

傳音控股 (688036.CH): 四季度營收和利潤環比改善

重申傳音控股的“買入”評級，下調目標價至人民幣 114.2 元，潛在升幅 16.9%。

- 重申傳音控股“買入”評級：**傳音披露業績快報，公司 2024 年四季度業績有較好的環比改善。這為公司 2025 年的基本面增長奠定良好的基礎。根據 IDC，2024 年傳音智能手機出貨量排名全球第四，份額達 8.7%，較 2023 年繼續增長。展望 2025 年，我們預期公司在如下方面仍有較好的增長動能：1) 智能手機出貨量增長動能和確定性都比較高。公司將在東南亞和拉美地區發力，推動手機業務盤持續向上；2) 扩品類業務中，數碼配件以及儲能產品預計將保持較高增速；3) 移動互聯業務增速會加快，而且得益於規模效應帶來的經營性杠桿，該業務板塊的利潤增速將超過收入增速。從中長期來看，AI 以及 DeepSeek 帶動行業發展，有望給公司手機端側業務提供增量，並有望改善成本空間。傳音當前市盈率估值為 18.3x，考慮端側 AI 高漲的市場情緒，估值具备上行空間，我們重申傳音的“買入”評級。
- 傳音 4Q24 营收和利潤環比改善。**根據業績快報，傳音四季度收入預計達人民幣 174.9 億元，同比下降 9%，環比增長 5%。收入趨勢與公司智能手機出貨量趨勢類似。根據 IDC，傳音四季度智能手機出貨量同比下降 4%，環比增長 6%。傳音四季度淨利潤達到人民幣 16.9 億元，同比增長 2%，環比增長 60%。根據四季度業績快報以及對傳音未來發展的展望，我們調整傳音 2025 年和 2026 年的盈利預測。
- 估值：**我們採用 DCF 估值方法對傳音控股進行估值。我們採用 1.8% 的無風險利率，並假設傳音控股 2030 年到 2034 年的成長率為 10%，永續增長率為 3%，WACC 是 6.1%。我們得到人民幣 114.2 元的目標價，潛在升幅 16.9%。
- 投資風險：**全球，尤其海外發展中地區，經濟波動較大，造成智能手機出貨量增長乏力，增速低於預期。行業競爭加劇，公司手機份額提升不如預期，或者利潤率承壓。上游元器件、原材料等成本上升，侵蝕公司毛利空間。公司新業務投入過大，費用增長過快。AI，尤其是端側 AI，落地速度較於預期。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2023-2027E)

人民币百万元	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,295	68,743	78,105	89,470	100,537
总收入同比增速	34%	10%	14%	15%	12%
毛利率	24.5%	21.4%	21.3%	21.8%	22.0%
净利润	5,537	5,590	6,080	7,363	8,511
净利润同比增速	123%	1%	9%	21%	16%
目标 P/E (x)	16.6	23.3	21.4	17.7	15.3

E=浦銀國際預測 資料來源：公司報告、浦銀國際

沈岱

首席科技分析師

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

馬智焱

科技分析師

ivy_ma@spdbi.com

(852) 2809 0300

黃佳琦

科技分析師

sia_huang@spdbi.com

(852) 2809 0355

2025 年 2 月 27 日

買入

評級

114.2

+16.9%

97.7

52 周內股價區間 (人民幣)

71-129.51

總市值 (百萬人民幣)

111,424

近 3 月日均成交額 (百萬人民幣)

773.1

注：截至 2025 年 2 月 26 日收盤價

市場預期區間



▲ SPDBI 目標價 ◆ 目前價 ◆ 市場預期區間
資料來源：Bloomberg、浦銀國際

股價表現



資料來源：Bloomberg、浦銀國際

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,295	68,743	78,105	89,470	100,537
销货成本	(47,063)	(54,052)	(61,432)	(69,956)	(78,416)
毛利润	15,232	14,691	16,673	19,515	22,122
经营支出	(8,656)	(9,255)	(10,350)	(11,711)	(13,000)
销售费用	(2,256)	(2,465)	(2,778)	(3,149)	(3,503)
管理费用	(4,893)	(5,068)	(5,655)	(6,408)	(7,127)
研发费用	(1,507)	(1,723)	(1,917)	(2,153)	(2,370)
经营利润	6,576	5,436	6,324	7,804	9,122
非经营收入	138	1,152	838	864	888
财务费用	176	122	177	202	227
投资收益	195	710	342	342	342
其他	(232)	320	320	320	320
税前利润	6,714	6,588	7,162	8,668	10,010
税务费用	(1,127)	(940)	(1,024)	(1,247)	(1,442)
税后利润含少数股东权益	5,587	5,648	6,137	7,421	8,568
少数股东权益	50	58	58	58	58
净利润	5,537	5,590	6,080	7,363	8,511
基本股数(百万)	804	1,140	1,140	1,140	1,140
摊销股数(百万)	804	1,140	1,140	1,140	1,140
基本每股收益(元)	6.89	4.90	5.33	6.46	7.46
摊销每股收益(元)	3.08	4.90	5.33	6.46	7.46

资产负债表

人民币百万元	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
货币资金和受限资金	12,599	7,712	1,026	(6,171)	(14,758)
应收账款和应收票据	1,965	2,168	2,464	2,822	3,171
存货	10,443	12,234	14,182	16,473	18,835
其他流动负债	15,125	16,690	18,963	21,723	24,410
流动资产合计	40,132	38,804	36,636	34,848	31,658
物业、厂房及设备	3,065	3,123	3,425	3,953	4,678
无形资产	509	448	395	348	307
其他非流动资产	2,415	2,415	2,415	2,415	2,415
总资产	46,121	44,791	42,872	41,565	39,059
短期借款	1,512	2,387	2,308	2,179	2,073
应付账款和应付票据	19,142	19,786	20,238	20,742	20,925
其他流动负债	3,245	3,580	4,068	4,660	5,236
流动负债合计	23,898	25,754	26,615	27,581	28,235
其他负债	4,046	4,046	4,046	4,046	4,046
总负债	27,944	29,800	30,661	31,628	32,281
股本	807	807	807	807	807
储备	7,028	3,843	1,062	(1,212)	(4,371)
未分配利润	10,126	10,126	10,126	10,126	10,126
少数股东权益	122	122	122	122	122
其他综合收益	95	95	95	95	95
股东权益总额	18,177	14,991	12,210	9,937	6,778
负债和股东权益总计	46,121	44,791	42,872	41,565	39,059

现金流量表

人民币百万元	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	11,890	3,940	3,353	3,883	4,731
税前利润	6,714	6,588	7,162	8,668	10,010
折旧	259	869	797	787	817
摊销	56	60	53	47	41
其他经营活动现金流	6,057	(180)	(234)	(260)	(285)
营运资金变动	896	(2,580)	(3,577)	(4,313)	(4,638)
应收账款减少(增加)	(678)	(203)	(295)	(359)	(349)
库存减少(增加)	(4,359)	(1,791)	(1,948)	(2,291)	(2,362)
应付账款增加(减少)	11,084	644	453	503	183
其他经营资金变动	(5,150)	(1,230)	(1,785)	(2,167)	(2,111)
税务费用	(2,030)	(940)	(1,024)	(1,247)	(1,442)
利息收入(支出)	(63)	122	177	202	227
投资活动现金流	(6,134)	(927)	(1,099)	(1,314)	(1,542)
资本支出	(803)	(927)	(1,099)	(1,314)	(1,542)
取得或购买长期投资	-	-	-	-	-
其他投资活动现金流	(5,331)	-	-	-	-
融资活动现金流	(3,390)	(7,900)	(8,940)	(9,765)	(11,776)
借款	529	876	(79)	(129)	(106)
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(3,937)	(8,776)	(8,861)	(9,636)	(11,670)
其他融资活动现金流	18	-	-	-	-
外汇损益	17	-	-	-	-
现金及现金等价物净流量	2,383	(4,887)	(6,686)	(7,197)	(8,588)
期初现金及现金等价物	8,646	11,029	6,142	(544)	(7,740)
期末现金及现金等价物	11,029	6,142	(544)	(7,740)	(16,328)

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
营运指标增速	34%	10%	14%	15%	12%
营业收入增速	53%	-4%	13%	17%	13%
毛利润增速	122%	-17%	16%	23%	17%
净利润增速	123%	1%	9%	21%	16%
盈利能力					
净资产收益率(平均)	33%	34%	45%	66%	102%
总资产报酬率	14%	12%	14%	17%	21%
投入资本回报率	39%	37%	51%	75%	119%
利润率					
毛利率	24%	21%	21%	22%	22%
营业利润率	11%	8%	8%	9%	9%
净利润率	9%	8%	8%	8%	8%
营运能力					
现金循环周期	(32)	(44)	(30)	(16)	(4)
应收账款周转天数	10	11	11	11	11
存货周期天数	64	77	78	80	82
应付账款周转天数	105	131	119	107	97
净债务(净现金)	(11,087)	(5,324)	1,282	8,350	16,831
自由现金流	4,954	1,919	1,473	1,763	2,358

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、ifind、浦银国际预测

传音控股 4Q24 业绩快报

根据 4Q24 业绩快报，传音市占率及毛利率提升速率略低于我们此前的预期，以及对传音未来发展的展望，我们下调传音控股 2025 年和 2026 年的收入和利润预测。

图表 2：传音控股 4Q24 业绩快报详情

人民币百万	4Q24	4Q23	同比	3Q24	环比
营业收入	17,491	19,273	(9%)	16,693	5%
净利润	1,687	1,653	2%	1,051	60%
扣非净利润	1,361	1,625	(16%)	820	66%

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：传音控股业绩预测：新预测 vs 前预测（2025E - 2027E）

人民币百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	78,105	86,565	(10%)	89,470	98,368	(9%)	100,537	100,537	0
毛利润	16,673	21,326	(22%)	19,515	24,391	(20%)	22,122	22,122	0
经营利润	6,324	10,393	(39%)	7,804	12,245	(36%)	9,122	9,122	0
净利润	6,080	8,247	(26%)	7,363	9,739	(24%)	8,511	8,511	0
每股收益（人民币）	5.33	10.26	(48%)	6.46	12.11	(47%)	7.46	7.46	0
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	21.3%	24.6%	(3.3)	21.8%	24.8%	(3.0)	22.0%	22.0%	0
营业费用率	13.3%	12.6%	0.6	13.1%	12.3%	0.7	12.9%	12.9%	0
营业利润率	8.1%	12.0%	(3.9)	8.7%	12.4%	(3.7)	9.1%	9.1%	0
净利率	7.8%	9.5%	(1.7)	8.2%	9.9%	(1.7)	8.5%	8.5%	0

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

● 估值

我们采用 DCF (Discounted Cash Flow, 现金流量贴现法) 估值方法, 对传音控股进行估值。我们假设传音控股 2030 年到 2034 年的成长率为 10%, 永续增长率为 3%。另外, 我们假设 WACC (Weighted Average Cost of Capital, 加权平均资本成本) 是 6.1%。其他基本假设可以参考下方两个表格。我们得到传音控股目标价人民币 114.2 元, 维持“买入”评级, 潜在升幅 16.9%。

图表 4: 传音控股 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.01	债务成本	4.5%
无风险利率	1.8%	债务股本比	13.7%
股权风险溢价	4.6%	所得税率	18.1%
股本成本	6.7%	WACC	6.1%

注: WACC, Weighted Average Cost of Capital, 加权平均资本成本

资料来源: 浦银国际预测

图表 5: 传音控股自由现金流预测

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035 往后
营业收入	78,105	89,470	100,537	111,233	127,333	140,066	154,073	169,480	186,428	205,071	
营收增速	14%	15%	12%	11%	14%	10%	10%	10%	10%	10%	
经营利润	6,324	7,804	9,122	10,524	12,537	14,007	15,407	16,948	18,643	20,507	
经营利润率	8.1%	8.7%	9.1%	9.5%	9.8%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
加: 折旧及摊销	850	833	858	907	968	1,065	1,171	1,289	1,417	1,559	
EBITDA	7,174	8,637	9,980	11,430	13,506	15,072	16,579	18,237	20,060	22,066	
EBITDA 率	9.2%	9.7%	9.9%	10.3%	10.6%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	
所得税率	14.3%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	
资本支出	(1,099)	(1,314)	(1,542)	(1,784)	(2,131)	(2,344)	(2,578)	(2,836)	(3,120)	(3,226)	
资本支出率	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	
净营运资本变动	(3,577)	(4,313)	(4,638)	(4,886)	(6,495)	(7,144)	(7,858)	(8,644)	(9,509)	(10,460)	
自由现金流	1,593	1,887	2,486	3,245	3,074	3,566	3,923	4,315	4,747	5,427	193,435
永续增长率											3.0%

资料来源: 浦银国际预测

图表 6: 传音控股 DCF 估值预测

WACC	自由现金流现值 (人民币百万)	净现金 (百万)	权益价值 (百万)	股数 (百万)	每股价值 (人民币)
6.1%	124,933	5,324	130,257	1,140	114.2

资料来源: 浦银国际预测

图表 7: 传音控股市盈率历史均值 22.2x, 当前估值 17.2x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: SPDBI 目标价: 传音控股



注: 截至 2025 年 2 月 26 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: SPDBI 科技行业覆盖公司

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
1810 HK Equity	小米集团-W	53.2	买入	23.6	26/8/2024	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	97.7	买入	114.2	27/2/2025	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	247.0	买入	264.9	10/10/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	55.7	买入	34.2	2/9/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	37.1	买入	41.6	28/10/2024	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	45.0	买入	46.1	26/8/2024	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	29.3	买入	27.1	7/1/2025	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	48.1	买入	28.8	25/3/2024	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	91.2	买入	57.0	26/8/2024	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	7.7	买入	5.1	13/8/2024	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	148.5	买入	130.8	28/10/2024	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	4.3	买入	5.5	21/11/2024	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	34.8	买入	42.6	21/11/2024	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	19.1	买入	15.2	20/11/2024	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	81.7	买入	59.3	20/11/2024	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	29.8	买入	30.8	4/11/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	128.7	买入	120.0	4/11/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	36.0	买入	40.6	16/1/2025	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	302.8	持有	210.8	24/10/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	389.8	买入	335.0	4/11/2024	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	372.1	买入	357.7	4/11/2024	新能源汽车
HSAI US Equity	禾赛科技	17.4	买入	13.1	16/12/2024	激光雷达
2498 HK Equity	速腾聚创	49.2	买入	32.7	16/12/2024	激光雷达
MBLY US Equity	Mobileye	16.1	买入	16.2	1/11/2024	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	57.4	买入	55.6	13/2/2025	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	104.0	买入	120.1	13/2/2025	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	38.6	买入	27.7	14/2/2025	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	57.3	买入	55.2	14/2/2025	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	1,060.0	买入	1401.1	22/10/2024	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	189.4	买入	256.3	22/10/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	50.2	买入	56.4	17/10/2024	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	27.1	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	46.3	买入	43.4	26/8/2024	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	44.2	买入	53.4	31/10/2024	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	31.6	买入	38.7	31/10/2024	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	95.1	买入	112.4	30/10/2024	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	35.7	买入	38.7	14/8/2024	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	19.1	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	126.6	买入	147.6	30/8/2024	AI 芯片
AMD US Equity	超威半导体	104.0	买入	168.7	28/11/2024	AI 芯片
INTC US Equity	英特尔	23.0	卖出	20.4	28/11/2024	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	161.2	买入	205.7	7/2/2025	AI 芯片
2454 TT Equity	联发科	1,560.0	买入	1820.8	10/2/2025	AI 芯片

注: A 股截至 2025 年 2 月 26 日收盘价, 美股截至 2025 年 2 月 25 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

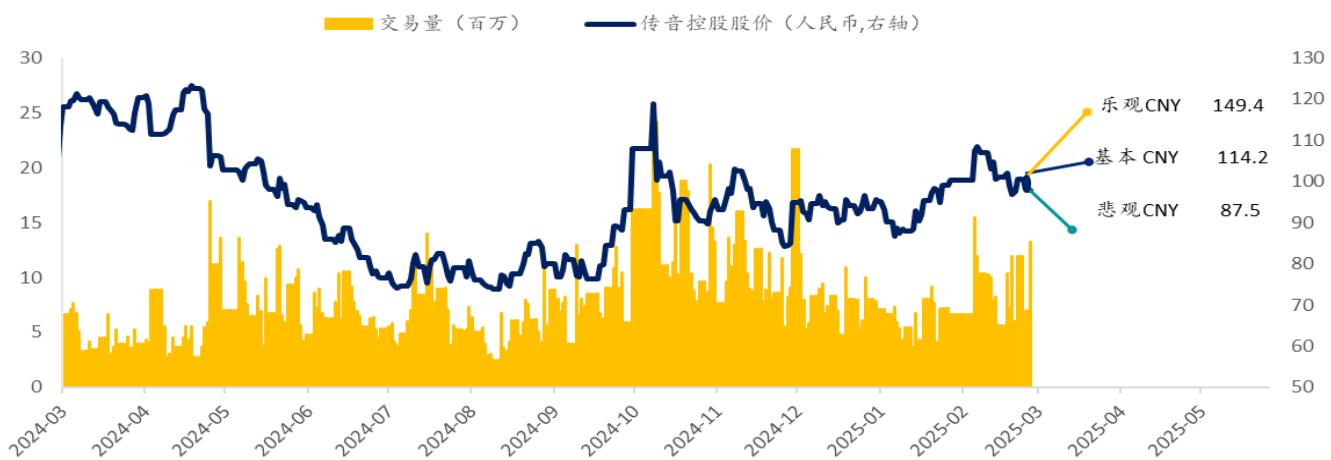
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 10：传音控股市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11：传音控股 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：人民币 149.4 元 (概率：15%)

- 海外，尤其是发展中地区，智能手机等消费电子行业产品需求复苏高于预期；
- 公司在非洲以外的部分新兴国家拓展顺利，带动毛利率提升；
- 非洲市场功能机切换智能机速度快于预期，推动传音手机平均单价继续上升。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：人民币 87.5 元 (概率：15%)

- 海外，尤其是发展中地区，智能手机等消费电子行业产品需求恢复不如预期；
- 行业竞争再次加剧，利润率承压；
- 公司新业务投入持续增加，拖累业绩表现。

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团 - 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联属公司、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关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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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及的股票，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及的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提及的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及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

