

蒙牛 (2319.HK): 行业竞争年内有望缓和, 长期依然看好盈利能力提升

- **维持“买入”评级:** 2024 年上半年积极的去库存令蒙牛目前的库存水平处于较为健康的水平, 同时也为公司的出货量带来了较低的基数。一旦需求回暖, 收入 (sell-in) 增长有望快于终端零售 (sell-through) 的增长。另外, 公司 2024 年经营利润率的超预期扩张除了得益于原奶价格下降以外, 也归功于新管理层团队在提质增效方面的强大执行力。在 2024 年已经非常高的经营利润率 (8.2%) 基础上, 管理层维持 2025-2027 平均每年经营利润率提升 30-50bps 的目标, 意味着公司经营利润率在 2027 年要达到至少 9.0% 以上。这一长期目标虽然充满挑战, 但也体现了管理层提升公司盈利能力的强大决心。考虑当前公司较低的估值水平, 我们上调蒙牛目标价至 23.0 港元 (基于 15x 2025 P/E), 并维持“买入”评级。
- **终端需求尚待恢复, 但最挑战的阶段可能即将过去:** 由于行业竞争依然激烈、需求依旧承压, 管理层表示蒙牛年初至今的终端动销尚未有显著改善, 春节后恢复慢于预期。另外, 春节时间点的变化也不利于 2025 年收入的同比表现。因此, 管理层预测 2025 全年收入低单位数正增长。然而, 部分数据 (比如上游牛价上升, 预备牛数量大幅下降) 显示奶价有望在 2H25 企稳回升, 全年可能持平或略降。奶价回升意味着行业促销力度有望减小、竞争环境有望改善, 利好蒙牛、伊利等大型乳企重夺市场份额。随着原奶供需逐渐恢复平衡, 我们预计 2025 年现代牧业的利润贡献将重新转正, 喷粉带来的减值损失同比将有大幅下降。以上都将助力公司 2025 年净利润的增长。
- **经营利润率短期承压, 但长期扩张目标不变:** 我们担心蒙牛 2025 年的毛利率将面对较大的压力, 主要由于 (1) 2024 年基数过高, (2) 2025 年奶价下降幅度可能有限, (3) 公司策略上可能偏向于高质价比的产品, 不利于产品结构的提升。费用方面, 管理层表示 2025 年的广告营销费用率 (A&P) 基本保持稳定, 储运费用率以及管理费用率 (G&A) 有望进一步降低, 但可能会加大行销费用以应对激烈的市场竞争。综合来看, 管理层判断 2025 年整体费用率 (SG&A/sales) 可能高于 2024 年, 经营利润率同比保持稳定。长期来看, 管理层依然有信心通过产品和品类结构优化、各品类自身利润率的提升 (尤其是低温、鲜奶、奶粉、奶酪等)、以及公司层面持续的降本增效来提升经营利润率, 改善整体的盈利能力。
- **新常态下对蒙牛更理性的长期展望:** 在新的经济大周期下, 我们认为蒙牛未来 3 年的收入复合增长率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。考虑到公司目前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, 我们对公司未来经营利润率的进一步扩张依然有信心。我们预测 2025-2027 核心归母净利润的复合增长率为 14%。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 15x 2025 P/E (约为 1.0x PEG) 是较为合理的估值水平。
- **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

2025 年 3 月 27 日

评级

买入

目标价 (港元)	23.0
潜在升幅/降幅	+17.9%
目前股价 (港元)	19.5
52 周内股价区间 (港元)	11.8-22.6
总市值 (百万港元)	76,400
近 3 月日均成交额 (百万港元)	520.7

注: 截至 2025 年 3 月 27 日收盘价

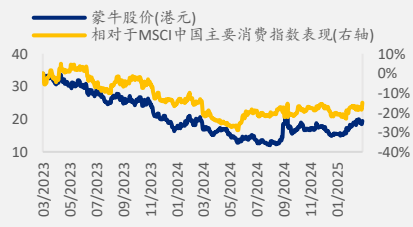
市场预期区间

HKD 14.7 HKD 19.5 HKD 23.0 HKD 28.4

▲ 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



图表 1：盈利预测和财务指标

百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	98,624	88,675	89,352	92,613	96,041
同比变动 (%)	6.5%	-10.1%	0.8%	3.6%	3.7%
核心归母净利润	4,809	4,435	5,608	6,483	7,286
同比变动 (%)	-9.3%	-7.8%	26.5%	15.6%	12.4%
PE (X)	14.9	16.1	12.7	11.0	9.8
ROE (%)	11.4%	10.3%	13.0%	13.9%	14.3%

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	98,624	88,675	89,352	92,613	96,041
同比	6.5%	-10.1%	0.8%	3.6%	3.7%
营业成本	-61,984	-53,584	-53,978	-55,861	-57,877
毛利润	36,640	35,090	35,374	36,752	38,164
毛利率	37.2%	39.6%	39.6%	39.7%	39.7%
销售及管理费用	-30,470	-27,834	-28,106	-28,929	-29,706
经营利润	6,171	7,257	7,268	7,823	8,458
经营利润率	6.3%	8.2%	8.1%	8.4%	8.8%
其他收入	1,131	786	810	830	850
财务收入	29	(77)	253	527	884
其他营业收入 (支出)	-1,018	-6,966	-831	-462	-349
利润总额	6,312	999	7,500	8,718	9,843
所得税	-1,425	-775	-1,725	-2,005	-2,264
所得税率	-22.6%	-77.5%	-23.0%	-23.0%	-23.0%
净利润	4,887	225	5,775	6,713	7,579
减: 少数股东损益	-78	-120	-167	-230	-293
归母净利润	4,809	105	5,608	6,483	7,286
归母净利率	4.9%	0.1%	6.3%	7.0%	7.6%
同比	-9.3%	-97.8%	5266.4%	15.6%	12.4%
核心归母净利润	4,809	4,435	5,608	6,483	7,286
核心归母净利率	4.9%	5.0%	6.3%	7.0%	7.6%
同比	-9.3%	-7.8%	26.5%	15.6%	12.4%

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	12,720	17,443	19,731	23,545	27,657
应收票据及应收账款	3,669	3,262	3,492	3,619	3,753
预付款项	3,096	1,979	1,999	2,019	2,039
短期金融资产投资	8,532	8,139	8,200	8,200	8,200
存货	6,088	4,937	5,472	5,663	5,867
其他流动资产	23	9	2	2	2
流动资产合计	34,128	35,768	38,895	43,047	47,518
固定资产	21,715	20,905	21,403	21,903	22,310
在建工程	2,349	2,278	2,278	2,278	2,278
使用权资产	2,733	2,585	2,585	2,585	2,585
长期预付款项	350	1,166	1,000	800	800
无形资产	12,618	8,829	8,829	8,829	8,829
商誉	8,952	7,678	7,678	7,678	7,678
附属公司投资	10,409	9,649	9,818	10,156	10,607
备供出售金融资产	20,147	16,206	16,206	16,206	16,206
其他非流动资产	1,818	1,230	1,258	1,258	1,258
非流动资产合计	81,092	70,525	71,054	71,692	72,550
短期借款	9,807	16,662	16,662	16,662	16,662
应付票据及应付账款	9,499	8,647	9,169	9,489	9,831
其他应付款	12,892	11,244	11,244	11,244	11,244
其他流动负债	396	454	454	454	454
流动负债合计	32,594	37,007	37,528	37,848	38,190
长期借款	27,604	17,976	17,976	17,976	17,976
其他非流动负债	4,370	3,285	3,285	3,285	3,285
非流动负债合计	31,974	21,261	21,261	21,261	21,261
股本及储备	44,320	41,562	44,530	48,770	53,462
少数股东权益	6,332	6,463	6,630	6,860	7,154
所有者权益合计	50,652	48,025	51,160	55,630	60,616

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前利润	6,312	999	7,500	8,718	9,843
固定资产折旧	3,301	2,660	2,502	2,501	2,593
财务费用	-106	56	-253	-527	-884
外汇损益	77	21	0	0	0
资产处置损失	110	4,490	0	0	0
减值准备	681	0	0	0	0
附属公司收益	-92	872	-169	-338	-451
存货的减少	1,669	1,152	-535	-191	-204
经营性应收项目的减少	-497	1,538	-243	-147	-154
经营性应付项目的增加	-874	-2,500	522	320	342
税金	-1,370	-775	-1,725	-2,005	-2,264
其他	-862	-181	-1,420	-1,420	-1,420
经营活动产生的现金流量净额	8,349	8,332	6,179	6,910	7,401
资本开支	-17,728	-17,101	-9,148	-7,720	-6,585
投资支付的现金	4,160	-16,217	-6,429	9,048	4,275
利息收入	1,263	1,412	1,673	1,947	2,304
其他	12,019	32,755	12,653	-4,127	-691
投资活动产生的现金流量净额	-286	849	-1,250	-853	-696
取得借款收到的现金	4,086	15,703	6,018	-4,445	-2,774
收到其他与筹资活动有关的现金	-3,138	-237	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-1,862	-2,594	-3,110	-3,517	-3,919
其他	-5,889	-17,807	-4,903	5,719	4,099
筹资活动产生的现金流量净额	-6,802	-4,935	-1,994	-2,243	-2,593
现金及现金等价物净增加额	1,508	4,246	2,934	3,814	4,112
期初现金及现金等价物余额	12,766	12,447	16,694	19,627	23,441
期末现金及现金等价物余额	14,274	16,694	19,627	23,441	27,553

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	1.2	1.1	1.4	1.7	1.9
每股销售额	25.0	22.6	22.8	23.6	24.5
每股股息	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
同比变动					
收入	6.5%	-10.1%	0.8%	3.6%	3.7%
经营溢利	13.8%	17.6%	0.2%	7.6%	8.1%
归母净利润	-9.3%	-97.8%	5266.4%	15.6%	12.4%
费用与利润率					
毛利率	37.2%	39.6%	39.6%	39.7%	39.7%
经营利润率	6.3%	8.2%	8.1%	8.4%	8.8%
归母净利率	4.9%	0.1%	6.3%	7.0%	7.6%
回报率					
平均股本回报率	11.4%	10.3%	13.0%	13.9%	14.3%
平均资产回报率	5.2%	5.2%	4.4%	6.4%	6.9%
资产效率					
应收账款周转天数	13.6	14.3	13.8	14.0	14.0
库存周转天数	41.7	37.5	35.2	36.4	36.4
应付账款周转天数	58.0	61.8	60.2	61.0	60.9
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
现金比率 (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
负债/ 权益	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
估值					
市盈率 (x)	14.9	16.1	12.7	11.0	9.8
市销率 (x)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
股息率	2.7%	2.8%	3.2%	3.6%	4.1%

图表 2：蒙牛乳业 2024 年上、下半年及全年盈利表现

百万人民币	1H23	1H24	YoY	2H23	2H24	YoY	2023	2024	YoY
收入	51,119	44,671	-13%	47,506	44,004	-7%	98,624	88,675	-10%
-液态奶	41,640	36,262	-13%	40,431	36,804	-9%	82,071	73,066	-11%
-冰淇淋	4,309	3,371	-22%	1,718	1,804	5%	6,026	5,175	-14%
-奶粉	1,894	1,635	-14%	1,908	1,685	-12%	3,802	3,320	-13%
-其他	3,275	3,402	4%	3,450	3,711	8%	6,725	7,113	6%
销售成本	-31,488	-26,686	-15%	-30,496	-26,899	-12%	-61,984	-53,584	-14%
毛利润	19,630	17,985	-8%	17,010	17,106	1%	36,640	35,090	-4%
毛利率	38.4%	40.3%		35.8%	38.9%		37.2%	39.6%	
销售费用	-13,906	-12,680	-9%	-11,286	-10,412	-8%	-25,192	-23,093	-8%
销售费用率	27.2%	28.4%		23.8%	23.7%		25.5%	26.0%	
行政管理费用	-2,184	-1,941	-11%	-2,558	-2,288	-11%	-4,743	-4,229	-11%
行政管理费用率	4.3%	4.3%		5.4%	5.2%		4.8%	4.8%	
其他费用	-265	-244	-8%	-270	-268	-1%	-535	-512	-4%
销售管理费用	-16,355	-14,865	-9%	-14,114	-12,968	-8%	-30,470	-27,834	-9%
销售管理费用率	32.0%	33.3%		29.7%	29.5%		30.9%	31.4%	
经营利润	3,275	3,119	-5%	2,896	4,138	43%	6,171	7,257	18%
经营利润率	6.4%	7.0%		6.1%	9.4%		6.3%	8.2%	
财务费用	130	30	-77%	-101	-107	n.m.	29	-77	-367%
其他收入	487	738	52%	644	48	-93%	1,131	786	-31%
金融资产减值	-91	-89	-3%	-218	-283	30%	-310	-372	20%
其他运营费用	-176	-509	190%	-641	-836	31%	-816	-1,345	65%
资产处置盈利/亏损	-33	-17	-49%	48	284	n.m.	16	267	n.m.
合营/联营公司损益	111	-171	-253%	-19	-701	n.m.	92	-872	n.m.
商誉及其他无形资产减值亏损	0	0	n.a.	0	-4,645	n.a.	0	-4,645	n.a.
税前盈利	3,703	3,102	-16%	2,609	-2,103	-181%	6,312	999	-84%
所得税	-644	-570	-11%	-781	-204	-74%	-1,425	-775	-46%
少数股东权益	-39	-86		-39	-34		-78	-120	
归母净利润	3,020	2,446	-19%	1,789	-2,341	-231%	4,809	105	-98%
归母净利润率	5.9%	5.5%		3.8%	-5.3%		4.9%	0.1%	
归母净利润（扣除一次性损益项）	3,020	2,446	-19%	1,789	1,989	11%	4,809	4435	-8%
归母净利率率（扣除一次性损益项）	5.9%	5.5%		3.8%	4.5%		4.9%	5.0%	

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)	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	96,080	99,618	n.a.
新预测	89,352	92,613	96,041
变动	-7.0%	-7.0%	n.a.
核心归母净利润			
旧预测	5,602	6,204	n.a.
新预测	5,608	6,483	7,286
变动	0.1%	4.5%	n.a.

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 2025 年 3 月 27 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

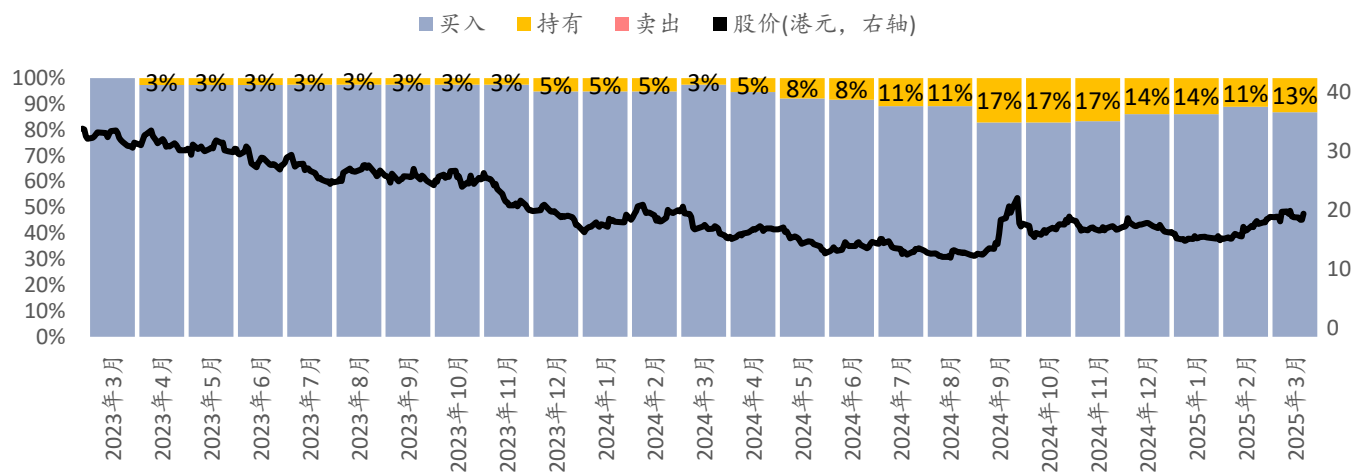
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	17.1	持有	15.94	2024 年 10 月 23 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	89.5	买入	118.8	2025 年 3 月 20 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.70	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.5	买入	3.34	2025 年 1 月 20 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.2	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	52.3	买入	61.5	2025 年 2 月 10 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	412.6	买入	479.7	2025 年 2 月 10 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	18.7	买入	19.5	2024 年 10 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	18.0	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	23.7	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	3.0	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	33.2	买入	40.0	2025 年 2 月 25 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	29.0	买入	34.3	2025 年 3 月 18 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	59.2	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.5	持有	9.36	2025 年 2 月 26 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	56.3	持有	58.4	2024 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	77.6	持有	70.6	2024 年 10 月 30 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.2	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.4	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	19.5	买入	23.0	2025 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.5	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.6	买入	5.21	2024 年 9 月 3 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.2	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	23.8	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.4	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	4.1	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	153.7	买入	205.7	2025 年 3 月 26 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	84.1	买入	115.0	2024 年 10 月 25 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	67.5	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	47.2	买入	55.0	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.5	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	45.4	持有	55.5	2024 年 10 月 25 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	28.6	买入	37.2	2025 年 3 月 26 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	30.2	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	37.9	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	27.3	持有	28.1	2024 年 11 月 3 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 2025 年 3 月 26 日收盘价，港股及 A 股截至 2025 年 3 月 27 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

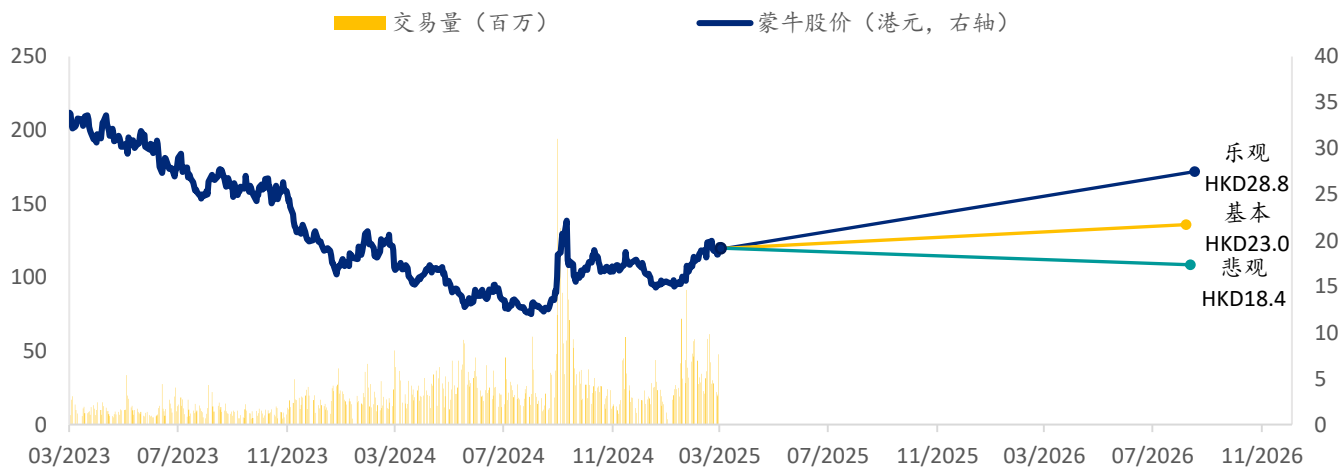
SPDBI 乐观与悲观情景假设

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：28.8 港元

概率：25%

- 2025 年液态奶销量同比增长 4%；
- 原奶价格稳重有降，2025 年公司毛利率水平同比提升 30bps；
- 整体费用率增速放缓，经营利润率 2025 年同比增长 30bps。

悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期

目标价：18.4 港元

概率：20%

- 2025 年液态奶销量增速同比放缓至-3%；
- 原奶价格提升较快，2025 年公司毛利率同比下降 30bps；
- 整体费用率增速加快，经营利润率 2025 年同比下降 40bps。

E=浦银国际预测

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

