

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 15.84 港元 21.51↓ +35.8%

2025年8月29日

蒙牛乳业 (2319 HK)

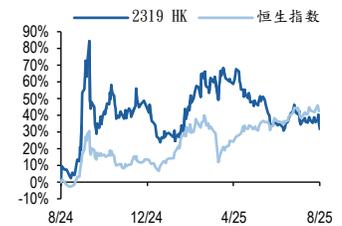
终端复苏仍有不确定性，管理层下调指引；维持买入

- 1H25 业绩低于预期，管理层下调全年指引：1H25 公司收入同比下滑 6.9% 至 415.7 亿元人民币（下同），其中量和价分别下滑约 4%/低个位数；归母净利润同比降 16.4% 至 20.5 亿元。尽管收入承压，公司盈利能力有所改善。公司毛利率同比升 1.4 个百分点至 41.7%，受益于原奶价格下行；同时，经营利润率同比升 1.5 个百分点至 8.5%，提效降费效果明显。管理层表示，近期终端需求恢复仍显疲软，预计下半年量价将延续下行趋势，因而下调全年指引：全年收入预计下滑中-高单位数（年初：低单位数增长），全年经营利润率预计与去年持平。我们认为行业目前仍处于筑底阶段，需求恢复节奏仍有不确定性，建议持续关注原奶价格企稳后可能带来的竞争格局改善及公司盈利能力的修复空间。我们下调 2025-27 年盈利预测，基于 2026 年 15 倍预期市盈率，下调目标价至 21.51 港元（原 22.91 港元）。公司的分红和回购计划将提供一定的安全边际。维持买入。
- 液态奶承压，其他品类表现亮眼：公司核心液态奶业务收入同比降 11.2% 至 321.9 亿元，反映终端需求疲弱及行业激烈的价格竞争。其他品类表现相对亮眼，冰淇淋（+15.0%）、奶酪（+12.3%）、奶粉（+2.5%）业务均实现正增长。奶酪业务与妙可蓝多的协同加强，进一步拓展休闲零食、家庭餐桌等场景；婴幼儿奶粉收入同比双位数增长，态势良好。长期来看，品类结构优化将持续为公司整体经营利润率的改善提供支撑。管理层仍然维持未来三年经营利润率每年改善 30-50bps 的目标。
- 近期终端需求仍偏弱：管理层表示，液态奶 2 季度收入降幅较 1 季度明显收窄，但 7-8 月仍呈下降态势，保持与 2 季度相若的趋势。同时，公司于今年 5 月实施价格下调，预计价格因素将在下半年继续对收入构成压力。因此，我们预计下半年收入仍将下滑中单位数。
- 下调盈利预测和目标价：考虑到上半年业绩和近期偏软的终端需求，我们下调了 2025-27 年的收入预测 8-14%，液态奶的销售恢复仍有不确定性。同时，基于更加保守的经营利润率预测，我们下调了 2025-27 年经营利润/归母净利润 11-19%/9-27%。因此，基于 2026 年 15 倍预期市盈率，我们下调目标价至 21.51 港元。维持买入。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

| | |
|--------------|-----------|
| 52周高位 (港元) | 22.15 |
| 52周低位 (港元) | 12.30 |
| 市值 (百万港元) | 61,380.63 |
| 日均成交量 (百万) | 43.21 |
| 年初至今变化 (%) | (9.79) |
| 200天平均价 (港元) | 17.65 |

资料来源: FactSet

肖凯希

cathy.xiao@bocomgroup.com
(852) 3766 1856

钱昊, CFA

Alan.Qian@bocomgroup.com
(852) 3766 1853

财务数据一览

| 年结12月31日 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 收入 (百万人民币) | 98,624 | 88,675 | 83,122 | 85,270 | 86,972 |
| 同比增长 (%) | 6.5 | -10.1 | -6.3 | 2.6 | 2.0 |
| 净利润 (百万人民币) | 4,809 | 105 | 4,024 | 5,216 | 6,295 |
| 每股盈利 (人民币) | 1.22 | 0.03 | 1.02 | 1.32 | 1.60 |
| 同比增长 (%) | -9.1 | -97.8 | 3,750.4 | 29.6 | 20.7 |
| 前EPS预测值 (人民币) | | | 1.41 | 1.60 | 1.77 |
| 调整幅度 (%) | | | -27.5 | -17.2 | -9.7 |
| 市盈率 (倍) | 11.9 | 547.1 | 14.2 | 11.0 | 9.1 |
| 每股账面净值 (人民币) | 11.28 | 10.58 | 11.09 | 11.75 | 12.55 |
| 市账率 (倍) | 1.29 | 1.37 | 1.31 | 1.23 | 1.16 |
| 股息率 (%) | 2.8 | 3.4 | 3.5 | 4.5 | 5.5 |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1：盈利预测变化

| (人民币百万) | 2025E | | | 2026E | | | 2027E | | |
|---------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|--------|---------|----------|
| | 新预测 | 前预测 | 变动 | 新预测 | 前预测 | 变动 | 新预测 | 前预测 | 变动 |
| 营业收入 | 83,122 | 90,301 | -8.0% | 85,270 | 95,237 | -10.5% | 86,972 | 100,786 | -13.7% |
| 液态奶 | 66,570 | 74,112 | -10.2% | 67,901 | 78,075 | -13.0% | 69,259 | 82,601 | -16.2% |
| 毛利润 | 32,893 | 36,662 | -10.3% | 33,914 | 38,952 | -12.9% | 34,765 | 41,624 | -16.5% |
| 毛利率 | 39.6% | 40.6% | -1.0ppts | 39.8% | 40.9% | -1.1ppts | 40.0% | 41.3% | -1.3ppts |
| 经营利润 | 6,805 | 7,656 | -11.1% | 7,165 | 8,511 | -15.8% | 7,493 | 9,283 | -19.3% |
| 经营利润率 | 8.2% | 8.5% | -0.3ppts | 8.4% | 8.9% | -0.5ppts | 8.6% | 9.2% | -0.6ppts |
| 归母净利润 | 4,024 | 5,525 | -27.2% | 5,216 | 6,275 | -16.9% | 6,295 | 6,943 | -9.3% |
| 净利率 | 4.8% | 6.1% | -1.3ppts | 6.1% | 6.6% | -0.5ppts | 7.2% | 6.9% | 0.3ppts |

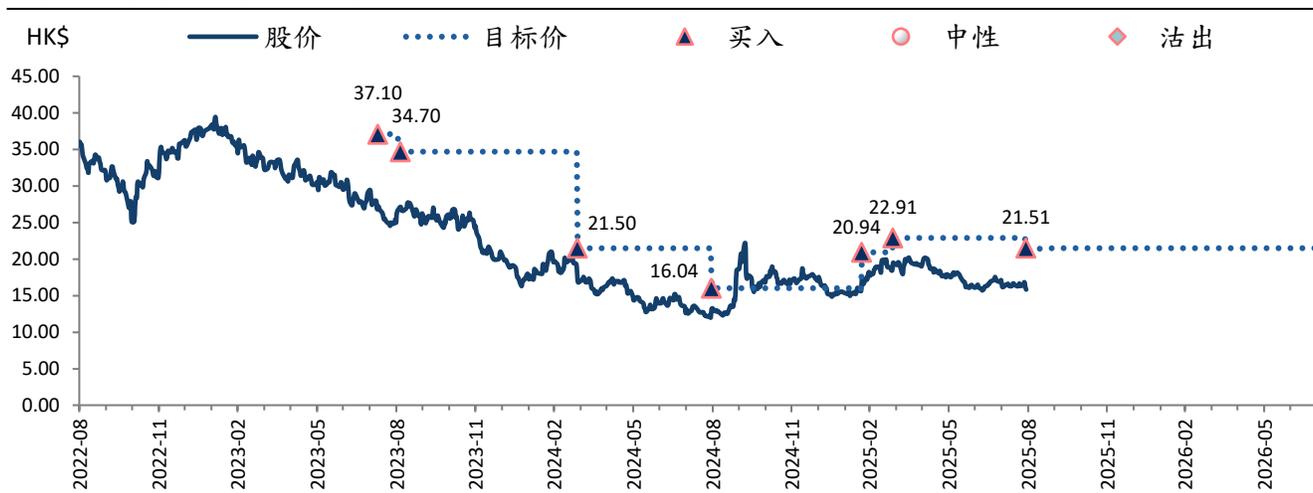
资料来源：交银国际预测

图表 2：交银国际预测 vs. VA 一致预期

| (人民币百万) | 2025E | | | 2026E | | | 2027E | | |
|---------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|--------|--------|---------|
| | 交银国际预测 | VA 预期 | 差异 | 交银国际预测 | VA 预期 | 差异 | 交银国际预测 | VA 预期 | 差异 |
| 营业收入 | 83,122 | 89,248 | -6.9% | 85,270 | 91,945 | -7.3% | 86,972 | 94,920 | -8.4% |
| 液态奶 | 66,570 | 72,681 | -8.4% | 67,901 | 74,404 | -8.7% | 69,259 | 76,402 | -9.3% |
| 毛利润 | 32,893 | 35,429 | -7.2% | 33,914 | 36,421 | -6.9% | 34,765 | 37,616 | -7.6% |
| 毛利率 | 39.6% | 39.7% | -0.1ppts | 39.8% | 39.6% | 0.2ppts | 40.0% | 39.6% | 0.3ppts |
| 经营利润 | 6,805 | 6,775 | 0.5% | 7,165 | 7,305 | -1.9% | 7,493 | 7,839 | -4.4% |
| 经营利润率 | 8.2% | 7.6% | 0.6ppts | 8.4% | 7.9% | 0.5ppts | 8.6% | 8.3% | 0.4ppts |
| 归母净利润 | 4,024 | 4,964 | -18.9% | 5,216 | 5,732 | -9.0% | 6,295 | 6,308 | -0.2% |
| 净利率 | 4.8% | 5.6% | -0.7ppts | 6.1% | 6.2% | -0.1ppts | 7.2% | 6.6% | 0.6ppts |

资料来源：公司资料，Visible Alpha，交银国际预测

图表 3：蒙牛乳业(2319 HK)目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 4：交银国际消费行业覆盖公司

| 股票代码 | 公司名称 | 评级 | 收盘价 (交易货币) | 目标价 (交易货币) | 潜在涨幅 | 最新目标价/ 评级发表日期 | 子行业 |
|-----------|------|----|---------------|---------------|--------|------------------|---------|
| 9992 HK | 泡泡玛特 | 买入 | 324.40 | 394.00 | 21.5% | 2025 年 08 月 20 日 | 潮流玩具 |
| 291 HK | 华润啤酒 | 买入 | 27.66 | 35.90 | 29.8% | 2025 年 08 月 20 日 | 啤酒 |
| 1876 HK | 百威亚太 | 买入 | 8.30 | 10.15 | 22.3% | 2025 年 07 月 31 日 | 啤酒 |
| 2319 HK | 蒙牛乳业 | 买入 | 15.84 | 21.51 | 35.80% | 2025 年 08 月 29 日 | 乳业 |
| 600887 CH | 伊利股份 | 买入 | 27.69 | 33.30 | 20.3% | 2024 年 11 月 06 日 | 乳业 |
| 600597 CH | 光明乳业 | 买入 | 8.71 | 12.30 | 41.2% | 2023 年 09 月 05 日 | 乳业 |
| 6186 HK | 中国飞鹤 | 中性 | 4.36 | 4.00 | -8.3% | 2024 年 09 月 02 日 | 乳业 |
| 600882 CH | 妙可蓝多 | 中性 | 26.30 | 13.40 | -49.0% | 2024 年 08 月 27 日 | 乳业 |
| 1112 HK | 健合国际 | 中性 | 14.66 | 10.40 | -29.1% | 2023 年 08 月 24 日 | 乳业 |
| 2313 HK | 申洲国际 | 买入 | 58.00 | 84.00 | 44.8% | 2025 年 08 月 28 日 | 纺织服装 |
| 6690 HK | 海尔智家 | 买入 | 25.08 | 36.52 | 45.6% | 2025 年 04 月 03 日 | 家电 |
| 000333 CH | 美的集团 | 买入 | 73.50 | 87.22 | 18.7% | 2025 年 04 月 02 日 | 家电 |
| 000651 CH | 格力电器 | 买入 | 47.25 | 52.96 | 12.1% | 2024 年 04 月 30 日 | 家电 |
| 1044 HK | 恒安国际 | 中性 | 24.80 | 22.64 | -8.7% | 2025 年 03 月 26 日 | 个护家清 |
| 9922 HK | 九毛九 | 中性 | 2.42 | 2.79 | 15.3% | 2025 年 07 月 22 日 | 餐厅 |
| 9896 HK | 名创优品 | 买入 | 47.54 | 48.70 | 2.4% | 2025 年 08 月 22 日 | 零售 |
| 2020 HK | 安踏 | 买入 | 95.60 | 117.90 | 23.3% | 2025 年 08 月 27 日 | 运动品牌 |
| 2331 HK | 李宁 | 中性 | 18.81 | 16.28 | -13.5% | 2025 年 07 月 15 日 | 运动品牌 |
| 3813 HK | 宝胜国际 | 买入 | 0.52 | 0.74 | 42.3% | 2025 年 08 月 12 日 | 体育用品经销商 |
| 6110 HK | 滔搏国际 | 中性 | 3.21 | 2.98 | -7.2% | 2025 年 06 月 26 日 | 体育用品经销商 |

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 8 月 28 日

财务数据

| 年结12月31日 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入 | 98,624 | 88,675 | 83,122 | 85,270 | 86,972 |
| 主营业务成本 | (61,984) | (53,584) | (50,229) | (51,356) | (52,208) |
| 毛利 | 36,640 | 35,090 | 32,893 | 33,914 | 34,765 |
| 销售及管理费用 | (29,935) | (27,322) | (25,553) | (26,214) | (26,737) |
| 其他经营净收入/费用 | (591) | (5,842) | (1,020) | (956) | (708) |
| 经营利润 | 6,114 | 1,927 | 6,320 | 6,744 | 7,320 |
| 财务成本净额 | 106 | (56) | 62 | 226 | 698 |
| 应占联营公司利润及亏损 | 92 | (872) | (1,000) | (300) | 0 |
| 税前利润 | 6,312 | 999 | 5,382 | 6,670 | 8,018 |
| 税费 | (1,425) | (775) | (1,238) | (1,334) | (1,604) |
| 非控股权益 | (78) | (120) | (120) | (120) | (120) |
| 净利润 | 4,809 | 105 | 4,024 | 5,216 | 6,295 |
| 作每股收益计算的净利润 | 4,809 | 105 | 4,024 | 5,216 | 6,295 |
| Non-GAAP标准的净利润 | 4,809 | 105 | 4,024 | 5,216 | 6,295 |

| 截至12月31日 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 现金及现金等价物 | 7,202 | 6,199 | 7,405 | 12,310 | 17,272 |
| 应收账款及票据 | 3,669 | 3,262 | 3,145 | 3,226 | 3,291 |
| 存货 | 6,088 | 4,937 | 5,367 | 5,487 | 5,578 |
| 开发中物业及土地预付款 | 3,096 | 1,979 | 2,876 | 2,510 | 2,504 |
| 其他流动资产 | 5,519 | 11,243 | 11,243 | 11,243 | 11,243 |
| 总流动资产 | 34,128 | 35,768 | 38,184 | 42,924 | 48,035 |
| 物业、厂房及设备 | 21,715 | 20,905 | 19,983 | 18,669 | 17,123 |
| 其他有形资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 24,304 | 19,092 | 19,100 | 19,049 | 18,933 |
| 合资企业/联营公司投资 | 10,409 | 9,649 | 8,649 | 8,349 | 8,349 |
| 其他长期资产 | 24,664 | 20,879 | 21,140 | 21,208 | 21,340 |
| 总长期资产 | 81,092 | 70,525 | 68,871 | 67,275 | 65,745 |
| 总资产 | 115,220 | 106,293 | 107,055 | 110,199 | 113,780 |
| 短期贷款 | 9,807 | 16,662 | 16,662 | 16,662 | 16,662 |
| 应付账款 | 22,392 | 19,891 | 18,522 | 18,937 | 19,251 |
| 其他短期负债 | 396 | 454 | 454 | 454 | 454 |
| 总流动负债 | 32,594 | 37,007 | 35,637 | 36,053 | 36,367 |
| 长期贷款 | 27,604 | 17,976 | 17,976 | 17,976 | 17,976 |
| 长期应付账款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 4,370 | 3,285 | 3,285 | 3,285 | 3,285 |
| 总长期负债 | 31,974 | 21,261 | 21,261 | 21,261 | 21,261 |
| 总负债 | 64,568 | 58,267 | 56,898 | 57,313 | 57,627 |
| 股本 | 358 | 357 | 357 | 357 | 357 |
| 储备及其他资本项目 | 44,110 | 41,338 | 43,350 | 45,958 | 49,105 |
| 股东权益 | 44,468 | 41,695 | 43,707 | 46,315 | 49,462 |
| 记作权益的金融工具 | (148) | (132) | (132) | (132) | (132) |
| 非控股权益 | 6,332 | 6,463 | 6,583 | 6,703 | 6,823 |
| 总权益 | 50,652 | 48,025 | 50,158 | 52,886 | 56,153 |

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

| 年结12月31日 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 税前利润 | 6,312 | 999 | 5,382 | 6,670 | 8,018 |
| 折旧及摊销 | 2,913 | 3,070 | 3,190 | 3,325 | 3,449 |
| 利息调整 | (1,331) | (776) | (1,316) | (1,247) | (1,178) |
| 税费 | (1,370) | (1,340) | (1,238) | (1,334) | (1,604) |
| 其他经营活动现金流 | 1,619 | 7,289 | 284 | 103 | (385) |
| 经营活动现金流 | 8,349 | 8,332 | 3,721 | 8,098 | 8,465 |
| 资本开支 | (3,863) | (3,247) | (2,411) | (1,961) | (1,913) |
| 投资活动 | (1) | (5) | 1,000 | 300 | 0 |
| 其他投资活动现金流 | 3,578 | (248) | 907 | 1,076 | 1,557 |
| 投资活动现金流 | (286) | (3,500) | (503) | (586) | (356) |
| 负债净变动 | 2,368 | 3,760 | 0 | 0 | 0 |
| 权益净变动 | 161 | 38 | 0 | 0 | 0 |
| 股息 | (1,593) | (1,940) | (2,012) | (2,608) | (3,147) |
| 其他融资活动现金流 | (7,738) | (8,183) | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | (6,802) | (6,325) | (2,012) | (2,608) | (3,147) |
| 汇率收益/损失 | 247 | 491 | 0 | 0 | 0 |
| 年初现金 | 5,693 | 7,202 | 6,199 | 7,405 | 12,310 |
| 年末现金 | 7,202 | 6,199 | 7,405 | 12,310 | 17,272 |

| 年结12月31日 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 每股指标(人民币) | | | | | |
| 核心每股收益 | 1.220 | 0.027 | 1.021 | 1.323 | 1.597 |
| 全面摊薄每股收益 | 1.216 | 0.026 | 1.017 | 1.318 | 1.591 |
| Non-GAAP标准下的每股收益 | 1.216 | 0.026 | 1.017 | 1.318 | 1.591 |
| 每股股息 | 0.401 | 0.486 | 0.509 | 0.659 | 0.795 |
| 每股账面值 | 11.280 | 10.576 | 11.087 | 11.748 | 12.547 |
| 利润率分析(%) | | | | | |
| 毛利率 | 37.2 | 39.6 | 39.6 | 39.8 | 40.0 |
| EBITDA利润率 | 9.7 | 11.1 | 11.6 | 12.7 | 13.4 |
| EBIT利润率 | 6.4 | 7.3 | 7.3 | 8.4 | 9.1 |
| 净利率 | 4.9 | 0.1 | 4.8 | 6.1 | 7.2 |
| 盈利能力(%) | | | | | |
| ROA | 4.1 | 0.1 | 3.8 | 4.8 | 5.6 |
| ROE | 11.4 | 0.2 | 9.4 | 11.6 | 13.1 |
| 其他 | | | | | |
| 净负债权益比(%) | 59.6 | 59.2 | 54.3 | 42.2 | 30.9 |
| 流动比率 | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | 1.3 |
| 存货周转天数 | 41.7 | 37.5 | 37.4 | 38.6 | 38.7 |
| 应收账款周转天数 | 13.6 | 14.3 | 14.1 | 13.6 | 13.7 |
| 应付账款周转天数 | 58.0 | 61.8 | 60.4 | 57.4 | 57.5 |
| 派息比率(%) | 32.9 | 1,834.7 | 49.8 | 49.8 | 49.8 |

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦9楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

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)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并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。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/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、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交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。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。