

第一太平 (00142.HK)

南洋搏浪，行稳致远

第一太平：领航亚太市场，聚焦民生产业。 1) 历史复盘：第一太平作为亚太顶尖投资管理公司，历经四十余载发展，整体可划分为多元探索期、聚焦民生期、产业整合期、战略深化期四个阶段。作为跨领域投资管理的领军企业，第一太平持续深耕亚太民生市场，四大业务包括消费性食品、电讯、基建及天然资源。2) 管理情况：公司控股股东为三林集团，三林集团是著名的多元跨国企业集团。管理团队以林逢生先生、彭泽仁先生为核心，跨业经验深厚，团队协同高效。3) 财务情况：2024年公司实现营收100.57亿美元、同比-4.31%，归母净利润6.00亿美元、同比+19.77%，盈利能力突出，业绩稳健。

多业布局稳健，全域标杆引领。 1) 消费性食品：行业地位领先，竞争优势突出。消费性食品业务以第一太平控股的Indofood（持有50.1%经济权益）为核心载体，主要分为品牌消费品、面粉、农业、分销四大部门。Indofood作为全球即食面龙头企业，依托东南亚高品牌认知度与广泛终端网络实现稳健增长，24年营收72.90亿美元，同比-0.65%；对第一太平集团的溢利贡献为3.33亿美元，同比+16.91%。2) 基础设施建设：市场经济利好，多业增长强劲。公司基建业务布局赛道多元，由MPIC（持有49.9%经济权益）主导运营，MPIC 24年，综合收入为13亿美元，同比+19%；对第一太平集团溢利贡献为1.99亿美元，同比+24.78%。电力板块由菲律宾龙头Meralco和新加坡电力公司PLP运营；水务由菲律宾市场巨头Maynilad Water负责；收费公路主要运营商为MPTC，并不断扩展交通网络；其余为健康护理和其他板块。24年主要细分板块均实现不同程度的增长，未来发展可期。3) 电讯业务：用户基础稳固，前沿科技驱动。电讯业务核心依托菲律宾龙头运营商PLDT（持有25.6%经济权益），PLDT 24年对第一太平集团溢利贡献为1.49亿美元，同比+3.70%，主要由三家公司Smart、ePLDT、Maya分别负责移动通信、ICT解决方案、数字金融服务，24年对第一太平集团溢利贡献占比为19.12%，未来电讯板块将利用数字服务、5G覆盖等提升增长潜力。4) 自然资源：聚焦金铜开发，新兴项目稳进。矿产部分由Philex Mining（持有经济权益31.2%）负责金铜等矿业，24年对第一太平集团溢利贡献为0.05亿美元，同比-36.84%，预计未来产能将大幅提升。

投资建议：多元业务协同发展，增长韧性凸显。 公司核心业务聚焦民生赛道，作为亚太投资管理公司龙头，在印尼、菲律宾两大市场与消费性食品、电讯、基建、自然资源四大板块形成强大竞争优势，并通过跨领域布局形成风险对冲机制。考虑汇率影响，我们预期2025-2027年归母净利润为6.49/7.08/7.67亿美元，同比分别+8.2%/+8.9%/+8.4%。考虑公司多元业务协同效应持续释放，核心业务稳健增长，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：盈利能力下滑，行业竞争加剧，新兴市场运营与政策风险，汇率波动，贸易保护与摩擦。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	10,511	10,057	10,585	11,220	11,958
增长率 yoy (%)	2.0	-4.3	5.3	6.0	6.6
归母净利润(百万美元)	501	600	649	708	767
增长率 yoy (%)	28.0	19.8	8.2	8.9	8.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.12	0.14	0.15	0.17	0.18
净资产收益率 (%)	13.6	15.3	14.6	14.1	13.6
P/E (倍)	6.6	5.5	5.1	4.7	4.3
P/B (倍)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6

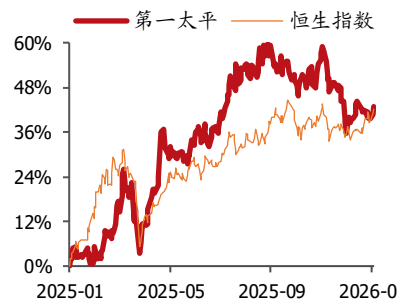
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年01月13日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	休闲食品
01月13日收盘价(港元)	6.02
总市值(百万港元)	25,657.96
总股本(百万股)	4,262.12
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	4.53

股价走势



作者

分析师 李梓语

执业证书编号：S0680524120001

邮箱：liziyu1@gszq.com

分析师 黄越

执业证书编号：S0680525050002

邮箱：huangyue1@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6058	6736	9911	13031	16116
现金	2814	3287	6254	9145	11968
应收票据及应收账款	707	765	805	854	910
其他应收款	502	537	565	599	638
预付账款	0	0	0	0	0
存货	1088	1319	1385	1456	1545
其他流动资产	948	828	902	978	1055
非流动资产	21300	21942	20948	20134	19537
长期投资	557	524	574	624	674
固定资产	3257	3201	3220	3237	3252
无形资产	11280	11484	9761	8297	7053
其他非流动资产	6206	6733	7391	7975	8558
资产总计	27358	28678	30858	33165	35653
流动负债	4593	4993	5473	5976	6505
短期借款	2195	2549	2902	3256	3609
应付票据及应付账款	578	561	589	620	657
其他流动负债	1819	1883	1982	2101	2239
非流动负债	11198	11755	11849	11899	11949
长期借款	9416	9988	10038	10088	10138
其他非流动负债	1782	1767	1812	1812	1812
负债合计	15791	16748	17322	17875	18454
少数股东权益	7879	8004	9089	10278	11579
股本	42	43	43	43	43
资本公积	4709	5167	5687	6252	6861
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3688	3926	4447	5011	5620
负债和股东权益	27358	28678	30858	33165	35653

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1730	1141	4382	4307	4266
净利润	501	600	649	708	767
折旧摊销	461	451	2203	1947	1730
财务费用	574	607	687	707	728
投资损失	366	523	516	542	571
营运资金变动	-23	82	-18	-17	-23
其他经营现金流	-150	-1124	345	420	493
投资活动现金流	-1484	-768	-1003	-969	-960
资本支出	-1185	-147	-500	-500	-500
长期投资	-12	32	-50	-50	-50
其他投资现金流	-287	-653	-453	-419	-410
筹资活动现金流	88	-240	-446	-481	-516
短期借款	371	353	353	353	353
长期借款	18	571	50	50	50
普通股增加	0	3	0	0	0
资本公积增加	430	458	521	564	609
其他筹资现金流	-730	-1626	-1370	-1449	-1528
现金净增加额	357	25	2967	2891	2823

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10511	10057	10585	11220	11958
营业成本	7136	6403	6722	7069	7498
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	749	783	824	874	932
管理费用	603	635	635	729	789
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	458	455	435	377	362
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	-112	-277	-292	-314	-335
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	366	523	516	542	571
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2023	2236	2404	2548	2740
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	1819	2027	2193	2398	2614
所得税	478	424	458	501	547
净利润	1341	1603	1735	1897	2068
少数股东损益	840	1003	1085	1189	1301
归属母公司净利润	501	600	649	708	767
EBITDA	2739	2934	4831	4723	4706
EPS (元/股)	0.12	0.14	0.15	0.17	0.18

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	2.0	-4.3	5.3	6.0	6.6
营业利润(%)	14.4	10.5	7.5	6.0	7.5
归属母公司净利润(%)	28.0	19.8	8.2	8.9	8.4
获利能力					
毛利率(%)	32.1	36.3	36.5	37.0	37.3
净利率(%)	4.8	6.0	6.1	6.3	6.4
ROE(%)	13.6	15.3	14.6	14.1	13.6
ROIC(%)	7.2	8.0	7.9	7.7	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	57.7	58.4	56.1	53.9	51.8
净负债比率(%)	76.1	77.5	49.4	27.5	10.3
流动比率	1.3	1.3	1.8	2.2	2.5
速动比率	1.0	1.0	1.5	1.9	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
应收账款周转率	14.5	13.7	13.5	13.5	13.6
应付账款周转率	12.3	11.2	11.7	11.7	11.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.14	0.15	0.17	0.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.27	1.03	1.01	1.00
每股净资产(最新摊薄)	0.87	0.92	1.04	1.18	1.32
估值比率					
P/E	6.6	5.5	5.1	4.7	4.3
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	4.4	4.3	2.1	1.6	1.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 13 日收盘价

内容目录

一、第一太平：领航亚太市场，聚焦民生产业	4
1.1 历史复盘：四十余载精耕，稳步深化管理	4
1.2 管理情况：股权架构集中，团队资历深厚	6
1.3 财务情况：营收稳中有韧，利润持续向好	7
二、消费性食品：行业地位领先，竞争优势突出	10
三、基础建设：市场经济利好，多业增长强劲	12
四、电讯业务：用户基础稳固，前沿科技驱动	15
五、自然资源：聚焦金铜开发，新兴项目稳进	16
六、盈利预测与估值	17
6.1 收入拆分及盈利预测	17
6.2 可比公司估值	19
七、风险提示	19

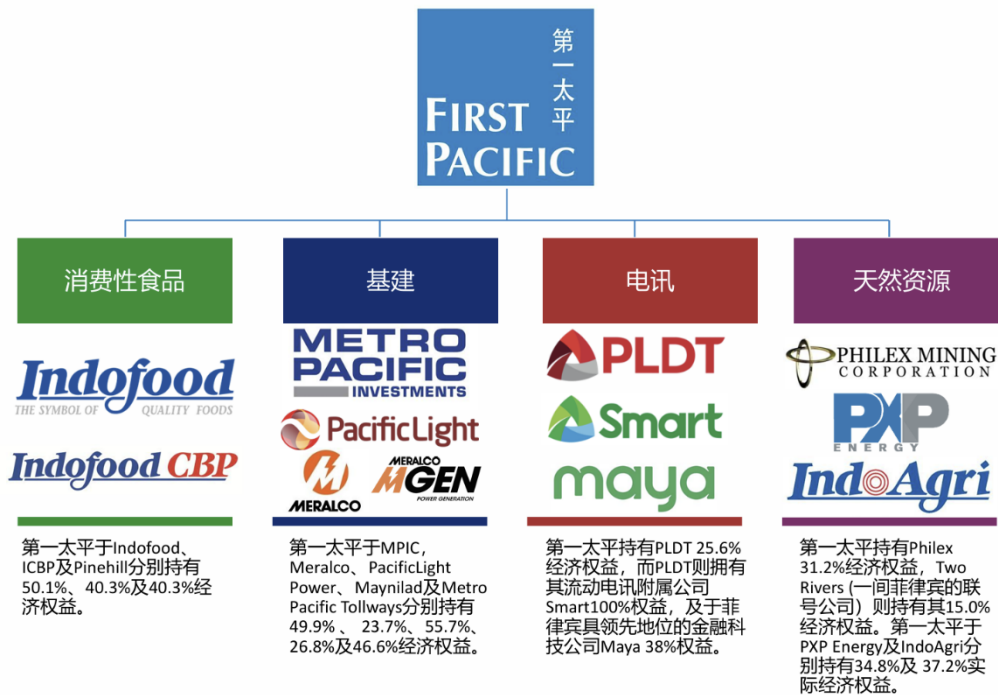
图表目录

图表 1: 公司经济权益结构图	4
图表 2: 公司历史发展阶段	5
图表 3: 公司股权架构集中且稳定	6
图表 4: 公司核心管理层	7
图表 5: 2016-2025H1 公司营业收入稳中有升	8
图表 6: 2016-2025H1 公司利润增长较为稳健	8
图表 7: 2016-2025H1 公司毛利率稳步上升	8
图表 8: 2016-2025H1 公司归母净利率加速增长	8
图表 9: 2018-2024 年公司派息比率	9
图表 10: 2018-2024 年公司股息收益率	9
图表 11: 2016-2024 年消费性食品营业收入（亿美元）	10
图表 12: 2024 年各细分业务营业额占比（%）	10
图表 13: 公司细分业务	11
图表 14: MPIC 细分业务	12
图表 15: 2024 年基建细分板块营运溢利贡献占比（%）	13
图表 16: 2016-2024 年基建业务营业收入及同比	13
图表 17: 2018-2024 年 Meralco 全面收益总额（亿美元）	13
图表 18: 2022-2025H1 PLP 的收入与核心溢利（亿美元）	13
图表 19: 2018-2024 年 PLDT 溢利（亿美元）	15
图表 20: Maya 未来计划提供多样产品	15
图表 21: 公司矿产业务股权结构图	16
图表 22: Silangan 矿场有望大幅提升产能	16
图表 23: 第一太平盈利预测部分拆分（百万美元）	18
图表 24: 第一太平费用率预测（%）	18
图表 25: 第一太平可比公司估值表	19

一、第一太平：领航亚太市场，聚焦民生产业

亚太顶尖投资管理公司，聚焦核心民生领域。第一太平有限公司是一家建基于香港，业务位于亚太地区的投资管理公司。公司采取多元化的投资组合策略，主要业务涉及消费性食品、电讯、基建及天然资源。消费性食品为核心板块，通过持有 50.1%经济权益的 Indofood 等公司主导相关产品的生产与销售，2024 年对第一太平集团贡献了 42.92% 的溢利；电讯板块同步布局，借助持股 25.6% 的 PLDT 等企业提供电讯服务，2024 年对第一太平集团的溢利贡献占比达 19.12%；基建领域重点涉足东南亚多元投资管理业务，主要通过 MPIC（持 49.9% 经济权益）等公司推进，MPIC 贡献 12.67% 的溢利；此外，天然资源板块通过持 31.2% 经济权益的 Philex Mining 等公司聚焦金属采矿业务，核心产品包括黄金、铜等，2024 年溢利贡献占比较小为 0.62%。整体上，2024 年公司营业收入为 100.57 亿美元，同比-4.31%；归母净利润为 6.00 亿美元，同比+19.77%；2020-2024 年公司营业收入 CAGR 为 7.41%，归母净利润 CAGR 为 31.36%。

图表1：公司经济权益结构图



资料来源：公司投资者简介，国盛证券研究所注：数据截至 2025 年 9 月 30 日

1.1 历史复盘：四十余载精耕，稳步深化管理

复盘发展历史，我们认为第一太平的历史大致可以分为多元探索期（1981-1997 年）、聚焦民生期（1998-2006 年）、产业整合期（2007-2018 年）、战略深化期（2019 年-至今）四个阶段。

图表2: 公司历史发展阶段



资料来源: 公司官网, 公司公告, 公司年报, PLDT公司官网, 北京日报, 国盛证券研究所

1) 多元探索期 (1981-1997年)

金融起家, 初步布局。1981年公司前身海外联合金融有限公司在香港成立。1982-1987年公司通过收购美国旧金山海伯尼亚银行、荷兰 Hagemeyer 集团等, 将业务拓展至金融、贸易等领域, 并于菲律宾成立 MPC。1988年重组为第一太平有限公司并在香港上市 (股票代码 0142.HK), 同年收购 Pacific Link 50%的股权切入电讯行业。1997年, 亚洲金融危机爆发。

2) 聚焦民生期 (1998-2006年)

应对危机, 战略转移。为了应对金融危机, 1998年公司集团启动重组, 将业务重心转移至亚洲市场, 聚焦电信、消费食品、基础设施三大核心领域。在 1998 和 1999 年先后收购菲律宾电信巨头 PLDT、印尼食品龙头 Indofood 的部分股权。2006年公司旗下基建平台 MPIC 重新上市, 正式确立基建领域布局。

3) 产业整合期 (2007-2018年)

收购整合, 协同强化。2007年, 公司旗下 Indofood 通过 IndoAgri 收购种植园 Lonsum, 同年 MPIC 投资水务分销公司 Maynilad Water。2008年, 公司多元化地拓展业务, 在消费食品领域, Indofood 收购 Indolakto 69%的股权, 进军乳制品行业; 在基建领域通过 MPIC 布局收费公路业务; 在天然资源领域, 收购菲律宾主要采矿公司 Philex 21%的股权, 迈出布局采矿业务的关键一步。2013年, 第一太平与 Meralco 合资企业 FPM Power 收购新加坡电力生产商和零售商 PLP 70.0%的股权。2015年收购澳洲企业 Goodman Fielder 50.0%的股权。

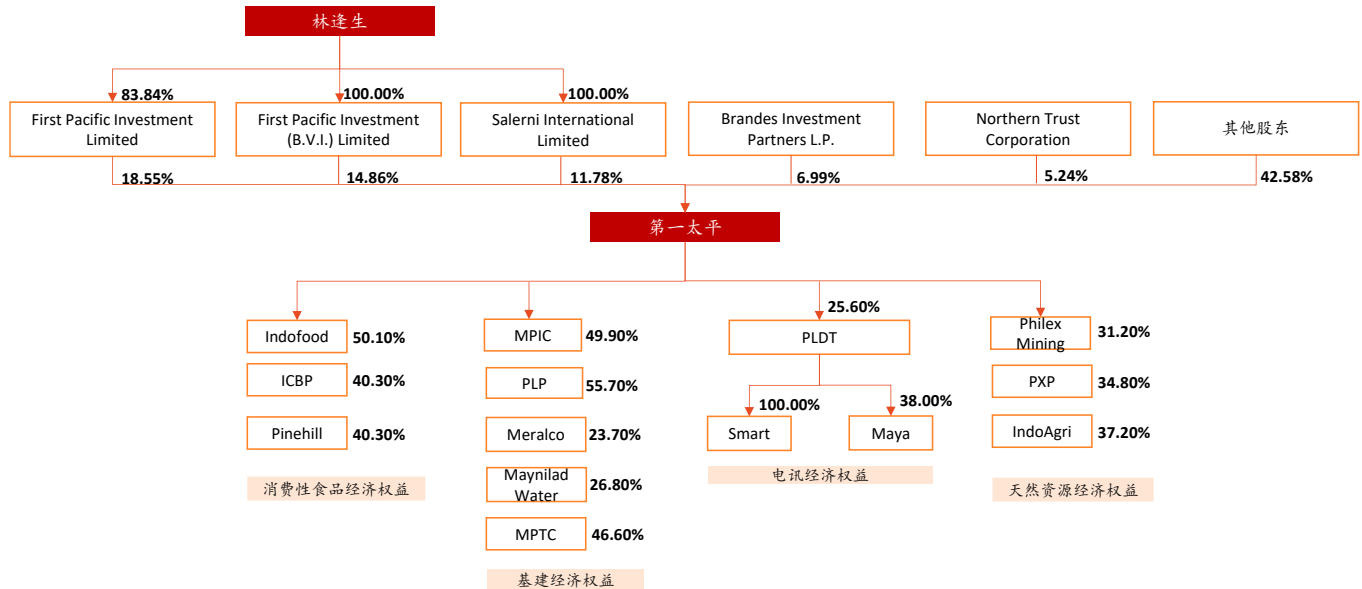
4) 战略深化期 (2019-至今)

深耕业务, 稳固增长。2019年, 公司出售所拥有的 Goodman Fielder 全部 50%股权, 聚焦亚太, 持续深化业务。2022年, PLDT 电讯公司的 Maya 数字银行服务上线, 体现了公司对于未来战略布局的考量, 发展金融科技。2023年, 公司完成 MPIC 的私有化。2024年, MPIC 持股的菲律宾的基础设施企业 MPTC 收购印尼收费公路运营公司 Transjawa 22.9%股权, 扩展新兴收费道路业务, 深化多元化战略布局。2025年, 完成 Maynilad Water 分拆独立上市。

1.2 管理情况：股权架构集中，团队资历深厚

家族核心控股，股权架构集中。截至 2025 年 6 月 30 日，公司第一大股东为印度尼西亚著名的三林集团（Salim Group），由林逢生先生领导。三林集团主要通过三家分别持股第一太平 18.55%/14.86%/11.78%的关联公司控股第一太平，合计拥有 45.2%的股权。第一太平的子公司分布于消费性食品（如 Indofood）、基建（如 MPIC）、电讯（如 PLDT）、天然资源（如 Philex Mining）四大板块，是公司在东南亚进行运营管理的核心载体。

图表3：公司股权架构集中且稳定



资料来源：iFinD，公司投资者简介，公司年报，国盛证券研究所注：股东信息截至 2025 年 6 月 30 日，经济权益截至 2025 年 9 月 30 日

跨业经验丰富，团队协同高效。董事会主席林逢生出身印尼华裔林氏家族，家族早年深耕工业、食品加工等实业完成资本积累，后布局东南亚金融等多元投资。自 1981 年起，林逢生先生便已经担任第一太平董事，具有多年在印尼、中国香港等地的管理经验。执行董事兼行政总监彭泽仁先生自 1981 年创立第一太平后，与林氏家族深度合作，不仅长期担任公司要职，更执掌 PLDT、MPIC 等菲律宾核心产业龙头，是东南亚跨产业资源整合与运营的核心主导者。其余高管，如杨格成、吴汉邦等人均在财务、矿业、基建等领域拥有数十年一线实操经验，共同构成覆盖多元产业、兼具战略高度与执行高效的管理梯队。

图表4: 公司核心管理层

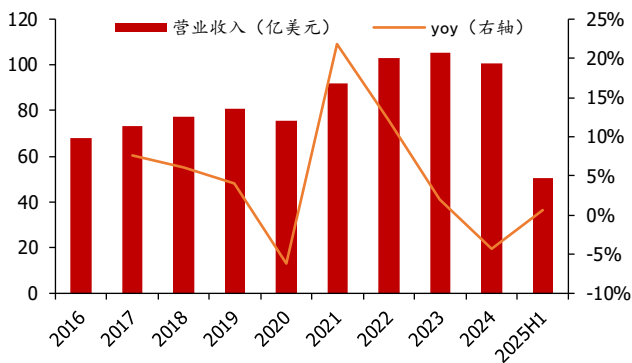
姓名	职务	年龄	简介
林逢生	董事会主席	75 岁	林氏为印度尼西亚国籍，1971 年从英国毕业后即加入三林集团帮助父亲林绍良先生工作，1981 年起为第一太平董事，现在担任三林集团在印尼、中国香港、新加坡、菲律宾、澳大利亚等地多家上市公司的董事局主席、董事。目前担任三林集团总裁兼行政总监，及 Indofood 及 ICBP 总裁董事兼行政总监。此外，他还于多家跨国公司出任顾问会（Boards of Advisors）成员，自 2004 年起为亚洲企业领袖协会会员。
彭泽仁	常务董事兼行政总监	78 岁	彭氏为菲律宾国籍，拥有马尼拉安德雷尔大学文学士及美国宾大沃顿商学院 MBA 教育背景，其管理履历深度绑定东南亚核心产业布局。1981 年创立第一太平后，长期担任该公司常务董事，同时以 PLDT 主席为核心，执掌 MPIC 等菲律宾基建、医疗、媒体领域头部企业的主席职务，并兼任 Indofood 总裁专员、Meralco 董事等职。
杨格成	执行董事	67 岁	杨氏于 1987 年加盟香港第一太平担任集团财务总监，1995 年加盟 MPC 担任财务董事，并一直担任该职务至 1998 年 11 月加盟 PLDT 担任首席财务顾问为止。在此之后，他于 2015 年重返第一太平担任首席财务总监，直至 2022 年 7 月退任该职务，并于 2017 年 8 月加入第一太平董事会。他现为 PLP 及 Roxas Holdings 董事，PLDT 顾问委员会成员及 MPIC 董事顾问委员会成员，Indofood 专员及 IdeaSpace Foundation 受托人。
吴汉邦	首席财务总监兼副董事	62 岁	吴氏于 1988 年自香港普华永道会计师事务所核数及商业顾问部转投第一太平。2022 年 8 月获委任为首席财务总监，并自 2019 年 4 月起担任副董事。他曾出任集团财务执行副总裁，还历任集团多个高级财务职位，包括集团司库、集团区域电讯部门财务主管及数家集团在印度、印尼及中国的电讯合营公司董事，现为 Indofood 之专员，Philex Mining、PXP 之非执行董事以及 PLP 董事。
玛亦玲	副董事	69 岁	玛氏于 2012 年加盟第一太平，在银行、金融与证券、建筑与基建、投资、并购，以及采矿与自然资源范畴拥有丰富的执业经验。她现为 PLDT、Philex Mining、Philex Gold Philippines、PXP、Silangan、Lepanto Consolidated Mining 及菲律宾证券交易所之董事。2019 年 1 月获委任为 PLDT 首席法律顾问及高级副总裁，并于 2022 年 1 月获选为公司秘书，2025 年 1 月卸任首席法律顾问后，获委任为主席之高级法律顾问。
域格荣	副董事	68 岁	域氏于 2013 年加盟第一太平，担任第一太平集团菲律宾地区的政府及监管事务主管，以及通讯办公室主管。他亦为 Meralco、PLDT、Smart、MayaBank、MPIC 等公司之董事，担任 Lepanto 及 EEI 独立董事。
任展弘	副董事兼首席可持续发展总监	59 岁	任氏曾经担任汇丰银行批发部亚太区企业传讯主管。他于 2010 年加盟第一太平，在 2019 年 4 月获委任为副董事前，曾任集团企业传讯执行副总裁。他现为 Indofood 专员，及集团首席可持续发展总监兼集团首席投资者关系总监。
黎智生	副董事	72 岁	曾就读于马尼拉安德雷尔大学及圣托马斯大学；出任第一太平副董事前，他曾任 Maynilad 总裁兼行政总监，2000 年加盟 PLDT 任人力集团主管，参与其业务转型等事务管理；现为 PLDT 及主席办公室高级顾问兼领导交接总监、Kayana Solutions 总裁，还曾在 Union Carbide、百事等企业任高职，涉及 Meralco 等多家公司事务。
杨鸿祥	副董事	48 岁	毕业于宾夕法尼亚大学沃顿商学院并取得经济学理学士学位；2013 年加盟第一太平后，他一直带领公司投资活动（含并购、合管等）及业务拓展计划，2022 年起任 Metro Pacific Investments 高级顾问兼执行董事，同时兼任 Pacific Light Power 等多家公司董事，还是 Idea Space Foundation 受托人。

资料来源: iFinD, 公司年报, 国盛证券研究所 2024 年 12 月 31 日

1.3 财务情况: 营收稳中有韧, 利润持续向好

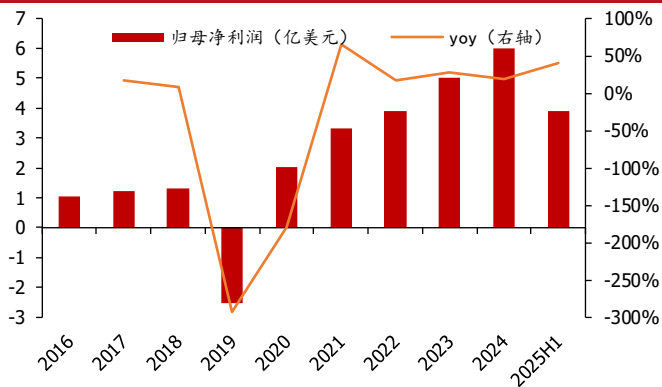
收入整体上升, 利润增长稳健。收入端, 2024 年公司实现营业收入 100.57 亿美元、同比-4.31%, 2025H1 实现营收 50.28 亿美元、同比微增 0.65%, 2020-2024 年营业收入 CAGR 达 7.41%。尽管 2024 年公司营收略有回调, 但整体保持了收入规模韧性与增长。利润端, 2024 年公司实现归母净利润 6.00 亿美元、同比+19.77%, 2025H1 实现 3.91 亿美元、同比高增 40.82%, 2020-2024 年归母净利润 CAGR 达 31.36%。2019 年, 公司归母净利润为负, 主系出售澳洲食品公司 Goodman Fielder 股份带来大额账面损失。整体来看, 2020-2025H1 公司利润增长稳健, 反映出聚焦亚太核心产业后的高效运营。

图表5: 2016-2025H1 公司营业收入稳中有升



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

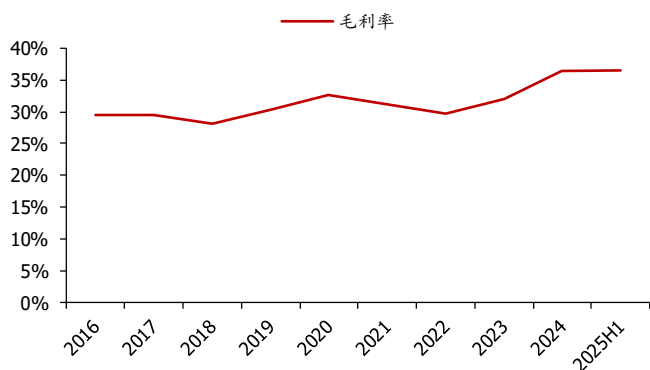
图表6: 2016-2025H1 公司利润增长较为稳健



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

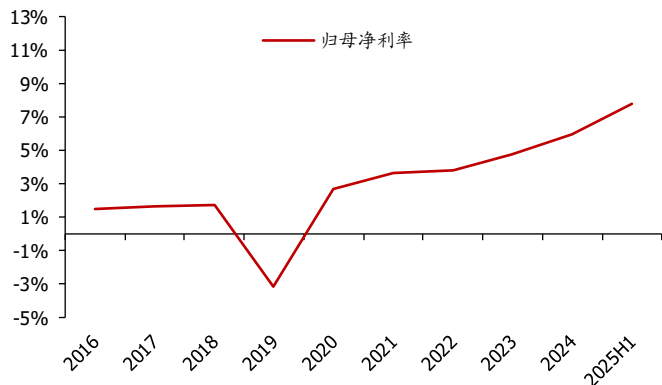
毛利率持续逐步上升, 归母净利率加速增长。 毛利率方面, 2016-2018 年在 28%-30% 区间小幅波动, 2019 年后逐步突破前期区间, 2023-2025H1 持续攀升, 2025H1 达 36.52%, 较 2016 年提升 6.95pct, 盈利空间显著拓宽。归母净利率方面, 2019 年公司出售 Goldman Fielder 股权产生亏损, 拖累归母净利率至-3.15%, 2020-2025H1 归母净利率则持续增长, 2025H1 公司归母净利率达 7.78%, 同比+2.36%, 整体上毛利率和归母净利率在近四年稳定提升。

图表7: 2016-2025H1 公司毛利率稳步上升



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

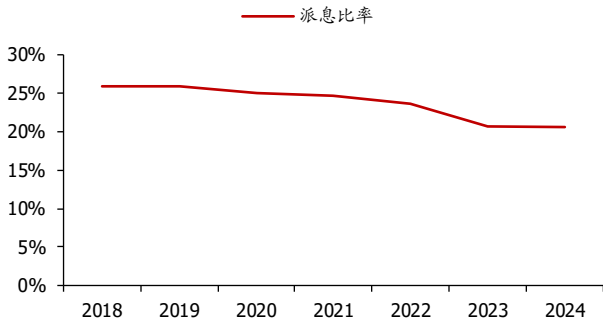
图表8: 2016-2025H1 公司归母净利率加速增长



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

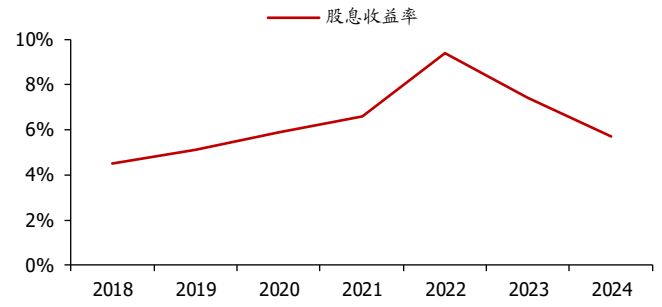
重视股东回报, 分红长期稳定。 第一太平长期坚持稳定的股东回报政策, 2016-2024 年以来已累计完成 18 次分红, 保持行业较好水平。2024 年公司现金分红总额 10.90 亿港元, 派息比率达 20.60%; 2022 年股息收益率为 9.40%创新高, 2023、2024 年股息率分别约 7.40%/5.70%, 充分体现公司持续回馈股东的稳定承诺。

图表9: 2018-2024年公司派息比率



资料来源: 投资者简介, 国盛证券研究所

图表10: 2018-2024年公司股息收益率

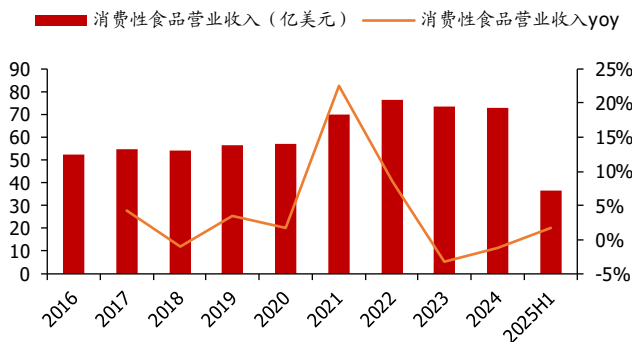


资料来源: 投资者简介, 国盛证券研究所

二、消费性食品：行业地位领先，竞争优势突出

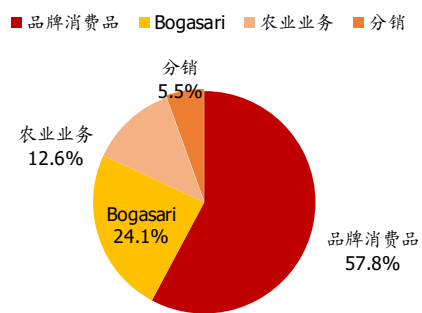
品牌消费品主导，溢利贡献显著。第一太平通Indofood（持 50.1%经济权益），ICBP（间接持有 40.3%）、Pinehill（间接持有 40.3%）等子公司，拥有四大部门，分别为品牌消费品，包括面食分部、乳制品分部、零食分部等；Bogasari 面粉、农业，包括食用油及油脂分部、种植园分部；除此之外还有分销部门。四大部门 2024 年营业额占比分别为 57.8%/24.1%/12.6%/5.5%。2024 年 Indofood 总体营业收入为 72.90 亿美元，同比-0.65%，占集团比例 72.49%；对第一太平集团溢利贡献达 3.33 亿美元，同比+16.91%，占比达 42.92%。

图表11: 2016-2024 年消费性食品营业收入 (亿美元)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

图表12: 2024 年各细分业务营业额占比 (%)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

➤ **品牌消费品业务 (ICBP、Pinehill):** 品牌消费品业务主要由 ICBP 与 Pinehill 两家公司运营，分别负责印尼本土核心业务与国际市场拓展。

1) ICBP (第一太平持有 40.3%经济权益): Indofood 拥有 ICBP 80.5%的股权，ICBP 集团主要负责品牌消费品业务，涵盖面食、乳制品、零食等部门，依托印尼 60 所厂房运营，同时向全球超 100 个国家出口产品。其中，面食分部作为全球最大的即食面生产商之一，为超过 10 亿消费者供应产品，代表品牌 Indomie 在 2021 年印尼方便面市场占有率高达 72%，乳制品分部为印尼最大的乳制品生产商之一，零食部门业务亦为市场领先。整体 ICBP 集团在各分部均有较大市场份额，竞争优势明显。

2) Pinehill (第一太平间接持有 40.3%经济权益): ICBP 拥有 Pinehill 100%的股权，Pinehill 是 ICBP 旗下负责拓展国际即食面业务的核心平台，在非洲、中东及欧洲东南部拥有 20 多家生产设施，推动全球最大即食面生产商之一 ICBP 持续发展。

➤ **面粉业务 (Bogasari):** Bogasari 生产众多类别的小麦面粉产品及意大利面，是支撑 Indofood 面粉业务的核心主体。作为印尼最大的综合磨粉商，Bogasari 共运营 5 所磨粉设施，年产能合计约 440 万吨，市占率约 50%，伴随印尼经济发展与人口数量上升，面粉食品需求增加，面粉业务发展势头强劲。

➤ **农业业务 (Indofood Agri):** 农业业务的核心运营主体是 Indofood Agri，Indofood 拥有其 74.1%的经济权益。农业业务包含种植园及食用油和油脂业务两个分部，通过 IndoAgri 及其在印尼的主要运营附属公司 Salim Ivomas Pratama (Indofood 持有 61.4%权益) 和 Lonsum (Indofood 持有 36.6%权益) 运营。种

植园部门产出棕榈原油、棕榈仁等基础产品，食用油和油脂部门以棕榈相关产物为原料，实现产业链互补。

- **分销业务 (Indomacro Adi Prima):** 分销集团是 Indofood 全面食品解决方案纵向整合运营网络的战略性组成部分，Indofood 对其 100% 控股。分销集团拥有印尼最广阔分销网络之一，覆盖所有人口密集区域，通过传统与新型杂货店合作构建强渠道壁垒。

图表13: 公司细分业务

主要细分业务	主要分部	主要产品	主要产品/集团	市场地位/规模	2024年营业额 (亿美元)
品牌消费品	面食部门		Indomie	印尼本土国民品牌，2022年印尼方便面市场市占率高达72%	46.17
	乳制品部门		Indomilk	覆盖多类乳制品品类	
	零食部门		Chitato	市场领导者之一，生产传统及压制类零食	
Bogasari面粉	-		基础面粉Bogasari Segitiga Biru等	印尼磨粉厂中规模最大，超50%的市场份额	19.24
农业	食用油及油脂部门		Bimoli Spesial 食用油	2024年销售额为12.3万亿印尼盾 (7.769亿美元)	10.05
	种植园部门	-	IndoAgri旗下的SIMP集团与Lonsum集团	IndoAgri是印尼最大的棕榈油生产商之一	
分销	-		分销集团	拥有印尼全国最广阔的分销网络之一，涵盖所有人口密集的区域	4.41

资料来源: 公司年报, AEGIC, 澎湃新闻, Chain Reaction Research, 国盛证券研究所

三、基础设施建设：市场经济利好，多业增长强劲

多元赛道布局，发展趋势良好。基建业务由第一太平持有 49.9%经济权益的 MPIC 主导运营，主要包括五大板块：电力板块，核心子公司有菲律宾电力龙头 Meralco（第一太平间接持有 23.7%经济权益）、新加坡电力公司 PLP（55.7%）；水务板块，核心子公司是菲律宾水务巨头 Maynilad Water（26.8%）；收费公路，主要的运营商为 MPTC（46.6%）；健康护理，主要公司有 Metro Pacific Health，MPIC 拥有其 20.0%经济权益；其他领域涉足轻轨等业务，构建多元基建赛道布局。

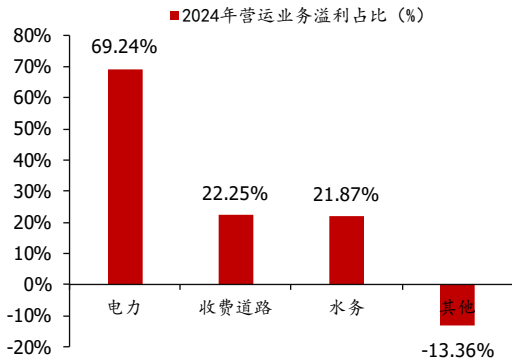
图表14: MPIC 细分业务



资料来源：公司投资者简介，国盛证券研究所

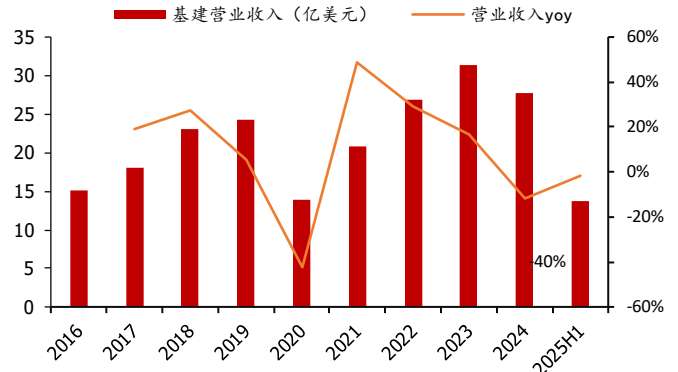
电力贡献最大，收费道路突出。2024 年 MPIC 综合收入为 13 亿美元，同比+19%；对第一太平集团溢利贡献达 1.99 亿美元，同比+24.78%。分板块来看，2024 年电力/收费道路/水务营运业务对 MPIC 的溢利贡献分别为 3.43/1.10/1.08 亿美元，占 MPIC 总体营运业务溢利（4.95 亿美元）分别为 69.24%/22.25%/21.87%，电力板块为主导，电力、收费道路、水务三大板块均贡献正向溢利，整体表现向好。

图表15: 2024年基建细分板块营运溢利贡献占比(%)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

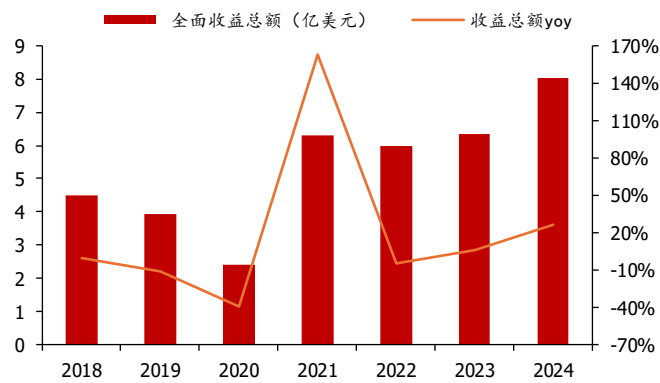
图表16: 2016-2024年基建业务营业收入及同比



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

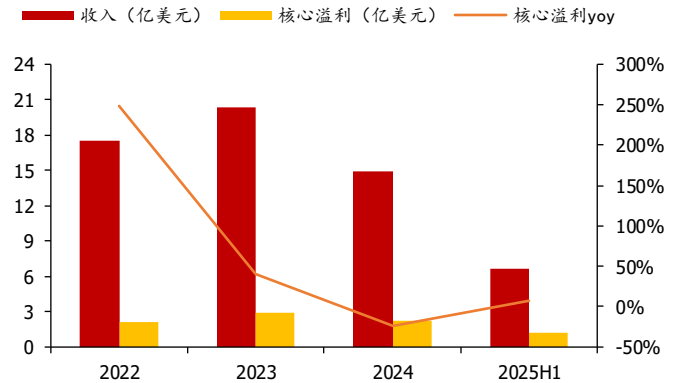
- **电力 (Meralco、PLP):** 1) **Meralco (菲律宾, 持有 23.7%的经济权益):** Meralco 是菲律宾最大配电商, 承担当地超 50%的电力需求。受益于平均温度上升和经济活动持续增加带动需求, 配电业务销量与传送电力费用上升。2024 年 Meralco 公司收入上升 6%至 82 亿美元, 全面收益总额达到 8.04 亿美元, 同比 +26.42%, 增长亮眼。MGen 为 Meralco 全资发电子公司, 通过本土液化天然气产业的合营公司进行大量投资, 扩大其可再生能源组合。2) **PLP (新加坡, 持有其 55.7%的经济权益):** 2024 年 PLP 核心溢利为 2.24 亿美元, 同比-24%, 体现市场波动。从未来战略上看, PLP 将持续推进新能源及科技转型, 发展新加坡首项离岸进口太阳能项目, 市场前景依旧稳定。

图表17: 2018-2024年 Meralco 全面收益总额 (亿美元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表18: 2022-2025H1 PLP 的收入与核心溢利 (亿美元)



资料来源: 公司投资者简介, 国盛证券研究所

- **收费道路 (MPTC, 持有 46.6%的经济权益):** 收费道路业务的核心主体是 MPTC, 第一太平间接拥有 46.6%的经济权益。MPTC 覆盖 1119 公里高速公路, 是东南亚最大非政府收费道路运营商, 辐射菲律宾及东南亚其他交通网络。2024 年收费收入达 5.5 亿美元, 同比+16%, 主要得益于通行费的上调与菲律宾经济复苏带动交通量显著增长, 进一步放大收入增量。
- **水务 (Maynilad Water, 持有 26.8%经济权益):** 水务的核心运营主体为 Maynilad Water, 第一太平间接拥有 26.8%的经济权益。Maynilad 是菲律宾客户数量最多的公共水务公司, 持有特许经营权, 在马尼拉大都会西部运营输水、污水处理及公共卫生服务。2024 年, Maynilad 收入为 5.84 亿美元, 同比+23%, 增速较快。

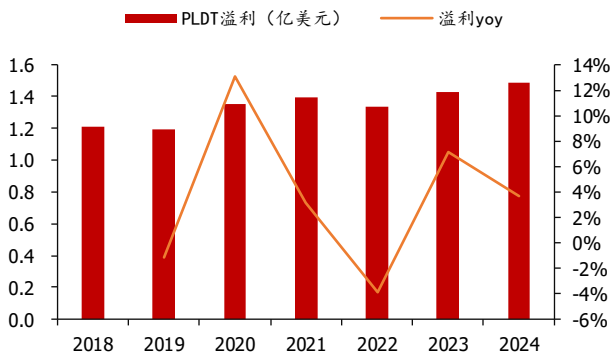
- **健康护理和其他板块 (Metro Pacific Health 等):** 运营核心主体为 Metro Pacific Health, MPIC 拥有其 20% 经济权益。Metro Pacific Health 是菲律宾最大私营医院网络, 拥有 29 间医院、6 间放疗中心, 已完成全网络医院品牌整合。MPIC 其他板块涵盖轻轨、健康平台、能源、农业等细分领域, 拥有 LMRC, mWell 等公司权益, 业务范围广泛。

四、电讯业务：用户基础稳固，前沿科技驱动

三大板块协同，溢利稳步提升。电讯业务由第一太平持股 25.6% 的菲律宾龙头企业 PLDT 负责，旗下核心子公司包括负责移动通信的 Smart、专注 ICT（信息通信技术一站式服务）解决方案的 ePLDT，以及金融科技公司 Maya。2024 年 PLDT 对第一太平集团的溢利贡献为 1.49 亿美元，同比+3.70%，占 2024 年集团整体溢利的 19.12%。

- **移动通信业务 (Smart):** Smart Communication 移动通信市场，通过互补性业务布局与 PLDT 的固网和光纤业务形成协同效应。PLDT 100% 控股。Smart 目前的 5G 及 4G 合并网络覆盖率已覆盖约 97% 的菲律宾人口，同时 5G 装置用户在 2024 年内实现 67% 的显著增长，用户规模与增长显著。Smart 为提升收入增长动力，将持续升级网络与容量以支撑数据及 5G 需求增长，并在业务中发展人工智能。
- **数据中心业务 (ePLDT):** ePLDT 是菲律宾企业的行业领先数字化转型合作伙伴。ePLDT 的 VITRO 网络涵盖 11 个先进设施，营运使用率为 75%，是菲律宾最大的网络，且 2024 年新投用菲律宾首个 AI 超大型数据中心。PLDT 将持续投资菲律宾数字化转型关键基建，并将 VITRO 定位为菲律宾人工智能应用的主要推动者。
- **数字金融服务 (Maya):** Maya 为菲律宾一个包含钱包、数字银行及商户收单业务的领先金融科技生态系统。Smart 拥有 Maya 37.7% 的股权，第一太平则拥有 Maya 1.6% 的经济权益。Maya 在 2025 年实现首次半年度盈利，2025 年消费者金融科技应用程序、商户收单和卡处理的交易、数码银行排名均为行业第一位，未来 Maya 计划推出更多样产品及服务，增长可期。

图表19: 2018-2024 年 PLDT 溢利 (亿美元)



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表20: Maya 未来计划提供多样产品



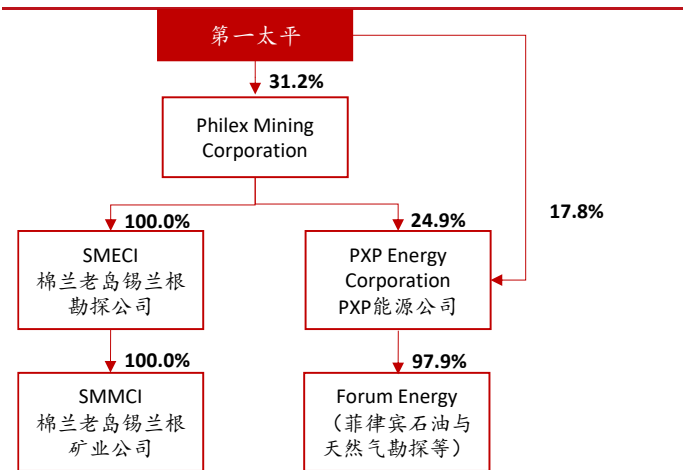
资料来源：公司投资者简介，国盛证券研究所

五、自然资源：聚焦金铜开发，新兴项目稳进

溢利贡献温和，增长潜力可观。第一太平集团持有 Philex Mining 31.2%经济权益。Philex Mining 专注于金属矿产勘探开发和能源资源投资，2024 年对集团溢利贡献为 480 万美元，同比-36.84%，占集团整体 0.62%。

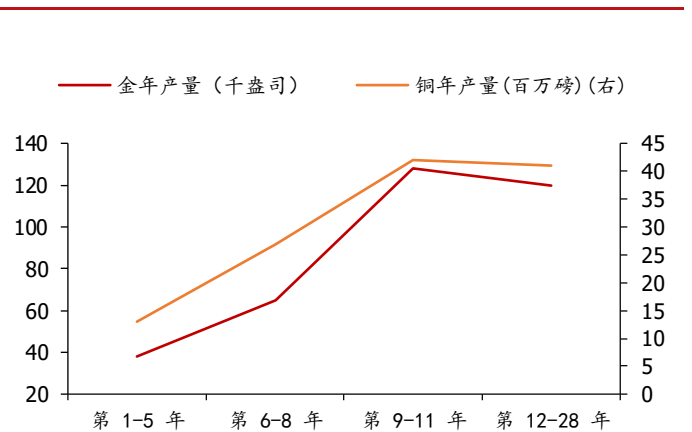
- **矿产 (Philex Mining)**: Philex Mining 通过两大矿场运营金铜业务。Padcal 矿场为核心资产，作为长期运营矿场，其资源逐渐枯竭，面临成本上升和金铜质量下降的问题；Silangan 为在建矿场，预计 2026 年投产，有望大幅提升产能。
- **能源 (PXP)**: PXP 持有 Forum Energy Limited 97.9%的经济权益，FEL 为一家在英国注册成立的上游油气企业，业务聚焦菲律宾市场。2024 年，PXP 石油收入增长且成本下降，核心亏损收窄，同时计划在当地探索其他潜在油气项目，发展潜力较大。

图表21: 公司矿产业务股权结构图



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表22: Silangan 矿场有望大幅提升产能



资料来源：公司投资者简介，国盛证券研究所

六、盈利预测与估值

6.1 收入拆分及盈利预测

我们按业务分类对公司营业收入做拆分与预测，核心假设如下：

1) 消费性食品 (Indofood):

Indofood 作为东南亚食品龙头企业，依托东南亚稳定的基础消费需求以及领先的市场地位构建竞争优势。Indofood 旗下核心子公司之一 Pinehill 的业务布局于中东、非洲及欧洲东南部等发展阶段地区，是公司未来增长的重要引擎，为 Indofood 贡献了海外市场的核心收入增长。海外市场清真食品需求旺盛，叠加东南亚地区经济发展带动的基础消费升级，公司业务拓展具有广阔空间。结合 Indofood 的市场优势与 Pinehill 拓展市场的增长趋势，考虑汇率的影响后，预计 2025-2027 年该板块收入分别为 75.09/78.09/81.61 亿美元，同比分别+3.0%/+4.0%/+4.5%。

2) 基建 (MPIC、PLP):

公司基建业务涵盖电力、收费道路、水务、医疗等领域，主要由 MPIC 和 PLP 等公司协同负责。电力以发电与太阳能双轮驱动增长，契合区域能源转型政策导向，助力业务向可再生能源拓展，有望实现长期绿色能源收益；收费道路上，第一太平集团公司通过联合投资印尼跨爪哇收费公路，有望借助当地交通需求增长与政策支持释放协同效应，推动业务稳健增长；水务公司 Maynilad Water 上市，提供关键资金，可用于扩建供水基建、污水基建、优化服务等；健康护理方面，公司紧跟中产阶级扩容趋势扩容医院网点。展望未来，受益于区域基建投资加码、民生需求升级，业务增长动力充足。考虑汇率的影响后，我们预计 2025-2027 年基建业务整体的营业收入分别为 30.56/33.90/37.77 亿美元，同比分别+10.5%/10.9%/11.4%。

3) 电讯 (PLDT):

电讯板块的核心运营公司为 PLDT，PLDT 旗下 Maya 业务有望进一步扩张用户与业务规模，巩固菲律宾数码金融领域的头部地位，成为 PLDT 金融科技板块的核心增长引擎。结合东南亚电讯行业数字化转型浪潮，叠加区域移动互联网普及、企业数字化需求提升等行业背景，考虑汇率的影响后，预计 2025-2027 年该板块经常性溢利分别为 1.53/1.59/1.67 亿美元，同比分别+3.0%/4.0%/5.0%。

4) 自然资源 (Philex Mining):

自然资源板块的核心运营公司是 Philex Mining。Philex Mining 旗下 Silangan 铜金矿项目推进将进一步释放铜金产能，承接行业需求红利。考虑大宗商品价格周期性波动，矿业领域政策合规，叠加矿山运营效率优化与产能稳步释放，考虑汇率的影响后，预计 2025-2027 年该矿业板块经常性溢利分别为 0.06/0.08/0.12 亿美元，同比分别+30%/35%/+40%。

综上所述，我们预计 2025-2027 年营业总收入分别为 105.85/112.20/119.58 亿美元，同比分别+5.3%/+6.0%/+6.6%。经常性溢利分别为 7.40/8.21/9.20 亿美元，同比分别+10.0%/+11.0%/+12.0%。

图表23: 第一太平盈利预测部分拆分 (百万美元)

(百万美元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,305	10,511	10,057	10,585	11,220	11,958
yoy	13.2%	2.0%	-4.3%	5.3%	6.0%	6.6%
消费性食品	7,430	7,338	7,290	7,509	7,809	8,161
yoy	7.3%	-1.2%	-0.7%	3.0%	4.0%	4.5%
占比	72.1%	69.8%	72.5%	70.9%	69.6%	68.2%
基建	2,682	3,133	2,767	3,056	3,390	3,777
yoy	29.1%	16.8%	-11.7%	10.5%	10.9%	11.4%
占比	26.0%	29.8%	27.5%	28.9%	30.2%	31.6%
MPIC	934	1,104	1,274	1,414	1,584	1,790
yoy	5.8%	18.2%	15.4%	11.0%	12.0%	13.0%
占比	34.8%	35.2%	46.0%	46.3%	46.7%	47.4%
PLP	1,748	2,029	1,493	1,642	1,806	1,987
yoy	46.3%	16.1%	-26.4%	10.0%	10.0%	10.0%
占比	65.2%	64.8%	54.0%	53.7%	53.3%	52.6%
其他	193	39	-	20	20	21
yoy	92.8%	-79.7%	-	-	2.0%	2.0%
经常性溢利	509	604	673	740	821	920
yoy	19.3%	18.7%	11.4%	10.0%	11.0%	12.0%
电讯 (PLDT)	134	143	149	153	159	167
yoy	-3.9%	7.1%	3.7%	3.0%	4.0%	5.0%
占比	26.3%	23.7%	22.1%	20.7%	19.4%	18.2%
自然资源 (Philex Mining)	13	8	5	6	8	12
yoy	-30.6%	-43.3%	-36.8%	30.0%	35.0%	40.0%
占比	2.6%	1.3%	0.7%	0.8%	1.0%	1.3%
其他	(84)	(98)	(104)	(86)	(66)	(43)
yoy	5.8%	15.6%	6.4%	17.3%	23.3%	34.4%
综合毛利率	29.7%	32.1%	36.3%	36.5%	37.0%	37.3%
yoy	-0.7%	2.4%	4.2%	0.2%	0.5%	0.3%

资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

毛利率: 随着核心资产运营效率优化, 公司毛利率持续走高, 自 2022 年的 29.66% 提升至 2024 年的 36.34%。长期来看, 核心业务协同拓展带来的规模效应将进一步放大盈利优势, 我们预计 2025-2027 年公司综合毛利率为 36.50%/37.00%/37.30%。

费用率: 公司销售费用率呈平稳态势, 2024 年销售费用率为 7.79%, 预计 2025-2027 均为 7.79%; 管理费用率则随运营效率优化与资源调配动态调整, 2024 年管理费用率为 6.31%, 预计 2025-2027 年管理费用率为 6.00%/6.50%/6.60%, 同比分别-0.31pct/+0.50pct/+0.10pct。

综上所述, 我们预计 2025-2027 年公司实现营收 105.85/112.20/119.58 亿美元, 同比分别+5.3%/+6.0%/+6.6%; 实现归母净利润为 6.49/7.08/7.67 亿美元, 同比分别+8.2%/+8.9%/+8.4%。

图表24: 第一太平费用率预测 (%)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
综合毛利率	29.66%	32.11%	36.34%	36.50%	37.00%	37.30%
yoy	-0.65%	2.45%	4.23%	0.16%	0.50%	0.30%
销售费用率	7.02%	7.13%	7.79%	7.79%	7.79%	7.79%
yoy (pct)	-0.72%	0.11%	0.66%	0.00%	0.00%	0.00%
管理费用率	5.49%	5.74%	6.31%	6.00%	6.50%	6.60%
yoy (pct)	-2.19%	0.25%	0.58%	-0.31%	0.50%	0.10%
归母净利率	3.80%	4.77%	5.97%	6.14%	6.31%	6.41%
yoy (pct)	0.14%	0.97%	1.20%	0.17%	0.17%	0.11%

资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

6.2 可比公司估值

厚积多元势能，盈利稳步提升。第一太平在四大业务的跨国运营积淀、多领域资源整合等方面优势突出。我们选取康师傅控股、统一企业中国、长江电力三家上市公司作为可比公司，康师傅控股与统一企业中国为消费食品饮料行业龙头企业，具备成熟的渠道布局与品牌运营能力，与第一太平消费性食品板块具备可比性；长江电力为公用事业领域标杆企业，在资产运营与稳定收益方面表现突出，与第一太平公用事业板块运营逻辑相近。三家公司与第一太平主营业务存在重叠或运营逻辑相似，具有充分可比性。

我们预期 2025-2027 年归母净利润为 6.49/7.08/7.67 亿美元。考虑公司多元业务协同效应持续释放，核心业务稳健增长，首次覆盖给予“买入”评级。

图表25: 第一太平可比公司估值表

股票代码	公司	收盘价	EPS (元/股)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
0322.HK	康师傅控股	10.85	0.66	0.76	0.83	0.88	18.3	15.9	14.5	13.7
0220.HK	统一企业中国	7.22	0.43	0.52	0.58	0.63	18.7	15.4	13.8	12.7
600900.SH	长江电力	26.81	1.33	1.39	1.46	1.52	20.2	19.3	18.4	17.6
可比公司平均值							19.0	15.7	14.2	13.2
0142.HK	第一太平	0.94	0.14	0.15	0.17	0.18	5.5	5.1	4.7	4.3

资料来源: iFinD, 国盛证券研究所 注: 可比公司 EPS 为 iFinD 机构一致预测/iFinD 预测, 收盘价使用 2025 年 1 月 14 日, 收盘价康师傅控股港币, 统一企业中国港币, 长江电力人民币, 第一太平美元

七、风险提示

盈利能力下滑。公司业绩表现与主要业务板块的盈利水平直接相关，若核心业务面临原材料、人力等成本上升压力，或受市场环境变化导致需求出现阶段性波动，将直接挤压利润空间。成本与需求的双重不确定性叠加，可能使公司整体盈利能力进一步承压，对经营业绩产生不利影响。

行业竞争加剧。公司核心业务虽在东南亚市场占据领先地位，尤其在印尼方便面市场实现高渗透率，但行业竞争态势正持续加剧。当前需持续应对本土品牌的本土化竞争及国际品牌的全球化扩张冲击，竞争压力可能影响业务增长质量。

新兴市场运营与政策风险。公司业务集中于印尼、菲律宾等东南亚新兴市场，当地政府若出台外汇管制、税收调整、行业监管收紧等政策，或受经济波动、社会不稳定因素影响，将直接干扰业务正常运转，降低运营效率。

汇率波动。公司主营业务收入多以印尼盾、菲律宾比索等当地货币计价，而财务报表折算及汇兑结算主要参考港元或美元。若未来当地货币兑港元、美元出现大幅贬值或剧烈波动，将影响财务报表汇兑收益稳定性，给财务表现带来不确定性风险。

贸易保护与贸易摩擦。公司主要营收来源于东南亚本土市场，但全球贸易保护主义抬头及地缘政治紧张局势仍带来间接冲击。若贸易摩擦升级导致全球经济增长放缓，将传导至东南亚区域，影响当地贸易活跃度与投资信心，进而间接波及公司部分业务的客户需求及供应链成本稳定性。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5% 以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10% 以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10% 以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com