

2026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 2026-4-16 **4.22 港元**

聚焦核心、瘦身健体

公司 25 年实现营业收入 1734 亿元 (人民币, 下同, 列明除外), 同比下降 9.7%; 归母净利润-234 亿元, 主要是计提了较多资产减值。考虑公司的现状及未来战略, 我们下调 26/27/28 年净利润至 33.3/41.0/50.1 亿元, 对应每股 EPS 收益为 0.45/0.55/0.67 港元。基于可比公司和 NAV 估值法, 维持“买入”评级, 维持目标价 7.5 港元, 较当前价格有 78% 的上涨空间。

报告摘要

健康板块利润持续增长。2025 年, 健康板块实现收入 480.0 亿元, 同比增长 3.1%; 归属于母公司股东之利润为 14.3 亿元, 同比大幅增长 59.2%。板块增长主要由复星医药及 Luz Saúde 拉动。复星医药全年营业收入达 415.0 亿元, 其中创新药品收入 98.93 亿元, 同比增长 29.59%, 创新驱动战略成效凸显。境外收入 194.8 亿元, 同比增长 16.1%, 全球化布局持续深化。复宏汉霖收入与利润连续三年双增长, 核心产品海外商业化不断突破。板块整体在持续优化资产结构、加速现金回流的同时, 实现了创新收入占比与盈利能力的同步提升。

快乐板块计提一次性减值。快乐板块全年收入为 647.5 亿元, 同比下降 15.6%, 主要受豫园股份收入下滑及复朗集团收入下降影响; 归属于母公司股东之亏损为 90.7 亿元, 大额亏损主要因豫园股份处置非核心资产项目产生的投资收益减少以及受房地产行业下行影响, 公司对部分房地产项目计提资产减值准备增加, 此外集团计提百合佳缘、St Hubert 等商誉减值。复星旅文收入创历史新高, 达 177.6 亿元, 同比增长 4.4%, Club Med 营业额再创新高, 经调整 EBITDA 36.1 亿元, 同比增长 1.4%。板块海外收入占比稳定在 40.5%, 全球化战略稳步推进。

保险业务稳健, 资管业务计提减值。富足板块全年收入为 558.6 亿元, 同比增长 1.4%。板块内表现分化: 保险业务表现强劲, 收入同比增长 14.0%, 归属于母公司股东之利润为 17.8 亿元, 同比增长 3.7%。其中, 复星葡萄牙保险稳居葡萄牙市场首位, 国际业务占比超 30%; 境内复星保德信人寿与复星联合健康险保费收入均实现超 40% 的高速增长。资管类业务则因地产业务相关亏损及资产减值影响, 录得归属于母公司股东之亏损 159.5 亿元。板块整体海外收入占比高达 86.3%, 全球化属性突出。

智造板块稳健发展, 资产减值拉低利润。智造板块全年收入为 77.4 亿元, 同比下降 50.3%, 主要由于翌耀科技出表导致合并报表范围变更。若剔除该影响, 业务运营保持稳定。板块归属于母公司股东之亏损为 15.5 亿元, 亏损扩大主要因万盛股份及捷威动力计提资产减值。核心企业海南矿业聚焦上游矿产资源, 油气权益产量同比增长超 60%, 锂资源项目实现投产, 为未来增长奠定基础。

战略定位中期百亿利润、资产瘦身健体。25 年 12 月底集团层面计息负债为 899 亿元, 与 24 年底基本持平。平均债务成本 5.0%, 较 24 年略有下降。公司宣布中期目标集团归母净利润达到人民币 100 亿元或以上, 并且未来将继续出售非核心业务, 聚焦健康、快乐、富足、智造核心产业, 中期目标降低集团层面有息负债至人民币 600 亿或以下。同时积极推动非上市资产分拆, 推动资产的价值发现。

考虑公司的现状及未来战略, 我们下调 26/27/28 年净利润为 33.3/41.0/50.1 亿元 (2025/9/8 预测为 38.3/47.5/NA 亿元), 对应每股 EPS 收益为 0.45/0.55/0.67 港元 (2025/9/8 预测为 15.98/16.37/NA 港元)。基于可比公司和 NAV 估值法, 维持“买入”评级, 维持目标价 7.5 港元, 较当前价格有 78% 的上涨空间。

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。
 (转下页...)

总市值(亿港元)	332.94
流通市值(亿港元)	332.17
总股本(亿股)	81.80
流通股本(亿股)	81.61
12个月低/高(港元)	3.4/4.5
平均成交(百万港元)	100.49

股东结构 (截止 2025-6-30)

复星控股	72.9%
其他股东	27.1%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.34	-2.81	-20.38
绝对收益	2.78	-6.44	0.49

数据来源: 彭博、港交所、公司

曹莹 行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

年结 31/12: 人民币百万	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	198,200	192,142	173,425	183,129	191,238	199,735
增长率(%)		-3.06%	-9.74%	5.60%	4.43%	4.44%
归母净利润	1,379	-4,349	-23,396	3,330	4,102	5,010
增长率(%)		-415.34%	437.97%	-114.23%	23.17%	22.15%
净利润率(%)	0.70%	-2.26%	-13.49%	1.82%	2.14%	2.51%
每股收益(港元)	0.17	-0.53	-3.29	0.47	0.58	0.70
每股净资产(港元)	17.56	16.60	13.19	13.66	14.54	15.60
市盈率	24.82	(7.96)	(1.28)	9.01	7.32	5.99
市净率	0.24	0.25	0.32	0.31	0.29	0.27
股息率	2.9%	0.9%	0.0%	-3.2%	-3.9%	-4.8%
净资产收益率(%)	1.12%	-3.58%	-22.08%	3.49%	4.09%	4.67%

数据来源: 公司资料, 国投证券国际预测

1. 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

年结31/12; 人民币百万	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	198,200	192,142	173,425	183,129	191,238	199,735
健康	46,314	46,553	48,000	49,170	50,369	51,597
YoY		0.5%	3.1%	2.4%	2.4%	2.4%
快乐	88,946	76,710	64,748	69,185	72,645	76,277
YoY		-13.8%	-15.6%	6.9%	5.0%	5.0%
富足	51,780	55,114	55,865	58,658	61,591	64,671
YoY		6.4%	1.4%	5.0%	5.0%	5.0%
内部抵消	-1,596	-1,821	-2,929	-4,094	-4,277	-4,468
除税前溢利	7,872	342	-21,583	8,557	10,088	11,631
健康	3,075	3,975	5,506	5,640	5,778	6,192
利润率	6.6%	8.5%	11.5%	11.5%	11.5%	12.0%
快乐	1,243	-1,606	-11,657	1,245	2,543	3,051
利润率	1.4%	-2.1%	-18.0%	1.8%	3.5%	4.0%
富足	2,142	-1,737	-13,435	1,173	1,232	1,812
利润率	4.1%	-3.2%	-24.0%	2.0%	2.0%	2.8%
内部抵消	-163	-142	-74	30	36	42
所得税	-2,525	-2,555	-1,127	-1,365	-1,596	-1,836
所得税率	-32.1%	-746.9%	5.2%	-16.0%	-15.8%	-15.8%
净利润(含少数股东权益)	5,347	-2,213	-22,711	7,191	8,492	9,794
净利率	2.7%	-1.2%	-13.1%	3.9%	4.4%	4.9%
少数股东损益	3,968	2,136	685	3,861	4,390	4,784
净利润(不含少数股东权益)	1,379	-4,349	-23,396	3,330	4,102	5,010
EPS (港元)	0.17	-0.53	-3.13	0.45	0.55	0.67
市盈率 (倍)	63.77	24.42	-1.73	12.18	9.89	8.10

数据来源: 国投证券国际研究预测

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。我们按照 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、黄金珠宝和旅游、保险、矿业公司的 26 年预测 PE 分别为 24.3x, 21.8x, 8.5x, 25.2x, 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 24x, 23x, 12x, 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 18% 的折价率, 得到公司合理市值为 583 亿港元, 对应股价为 7.1 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 650 亿港元, 对应股价为 7.9 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	49,170
归母净利润	1,266
预测PE	24
部门市值	30,389
快乐板块	
收入	69,185
归母净利润	635
预测PE	23
部门市值	14,608
富足板块	
收入	58,658
归母净利润	1,096
预测PE	12
部门市值	13,157
制造板块	
收入	11,600
归母净利润	318
预测PE	12
部门市值	3,816
部门估值合计	61,970
折扣	18.0%
公司整体市值	50,815
公司整体市值 (百万港元)	58,328
公司股价 (港元)	7.1

数据来源: 国投证券国际研究预测

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				
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
健康板块可比公司													
恒瑞医药	600276.SH	3,793	人民币元	42.8	63.4	77.2	95.9	113.0	88.7	59.8	49.1	39.5	33.5
yoy				12%	48%	22%	24%	18%					
片仔癀	600436.SH	909	人民币元	28.5	30.0	25.9	28.0	30.9	31.9	30.4	35.1	32.5	29.4
yoy				13%	5%	-14%	8%	11%					
云南白药	000538.SZ	980	人民币元	41.2	47.7	51.9	56.1	60.8	23.8	20.6	18.9	17.5	16.1
yoy				45%	16%	9%	8%	8%					
同仁堂	600085.SH	381	人民币元	25.8	22.8	16.3	15.2	17.2	14.8	16.7	23.3	25.2	22.2
yoy				17%	-12%	-28%	-7%	13%					
复星医药	600196.SH	658	人民币元	29.0	35.1	42.5	39.8	47.9	22.7	18.7	15.5	16.5	13.7
yoy				-27%	21%	21%	-6%	20%					
石药集团	1093.HK	1,067	港元	66.6	46.0	43.2	73.9	63.5	16.0	23.2	24.7	14.4	16.8
yoy				-5%	-31%	-6%	71%	-14%					
医药板块平均估值									33.0	28.2	27.8	24.3	22.0
快乐板块可比公司													
周大福	1929.HK	1,136	港元	54.9	66.1	59.9	85.3	97.0	20.7	17.2	19.0	13.3	11.7
yoy				-20%	20%	-9%	42%	14%					
潮宏基	002345.SZ	95	人民币元	3.3	1.7	4.7	7.0	8.4	28.9	56.3	20.2	13.6	11.3
yoy				61%	-49%	179%	48%	20%					
老凤祥	600612.SH	179	人民币元	29.8	25.4	16.9	18.6	20.2	6.0	7.0	10.6	9.6	8.9
yoy				31%	-15%	-33%	10%	9%					
豫园股份	600655.SH	181	人民币元	18.2	-4.3	-54.3	2.8	6.9	10.0			64.7	26.1
yoy				-54%	N/A	N/A	N/A	148%					
华住集团-S	1179.HK	1,290	港元	45.3	32.9	57.0	63.1	70.4	28.5	39.2	22.6	20.5	18.3
yoy				N/A	-27%	73%	11%	12%					
同程旅行	0780.HK	439	港元	17.2	21.1	26.8	37.9	44.3	25.6	20.8	16.4	11.6	9.9
yoy				N/A	23%	27%	41%	17%					
锦江酒店	600754.SH	267	人民币元	12.8	11.4	9.9	11.5	13.6	20.9	23.3	26.9	23.2	19.6
yoy				421%	-10%	-14%	16%	18%					
首旅酒店	600258.SH	169	人民币元	8.1	8.2	8.1	9.5	10.6	20.8	20.6	20.7	17.8	15.9
yoy				N/A	1%	-1%	16%	12%					
消费板块平均估值									20.2	26.4	19.5	21.8	15.2
富足板块可比公司													
中国平安	601318.SH	10,366	人民币元	1,092.7	1,467.3	1,583.0	1,505.0	1,645.6	9.5	7.1	6.5	6.9	6.3
yoy				2%	34%	8%	-5%	9%					
中国人寿	601628.SH	9,636	人民币元	226.3	1,089.4	1,565.5	1,486.5	1,634.3	42.6	8.8	6.2	6.5	5.9
yoy				-32%	381%	44%	-5%	10%					
中国太保	601601.SH	3,464	人民币元	279.1	464.4	554.0	585.2	645.9	12.4	7.5	6.3	5.9	5.4
yoy				11%	66%	19%	6%	10%					
中国人保	601319.SH	3,079	人民币元	314.7	578.2	630.3	531.1	592.7	9.8	5.3	4.9	5.8	5.2
yoy				-8%	84%	9%	-16%	12%					
友邦保险	1299.HK	9,347	港元	295.3	532.1	487.8	572.9	647.6	31.6	17.6	19.2	16.3	14.4
yoy				1082%	80%	-8%	17%	13%					
保诚	2378.HK	2,973	港元	133.7	187.5	320.6	311.5	324.6	22.2	15.9	9.3	9.5	9.2
yoy				70%	40%	71%	-3%	4%					
金融板块平均估值									21.4	10.4	8.7	8.5	7.7
智造板块可比公司													
海南矿业	601969.SH	220	人民币元	6.3	6.5	4.0	9.9	11.2	35.2	33.9	54.5	22.2	19.6
yoy				-11%	4%	-38%	145%	13%					
洛阳钼业	603993.SH	3,947	人民币元	85.3	154.6	240.3	309.8	349.0	46.3	25.5	16.4	12.7	11.3
yoy				19%	81%	55%	29%	13%					
天齐锂业	002466.SZ	982	人民币元	256.6	-0.3	30.0	41.4	52.1	3.8		32.7	23.7	18.8
yoy				-18%	N/A	N/A	38%	26%					
赣锋锂业	002460.SZ	1,690	人民币元	45.8	-26.3	12.6	59.7	75.9	36.9		133.8	28.3	22.3
yoy				-78%	N/A	N/A	373%	27%					
北方稀土	600111.SH	1,871	人民币元	26.2	15.9	23.6	35.1	42.3	71.3	117.8	79.3	53.2	44.2
yoy				-59%	-39%	48%	49%	20%					
华友钴业	603799.SH	1,165	人民币元	45.1	51.6	75.2	85.7	108.4	25.9	22.6	15.5	13.6	10.7
yoy				-21%	15%	46%	14%	27%					
璞泰来	603659.SH	719	人民币元	21.4	13.8	26.0	32.2	41.4	33.6	51.9	27.6	22.3	17.3
yoy				-36%	-35%	88%	24%	29%					
矿业板块平均估值									36.2	50.4	51.4	25.2	20.6

注: 时间截止2026/4/16, 预测值为iFind一致预测
 资料来源: iFind, 国投证券国际证券研究

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	36.23%	市值法	236.6	
		Luz Saude	非上市	99.86%	投资成本法	-	
	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	16.05%	市值法	14.5	
		宝宝树	1761.HK	29.90%	市值法	-	
快乐	旅游文化	复星旅文	1992.HK	98.44%	市值法	82.3	
		豫园股份	600655.SH	61.91%	市值法	120.3	
	品牌消费	复星体育	非上市	100.00%	投资成本法	N/A	
		百合佳缘	非上市	72.53%	投资成本法	-	
		复朗集团	LANV.N	71.92%	市值法	8.3	
		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	73.1	
		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	29.94%	归母净资产		
	投资类资管	BCP	BCP.LS	20.45%	市值法	214.9	
		HAFS	非上市	99.74%	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		
		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		59.60%	归母净资产			
智造	资源和环境	海南矿业	601969.SH	47.49%	市值法	106.9	
	科技和智造	翌耀科技	非上市	80.32%	投资成本法	38.8	
		万盛股份	603010.SH	29.56%	市值法	21.7	
NAV总计 (亿人民币)						1,132.3	
NAV总计 (亿港元)						1,299.8	
折价50% (亿港元)						649.9	
每股价值 (港元)						7.9	

数据来源: iFind, 公开新闻, 国投证券国际研究测算
 注: 更新时间截止2026-4-16

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

年结31/12; 人民币百万	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	106,339	61,092	97,274	102,563	110,005
金融资产	260,013	43,987	48,555	53,122	57,690
应收款项合计	12,831	13,375	12,229	12,770	13,338
存货	17,168	60,509	16,363	17,088	17,847
其他流动资产	37,989	205,913	205,913	205,913	205,913
流动资产	434,341	384,876	380,333	391,456	404,793
固定资产净值	55,022	55,772	56,721	57,219	57,242
商誉及无形资产	88,304	89,955	89,955	89,955	89,955
金融资产-非流动	209,580	177,430	177,430	177,430	177,430
其他非流动资产	9,281	8,196	8,196	8,196	8,196
非流动资产	362,187	331,352	332,302	332,799	332,823
总资产合计	796,528	716,229	712,634	724,255	737,615
应付账款及票据	23,016	22,632	21,936	22,908	23,925
其他流动负债	96,486	103,279	103,279	103,279	103,279
金融负债	140,612	-	-	-	-
短期借贷及长期借贷当期到	-	-	-	-	-
流动负债	260,114	125,911	125,215	126,187	127,204
长期借贷	214,105	224,195	214,105	214,105	214,105
金融负债-非流动	105,220	179,245	179,245	179,245	179,245
其他非流动负债	19,551	18,582	18,582	18,582	18,582
非流动负债	338,875	422,022	411,932	411,932	411,932
总负债合计	598,989	547,933	537,147	538,118	539,136
股本及其他法定储备	37,126	37,440	37,440	37,440	37,440
储备	80,977	56,390	59,720	65,979	73,537
归属母公司股东权益	118,103	93,829	97,159	103,418	110,976
少数股东权益	79,436	74,467	78,328	82,718	87,503
股东权益合计	197,539	168,296	175,487	186,137	198,479

现金流量表

年结31/12; 人民币百万	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-4,349	-22,711	7,191	8,492	9,794
折旧及摊销	10,709	9,666	10,207	10,659	11,133
营运资本变动	13,134	-205,400	44,597	-295	-309
其他现金调整	7,390	199,181	-	-	-
经营性现金流净额	26,885	-19,264	61,996	18,856	20,618
资本性开支	-9,985	-11,156	-11,156	-11,156	-11,156
投资净增加	-4,568	-4,568	-4,568	-4,568	-4,568
其他	14,426	-	-	-	-
投资性现金流净额	-127	-15,724	-15,724	-15,724	-15,724
债务净增加	4,646	-	-	-	-
股本净增加	-167	-	-	-	-
支付股息	252	283	-	2,157	2,548
其他	-18,496	-	-	-	-
筹资性现金流净额	-14,269	283	-	2,157	2,548
现金净变动	12,489	-34,705	46,271	5,290	7,442
现金期初余额	73,218	85,707	51,002	97,274	102,563
现金期末余额	85,707	51,002	97,274	102,563	110,005

数据来源：公司财报，国投证券国际研究预测

利润表

年结31/12; 人民币百万	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	192,142	173,425	183,129	191,238	199,735
健康	46,553	48,000	49,170	50,369	51,597
快乐	76,710	64,748	69,185	72,645	76,277
富足	55,114	55,865	58,658	61,591	64,671
内部抵消	-1,821	-2,929	-4,094	-4,277	-4,468
除税前溢利	342	-21,583	8,557	10,088	11,631
健康	3,975	5,506	5,640	5,778	6,192
快乐	-1,606	-11,657	1,245	2,543	3,051
富足	-1,737	-13,435	1,173	1,232	1,812
内部抵消	-142	-74	30	36	42
所得税	-2,555	-1,127	-1,365	-1,596	-1,836
净利润(含少数股东权益)	-2,213	-22,711	7,191	8,492	9,794
净利率	-1.2%	-13.1%	3.9%	4.4%	4.9%
少数股东损益	2,136	685	3,861	4,390	4,784
净利润(不含少数股东权益)	-4,349	-23,396	3,330	4,102	5,010

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		-9.7%	5.6%	4.4%	4.4%
除税前利润增长率 (%)		-6409.9%	-139.6%	17.9%	15.3%
净利润增长率 (%)		926.4%	-131.7%	18.1%	15.3%
盈利能力:					
净利率 (%)	-1.2%	-13.1%	3.9%	4.4%	4.9%
ROE (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	75.2%	76.5%	75.4%	74.3%	73.1%
流动比率 (x)	1.67	3.06	3.04	3.10	3.18
股息支付率 (%)	6.5%	0.0%	-30.0%	-30.0%	-30.0%
每股资料					
EPS (港元)	-0.53	-3.13	0.45	0.55	0.67
BPS (港元)	15.81	12.56	13.00	13.84	14.85
每股经营现金 (港元)	3.29	-2.36	7.59	2.31	2.52
估值比率					
PE	-10.25	-1.73	12.18	9.89	8.10
PB	0.34	0.43	0.42	0.39	0.37

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

国投证券国际及其高级职员、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。国投证券国际，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)，国投证券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。

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

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。
- 国投证券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。

国投证券(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