



## 安踏 (2020.HK): 1H24 净利润超预期, 预计多品牌战略将持续驱动收入增速高于行业

安踏 1H24 核心净利润 (不包括 Amer 上市带来的一次性收入) 同比增长 29%, 高于我们预期, 主要归功于毛利率显著提升且销售费用率低于预期。尽管外部环境充满挑战, 但安踏主品牌的品牌力持续提升、Fila 品牌力依然保持稳健、其他品牌维持高速增长、公司整体基本面持续向好。公司宣布将在未来 18 个月使用不超过 100 亿港元回购公司股票, 体现了董事会对公司长期基本面较大的信心。我们认为公司多品牌全球化策略以及管理层强大的品牌运营能力将为公司注入持续的增长动力, 确保高于行业的收入增速。基于 16x 2025 P/E, 我们得到新的目标价 89.6 港元, 维持安踏“买入”评级以及运动服饰行业首选。

• **管理层 2024 全年业绩展望强于同业:** 管理层表示安踏主品牌进入下半年以来的流水表现符合预期, 且 8 月趋势较好。因此, 公司依旧维持安踏主品牌 2024 全年流水双位数增长目标不变。Fila 整体流水面临挑战, 因此管理层将 Fila 2024 全年流水增长目标从年初的双位数小幅下调至高单位数。管理层预计其他品牌 1H24 的增长趋势将在下半年维持, 并预计未来两年依然保持较高的增速。公司维持各个品牌全年经营利润率的目标不变 (安踏品牌 20% 以上, Fila 品牌 25% 以上)。我们认为公司对于市场费用的高效投入与精准管控有望为全年利润率带来惊喜。在我们看来, 相较于其他国产品牌, 安踏管理层给出了较为积极和乐观的业绩展望, 体现了安踏对自身业务和品牌的信心。

• **Fila 短期面临挑战, 但品牌力依然稳健:** 尽管 Fila 成人女鞋 (占 Fila 收入 70% 左右) 依然维持较为稳健的双位数增长, 但受到潮牌以及儿童业务线的拖累, Fila 整体流水面临挑战。我们认为, Fila 潮牌以及儿童业务线相对疲弱的流水表现主要是由于所处细分赛道受消费趋势的影响较大, 但 Fila 成人女鞋稳定的增长、健康的库存、稳健的零售折扣却证明了 Fila 品牌在运动休闲领域依然有着不可动摇的地位和品牌力。公司正积极对潮牌与儿童业务的产品以及门店渠道进行调整。我们不排除 Fila 的零售折扣 (尤其是线上) 短期有加深的可能。

• **我们对 2H24 相对保守的业绩预测:** 我们预测安踏品牌 2H24 有望维持双位数的收入增长, 且毛利率在稳健的零售折扣下同比保持稳定。我们预测 Fila 2H24 依然将维持高单位数的增长, 但线上零售折扣可能同比加深, 导致毛利率同比下降。我们保守预计公司 2H24 的销售费用率在去年低基数下可能同比上升, 导致整体经营利润率可能同比小幅收窄 1.0ppt 左右。在 Amer 的帮助下, 我们预测公司 2H24 归母净利率同比基本持平。

• **投资风险:** 行业需求放缓; 安踏收入低于预期; Fila 品牌力下降。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	53,651	62,356	70,431	78,591	85,452
同比变动 (%)	8.8%	16.2%	13.0%	11.6%	8.7%
核心归母净利润	7,590	10,234	12,301	14,940	16,649
同比变动 (%)	-1.7%	34.8%	20.2%	21.4%	11.4%
PE (X)	24.2	18.5	15.4	12.8	11.5
ROE (%)	24.0%	23.8%	24.9%	23.2%	22.6%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

首席消费分析师  
richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师  
serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2024 年 8 月 28 日

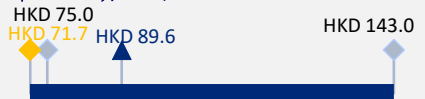
### 评级

**买入**

目标价 (港元)	89.6
潜在升幅/降幅	+25.0%
目前股价 (港元)	71.7
52 周内股价区间 (港元)	60.2-96.0
总市值 (百万港元)	202,957
近 3 月日均成交额 (百万港元)	479.3

注: 截至 2024 年 8 月 27 日收盘价

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

### 股价表现



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 - 安踏体育

### 利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>53,651</b>	<b>62,356</b>	<b>70,431</b>	<b>78,591</b>	<b>85,452</b>
同比	8.8%	16.2%	13.0%	11.6%	8.7%
销售成本	-21,333	-23,328	-26,096	-28,797	-31,113
<b>毛利</b>	<b>32,318</b>	<b>39,028</b>	<b>44,336</b>	<b>49,794</b>	<b>54,338</b>
毛利率	60.2%	62.6%	62.9%	63.4%	63.6%
销售费用	-19,629	-21,673	-25,032	-28,038	-30,506
管理费用	-3,587	-3,693	-4,201	-4,539	-4,912
其他经营收入及收益 (损失)	2,128	1,705	1,900	1,900	1,900
<b>经营溢利</b>	<b>11,230</b>	<b>15,367</b>	<b>17,002</b>	<b>19,117</b>	<b>20,821</b>
经营利润率	20.9%	24.6%	24.1%	24.3%	24.4%
核心经营溢利	11,230	15,367	17,002	19,117	20,821
核心经营利润率	20.9%	24.6%	24.1%	24.3%	24.4%
同比	2.2%	36.8%	10.6%	12.4%	8.9%
净融资成本	97	991	1,322	1,737	2,235
<b>税前溢利</b>	<b>11,355</b>	<b>15,640</b>	<b>20,202</b>	<b>21,745</b>	<b>24,233</b>
所得税开支	-3,110	-4,363	-4,950	-5,327	-5,937
所得税率	27.4%	27.9%	24.5%	24.5%	24.5%
少数股东权益	-655	-1,043	-1,373	-1,478	-1,647
<b>归母净利润</b>	<b>7,590</b>	<b>10,234</b>	<b>13,880</b>	<b>14,940</b>	<b>16,649</b>
归母净利润率	14.1%	16.4%	19.7%	19.0%	19.5%
同比	-2%	35%	36%	8%	11%
<b>核心归母净利润</b>	<b>7,590</b>	<b>10,234</b>	<b>12,301</b>	<b>14,940</b>	<b>16,649</b>
核心归母净利润率	14%	16%	17%	19%	19%
同比	-2%	35%	20%	21%	11%

### 资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、厂房及设备	4,774	4,965	5,172	5,064	4,639
使用权资产	8,015	8,085	8,085	8,085	8,085
土地使用权及其他非流动资产预付款	544	567	566	564	563
无形资产	1,480	2,089	1,952	1,825	1,707
合营公司投资	9,343	9,283	9,283	9,283	9,283
递延税项资产	1,378	1,367	1,367	1,367	1,367
其他	1,065	1,896	1,896	1,896	1,896
<b>非流动资产</b>	<b>26,599</b>	<b>40,088</b>	<b>40,157</b>	<b>39,920</b>	<b>39,376</b>
其他金融资产	618	1,333	1,333	1,333	1,333
存货	8,490	7,210	8,579	9,468	10,229
应收账款	2,978	3,732	3,473	3,660	3,980
其他应收账款	2,822	3,135	3,280	3,660	3,980
已抵押存款	5	5	0	0	0
存款期超过三个月的银行定期存款	10,305	21,448	13,745	13,745	13,745
现金及现金等价物	17,378	15,228	30,926	41,037	52,747
<b>流动资产</b>	<b>42,596</b>	<b>52,140</b>	<b>61,337</b>	<b>72,904</b>	<b>86,014</b>
借贷	12,198	3,996	3,996	3,996	3,996
应付贸易账款	2,750	3,195	3,325	3,669	3,964
租赁负债	2,867	2,701	2,701	2,701	2,701
其他应付款	6,198	7,842	7,864	8,679	9,377
应付关连人士款项	25	32	20	20	20
即期应付税项	2,169	2,825	2,100	2,100	2,100
<b>流动负债</b>	<b>26,207</b>	<b>20,591</b>	<b>20,006</b>	<b>21,164</b>	<b>22,157</b>
递延税项负债	691	855	855	855	855
租赁负债	3,938	3,824	3,824	3,824	3,824
借贷	492	10,948	10,735	10,735	10,735
可转换债券	0	0	0	0	0
应付非控股权益款	28	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	<b>5,149</b>	<b>15,627</b>	<b>15,414</b>	<b>15,414</b>	<b>15,414</b>
股本	262	272	272	272	272
储备	34,138	51,188	59,880	68,574	78,500
非控股权益	3,439	4,550	5,923	7,400	9,047
<b>权益</b>	<b>37,839</b>	<b>56,010</b>	<b>66,075</b>	<b>76,246</b>	<b>87,819</b>

### 现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税前溢利	11,355	15,640	20,202	21,745	24,233
物业、机器及设备折旧	860	1,018	1,433	1,748	2,064
使用权资产折旧	3,481	3,844	0	0	0
无形资产摊销	123	125	147	137	128
利息支出	511	521	237	236	236
利息收入	-609	-1,470	-1,858	-2,272	-2,770
其他	545	840	11	11	11
营运资金变动前经营现金流量	16,266	20,518	20,172	21,606	23,903
存货增加	-1,260	1,339	-1,369	-888	-761
应收贸易账款及其他流动资产变动	1,196	-1,189	113	-567	-639
抵押贷款变动	0	0	5	0	0
应付贸易账款及其他流动负债变动	-1,038	1,582	152	1,158	993
应付关连人士款项变动	-2	7	-12	0	0
已付所得税	-3,046	-3,584	-5,675	-5,327	-5,937
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>11,622</b>	<b>18,593</b>	<b>13,436</b>	<b>15,981</b>	<b>17,558</b>
购买物业、厂房及设备所付款	-1,621	-1,161	-1,640	-1,640	-1,640
支付土地使用权购买预付款	0	0	-10	-10	-10
购买无形资产所付款项	-115	-160	-10	-10	-10
以收取利息	525	1,041	1,858	2,272	2,770
存款期超过三个月的银行定期存款	-2,838	-22,488	7,703	0	0
其他	-200	-1,984	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-4,249</b>	<b>-24,752</b>	<b>7,901</b>	<b>612</b>	<b>1,110</b>
借贷	-1,403	442	-213	0	0
发行可转换债券	0	0	0	0	0
已支付股利	-3,950	-4,250	-5,188	-6,246	-6,723
已支付利息	-33	-59	-237	-236	-236
其他	-2,455	7,338	0	0	0
<b>融资活动(所用)所得现金净额</b>	<b>-7,841</b>	<b>3,471</b>	<b>-5,638</b>	<b>-6,482</b>	<b>-6,958</b>
现金及现金等价物变动	-468	-2,688	15,698	10,111	11,710
于年初的现金及现金等价物	17,592	17,378	15,228	30,926	41,037
现金及现金等价物汇兑差额	254	538	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	17,378	15,228	30,926	41,037	52,747

### 财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	2.73	3.57	4.27	5.15	5.74
每股销售额	19.29	21.75	24.44	27.10	29.47
每股股息	1.25	1.87	2.24	2.39	2.67
<b>同比变动</b>					
收入	8.8%	16.2%	13.0%	11.6%	8.7%
经营溢利	2.2%	36.8%	10.6%	12.4%	8.9%
归母净利润	-1.7%	34.8%	35.6%	7.6%	11.4%
摊薄每股收益	-1.9%	30.8%	19.6%	20.7%	11.4%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	60.2%	62.6%	62.9%	63.4%	63.6%
经营利润率	20.9%	24.6%	24.1%	24.3%	24.4%
归母净利润率	14.1%	16.4%	19.7%	19.0%	19.5%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	24.0%	23.8%	24.9%	23.2%	22.6%
平均资产回报率	11.7%	12.9%	14.5%	14.1%	14.1%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	138	123	120	120	120
应收账款周转天数	21	20	18	17	17
应付账款周转天数	50	47	47	47	47
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
速动比率 (x)	1.6	2.5	3.1	3.4	3.9
现金比率 (x)	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0
负债/权益 (%)	91%	70%	59%	53%	48%
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	24.2	18.5	15.4	12.8	11.5
市销率 (x)	3.4	3.0	2.7	2.4	2.2
股息率	2%	3%	3%	3%	4%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 安踏各品牌季度流水增速

	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
<b>安踏品牌</b>	▲增长 中单位数	▼下降 高单位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高双位数	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数
安踏大货	▲增长 低单位数	▼下降 10-20%中段	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数	▲增长 10-20%高段	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数
安踏童装	▲增长 高单位数	▼下降 10-20%高段	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 高单位数	—持平	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数
安踏电商	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▼下降 中单位数	▲增长 中单位数	▲增长 低单位数	▲增长 中单位数	▲增长 20-25%	▲增长 20-25%
<b>Fila</b>	▲增长 10-20%低段	▼下降 10-20%低段	▲增长 高单位数	▲增长 10-20%高段	▲增长 10-20%低段	▲增长 25-30%	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数
Fila 大货	▼下降 低单位数	▼下降 10-20%中段	▲增长 中单位数	▲增长 20%	▲增长 高单位数	▲增长 30%+	▲增长 10-20%中段	▲增长 高单位数
Fila 潮牌	▲增长 低单位数	▲增长 高单位数	▼下降 单位数	▲增长 10-20%低段	▲增长 高单位数	▲增长 25%	—持平	▼下降 低单位数
Fila 儿童	▲增长 低单位数	▼下降 10-20%低段	▼下降 单位数	▲增长 10-20%中段	▲增长 高单位数	▲增长 10-20%低段	▼下降 微跌	▲增长 中单位数
Fila 电商	▲增长 65-70%	▲增长 40-45%	▲增长 40%	▲增长 60-65%	▲增长 10-20%中段	▲增长 10-20%中段	▲增长 25-30%	▲增长 ~20%
<b>其他品牌</b>	▲增长 40-45%	▲增长 10-20%低段	▲增长 75-80%	▲增长 70-75%	▲增长 45-50%	▲增长 55-60%	▲增长 25-30%	▲增长 40-45%
迪桑特	▲增长 35-40%		▲增长 70-75%	▲增长 60%+	▲增长 40-45%	▲增长 50-55%	▲增长 20-25%	▲增长 35-40%
可隆	▲增长 55-60%		▲增长 100%+	▲增长 近 100%	▲增长 65-70%	▲增长 65-70%	▲增长 近 50%	▲增长 60-65%

注: 4Q22 Fila 品牌, 4Q23 安踏及 Fila 子品牌数据包含线上、线下渠道, 其他均为线下数据。

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: 安踏 2024 年上半年盈利表现和下半年与全年盈利预测

百万人民币	1H23A	1H24A	YoY	2H23A	2H24E	YoY	2023A	2024E	YoY
收入	29,645	33,735	14%	32,711	36,696	12%	62,356	70,431	13%
销售成本	-10,890	-12,117	11%	-12,438	-13,979	12%	-23,328	-26,096	12%
毛利润	18,755	21,618	15%	20,273	22,718	12%	39,028	44,336	14%
毛利率	63.3%	64.1%		62.0%	61.9%		62.6%	62.9%	
其他收益	637	809	27%	1,068	1,091	2%	1,705	1,900	11%
销售费用	-10,074	-11,796	17%	-11,599	-13,236	14%	-21,673	-25,032	16%
销售费用率	34.0%	35.0%		35.5%	36.1%		34.8%	35.5%	
行政费用	-1,695	-1,971	16%	-1,998	-2,230	12%	-3,693	-4,201	14%
行政费用率	5.7%	5.8%		6.1%	6.1%		5.9%	6.0%	
营业费用	-11,769	-13,767	17%	-13,597	-15,467	14%	-25,366	-29,234	15%
经营利润	7,623	8,660	14%	7,744	8,342	8%	15,367	17,002	11%
经营利润率	25.7%	25.7%		23.7%	22.7%		24.6%	24.1%	
联营公司盈利/亏损	-516	-19	-96%	-202	319	-258%	-718	300	-142%
其他盈利	0	1,579	n.m.	0	0	n.m.	0	1,579	n.m.
财务支出	356	710	99%	635	612	-4%	991	1,322	33%
税前盈利	7,463	10,930	46%	8,177	9,272	13%	15,640	20,202	29%
所得税	-2,169	-2,511	16%	-2,194	-2,439	11%	-4,363	-4,950	13%
少数股东权益	-546	-698	28%	-495	-675	36%	-1,043	-1,373	32%
归母净利润	4,748	7,721	63%	5,488	6,159	12%	10,234	13,880	36%
归母净利率	16.0%	22.9%		16.8%	16.8%		16.4%	19.7%	

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、浦银国际预测

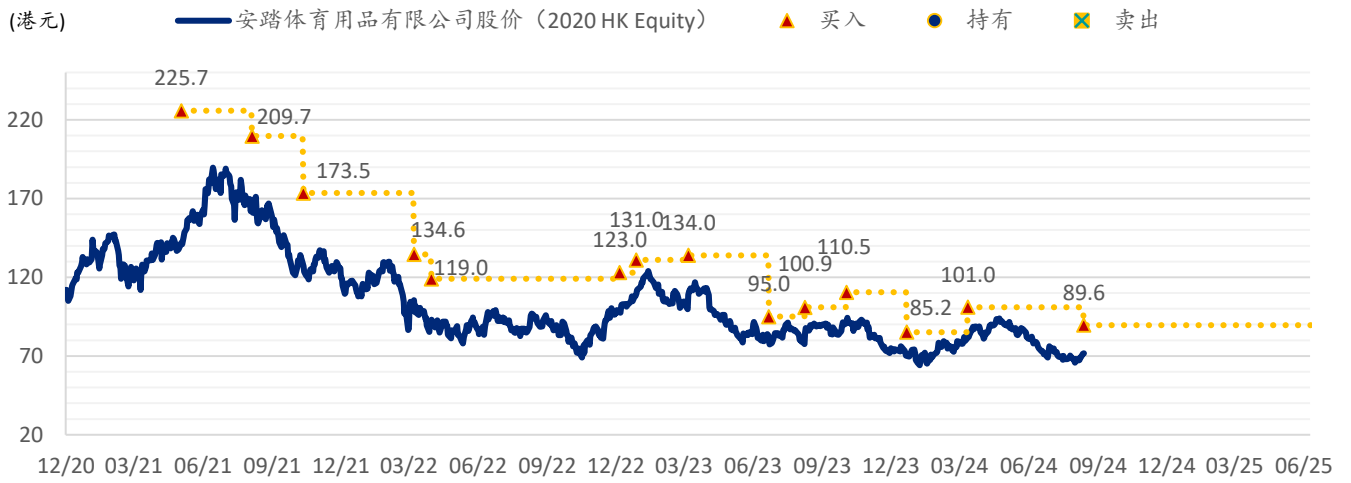
图表 4: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>			
旧预测	70,490	78,084	84,868
新预测	70,431	78,591	85,452
变动	-0.1%	0.6%	0.7%
<b>核心归母净利润</b>			
旧预测	11,578	13,628	15,314
新预测	12,301	14,940	16,649
变动	6.2%	9.6%	8.7%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 安踏体育



注: 截至 2024 年 8 月 27 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 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	14.6	持有	14.5	2024年8月16日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	71.7	买入	89.6	2024年8月28日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024年8月13日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.9	买入	3.76	2024年8月15日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.4	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	30.5	买入	38.8	2024年8月6日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	267.8	买入	302.5	2024年8月6日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	12.3	持有	14.0	2024年5月16日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.1	买入	20.8	2024年5月21日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	15.6	买入	26.7	2024年5月21日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.6	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	21.2	买入	26.3	2024年8月5日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	23.6	买入	43.2	2024年6月19日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	53.2	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.1	买入	11.2	2024年8月1日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	44.5	持有	65.1	2024年5月6日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	57.5	持有	86.2	2024年5月6日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.6	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	22.6	买入	31.3	2024年1月16日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	12.3	买入	21.1	2024年3月27日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	7.7	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.6	买入	4.65	2024年4月19日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	1.9	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	11.9	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.1	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	10.2	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	45.9	买入	60.6	2024年8月21日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	84.7	买入	129.1	2024年4月21日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	39.7	买入	52.0	2024年7月2日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	48.6	持有	48.9	2024年8月25日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	39.5	持有	60.6	2024年4月29日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	17.5	买入	22.8	2024年7月8日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	23.0	买入	28.0	2024年8月21日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	29.1	买入	35.4	2024年8月21日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.3	持有	26.8	2024年7月8日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	11.2	持有	14.0	2024年7月8日	酒店

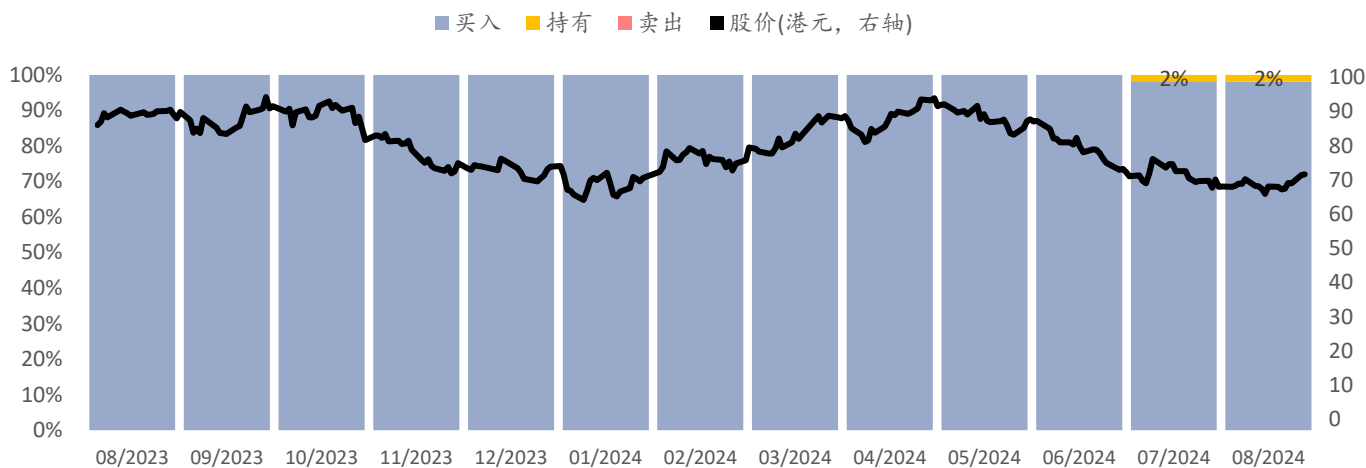
注: 美股截至2024年8月26日收盘价, 港股及A股截至2024年8月27日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际。



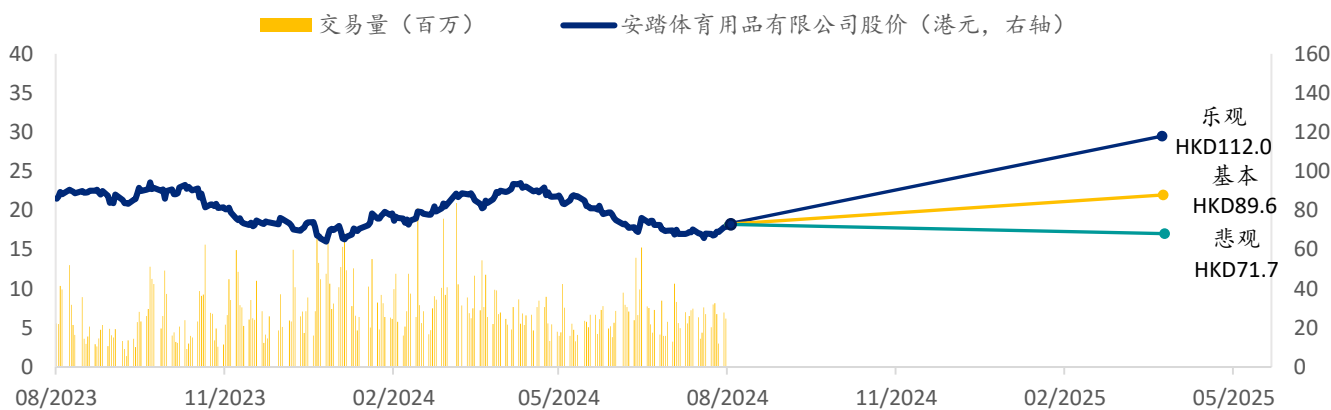
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 安踏体育市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 安踏体育 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: 112.0 港元**

**概率: 25%**

- 安踏品牌 2024 年收入同比增长 20%;
- Fila 品牌 2024 年收入同比增长 15%;
- 集团毛利率 2024 年同比扩张 80bps;
- 市场营销费用占比 2024 年同比减少 20bps;

**悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期**

**目标价: 71.7 港元**

**概率: 20%**

- 安踏品牌 2024 年收入同比增长 5%;
- Fila 品牌 2024 年收入同比增长 2%;
- 集团毛利率 2024 年同比微降 10bps;
- 市场营销费用占比 2024 年同比扩宽 20bps。

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人士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

#### 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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

