

蒙牛 (2319.HK): 较弱的收入与经营利润率指引可能令股价继续承压; 维持“持有”

- 新的业绩指引表明 2H25 形势依然严峻: 基于去年同期清库存带来的低基数, 2Q25 的收入跌幅相较 1Q25 有所收窄。管理层表示 7-8 月的收入表现基本维持 2Q25 的趋势。展望 2H25, 管理层预计今年中秋国庆的终端需求可能弱于往年, 而 2026 年较晚的春节假期对公司 4Q25 的收入表现可能带来不利影响。利润率方面, 奶价下跌对 2H25 毛利率的帮助可能边际降低, 而公司 5 月开始对特仑苏进行降价也可能对 2H25 毛利率带来负面影响。基于以上, 管理层预计 2025 全年收入同比下降中至高单位数, 经营利润率同比持平。基于 1H25 经营利润率大幅扩张 1.5ppt, 这一指引暗示 2H25 的经营利润率同比下滑。管理层表示本轮行业周期比原本预期的更长, 这或意味着奶价在 2H25 很可能在低位徘徊, 行业竞争格局短期不会有显著改善。
- 要收入还是要利润? 貌似蒙牛还没想清楚……在奶价大幅下滑、市场需求减弱、行业竞争格局恶化的大环境下, 公司 1H25 液态奶的收入大幅下滑 11.2%, 幅度远大于主要竞争对手 (伊利液态奶收入同比仅下降 2.1%), 意味着蒙牛在丢失液态奶的市场份额。管理层表示, 相较竞争对手, 蒙牛 1H25 采取了较为审慎的价格策略, 导致销量有较大幅度的下滑。另外, 公司 1H25 的销售费用同比下降 8.4%。这一部分归功于公司更精细化的管理提升了销售费用使用效率, 但我们不排除公司策略性地缩减了对市场和渠道的投放来保证经营利润率的表现。我们认为, 公司 1H25 的业绩表明公司上半年在收入与利润率之间选择了后者。然而, 公司 5 月对特仑苏进行降价似乎又表明公司在 2H25 可能会将重心转向保市场份额。
- 如何看蒙牛未来的经营利润率表现? 与前两年一样, 蒙牛 1H25 看似大幅提升的经营利润率 (同比上升 1.5ppt) 主要还是归功于原奶价格持续下行带动毛利率的扩张。但是原奶价格下降也导致联营企业 (主要是现代牧业与圣牧) 出现较大亏损, 抵消了毛利率扩张对净利润的帮助, 令 1H25 净利率同比下降 0.6ppt。展望未来, 随着原奶价格趋于稳定, 原奶对毛利率的帮助可能持续降低, 但行业需求和竞争格局短期难有改善。这可能令公司的销售单价和毛利率承压。因此, 公司未来能否继续达到每年 30-50bps 的经营利润率扩张目标, 取决于公司在品类结构和经营效率上还有多大的提升空间。
- 维持“持有”评级: 基于管理层的指引, 我们适度下调了 2025 全年的业绩预测。虽然公司当前估值已处在较低的水平, 但考虑到公司正在丢失市场份额, 2H25 收入和经营利润率仍面临较大的挑战, 且行业短期市场情绪难有回升, 我们维持蒙牛“持有”评级不变。下调蒙牛目标价至 17.71 港元 (基于 14x 未来 12 个月滚动市盈率)。
- 投资风险: 行业需求放缓、行业竞争加大、原奶价格涨幅大于预期。

林闲嘉

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

张嘉

消费分析师
constance_zhang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2025 年 8 月 28 日

评级

持有

目标价 (港元)	17.71
潜在升幅/降幅	+12.0%
目前股价 (港元)	15.84
52 周内股价区间 (港元)	11.82-22.55
总市值 (百万港元)	61,836
近 3 月日均成交额 (百万港元)	369.3

注: 截至 2025 年 8 月 28 日收盘价

市场预期区间



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	82,995	85,739	89,081
同比变动 (%)	6.5%	-10.1%	-6.4%	3.3%	3.9%
核心归母净利润	4,809	4,435	3,792	5,409	5,979
同比变动 (%)	-9.3%	-7.8%	-14.5%	42.7%	10.5%
PE (x)	12.1	13.0	15.2	10.7	9.6
ROE (%)	11.4%	10.3%	9.0%	12.1%	12.3%

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	82,995	85,739	89,081
同比	6.5%	-10.1%	-6.4%	3.3%	3.9%
营业成本	-61,984	-53,584	-49,874	-51,575	-53,751
毛利润	36,640	35,090	33,120	34,164	35,330
毛利率	37.2%	39.6%	39.9%	39.8%	39.7%
销售及管理费用	-30,470	-27,834	-26,236	-26,775	-27,522
经营利润	6,171	7,257	6,884	7,389	7,808
经营利润率	6.3%	8.2%	8.3%	8.6%	8.8%
其他收入	1,131	786	620	620	620
财务收入	29	(77)	(213)	(229)	(37)
其他营业收入 (支出)	-1,018	-6,966	-2,150	-550	-350
利润总额	6,312	999	5,141	7,230	8,041
所得税	-1,425	-775	-1,182	-1,591	-1,769
所得税率	-22.6%	-77.5%	-23.0%	-22.0%	-22.0%
净利润	4,887	225	3,959	5,640	6,272
减: 少数股东损益	-78	-120	-167	-230	-293
归母净利润	4,809	105	3,792	5,409	5,979
归母净利率	4.9%	0.1%	4.6%	6.3%	6.7%
同比	-9.3%	-97.8%	3528.5%	42.7%	10.5%
核心归母净利润	4,809	4,435	3,792	5,409	5,979
核心归母净利率	4.9%	5.0%	4.6%	6.3%	6.7%
同比	-9.3%	-7.8%	-14.5%	42.7%	10.5%

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	12,720	17,443	13,571	16,898	19,959
应收票据及应收账款	3,669	3,262	3,243	3,351	3,481
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	5,056	5,228	5,449
其他流动资产	23	9	2	2	2
流动资产合计	34,128	35,768	32,071	35,697	39,130
固定资产	21,715	20,905	21,581	22,266	22,861
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	8,699	8,999	9,449
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	70,113	70,898	71,943
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	8,472	8,761	9,130
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	36,831	37,120	37,490
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	42,714	46,607	50,421
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	49,344	53,467	57,575

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	5,141	7,230	8,041
固定资产折旧	3,301	3,407	2,324	2,315	2,405
财务费用	-106	56	213	229	37
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	6,012	0	0	0
附属公司收益	-92	872	950	-300	-450
存货的减少	1,669	860	-119	-172	-221
经营性应收项目的减少	-497	310	5	-127	-151
经营性应付项目的增加	-874	-2,254	-175	289	370
税金	-1,370	-776	-1,182	-1,591	-1,769
其他	-862	-5,666	-1,143	-1,143	-1,143
经营活动产生的现金流量净额	8,349	8,332	6,013	6,730	7,120
资本开支	-17,728	-17,101	-9,148	-7,388	-6,252
投资支付的现金	4,160	-16,217	-6,429	1,247	-3,526
利息收入	1,263	1,265	930	914	1,106
其他	12,019	28,553	12,653	3,341	6,778
投资活动产生的现金流量净额	-286	-3,500	-1,993	-1,886	-1,894
取得借款收到的现金	4,086	15,703	6,018	-4,860	-3,188
收到其他与筹资活动有关的现金	-3,138	-256	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	-3,533	-3,934
其他	-5,889	-19,179	-4,903	6,876	4,959
筹资活动产生的现金流量净额	-6,802	-6,325	-1,994	-1,517	-2,164
现金及现金等价物净增加额	1,508	-1,003	2,026	3,327	3,062
期初现金及现金等价物余额	12,766	12,444	11,441	13,467	16,794
期末现金及现金等价物余额	14,274	11,441	13,467	16,794	19,856

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	1.0	1.4	1.5
每股销售额	25.0	22.6	21.2	21.9	22.8
每股股息	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6
同比变动					
收入	6.5%	-10.1%	-6.4%	3.3%	3.9%
经营溢利	13.8%	17.6%	-5.1%	7.3%	5.7%
归母净利润	-9.3%	-97.8%	3528.5%	42.7%	10.5%
费用与利润率					
毛利率	37.2%	39.6%	39.9%	39.8%	39.7%
经营利润率	6.3%	8.2%	8.3%	8.6%	8.8%
归母净利率	4.9%	0.1%	4.6%	6.3%	6.7%
回报率					
平均股本回报率	11.4%	10.3%	9.0%	12.1%	12.3%
平均资产回报率	5.2%	5.2%	4.4%	4.6%	6.3%
资产效率					
应收账款周转天数	13.6	14.3	14.3	14.0	14.0
库存周转天数	41.7	37.5	36.6	36.4	36.3
应付账款周转天数	58.0	61.8	62.6	61.0	60.7
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
负债/ 权益	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
估值					
市盈率 (x)	12.1	13.0	15.2	10.7	9.6
市销率 (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
股息率	3.3%	3.4%	2.6%	3.8%	4.2%

图表 2：蒙牛 2025 年上半年盈利表现和下半年与全年盈利预测

百万人民币	1H24	1H25	YoY	2H24	2H25E	YoY	2024	2025E	YoY
收入	44,671	41,567	-6.9%	44,004	41,427	-5.9%	88,675	82,995	-6.4%
-液态奶	36,262	32,192	-11.2%	36,804	33,740	-8.3%	73,066	65,931	-9.8%
-冰淇淋	3,371	3,879	15.0%	1,804	1,814	0.6%	5,175	5,693	10.0%
-奶粉	1,635	1,676	2.5%	1,685	1,728	2.5%	3,320	3,403	2.5%
-其他	3,402	3,821	12.3%	3,711	4,146	11.7%	7,113	7,967	12.0%
销售成本	-26,686	-24,215	-9.3%	-26,899	-25,660	-4.6%	-53,584	-49,874	-6.9%
毛利润	17,985	17,352	-3.5%	17,106	15,768	-7.8%	35,090	33,120	-5.6%
毛利率	40.3%	41.7%		38.9%	38.1%		39.6%	39.9%	
销售管理费用	-14,865	-13,814	-7.1%	-12,968	-12,422	-4.2%	-27,834	-26,236	-5.7%
销售管理费用率	33.3%	33.2%		29.5%	30.0%		31.4%	31.6%	
经营利润	3,119	3,538	13.4%	4,138	3,346	-19.1%	7,257	6,884	-5.1%
经营利润率	7.0%	8.5%		9.4%	8.1%		8.2%	8.3%	
财务费用	30	-68	-328.1%	-107	-145	35.0%	-77	-213	175.5%
其他收入	738	402	-45.6%	48	218	n.m.	786	620	-21.1%
合营/联营公司损益	-171	-585	242.7%	-701	-365	-47.9%	-872	-950	9.0%
商誉及其他无形资产减值亏损	0	0	n.a.	-4,645	0	n.m.	-4,645	0	n.m.
税前盈利	3,102	2,838	-8.5%	-2,103	2,303	n.m.	999	5,141	n.m.
所得税	-570	-684	20.0%	-204	-498	143.8%	-775	-1,182	52.7%
少数股东权益	-86	-108	25.8%	-34	-58	72.0%	-120	-167	38.8%
归母净利润	2,446	2,046	-16.4%	-2,341	1,747	n.m.	105	3,792	n.m.
归母净利润率	5.5%	4.9%		-5.3%	4.2%		0.1%	4.6%	
归母净利润（扣除一次性损益项）	2,446	2,046	-16.4%	1,989	1,747	-12.2%	4,435	3,792	-14.5%
归母净利润率（扣除一次性损益项）	5.5%	4.9%		4.4%	4.2%		5.0%	4.6%	

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际预测

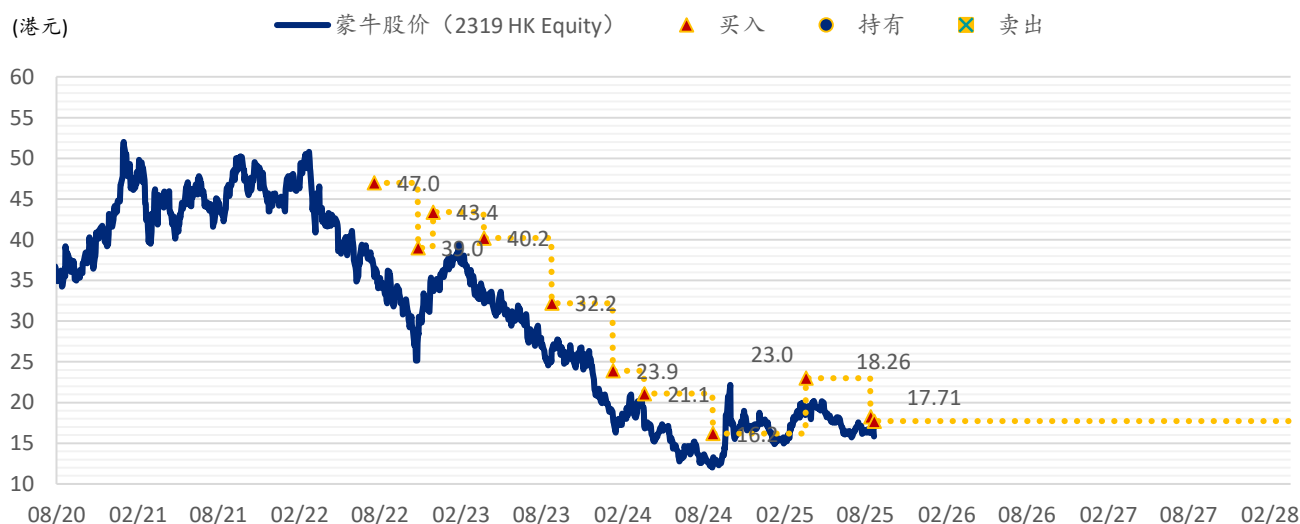
图表 2：SPDBI 财务预测变化：蒙牛乳业（2319.HK）

(人民币百万)	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	81,230	83,925	87,222
新预测	82,995	85,739	89,081
变动	2.2%	2.2%	2.1%
核心归母净利润			
旧预测	4,446	4,948	5,496
新预测	3,792	5,409	5,979
变动	-14.7%	9.3%	9%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际预测

图表 3：SPDBI 目标价：蒙牛乳业（2319.HK）



注：截至 2025 年 8 月 28 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

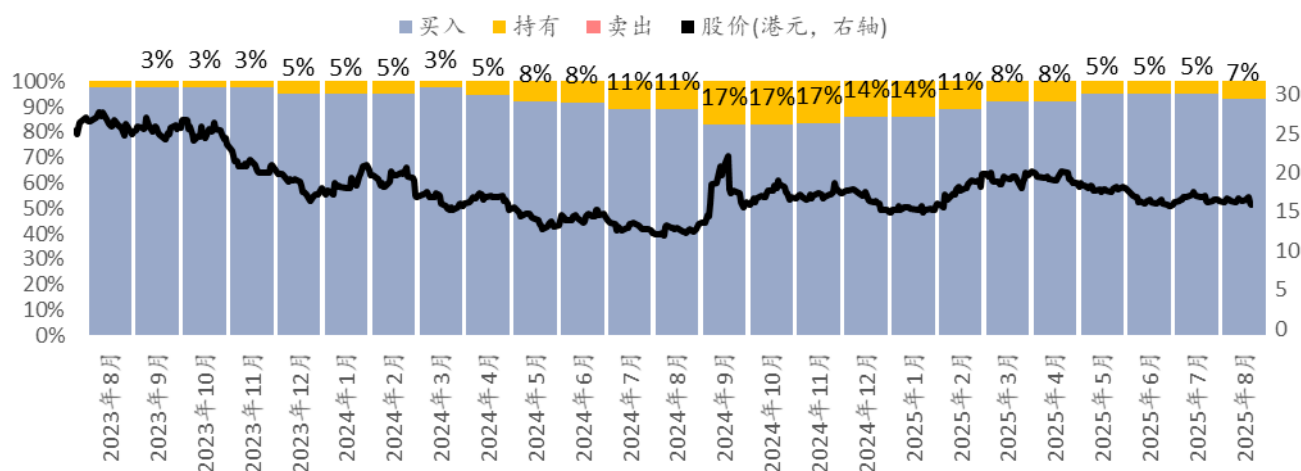
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	18.8	买入	23.1	2025 年 8 月 24 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	95.6	买入	121.2	2025 年 8 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.7	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.2	买入	3.52	2025 年 8 月 12 日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	43.6	买入	55.9	2025 年 8 月 6 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	349.2	买入	435.8	2025 年 8 月 6 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	13.9	买入	16.9	2025 年 8 月 26 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	15.0	持有	16.6	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	19.1	持有	21.3	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.4	持有	2.8	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	38.0	买入	48.5	2025 年 8 月 5 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	27.7	买入	34.3	2025 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	55.1	买入	69.2	2025 年 4 月 7 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.3	持有	9.3	2025 年 7 月 31 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	50.3	买入	72.6	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	68.4	持有	81.4	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.7	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	15.8	持有	17.71	2025 年 8 月 28 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.7	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.4	持有	4.9	2025 年 7 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.5	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	26.3	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	10.9	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	324.4	买入	410.9	2025 年 8 月 20 日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	700.5	买入	890	2025 年 8 月 21 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	84.1	买入	115	2025 年 4 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	52.3	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	91.8	买入	55	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	57.8	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	46.9	持有	39.1	2025 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	45.7	买入	41.1	2025 年 5 月 23 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	28.1	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	33.2	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.4	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	15.2	持有	14.8	2025 年 3 月 31 日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	552.0	买入	610.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	62.6	买入	78	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	21.6	买入	26.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游

注：美股截至 2025 年 8 月 27 日收盘价，A 股与港股截至 2025 年 8 月 28 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

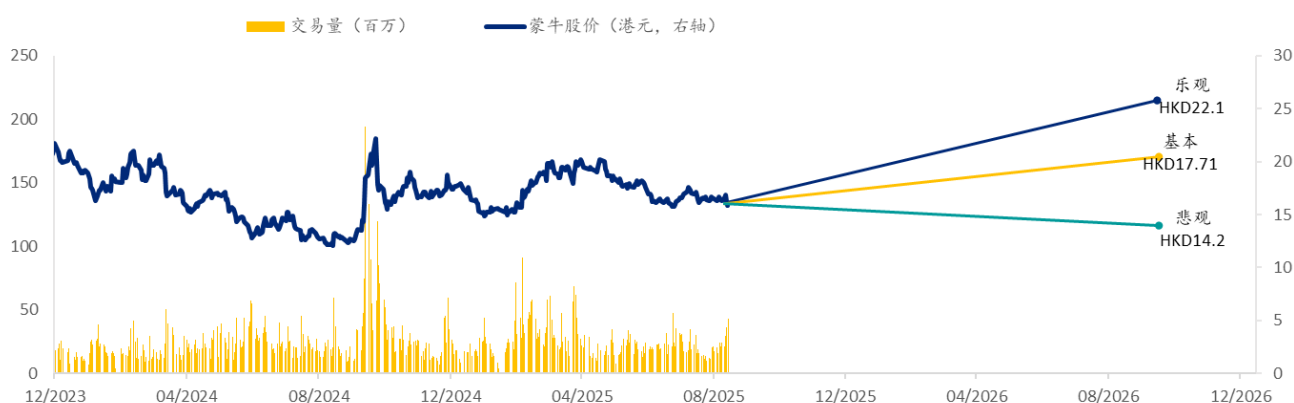
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6：市场普遍预期：蒙牛乳业（2319.HK）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：SPDBI 情景假设：蒙牛乳业（2319.HK）



乐观情景：公司收入和利润率增长好于预期

目标价：22.1 港元

概率：25%

- 2025 液态奶销量同比下滑 4%；
- 原奶价格稳中有降，2025 年公司毛利率水平同比提升 60bps；
- 整体费用率保持稳定，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：14.2 港元

概率：20%

- 2025 年液态奶销量增速同比下降 12%；
- 原奶价格提升较快，2025 年公司毛利率同比下降 30bps；
- 整体费用率上升明显，经营利润率 2025 年同比下降超 100bps。

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际预测

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

