

## 滔搏 (6110.HK)：收入趨勢與市場情緒開始逐漸向好，把握當前買入好时机

- 維持“買入”評級，升為行業首選：**短期來看，公司 4QFY25 (2024 年 12 月至今) 收入表現逐月向好，有望使公司 FY25 全年收入表現好于公司高單位數下滑的指引。我們相信公司將在 2 月底前完成去庫存，為 FY26 的業績表現打下堅實基礎。長期來看，Nike 簽約王嘉爾後，品脾力和產品力有望逐步恢復，從而改善市場對滔搏的投資情緒以及對 FY26 業績的展望。基於到公司當前較低的估值水平 (10.3x FY26 P/E) 以及較高的股息率 (10%左右)，我們認為滔搏 2025 年股價的上升空間遠大於下行風險。我們維持滔搏“買入”評級，並上調目標價至 3.34 港元。滔搏是我們目前行業首選。
- 4QFY25 收入趨勢逐月向好：**根據我們的調研，我們預計滔搏 12 月收入同比下滑低至中個位數，下滑幅度相較 3QFY25 (2024 年 9-11 月) 有所收窄。另外，今年 1 月前兩周的收入表現相較去年 12 月有進一步的改善。這意味著 4QFY25 截止目前的收入表現好於公司之前的預期，FY25 全年收入表現有望好於管理層的指引 (同比下滑高單位數)。我們認為收入趨勢向好很大程度上歸功於公司較為成功的促銷策略。
- 短期零售折扣加深幅度符合預期：**4QFY25 截止目前的零售折扣同比加深中單位數，加深幅度高於 3Q (低單位數)，主要是由於公司在 4Q 加大了去庫存的力度以及 4Q 線上收入占比持續提升。我們認為這符合公司的既定戰略，也符合管理層的預期。我們有信心滔搏在 FY25 財年結束前將庫存降回到健康的水平。儘管 2HFY25 零售折扣加深幅度大於 1H，我們預測 2H 庫存撥備有望小於 1H，而品牌方的折扣支持有望加大，從而部分抵消折扣加深對毛利率的負面影響。
- Nike 品牌力的恢復將提升市場對 FY26 的展望：**Nike 去年 12 月底官宣王嘉爾作為 Nike 與喬丹兩大品牌的全球品牌大使。這是 Nike 在 2021 年新疆棉事件後第一次啟用潮流明星作為代言人。我們認為 Nike 與王嘉爾的合作有望幫助其經典系列產品 (Dunk、Air Force 1、Air Jordan) 焕發新的活力，提升 Nike 整體品牌形象。我們預計 Nike 將在解決庫存問題以後，加大中國區的新品推廣和市場營銷力度，同時擴大公司在二三線城市的渠道布局。隨著 Nike 品牌力的逐步恢復，市場對滔搏的投資情緒以及對 FY26 財年 (2025 年 3 月開始) 的業績展望有望逐漸改善。
- 投資風險：**(1) 整體行業需求放緩；(2) 高端運動服飾市場競爭加劇；(3) 公司運營效率改革效果低於預期。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万人民币	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	27,073	28,933	27,129	26,849	27,908
同比变动 (%)	-15%	7%	-6%	-1%	4%
归母净利润	1,837	2,213	1,382	1,595	1,892
同比变动 (%)	-25%	20%	-38%	15%	19%
PE (X)	9.0	7.4	11.9	10.3	8.7
ROE (%)	18%	22%	14%	16%	19%

E=浦銀國際預測 資料來源：公司報告、浦銀國際

林聞嘉

首席消費分析師  
richard\_lin@spdbi.com  
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消費分析師  
serena\_sang@spdbi.com  
(852) 2808 6439

2025 年 1 月 20 日

### 評級

買入

目標價 (港元)	3.34
潛在升幅/降幅	+18.4%
股息率	9.7%
預期總回報	26.2%
目前股價 (港元)	2.82
52 周內股價區間 (港元)	2.11-5.67
總市值 (百萬港元)	17,487
近 3 月日均成交額 (百萬港元)	71.0

注：截至 2025 年 1 月 20 日收盤價

### 市場預期區間



▲ SPDBI 目標價 ◆ 目前價 ◆ 市場預期區間

資料來源：Bloomberg、浦銀國際

### 股價表現



\*數據截至 2025 年 1 月 20 日收盤價

資料來源：Bloomberg、浦銀國際



扫码关注浦銀國際研究

## 财务报表分析与预测 - 沪深

利润表

(百万人民币)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	27,073	28,933	27,129	26,849	27,908
同比	-15.1%	6.9%	-6.2%	-1.0%	3.9%
销售成本	-15,789	-16,852	-16,720	-16,383	-16,860
毛利	11,284	12,081	10,410	10,466	11,047
毛利率	41.7%	41.8%	38.4%	39.0%	39.6%
销售、一般及行政开支	-9,153	-9,471	-8,871	-8,730	-8,955
其他经营收入及收益(损失)	300	177	198	210	210
经营溢利	2,431	2,787	1,739	1,946	2,302
经营利润率	9.0%	9.6%	6.4%	7.2%	8.2%
融资成本	-213	-147	-129	-120	-116
财务收入	104	120	109	168	179
税前溢利	2,322	2,759	1,719	1,993	2,365
所得税开支	-486	-548	-337	-399	-473
所得税税率	20.9%	19.9%	19.6%	20.0%	20.0%
少数股东权益	0	-2	0	0	0
归属于净利润	1,837	2,213	1,382	1,595	1,892
归属于净利润率	6.8%	7.6%	5.1%	5.9%	6.8%
同比	-24.9%	20.5%	-37.5%	15.4%	18.7%

资产负债表

(百万人民币)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
存货	6,247	6,284	6,138	5,835	5,774
应收账款	1,055	1,330	1,189	1,177	1,223
按金、预付款项及其他应收款项	1,136	864	860	860	860
抵押定期存款	1,286	126	126	126	126
银行结余及现金	2,357	1,956	2,793	3,198	3,199
流动资产	12,101	10,559	11,106	11,196	11,182
物业、厂房及设备	733	639	539	569	722
使用权资产	2,425	1,821	1,371	1,160	1,013
无形资产	1,073	1,059	1,020	993	966
长期按金、预付款项及其他应收款项	249	215	210	210	210
递延所得税资产	239	205	200	200	200
非流动资产	4,719	3,985	3,340	3,132	3,110
应付贸易账款	991	387	733	718	739
其他应付款项、应计费用及其他应付款项	1,192	1,088	1,100	1,100	1,100
应付股息	0	0	0	0	0
短期借款	1,545	720	720	720	720
租赁负债	1,181	890	900	900	900
即期所得税负债	360	262	250	250	250
流动负债	5,268	3,347	3,703	3,688	3,709
递延所得税负债	237	249	240	240	240
租赁负债	1,481	1,098	919	815	759
非流动负债	1,719	1,347	1,159	1,055	999
股本及其他储备	1,742	1,805	1,805	1,805	1,805
保留溢利	8,092	8,044	8,044	8,044	8,044
权益	9,834	9,850	9,849	9,849	9,849

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)	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
除所得税前溢利	2,322	2,759	1,719	1,993	2,365
固定资产折旧	609	484	490	511	490
使用权资产折旧	1,582	1,167	1,055	911	847
无形资产摊销	25	21	27	27	27
其他	220	-130	221	53	-63
营运资金变动前经营现金流	4,758	4,301	3,513	3,496	3,666
预付款项及其他资产增加	61	69	10	0	0
存货增加	423	-37	146	303	61
应收贸易款项减少	51	-275	140	12	-46
其他应收款、按金及预付款减少	337	272	4	0	0
应付贸易款项增加	27	-604	346	-15	21
其他应付款、应计费用及其他负债增加	-415	3	-8	0	0
支付所得税	-891	-600	-337	-399	-473
经营活动所得(所用)现金净额	4,351	3,129	3,813	3,397	3,228
购买物业、厂房及设备和无形资产支付款项	-357	-397	-650	-650	-650
出售物业、厂房及设备所得款项	5	2	8	8	8
以跨境资金池安排下提取/(存入)的定期抵押存款	0	0	0	0	0
已收利息	66	225	109	168	179
其他	-20	-28	0	0	0
投资活动所用现金净额	-306	-198	-533	-474	-463
偿还银行借款	-1,571	-2,535	0	0	0
银行借款所得款项	2,595	1,710	0	0	0
支付租赁负债(含利息)	-1,481	-1,422	-1,098	-909	-858
已付银行借款之利息	-31	-13	-8	-14	-14
已付股息	-2,667	-2,233	-1,382	-1,595	-1,892
其他	-286	1,160	46	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-3,440	-3,332	-2,443	-2,519	-2,764
现金及现金等价物变动	605	-401	837	405	1
于年初的现金及现金等价物	1,753	2,357	1,956	2,793	3,198
现金及现金等价物汇兑差额	0	0	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	2,357	1,956	2,793	3,198	3,199

财务和估值比率

	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	0.30	0.36	0.22	0.26	0.31
每股销售额	4.37	4.67	4.37	4.33	4.50
每股股息	0.33	0.36	0.22	0.26	0.31
同比变动					
收入	-15%	7%	-6%	-1%	4%
经营溢利	-29%	15%	-38%	12%	18%
归属净利润	-25%	20%	-38%	15%	19%
摊薄每股收益	-25%	20%	-38%	15%	19%
费用与利润率					
毛利率	42%	42%	38%	39%	40%
经营利润率	9%	10%	6%	7%	8%
归属净利润率	7%	8%	5%	6%	7%
回报率					
平均股本回报率	18%	22%	14%	16%	19%
平均资产回报率	11%	14%	10%	11%	13%
资产效率					
库存周转天数	149	136	134	130	125
应收账款周转天数	15	15	16	16	16
应付账款周转天数	22	15	16	16	16
财务杠杆					
流动比率(x)	2.3	3.2	3.0	3.0	3.0
速动比率(x)	1.1	1.3	1.3	1.5	1.5
现金比率(x)	0.4	0.6	0.8	0.9	0.9
负债/权益(%)	16%	7%	7%	7%	7%
估值					
市盈率(x)	9.0	7.4	11.9	10.3	8.7
市销率(x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
股息率	12.4%	13.6%	8.4%	9.7%	11.5%

图表 2: 滔搏 FY2025 上半年表现及下半年与全年盈利预测

百万人民币	1HFY24	1HFY25	YoY	2HFY24	2HFY25E	YoY	FY24	FY25E	YoY
营业收入	14,177	13,055	-7.9%	14,757	14,074	-4.6%	28,933	27,129	-6.2%
其中: 主要品牌	12,347	11,351	-8.1%	12,487	11,976	-4.1%	24,834	23,328	-6.1%
其他品牌	1,721	1,609	-6.5%	2,169	2,009	-7.4%	3,890	3,618	-7.0%
营业成本	-7,836	-7,692	-1.8%	-9,017	-9,027	0.1%	-16,852	-16,720	-0.8%
毛利润	<b>6,341</b>	<b>5,362</b>	<b>-15.4%</b>	<b>5,740</b>	<b>5,047</b>	<b>-12.1%</b>	<b>12,081</b>	<b>10,410</b>	<b>-13.8%</b>
毛利率	<b>44.7%</b>	<b>41.1%</b>		<b>38.9%</b>	<b>35.9%</b>		<b>41.8%</b>	<b>38.4%</b>	
销售与管理费用	-4,663	-4,317	-7.4%	-4,809	-4,554	-5.3%	-9,471	-8,871	-6.3%
销售与管理费用率	32.9%	33.1%		32.6%	32.4%		32.7%	32.7%	
核心经营利润	<b>1,678</b>	<b>1,046</b>	<b>-37.7%</b>	<b>931</b>	<b>493</b>	<b>-47.0%</b>	<b>2,609</b>	<b>1,539</b>	<b>-41.0%</b>
核心经营利润率	<b>11.8%</b>	<b>8.0%</b>		<b>6.3%</b>	<b>3.5%</b>		<b>9.0%</b>	<b>5.7%</b>	
其他收入	46	77	67.1%	130	123	-5.3%	176	200	13.7%
拨回应收贸易账款减值	2	-2	-220.0%	0	0	-33.3%	1	-2	-266.7%
经营利润	<b>1,726</b>	<b>1,121</b>	<b>-35.1%</b>	<b>1,061</b>	<b>616</b>	<b>-41.9%</b>	<b>2,787</b>	<b>1,737</b>	<b>-37.7%</b>
经营利润率	<b>12.2%</b>	<b>8.6%</b>		<b>7.2%</b>	<b>4.4%</b>		<b>9.6%</b>	<b>6.4%</b>	
财务支出	-18	-13	-31.7%	-9	-7	-23.5%	-27	-19	-29.0%
税前盈利	<b>1,708</b>	<b>1,108</b>	<b>-35.1%</b>	<b>1,052</b>	<b>609</b>	<b>-42.1%</b>	<b>2,759</b>	<b>1,717</b>	<b>-37.8%</b>
所得税	-371	-235	-36.7%	-177	-102	-42.2%	-548	-337	-38.5%
税率	21.7%	21.2%		16.8%	16.8%		19.9%	19.6%	
净利润	<b>1,337</b>	<b>874</b>	<b>-34.6%</b>	<b>875</b>	<b>507</b>	<b>-42.1%</b>	<b>2,211</b>	<b>1,380</b>	<b>-37.6%</b>
净利润率	<b>9.4%</b>	<b>6.7%</b>		<b>5.9%</b>	<b>3.6%</b>		<b>7.6%</b>	<b>5.1%</b>	
少数股东权益	-1	0	-100.0%	-1	0	-100.0%	-2	0	-100.0%
归母净利润	<b>1,337</b>	<b>874</b>	<b>-34.7%</b>	<b>876</b>	<b>507</b>	<b>-42.2%</b>	<b>2,213</b>	<b>1,380</b>	<b>-37.6%</b>
归母净利率	<b>9.4%</b>	<b>6.7%</b>		<b>5.9%</b>	<b>3.6%</b>		<b>7.6%</b>	<b>5.1%</b>	

E=浦银国际预测; 资料来源: 公司数据, 浦银国际

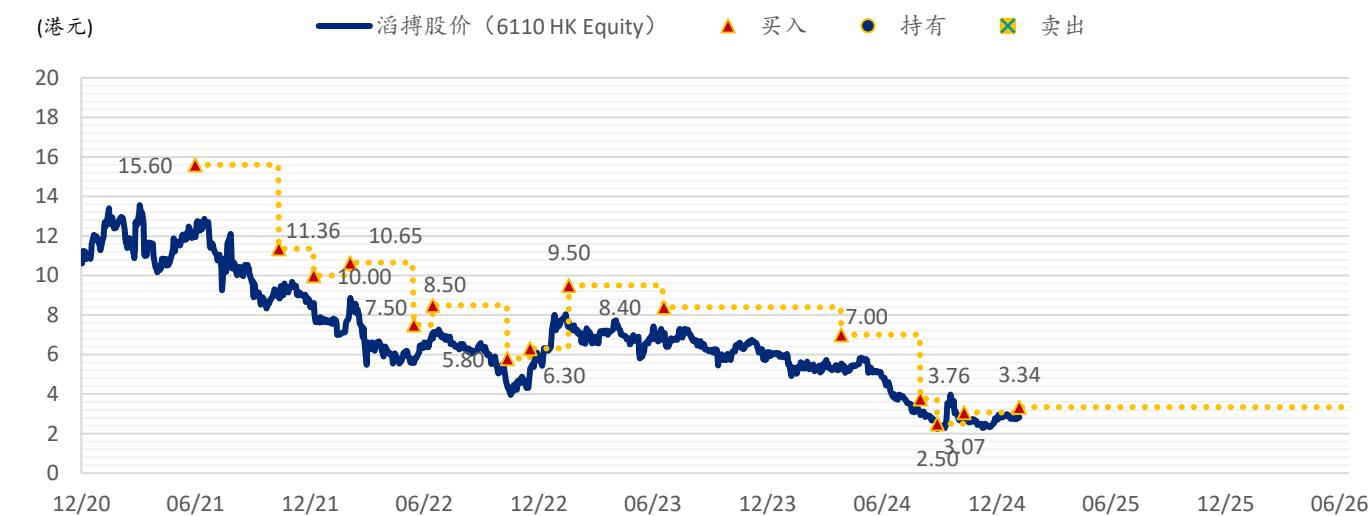
图表 3: SPDBI 财务预测变动: 滔搏 (6110.HK)

(百万人民币)	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>营业收入</b>			
旧预测	26,653	26,148	27,156
新预测	27,129	26,849	27,908
变动	1.8%	2.7%	2.8%
<b>归母净利润</b>			
旧预测	1,380	1,552	1,842
新预测	1,382	1,595	1,892
变动	0.2%	2.8%	2.7%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 滔搏 (6110.HK)



注: 截至 2025 年月 1 日 20 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 消费行业覆盖公司

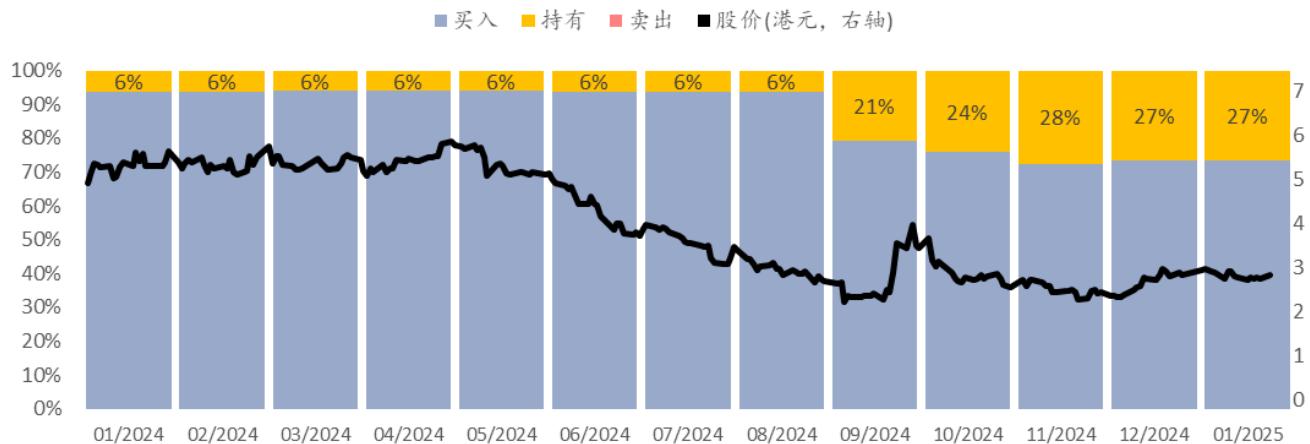
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价	行业
发布日期						
2331.HK Equity	李宁	15.6	持有	15.94	2024年10月23日	运动服饰品牌
2020.HK Equity	安踏体育	81.1	买入	93.0	2025年1月8日	运动服饰品牌
3813.HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.73	2024年8月13日	运动服饰零售
6110.HK Equity	滔搏	2.8	买入	3.34	2025年1月20日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.2	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	44.7	买入	61.5	2024年11月5日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	349.4	买入	479.7	2024年11月5日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.2	买入	19.5	2024年10月14日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	18.9	买入	16.6	2024年9月2日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	23.3	买入	21.3	2024年9月2日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.7	持有	2.81	2024年8月26日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	25.9	买入	34.1	2025年1月13日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	23.8	买入	29.7	2024年8月20日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	56.8	买入	87.3	2024年5月6日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	7.1	买入	9.85	2024年10月31日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	53.3	持有	58.4	2024年10月30日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	74.0	持有	70.6	2024年10月30日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	11.8	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.8	持有	32.1	2024年10月31日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	15.2	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	5.3	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	17.9	买入	19.8	2023年10月30日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.6	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	4.8	买入	13.9	2024年6月13日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	88.0	买入	108.0	2024年11月21日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	83.5	买入	115.0	2024年10月25日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	53.8	买入	66.0	2025年1月16日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	37.0	买入	44.0	2024年11月20日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.1	持有	62.1	2024年10月31日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	40.9	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	24.8	买入	32.9	2024年11月27日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	31.8	买入	41.1	2024年11月27日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	26.5	持有	28.1	2024年11月3日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	13.7	持有	15.5	2024年10月31日	酒店

注: 美股截至 2025 年 1 月 17 日收盘价, A 股以及港股截至 2025 年 1 月 20 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

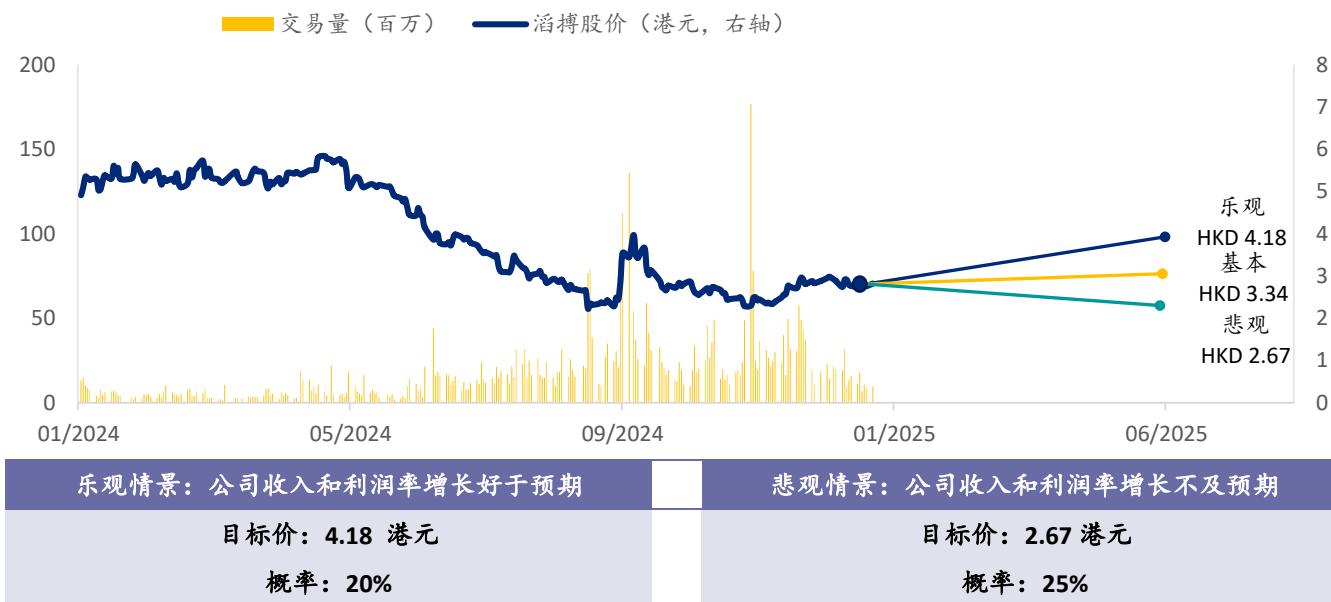
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 滔搏 (6110.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 滔搏 (6110.HK) SPDBI 情景假设



- FY26 其他品牌收入取得超 10%增长;
- FY26 直营零售店平均店效同比增长 10%;
- FY26 毛利率同比提升 80bps 以上;
- FY26 经营费用率管控得当带动经营利润率提升 120bps。

- FY26 其他品牌收入录得同比持平;
- FY26 直营零售店平均店效同比持平;
- FY26 毛利率同比提升 40bps;
- FY26 公司经营利润率同比提升 20bps。

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团 - 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联属公司、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关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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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及的股票，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及的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提及的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及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

