

李宁 (2331.HK): 业绩与指引冰火两重天, 品牌力提升是利润率逆转的关键

• **维持“持有”评级, 但态度较之前更为乐观:** 尽管李宁 2024 年的核心归母净利润高于市场预期, 但管理层却给了远低于市场预期的 2025 年业绩指引: 全年收入同比持平, 净利率为高单位数 (2024 年为 10.5%)。我们认为, 这一指引背后反映了公司 2025 年大幅加大对产品、品牌 and 市场营销投入的决心, 从而为中长期品牌力和市场份额提升奠定基础。对于李宁这一为了品牌力的长期提升而牺牲短期业绩表现的决策, 我们表示肯定。然而, 我们观察到李宁短期的销售趋势在国产品牌中依然较弱, 渠道库存仍然存在隐患, 而其较为激进地加大费用投入最终是否能转化为品牌力的提升与业绩的改善尚待时间来验证。基于李宁目前的基本面, 我们认为其估值处于相对合理的水平。维持“持有”评级。

• **2025 年加大费用投入, 钱都用在哪儿?** 管理层预期 2025 年毛利率同比持平或略有改善。我们认为这主要得益于稳定的零售折扣率以及渠道结构的改善 (即 DTC 收入占比的提升)。根据我们的估算, 假设 2025 年收入与毛利率都基本同比持平, 那么整体费用投入 (SG&A) 相较 2024 年要增加至少人民币 8 亿元才能使 2025 年净利率低至管理层高单位数的指引。我们预测这额外的费用投入将主要用在赛事赞助 (比如成为中国奥委会官方合作品牌的相关费用以及赞助北京马拉松)、产品/品牌营销以及产品科技研发 (包括对科技平台的打造)。我们预计 2025 年的广告及营销费用率 (A&P/sales) 将同比大幅上涨, 且上涨幅度呈上低下高, 在下半年更为显著。

• **什么情况下我们会考虑上调评级?** 根据我们的调研, 1Q25 截至上周, 李宁全渠道零售流水录得单位数正增长。其中, 线上渠道流水增速较快, 但直营线下的流水依然面临挑战。另外, 相较于其他国产品牌, 李宁的流水表现依然相对落后。我们认为, 李宁在各主要品类 (包括跑步、篮球、生活休闲等) 的产品相较同业都处于领先地位, 但公司过去 2-3 年里在产品营销、品牌力提升以及渠道优化等方面落后于主要竞争对手, 导致李宁品牌在消费者心目中的地位和心智相对下滑。我们相信, 李宁品牌力的回升是其零售流水能否再次反超竞品的关键, 也是我们决定是否上调评级的主要考虑因素。

• **持续关注渠道库存潜在风险:** 公司 2024 年全渠道库存同比增加高单位数, 高于收入增速。同时, 2024 年批发业务收入 (不包含专业渠道发货) 同比降低低单位数, 降幅小于批发流水 (下降中单位数)。这意味着 2024 年批发渠道的库存有所增加。2024 年全渠道库存周转月数同比提升 0.4 至 4.0, 而 6 个月以下新品占渠道库存的比例同比下降 2.0ppt 至 85%。尽管李宁的库销比和库龄结构在行业中依然处于领先地位, 但考虑到公司在 2023 年曾面对较大的去库存压力, 我们会在 2025 年持续关注公司可能面对的渠道库存风险。

• **2025 年盈利预测及估值:** 根据管理层的指引, 我们保守预测李宁 2025 年收入同比基本持平, 毛利率也基本持平, 销售费用率同比大幅提升 2.7ppt, 净利率同比下降 1.7ppt 至 8.8%, 符合管理层高单位数的指引。基于我们的预测, 李宁目前交易在 16.5x 2025 P/E, 估值性价比不高。上调目标价至 17.66 港元, 维持“持有”评级。

• **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

2025 年 3 月 29 日

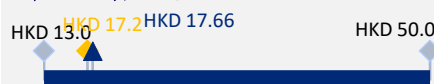
评级

持有

目标价 (港元)	17.66
潜在升幅/降幅	+2.9%
目前股价 (港元)	17.2
52 周内股价区间 (港元)	12.6-24.3
总市值 (百万港元)	44,355
近 3 月日均成交额 (百万港元)	479.8

注: 截至 2025 年 3 月 28 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	27,598	28,676	28,472	29,744	31,269
同比变动 (%)	7.0%	3.9%	-0.7%	4.5%	5.1%
核心归母净利润	3,187	3,346	2,498	3,044	3,427
同比变动 (%)	-21.6%	5.0%	-25.3%	21.9%	12.6%
PE (X)	13.0	12.3	16.5	13.6	12.0
ROE (%)	13.1%	11.9%	9.4%	10.9%	11.5%

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)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	27,598	28,676	28,472	29,744	31,269
同比	7.0%	3.9%	-0.7%	4.5%	5.1%
销售成本	-14,246	-14,520	-14,364	-14,928	-15,620
毛利	13,352	14,156	14,108	14,816	15,649
毛利率	48.4%	49.4%	49.5%	49.8%	50.0%
销售费用	-9,080	-9,199	-9,897	-9,996	-10,409
管理费用	-1,237	-1,433	-1,536	-1,610	-1,662
其他经营收入及收益（损失）	524	154	200	300	400
经营盈利	3,559	3,678	2,874	3,510	3,978
经营利润率	12.9%	12.8%	10.1%	11.8%	12.7%
净融资成本	319	175	239	262	298
税前盈利	4,256	4,110	3,394	4,059	4,570
所得税开支	-1,069	-1,097	-896	-1,015	-1,142
所得税率	25.1%	26.7%	26.4%	25.0%	25.0%
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母净利润	3,187	3,013	2,498	3,044	3,427
归母净利率	11.5%	10.5%	8.8%	10.2%	11.0%
同比	-21.6%	-5.5%	-17.1%	21.9%	12.6%
核心归母净利润	3,187	3,346	2,498	3,044	3,427
核心归母净利率	11.5%	11.7%	8.8%	10.2%	11.0%
同比	-21.6%	5.0%	-25.3%	21.9%	12.6%

资产负债表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
物业、机器及设备	4,124	4,610	5,242	5,722	6,143
使用权资产	2,184	1,577	1,577	1,577	1,577
土地使用权	155	151	147	143	139
无形资产	221	235	230	230	230
其他	4,834	6,229	6,229	6,229	6,229
非流动资产	20,555	15,180	15,803	16,280	16,697
存货	2,493	2,598	2,479	2,577	2,696
应收贸易款项	1,206	1,005	1,092	1,141	1,199
其他应收款项—即期部分	178	245	228	238	250
受限制银行存款	1	23	23	23	23
现金及等同现金项目	5,444	7,499	7,975	9,381	10,975
其他	838	894	894	894	894
流动资产	13,653	20,528	20,956	22,518	24,302
应付贸易款项	1,790	1,625	1,692	1,759	1,840
租赁负债—即期部分	717	552	552	552	552
其他应付款项及应计费用	3,256	4,049	3,986	4,164	4,378
当期所得税负债	915	950	950	950	950
其他	591	409	409	409	409
流动负债	7,268	7,586	7,590	7,834	8,129
租赁负债	1,825	1,385	1,385	1,385	1,385
其他	707	634	634	634	634
非流动负债	2,533	2,019	2,019	2,019	2,019
股本	240	236	236	236	236
储备	24,167	25,868	26,860	28,655	30,560
非控制性权益	0	0	0	0	0
权益	24,407	26,104	27,095	28,891	30,796

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
除所得税前盈利	4,256	4,110	3,394	4,059	4,570
折旧	1,777	1,095	1,223	1,319	1,379
摊销	119	63	66	68	71
融资开支净额	-418	-303	-368	-390	-426
其他	140	256	0	0	0
未计营运资金变动前之经营盈利	5,874	5,220	4,316	5,056	5,594
存货减少／（增加）	-79	-105	119	-97	-119
应收贸易款项（增加）／减少	-165	201	-87	-49	-58
其他应收款项减少／（增加）	-73	-68	18	-10	-12
应付贸易款项（减少）／增加	205	-165	67	66	82
其他应付款项及应计费用增加	80	794	-63	178	214
受限制银行存款减少／（增加）	0	0	0	0	0
已付所得税	-1,155	-1,097	-896	-1,015	-1,142
经营活动所得（所用）现金净额	4,688	5,268	3,472	4,130	4,556
购入物业、机器及设备	-1,727	-1,800	-1,800	-1,800	-1,800
购入土地使用权	-212	4	4	4	4
购入无形资产	-88	-77	-61	-68	-71
已收取利息	213	430	442	464	500
其他	-635	493	0	0	0
投资活动所用现金净额	-2,449	-950	-1,415	-1,400	-1,367
股份发行	7	0	0	0	0
为限制性股份奖励计划而购入之股份	-1,159	-1,000	0	0	0
新增借贷	0	0	0	0	0
偿还借贷	0	0	0	0	0
已付股利	-2,175	-1,450	-1,506	-1,249	-1,522
已付利息	-16	-126	-74	-74	-74
其他	-875	-22	0	0	0
融资活动（所用）所得现金净额	-4,217	-2,598	-1,580	-1,323	-1,596
现金及现金等价物变动	-1,978	1,719	476	1,406	1,593
于年初的现金及现金等价物	7,382	5,444	7,499	7,975	9,381
现金及现金等价物汇兑差额	40	0	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	5,444	7,163	7,975	9,381	10,975

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	1.23	1.29	0.97	1.18	1.33
每股销售额	10.62	11.09	11.01	11.50	12.09
每股股息	0.55	0.58	0.48	0.59	0.66
同比变动					
收入	7.0%	3.9%	-0.7%	4.5%	5.1%
经营盈利	-27.2%	3.3%	-21.9%	22.1%	13.3%
归母净利润	-21.6%	-5.5%	-17.1%	21.9%	12.6%
摊薄每股收益	-20.5%	5.5%	-25.3%	21.9%	12.6%
费用与利润率					
毛利率	48.4%	49.4%	49.5%	49.8%	50.0%
经营利润率	12.9%	12.8%	10.1%	11.8%	12.7%
归母净利率	11.5%	10.5%	8.8%	10.2%	11.0%
回报率					
平均股本回报率	13.1%	11.9%	9.4%	10.9%	11.5%
平均资产回报率	9.4%	8.6%	6.9%	8.1%	8.6%
资产效率					
库存周转天数	63	64	63	63	63
应收账款周转天数	15	14	14	14	14
应付账款周转天数	43	43	43	43	43
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.9	2.7	2.8	2.9	3.0
速动比率 (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
现金比率 (x)	0.7	1.0	1.1	1.2	1.4
负债／权益 (%)	40.2%	36.8%	35.5%	34.1%	33.0%
估值					
市盈率 (x)	13.0	12.3	16.5	13.6	12.0
市销率 (x)	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3
股息率	3.2%	3.4%	2.8%	3.4%	3.9%

图表 2: 李宁 2024 年上、下半年及全年盈利表现

百万人民币	1H23	1H24	YOY	2H23	2H24E	YOY	2023	2024	YOY
收入	14,019	14,345	2.3%	13,580	14,330	5.5%	27,598	28,676	3.9%
-鞋	7,515	7,844	4.4%	5,874	6,456	9.9%	13,389	14,300	6.8%
-服装	5,640	5,375	-4.7%	6,771	6,675	-1.4%	12,411	12,050	-2.9%
-器械	864	1,126	30.3%	934	1,199	28.4%	1,799	2,325	29.3%
销售成本	-7,180	-7,110	-1.0%	-7,066	-7,410	4.9%	-14,246	-14,520	1.9%
毛利润	6,839	7,236	5.8%	6,513	6,921	6.3%	13,352	14,156	6.0%
毛利率	48.8%	50.4%		48.0%	48.3%		48.4%	49.4%	
销售费用	-3,948	-4,327	9.6%	-5,132	-4,872	-5.1%	-9,080	-9,199	1.3%
销售费用率	28.2%	30.2%		37.8%	34.0%		32.9%	32.1%	
行政费用	-580	-691	19.1%	-657	-743	13.1%	-1,237	-1,433	15.9%
行政费用率	4.1%	4.8%		4.8%	5.2%		4.5%	5.0%	
营业费用	-4,528	-5,017	10.8%	-5,788	-5,615	-3.0%	-10,317	-10,632	3.1%
营业费用率	32.3%	35.0%		42.6%	39.2%		37.4%	37.1%	
核心经营利润	2,310	2,218	-4.0%	725	1,306	80.1%	3,035	3,524	16.1%
核心经营利润率	16.5%	15.5%		5.3%	9.1%		11.0%	12.3%	
其他经营收益	165	184	11.5%	359	-30	-108.2%	524	154	-70.6%
经营利润	2,475	2,402	-3.0%	1,084	1,276	17.8%	3,559	3,678	3.3%
经营利润率	17.7%	16.7%		8.0%	8.9%		12.9%	12.8%	
财务费用	224	100	-55.1%	95	75	-21.7%	319	175	-45.1%
联营公司盈利	102	111	8.8%	276	145	-47.3%	378	256	-32.2%
税前盈利	2,801	2,613	-6.7%	1,455	1,496	2.8%	4,256	4,110	-3.4%
所得税	-680	-661	-2.7%	-390	-436	11.8%	-1,069	-1,097	2.6%
净利润	2,121	1,952	-8.0%	1,066	1,061	-0.4%	3,187	3,013	-5.5%
净利润率	15.1%	13.6%		7.8%	7.4%		11.5%	10.5%	
少数股东权益	-0	0	-100.0%	0	0	n.a.	-0	0	-100.0%
归母净利润	2,121	1,952	-8.0%	1,066	1,061	-0.4%	3,187	3,013	-5.5%
归母净利润率	15.1%	13.6%		7.8%	7.4%		11.5%	10.5%	
核心归母净利润	2,121	1,952	-8.0%	1,066	1,394	30.8%	3,187	3,346	5.0%
核心归母净利润率	15.1%	13.6%		7.8%	9.7%		11.5%	11.7%	

E=浦银国际研究

资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 3: 李宁各渠道零售流水表现

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

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 4: SPDBI 财务预测变化

(人民币百万)	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	29,422	30,967	n.a.
新预测	28,472	29,744	31,269
变动	-3.2%	-4.0%	n.a.
核心归母净利润			
旧预测	3,297	3,570	n.a.
新预测	2,498	3,044	3,427
变动	-24.2%	-14.7%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 李宁 (2331.HK)



注: 截至 2025 年 3 月 28 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

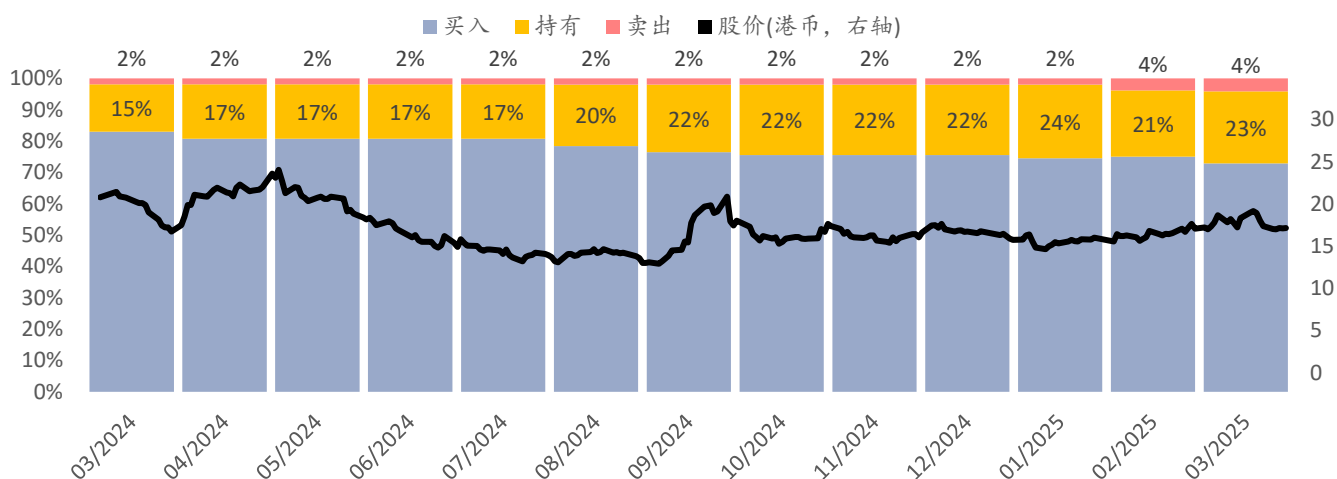
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	17.2	持有	17.66	2025 年 3 月 29 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	88.3	买入	118.8	2025 年 3 月 20 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.70	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.5	买入	3.34	2025 年 1 月 20 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.2	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	53.2	买入	61.5	2025 年 2 月 10 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	411.8	买入	479.7	2025 年 2 月 10 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	18.0	买入	19.5	2024 年 10 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	17.8	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	23.8	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.9	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	34.4	买入	40.0	2025 年 2 月 25 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	28.4	买入	34.3	2025 年 3 月 18 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	58.8	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.5	持有	9.36	2025 年 2 月 26 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	55.0	持有	58.4	2024 年 10 月 30 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	76.5	持有	70.6	2024 年 10 月 30 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.2	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.2	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	19.4	买入	23.0	2025 年 3 月 27 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	6.6	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	24.6	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	1.1	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	4.1	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	153.2	买入	205.7	2025 年 3 月 26 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	83.8	买入	115.0	2024 年 10 月 25 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	68.0	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	47.1	买入	55.0	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	49.6	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	44.3	持有	55.5	2024 年 10 月 25 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	29.1	买入	37.2	2025 年 3 月 26 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	29.4	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	38.1	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	27.2	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 27 日收盘价，港股及 A 股截至 2025 年 3 月 28 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

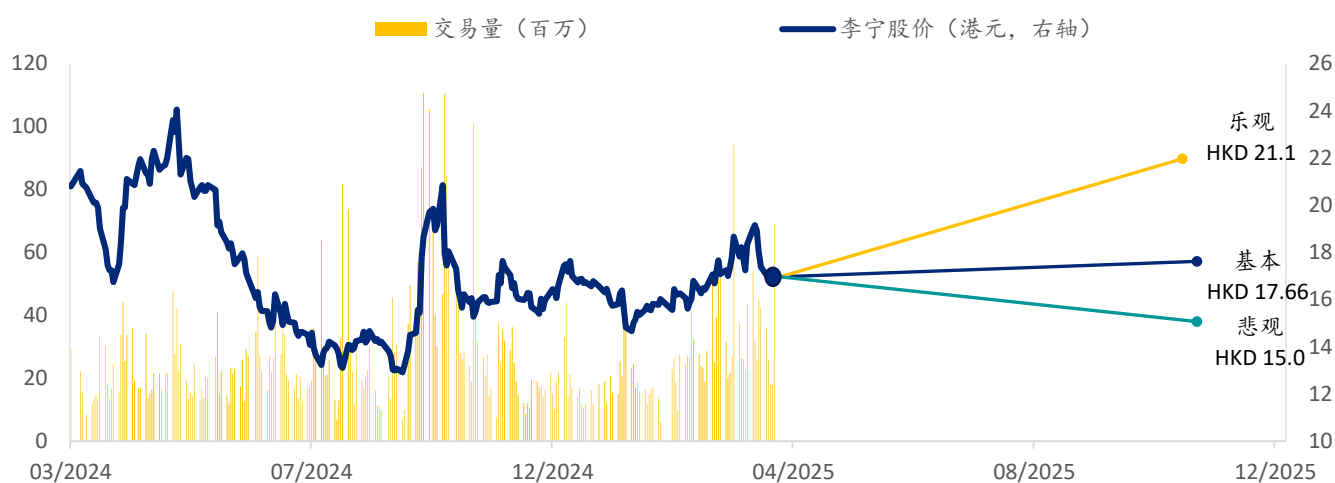
SPDBI 乐观与悲观情景假设

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: 21.1 港元

概率: 25%

- 李宁主品牌 2025 年线下收入同比增长 5%;
- 电商 2025 年收入同比增长 10%;
- 毛利率 2025 年同比扩张 30bps;
- 销售费用率 2025 年同比缩窄 100bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 15.0 港元

概率: 20%

- 李宁主品牌 2025 年线下收入同比下降 5%;
- 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 400bps。

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

