



## 李宁 (2331.HK): 3Q24 运营数据略好于市场预期, 但 4Q24 不确定性依然较大

• **转机未至, 维持“持有”评级:** 尽管李宁 3Q24 流水表现略好于市场预期, 但依然大幅落后于主要的国产竞争对手 (图表 3)。同时, 管理层在电话会上表示公司短期渠道库存压力有所加大, 并强调 4Q24 的收入表现有较大的不确定性。我们认为尽管李宁 2024 年业绩确定性有所增强, 但在公司品牌力、基本面与终端销售趋势尚未出现显著恢复迹象的情况下, 投资者应对李宁股价表现保持谨慎, 不宜轻易抄底。我们维持盈利预测不变, 但将估值滚动至 2025 年, 从而小幅上调李宁目标价至 15.94 港元 (基于 12x 2025E P/E)。维持李宁“持有”评级。

• **3Q24 流水表现略好于预期:** 李宁 3Q24 全渠道整体流水同比下滑中单位数, 略好于市场预期的中单位数至高单位数的下滑。其中, 线下渠道流水同比下滑高单位数, 好于市场预期的低双下滑。线下直营门店 3Q24 流水同比下降中单位数, 略好于加盟商线下门店流水表现 (高单位数下滑)。但除去奥莱店的影响, 线下直营正价门店与加盟门店的流水表现基本一致。管理层表示, 随着正价门店折扣率的加深, 3Q24 奥莱店流水同比基本持平, 相较 1H24 有所减弱。3Q24 电商流水同比增长中单位数, 基本符合市场预期。管理层补充, 3Q24 的平均销售单价同比下跌中单位数 (吊牌价下跌低单位数, 折扣加深低单位数), 而销量基本持平。

• **管理层维持全年指引不变, 但对 4Q24 展望较为保守:** 10 月国庆长假期间, 李宁全渠道流水录得同比个位数正增长。其中, 各个线下渠道的流水都已转正, 而电商流水同比增长 30%-40%。管理层表示, 4Q24 后续流水同比增速若维持 10 月至今的趋势, 则公司到年底有望达到管理层 8 月提出的 2024 全年业绩指引: 收入同比低单位数增长, 净利率维持低双位数。然而, 管理层同时表示, 行业终端需求未见明显改善, 短期库存和折扣依然有一定压力, 4Q24 后续的收入及流水 (包括双十一的表现) 依然有较大不确定性。

• **渠道库存与折扣短期面临压力, 但对全年毛利率影响有限:** 管理层表示由于终端消费力减弱, 公司短期库存压力有所上升, 但全渠道库销比依然维持在 5 个月左右, 基本可控。公司目标到年底之前, 全渠道库销比回到 4-5 个月的区间。为了实现这一目标, 公司 3Q24 适当加大了零售折扣。其中, 线下折扣同比加深低单位数, 而线上折扣同比改善低单位数。由于线下批发渠道的折扣加深幅度大于线下直营, 所以我们认为线下折扣的加深对 2H24 毛利率的影响有限。管理层预计 2H24 毛利率同比可能小幅下降, 但 2024 全年毛利率依然有望实现 1ppt 左右的扩张。

• **成立合资公司有望加速海外业务的拓展:** 李宁公司宣布与创始人李宁先生、HongShan Venture 以及 HongShan Motivation 成立合资公司。成立以后, 李宁公司与李宁先生分别持有合资公司 29% 与 26% 的股权。从 2025 年开始, 公司会将其海外业务注入合资公司, 从而希望借助红杉的外部资源, 加速推进李宁品牌在海外市场的拓展。海外业务目前仅占公司整体收入的 2% 左右 (预计利润占比更小), 因此这一股权变动对公司整体的财务影响有限。根据公告, 李宁公司有权在 4 年后收回部分股权, 在 8 年后收回所有股权。我们认为合资公司的成立对李宁品牌出海有一定的积极作用, 但也从侧面表明李宁公司自身缺乏独立拓展海外市场的能力。

• **投资风险:** 行业需求放缓、国内品牌竞争大于预期。

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 10 月 23 日

### 评级

### 持有

目标价 (港元)	15.94
潜在升幅/降幅	+3.9%
目前股价 (港元)	15.3
52 周内股价区间 (港元)	12.6-31.3
总市值 (百万港元)	39,491
近 3 月日均成交额 (百万港元)	583.6

注: 截至 2024 年 10 月 23 日收盘价

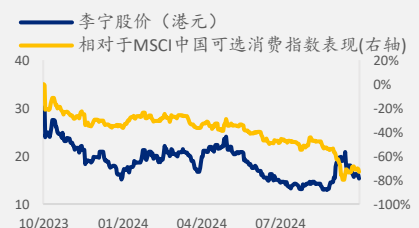
市场预期区间

HKD 15.3	HKD 50.0
HKD 11.9	
HKD 15.94	

▲ 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



图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	25,803	27,598	28,199	29,422	30,967
同比变动 (%)	14.3%	7.0%	2.2%	4.3%	5.3%
归母净利润	4,064	3,187	3,005	3,297	3,570
同比变动 (%)	1.3%	-21.6%	-5.7%	9.7%	8.3%
PE (X)	9.1	11.5	12.2	11.0	10.2
ROE (%)	17.9%	13.1%	12.0%	12.5%	12.7%

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 - 李宁

### 利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>25,803</b>	<b>27,598</b>	<b>28,199</b>	<b>29,422</b>	<b>30,967</b>
同比	14.3%	7.0%	2.2%	4.3%	5.3%
销售成本	-13,319	-14,246	-14,406	-14,958	-15,674
<b>毛利</b>	<b>12,485</b>	<b>13,352</b>	<b>13,793</b>	<b>14,463</b>	<b>15,293</b>
毛利率	48.4%	48.4%	48.9%	49.2%	49.4%
销售费用	-7,314	-9,080	-9,335	-9,694	-10,141
管理费用	-1,089	-1,237	-1,368	-1,343	-1,428
其他经营收入及收益 (损失)	805	524	500	500	500
<b>经营溢利</b>	<b>4,887</b>	<b>3,559</b>	<b>3,589</b>	<b>3,926</b>	<b>4,223</b>
经营利润率	18.9%	12.9%	12.7%	13.3%	13.6%
净融资成本	327	319	179	210	262
<b>税前溢利</b>	<b>5,415</b>	<b>4,256</b>	<b>4,023</b>	<b>4,395</b>	<b>4,760</b>
所得税开支	-1,351	-1,069	-1,018	-1,099	-1,190
所得税率	25.0%	25.1%	25.3%	25.0%	25.0%
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	<b>4,064</b>	<b>3,187</b>	<b>3,005</b>	<b>3,297</b>	<b>3,570</b>
归母净利润率	15.7%	11.5%	10.7%	11.2%	11.5%
同比	1.3%	-21.6%	-5.7%	9.7%	8.3%

### 现金流量表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除所得税前溢利	5,415	4,256	4,023	4,395	4,760
折旧	1,344	1,777	1,072	1,033	1,125
摊销	110	119	59	62	66
融资开支净额	-484	-418	-326	-356	-409
其他	-22	140	190	0	0
未计营运资金变动前之经营溢利	6,363	5,874	5,017	5,135	5,542
存货减少 / (增加)	-682	-79	125	-91	-118
应收贸易款项 (增加) / 减少	-94	-165	47	30	-59
其他应收款项减少 / (增加)	-168	-73	-48	137	-5
应付贸易款项 (减少) / 增加	-15	205	-93	65	84
其他应付款项及应付费用增加	-174	80	692	1,054	263
受限制银行存款减少 / (增加)	0	0	0	0	0
已付所得税	-1,316	-1,155	-1,018	-1,099	-1,190
<b>经营活动所得 (所用) 现金净额</b>	<b>3,914</b>	<b>4,688</b>	<b>4,723</b>	<b>5,232</b>	<b>4,517</b>
购入物业、机器及设备	-1,757	-1,727	-1,500	-800	-864
购入土地使用权	-353	-212	4	4	4
购入无形资产	-74	-88	-68	-62	-66
已收取利息	336	213	342	372	425
其他	-7,634	-635	-397	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-9,481</b>	<b>-2,449</b>	<b>-1,619</b>	<b>-486</b>	<b>-502</b>
股份发行	97	7	0	0	0
为限制性股份奖励计划而购入之股份	-159	-1,159	-1,000	0	0
新增借贷	0	0	0	0	0
偿还借贷	0	0	0	0	0
已付股利	-1,195	-2,175	-930	-1,546	-1,689
已付利息	-3	-16	-16	-16	-16
其他	-627	-875	-23	0	0
<b>融资活动 (所用) 所得现金净额</b>	<b>-1,887</b>	<b>-4,217</b>	<b>-1,969</b>	<b>-1,562</b>	<b>-1,705</b>
现金及现金等价物变动	-7,455	-1,978	1,134	3,183	2,311
于年初的现金及现金等价物	14,745	7,382	5,444	6,578	9,762
现金及现金等价物汇兑差额	93	40	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	<b>7,382</b>	<b>5,444</b>	<b>6,578</b>	<b>9,762</b>	<b>12,072</b>

### 资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
物业、机器及设备	3,235	4,124	4,552	4,319	4,058
使用权资产	2,022	2,184	1,851	1,851	1,851
土地使用权	159	155	151	147	143
无形资产	217	221	230	230	230
其他	4,596	4,834	6,351	6,351	6,351
<b>非流动资产</b>	<b>21,252</b>	<b>20,555</b>	<b>17,976</b>	<b>17,739</b>	<b>17,474</b>
存货	2,428	2,493	2,368	2,459	2,577
应收贸易款项	1,020	1,206	1,159	1,129	1,188
其他应收款项—即期部分	88	178	226	88	93
受限制银行存款	1	1	24	24	24
现金及等同现金项目	7,382	5,444	6,578	9,762	12,072
其他	832	838	838	838	838
<b>流动资产</b>	<b>12,395</b>	<b>13,653</b>	<b>17,763</b>	<b>20,869</b>	<b>23,361</b>
应付贸易款项	1,584	1,790	1,697	1,762	1,847
租赁负债—即期部分	668	717	717	717	717
其他应付款项及应付费用	3,649	3,256	3,948	5,002	5,264
当期所得税负债	1,037	915	771	771	771
其他	303	591	591	591	591
<b>流动负债</b>	<b>7,241</b>	<b>7,268</b>	<b>7,724</b>	<b>8,843</b>	<b>9,190</b>
租赁负债	1,474	1,825	1,825	1,825	1,825
其他	600	707	707	707	707
<b>非流动负债</b>	<b>2,074</b>	<b>2,533</b>	<b>2,533</b>	<b>2,533</b>	<b>2,533</b>
股本	240	240	240	240	240
储备	24,089	24,167	25,242	26,992	28,873
非控制性权益	2	0	0	0	0
<b>权益</b>	<b>24,332</b>	<b>24,407</b>	<b>25,481</b>	<b>27,232</b>	<b>29,112</b>

### 财务和估值比率

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	1.54	1.23	1.15	1.27	1.38
每股销售额	9.80	10.62	10.82	11.38	11.98
每股股息	0.46	0.55	0.58	0.64	0.69
<b>同比变动</b>					
收入	14.3%	7.0%	2.2%	4.3%	5.3%
经营溢利	-4.9%	-27.2%	0.8%	9.4%	7.6%
归母净利润	1.3%	-21.6%	-5.7%	9.7%	8.3%
摊薄每股收益	-2.3%	-20.5%	-6.0%	10.6%	8.3%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	48.4%	48.4%	48.9%	49.2%	49.4%
经营利润率	18.9%	12.9%	12.7%	13.3%	13.6%
归母净利润率	15.7%	11.5%	10.7%	11.2%	11.5%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	17.9%	13.1%	12.0%	12.5%	12.7%
平均资产回报率	12.7%	9.4%	8.6%	8.9%	9.0%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	58	63	60	60	60
应收账款周转天数	14	15	15	14	14
应付账款周转天数	44	43	43	43	43
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	1.7	1.9	2.3	2.4	2.5
速动比率 (x)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
现金比率 (x)	1.0	0.7	0.9	1.1	1.3
负债 / 权益 (%)	38.3%	40.2%	40.3%	41.8%	40.3%
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	9.1	11.5	12.2	11.0	10.2
市销率 (x)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
股息率	3.0%	3.6%	3.8%	4.2%	4.5%

E=浦银国际预测

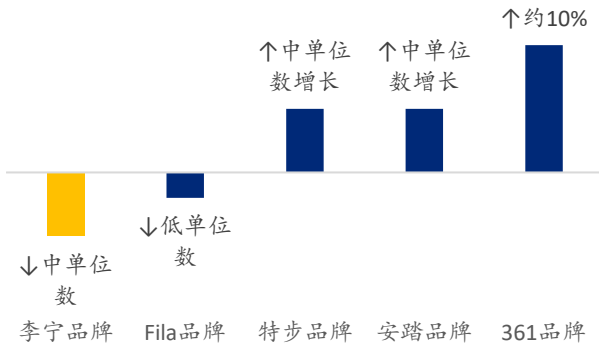
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 李宁各渠道零售流水表现

	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
直营零售	▲增长	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	持平	▼下降
门店增速	20-23%	14-16%	14-16%	27-29%	20-23%	50-53%	中单位数		中单位数
加盟店	▲增长	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▼下降	▼下降
增速	10-13%	20-23%	中单位数	14-16%	低单位数	17-19%	中单位数	高单位数	高单位数
电商增速	▲增长	▲增长	▼下降	▲增长	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	24-26%	中单位数	10-13%	10-13%	低单位数	中单位数	20-23%	高单位数	中单位数
整体零售	▲增长	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降	▼下降
流水增速	14-16%	10-13%	中单位数	14-16%	中单位数	20-23%	低单位数	低单位数	中单位数

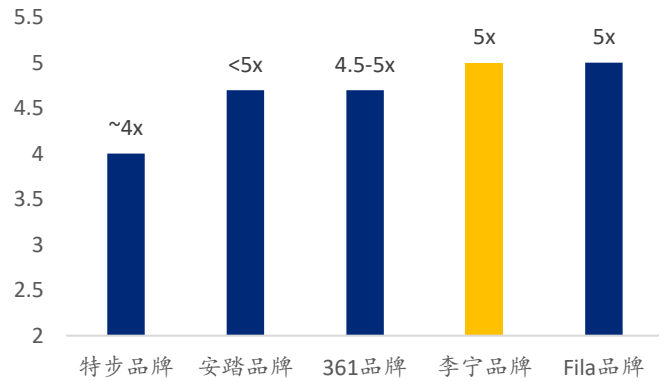
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 各国产品牌 3Q24 零售流水同比变化



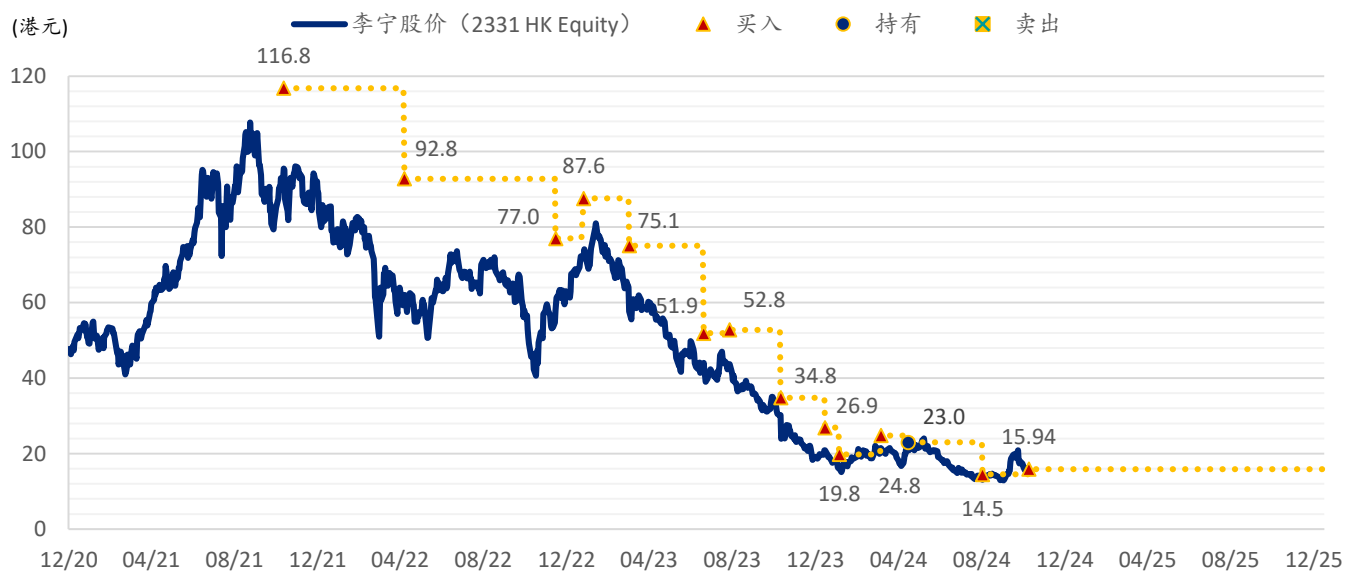
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 4: 各国产品牌 3Q24 库销比



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 李宁 (2331.HK)



注: 截至 2024 年 10 月 23 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

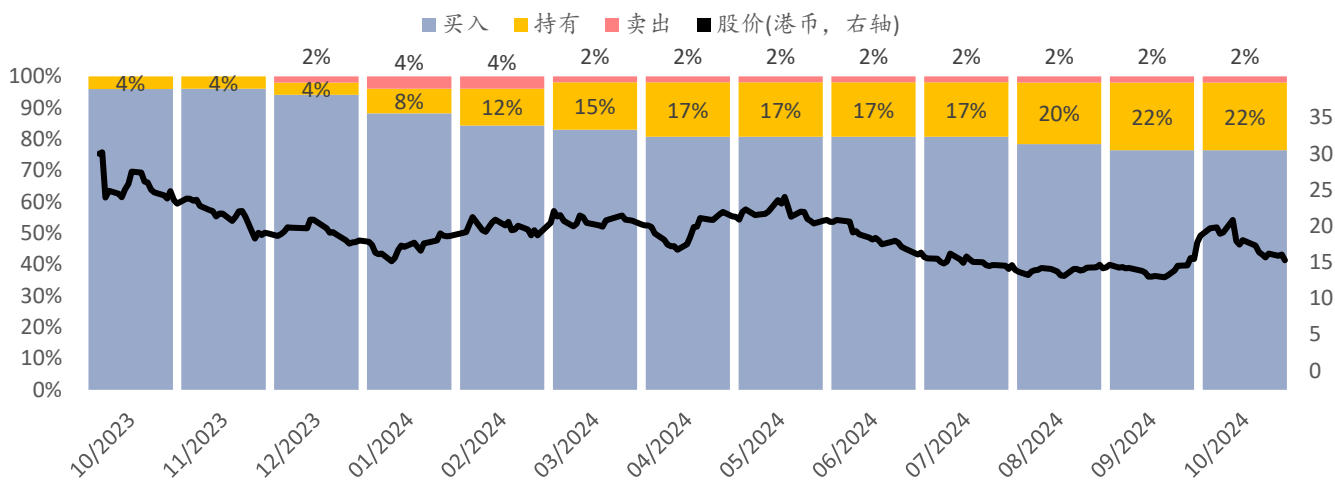
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	15.3	持有	15.94	2024年10月23日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	87.3	买入	119.8	2024年10月11日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024年8月13日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.8	买入	3.76	2024年8月15日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.5	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	43.6	买入	38.8	2024年8月6日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	340.8	买入	302.5	2024年8月6日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	15.8	买入	19.5	2024年10月14日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	13.7	买入	16.6	2024年9月2日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	16.6	买入	21.3	2024年9月2日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	3.4	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	23.4	买入	26.3	2024年8月5日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	30.7	买入	29.7	2024年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	60.9	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.5	买入	11.2	2024年8月1日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	54.8	持有	65.1	2024年5月6日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	70.0	持有	86.2	2024年5月6日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.9	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.0	持有	24.5	2024年8月30日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.7	买入	16.2	2024年8月29日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.5	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.0	买入	5.21	2024年9月3日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.0	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	16.0	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.3	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.9	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	4.9	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	75.2	买入	78.9	2024年10月23日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	97.7	买入	108.4	2024年8月28日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	54.4	买入	52.0	2024年7月2日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	60.4	持有	48.9	2024年8月25日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	54.3	持有	43.0	2024年9月3日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	27.0	买入	24.0	2024年8月30日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	29.3	买入	28.0	2024年8月21日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	37.7	买入	35.4	2024年8月21日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	29.3	持有	26.8	2024年7月8日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	13.8	持有	12.8	2024年9月4日	酒店

注: 美股截至 2024 年 10 月 22 日收盘价, 港股及 A 股截至 2024 年 10 月 23 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

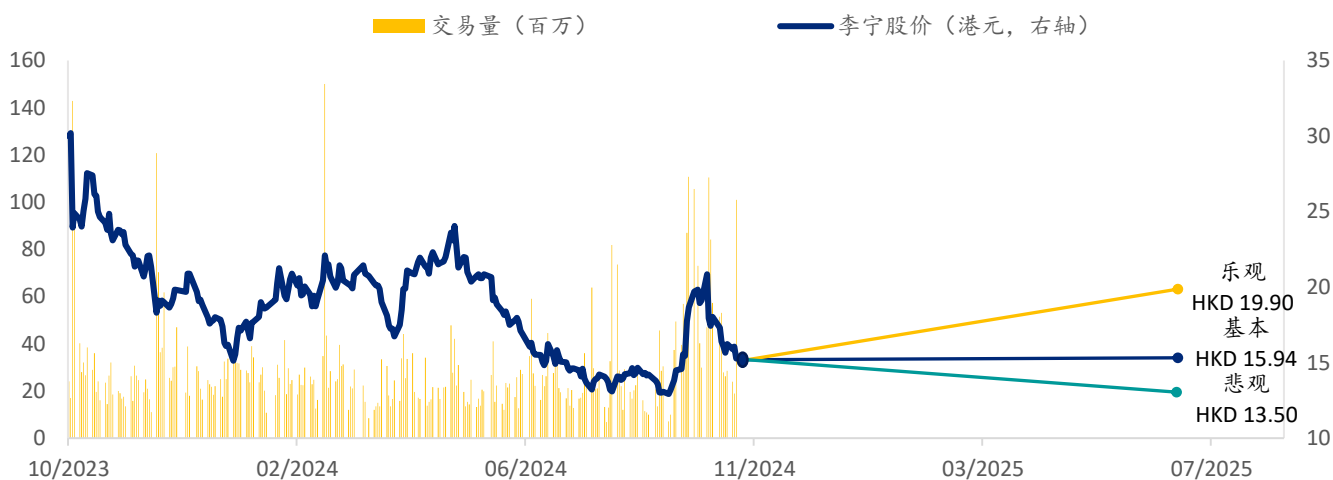
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 李宁 (2331.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 李宁 (2331.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: 19.90 港元**

**概率: 25%**

- 李宁主品牌 2025 年线下收入同比增长 10%;
- 电商 2025 年收入同比增长 10%;
- 毛利率 2025 年同比扩张 80bps;
- 销售费用率 2025 年同比收窄 50bps。

**悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期**

**目标价: 13.50 港元**

**概率: 20%**

- 李宁主品牌 2025 年线下收入同比持平;
- 电商 2025 年收入同比持平;
- 毛利率 2025 年同比缩窄 30bps;
- 销售费用率 2025 年同比扩张 30bps。

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](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

