同比较大程度上升，意味着公司降本增效抵御经营负杠杆的空间有限。展望 2025 年，如果收入依然疲弱，而原奶价格下降对毛利率的帮助逐渐消失，我们担心伊利的经营利润率可能承压，净利润增长空间受限。基于较为不明朗的业绩前景，我们认为伊利目前的估值(16x 2025 P/E)缺乏足够的性价比。维持伊利“持有”评级，上调目标价至人民币 32.1 元(18x 2025 P/E)。

• **液态奶终端需求依然疲弱，婴配粉维持强劲增长:** 液体乳 3Q24 收入同比下降 10.3%，降幅相较 2Q24 (下降 19.6%) 大幅收窄。伊利清理渠道库存在 7 月已完成，8-9 月的渠道库存已回到健康的水平 (20 多天)。管理层预计 4Q24 的收入表现相较 3Q24 将有进一步的边际改善。然而，基于我们的渠道调研，液态奶终端需求依旧疲弱，伊利 3Q24 液态奶终端零售流水同比尚未实现正增长。分品类来看，低温产品保持增长，常温白奶的表现好于乳饮料，金典的增速依然高于基础白奶。奶粉及奶制品 3Q24 的收入同比增长 6.6%，其中婴配粉收入实现双位数增长。冷饮 3Q24 淡季收入同比下降 16.7%。

• **3Q24 毛利率大幅扩张趋势恐不可持续:** 伊利 3Q24 毛利率同比扩张 2.4ppt，扩张幅度环比前两个季度有所加大，主要归功于 (1) 原奶价格同比高个位数下降，(2) 清库存结束令销售单价下滑的趋势有所减弱。我们不排除 4Q24 毛利率有望继续录得较大幅度的扩张。然而，随着原奶供需逐步实现平衡，原奶价格下滑趋势有望止步于 2025 年。因此，我们预计伊利 2025 年毛利率扩张的幅度将可能大幅收窄。

• **降本增效抵御经营负杠杆的空间有限:** 收入下滑带来经营负杠杆，令 3Q24 销售费用率同比增加 1.1ppt。这再次验证了我们的观点：由于伊利本身在销售端的市场投放与营销效率较高，因此降本增效的空间相对小于主要竞争对手。管理费用 3Q24 同比大幅下降 15.7%，部分抵消了销售费用率的压力，帮助公司 3Q24 核心经营利润同比增长 9.2%，经营利润率同比扩张 1.7ppt。

• **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	117,901	124,741	131,018
同比变动 (%)	11.4%	2.4%	-6.6%	5.8%	5.0%
归母净利润	9,431	10,429	12,562	12,501	13,029
同比变动 (%)	8.3%	10.6%	20.5%	-0.5%	4.2%
PE (X)	18.9	18.9	15.7	15.7	15.1
ROE (%)	18.1%	18.5%	21.3%	20.2%	20.0%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、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 10 月 31 日

伊利 (600887.CH)

持有

目标价 (人民币)	32.1
潜在升幅/降幅	+15.1%
目前股价 (人民币)	27.9
52 周内股价区间 (人民币)	21.1-32.0
总市值 (百万人民币)	177,674
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	1,716.3

注: 截至 2024 年 10 月 31 日收盘价

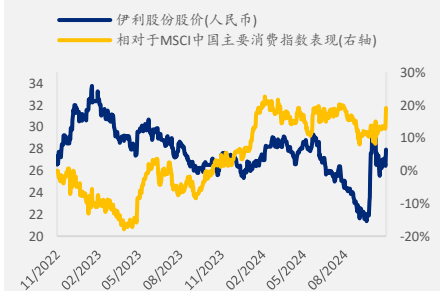
市场预期区间



▲ 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	117,901	124,741	131,018
同比	11.4%	2.4%	-6.6%	5.8%	5.0%
营业成本	-83,119	-84,789	-77,090	-81,362	-85,495
税金及附加	-742	-733	-740	-783	-823
毛利	39,311	40,658	40,070	42,596	44,701
毛利率	31.9%	32.2%	34.0%	34.1%	34.1%
销售费用	-22,908	-22,572	-22,854	-24,001	-25,210
管理费用	-5,343	-5,154	-4,638	-4,846	-5,053
其他经营收入及收益	-822	-850	-842	-891	-936
经营利润	10,238	12,082	11,736	12,858	13,502
经营利润率	8.3%	9.6%	10.0%	10.3%	10.3%
财务费用	255	153	656	780	852
其他收益	964	1,098	1,150	1,150	1,150
投资净收益	244	-31	2,599	200	200
减值损失/收益	-841	-1,429	-1,687	-490	-490
营业利润	10,860	11,873	14,454	14,498	15,214
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	14,324	14,368	15,084
所得税	-1,312	-1,437	-1,762	-1,767	-1,855
所得税率	-12.3%	-12.3%	-12.3%	-12.3%	-12.3%
净利润	9,318	10,284	12,562	12,601	13,229
减：少数股东损益	-113	-144	0	100	200
归母净利润	9,431	10,429	12,562	12,501	13,029
归母净利率	7.7%	8.3%	10.7%	10.0%	9.9%
同比	8.3%	10.6%	20.5%	-0.5%	4.2%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	33,853	43,372	46,746	47,522	49,136
现金及等价物	33,188	42,812	46,186	46,962	48,576
其他	665	559	559	559	559
应收票据及应收账款	3,250	3,305	2,584	2,734	2,872
预付款项	1,834	1,480	1,755	1,857	1,950
其他应收款	200	195	195	195	195
存货	14,836	12,512	11,405	12,037	12,649
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	71,177	72,837	75,293
长期股权投资	4,563	4,408	4,408	4,408	4,408
固定资产	33,735	35,242	37,811	40,534	42,711
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	85,011	87,860	90,110
短期借款	26,799	39,755	47,000	47,000	47,000
应付票据及应付账款	16,807	14,840	14,996	15,827	16,630
合同负债	8,913	8,696	8,696	8,696	8,696
应付职工薪酬	3,642	4,006	3,486	3,689	3,874
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	83,742	84,775	85,764
长期借款	9,298	11,705	6,000	6,000	6,000
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	11,735	11,735	11,735
股本	20,635	19,746	19,746	19,746	19,746
储备	29,633	33,793	37,185	40,560	44,078
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	60,712	64,187	67,905

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	12,562	12,601	13,229
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	656	780	852
存货的减少	-3,889	1,789	1,107	-632	-611
经营性应收项目的减少	-907	-261	446	-252	-231
经营性应付项目的增加	2,783	-1,751	-363	1,033	990
其他	986	1,868	-1,240	498	537
经营活动产生的现金流量净额	13,420	18,290	17,661	19,082	20,377
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	2,599	200	200
投资活动产生的现金流量净额	-19,514	-16,044	-6,001	-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	1,540	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	-9,826	-9,906	-10,363
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	-8,286	-9,906	-10,363
现金及现金等价物净增加额	2,108	9,624	3,374	776	1,614
期初现金及现金等价物余额	31,080	33,188	42,812	46,186	46,962
期末现金及现金等价物余额	33,188	42,812	46,186	46,962	48,576

财务和估值比率

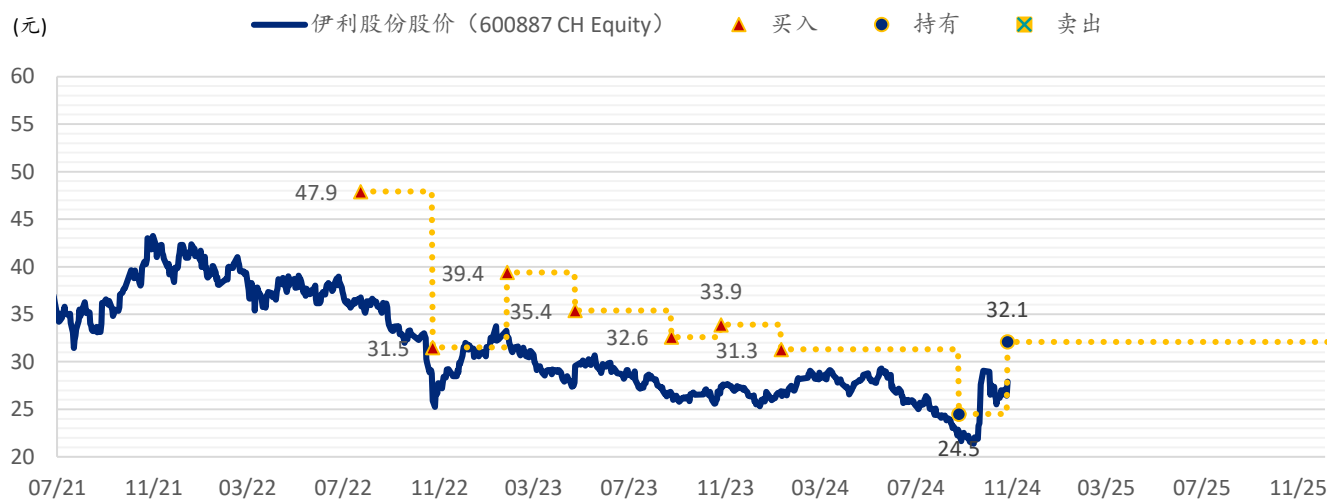
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.48	1.48	1.78	1.77	1.85
每股销售额	19.25	19.82	18.52	19.59	20.58
每股股息	1.04	1.20	1.44	1.43	1.49
同比变动					
收入	11.4%	2.4%	-6.6%	5.8%	5.0%
经营溢利	9.2%	18.0%	-2.9%	9.6%	5.0%
归母净利润	8.3%	10.6%	20.5%	-0.5%	4.2%
费用与利润率					
毛利率	31.9%	32.2%	34.0%	34.1%	34.1%
经营利润率	8.3%	9.6%	10.0%	10.3%	10.3%
归母净利率	7.7%	8.3%	10.7%	10.0%	9.9%
回报率					
平均股本回报率	18.1%	18.5%	21.3%	20.2%	20.0%
平均资产回报率	8.0%	7.3%	8.2%	8.0%	8.1%
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	0.8	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)	18.9	18.9	15.7	15.7	15.1
市销率 (x)	1.5	1.4	1.5	1.4	1.4
股息率	3.7%	4.3%	5.2%	5.1%	5.4%

图表 2：伊利 1Q24-3Q24 经营情况

百万人民币	1Q23	1Q24	YoY	2Q23	2Q24	YoY	3Q23	3Q24	YoY
营业收入	33,441	32,577	-2.6%	32,757	27,338	-16.5%	31,207	29,125	-6.7%
营业成本	-22,072	-20,844	-5.6%	-22,034	-18,087	-17.9%	-21,039	-18,917	-10.1%
税金及附加	-162	-181	11.7%	-208	-181	-12.7%	-156	-163	4.1%
毛利润	11,206	11,552	3.1%	10,514	9,069	-13.7%	10,012	10,044	0.3%
毛利率	33.5%	35.5%		32.1%	33.2%		32.1%	34.5%	
销售费用	-5,708	-6,010	5.3%	-5,911	-5,619	-4.9%	-5,578	-5,523	-1.0%
销售费用率	17.1%	18.4%		18.0%	20.6%		17.9%	19.0%	
管理费用	-1,402	-1,455	3.7%	-1,254	-891	-28.9%	-1,222	-1,030	-15.7%
管理费用率	4.2%	4.5%		3.8%	3.3%		3.9%	3.5%	
研发费用	-150	-145	-2.9%	-194	-196	1.1%	-209	-215	3.0%
核心经营利润	3,946	3,942	-0.1%	3,156	2,362	-25.1%	3,002	3,277	9.2%
核心经营利润率	11.8%	12.1%		9.6%	8.6%		9.6%	11.3%	
财务费用	66	262	n.m.	87	69	-20.2%	127	264	107.9%
投资净收益	-25	2,579	n.m.	17	49	191.1%	45	31	-30.2%
资产减值损失	-73	-40	-45.4%	-342	-464	35.6%	-83	-183	120.7%
其他费用	347	180	-48.2%	205	-184	-190.0%	442	357	-19.1%
税前盈利	4,262	6,924	62.5%	3,123	1,833	-41.3%	3,533	3,747	6.1%
所得税	-645	-969	50.2%	-425	-215	-49.5%	-478	-424	-11.3%
净利润	3,617	5,955	64.7%	2,698	1,618	-40.0%	3,056	3,324	8.8%
净利润率	10.8%	18.3%		8.2%	5.9%		9.8%	11.4%	
少数股东权益	2	32	n.m.	7	10	31.5%	-19	-14	-28.3%
归母净利润	3,615	5,923	63.8%	2,690	1,608	-40.2%	3,075	3,337	8.5%
归母净利润率	10.8%	18.2%		8.2%	5.9%		9.9%	11.5%	

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 伊利股份 (600887.CH)



注: 数据截至 2024 年 10 月 31 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

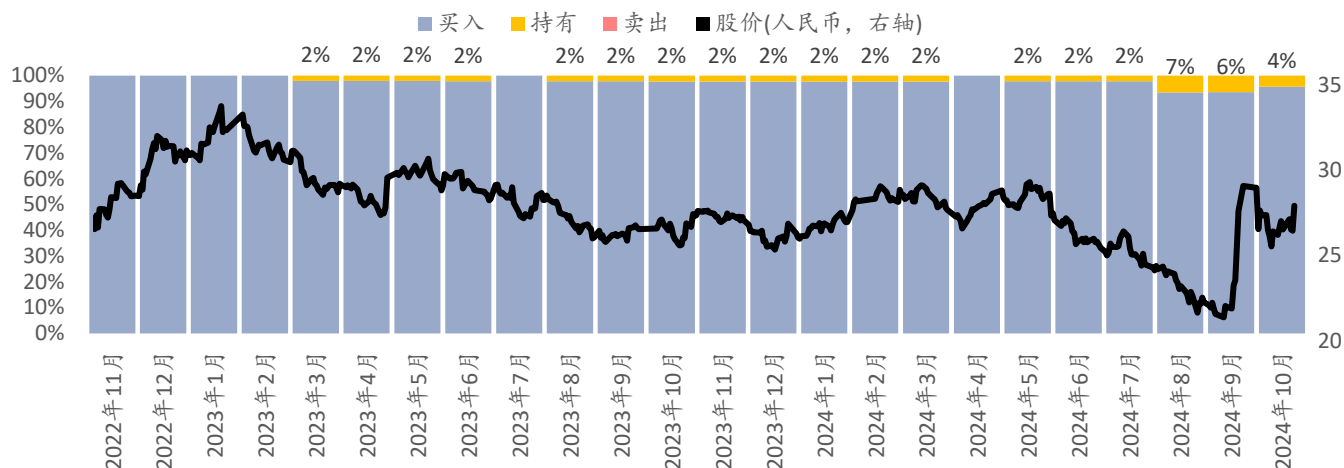
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	15.9	持有	15.94	2024 年 10 月 23 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	83.0	买入	119.8	2024 年 10 月 11 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024 年 8 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.6	买入	3.07	2024 年 10 月 24 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.5	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	44.7	买入	38.8	2024 年 8 月 6 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	349.8	买入	302.5	2024 年 8 月 6 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	15.7	买入	19.5	2024 年 10 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	12.9	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	16.5	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	3.4	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	26.5	买入	26.3	2024 年 8 月 5 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	28.9	买入	29.7	2024 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	58.0	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.1	买入	9.85	2024 年 10 月 31 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	50.2	持有	58.4	2024 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	67.1	持有	70.6	2024 年 10 月 30 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.2	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.9	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.4	买入	16.2	2024 年 8 月 29 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.4	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.9	买入	5.21	2024 年 9 月 3 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.0	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	16.2	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.3	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	4.9	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	70.5	买入	78.9	2024 年 10 月 23 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	95.8	买入	115.0	2024 年 10 月 25 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	52.9	买入	52.0	2024 年 7 月 2 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	59.9	持有	62.1	2024 年 10 月 31 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	52.4	持有	55.5	2024 年 10 月 25 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	26.5	买入	24.0	2024 年 8 月 30 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	28.8	买入	28.0	2024 年 8 月 21 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	37.5	买入	35.4	2024 年 8 月 21 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	27.0	持有	26.8	2024 年 7 月 8 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	13.9	持有	15.5	2024 年 10 月 31 日	酒店

注: 美股截至 2024 年 10 月 30 日收盘价, 港股及 A 股截至 2024 年 10 月 31 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

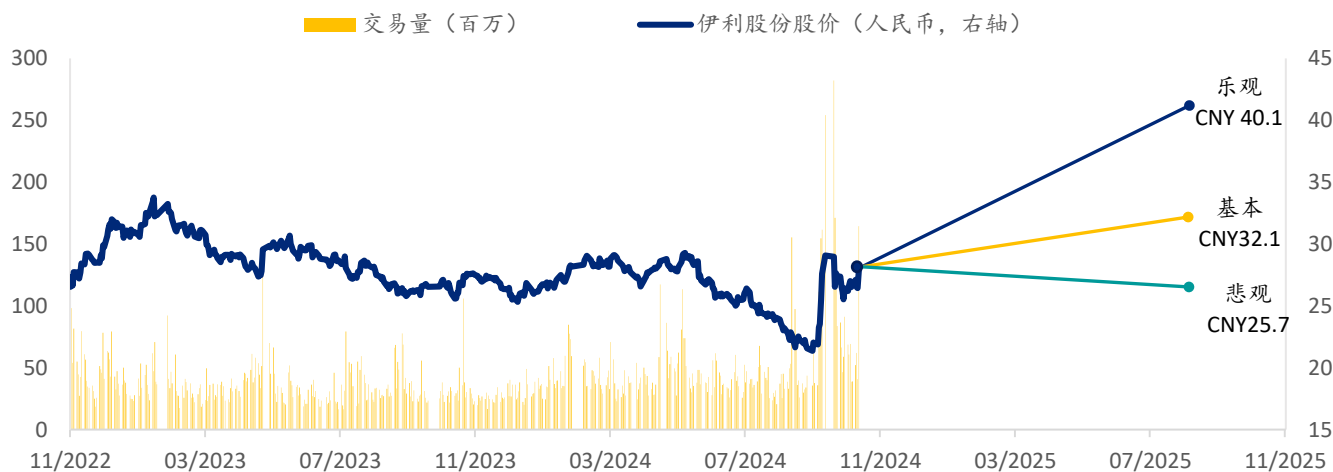
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 5: 伊利 (600887.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 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 40.1 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 25.7 元

概率: 20%

- 2025 年产品销售单价同比下降 4%;
- 2025 年液态奶销量增长同比持平;
- 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

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

