

2025年4月16日
 复星国际 (0656.HK)

公司动态分析

证券研究报告

综合

投资评级: **买入**

维持评级

6个月目标价 **7.5 港元**

股价 2025-4-16 **3.99 港元**

卸下包袱，轻装上阵

公司实现营业收入 1921 亿元，同比下降 3.1%；实现归母净利润-43.5 亿元，主要是菜鸟项目计提账面减值 51 亿，扣除这部分的归母净利润是 7.5 亿。我们下调 25/26/27 年归母净利润为 17.9/44.7/48.5 亿元，对应每 EPS 收益为 0.23/0.58/0.63 港元。考虑到当前资产价格较低，维持“买入”评级，维持目标价 7.5 港元，较当前价格有 87% 的上涨空间。

报告摘要

健康板块多个创新管线迎来进展。24 年健康板块收入 465 亿，同比增长 0.5%，归母净利润 9 亿，同比增长 55%。主要由于复星医药归属于母公司股东之利润同比上升，以及健康板块投资项目表现好于同期所致。复星医药实现营业收入人民币 40.9 亿元，同比下降 0.8%；归属于复星医药股东的净利润人民币 27.7 亿元，同比增加 15%。截至 2025 年 3 月 20 日，复宏汉霖已有 6 个产品成功于中国境内上市销售，4 个产品成功于欧洲、美国、加拿大、澳大利亚、印度尼西亚、玻利维亚等国家和地区获批上市。

资产减值使快乐板块利润承压。24 年快乐板块收入 767 亿，同比下降 13%，归母净亏损 18.8 亿，亏损大幅扩大，因豫园股份，复星旅文归母净利润减少及部分资产减值。豫园股份实现营业收入人民币 469.24 亿元，同比降低 19.30%；归属于豫园股份股东的净利润人民币 1.25 亿元，同比减少 93.81%，核心珠宝时尚业务较去年同期有所下滑。资产减值损失 7.8 亿元，主要来自部分房地产项目计提的资产减值及商誉减值。舍得酒业 (600702.SH) 面对行业竞争加剧，收入和利润均有下降。复星旅文 (1992.HK) 业绩持续恢复，收入增长 6%，利润层面由于物业销售下降而下降。复星旅文已经于 25 年 3 月以每股 7.8 港元回购价完成退市。

保险业务稳健，资管业务计提账面减值。24 年富足板块收入 551 亿，同比增长 5%，归母净利润 17 亿，同比增长 117%。其中保险板块收入 393 亿，同比增长 5%，保险的归母净利润 17 亿，同比增长 17%。葡萄牙保险总保费收入：61.7 亿欧元保持葡萄牙市场占有率第一，国际业务总保费收入 18.4 亿，同比增长 7.8%，国际业务占比 29.8% 净利润达 1.74 亿欧元。资管业务收入 158 亿，同比增长 10%，归母净利润-43 亿。公司持有的菜鸟项目账面价值大幅下降，集体了 51 亿的账面减值。回溯历史，公司于菜鸟的累计出资约为人民币 15 亿元，截至 2024 年底历史累计退出已回笼约人民币 44 亿元，实现内部收益率 (IRR) 约为 34%，实现了比较优秀的回报，我们认为账面减值对业务没有实质影响。

智造板块稳健发展，资产减值拉低利润。智造板块的收入为人民币 15,585.9 百万元，同比增长 22.2%，主要由 2023 年第四季度合并万盛股份所致。报告期内，归属于母公司股东之亏损为人民币 626.8 百万元，同比利润下降 167.1%，主要是由于本期对部分资产计提了减值准备，以及去年同期利润包含南京南钢交割利润所致。

持续推动“聚焦主业，有进有退”的战略方针。24 年底集团层面计息负债为 894 亿，与 23 年基本持平。公司杠杆率为 51.5%，保持相对稳定。期内完成公开市场融资额 136 亿人民币，融资渠道恢复通畅。平均债务成本 5.6%，与 23 年持平。非核心资产持续退出，包括 HAL, Ageas, 地方地产项目等，同时回购核心资产，包括复星旅文私有化、回购复星医药、豫园股份等。

一次性资产处置带来的损益，以及全球宏观经济的变化，以及美元加息的影响带来公司业绩的较大波动。因此我们下调 25/26/27 年归母净利润为 17.9/44.7/48.5 亿元，对应每 EPS 收益为 0.23/0.58/0.63 港元。考虑到当前资产价格较低，维持“买入”评级，维持目标价 7.5 港元，较当前价格有 87% 的上涨空间。

(转下页...)

总市值(亿港元)	326.46
流通市值(亿港元)	326.46
总股本(亿股)	81.82
流通股本(亿股)	81.82
12个月低/高(港元)	3.7/4.7
平均成交(百万港元)	0.22

股东结构 (截止 2024-6-30)

复星控股	73.4%
其他股东	26.6%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.20	-12.10	-33.04
绝对收益	-11.92	-2.92	-6.20

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

风险提示: 业务恢复情况不及预期, 通胀对利润产生压力, 地缘政治影响, 融资渠道收紧, 资本市场波动对利润产生影响。

财务及估值摘要

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(人民币百万)	175,393	198,200	192,142	206,283	218,046	230,654
增长率(%)		13.00%	-3.06%	7.36%	5.70%	5.78%
归母净利润(人民币百万)	539	1,379	-4,349	1,793	4,471	4,845
增长率(%)		155.90%	-415.34%	-141.22%	149.38%	8.38%
净利润率(%)	0.31%	0.70%	-2.26%	0.87%	2.05%	2.10%
每股收益(港元)	0.07	0.18	-0.57	0.23	0.58	0.63
每股净资产(港元)	15.80	15.80	15.80	15.63	16.17	16.72
市盈率	56.94	22.25	(7.06)	17.12	6.86	6.33
市净率	0.25	0.25	0.25	0.26	0.25	0.24
股息率	3.2%	2.9%	1.0%	0.4%	0.9%	1.0%
净资产收益率(%)	0.43%	1.13%	-3.58%	1.48%	3.66%	3.83%

数据来源: 公司资料, 国证国际预测

1. 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	175,393	198,200	192,142	206,283	218,046	230,654
健康	48,001	46,314	46,553	51,574	54,437	57,459
YoY		-3.5%	0.5%	10.8%	5.6%	5.6%
快乐	70,740	88,946	76,710	80,927	85,507	90,346
YoY		25.7%	-13.8%	5.5%	5.7%	5.7%
富足	47,722	51,780	55,114	56,768	58,471	60,225
YoY		8.5%	6.4%	3.0%	3.0%	3.0%
内部抵消	-1,425	-1,596	-1,821	-2,512	-2,622	-2,739
除税前溢利	12,536	7,872	342	5,814	11,186	11,978
健康	4,948	3,075	3,975	3,094	4,553	4,806
利润率	10.3%	6.6%	8.5%	6.0%	8.4%	8.4%
快乐	5,237	1,243	-1,606	1,619	2,440	2,579
利润率	7.4%	1.4%	-2.1%	2.0%	2.9%	2.9%
富足	977	2,142	-1,737	568	1,754	1,807
利润率	2.0%	4.1%	-3.2%	1.0%	3.0%	3.0%
内部抵消	-90	-163	-142	-53	-87	-92
所得税	-7,923	-2,525	-2,555	-1,070	-2,023	-2,159
所得税率	-63.2%	-32.1%	-746.9%	-18.4%	-18.1%	-18.0%
净利润(含少数股东权益)	4,613	5,347	-2,213	4,743	9,163	9,819
净利率	2.6%	2.7%	-1.2%	2.3%	4.2%	4.3%
少数股东损益	4,074	3,968	2,136	2,951	4,693	4,974
净利润(不含少数股东权益)	539	1,379	-4,349	1,793	4,471	4,845
EPS (港元)	0.07	0.18	-0.57	0.23	0.58	0.63
市盈率 (倍)	56.94	22.25	-7.06	17.12	6.86	6.33

数据来源: 国证国际研究预测

2. 估值分析

由于复星国际业务众多, 且覆盖领域广泛, 我们采用分部估值以及 NAV 两种方法进行计算。

在分部估值法下, 我们分别就健康、快乐、富足、制造四个板块用可比公司法进行估值。考虑到 25 年公司可能还会有部分资产减值, 使得 25 年的归母净利润不可参考, 我们采用 26 年的归母净利润进行估值。根据公司披露的业务布局, 对比可比公司, 分别采用不同的 PE 进行估算。再将分部估值加总, 乘以折价率 (主要是考虑市场对多元化公司的估值折价), 得到公司的合理估值。市场头部医药、时尚和旅游、保险、矿业公司的 26 年预测 PE 分别为 22.7x, 14x, 7.4x, 16.6x, 考虑当下行业大多处于历史估值地位, 我们分别给与 26 年 PE 25x, 21x, 10x, 12x。结合各板块归母净利润得到板块估值。考虑复星的多元化结构和港股市场情绪, 给与 30% 的折价率, 得到公司合理市值为 570 亿港元, 对应股价为 7.0 港元。

在 NAV 估值法下, 加总公司持有的资产净值, 上市公司按照最新市值进行计算, 富足板块的业务主要按照净资产进行估值, 其余非上市公司按照公开信息的交易价格进行估值。考虑到公司为多元经营, 在分部估值加总的基础上给予 45% 的折扣。我们认为公司的合理市值在 651 亿港元, 对应股价为 8.0 港元。

综合两种估值方法得到的股价, 我们得到公司的合理目标价为 7.5 港元。

图表 2:分部估值法测算模型

人民币百万	2026E
健康板块	
收入	54,437
归母净利润	1,045
预测PE	25
部门市值	26,124
快乐板块	
收入	85,507
归母净利润	1,098
预测PE	21
部门市值	23,063
富足板块	
收入	58,471
归母净利润	702
预测PE	10
部门市值	7,016
制造板块	
收入	16,763
归母净利润	1,718
预测PE	12
部门市值	20,610
部门估值合计	76,813
折扣	30.0%
公司整体市值	53,769
公司整体市值 (百万港元)	57,019
公司股价 (港元)	7.0

数据来源: 国证国际研究预测

图表 3:可比公司估值

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)						P/E				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
健康板块可比公司														
恒瑞医药	600276.SH	3,119	CNY	39.1	43.0	63.4	68.7	80.7	79.9	72.5	49.2	45.4	38.7	
yoy				-14%	10%	47%	8%	17%						
片仔癀	600436.SH	1,261	CNY	24.7	28.0	29.7	36.6	42.1	51.0	45.1	42.4	34.5	30.0	
yoy				2%	13%	6%	23%	15%						
云南白药	000538.SZ	1,025	CNY	30.0	40.9	47.5	51.5	56.4	34.2	25.0	21.6	19.9	18.2	
yoy				7%	36%	16%	8%	10%						
同仁堂	600085.SH	499	CNY	14.3	16.7	15.3	18.6	21.2	35.0	29.9	32.7	26.9	23.5	
yoy				16%	17%	-9%	22%	14%						
复星医药	600196.SH	580	CNY	37.3	23.9	27.7	33.7	40.2	15.5	24.3	20.9	17.2	14.4	
yoy				-21%	-36%	16%	22%	19%						
石药集团	1093.HK	627	HKD	60.9	58.7	43.3	52.0	54.7	10.3	10.7	14.5	12.0	11.5	
yoy				9%	-4%	-26%	20%	5%						
医药板块平均估值									37.6	34.6	30.2	26.0	22.7	
快乐板块可比公司														
普拉达	1913.HK	1,151	HKD	41.2	59.4	74.2	84.1	95.5	28.0	19.4	15.5	13.7	12.1	
yoy				58%	44%	25%	13%	14%						
申洲国际	2313.HK	740	HKD	49.1	49.1	67.2	71.2	79.8	15.1	15.1	11.0	10.4	9.3	
yoy				35%	0%	37%	6%	12%						
李宁-R	82331.HK	358	CNY	40.6	31.9	30.1	27.4	30.3	8.8	11.2	11.9	13.1	11.8	
yoy				1%	-22%	-5%	-9%	11%						
新秀丽	1910.HK	198	HKD	24.3	32.4	26.8	28.7	31.4	8.1	6.1	7.4	6.9	6.3	
yoy				2087%	33%	-17%	7%	9%						
海澜之家	600398.SH	393	CNY	21.6	29.5	22.9	27.0	30.5	18.2	13.3	17.2	14.6	12.9	
yoy				-13%	37%	-23%	18%	13%						
豫园股份	600655.SH	218	CNY	38.3	20.2	1.3	14.1	17.7	5.7	10.8	174.1	15.5	12.3	
yoy				-1%	-47%	-94%	1025%	26%						
华住集团-S	1179.HK	892	HKD	-19.6	44.0	32.8	45.0	52.3		20.3	27.2	19.8	17.1	
yoy				N/A	N/A	-25%	37%	16%						
锦江酒店	600754.SH	258	CNY	1.1	10.0	9.1	13.1	15.4	227.0	25.7	28.3	19.7	16.7	
yoy				13%	783%	-9%	44%	18%						
同程旅行	0780.HK	522	HKD	-1.6	16.7	21.3	28.0	34.1		31.2	24.6	18.6	15.3	
yoy				N/A	N/A	27%	32%	22%						
首旅酒店	600258.SH	178	CNY	-5.8	8.0	8.1	9.2	10.6		22.4	22.1	19.4	16.8	
yoy				N/A	N/A	1%	14%	15%						
中青旅	600138.SH	75	CNY	-3.3	1.9	1.6	2.6	3.1		38.8	46.9	28.9	23.9	
yoy				N/A	N/A	-17%	62%	21%						
消费板块平均估值									44.4	19.5	35.1	16.4	14.0	
寿险板块可比公司														
中国平安	601318.SH	8,367	CNY	837.7	856.7	1,266.1	1,404.0	1,560.6	10.0	9.8	6.6	6.0	5.4	
yoy				-18%	2%	48%	11%	11%						
中国人寿	601628.SH	8,495	CNY	320.8	461.8	1,069.4	972.4	1,021.2	26.5	18.4	7.9	8.7	8.3	
yoy				-37%	44%	132%	-9%	5%						
友邦保险-R	81299.HK	5,246	CNY	20.3	271.3	492.8	505.4	554.4	258.1	19.3	10.6	10.4	9.5	
yoy				-96%	1235%	82%	3%	10%						
中国太保	601601.SH	2,631	CNY	246.1	272.6	449.6	476.9	521.4	10.7	9.7	5.9	5.5	5.0	
yoy				-8%	11%	65%	6%	9%						
保诚	2378.HK	2,087	HKD	77.5	132.0	177.4	208.3	212.3	26.9	15.8	11.8	10.0	9.8	
yoy				N/A	70%	34%	17%	2%						
中国人保	601319.SH	2,850	CNY	244.8	223.2	421.5	430.1	464.1	11.6	12.8	6.8	6.6	6.1	
yoy				14%	-9%	89%	2%	8%						
金融板块平均估值									57.9	14.3	8.3	7.9	7.4	
智造板块可比公司														
海南矿业	601969.SH	141	CNY	6.2	6.3	7.1	7.6	9.0	22.8	22.5	19.9	18.6	15.7	
yoy				-30%	2%	13%	7%	19%						
洛阳钼业	603993.SH	1,367	CNY	60.7	82.5	135.3	147.2	162.0	22.5	16.6	10.1	9.3	8.4	
yoy				19%	36%	64%	9%	10%						
天齐锂业	002466.SZ	439	CNY	241.2	73.0	-79.0	17.8	27.8	1.8	6.0		24.6	15.8	
yoy				1060%	-70%	N/A	N/A	56%						
赣锋锂业	002460.SZ	564	CNY	205.0	49.5	-20.7	8.5	20.0	2.8	11.4		66.3	28.3	
yoy				292%	-76%	N/A	N/A	135%						
北方稀土	600111.SH	879	CNY	59.8	23.7	10.0	23.4	35.8	14.7	37.1	87.5	37.5	24.6	
yoy				17%	-60%	-58%	133%	53%						
华友钴业	603799.SH	524	CNY	39.1	33.5	39.6	45.6	51.6	13.4	15.6	13.2	11.5	10.2	
yoy				0%	-14%	18%	15%	13%						
璞泰来	603659.SH	375	CNY	31.0	19.1	16.5	22.7	28.6	12.1	19.6	22.7	16.5	13.1	
yoy				78%	-38%	-14%	37%	26%						
矿业板块平均估值									12.9	18.4	30.7	26.3	16.6	

注: 时间截止2025/4/16, 预测值为Wind一致预测
 资料来源: Wind, 国证国际证券研究

图表 4:NAV 法测算模型

板块	细分领域	公司	交易代码	持股比例	估值方法	NAV	
健康	医药产品	复星医药	600196.SH	36.22%	市值法	232.2	
		Luz Saude	非上市	99.86%	投资成本法	37.2	
	健康服务和消费	复星康养	非上市	90.91%	投资成本法	0.2	
		三元股份	600429.SH	18.28%	市值法	12.6	
		宝宝树	1761.HK	29.90%	市值法	1.3	
快乐	旅游文化	复星旅文	1992.HK	78.15%	市值法	75.0	
		豫园股份	600655.SH	61.85%	市值法	134.9	
	品牌消费	复星体育	非上市	92.01%	投资成本法	N/A	
		百合佳缘	非上市	72.36%	投资成本法	41.8	
		复朗集团	LANV.N	63.45%	市值法	11.9	
		薄荷健康	非上市	29.85%	投资成本法	N/A	
		St Hubert	非上市	100.00%	投资成本法	49.0	
	富足	保险	复星葡萄牙保险	非上市	84.99%	归母净资产	67.6
			鼎睿再保险	非上市	86.71%	归母净资产	
复星保德信人寿			非上市	50%	归母净资产		
永安财险			非上市	14.69%	归母净资产		
复星联合健康保险			非上市	28.40%	归母净资产		
投资类资管		HAL	非上市	99.74%	归母净资产	319.8	
		BCP	非上市	20.03%	归母净资产		
		复星财富	非上市	100.00%	归母净资产		
		复星创富	非上市	100.00%	归母净资产		
		复星锐正	非上市	100.00%	归母净资产		
		菜鸟	非上市	3.67%	归母净资产		
		Guide	非上市	85.07%	归母净资产		
蜂巢资管		外滩金融中心	非上市	100%	归母净资产		
		28 Liberty	非上市	100%	归母净资产		
		IDERA	非上市	98.00%	归母净资产		
	PAREF	非上市	59.87%	归母净资产			
智造	资源和环境	海南矿业	601969.SH	46.61%	市值法	65.5	
		翌耀科技	非上市	79.76%	投资成本法	38.9	
	科技和智造	万盛股份	603010.SH	29.56%	市值法	17.4	
		捷威动力	非上市	49.95%	投资成本法	11.3	
NAV总计 (亿人民币)						1,116.6	
NAV总计 (亿港元)						1,184.1	
折价45% (亿港元)						651.3	
每股价值 (港元)						8.0	

数据来源: Wind, 公开新闻, 国证国际研究测算

注: 更新时间截止2025-4-16

3. 风险提示

业务恢复情况不及预期, 通胀对利润产生压力, 地缘政治影响, 融资渠道收紧, 资本市场波动对利润产生影响。

附表：财务报表预测
资产负债表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	92,460	106,339	83,255	93,400	103,516
金融资产	277,992	260,013	255,622	251,232	246,841
应收款项合计	14,414	12,831	13,775	14,560	15,402
存货	26,234	17,168	18,432	19,483	20,610
其他流动资产	31,954	37,989	37,989	37,989	37,989
流动资产	443,054	434,341	409,073	416,664	424,358
固定资产净值	55,227	55,022	57,206	58,765	59,652
商誉及无形资产	92,708	88,304	88,304	88,304	88,304
金融资产-非流动	206,319	209,580	209,580	209,580	209,580
其他非流动资产	11,081	9,281	9,281	9,281	9,281
非流动资产	365,334	362,187	364,372	365,930	366,817
总资产合计	808,388	796,528	773,446	782,595	791,175
应付账款及票据	26,408	23,016	24,710	26,119	27,629
其他流动负债	87,730	96,486	96,486	96,486	96,486
金融负债	147,205	140,612	140,612	140,612	140,612
短期借贷及长期借贷当期到)	95,368	-	-	-	-
流动负债	356,712	260,114	261,807	263,217	264,727
长期借贷	116,556	214,105	214,105	214,105	214,105
金融负债-非流动	104,601	105,220	105,220	105,220	105,220
其他非流动负债	21,944	19,551	19,551	19,551	19,551
非流动负债	243,101	338,875	338,875	338,875	338,875
总负债合计	599,813	598,989	600,683	602,092	603,602
股本及其他法定储备	36,960	37,126	37,126	37,126	37,126
储备	87,977	80,977	83,053	86,101	88,197
归属母公司股东权益	124,937	118,103	120,179	123,227	125,323
少数股东权益	83,638	79,436	82,386	87,079	92,053
股东权益合计	208,575	197,539	202,566	210,306	217,376

现金流量表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,379	-2,213	4,743	9,163	9,819
折旧及摊销	10,557	10,234	10,988	11,614	12,286
营运资本变动	1,245	1,245	-514	-428	-458
其他现金调整	-3,357	-	-	-	-
经营性现金流净额	9,824	9,267	15,217	20,350	21,647
资本性开支	-11,639	-10,992	-13,172	-13,172	-13,172
投资净增加	4,391	4,391	4,391	4,391	4,391
其他	24,835	-	-	-	-
投资性现金流净额	17,587	-6,601	-8,782	-8,782	-8,782
债务净增加	-18,143	2,181	-	-	-
股本净增加	-180	-	-	-	-
支付股息	-36	-1,528	283	-1,423	-2,749
其他	-21,307	-	-	-	-
筹资性现金流净额	-39,666	652	283	-1,423	-2,749
现金净变动	-12,255	3,318	6,719	10,145	10,116
现金期初余额	85,473	73,219	76,536	83,255	93,400
现金期末余额	73,219	76,536	83,255	93,400	103,516

数据来源：公司财报，国证国际研究预测

利润表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	198,200	192,142	206,283	218,046	230,654
健康	46,314	46,553	51,574	54,437	57,459
快乐	88,946	76,710	80,927	85,507	90,346
富足	51,780	55,114	56,768	58,471	60,225
内部抵消	-1,596	-1,821	-2,512	-2,622	-2,739
除税前溢利	7,872	342	5,814	11,186	11,978
健康	3,075	3,975	3,094	4,553	4,806
快乐	1,243	-1,606	1,619	2,440	2,579
富足	2,142	-1,737	568	1,754	1,807
内部抵消	-163	-142	-53	-87	-92
所得税	-2,525	-2,555	-1,070	-2,023	-2,159
净利润(含少数股东权益)	5,347	-2,213	4,743	9,163	9,819
净利率	2.7%	-1.2%	2.3%	4.2%	4.3%
少数股东损益	3,968	2,136	2,951	4,693	4,974
净利润(不含少数股东权益)	1,379	-4,349	1,793	4,471	4,845

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		-3.1%	7.4%	5.7%	5.8%
除税前利润增长率 (%)		-95.7%	1599.6%	92.4%	7.1%
净利润增长率 (%)		-141.4%	-314.4%	93.2%	7.2%
盈利能力:					
净利率 (%)	2.7%	-1.2%	2.3%	4.2%	4.3%
ROE (%)	-3.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	74.2%	75.2%	77.7%	76.9%	76.3%
流动比率 (x)	1.24	1.67	1.56	1.58	1.60
股息支付率 (%)	110.8%	6.5%	30.0%	30.0%	30.0%
每股资料					
EPS (港元)	0.18	-0.57	0.23	0.58	0.63
BPS (港元)	16.24	15.36	15.63	16.02	16.29
每股经营现金 (港元)	1.20	1.13	1.86	2.49	2.65
估值比率					
PE	22.25	-7.06	17.12	6.86	6.33
PB	0.25	0.26	0.26	0.25	0.24

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国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。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。国证国际，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、意见及推测反映国证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。国证国际，其母公司或任何其他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或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。

国证国际及其高级职员、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。国证国际，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至日本、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)，国证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。

收件人应注意国证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，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证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。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

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。
- 国证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。

国证国际证券(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