

李宁 (2331.HK): 1H25 净利率预计维持低双位数, 但压力主要在下半年

- **预计 2Q25 流水同比基本持平:** 在劳动节长假线下客流增长、“618”购物节提前开跑等因素的影响下, 2Q25 的终端消费需求相较去年同期更多向 5 月集中。我们预计 4 月李宁全渠道流水同比增长低单位数, 而 5 月流水增幅进一步扩大至中、高单位数, 但进入 6 月以后, 整体流水同比录得显著下滑。基于以上, 我们预测李宁品牌 2Q25 整体流水同比基本持平或微正。基于行业整体较为浓重的促销环境以及线下门店较弱的客流趋势, 我们预测 2Q25 线下折扣同比加深低单位数, 但公司策略性地加大了对线上促销力度的管控, 预计“618”期间的线上折扣同比小幅改善, 2Q25 线上折扣同比基本维持稳定。
- **1H25 业绩预测:** 我们预测 1H25 整体收入同比增长低单位数, 好于公司全年的指引。我们认为 DTC 占比提升可能将部分抵消线下折扣加深的影响, 预计公司 1H25 毛利率同比小幅下降 0.6ppt。我们估计 1H25 销售费用同比增长 6%, 主要用于品牌营销与赛事赞助 (比如北京马拉松), 预计销售费用率同比上升 1.3ppt, 管理费用率同比基本持平。另外, 我们预计其他收入 (包括政府补贴) 以及净融资收入同比基本持平或小幅下降, 税率同比小幅上升。基于以上, 我们预测公司 1H25 核心净利润同比下滑 10% 左右, 净利率下降至 12% 左右 (1H24 为 13.6%), 好于公司全年净利率高单的指引。
- **利润率压力主要集中在 2H25:** 尽管上半年的净利率大概率维持双位数的水平, 但我们强调公司今年主要的营销费用将集中在下半年。具体来看, 李宁在今年 5 月初正式与中国奥委会签署了 2025-2028 年赞助与合作协议 (预计为期 40 个月左右), 并从 5 月开始按月平均摊销相关的费用。因此, 奥委会赞助费用的摊销仅影响上半年 5-6 月的销售费用, 但会覆盖下半年所有的月份。除此之外, 我们预计公司将在 2H25 进一步加大对品牌的营销力度, 旨在提升李宁的品牌力。因此, 我们预计 2H25 的销售费用率将同比大幅攀升, 从而拉低全年的净利率水平。我们依然维持公司 2025 全年高单位数的净利率预测。
- **上调盈利预测及目标价, 维持“持有”评级:** 我们小幅上调李宁 2025/2026 年的收入预期 1.7%/1.4%, 同时上调 2025/2026 年的核心归母净利润 3.7%/3.1%。基于我们的预测, 李宁目前交易在 15.9x 2025 P/E, 估值水平与增长趋势基本匹配。但我们认为李宁在当前的估值水平下, 股价依然具有较高的弹性, 一旦品牌力与终端需求出现显著恢复, 股价有望呈现较大的反弹力度。上调目标价至 18.31 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。

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	28,969	30,170	31,453
同比变动 (%)	7.0%	3.9%	1.0%	4.1%	4.3%
核心归母净利润	3,187	3,346	2,590	3,139	3,460
同比变动 (%)	-21.6%	5.0%	-22.6%	21.2%	10.2%
PE (X)	13.0	12.3	15.9	13.1	11.9
ROE (%)	13.1%	11.9%	9.7%	11.2%	11.5%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

首席消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

2025 年 7 月 3 日

评级

持有

目标价 (港元)	18.31
潜在升幅/降幅	+6.5%
目前股价 (港元)	17.2
52 周内股价区间 (港元)	12.5-21.0
总市值 (百万港元)	44,459
近 3 月日均成交额 (百万港元)	359.9

注: 截至 2025 年 7 月 3 日收盘价

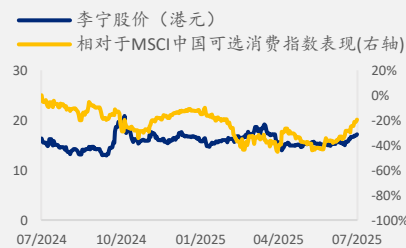
市场预期区间



▲ 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

浦银国际

公司研究

李宁 (2331.HK)

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	28,969	30,170	31,453
同比	7.0%	3.9%	1.0%	4.1%	4.3%
销售成本	-14,246	-14,520	-14,785	-15,278	-15,833
毛利	13,352	14,156	14,185	14,891	15,620
毛利率	48.4%	49.4%	49.0%	49.4%	49.7%
销售费用	-9,080	-9,199	-10,008	-10,087	-10,448
管理费用	-1,237	-1,433	-1,378	-1,467	-1,548
其他经营收入及收益 (损失)	524	154	200	300	400
经营溢利	3,559	3,678	2,998	3,637	4,025
经营利润率	12.9%	12.8%	10.4%	12.1%	12.8%
净融资成本	319	175	239	261	295
税前溢利	4,256	4,110	3,519	4,186	4,613
所得税开支	-1,069	-1,097	-929	-1,046	-1,153
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	2,590	3,139	3,460
归母净利润率	11.5%	10.5%	8.9%	10.4%	11.0%
同比	-21.6%	-5.5%	-14.0%	21.2%	10.2%
核心归母净利润	3,187	3,346	2,590	3,139	3,460
核心归母净利润率	11.5%	11.7%	8.9%	10.4%	11.0%
同比	-21.6%	5.0%	-22.6%	21.2%	10.2%

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	5,308	5,899	6,420
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	15,869	16,456	16,973
存货	2,493	2,598	2,552	2,637	2,733
应收贸易款项	1,206	1,005	1,111	1,157	1,206
其他应收款项—即期部分	178	245	232	241	252
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	7,970	9,312	10,775
其他	838	894	894	894	894
流动资产	13,653	20,528	21,046	22,529	24,147
应付贸易款项	1,790	1,625	1,742	1,800	1,865
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	4,056	4,224	4,403
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	7,709	7,935	8,180
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	26,951	28,795	30,685
非控制性权益	0	0	0	0	0
权益	24,407	26,104	27,187	29,031	30,921

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
除所得税前溢利	4,256	4,110	3,519	4,186	4,613
折旧	1,777	1,708	1,103	1,209	1,279
摊销	119	149	66	68	71
融资开支净额	-418	-234	-368	-389	-423
其他	140	387	0	0	0
未计营运资金变动前之经营溢利	5,874	6,120	4,319	5,073	5,540
存货减少／(增加)	-79	-137	46	-85	-96
应收贸易款项(增加)／减少	-165	192	-107	-46	-49
其他应收款项减少／(增加)	-73	-55	14	-10	-10
应付贸易款项(减少)／增加	205	-165	117	58	65
其他应付款项及应计费用增加	80	609	6	168	180
受限制银行存款减少／(增加)	0	-22	0	0	0
已付所得税	-1,155	-1,274	-929	-1,046	-1,153
经营活动所得(所用)现金净额	4,688	5,268	3,467	4,112	4,476
购入物业、机器及设备	-1,727	-1,431	-1,800	-1,800	-1,800
购入土地使用权	-212	0	4	4	4
购入无形资产	-88	-72	-61	-68	-71
已收取利息	213	591	442	463	497
其他	-635	73	0	0	0
投资活动所用现金净额	-2,449	-840	-1,415	-1,401	-1,370
股份发行	7	4	0	0	0
为限制性股份奖励计划而购入之股份	-1,159	0	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	-1,444	-1,506	-1,295	-1,570
已付利息	-16	-28	-74	-74	-74
其他	-875	-856	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-4,217	-2,324	-1,580	-1,369	-1,644
现金及现金等价物变动	-1,978	2,104	471	1,342	1,463
于年初的现金及现金等价物	7,382	5,444	7,499	7,970	9,312
现金及现金等价物汇兑差额	40	-49	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	5,444	7,499	7,970	9,312	10,775

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	1.00	1.21	1.34
每股销售额	10.62	11.09	11.20	11.67	12.16
每股股息	0.55	0.58	0.50	0.61	0.67
同比变动					
收入	7.0%	3.9%	1.0%	4.1%	4.3%
经营溢利	-27.2%	3.3%	-18.5%	21.3%	10.6%
归母净利润	-21.6%	-5.5%	-14.0%	21.2%	10.2%
摊薄每股收益	-20.5%	5.5%	-22.6%	21.2%	10.2%
费用与利润率					
毛利率	48.4%	49.4%	49.0%	49.4%	49.7%
经营利润率	12.9%	12.8%	10.4%	12.1%	12.8%
归母净利率	11.5%	10.5%	8.9%	10.4%	11.0%
回报率					
平均股本回报率	13.1%	11.9%	9.7%	11.2%	11.5%
平均资产回报率	9.4%	8.6%	7.1%	8.3%	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	2.7	2.8	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	1.0	1.2	1.3
负债/权益(%)	40.2%	36.8%	35.8%	34.3%	33.0%
估值					
市盈率(x)	13.0	12.3	15.9	13.1	11.9
市销率(x)	1.5	1.4	1.4	1.4	1.3
股息率	3.2%	3.4%	2.9%	3.5%	3.9%

图表 2：李宁 2025 年上、下半年及全年盈利表现预测

百万人民币	1H24	1H25E	YOY	2H24	2H25E	YOY	2024	2025E	YOY
收入	14,345	14,604	1.8%	14,330	14,366	0.2%	28,676	28,969	1.0%
销售成本	-7,110	-7,331	3.1%	-7,410	-7,454	0.6%	-14,520	-14,785	1.8%
毛利润	7,236	7,273	0.5%	6,921	6,912	-0.1%	14,156	14,185	0.2%
毛利率	50.4%	49.8%		48.3%	48.1%		49.4%	49.0%	
销售费用	-4,327	-4,600	6.3%	-4,872	-5,408	11.0%	-9,199	-10,008	8.8%
销售费用率	30.2%	31.5%		34.0%	37.6%		32.1%	34.5%	
行政费用	-691	-686	-0.6%	-743	-692	-6.9%	-1,433	-1,378	-3.9%
行政费用率	4.8%	4.7%		5.2%	4.8%		5.0%	4.8%	
营业费用	-5,017	-5,286	5.4%	-5,615	-6,100	8.6%	-10,632	-11,386	7.1%
营业费用率	35.0%	36.2%		39.2%	42.5%		37.1%	39.3%	
核心经营利润	2,218	1,986	-10.5%	1,306	812	-37.8%	3,524	2,798	-20.6%
核心经营利润率	15.5%	13.6%		9.1%	5.7%		12.3%	9.7%	
其他经营收益	184	180	-2.0%	-30	20	-167.7%	154	200	29.7%
经营利润	2,402	2,166	-9.8%	1,276	832	-34.8%	3,678	2,998	-18.5%
经营利润率	16.7%	14.8%		8.9%	5.8%		12.8%	10.4%	
财务费用	100	90	-10.3%	75	149	99.7%	175	239	36.6%
联营公司盈利	111	115	3.7%	145	166	14.0%	256	281	9.6%
税前盈利	2,613	2,371	-9.3%	1,496	1,147	-23.3%	4,110	3,519	-14.4%
所得税	-661	-616		-436	-312	-28.3%	-1,097	-929	-15.3%
净利润	1,952	1,755	-10.1%	1,061	835	-21.3%	3,187	3,013	-5.5%
净利润率	13.6%	12.0%		7.4%	5.8%		11.5%	10.5%	
少数股东权益	0	0	n.a.	0	0	n.a.	0	0	n.a.
归母净利润	1,952	1,755	-10.1%	1,061	835	-21.3%	3,013	2,590	-5.5%
归母净利润率	13.6%	12.0%		7.4%	5.8%		10.5%	8.9%	
核心归母净利润	1,952	1,755	-10.1%	1,394	835	-40.1%	3,346	2,590	-22.6%
核心归母净利润率	13.6%	12.0%		9.7%	5.8%		11.7%	8.9%	

E=浦银国际预测

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变化: 李宁 (2331.HK)

(人民币百万)	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	28,472	29,744	31,269
新预测	28,969	30,170	31,453
变动	1.7%	1.4%	0.6%
核心归母净利润			
旧预测	2,498	3,044	3,427
新预测	2,590	3,139	3,460
变动	3.7%	3.1%	0.9%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 4: SPDBI 目标价: 李宁 (2331.HK)



注: 截至 2025 年 7 月 3 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

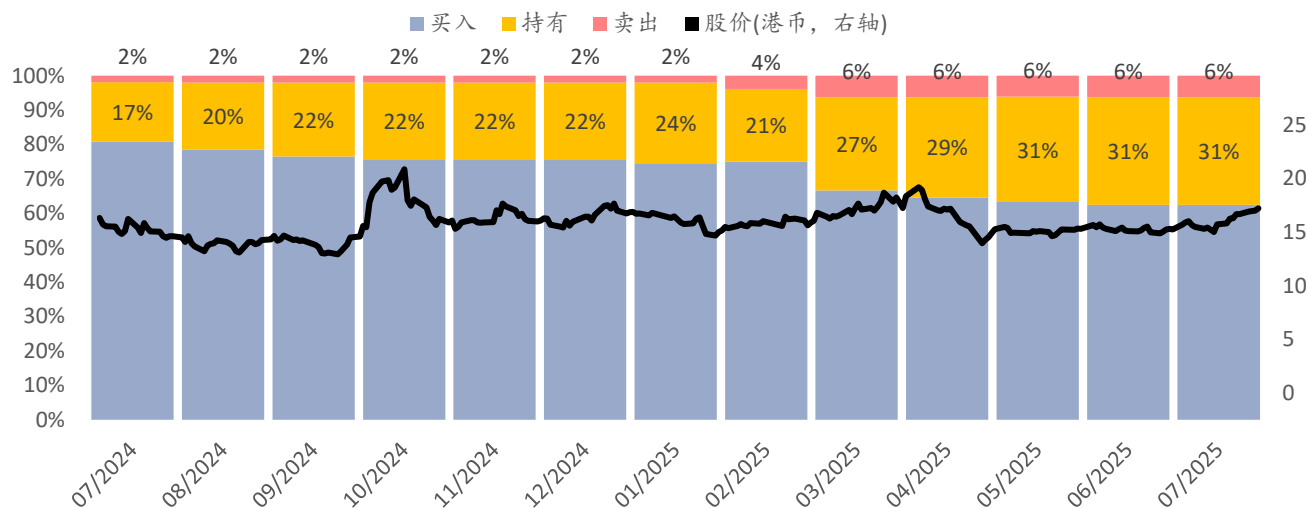
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	17.2	持有	18.31	2025 年 7 月 3 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	93.0	买入	118.8	2025 年 4 月 10 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.5	买入	0.70	2025 年 3 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.12	买入	3.60	2025 年 5 月 22 日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	46.0	买入	61.5	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	359.8	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	15.6	持有	16.6	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	19.5	持有	21.3	2025 年 5 月 23 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	38.0	买入	43.2	2025 年 6 月 9 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	26.3	买入	34.3	2025 年 3 月 18 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	55.2	买入	69.2	2025 年 4 月 7 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.0	持有	9.2	2025 年 5 月 8 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	51.7	买入	72.6	2025 年 4 月 1 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	68.3	持有	81.4	2025 年 4 月 1 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	16.5	买入	23.0	2025 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.4	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	5.8	买入	6.65	2025 年 4 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	2.1	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	30.0	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	5.3	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	249.6	买入	293.9	2025 年 6 月 23 日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	969.5	买入	857.0	2025 年 5 月 12 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	81.8	买入	115.0	2025 年 4 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	54.8	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	82.2	买入	55.0	2025 年 3 月 23 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	44.2	持有	39.1	2025 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	33.0	买入	41.1	2025 年 5 月 23 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	26.2	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	33.3	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	22.3	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	14.1	持有	14.8	2025 年 3 月 31 日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	458.4	买入	610.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	59.1	买入	78.0	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	20.1	买入	26.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游

注：港股、A 股截至 2025 年 7 月 3 日收盘，美股截至 2025 年 7 月 2 日收盘

资料来源：Bloomberg、浦银国际

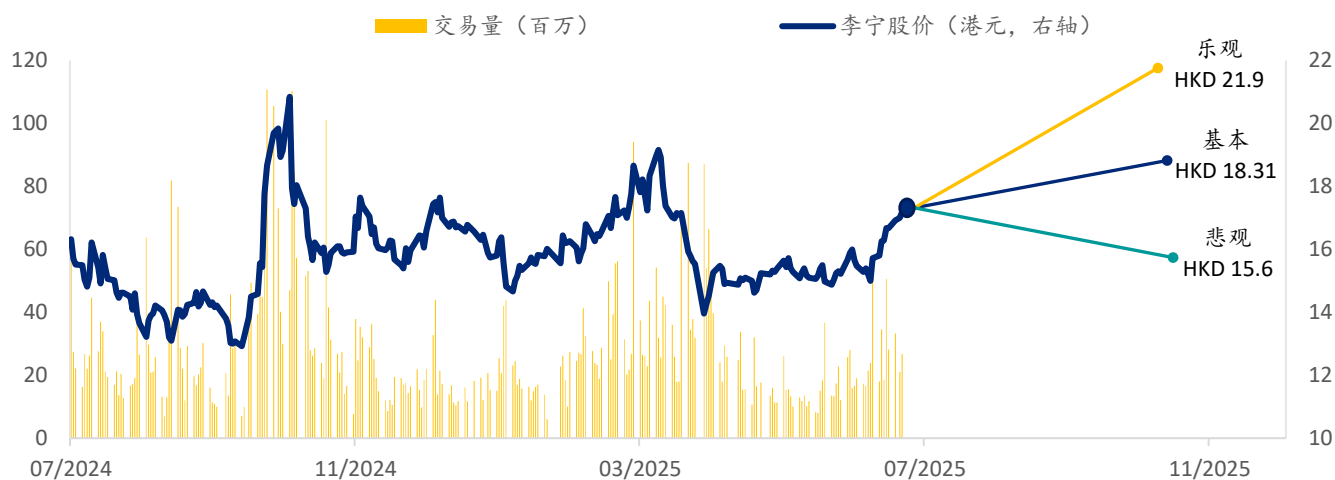
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 6: 李宁 (2331.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 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: 21.9 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: 15.6 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

