



## 宝胜 (3813.HK)：对收入保持乐观，但短期利润率承压；下调目标价，维持“买入”

**对长期收入扩张保持谨慎乐观：**宝胜7月的收入同比增长8.8%，增幅相比6月有所放缓。另外，宝胜7月的收入仅有2019年同期的70%，为2023年以来的新低。公司将7月较差的收入表现归咎于较为恶劣的天气情况。我们预计8月以后，收入表现将在较低的基数下回到较高的同比增速轨道。我们预测宝胜2H23收入同比增长20%，恢复至2019年下半年75%的收入水平。展望明年，adidas在中国市场的品牌力回升有望使其在中国的门店数重回扩张，而adidas门店的扩张无疑将仰仗滔搏及宝胜等头部经销商的支持与赋能，利好宝胜2024-2025年收入的增加。

**2H23 利润率可能持续承压：**尽管折扣率同比仅小幅加深，但公司1H23毛利率却同比收缩1.9ppt至33.5%，主要是公司上半年加大了库存清理，导致加盟、B2B与B2C公域渠道增速高于直营零售渠道的增长。我们欣喜地看到在公司的努力下，1H23末的库存水平相较2022年末环比大幅下降23%。基于当前较为健康的渠道库存水平，我们预计2H23的零售折扣环比将有所改善，渠道结构也将环比好转，帮助毛利率环比有较大幅度扩张。但考虑到2H22较高的品牌补贴和非常严格的折扣管控，同时目前的库龄结构依然有改善的空间，我们预计2H23毛利率将同比小幅收窄。在经营杠杆的帮助下，2H23的经营费用率有望同比减小，并抵消毛利率同比收窄的影响。因此，我们预计2H23的经营利润率将同比小幅扩张50bps至2.9%。然而，这与公司疫情前4-6%的经营利润率依然存在较大的差距。

**下调目标价，维持“买入”：**基于以上预测，我们认为公司的收入与盈利表现将出现后置，因此下调了2023-2024年的利润预测，同时上调了公司2025年的收入与利润预测。虽然基本面与流动性与滔搏都存在较大差距，但宝胜目前的估值较低，有较大的上修空间。基于4.5倍2024 P/E，我们下调宝胜目标价至0.8港元，并维持其“买入”评级。滔搏(6110.HK)依然是我们在中国运动服饰行业的首选。

**投资风险：**(1) 整体行业需求放缓；(2) 高端运动服饰市场竞争加剧；(3) 公司运营效率改革效果低于预期。

图表 1：盈利预测变动

|       | 2023E  |        |          | 2024E  |        |          | 2025E  |        |          |    |
|-------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|----|
|       | 人民币百万  | 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  | 21,504 | 21,573 | -0.32%   | 23,484 | 23,063 | 1.83%    | 25,331 | 24,161 | 4.85%    |    |
| 毛利润   | 7,445  | 7,772  | -4.20%   | 8,294  | 8,353  | -0.71%   | 9,090  | 8,760  | 3.77%    |    |
| 毛利率   | 34.62% | 36.03% | -1.40ppt | 35.32% | 36.22% | -0.90ppt | 35.88% | 36.26% | -0.37ppt |    |
| 归母净利润 | 501    | 611    | -17.96%  | 842    | 904    | -6.83%   | 1,076  | 1,009  | 6.66%    |    |
| 归母净利率 | 2.33%  | 2.83%  | -0.50ppt | 3.59%  | 3.92%  | -0.33ppt | 4.25%  | 4.17%  | 0.07ppt  |    |

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

林闻嘉

消费分析师

richard\_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费助理分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023年8月15日

宝胜 (3813.HK)

买入

|                 |          |
|-----------------|----------|
| 目标价 (港元)        | 0.80     |
| 潜在升幅/降幅         | +21.2%   |
| 目前股价 (港元)       | 0.66     |
| 52周内股价区间 (港元)   | 0.38-1.5 |
| 总市值 (百万港元)      | 3,515    |
| 近3月日均成交额 (百万港元) | 4.6      |

注：截至2023年8月14日收盘价

市场预期区间



资料来源：Bloomberg、浦银国际

股价表现



\*数据截至2023年8月14日

资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

## 财务报表分析与预测 - 宝胜国际

### 利润表

| (百万人民币)        | 2021A         | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>    | <b>23,350</b> | <b>18,638</b> | <b>21,504</b> | <b>23,484</b> | <b>25,331</b> |
| 同比             | -8.8%         | -20.2%        | 15.4%         | 9.2%          | 7.9%          |
| 销售成本           | -15,051       | -11,950       | -14,058       | -15,191       | -16,241       |
| <b>毛利</b>      | <b>8,299</b>  | <b>6,688</b>  | <b>7,445</b>  | <b>8,294</b>  | <b>9,090</b>  |
| 毛利率            | 35.5%         | 35.9%         | 34.6%         | 35.3%         | 35.9%         |
| 其他经营收入及收益 (损失) | 458           | 343           | 240           | 240           | 240           |
| <b>总经营费用</b>   | <b>-7,829</b> | <b>-6,616</b> | <b>-6,902</b> | <b>-7,177</b> | <b>-7,608</b> |
| 总经营费用率         | 33.5%         | 35.5%         | 32.1%         | 30.6%         | 30.0%         |
| <b>经营溢利</b>    | <b>928</b>    | <b>415</b>    | <b>783</b>    | <b>1,357</b>  | <b>1,722</b>  |
| 经营利润率          | 4.0%          | 2.2%          | 3.6%          | 5.8%          | 6.8%          |
| 融资成本           | -203          | -167          | -75           | -64           | -64           |
| 财务收入           | 28            | 22            | 25            | 25            | 25            |
| 应占合营与联营企业业绩    | -164          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他收益 (损失)      | -16           | -7            | 0             | 0             | 0             |
| <b>税前溢利</b>    | <b>574</b>    | <b>263</b>    | <b>733</b>    | <b>1,318</b>  | <b>1,683</b>  |
| 所得税开支          | -198          | -163          | -205          | -422          | -539          |
| 所得税率           | 34.6%         | 61.9%         | 28.0%         | 32.0%         | 32.0%         |
| <b>本年度溢利</b>   | <b>376</b>    | <b>100</b>    | <b>528</b>    | <b>896</b>    | <b>1,145</b>  |
| 非控股权益          | -19           | -11           | -26           | -54           | -69           |
| <b>归母净利润</b>   | <b>357</b>    | <b>89</b>     | <b>501</b>    | <b>842</b>    | <b>1,076</b>  |
| 归母净利率          | 1.5%          | 0.5%          | 2.3%          | 3.6%          | 4.2%          |
| YoY            | 17.7%         | -75.0%        | 462.3%        | 68.0%         | 27.7%         |

### 资产负债表

| (百万人民币)            | 2021A         | 2022A        | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|--------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 投资物业               | 89            | 88           | 88            | 88            | 88            |
| 物业、机器及设备           | 1,122         | 886          | 687           | 569           | 417           |
| 使用权资产              | 2,890         | 2,282        | 2,050         | 2,065         | 2,157         |
| 收购物业、机器及设备之已付按金    | 45            | 37           | 37            | 37            | 37            |
| 租赁按金               | 168           | 143          | 143           | 143           | 143           |
| 无形资产               | 70            | 62           | 49            | 35            | 22            |
| 商誉                 | 522           | 522          | 522           | 522           | 522           |
| 于合营企业之权益           | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 按公允价值计入其他全面收益之权益工具 | 3             | 2            | 2             | 2             | 2             |
| 递延税项资产             | 56            | 161          | 161           | 161           | 161           |
| 其他非流动资产            | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| <b>非流动资产总计</b>     | <b>4,966</b>  | <b>4,183</b> | <b>3,739</b>  | <b>3,623</b>  | <b>3,550</b>  |
| 存货                 | 7,578         | 6,072        | 5,007         | 5,410         | 5,785         |
| 应收货款及其他应收款项        | 2,807         | 2,150        | 2,651         | 2,895         | 3,123         |
| 可收回税项              | 74            | 4            | 4             | 4             | 4             |
| 银行结余及现金            | 1,234         | 1,190        | 3,007         | 3,510         | 4,256         |
| 分类为持有出售的非流动资产      | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动资产             | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| <b>流动资产总计</b>      | <b>11,693</b> | <b>9,416</b> | <b>10,669</b> | <b>11,819</b> | <b>13,168</b> |
| 应付货款及其他应付款项        | 3,542         | 2,191        | 2,773         | 2,997         | 3,204         |
| 合约负债               | 446           | 448          | 450           | 450           | 450           |
| 应付税项               | 40            | 72           | 60            | 60            | 60            |
| 银行及其他借贷            | 1,582         | 456          | 400           | 400           | 400           |
| 租赁负债               | 978           | 774          | 800           | 800           | 800           |
| 其他流动负债             | 0             | 0            | 0             | 0             | 0             |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>6,588</b>  | <b>3,941</b> | <b>4,483</b>  | <b>4,707</b>  | <b>4,914</b>  |
| 递延税项负债             | 26            | 25           | 25            | 25            | 25            |
| 租赁负债               | 1,843         | 1,440        | 1,250         | 1,265         | 1,357         |
| <b>非流动负债合计</b>     | <b>1,869</b>  | <b>1,464</b> | <b>1,275</b>  | <b>1,290</b>  | <b>1,382</b>  |
| 股本                 | 46            | 46           | 46            | 46            | 46            |
| 储备                 | 8,049         | 8,068        | 8,498         | 9,240         | 10,148        |
| 本公司拥有人应占权益         | 8,095         | 8,114        | 8,545         | 9,287         | 10,194        |
| 非控股权益              | 107           | 80           | 106           | 160           | 228           |
| <b>权益总额</b>        | <b>8,202</b>  | <b>8,194</b> | <b>8,651</b>  | <b>9,447</b>  | <b>10,423</b> |

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)                 | 2021A         | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 税前溢利                    | 574           | 263           | 733           | 1,318         | 1,683         |
| 物业、机器及设备折旧              | 541           | 482           | 539           | 558           | 592           |
| 使用权资产折旧                 | 1,235         | 1,083         | 931           | 885           | 908           |
| 无形资产摊销                  | 100           | 8             | 13            | 13            | 13            |
| 其他                      | 431           | 283           | 50            | 39            | 39            |
| 营运资金变动前经营现金流量           | 2,880         | 2,119         | 2,266         | 2,813         | 3,235         |
| 预付款项减少 (增加)             | -269          | 260           | 0             | 0             | 0             |
| 应收货款及其他应收款项增加           | 850           | 339           | -501          | -244          | -228          |
| 存货增加                    | -927          | 1,249         | 1,065         | -403          | -374          |
| 应付货款及其他应付款项增加           | -117          | -1,135        | 582           | 223           | 207           |
| 合约负债增加 (减少)             | -140          | 2             | 2             | 0             | 0             |
| 经营活动所得现金                | 2,277         | 2,835         | 3,414         | 2,389         | 2,841         |
| 已付所得税                   | -440          | -168          | -217          | -422          | -539          |
| <b>经营活动所得 (所用) 现金净额</b> | <b>1,837</b>  | <b>2,666</b>  | <b>3,197</b>  | <b>1,967</b>  | <b>2,302</b>  |
| 存置结构性银行存款               | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 收购固定及无形资产所支付之按金         | -452          | -312          | -400          | -500          | -500          |
| 借予一间子公司非控股权益之垫款         | -127          | -102          | 0             | 0             | 0             |
| 使用权资产付款                 | -22           | -10           | 0             | 0             | 0             |
| 其他                      | 197           | 204           | 60            | 60            | 60            |
| <b>投资活动所用现金净额</b>       | <b>-404</b>   | <b>-220</b>   | <b>-340</b>   | <b>-440</b>   | <b>-440</b>   |
| 偿还银行及其他借款               | -2,600        | -3,193        | -56           | 0             | 0             |
| 偿还租赁负债 (包括相关利息)         | -1,301        | -1,195        | -864          | -885          | -908          |
| 就银行及其他借款支付之利息           | -69           | -65           | -50           | -39           | -39           |
| 新增银行及其他借款               | 2,084         | 2,069         | 0             | 0             | 0             |
| 其他                      | -55           | -104          | -71           | -100          | -168          |
| <b>融资活动 (所用) 所得现金净额</b> | <b>-1,941</b> | <b>-2,488</b> | <b>-1,040</b> | <b>-1,024</b> | <b>-1,115</b> |
| 现金及等同现金项目 (减少) 增加净额     | -508          | -41           | 1,817         | 503           | 747           |
| 汇率变动影响                  | 0             | -2            | 0             | 0             | 0             |
| 年初现金及等同现金项目             | 1,742         | 1,234         | 1,190         | 3,007         | 3,510         |
| <b>年终现金及等同现金项目</b>      | <b>1,234</b>  | <b>1,190</b>  | <b>3,007</b>  | <b>3,510</b>  | <b>4,256</b>  |

### 财务和估值比率

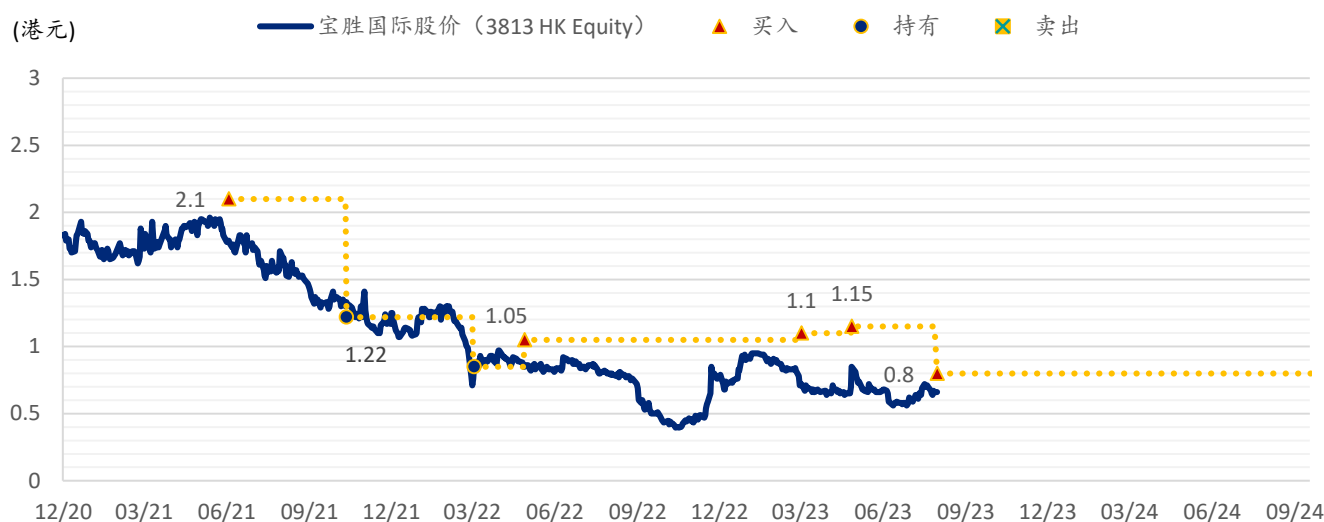
|                   | 2021A | 2022A  | 2023E  | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| <b>每股数据 (人民币)</b> |       |        |        |       |       |
| 摊薄每股收益            | 0.07  | 0.02   | 0.10   | 0.16  | 0.21  |
| 每股销售额             | 4.48  | 3.60   | 4.15   | 4.54  | 4.89  |
| 每股股息 (港币)         | 0.00  | 0.01   | 0.02   | 0.04  | 0.05  |
| <b>同比变动</b>       |       |        |        |       |       |
| 收入                | -8.8% | -20.2% | 15.4%  | 9.2%  | 7.9%  |
| 经营溢利              | 40.4% | -55.4% | 88.9%  | 73.3% | 26.9% |
| 归母净利润             | 17.7% | -75.0% | 462.3% | 68.0% | 27.7% |
| 摊薄每股收益            | 19.6% | -74.8% | 462.3% | 68.0% | 27.7% |
| <b>费用与利润率</b>     |       |        |        |       |       |
| 毛利率               | 35.5% | 35.9%  | 34.6%  | 35.3% | 35.9% |
| 总经营费用率            | 33.5% | 35.5%  | 32.1%  | 30.6% | 30.0% |
| 经营利润率             | 4.0%  | 2.2%   | 3.6%   | 5.8%  | 6.8%  |
| 归母净利率             | 1.5%  | 0.5%   | 2.3%   | 3.6%  | 4.2%  |
| <b>回报率</b>        |       |        |        |       |       |
| 平均股本回报率           | 4.4%  | 1.1%   | 6.0%   | 9.3%  | 0.0%  |
| 平均资产回报率           | 2.2%  | 0.7%   | 3.8%   | 6.0%  | 0.0%  |
| <b>资产效率</b>       |       |        |        |       |       |
| 库存周转天数            | 163   | 208    | 130    | 130   | 130   |
| 应收账款周转天数          | 48    | 49     | 45     | 45    | 45    |
| 应付账款周转天数          | 82    | 88     | 72     | 72    | 72    |
| <b>财务杠杆</b>       |       |        |        |       |       |
| 流动比率 (x)          | 1.8   | 2.4    | 2.4    | 2.5   | 2.7   |
| 速动比率 (x)          | 1.8   | 2.4    | 2.4    | 2.5   | 2.7   |
| 现金比率 (x)          | 0.2   | 0.3    | 0.7    | 0.7   | 0.9   |
| 负债/权益 (%)         | 19%   | 6%     | 5%     | 4%    | 4%    |
| <b>估值</b>         |       |        |        |       |       |
| 市盈率 (x)           | 8.9   | 35.3   | 6.3    | 3.7   | 2.9   |
| 市销率 (x)           | 0.1   | 0.2    | 0.1    | 0.1   | 0.1   |
| 股息率               | 0%    | 2%     | 3%     | 5%    | 7%    |

图表 2：宝胜 2023 年上半年及各季度业绩表现

| (百万人民币)     | 1Q22   | 1Q23   | YoY    | 2Q22   | 2Q23   | YoY     | 1H22   | 1H23   | YoY     |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 营业收入        | 5,481  | 5,838  | 6.5%   | 4,384  | 5,122  | 16.8%   | 9,865  | 10,960 | 11.1%   |
| 销售成本        | -3,536 | -3,878 | 9.7%   | -2,833 | -3,411 | 20.4%   | -6,369 | -7,289 | 14.5%   |
| 毛利润         | 1,945  | 1,960  | 0.8%   | 1,551  | 1,711  | 10.3%   | 3,496  | 3,671  | 5.0%    |
| 毛利率         | 35.5%  | 33.6%  |        | 35.4%  | 33.4%  |         | 35.4%  | 33.5%  |         |
|             |        |        |        |        |        |         |        |        | s       |
| 其他经营收入      | 70     | 61     | -12.4% | 94     | 51     | -45.7%  | 164    | 112    | -31.5%  |
| 销售及经销开支     | -1,648 | -1,484 | -10.0% | -1,427 | -1,430 | 0.2%    | -3,076 | -2,914 | -5.3%   |
| 销售费用率       | 30.1%  | 25.4%  |        | 32.6%  | 27.9%  |         | 31.2%  | 26.6%  |         |
| 行政开支        | -172   | -204   | 19.0%  | -204   | -192   | -5.8%   | -376   | -397   | 5.5%    |
| 经营费用率       | 3.1%   | 3.5%   |        | 4.7%   | 3.8%   |         | 3.8%   | 3.6%   |         |
| 经营溢利        | 195    | 333    | 71.0%  | 14     | 140    | n.m.    | 208    | 473    | 127.0%  |
| 经营利润率       | 3.5%   | 5.7%   |        | 0.3%   | 2.7%   |         | 2.1%   | 4.3%   |         |
|             |        |        |        |        |        |         |        |        |         |
| 融资成本        | -45    | -26    | -42.3% | -47    | -24    | -49.2%  | -91    | -50    | -45.9%  |
| 财务收入        | 5      | 7      | 38.0%  | 5      | 7      | 29.9%   | 11     | 14     | 33.8%   |
| 应占合营与联营企业业绩 | 0      | 0      | n.a.   | 0      | 0      | n.a.    | 0      | 0      | n.a.    |
| 其他收益        | 0      | 0      | n.a.   | -6     | 0      | -100.0% | -6     | 0      | -100.0% |
| 税前溢利        | 155    | 314    | 102.5% | -34    | 123    | n.m.    | 121    | 437    | 261.0%  |
| 所得税开支       | -47    | -85    | 79.1%  | -50    | -33    | -32.4%  | -97    | -118   | 22.2%   |
|             |        |        |        |        |        |         |        |        |         |
| 本年度溢利       | 108    | 229    | 112.8% | -83    | 90     | n.m.    | 24     | 319    | n.m.    |
| 非控股权益       | -6     | -9     | 62.9%  | -1     | -4     | 262.4%  | -7     | -14    | 99.3%   |
| 归母净利润       | 102    | 220    | 115.6% | -85    | 86     | n.m.    | 17     | 305    | n.m.    |
| 归母净利润率      | 1.9%   | 3.8%   |        | -1.9%  | 1.7%   |         | 0.2%   | 2.8%   |         |

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3: SPDBI 目标价: 宝胜国际 (3813.HK)



注: 截至 2023 年 8 月 8 日 14 日收盘价  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

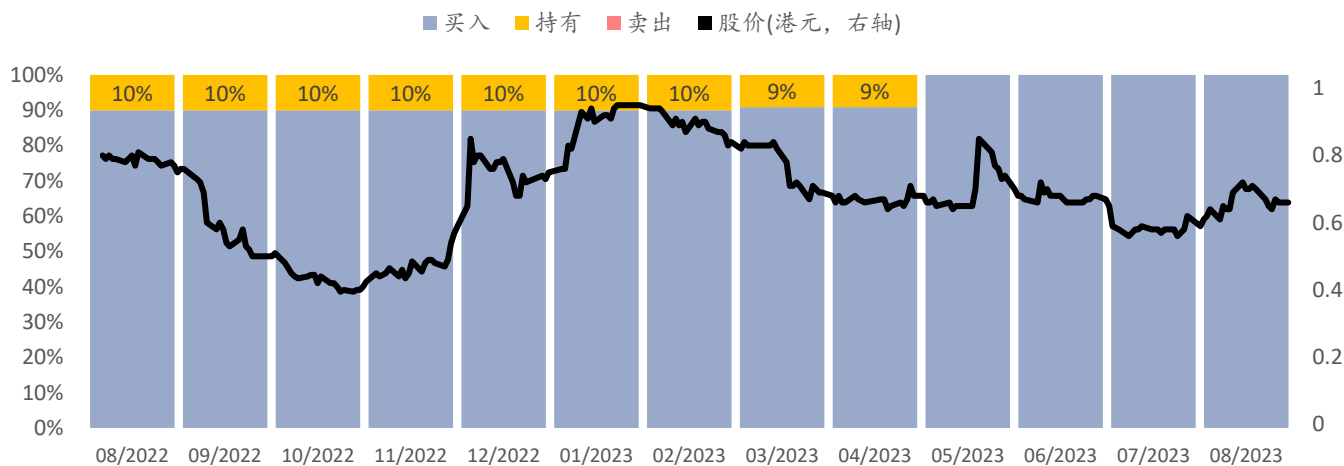
图表 4: SPDBI 消费行业覆盖公司

| 股票代码             | 公司   | 现价(LC) | 评级 | 目标价(LC) | 评级及目标价<br>发布日期  | 行业     |
|------------------|------|--------|----|---------|-----------------|--------|
| 2331 HK Equity   | 李宁   | 41.9   | 买入 | 52.8    | 2023 年 8 月 11 日 | 运动服饰品牌 |
| 2020 HK Equity   | 安踏体育 | 83.9   | 买入 | 95.0    | 2023 年 7 月 7 日  | 运动服饰品牌 |
| 3813 HK Equity   | 宝胜国际 | 0.7    | 买入 | 0.8     | 2023 年 8 月 15 日 | 运动服饰零售 |
| 6110 HK Equity   | 滔搏   | 7.0    | 买入 | 8.4     | 2023 年 7 月 3 日  | 运动服饰零售 |
| 2150.HK Equity   | 奈雪的茶 | 4.8    | 买入 | 10.0    | 2023 年 4 月 3 日  | 零售餐饮   |
| YUMC.US Equity   | 百胜中国 | 55.5   | 买入 | 77.2    | 2023 年 8 月 1 日  | 零售餐饮   |
| 9987.HK Equity   | 百胜中国 | 430.4  | 买入 | 601.8   | 2023 年 8 月 1 日  | 零售餐饮   |
| 6862.HK Equity   | 海底捞  | 23.4   | 持有 | 24.9    | 2023 年 7 月 31 日 | 零售餐饮   |
| 9658.HK Equity   | 特海国际 | 12.9   | 买入 | 21.1    | 2023 年 7 月 31 日 | 零售餐饮   |
| 9922.HK Equity   | 九毛九  | 15.3   | 买入 | 18.8    | 2023 年 7 月 31 日 | 零售餐饮   |
| 291.HK Equity    | 华润啤酒 | 46.2   | 买入 | 80.4    | 2023 年 3 月 27 日 | 啤酒     |
| 600132.CH Equity | 重庆啤酒 | 86.6   | 买入 | 126.7   | 2023 年 5 月 3 日  | 啤酒     |
| 1876.HK Equity   | 百威亚太 | 17.7   | 持有 | 19.9    | 2023 年 8 月 3 日  | 啤酒     |
| 0168.HK Equity   | 青岛啤酒 | 66.8   | 买入 | 100.0   | 2023 年 4 月 26 日 | 啤酒     |
| 600600.CH Equity | 青岛啤酒 | 95.0   | 持有 | 121.0   | 2023 年 4 月 26 日 | 啤酒     |
| 000729.CH Equity | 燕京啤酒 | 10.8   | 卖出 | 7.6     | 2022 年 1 月 26 日 | 啤酒     |
| 600887.CH Equity | 伊利股份 | 27.4   | 买入 | 35.4    | 2023 年 5 月 2 日  | 乳制品    |
| 2319.HK Equity   | 蒙牛乳业 | 26.4   | 买入 | 40.2    | 2023 年 3 月 31 日 | 乳制品    |
| 600597.CH equity | 光明乳业 | 10.8   | 持有 | 12.6    | 2022 年 8 月 1 日  | 乳制品    |
| 6186.HK Equity   | 中国飞鹤 | 4.5    | 持有 | 7.6     | 2022 年 12 月 7 日 | 乳制品    |
| 1717.HK Equity   | 澳优   | 3.4    | 持有 | 4.3     | 2023 年 5 月 2 日  | 乳制品    |
| 600882.CH Equity | 妙可蓝多 | 21.5   | 买入 | 42.8    | 2023 年 2 月 20 日 | 乳制品    |
| 9858.HK Equity   | 优然牧业 | 1.5    | 买入 | 3.7     | 2022 年 8 月 1 日  | 乳制品    |
| 1117.HK Equity   | 现代牧业 | 0.8    | 买入 | 1.3     | 2022 年 8 月 1 日  | 乳制品    |

注: 截至 2023 年 8 月 14 日收盘价  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

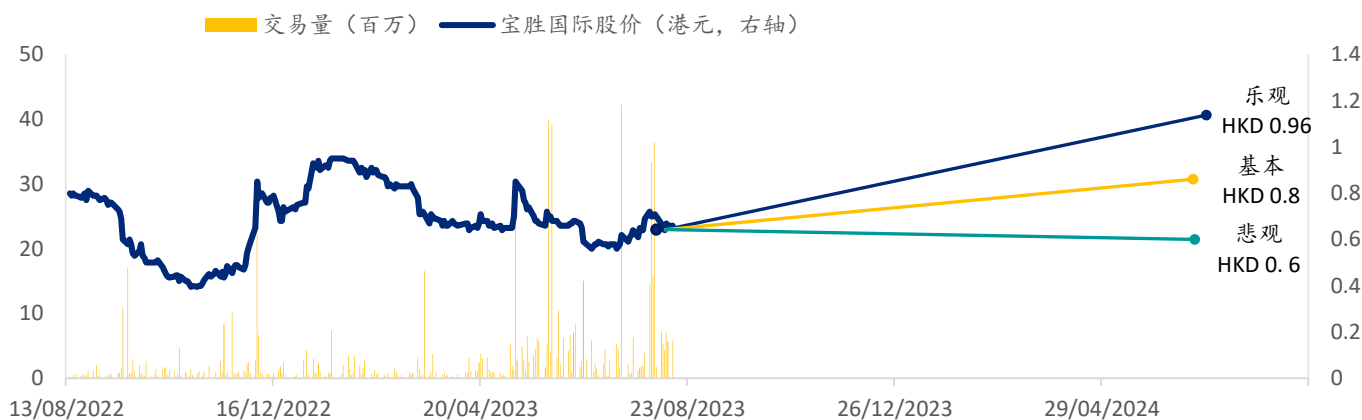
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4: 宝胜国际 (3813.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: 宝胜国际 (3813.HK) SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 0.96 港元

概率: 20%

- 公司 2024 年收入同比增长 20% 以上;
- 公司 2024 年毛利率同比增长超 100bps;
- 公司 2024 年经营利润率同比提升 300bps

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 0.6 港元

概率: 25%

- 公司 2024 年收入同比增长不到 5%;
- 公司 2024 年毛利率同比降低 20bps;
- 公司 2024 年经营利润率同比提升 100bps

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

## 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附属公司、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人士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

周文硕

tallan\_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

### 浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 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

