



安踏 (2020.HK)：利润率短期扩张可能受限，但多品牌战略将持续驱动规模扩张

展望 2025 年，尽管安踏的利润率可能继续面临较大的压力，但主力品牌的收入规模有望稳步扩张，其他品牌的流水将维持高速增长，同时 Amer Sports 的收入贡献将大幅提升，助力公司 2025 年核心净利润维持较高的增长。长期来看，多品牌战略有望持续驱动公司整体收入规模的扩张。上调目标价至 118.8 港元，并维持“买入”评级。

• **较为乐观的 2025 年流水展望：**管理层表示 1-2 月公司整体零售流水表现强于预期，但 3 月受天气影响有所减弱。管理层预期 1Q25 整体零售流水符合公司目标。在此基础上，公司目标 2025 全年安踏品牌流水同比增长高单位数，Fila 同比增长中单位数，其他品牌 (Descente 与 Kolon) 同比增速超 30%。我们认为，安踏品牌 2025 年流水增长主要将依靠新业态 (比如超级安踏门店) 逐渐取代传统门店，从而驱动平均单店店效的增长。而 Fila 流水的增长可能很大程度将继续依赖线上渠道销售流水的增长带动。

• **零售折扣与渠道结构短期可能继续阻碍毛利润率扩张：**安踏品牌与 Fila 2H24 的毛利率分别同比下降 1.5ppt 和 3.3ppt，很大程度上是由于线上收入增速高于线下，导致线上占比的提升。安踏品牌 2024 年的线上收入占比提升至 36% (2023 年为 33%)，而 Fila 2024 年的收入贡献提升至 40% (2023 年为 35%)。由于安踏品牌和 Fila 的线上零售折扣都远高于线下，线上收入占比的提升导致整体零售折扣同比有较大幅度的加深。我们预计这一趋势很可能在 2025 年继续拖累两大品牌整体的折扣水平，令毛利率承压。

• **2025 年很可能持续加大市场投入：**尽管 2025 年并非体育大年，但我们预计公司在 2025 年的市场投入力度依然较大，主要包括 (1) 加快安踏品牌新业态 (尤其是超级安踏) 的门店布局，(2) 加大安踏品牌在海外市场的投入力度，力争 5 年内安踏品牌海外的收入占比达到 15%，(3) 持续加大对新产品的投放力度，(4) 对国内赛事持续的赞助，包括今年年底将要举办的全运会。基于以上 4 个因素，我们认为安踏与 Fila 两大品牌 2025 年经营利润率同比提升空间有限。

• **多品牌战略将驱动公司长期规模扩张：**在安踏与 Fila 两大主力品牌增速面临较大压力的情况下，Descente 与 Kolon 两个垂类品牌却在过去 7 年里保持着旺盛的增长动力，收入规模持续扩张，并在 2024 年贡献了集团 15% 的收入。更重要的是，这两个品牌今年年初以来依然录得较高的流水增速，且远高于管理层给的全年 30% 以上增长的目标。另外，Amer Sports 对集团的利润贡献在 2025 年有望达到人民币 10 亿元以上 (2024 年接近人民币 2 亿元)。展望未来，我们认为强大的多品牌运营能力依然将是公司整体销售规模扩张的主要增长动力。我们不排除公司短期内进一步扩张其品牌矩阵的可能性。

• **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 3 月 20 日

评级

买入

目标价 (港元)	118.8
潜在升幅/降幅	+21.3%
目前股价 (港元)	97.9
52 周内股价区间 (港元)	65.6-107.5
总市值 (百万港元)	274,826
近 3 月日均成交额 (百万港元)	983.1

注：截至 2024 年 3 月 19 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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	78,838	86,085	92,074
同比变动 (%)	16.2%	13.6%	11.3%	9.2%	7.0%
归母净利润	10,236	15,596	13,965	15,917	17,524
同比变动 (%)	34.9%	52.4%	-10.5%	14.0%	10.1%
归母净利润 (剔除联营公司影响)	10,954	11,729	12,793	14,604	16,105
同比变动 (%)	44.3%	7.1%	9.1%	14.2%	10.3%
PE (X)	24.7	17.0	18.9	16.6	15.1
ROE (%)	23.8%	27.6%	21.3%	21.4%	20.8%

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	62,356	70,826	78,838	86,085	92,074
同比	16.2%	13.6%	11.3%	9.2%	7.0%
销售成本	-23,328	-26,794	-29,532	-31,867	-33,824
毛利	39,028	44,032	49,306	54,218	58,251
毛利率	62.6%	62.2%	62.5%	63.0%	63.3%
销售费用	-21,673	-25,647	-28,495	-30,890	-32,913
管理费用	-3,693	-4,198	-4,568	-4,921	-5,266
其他经营收入及收益(损失)	1,705	2,408	2,058	2,100	2,100
经营溢利	15,367	16,595	18,302	20,508	22,172
经营利润率	24.6%	23.4%	23.2%	23.8%	24.1%
核心经营溢利	15,367	16,595	18,302	20,508	22,172
核心经营利润率	24.6%	23.4%	23.2%	23.8%	24.1%
同比	36.8%	8.0%	10.3%	12.1%	8.1%
净融资成本	991	1,388	1,290	1,854	2,484
税前溢利	15,640	21,884	20,764	23,675	26,075
所得税开支	-4,363	-4,895	-5,333	-6,087	-6,712
所得税率	26.7%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%
少数股东权益	-1,041	-1,393	-1,466	-1,671	-1,840
归母净利润	10,236	15,596	13,965	15,917	17,524
归母净利润率	16.4%	22.0%	17.7%	18.5%	19.0%
同比	35%	52%	-10%	14%	10%
归母净利润(剔除联营公司影响)	10,954	11,729	12,793	14,604	16,105
归母净利润率(剔除联营公司影响)	18%	17%	16%	17%	17%
同比	44%	7%	9%	14%	10%

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业、厂房及设备	4,965	6,152	6,554	6,739	6,716
使用权资产	8,085	9,826	9,826	9,826	9,826
土地使用权及其他非流动资产预付款	567	991	901	821	748
无形资产	2,089	2,034	1,922	1,816	1,717
合营公司投资	9,283	14,669	14,669	14,669	14,669
递延税项资产	1,367	1,633	1,633	1,633	1,633
其他	1,896	3,164	3,164	3,164	3,164
非流动资产	40,088	60,133	60,334	60,332	60,137
其他金融资产	1,333	3,869	3,869	3,869	3,869
存货	7,210	10,760	9,709	10,477	11,120
应收账款	3,732	4,463	4,320	4,717	5,045
其他应收账款	3,135	2,762	3,240	3,538	3,784
已抵押存款	5	120	0	0	0
存款期超过三个月的银行定期存款	21,448	19,037	19,000	19,000	19,000
现金及现金等价物	15,228	11,390	21,056	31,929	43,970
流动资产	52,140	52,482	61,194	73,529	86,788
借贷	3,996	8,583	8,583	8,583	8,583
应付贸易账款	3,195	4,332	4,126	4,453	4,726
租赁负债	2,701	3,179	3,179	3,179	3,179
其他应付款	7,842	9,017	8,900	9,604	10,193
应付关连人士款项	32	96	20	20	20
即期应付税项	2,825	3,386	3,400	3,400	3,400
流动负债	20,591	28,593	28,208	29,238	30,101
递延税项负债	855	925	925	925	925
租赁负债	3,824	4,125	4,125	4,125	4,125
借贷	10,948	12,233	12,233	12,233	12,233
应付非控股权益款	0	0	0	0	0
非流动负债	15,627	17,283	17,283	17,283	17,283
股本	272	271	271	271	271
储备	51,188	61,458	69,289	78,922	89,283
非控股权益	4,550	5,010	6,476	8,147	9,986
权益	56,010	66,739	76,036	87,340	99,540

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前溢利	15,640	21,884	20,764	23,675	26,075
物业、机器及设备折旧	1,018	1,023	1,237	1,456	1,663
使用权资产折旧	3,844	4,305	0	0	0
无形资产摊销	125	143	122	116	109
利息支出	521	626	333	333	333
利息收入	-1,470	-1,846	-1,939	-2,503	-3,133
其他	840	-3,894	100	91	83
营运资金变动前经营现金流量	20,518	22,240	20,617	23,167	25,129
存货增加	1,339	-3,410	1,051	-768	-643
应收贸易账款及其他流动资产变动	-1,189	-362	-335	-695	-574
抵押贷款变动	0	0	120	0	0
应付贸易账款及其他流动负债变动	1,582	1,590	-323	1,030	863
应付关连人士款项变动	7	65	-76	0	0
已付所得税	-3,584	-4,532	-5,319	-6,087	-6,712
经营活动所得(所用)现金净额	18,593	15,486	15,817	16,647	18,063
购买物业、厂房及设备所付款	-1,161	-2,258	-1,640	-1,640	-1,640
支付土地使用权购买预付款	0	-1,069	-10	-10	-10
购买无形资产所付款项	-160	-133	-10	-10	-10
以收取利息	1,041	1,255	1,939	2,503	3,133
存款期超过三个月的银行定期存款	-22,488	-6,205	37	0	0
其他	-1,984	-5,199	0	0	0
投资活动所用现金净额	-24,752	-13,609	316	843	1,473
借贷	442	-1,121	0	0	0
发行可转换债券	0	4,168	0	0	0
已支付股利	-4,250	-7,029	-6,134	-6,284	-7,163
已支付利息	-59	-188	-333	-333	-333
其他	7,338	-1,591	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	3,471	-5,761	-6,467	-6,617	-7,496
现金及现金等价物变动	-2,688	-3,884	9,666	10,873	12,041
于年初的现金及现金等价物	17,378	15,228	11,390	21,056	31,929
现金及现金等价物汇兑差额	538	46	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	15,228	11,390	21,056	31,929	43,970

财务和估值比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	3.69	5.37	4.80	5.48	6.03
每股销售额	21.75	23.58	26.24	28.65	30.64
每股股息	1.88	2.11	2.16	2.46	2.71
同比变动					
收入	16.2%	13.6%	11.3%	9.2%	7.0%
经营溢利	36.8%	8.0%	10.3%	12.1%	8.1%
归母净利润	34.9%	52.4%	-10.5%	14.0%	10.1%
摊薄每股收益	40.0%	2.2%	9.0%	14.2%	10.3%
费用与利润率					
毛利率	62.6%	62.2%	62.5%	63.0%	63.3%
经营利润率	24.6%	23.4%	23.2%	23.8%	24.1%
归母净利润率	16.4%	22.0%	17.7%	18.5%	19.0%
回报率					
平均股本回报率	23.8%	27.6%	21.3%	21.4%	20.8%
平均资产回报率	12.9%	15.4%	12.1%	12.7%	12.7%
资产效率					
库存周转天数	123	122	120	120	120
应收账款周转天数	20	21	20	20	20
应付账款周转天数	47	51	51	51	51
财务杠杆					
流动比率(x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
速动比率(x)	2.5	1.8	2.2	2.5	2.9
现金比率(x)	1.2	1.6	1.6	1.5	1.4
负债/权益(%)	70%	74%	65%	59%	53%
估值					
市盈率(x)	24.7	17.0	18.9	16.6	15.1
市销率(x)	4.2	3.9	3.5	3.2	3.0
股息率	1.9%	2.2%	2.2%	2.5%	2.8%

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

	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 年上半年和全年盈利表现

百万人民币	1H23A	1H24A	YoY	2H23A	2H24A	YoY	2023A	2024A	YoY
收入	29,645	33,735	14%	32,711	37,091	13%	62,356	70,826	14%
销售成本	-10,890	-12,117	11%	-12,438	-14,677	18%	-23,328	-26,794	15%
毛利润	18,755	21,618	15%	20,273	22,414	11%	39,028	44,032	13%
毛利率	63.3%	64.1%		62.0%	60.4%		62.6%	62.2%	
其他收益	637	809	27%	1,068	1,599	50%	1,705	2,408	41%
销售费用	-10,074	-11,796	17%	-11,599	-13,851	19%	-21,673	-25,647	18%
销售费用率	34.0%	35.0%		35.5%	37.3%		34.8%	36.2%	
行政费用	-1,695	-1,971	16%	-1,998	-2,227	11%	-3,693	-4,198	14%
行政费用率	5.7%	5.8%		6.1%	6.0%		5.9%	5.9%	
营业费用	-11,769	-13,767	17%	-13,597	-16,078	18%	-25,366	-29,845	18%
经营利润	7,623	8,660	14%	7,744	7,935	2%	15,367	16,595	8%
经营利润率	25.7%	25.7%		23.7%	21.4%		24.6%	23.4%	
联营公司盈利/亏损	-516	-19	-96%	-202	217	-207%	-718	198	-128%
其他盈利	0	1,579	n.m.	0	2,124	n.m.	0	3,703	n.m.
财务支出	356	710	99%	635	678	7%	991	1,388	40%
税前盈利	7,463	10,930	46%	8,177	10,954	34%	15,640	21,884	40%
所得税	-2,169	-2,511	16%	-2,194	-2,384	9%	-4,363	-4,895	12%
少数股东权益	-546	-698	28%	-495	-695	40%	-1,041	-1,393	34%
归母净利润	4,748	7,721	63%	5,488	7,875	43%	10,236	15,596	52%
归母净利润率	16.0%	22.9%		16.8%	21.2%		16.4%	22.0%	

资料来源: 公司资料、浦银国际

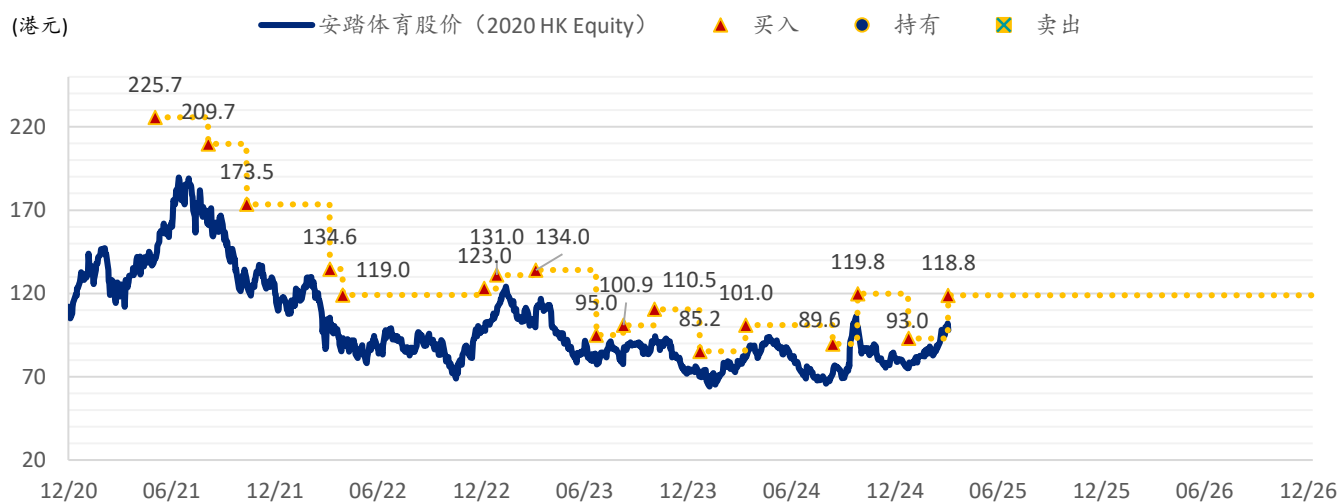
图表 4: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	75,503	81,112	n.a.
新预测	78,838	86,085	92,074
变动	4.4%	6.1%	n.a.
归母净利润			
旧预测	14,240	15,752	n.a.
新预测	13,965	15,917	17,524
变动	-1.9%	1.1%	n.a.

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 (2020.HK)



注: 截至 2025 年 3 月 19 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

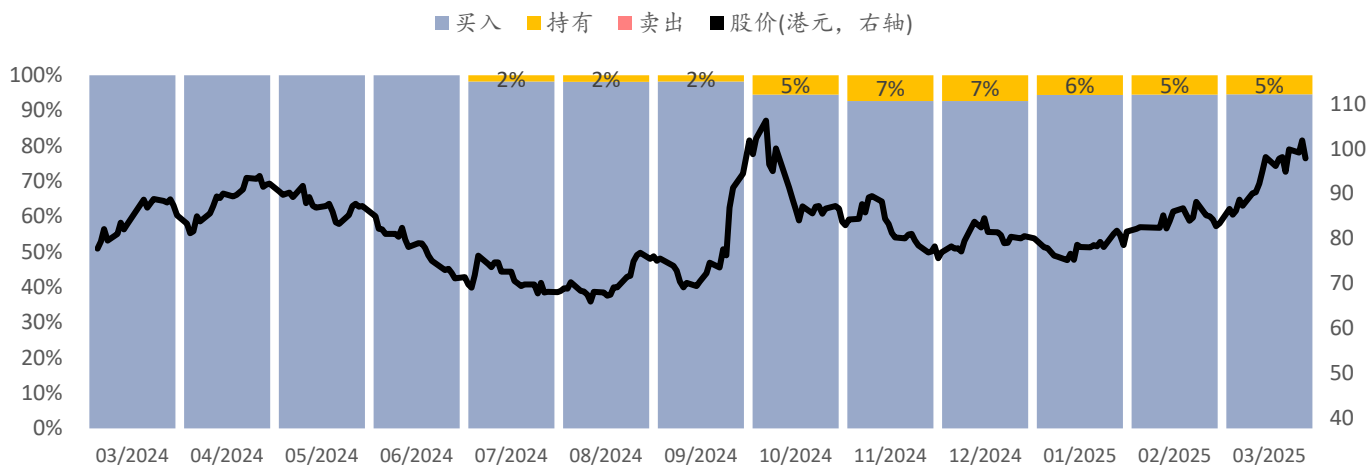
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	18.9	持有	15.94	2024 年 10 月 23 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	97.9	买入	118.8	2025 年 3 月 20 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.70	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.9	买入	3.34	2025 年 1 月 20 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.2	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	53.7	买入	61.5	2025 年 2 月 10 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	418.0	买入	479.7	2025 年 2 月 10 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	18.2	买入	19.5	2024 年 10 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	21.0	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	26.4	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	3.3	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	35.0	买入	40.0	2025 年 2 月 25 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	30.1	买入	34.3	2025 年 3 月 18 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	59.7	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.7	持有	9.36	2025 年 2 月 26 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	57.7	持有	58.4	2024 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	74.5	持有	70.6	2024 年 10 月 30 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.5	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.6	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	20.0	买入	16.2	2024 年 8 月 29 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.7	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.6	买入	5.21	2024 年 9 月 3 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.3	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	19.6	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	1.2	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	136.3	买入	108.0	2024 年 11 月 21 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	86.1	买入	115.0	2024 年 10 月 25 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	70.4	买入	66.0	2025 年 1 月 16 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	46.6	买入	44.0	2024 年 11 月 20 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.8	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	46.0	持有	55.5	2024 年 10 月 25 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	30.9	买入	31.5	2024 年 11 月 20 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	30.1	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	38.5	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	27.1	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	13.6	持有	15.5	2024 年 10 月 31 日	酒店

注: 美股截至 2025 年 3 月 18 日收盘价, 港股及 A 股截至 2025 年 3 月 19 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际。

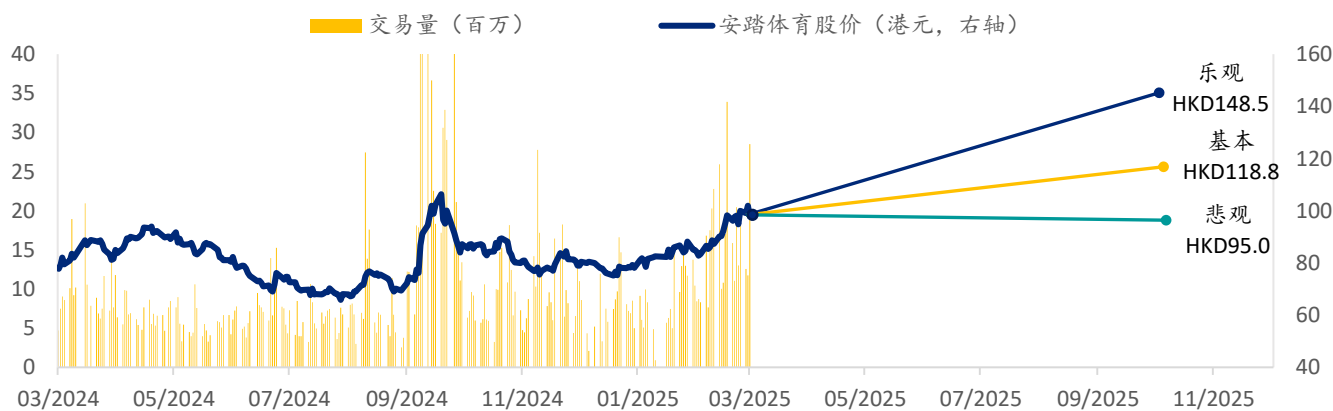
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 安踏体育 (2020.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 安踏体育 (2020.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: 148.5 港元

概率: 25%

- 安踏品牌 2025 年收入同比增长 15%;
- Fila 品牌 2025 年收入同比增长 10%;
- 集团毛利率 2025 年同比扩张 80bps;
- 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: 95.0 港元

概率: 20%

- 安踏品牌 2025 年收入同比增长 3%;
- 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 年同比持平。

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

