



中国飞鹤 (6186.HK): 持续加大品牌投入, 引领行业整合

飞鹤 2H24 净利润不及市场预期, 主要是由于功能营养产品 (包括成人奶粉) 短期清理库存拖累整体毛利率的表现。然而, 公司婴配粉业务 2H24 收入增速符合预期, 且利润率依然保持稳健。管理层表示有信心 2025 年收入增速快于 2024 年, 目标 2025 年毛利率同比小幅提升。我们认为, 飞鹤作为行业领导者持续引领婴配粉市场集中度提升的趋势将在未来持续。我们上调目标价至 6.65 港元。基于飞鹤较高的派息率, 我们维持“买入”评级。

- 2025 年收入增速将持续好于行业:** 作为中国婴配粉行业领导者, 飞鹤在 2024 年持续扩大市场份额。我们认为 2025 年飞鹤能维持高于行业的收入增长, 主要归功于 (1) 公司不断通过积极的市场投入与品牌营销提升飞鹤的品牌力, 抢占消费者心智, (2) 公司致力于产品科技研发, 不断推出更高端且营养价值更高的产品来满足消费者的需求, (3) 除了婴配粉, 公司积极布局功能营养 (包括成人粉) 以及海外市场来探索第二增长曲线。基于较为健康的渠道库存水平 (预计不到 1 个月), 我们认为飞鹤 2025 年的收入增速不会慢于零售流水增速, 而零售流水增速将继续好于行业收入增速。
- 飞鹤婴配粉产品结构持续高端化:** 超高端产品 2024 收入同比增长 17% (星飞帆卓睿同比增长 62%+), 收入占比提升至 69% (2023 年为 63%)。而高端产品收入同比下滑 20%, 收入占比下滑至 19% (2023 年为 26%)。在超高端产品中, 卓睿收入占比提升至 46%, 取代经典星飞帆成为最大的收入贡献者。随着公司婴配粉产品结构的改善, 公司 2024 年毛利率同比提升 1.5ppt 至 66.3%, 婴配粉业务毛利率同比扩张 1.9ppt 至 74.4%。管理层预计卓睿的增长将在 2025 年继续推动公司婴配粉产品结构高端化。另外, 公司计划 2H25 推出比卓睿更高端的产品。
- 12 亿人民币补贴对利润率影响有限:** 飞鹤将在 4 月推出人民币 12 亿元生育补贴计划。管理层预计相关补贴将持续 12 个月 (2025 年 4 月至 2026 年 4 月), 并在财务上计入销售费用。我们判断这一计划对公司 2025 年整体利润率带来的负面影响相对有限, 市场无须过度担忧, 主要是因为: (1) 公司将以赠送孕妇奶粉的形式对孕期家庭进行补贴, 实际计入费用的部分为相关产品的生产成本, 金额预计远小于 12 亿元。(2) 作为公司整体市场营销和品牌推广的一部分, 公司在推出生育补贴计划的同时也将适度对原有市场营销和渠道补贴政策做出相应调整。我们预测, 飞鹤 2025 年婴配粉业务的销售费用率将基本保持稳定, 但公司可能加大对功能营养业务以及星妈平台的市场推广, 导致公司整体销售费用率同比会有所上升。
- 重申持续提升派息力度:** 飞鹤 2024 年全年每股派息达到 0.3264 港元 (含中期股息), 派息比例提升至 76.1% (2023 为 69.6%)。管理层重申公司未来两年派息绝对金额将保持每年 10% 的增长 (假设没有收购兼并的需求)。基于以上假设以及我们的盈利预测, 公司 2025 年的股息率将达到 6%, 高于大部分中国消费品企业。我们预测公司 2025 年盈利能力保持稳健、经营现金流同比正增长、资本开支有望减小, 从而确保自由现金流同比提升, 支撑飞鹤进一步加大派息的力度。
- 投资风险:** 行业竞争加剧; 星飞帆品牌力下降; 原材料成本大幅上升。

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 4 月 1 日

评级

买入

目标价 (港元)	6.65
潜在升幅/降幅	+13.3%
股息率	6.0%
预期总回报	+19.3%
目前股价 (港元)	5.87
52 周内股价区间 (港元)	3.39-7.38
总市值 (百万港元)	53,225
近 3 月日均成交额 (百万港元)	189.5

注: 截至 2025 年 3 月 31 日收盘价

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



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	19,532	20,749	21,817	22,790	23,654
同比变动 (%)	-8.3%	6.2%	5.1%	4.5%	3.8%
归母净利润	3,390	3,570	3,944	4,285	4,515
同比变动 (%)	-31.4%	5.3%	10.5%	8.6%	5.4%
PE (X)	14.6	13.8	12.5	11.5	10.9
ROE (%)	13.9%	14.0%	14.9%	15.7%	15.9%

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 - 中国飞鹤

利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	19,532	20,749	21,817	22,790	23,654
同比	-8.3%	6.2%	5.1%	4.5%	3.8%
营业成本	-6,869	-6,984	-7,321	-7,634	-7,920
毛利润	12,663	13,765	14,496	15,156	15,734
毛利率	64.8%	66.3%	66.4%	66.5%	66.5%
销售费用	-6,709	-7,181	-7,644	-7,949	-8,196
管理费用	-1,762	-1,681	-1,721	-1,759	-1,795
其他经营收入及收益	1,559	1,319	1,241	1,293	1,345
经营利润	5,751	6,221	6,373	6,742	7,088
经营利润率	29.4%	30.0%	29.2%	29.6%	30.0%
财务费用	-758	-627	-362	-262	-262
其他营业外收入(支出)	-758	-627	-362	-262	-262
利润总额	4,850	5,550	5,980	6,449	6,796
所得税	-1,560	-1,896	-1,944	-2,064	-2,175
所得税率	-32.2%	-34.2%	-32.5%	-32.0%	-32.0%
净利润	3,290	3,654	4,037	4,386	4,621
减: 少数股东损益	100	-84	-93	-101	-106
归母净利润	3,390	3,570	3,944	4,285	4,515
归母净利率	17.4%	17.2%	18.1%	18.8%	19.1%
同比	-31.4%	5.3%	10.5%	8.6%	5.4%
核心归母净利润	4,083	4,274	4,463	4,719	4,960
核心归母净利率	20.9%	20.6%	20.5%	20.7%	21.0%
同比	-23.6%	4.7%	4.4%	5.7%	5.1%

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,441	9,321	10,809	12,307	13,807
应收票据及应收账款	431	395	429	462	494
预付款项	695	669	703	734	762
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	2,258	2,154	2,235	2,276	2,332
其他流动资产	8,729	9,710	9,710	9,710	9,710
流动资产合计	22,554	22,249	23,886	25,489	27,104
固定资产	9,494	9,497	9,411	9,239	9,034
使用权资产	395	359	352	332	313
生物资产	2,253	2,340	2,340	2,340	2,340
无形资产	16	14	14	14	14
商誉	112	112	112	112	112
递延所得税资产	402	348	366	382	397
其他非流动资产	968	807	807	807	807
非流动资产合计	13,640	13,477	13,402	13,227	13,017
短期借款	505	515	515	515	515
应付票据及应付账款	1,838	1,565	1,784	1,860	1,930
租赁负债	87	27	27	27	27
应交税费	291	383	402	420	436
其他应付款	4,661	4,101	4,312	4,505	4,675
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	7,382	6,591	7,041	7,327	7,584
长期借款	873	485	485	485	485
其他应付款	621	706	742	775	804
租赁负债	171	54	54	54	54
应交税费	813	483	508	530	550
非流动负债合计	2,478	1,727	1,788	1,844	1,894
股本	0	0	0	0	0
储备	24,945	25,933	26,880	27,865	28,859
少数股东权益	1,389	1,474	1,567	1,668	1,774
所有者权益合计	26,334	27,407	28,447	29,533	30,633

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
净利润	4,850	5,550	5,980	6,449	6,796
固定资产折旧	579	697	736	771	806
无形资产摊销	2	0	0	0	0
使用权资产折旧	27	35	35	35	35
财务费用	53	45	30	30	30
公允价值溢利和损失	-100	0	0	0	0
存货的减少	-302	104	-81	-41	-56
经营性应收项目的减少	-168	62	-68	-64	-60
经营性应付项目的增加	-59	-748	466	302	270
税务费用	-1,852	-2,080	-1,917	-2,040	-2,153
其他	1,114	514	-30	-30	-30
经营活动产生的现金流量净额	4,145	4,179	5,152	5,413	5,638
资本开支	-645	-651	-666	-616	-616
投资支付的现金和结构性存款	1,648	-30	-105	-96	-85
取得子公司及其他营业单位支付的现金	0	0	0	0	0
其他	-616	-635	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	387	-1,317	-771	-712	-701
取得借款收到的现金	56	-438	0	0	0
收到其他与筹资活动有关的现金	-127	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	-81	-177	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-2,553	-2,718	-2,997	-3,299	-3,522
筹资活动产生的现金流量净额	-2,705	-3,032	-2,997	-3,299	-3,522
现金及现金等价物净增加额	1,909	-169	1,383	1,402	1,415
期初现金及现金等价物余额	5,579	7,447	7,278	8,661	10,063
期末现金及现金等价物余额	7,447	7,278	8,661	10,063	11,478

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	0.37	0.39	0.44	0.47	0.50
每股销售额	2.15	2.29	2.41	2.52	2.61
每股股息	0.26	0.30	0.33	0.36	0.39
同比变动					
收入	-8.3%	6.2%	5.1%	4.5%	3.8%
经营溢利	-19.0%	8.2%	2.4%	5.8%	5.1%
归母净利润	-31.4%	5.3%	10.5%	8.6%	5.4%
费用与利润率					
毛利率	64.8%	66.3%	66.4%	66.5%	66.5%
经营利润率	29.4%	30.0%	29.2%	29.6%	30.0%
归母净利率	17.4%	17.2%	18.1%	18.8%	19.1%
回报率					
平均股本回报率	13.9%	14.0%	14.9%	15.7%	15.9%
平均资产回报率	9.7%	10.2%	11.1%	11.5%	11.7%
资产效率					
应收账款周转天数	8.1	7.3	6.9	7.1	7.4
库存周转天数	113.0	115.3	109.4	107.8	106.2
应付账款周转天数	96.0	88.9	88.9	88.9	88.9
财务杠杆					
流动比率 (x)	3.1	3.4	3.4	3.5	3.6
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	37.4%	30.4%	31.0%	31.1%	30.9%
估值					
市盈率 (x)	14.6	13.8	12.5	11.5	10.9
市销率 (x)	2.5	2.4	2.3	2.2	2.1
股息率	4.8%	5.5%	6.1%	6.7%	7.1%

图表 2：中国飞鹤 2024 年上、下半年及全年经营情况

百万人民币	1H23	1H24	YoY	2H23	2H24	YoY	2023	2024	YoY
营业收入	9,735	10,095	3.7%	9,797	10,654	8.7%	19,532	20,749	6.2%
营业成本	-3,376	-3,242	-4.0%	-3,493	-3,741	7.1%	-6,869	-6,984	1.7%
毛利润	6,359	6,852	7.8%	6,304	6,912	9.6%	12,663	13,765	8.7%
毛利润率	65.3%	67.9%		64.3%	64.9%		64.8%	66.3%	
其他收入	870	862	-0.8%	790	603	-23.7%	1,660	1,465	-11.7%
其他费用	-43	-41	-4.1%	-58	-105	81.7%	-101	-146	45.1%
销售费用	-3,460	-3,535	2.2%	-3,249	-3,646	12.2%	-6,709	-7,181	7.0%
销售费用率	35.5%	35.0%		33.2%	34.2%		34.3%	34.6%	
管理费用	-758	-739	-2.5%	-1,005	-943	-6.2%	-1,762	-1,681	-4.6%
管理费用率	7.8%	7.3%		10.3%	8.8%		9.0%	8.1%	
经营收益	2,968	3,399	14.5%	2,783	2,822	1.4%	5,751	6,221	8.2%
经营收益率	30.5%	33.7%		28.4%	26.5%		29.4%	30.0%	
核心经营收益	2,142	2,578	20.4%	2,050	2,324	13.3%	4,192	4,902	16.9%
核心经营收益率	22.0%	25.5%		20.9%	21.8%		21.5%	23.6%	
财务费用	-27	-26	-4.1%	-26	-18	-28.6%	-53	-45	-16.0%
公允价值变动	-10	-7	-30.2%	2	-5	-342.0%	-7	-12	64.4%
联营/附属公司收益	-410	-337	-17.9%	-340	-278	-18.3%	-750	-615	-18.1%
减值损失	-86	0	-100%	-4	0	-100%	-90	0	-100%
税前盈利	2,435	3,029	24.4%	2,415	2,520	4.3%	4,850	5,550	14.4%
所得税	-816	-1,118	36.9%	-744	-778	4.6%	-1,560	-1,896	21.5%
净利润	1,619	1,911	18.1%	1,672	1,743	4.2%	3,290	3,654	11.1%
净利润率	16.6%	18.9%		17.1%	16.4%		16.8%	17.6%	
少数股东权益	77	-36	-147.2%	22	-48	-312.1%	100	-84	-184.3%
归母净利润	1,696	1,875	10.6%	1,694	1,695	0.1%	3,390	3,570	5.3%
归母净利润率	17.4%	18.6%		17.3%	15.9%		17.4%	17.2%	

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变动: 中国飞鹤 (6186.HK)

(人民币百万)	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	20,919	21,165	n.a.
新预测	21,817	22,790	23,654
变动	4.3%	7.7%	n.a.
归母净利润			
旧预测	3,935	4,033	n.a.
新预测	3,944	4,285	4,515
变动	0.2%	6.2%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 中国飞鹤 (6186.HK)



注: 截至 2025 年 3 月 31 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

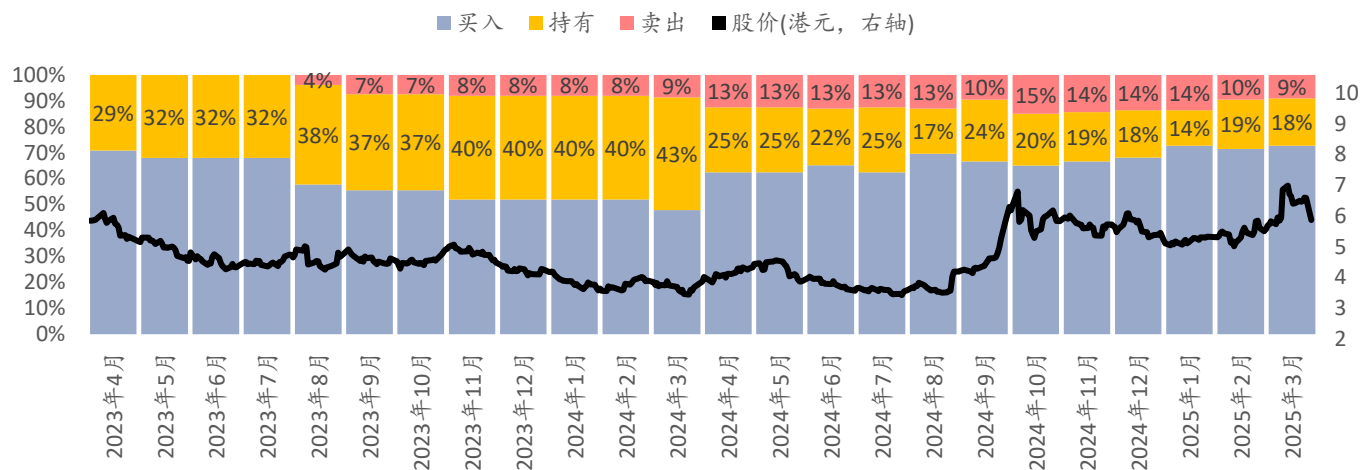
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	15.9	持有	17.66	2025年3月29日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	85.4	买入	118.8	2025年3月20日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.70	2025年3月13日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.4	买入	3.34	2025年1月20日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.0	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	51.9	买入	61.5	2025年2月10日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	405.0	买入	479.7	2025年2月10日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.6	买入	19.5	2024年10月14日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	17.7	买入	16.6	2024年9月2日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	23.2	买入	21.3	2024年9月2日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.9	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	34.4	买入	40.0	2025年2月25日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	28.1	买入	34.3	2025年3月18日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	58.5	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.4	持有	9.36	2025年2月26日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	56.0	持有	58.4	2024年10月30日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	76.3	持有	70.6	2024年10月30日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.3	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.1	持有	32.1	2024年10月31日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	19.2	买入	23.0	2025年3月27日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.3	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.9	买入	6.65	2025年4月1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	23.6	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	4.0	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	156.5	买入	205.7	2025年3月26日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	82.7	买入	115.0	2024年10月25日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	70.5	买入	82.2	2025年3月27日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	47.5	买入	55.0	2025年3月23日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	48.4	持有	52.2	2025年2月4日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	43.2	持有	55.5	2024年10月25日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	28.5	买入	37.2	2025年3月26日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	28.6	买入	32.9	2024年11月27日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	36.8	买入	41.1	2024年11月27日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	26.7	持有	28.1	2024年11月3日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	13.3	持有	14.8	2025年3月31日	酒店

注：美股截至2025年3月28日收盘价，港股及A股截至2025年3月31日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

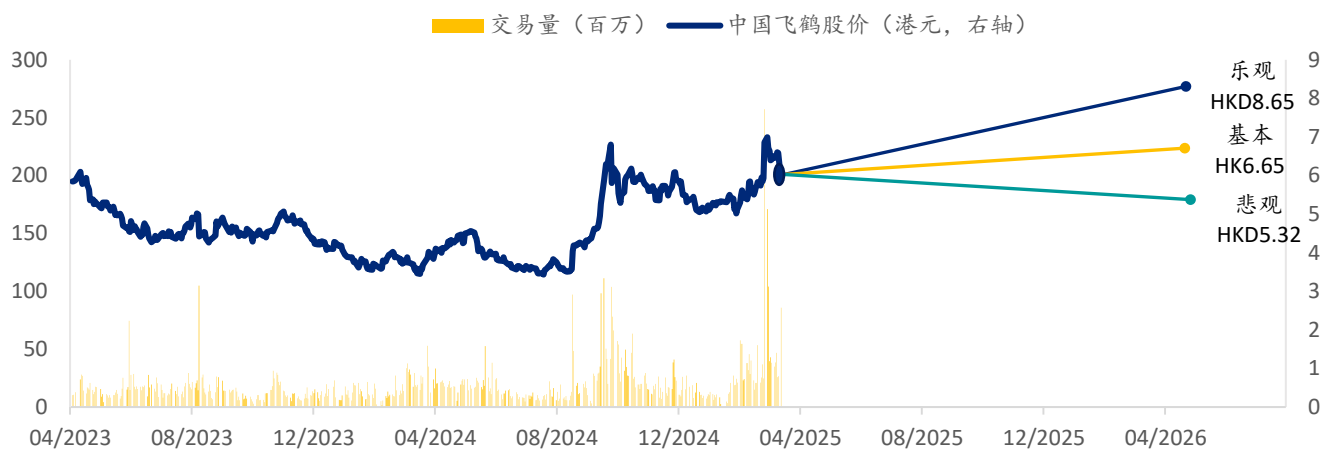
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8：中国飞鹤（6186.HK）市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：中国飞鹤（6186.HK）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：8.65 港元

概率：25%

- 2025 年超高端业务收入同比增长 15%；
- 产品结构优化，2025 年公司毛利率同比增长 50bps；
- 整体费用率增速放缓，经营利润率 2025 年同比下降 50bps。

悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期

目标价：5.32 港元

概率：20%

- 2025 年超高端业务收入同比增长 5%；
- 产品结构变差，2025 年公司毛利率同比持平；
- 整体费用率增速加快，经营利润率 2025 年同比下降 100bps。

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

