



安踏 (2020.HK): 4Q24 流水好于市场预期, 2024 全年业绩确定性提升

1月8日收市后,安踏公布了4Q24的运营数据,整体流水表现好于市场预期。我们认为 Fila 4Q24 流水表现环比大幅改善有望缓解市场对 Fila 增速放缓的担忧,从而刺激股价短期回升。基于稳定的库销比以及稳健的折扣水平,我们认为公司 2024 年全年的业绩已基本确定,且基本符合我们之前的预测。尽管 2025 年依然充满挑战,但我们认为安踏有望通过持续的门店升级以及产品的调整来实现品牌力的进一步提升,从而录得高于同业的流水增长。维持安踏“买入”评级。

•**4Q24 流水表现好于市场预期:** 安踏品牌 4Q24 全渠道流水同比增长高单位数,2024 全年流水同比增长高单位数(预计 7%-8%),基本符合市场预期。12 月的流水表现基本维持 10-11 月整体的增长趋势。Fila 品牌 4Q24 全渠道流水同比增长高单位数,相较 3Q24 (低单位数下跌)大幅改善,好于市场预期。Descente 与 Kolon 全渠道流水 4Q24 分别同比增长 45%-50%和 60%-65%,好于 3Q24。管理层表示公司 4Q24 的渠道库存依然处于可控的水平(安踏品牌与 Fila 品牌的库销比都在 5x 左右)。安踏品牌 4Q24 的线上折扣同比小幅改善 1ppt,而线下折扣同比持平。Fila 4Q24 线上折扣同比加深 2ppt,线下折扣同比持平。

•**2024 年业绩前瞻:** 我们预测公司 2024 全年收入同比增长 12%。其中,安踏品牌全年收入同比增长接近 10%,快于流水增速,主要是由于公司策略性加大对批发渠道的发货以及 DTC 的帮助,而 Fila 品牌收入同比增长 6%,基本与流水增长同步。由于 2H24 零售折扣水平同比有所加深,我们预计两大品牌 2H24 毛利率同比都有所降低(Fila 降幅更为显著),抵消了 1H24 毛利率的扩张,使 2024 全年集团毛利率基本同比持平。基于 2024 年较高的销售费用率(主要是由于奥运相关投入),我们预测 2024 年集团经营利润率同比收窄 1ppt。在 Amer Sports 利润贡献转正以及利息收入增加的帮助下,我们预测 2024 全年核心净利润(不包括 Amer Sports 相关一次性收益)为人民币 119 亿元。

•**如何展望 2025 年?** 尽管中国运动服饰行业整体需求在 2025 年依然面临压力,但安踏品牌依然是国产玩家中增长趋势最好的品牌之一。这归功于公司管理层积极对线下门店进行改造和升级,同时对抖音等新兴电商渠道进行布局,从而大幅提升了安踏的品牌力。Fila 短期增速回暖(尤其是潮牌在 4Q24 的大幅反弹)令我们对 Fila 在 2025 年的表现有更强的信心。Descente 及 Kolon 预计在 2025 年有望维持高速增长,为公司在较大的需求不确定性中注入持续的增长动力,并带动集团整体毛利率持续提升。由于没有大型赛事,我们预计 2025 年的销售费用率有望在 2024 年的基础上有所回落,而 Amer Sports 不断提升的盈利水平以及公司持续降低的融资成本也将进一步增厚集团 2025 年整体的净利润。最后,我们认为市场在 2025 年应该进一步关注安踏潜在收购兼并的机会。

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

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

2025 年 1 月 8 日

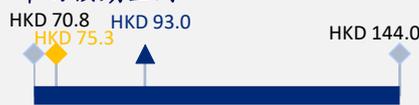
评级

买入

目标价(港元)	93.0
潜在升幅/降幅	+23.5%
目前股价(港元)	75.3
52 周内股价区间(港元)	60.2-107.5
总市值(百万港元)	212,448
近 3 月日均成交额(百万港元)	881.9

注:截至 2025 年 1 月 8 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



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	69,627	75,503	81,112
同比变动 (%)	8.8%	16.2%	11.7%	8.4%	7.4%
核心归母净利润	7,590	10,234	11,886	14,240	15,752
同比变动 (%)	-1.7%	34.8%	16.1%	19.8%	10.6%
PE (X)	25.9	19.8	17.3	14.6	13.2
ROE (%)	24.0%	23.8%	24.2%	22.3%	21.7%

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 - 安踏体育

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	53,651	62,356	69,627	75,503	81,112
同比	8.8%	16.2%	11.7%	8.4%	7.4%
销售成本	-21,333	-23,328	-26,012	-28,058	-29,957
毛利	32,318	39,028	43,615	47,445	51,156
毛利率	60.2%	62.6%	62.6%	62.8%	63.1%
销售费用	-19,629	-21,673	-24,871	-26,800	-28,786
管理费用	-3,587	-3,693	-4,201	-4,539	-4,825
其他经营收入及收益(损失)	2,128	1,705	1,900	1,900	1,900
经营溢利	11,230	15,367	16,443	18,005	19,445
经营利润率	20.9%	24.6%	23.6%	23.8%	24.0%
核心经营溢利	11,230	15,367	16,443	18,005	19,445
核心经营利润率	20.9%	24.6%	23.6%	23.8%	24.0%
同比	2.2%	36.8%	7.0%	9.5%	8.0%
净融资成本	97	991	1,276	1,830	2,305
税前溢利	11,355	15,640	19,598	20,726	22,927
所得税开支	-3,110	-4,363	-4,802	-5,078	-5,617
所得税率	27.4%	27.9%	24.5%	24.5%	24.5%
少数股东权益	-655	-1,043	-1,332	-1,408	-1,558
归母净利润	7,590	10,234	13,465	14,240	15,752
归母净利润率	14.1%	16.4%	19.3%	18.9%	19.4%
同比	-2%	35%	32%	6%	11%
核心归母净利润	7,590	10,234	11,886	14,240	15,752
核心归母净利润率	14%	16%	17%	19%	19%
同比	-2%	35%	16%	20%	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
非流动资产	26,599	40,088	40,157	39,920	39,376
其他金融资产	618	1,333	1,333	1,333	1,333
存货	8,490	7,210	8,552	9,225	9,849
应收账款	2,978	3,732	3,434	3,517	3,778
其他应收账款	2,822	3,135	3,243	3,517	3,778
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	34,615	44,289	55,402
流动资产	42,596	52,140	64,921	75,625	87,884
借贷	12,198	3,996	3,600	3,600	3,600
应付贸易账款	2,750	3,195	3,314	3,575	3,816
租赁负债	2,867	2,701	2,701	2,701	2,701
其他应付款	6,198	7,842	7,839	8,456	9,028
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
流动负债	26,207	20,591	19,574	20,452	21,265
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	15,207	15,207	15,207
应付非控股权益款	28	0	0	0	0
非流动负债	5,149	15,627	19,886	19,886	19,886
股本	262	272	272	272	272
储备	34,138	51,188	59,465	67,646	76,989
非控股权益	3,439	4,550	5,882	7,290	8,848
权益	37,839	56,010	65,619	75,208	86,109

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
税前溢利	11,355	15,640	19,598	20,726	22,927
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	270	301	301
利息收入	-609	-1,470	-1,845	-2,430	-2,905
其他	545	840	11	11	11
营运资金变动前经营现金流量	16,266	20,518	19,614	20,494	22,527
存货增加	-1,260	1,339	-1,342	-673	-624
应收贸易账款及其他流动资产变动	1,196	-1,189	190	-357	-522
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	116	878	814
应付关连人士款项变动	-2	7	-12	0	0
已付所得税	-3,046	-3,584	-5,527	-5,078	-5,617
经营活动所得(所用)现金净额	11,622	18,593	13,094	15,264	16,577
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	1,845	2,430	2,905
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
投资活动所用现金净额	-4,249	-24,752	7,888	770	1,245
借贷	-1,403	442	3,863	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	-6,059	-6,408
已支付利息	-33	-59	-270	-301	-301
其他	-2,455	7,338	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-7,841	3,471	-1,595	-6,360	-6,709
现金及现金等价物变动	-468	-2,688	19,387	9,674	11,113
于年初的现金及现金等价物	17,592	17,378	15,228	34,615	44,289
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	34,615	44,289	55,402

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	2.73	3.57	4.08	4.86	5.37
每股销售额	19.29	21.75	23.90	25.76	27.68
每股股息	1.25	1.87	2.17	2.28	2.52
同比变动					
收入	8.8%	16.2%	11.7%	8.4%	7.4%
经营溢利	2.2%	36.8%	7.0%	9.5%	8.0%
归母净利润	-1.7%	34.8%	31.6%	5.8%	10.6%
摊薄每股收益	-1.9%	30.8%	14.3%	19.1%	10.6%
费用与利润率					
毛利率	60.2%	62.6%	62.6%	62.8%	63.1%
经营利润率	20.9%	24.6%	23.6%	23.8%	24.0%
归母净利率	14.1%	16.4%	19.3%	18.9%	19.4%
回报率					
平均股本回报率	24.0%	23.8%	24.2%	22.3%	21.7%
平均资产回报率	11.7%	12.9%	13.9%	13.1%	13.2%
资产效率					
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
财务杠杆					
流动比率(x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
速动比率(x)	1.6	2.5	3.3	3.7	4.1
现金比率(x)	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0
负债/权益(%)	91%	70%	66%	59%	53%
估值					
市盈率(x)	25.9	19.8	17.3	14.6	13.2
市销率(x)	3.7	3.3	3.0	2.7	2.6
股息率	2%	2%	3%	3%	3%

图表 2：安踏各品牌季度流水增速

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

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	35,892	10%	62,356	69,627	12%
销售成本	-10,890	-12,117	11%	-12,438	-13,895	12%	-23,328	-26,012	12%
毛利润	18,755	21,618	15%	20,273	21,997	9%	39,028	43,615	12%
毛利率	63.3%	64.1%		62.0%	61.3%		62.6%	62.6%	
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	-13,075	13%	-21,673	-24,871	15%
销售费用率	34.0%	35.0%		35.5%	36.4%		34.8%	35.7%	
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%	6.2%		5.9%	6.0%	
营业费用	-11,769	-13,767	17%	-13,597	-15,305	13%	-25,366	-29,072	15%
经营利润	7,623	8,660	14%	7,744	7,783	1%	15,367	16,443	7%
经营利润率	25.7%	25.7%		23.7%	21.7%		24.6%	23.6%	
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	566	-11%	991	1,276	29%
税前盈利	7,463	10,930	46%	8,177	8,668	6%	15,640	19,598	25%
所得税	-2,169	-2,511	16%	-2,194	-2,291	4%	-4,363	-4,802	10%
少数股东权益	-546	-698	28%	-497	-634	28%	-1,043	-1,332	28%
归母净利润	4,748	7,721	63%	5,486	5,744	5%	10,234	13,465	32%
归母净利润率	16.0%	22.9%		16.8%	16.0%		16.4%	19.3%	

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、浦银国际预测

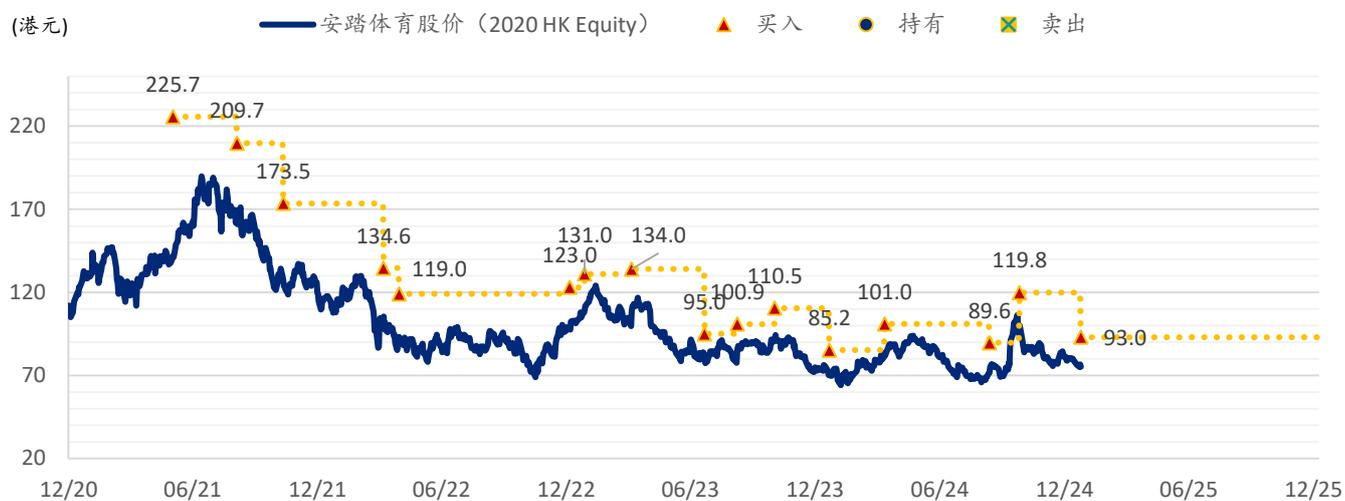
图表 4: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	69,369	76,464	82,607
新预测	69,627	75,503	81,112
变动	0.4%	-1.3%	-1.8%
核心归母净利润			
旧预测	12,064	14,524	16,063
新预测	11,886	14,240	15,752
变动	-1.5%	-2.0%	-1.9%

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 2025 年 1 月 8 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

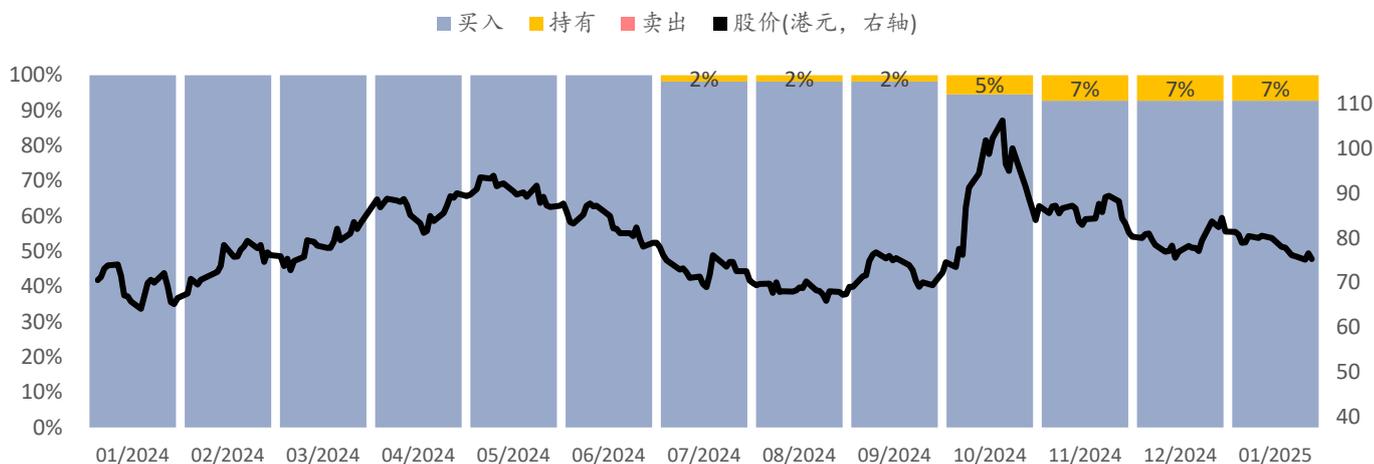
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	16.4	持有	15.94	2024 年 10 月 23 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	75.3	买入	93.0	2025 年 1 月 8 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.73	2024 年 8 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	2.9	买入	3.07	2024 年 10 月 24 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.3	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	50.0	买入	61.5	2024 年 11 月 5 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	343.6	买入	479.7	2024 年 11 月 5 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.6	买入	19.5	2024 年 10 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	20.9	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	28.2	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.8	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	26.0	买入	34.1	2024 年 11 月 4 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	23.2	买入	29.7	2024 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	57.6	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	7.0	买入	9.85	2024 年 10 月 31 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	53.2	持有	58.4	2024 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	76.4	持有	70.6	2024 年 10 月 30 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	11.6	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.2	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.1	买入	16.2	2024 年 8 月 29 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.2	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.1	买入	5.21	2024 年 9 月 3 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	18.3	买入	19.8	2023 年 10 月 30 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
6683.HK Equity	巨星传奇	4.8	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	84.6	买入	108.0	2024 年 11 月 21 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	82.1	买入	115.0	2024 年 10 月 25 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	46.3	买入	62.0	2024 年 11 月 21 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	35.9	买入	44.0	2024 年 11 月 20 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	51.5	持有	62.1	2024 年 10 月 31 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	41.1	持有	55.5	2024 年 10 月 25 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	25.6	买入	31.5	2024 年 11 月 20 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	23.8	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	31.6	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	25.8	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	13.5	持有	15.5	2024 年 10 月 31 日	酒店

注: 美股截至 2025 年 1 月 7 日收盘价, A 股、港股截至 2025 年 1 月 8 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: 116.3 港元

概率: 25%

- 安踏品牌 2025 年收入同比增长 10%;
- Fila 品牌 2025 年收入同比增长 10%;
- 集团毛利率 2025 年同比扩张 50bps;
- 市场营销费用占比 2025 年同比减少 40bps;

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 74.4 港元

概率: 20%

- 安踏品牌 2025 年收入同比持平;
- Fila 品牌 2025 年收入同比增长 1%;
- 集团毛利率 2025 年同比持平;
- 市场营销费用占比 2025 年同比扩宽 10bps。

资料来源: 浦银国际预测

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
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

