

滔搏(6110.HK): 销售趋势好于同业, 运营效率持续提升

滔搏 FY25 业绩基本符合市场预期, 而强劲的经营现金流增长以及大幅提升的派息率为市场带来惊喜。尽管终端需求与竞争环境面临较大的挑战, 但滔搏(1)根据市场情况快速调整品牌矩阵以及品牌经营策略, 强化全域零售的能力, 增强顾客粘性, 确保收入表现好于同业; (2)积极调整渠道结构的同时不断精进门店运营效率, 通过降本增效抵消经营负杠杆对利润率的影响; (3)持续深化营运资金管理, 保持稳定且远高于净利润的自由现金流, 从而确保较高的派息比例。我们认为滔搏较高的股息率将继续为其股价提供较好的支撑, 而其强大的运营能力将使其在行业需求和竞争格局出现好转的情况下, 率先看到业绩与股价的反弹。维持“买入”评级, 上调目标价至 3.6 港元。

• **短期仍面临挑战, 但趋势好于同业:** 尽管短期终端需求依然疲弱, 但管理层表示滔搏 FY26 至今的销售表现与 4QFY25 基本一致(4QFY25 总销售收入同比录得中单位数下降), 未见环比恶化的趋势。这表示滔搏进入 FY26 以后的收入表现远好于同业(宝胜 3-4 月收入同比下降 12%)。然而, 受较大的行业促销力度以及渠道结构(线上收入增速依然好于线下)影响, 管理层表示 FY26 至今的零售折扣依然承压且同比有所加深。目前公司的存货额已下降到可控的水平(库销比 4-5 个月), 但新品占销售的比例较低(大约 70%-80%), 同比有所下降。我们预计随着品牌对新品供给的逐渐增加, 库龄结构有望在 2HFY26 边际改善。

• **管理层对 FY26 业绩展望保持谨慎乐观:** 管理层表示将在 FY26 “聚焦效率, 利润优先”。管理层目标 FY26 净利润额同比持平, 净利率同比改善。这暗示了 FY26 的收入同比或有所下降。基于当下疲弱的消费环境以及需求端较高的不确定性, 这一收入指引基本符合我们的预期。基于当前行业较浓的促销氛围以及品牌方对新品发货较为谨慎的态度, 管理层对 FY26 整体零售折扣的改善和毛利率的同比提升持保守态度。然而, 管理层有信心通过持续的降本增效来降低整体的费用率。另外, 由于线上渠道的经营利润率好于线下门店, 且线上渠道的固定费用占比较小, 线上收入占比的持续提升也会利好公司整体经营利润率的改善。

• **灵活高效的运营能力是滔搏最大的优势:** 作为中国运营能力最强的运动服饰零售企业之一, 滔搏在业务运营方面具有非常高的灵活性。品牌端, 公司可以根据当前的消费趋势来调整品牌矩阵, 比如加大与高端户外品牌的合作。渠道端, 公司在大规模关闭低效门店的同时积极拓展线上业务占比, 抵消线下门店客流的下降。费用端, 公司精简门店员工数, 同时积极寻求更灵活的租金结构和更优惠的物业条件。基于以上举措, 公司在行业下行周期能有效抵御外部宏观环境带来的不确定性, 而在需求恢复的时候也有望快速把握时机, 取得较大的业绩反弹。

• **投资风险:** (1) 整体行业需求放缓; (2) 高端运动服饰市场竞加剧; (3) 公司运营效率改革效果低于预期。

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 5 月 22 日

评级

买入

目标价(港元)	3.60
潜在升幅	+16.5%
股息率	8.8%
预期总回报	25.3%
目前股价(港元)	3.09
52 周内股价区间(港元)	2.11-5.67
总市值(百万港元)	19,162
近 3 月日均成交额(百万港元)	106.1

注: 截至 2025 年 5 月 22 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



*数据截至 2025 年 5 月 22 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际



图表 1：盈利预测和财务指标

百万人民币	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	28,933	27,013	25,472	25,845	27,039
同比变动 (%)	6.9%	-6.6%	-5.7%	1.5%	4.6%
归母净利润	2,213	1,286	1,301	1,524	1,765
同比变动 (%)	20.5%	-41.9%	1.2%	17.1%	15.9%
PE (X)	8.0	13.8	13.7	11.7	10.1
ROE (%)	22.5%	13.6%	14.6%	17.6%	21.2%

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 - 滔搏

利润表					
(百万人民币)	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	28,933	27,013	25,472	25,845	27,039
同比	6.9%	-6.6%	-5.7%	1.5%	4.6%
销售成本	-16,852	-16,630	-15,665	-15,769	-16,415
毛利	12,081	10,383	9,807	10,077	10,624
毛利率	41.8%	38.4%	38.5%	39.0%	39.3%
销售、一般及行政开支	-9,471	-8,939	-8,316	-8,319	-8,552
其他经营收入及收益（损失）	177	149	140	140	140
经营溢利	2,787	1,593	1,630	1,898	2,212
经营利润率	9.6%	5.9%	6.4%	7.3%	8.2%
融资成本	-147	-118	-126	-125	-124
财务收入	120	85	112	131	119
税前溢利	2,759	1,560	1,616	1,905	2,207
所得税开支	-548	-275	-315	-381	-441
所得税率	19.9%	17.6%	19.5%	20.0%	20.0%
少数股东权益	-2	-1	0	0	0
归母净利润	2,213	1,286	1,301	1,524	1,765
归母净利率	7.6%	4.8%	5.1%	5.9%	6.5%
同比	20.5%	-41.9%	1.2%	17.1%	15.9%

资产负债表					
(百万人民币)	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
存货	6,284	6,004	5,708	5,746	5,981
应收账款	1,330	752	837	850	889
按金、预付款项及其他应收款项	864	646	600	600	600
抵押定期存款	126	997	997	997	997
银行结余及现金	1,956	2,587	3,979	3,744	3,239
流动资产	10,559	10,986	12,121	11,936	11,706
物业、厂房及设备	639	541	336	227	133
使用权资产	1,821	1,819	1,808	1,805	1,803
无形资产	1,059	1,046	1,023	1,003	984
长期按金、预付款项及其他应收款项	215	207	210	210	210
递延所得税资产	205	257	260	260	260
非流动资产	3,985	3,916	3,682	3,551	3,436
应付贸易账款	387	343	386	389	405
其他应付款项、应计费用及其他应付款项	1,088	941	950	950	950
应付股息	0	0	0	0	0
短期借款	720	2,130	2,130	2,130	2,130
租赁负债	890	814	900	900	900
即期所得税负债	262	268	270	270	270
流动负债	3,347	4,496	4,636	4,639	4,655
递延所得税负债	249	226	240	240	240
租赁负债	1,098	1,121	1,004	990	982
非流动负债	1,347	1,347	1,244	1,230	1,222
股本及其他储备	1,805	1,887	1,887	1,887	1,887
保留溢利	8,044	7,172	6,912	6,607	6,254
权益	9,850	9,059	8,799	8,494	8,141

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)	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
除所得税前溢利	2,759	1,560	1,616	1,905	2,207
固定资产折旧	484	456	433	427	412
使用权资产折旧	1,167	909	905	903	902
无形资产摊销	21	18	19	19	19
其他	-130	85	14	-7	5
营运资金变动前经营现金流	4,301	3,026	2,988	3,247	3,545
预付款项及其他资产增加	69	-45	-6	0	0
存货增加	-37	280	296	-38	-235
应收贸易款项减少	-275	578	-86	-12	-39
其他应收款、按金及预付款减少	272	217	46	0	0
应付贸易款项增加	-604	-44	43	3	16
其他应付款、应计费用及其他负债增加	1,224	-163	25	0	0
支付所得税	-600	-344	-315	-381	-441
经营活动所得（所用）现金净额	4,351	3,755	2,991	2,819	2,845
购买物业、厂房及设备 and 无形资产支付款项	-397	-373	-326	-326	-326
出售物业、厂房及设备所得款项	2	1	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	225	75	112	131	119
其他	-28	0	0	0	0
投资活动所用现金净额	-198	-298	-206	-187	-199
偿还银行借款	-2,535	-2,670	0	0	0
银行借款所得款项	1,710	4,080	0	0	0
支付租赁负债（含利息）	-1,422	-1,241	-1,043	-1,028	-1,020
已付银行借款之利息	-13	-16	-11	-11	-11
已付股息	-2,233	-2,109	-1,561	-1,828	-2,118
其他	1,160	-871	0	0	0
融资活动（所用）所得现金净额	-3,332	-2,826	-2,615	-2,867	-3,150
现金及现金等价物变动	820	631	170	-235	-504
于年初的现金及现金等价物	2,357	3,178	3,809	3,979	3,744
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	3,178	3,809	3,979	3,744	3,239

财务和估值比率					
	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.36	0.21	0.21	0.25	0.28
每股销售额	4.67	4.36	4.11	4.17	4.36
每股股息	0.36	0.28	0.25	0.29	0.34
同比变动					
收入	7%	-7%	-6%	1%	5%
经营溢利	15%	-43%	2%	16%	17%
归母净利润	20%	-42%	1%	17%	16%
摊薄每股收益	20%	-42%	1%	17%	16%
费用与利润率					
毛利率	42%	38%	39%	39%	39%
经营利润率	10%	6%	6%	7%	8%
归母净利率	8%	5%	5%	6%	7%
回报率					
平均股本回报率	22%	14%	15%	18%	21%
平均资产回报率	14%	9%	8%	10%	12%
资产效率					
库存周转天数	136	135	133	133	133
应收账款周转天数	15	14	12	12	12
应付账款周转天数	15	8	9	9	9
财务杠杆					
流动比率 (x)	3.2	2.4	2.6	2.6	2.5
速动比率 (x)	1.3	1.1	1.4	1.3	1.2
现金比率 (x)	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7
负债/权益 (%)	7%	24%	24%	25%	26%
估值					
市盈率 (x)	8.0	13.8	13.7	11.7	10.1
市销率 (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
股息率	12.6%	9.8%	8.8%	10.3%	11.9%

FY25 业绩质量较高，经营现金流与派息率表现亮眼

滔搏 FY25 录得归母净利润人民币 12.86 亿元，同比下降 41.9%，处于管理层指引（同比下降 35%-45%）的中端，但略微低于我们的预期，主要是由于销售费用率略高于我们的预测。

在全年直营门店数同比下降 18.3%、总销售面积下降 12.4%的基础上，收入同比仅下降 6.6%至 270 亿元（略好于管理层高单位数下滑的指引，且基本与我们的预测一致），体现了店效和坪效的持续上升。

FY25 业绩最大的亮点包括：

（1）在净利润大幅下降的情况下，公司 FY25 的经营性现金流同比大幅增长 20%，反映了公司运营效率的进一步提升；

（2）基于经营现金流的大幅提升，公司宣布全年派发人民币 0.28 元/股的股息（包括人民币 0.12 元/股的特别股息），派息率提升至 135%；

（3）直营线上收入继续双位数增长，占整体直营销销售额的比例提升至 30%-40%（1HFY25 为 30%）。

2HFY25 业绩概览：

滔搏 2HFY25 收入同比下降 5.4%。其中，3QFY25 与 4QFY25 都录得同比中单位数下降。令人意外的是，主品牌收入同比仅下降 4.2%，而其他品牌收入同比下降 12.6%（主要是休闲类产品降幅明显）。

2HFY25 毛利率同比下降 2.9ppt 至 36%，但 2HFY25 毛利率跌幅相较 1HFY25 有所收窄，主要是由于 2HFY25 直营占比提升，批发占比下降，以及库存拨备环比 1HFY25 有所减少。

在收入下降的情况下，2HFY25 的销售费用率同比上升了 0.7ppt，上升幅度高于 1HFY25，可能是直营线上业务成长带来的相关费用。但 2HFY25 的租金占收入比例、人工占收入比例以及管理费用率都有不同程度的下降。因此，2HFY25 的 SG&A/sales 仅小幅上升 0.5ppt，至 33.1%。核心 EBIT margin 同比下降 3.4ppt 至 2.9%，核心 EBIT 同比下降 57%。

运营效率进一步提升：

在收入同比下滑的情况下，公司 FY25 的费用率基本保持稳定。这得益于公司持续提升的经营效率。在 FY25 里，公司精简店铺人员，整体员工数同比下降了 7.4%。

公司 FY25 年末的库存额同比下降 4.5%，较 8 月末下降 1.9%。存货周转天数为 134.9 天，同比下降 1.2 天，相较中期下降了 13.4 天。应收贸易额同比下降 43.4%，应收周转天数下降 1 天。得益于存货的有效管控以及营运资金的高效管理，经营现金流同比上升 20%至 37.6 亿元，自由现金流同比上升 24.1%至 33.8 亿元（相当于 2.6x 的净利润）。

图表 2：滔搏 FY2025 上、下半年与全年盈利表现

百万人民币	1HFY24	1HFY25	YoY	2HFY24	2HFY25	YoY	FY24	FY25	YoY
营业收入	14,177	13,055	-7.9%	14,757	13,958	-5.4%	28,933	27,013	-6.6%
其中：主要品牌	12,347	11,351	-8.1%	12,487	11,959	-4.2%	24,834	23,311	-6.1%
其他品牌	1,721	1,609	-6.5%	2,169	1,896	-12.6%	3,890	3,505	-9.9%
营业成本	-7,836	-7,692	-1.8%	-9,017	-8,937	-0.9%	-16,852	-16,630	-1.3%
毛利润	6,341	5,362	-15.4%	5,740	5,021	-12.5%	12,081	10,383	-14.1%
毛利率	44.7%	41.1%		38.9%	36.0%		41.8%	38.4%	
销售与管理费用	-4,663	-4,317	-7.4%	-4,809	-4,622	-3.9%	-9,471	-8,939	-5.6%
销售与管理费用率	32.9%	33.1%		32.6%	33.1%		32.7%	33.1%	
核心经营利润	1,678	1,046	-37.7%	931	399	-57.2%	2,609	1,444	-44.7%
核心经营利润率	11.8%	8.0%		6.3%	2.9%		9.0%	5.3%	
其他收入	46	77	67.1%	130	73	-43.7%	176	150	-14.6%
拨回收收贸易账款减值	2	-2	-220.0%	0	0	-166.7%	1	-2	-233.3%
经营利润	1,726	1,121	-35.1%	1,061	472	-55.5%	2,787	1,593	-42.8%
经营利润率	12.2%	8.6%		7.2%	3.4%		9.6%	5.9%	
财务支出	-18	-13	-31.7%	-9	-21	128.9%	-27	-33	21.2%
税前盈利	1,708	1,108	-35.1%	1,052	451	-57.1%	2,759	1,560	-43.5%
所得税	-371	-235	-36.7%	-177	-40	-77.2%	-548	-275	-49.8%
税率	21.7%	21.2%		16.8%	8.9%		19.9%	17.6%	
净利润	1,337	874	-34.6%	875	411	-53.0%	2,211	1,285	-41.9%
净利润率	9.4%	6.7%		5.9%	2.9%		7.6%	4.8%	
少数股东权益	-1	0	-100.0%	-1	-1	8.3%	-2	-1	-23.5%
归母净利润	1,337	874	-34.7%	876	412	-52.9%	2,213	1,286	-41.9%
归母净利率	9.4%	6.7%		5.9%	3.0%		7.6%	4.8%	

E=浦银国际预测；资料来源：公司数据，浦银国际

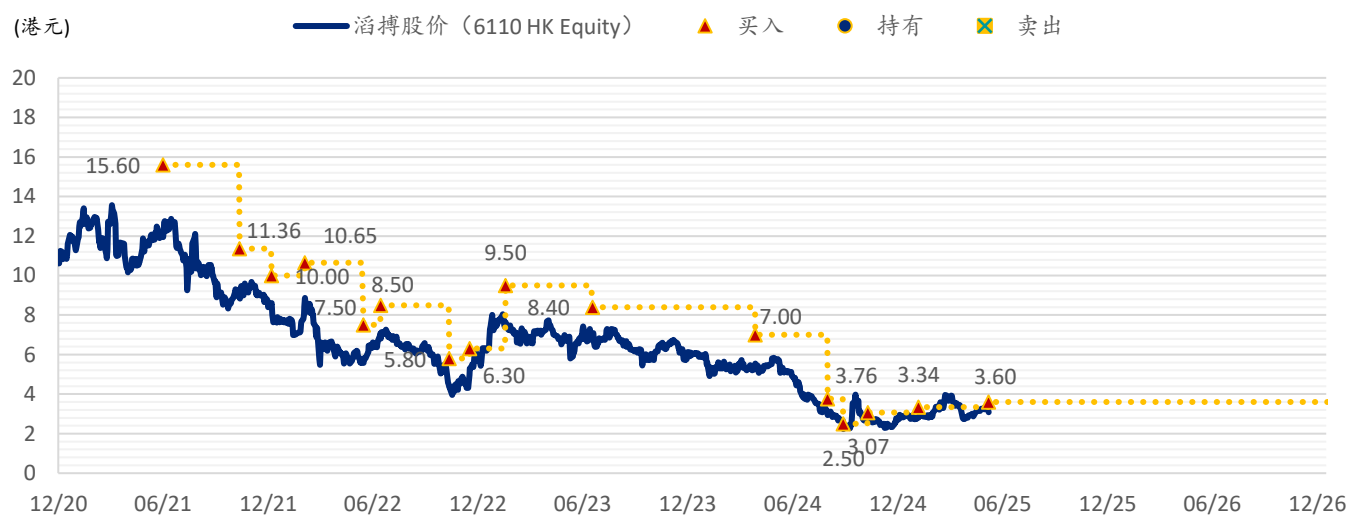
图表 3: SPDBI 财务预测变动: 滔搏 (6110.HK)

(人民币百万)	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入			
旧预测	26,849	27,908	n.a.
新预测	25,472	25,845	27,039
变动	-5.1%	-7.4%	n.a.
归母净利润			
旧预测	1,595	1,892	n.a.
新预测	1,301	1,524	1,765
变动	-18.4%	-19.5%	n.a.

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 5 日 22 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

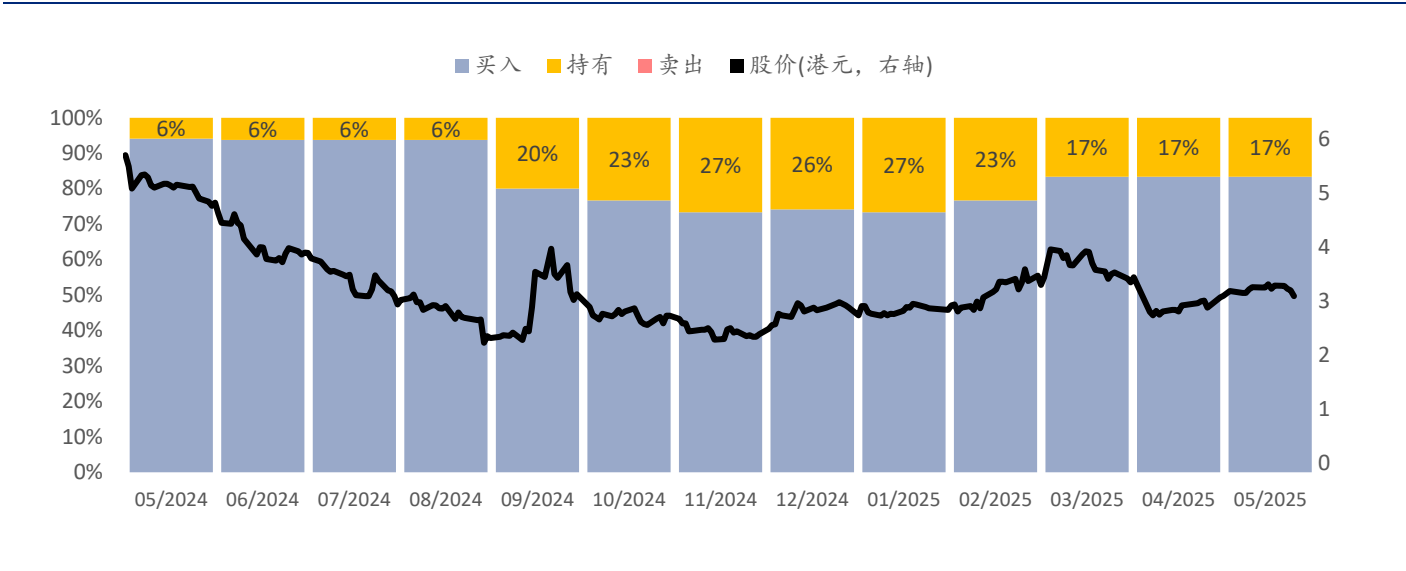
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	15.2	持有	17.66	2025 年 3 月 29 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	93.1	买入	118.8	2025 年 4 月 10 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.70	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.1	买入	3.60	2025 年 5 月 22 日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	46.7	买入	61.5	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	331.6	买入	479.7	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	15.1	买入	20.3	2025 年 4 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	15.7	买入	16.6	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	22.0	买入	21.3	2024 年 9 月 2 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.4	持有	2.81	2024 年 8 月 26 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	34.2	买入	43.2	2025 年 5 月 2 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	25.0	买入	34.3	2025 年 3 月 18 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	57.4	买入	69.2	2025 年 4 月 7 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	7.7	持有	9.2	2025 年 5 月 8 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	56.0	买入	72.6	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	72.4	持有	81.4	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	30.6	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	17.8	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	6.0	买入	6.65	2025 年 4 月 1 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	26.7	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	6.3	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	223.2	买入	205.7	2025 年 3 月 26 日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	844.0	买入	857.0	2025 年 5 月 12 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	93.2	买入	115.0	2025 年 4 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	81.4	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	67.0	买入	55.0	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	52.1	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	44.4	持有	39.1	2025 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	24.2	买入	37.2	2025 年 3 月 26 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	27.5	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	34.2	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.6	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	15.1	持有	14.8	2025 年 3 月 31 日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	485.2	买入	610.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	62.3	买入	78.0	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	20.3	买入	26.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游

注：美股截至 2025 年 5 月 21 日收盘价，A 股和港股截至 2025 年 5 月 22 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

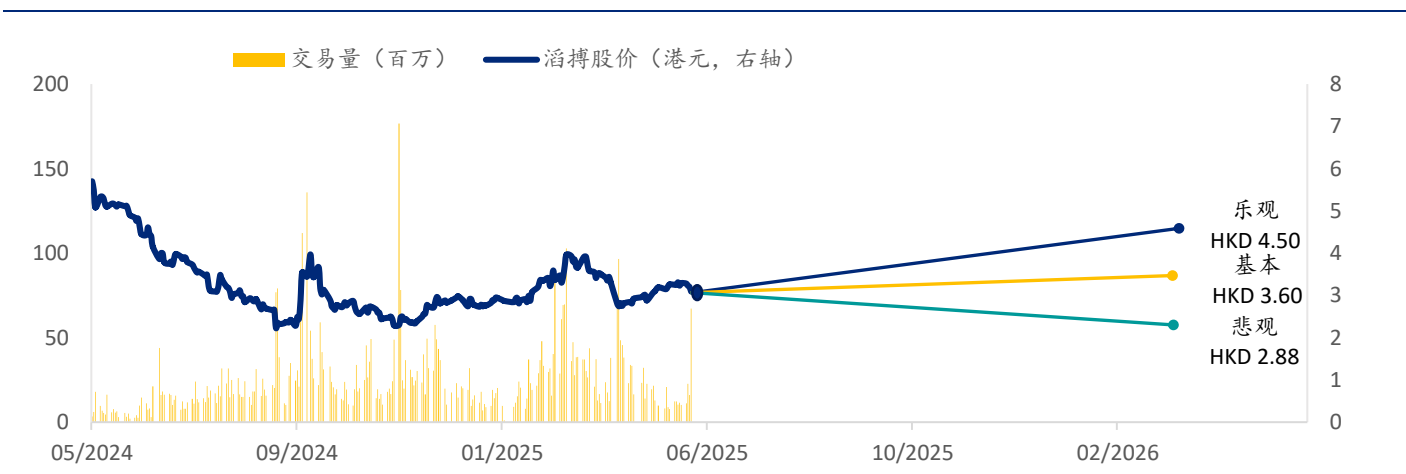
SPDBI 乐观与悲观情景假设

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



乐观情景：公司收入和利润率增长好于预期	悲观情景：公司收入和利润率增长不及预期
目标价：4.50 港元	目标价：2.88 港元
概率：20%	概率：25%
FY26 主要品牌收入同比持平； FY26 直营零售店平均店效同比增长 10%； FY26 毛利率同比提升 50bps 以上； FY26 经营费用率管控得当带动经营利润率提升 80bps。	FY26 主要品牌收入录得同比下降 10%； FY26 直营零售店平均店效同比持平； FY26 毛利率同比下降 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

