



## 宝胜 (3813.HK): 业绩边际改善的概率较高, 股息率提升的确定性增强

- **维持“买入”评级:** 国际运动服饰品牌在去年 11-12 月大规模清理库存, 拖累宝胜 4Q24 毛利率同比下降 1.0ppt。然而, 宝胜在 4Q24 通过降本增效大幅缩减销售费用率, 部分抵消了毛利率下降的影响, 最终 4Q24 经营利润率仅小幅下降 0.4ppt, 归母净利润同比下降 17%, 符合我们的预期。展望未来, Nike 中国整体渠道库存有望在 4 月后改善, Nike 销售最快在 2Q24 出现反转, 利好公司收入趋势的恢复。收入转正带来的运营杠杆以及公司持续的降本增效有望使公司 2025 年的经营利润率出现小幅改善。我们认为宝胜 2025 年业绩边际改善的概率较高, 叠加当前较低的估值水平与较高的股息率, 令宝胜股价的上升空间远大于下行风险。基于 6.5x 2025 P/E, 我们下调宝胜目标价至 0.70 港元。维持“买入”评级。
- **收入趋势反转有望从二季度开始:** 宝胜今年 1-2 月的运营收入同比下滑 4.3%, 基本维持 4Q24 的趋势。管理层表示国际运动服饰品牌短期依然面临一定的库存压力, 行业整体折扣水平还是偏高, 并预期行业库存在 4 月以后回到相对健康的水平。尽管公司自身目前的库存压力不大, 但行业较高的促销水平短期可能拖累公司的收入。随着市场库存的逐渐出清、主力品牌的恢复以及新品牌门店数的增加, 管理层认为下半年收入录得同比增长有较大的确定性。管理层目标 2025 全年收入同比基本持平。
- **2025 年经营利润率不乏提升的空间:** 一方面, 我们预测 2025 年的零售折扣有望同比改善, 而主力品牌新品的销售占比有望加大, 利好毛利率的扩张。然而, 电商 (尤其是公域 B2C) 相较线下更高的增速可能继续影响渠道结构, 从而抵消折扣与产品结构改善的帮助。另一方面, 我们认为宝胜 2025 年线下门店的运营效率可能有所提升, 利好费用率的同比下降。尽管公司目标 2025 年经营利润率同比保持稳定, 但我们认为宝胜 2025 年的经营利润率依然有小幅改善的可能性。
- **2025 年有较大概率维持较高的派息比例:** 继派发 0.02 港元中期股息以及 0.02 港元中期特别股息之后, 宝胜再次宣布派发 0.01 港元的期末股息以及 0.01 港元的期末特别股息, 2024 年全年整体派息比例达到 60% (2023 年为 31%)。市场担心公司 2025 年不再有特别股息, 但我们认为管理层有较大的意愿在 2025 年维持 2024 年整体的派息比例。基于这一假设和当前的股价, 宝胜 2025 年的股息率有望达到 10% 以上。这也为公司股价提供较好“安全垫”。
- **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: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,064	18,454	18,592	19,272	19,782
同比变动 (%)	8%	-8%	1%	4%	3%
归母净利润	490	491	523	619	684
同比变动 (%)	450%	0%	6%	18%	11%
PE (x)	5.6	5.6	5.3	4.4	4.0
ROE (%)	5.8%	5.6%	5.8%	6.7%	7.1%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闻嘉

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 3 月 13 日

### 评级

**买入**

目标价 (港元)	0.70
潜在升幅/降幅	+22.8%
目前股价 (港元)	0.57
52 周内股价区间 (港元)	0.48-0.69
总市值 (百万港元)	3,036
近 3 月日均成交额 (百万港元)	0.7

注: 截至 2025 年 3 月 13 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 - 宝胜国际

### 利润表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>20,064</b>	<b>18,454</b>	<b>18,592</b>	<b>19,272</b>	<b>19,782</b>
同比	7.7%	-8.0%	0.8%	3.7%	2.6%
销售成本	-13,309	-12,145	-12,237	-12,650	-12,965
<b>毛利润</b>	<b>6,756</b>	<b>6,309</b>	<b>6,355</b>	<b>6,622</b>	<b>6,817</b>
毛利率	33.7%	34.2%	34.2%	34.4%	34.5%
其他经营收入及收益 (损失)	320	288	288	288	288
<b>总经营费用</b>	<b>-6,340</b>	<b>-5,888</b>	<b>-5,902</b>	<b>-6,041</b>	<b>-6,145</b>
总经营费用率	31.6%	31.9%	31.7%	31.3%	31.1%
<b>经营溢利</b>	<b>736</b>	<b>709</b>	<b>741</b>	<b>869</b>	<b>960</b>
经营利润率	3.7%	3.8%	4.0%	4.5%	4.9%
融资成本	-92	-68	-71	-71	-71
财务收入	38	50	55	60	60
应占合营与联营企业业绩	0	0	0	0	0
其他收益 (损失)	-24	-3	0	0	0
<b>税前溢利</b>	<b>657</b>	<b>688</b>	<b>725</b>	<b>858</b>	<b>949</b>
所得税开支	-154	-190	-196	-232	-256
所得税率	23.4%	27.7%	27.0%	27.0%	27.0%
<b>本年度溢利</b>	<b>503</b>	<b>498</b>	<b>529</b>	<b>627</b>	<b>693</b>
非控股权益	-13	-6	-6	-8	-8
<b>归母净利润</b>	<b>490</b>	<b>491</b>	<b>523</b>	<b>619</b>	<b>684</b>
归母净利率	2.4%	2.7%	2.8%	3.2%	3.5%
YoY	450.0%	0.2%	6.4%	18.4%	10.6%

### 资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>投资物业</b>	<b>130</b>	<b>127</b>	<b>127</b>	<b>127</b>	<b>127</b>
物业、机器及设备	782	786	731	679	606
使用权资产	1,743	1,398	1,166	1,040	952
收购物业、机器及设备之已付按金	25	48	48	48	48
租赁按金	125	109	109	109	109
无形资产	86	96	84	76	67
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	2	3	3	3	3
递延税项资产	110	103	103	103	103
其他非流动资产	0	0	0	0	0
<b>非流动资产总计</b>	<b>3,775</b>	<b>3,630</b>	<b>3,331</b>	<b>3,143</b>	<b>2,975</b>
存货	4,705	4,946	4,694	4,852	4,973
应收货款及其他应收款项	2,102	2,125	2,038	2,112	2,168
可收回税项	53	71	71	71	71
银行结余及现金	1,828	1,419	2,092	2,335	2,618
分类为持作出售的非流动资产	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>9,483</b>	<b>9,408</b>	<b>9,741</b>	<b>10,217</b>	<b>10,677</b>
应付货款及其他应付款项	2,485	2,350	2,246	2,322	2,380
合约负债	304	314	400	400	400
应付税项	18	12	18	18	18
银行及其他借贷	39	39	30	30	30
租赁负债	626	539	540	540	540
其他流动负债	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>3,472</b>	<b>3,254</b>	<b>3,234</b>	<b>3,310</b>	<b>3,368</b>
递延税项负债	23	21	21	21	21
租赁负债	1,152	892	626	500	412
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,175</b>	<b>913</b>	<b>648</b>	<b>521</b>	<b>433</b>
股本	46	46	46	46	46
储备	8,472	8,728	8,957	9,289	9,602
本公司拥有人应占权益	8,518	8,774	9,004	9,335	9,648
非控股权益	92	96	103	110	118
<b>权益总额</b>	<b>8,611</b>	<b>8,871</b>	<b>9,107</b>	<b>9,446</b>	<b>9,767</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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>税前溢利</b>	<b>657</b>	<b>688</b>	<b>725</b>	<b>858</b>	<b>949</b>
物业、机器及设备折旧	364	310	310	313	332
使用权资产折旧	882	758	679	607	568
无形资产摊销	9	11	9	9	9
其他	70	18	16	11	11
营运资金变动前经营现金流量	1,982	1,785	1,739	1,797	1,869
预付款项减少 (增加)	158	0	0	0	0
应收货款及其他应收款项增加	-139	-23	87	-75	-56
存货增加	1,446	-242	253	-158	-121
应付货款及其他应付款项增加	308	-135	-103	76	58
合约负债增加 (减少)	-144	10	86	0	0
经营活动所得现金	3,610	1,395	2,061	1,640	1,750
已付所得税	-206	-190	-190	-232	-256
<b>经营活动所得 (所用) 现金净额</b>	<b>3,404</b>	<b>1,205</b>	<b>1,871</b>	<b>1,408</b>	<b>1,494</b>
存置结构性银行存款	-1,147	0	0	0	0
收购固定及无形资产所支付之按金	-344	-391	-300	-300	-300
借予一间子公司非控股权益之垫款	0	0	0	0	0
使用权资产付款	-5	0	0	0	0
其他	180	37	40	40	40
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-1,315</b>	<b>-354</b>	<b>-260</b>	<b>-260</b>	<b>-260</b>
偿还银行及其他借款	-942	0	-9	0	0
偿还租赁负债 (包括相关利息)	-937	-758	-714	-607	-568
就银行及其他借款支付之利息	-8	-18	-16	-11	-11
新增银行及其他借款	525	0	0	0	0
其他	-88	-152	-293	-288	-371
<b>融资活动 (所用) 所得现金净额</b>	<b>-1,451</b>	<b>-927</b>	<b>-1,033</b>	<b>-905</b>	<b>-950</b>
现金及等同现金项目 (减少) 增加净额	638	-76	578	243	283
汇率变动影响	-1	0	0	0	0
年初现金及等同现金项目	1,190	2,874	2,798	3,376	3,619
<b>年终现金及等同现金项目</b>	<b>1,828</b>	<b>2,798</b>	<b>3,376</b>	<b>3,619</b>	<b>3,903</b>

### 财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.09	0.09	0.10	0.12	0.13
每股销售额	3.87	3.56	3.58	3.71	3.81
每股股息 (港币)	0.03	0.06	0.06	0.08	0.09
<b>同比变动</b>					
收入	7.7%	-8.0%	0.8%	3.7%	2.6%
经营溢利	77.5%	-3.6%	4.5%	17.3%	10.4%
归母净利润	450.0%	0.2%	6.4%	18.4%	10.6%
摊薄每股收益	449.5%	0.1%	6.4%	18.4%	10.6%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	33.7%	34.2%	34.2%	34.4%	34.5%
总经营费用率	31.6%	31.9%	31.7%	31.3%	31.1%
经营利润率	3.7%	3.8%	4.0%	4.5%	4.9%
归母净利率	2.4%	2.7%	2.8%	3.2%	3.5%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	5.8%	5.6%	5.8%	6.7%	7.1%
平均资产回报率	3.7%	3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	148	145	140	140	140
应收账款周转天数	39	42	40	40	40
应付账款周转天数	64	73	67	67	67
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	2.7	2.9	3.0	3.1	3.2
速动比率 (x)	2.5	2.6	2.8	2.8	2.9
现金比率 (x)	0.5	0.4	0.6	0.7	0.8
负债/权益 (%)	0%	0%	0%	0%	0%
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	5.6	5.6	5.3	4.4	4.0
市销率 (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
股息率	6%	11%	10%	14%	15%

图表 2：宝胜 2024 年各季度业绩

(百万人民币)	1Q23	1Q24	YoY	2Q23	2Q24	YoY	3Q23	3Q24	YoY	4Q23	4Q24	YoY
营业收入	5,838	5,400	-7.5%	5,122	4,583	-10.5%	4,484	4,001	-10.8%	4,621	4,470	-3.3%
销售成本	-3,878	-3,606	-7.0%	-3,411	-2,961	-13.2%	-3,046	-2,658	-12.7%	-2,973	-2,919	-1.8%
毛利润	1,960	1,794	-8.5%	1,711	1,622	-5.2%	1,438	1,342	-6.6%	1,648	1,551	-5.9%
毛利率	33.6%	33.2%		33.4%	35.4%		32.1%	33.6%		35.7%	34.7%	
其他经营收入	61	55	-10.8%	51	64	24.9%	90	58	-36.1%	117	112	-4.6%
销售及经销开支	-1,484	-1,369	-7.7%	-1,430	-1,303	-8.9%	-1,321	-1,198	-9.3%	-1,354	-1,266	-6.5%
销售费用率	25.4%	25.4%		27.9%	28.4%		29.5%	29.9%		29.3%	28.3%	
行政开支	-204	-202	-1.1%	-192	-178	-7.7%	-164	-171	4.1%	-191	-201	5.3%
行政费用率	3.5%	3.7%		3.8%	3.9%		3.7%	4.3%		4.1%	4.5%	
经营溢利	333	277	-16.6%	140	205	46.4%	43	31	-27.6%	220	196	-11.1%
经营利润率	5.7%	5.1%		2.7%	4.5%		1.0%	0.8%		4.8%	4.4%	
融资成本	-26	-18	-29.0%	-24	-17	-28.1%	-22	-17	-24.5%	-21	-16	-24.1%
财务收入	7	14	100.1%	7	14	91.7%	11	14	24.6%	12	8	-31.9%
应占合营与联营企业业绩	0	0	n.a.	0	0	n.a.	0	0	n.a.	0	0	n.a.
其他收益	0	0	n.a.	0	0	n.a.	0	0	-100.0%	-25	-3	-87.1%
税前溢利	314	273	-13.0%	123	202	63.4%	32	28	-12.6%	187	185	-1.0%
所得税开支	-85	-92	7.6%	-33	-45	35.6%	-24	-18	-23.1%	-11	-35	208.8%
本年度溢利	229	182	-20.7%	90	156	73.7%	9	10	16.5%	176	150	-14.7%
非控股权益	-9	-7	-18.8%	-4	5	n.m.	-3	-3	-22.3%	4	-1	-132.5%
归母净利润	220	174	-20.7%	86	161	88.7%	5	7	42.8%	180	149	-17.4%
归母净利润率	3.8%	3.2%		1.7%	3.5%		0.1%	0.2%		3.9%	3.3%	

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3：SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>			
旧预测	19,255	20,205	n.a.
新预测	18,592	19,272	19,782
变动	-3.4%	-4.6%	n.a.
<b>归母净利润</b>			
旧预测	630	698	n.a.
新预测	523	619	684
变动	-17.0%	-11.3%	n.a.

E=浦银国际预测

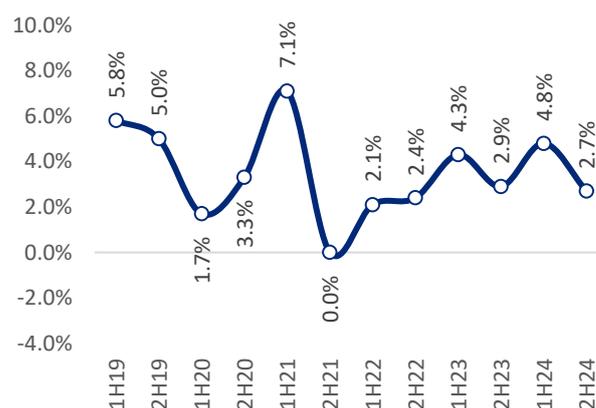
资料来源：浦银国际

图表 4：宝胜毛利率变动趋势



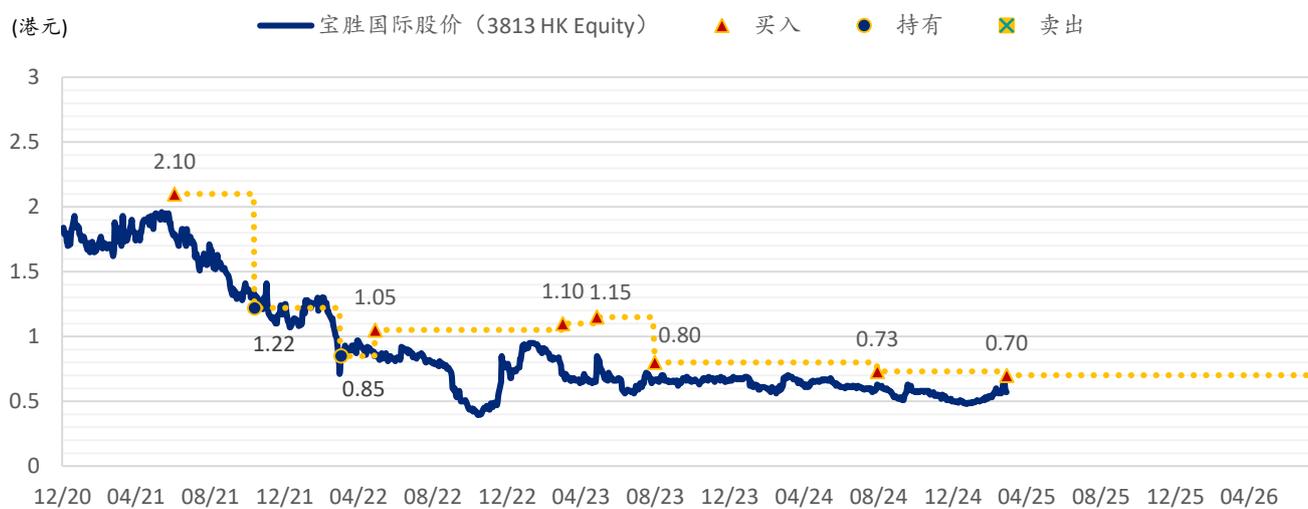
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 5：宝胜经营利润率变动趋势



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 宝胜国际 (3813.HK)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 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	17.2	持有	15.94	2024 年 10 月 23 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	94.9	买入	93.0	2025 年 1 月 8 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.70	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.7	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	49.3	买入	61.5	2025 年 2 月 10 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	383.8	买入	479.7	2025 年 2 月 10 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	17.0	买入	19.5	2024 年 10 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	18.8	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	25.8	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	3.2	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNKY.US Equity	瑞幸咖啡	31.1	买入	40.0	2025 年 2 月 25 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	25.7	买入	29.7	2024 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	56.9	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.6	持有	9.36	2025 年 2 月 26 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	52.1	持有	58.4	2024 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	72.0	持有	70.6	2024 年 10 月 30 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	11.9	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	27.4	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	18.2	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	5.9	买入	5.21	2024 年 9 月 3 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.2	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	19.2	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.5	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	4.2	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	118.9	买入	108.0	2024 年 11 月 21 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	86.3	买入	115.0	2024 年 10 月 25 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	69.7	买入	66.0	2025 年 1 月 16 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	43.2	买入	44.0	2024 年 11 月 20 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	51.0	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	46.8	持有	55.5	2024 年 10 月 25 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	30.3	买入	31.5	2024 年 11 月 20 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	27.9	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	36.7	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	26.6	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	13.4	持有	15.5	2024 年 10 月 31 日	酒店

注: 美股截至 2025 年 3 月 12 日, 港股及 A 股截至 2025 年 3 月 13 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

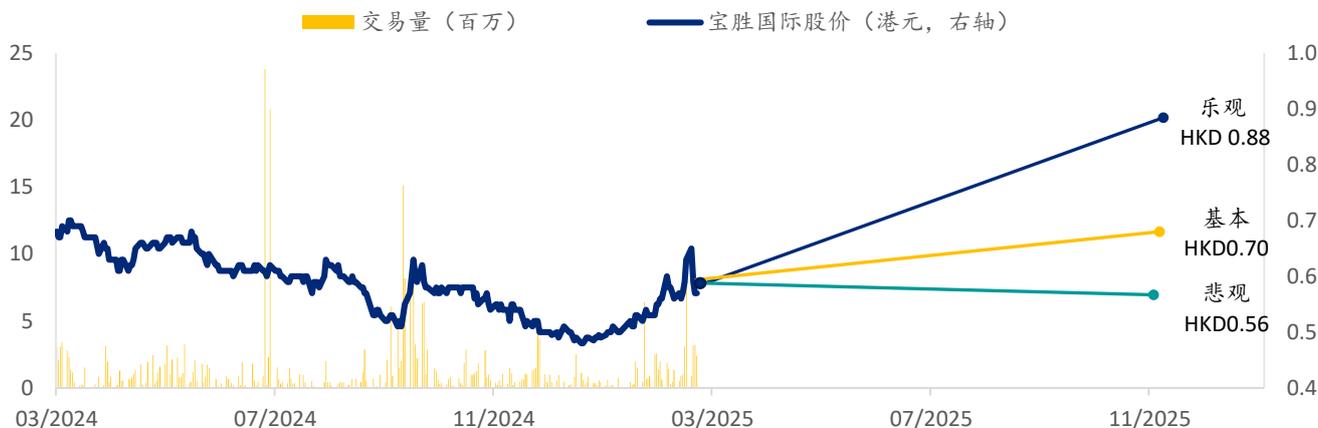
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8: 宝胜国际 (3813.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 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: 0.88 港元

概率: 20%

- 公司 2025 年收入同比增长 10%;
- 公司 2025 年毛利率同比增长超 20bps;
- 公司 2025 年经营费用率同比下降 10bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 0.56 港元

概率: 25%

- 公司 2025 年收入同比下跌 10%;
- 公司 2025 年毛利率同比下降超 20bps;
- 公司 2025 年经营费用率同比提升 10bps。

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  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

