浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

安踏（2020.HK）：管理层对 2H25 乐观的前景有望对股价带来正向的催化

尽管安踏品牌上半年的流水表现不及公司年初的指引，但基于公司对线下渠道的不断升级与改造以及对运营架构的持续优化，管理层对下半年的流水表现依然表现出谨慎乐观，并维持全年流水目标不变。我们认为这将利好安踏股价短期的表现。我们维持安踏“买入”评级以及 118.8 港元目标价不变。

- **2Q25 流水符合预期，Fila 表现优于安踏品牌：**安踏品牌 2Q25 流水同比增长低单位数，未达到公司运营目标。受短期渠道升级改造的影响，线下流水同比增长低单位数。线上流水同比增长低单位数，主要是公司面对较大的竞争压力，采取了较为克制的折扣所致。安踏品牌线上折扣同比加深低单位数，线下折扣同比小幅改善，整体库销比维持在 5 个月左右。Fila 2Q25 流水同比增长中单位数的上限水平，符合公司运营目标。其中，Fila 经典大货流水同比增长高单位数，高于儿童与潮牌，而电商同比增长低双位数。Fila 线上与线下的折扣均同比加深低单位数。迪桑特、可隆与 Maia Active 依然维持较高的流水增速，分别增长 40%-45%，70%-75%以及 30%以上。
- **管理层对 2H25 谨慎乐观，并维持 2025 全年流水目标：**尽管安踏品牌 1H25 整体流水增速低于公司设定的时序进度，但管理层依然维持安踏品牌 2025 全年高单位数流水增长的目标不变。这意味着 2H25 的流水（占全年销售额的 55%-60%）增速至少达到高单位数范围的上限。管理层的信心主要来源于（1）上半年对部分加盟商门店的改造升级有望在下半年带来正向的帮助，（2）电商渠道管理人员以及结构的调整有望在下半年驱动线上流水的改善。另外，管理层对 Fila 完成全年中单位数流水增长目标以及其他品牌完成全年 30%以上流水增长目标充满信心。但管理层也表示其他品牌（包括迪桑特与可隆）下半年在高基数的影响下增速相较上半年将有所放缓。
- **1H25 业绩展望：**我们预计 1H25 安踏品牌的收入增长略高于流水表现，而 Fila 的收入增速基本与流水匹配。尽管安踏品牌与 Fila 的整体折扣水平同比有所加深，但品牌结构的改善（其他品牌的流水增速远高于 Fila 与安踏）有望部分抵消折扣与渠道结构的影响，令毛利率同比微跌。管理层表示公司 1H25 对于市场营销以及产品研发方面的投入都较为克制。我们预计安踏品牌的经营利润率同比小幅扩张（主要受益于广告宣传费用率的降低以及政府补贴的增加），而 Fila 的经营利润率同比有所降低（主要是由于 1H24 库存减值准备的回拨）。因此，1H25 整体的经营利润率可能同比持平或小幅微降。
- **投资风险：**行业需求放缓；安踏收入低于预期；Fila 品牌力下降。

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	79,836	87,458	93,780
同比变动（%）	16.2%	13.6%	12.7%	9.5%	7.2%
归母净利润	10,236	15,596	13,995	15,882	17,535
同比变动（%）	34.9%	52.4%	-10.3%	13.5%	10.4%
归母净利润（剔除联营公司影响）	10,954	11,729	12,823	14,569	16,117
同比变动（%）	44.3%	7.1%	9.3%	13.6%	10.6%
PE（X）	22.6	15.6	17.3	15.3	13.8
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

林闻嘉
首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

2025 年 7 月 15 日

评级

买入

目标价（港元）	**118.8**
潜在升幅/降幅	**+32.3%**
目前股价（港元）	89.8
52 周内股价区间(港元)	65.55-107.5
总市值（百万港元）	252,088
近 3 月日均成交额(百万港元)	759.4

注：截至 2025 年 7 月 15 日收盘价

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

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

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**	**79,836**	**87,458**	**93,780**
同比	*16.2%*	*13.6%*	*12.7%*	*9.5%*	*7.2%*
销售成本	-23,328	-26,794	-29,965	-32,436	-34,516
毛利	**39,028**	**44,032**	**49,871**	**55,022**	**59,264**
毛利率	*62.6%*	*62.2%*	*62.5%*	*62.9%*	*63.2%*
销售费用	-21,673	-25,647	-28,785	-31,289	-33,406
管理费用	-3,693	-4,198	-4,568	-5,046	-5,383
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**	**18,576**	**20,787**	**22,575**
经营利润率	*24.6%*	*23.4%*	*23.3%*	*23.8%*	*24.1%*
核心经营溢利	**15,367**	**16,595**	**18,576**	**20,787**	**22,575**
核心经营利润率	*24.6%*	*23.4%*	*23.3%*	*23.8%*	*24.1%*
同比	*36.8%*	*8.0%*	*11.9%*	*11.9%*	*8.6%*
净融资成本	991	1,388	1,060	1,522	2,099
税前溢利	**15,640**	**21,884**	**20,809**	**23,622**	**26,092**
所得税开支	-4,363	-4,895	-5,345	-6,073	-6,716
所得税率	*26.7%*	*27.2%*	*27.2%*	*27.2%*	*27.2%*
少数股东权益	-1,041	-1,393	-1,469	-1,667	-1,841
归母净利润	**10,236**	**15,596**	**13,995**	**15,882**	**17,535**
归母净利率	*16.4%*	*22.0%*	*17.5%*	*18.2%*	*18.7%*
同比	*35%*	*52%*	*-10%*	*13%*	*10%*
归母净利润（剔除联营公司影响）	**10,954**	**11,729**	**12,823**	**14,569**	**16,117**
归母净利率（剔除联营公司影响）	**18%**	**17%**	**16%**	**17%**	**17%**
同比	44%	7%	9%	14%	11%

现金流量表

(百万人民币)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
税前溢利	15,640	21,884	20,809	23,622	26,092
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	241	227
利息支出	521	626	333	333	333
利息收入	-1,470	-1,846	-1,710	-2,171	-2,748
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	20,892	23,571	25,650
存货增加	1,339	-3,410	909	-812	-684
应收贸易账款及其他流动资产变动	-1,189	-362	-431	-731	-606
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	-132	1,090	917
应付关连人士款项变动	7	65	-76	0	0
已付所得税	-3,584	-4,532	-5,331	-6,073	-6,716
经营活动所得（所用）现金净额	**18,593**	**15,486**	**16,032**	**17,046**	**18,561**
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	1,710	2,171	2,748
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	-2,088	0	0
投资活动所用现金净额	**-24,752**	**-13,609**	**-2,001**	**511**	**1,088**
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	-6,298	-7,147
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**	**-6,631**	**-7,480**
现金及现金等价物变动	-2,688	-3,884	7,564	10,926	12,169
于年初的现金及现金等价物	17,378	15,228	11,390	18,954	29,879
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	18,954	29,879	42,048

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	4,010	3,779	3,562
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**	**62,422**	**62,294**	**61,982**
其他金融资产	1,333	3,869	3,869	3,869	3,869
存货	7,210	10,760	9,851	10,664	11,348
应收账款	3,732	4,463	4,375	4,792	5,139
其他应收账款	3,135	2,762	3,281	3,594	3,854
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	18,954	29,879	42,048
流动资产	**52,140**	**52,482**	**59,330**	**71,799**	**85,258**
借贷	3,996	8,583	8,583	8,583	8,583
应付贸易账款	3,195	4,332	4,187	4,532	4,823
租赁负债	2,701	3,179	3,179	3,179	3,179
其他应收款	7,842	9,017	9,031	9,775	10,402
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**	**28,399**	**29,489**	**30,407**
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	69,319	78,904	89,292
非控股权益	4,550	5,010	6,479	8,146	9,987
权益	**56,010**	**66,739**	**76,069**	**87,321**	**99,550**

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	4.82	5.46	6.03
每股销售额	21.75	23.58	26.57	29.11	31.21
每股股息	1.88	2.11	2.17	2.46	2.71
同比变动					
收入	16.2%	13.6%	12.7%	9.5%	7.2%
经营溢利	36.8%	8.0%	11.9%	11.9%	8.6%
归母净利润	34.9%	52.4%	-10.3%	13.5%	10.4%
摊薄每股收益	40.0%	2.2%	9.3%	13.6%	10.6%
费用与利润率					
毛利率	62.6%	62.2%	62.5%	62.9%	63.2%
经营利润率	24.6%	23.4%	23.3%	23.8%	24.1%
归母净利率	16.4%	22.0%	17.5%	18.2%	18.7%
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%	12.6%	12.6%
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	2.1	2.4	2.8
现金比率 (x)	1.2	1.6	1.6	1.5	1.4
负债/权益 (%)	70%	74%	66%	59%	53%
估值					
市盈率 (x)	22.6	15.6	17.3	15.3	13.8
市销率 (x)	3.8	3.5	3.1	2.9	2.7
股息率	2.1%	2.4%	2.4%	2.7%	3.0%

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

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
安踏品牌	**▲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**	**▲增长 高单位数**	**▲增长 低单位数**
安踏大货	▲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	▲增长 高单位数	▲增长 低单位数
安踏童装	▲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	▲增长 高单位数	▲增长 低单位数
安踏电商	▲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	▲增长 10-20%低段	▲增长 低单位数
Fila	**▲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**	**▲增长 高单位数**	**▲增长 中单位数**
Fila 大货	▲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	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数
Fila 潮牌	▲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	▲增长 10-20%中段	▲增长 中单位数
Fila 儿童	▲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	▲增长 10-20%低段	▲增长 中单位数
Fila 电商	▲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	▲增长 10-20%高段	▲增长 10-20%低段
其他品牌	**▲增长 45-50%**	**▲增长 55-60%**	**▲增长 25-30%**	**▲增长 40-45%**	**▲增长 45-50%**	**▲增长 50-55%**	**▲增长 ~70%**	**▲增长 50-55%**
迪桑特	▲增长 40-45%	▲增长 50-55%	▲增长 20-25%	▲增长 35-40%	▲增长 35-40%	▲增长 45-50%	▲增长 ~60%	▲增长 40-45%
可隆	▲增长 65-70%	▲增长 65-70%	▲增长 近 50%	▲增长 60-65%	▲增长 65-70%	▲增长 60-65%	▲增长 ~100%	▲增长 70-75%

资料来源：公司资料、浦银国际

图表 3：安踏 2025 年上下半年与全年盈利预测

百万人民币	1H24A	1H25E	YoY	2H24A	2H25E	YoY	2024A	2025E	YoY
收入	**33,735**	**38,214**	**13%**	**37,091**	**41,622**	**12%**	**70,826**	**79,836**	**13%**
销售成本	**-12,117**	**-13,699**	**13%**	**-14,677**	**-16,266**	**11%**	**-26,794**	**-29,965**	**12%**
毛利润	**21,618**	**24,515**	**13%**	**22,414**	**25,357**	**13%**	**44,032**	**49,871**	**13%**
毛利率	**64.1%**	**64.2%**		**60.4%**	**60.9%**		**62.2%**	**62.5%**	
其他收益	809	900	11%	1,599	1,158	-28%	2,408	2,058	-15%
营业费用	**-13,767**	**-15,664**	14%	**-16,078**	**-17,688**	10%	**-29,845**	**-33,353**	12%
经营利润	**8,660**	**9,750**	13%	**7,935**	**8,826**	11%	**16,595**	**18,576**	12%
经营利润率	**25.7%**	**25.5%**		**21.4%**	**21.2%**		**23.4%**	**23.3%**	
联营公司盈利/亏损	-19	450	-2468%	217	723	233%	198	1,173	492%
其他盈利	1,579	0	n.m.	2,124	0	n.m.	3,703	0	n.m.
财务支出	710	650	-8%	678	410	-39%	1,388	1,060	-24%
税前盈利	**10,930**	**10,850**	**-1%**	**10,954**	**9,959**	**-9%**	**21,884**	**20,809**	**-5%**
所得税	-2,511	-2,930	17%	-2,384	-2,416	1%	-4,895	-5,345	9%
少数股东权益	-698	-700	0%	-695	-769	11%	-1,393	-1,469	5%
归母净利润	**7,721**	**7,221**	**-6%**	**7,875**	**6,775**	**-14%**	**15,596**	**13,995**	**-10%**
归母净利润率	**22.9%**	**18.9%**		**21.2%**	**16.3%**		**22.0%**	**17.5%**	

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、浦银国际预测

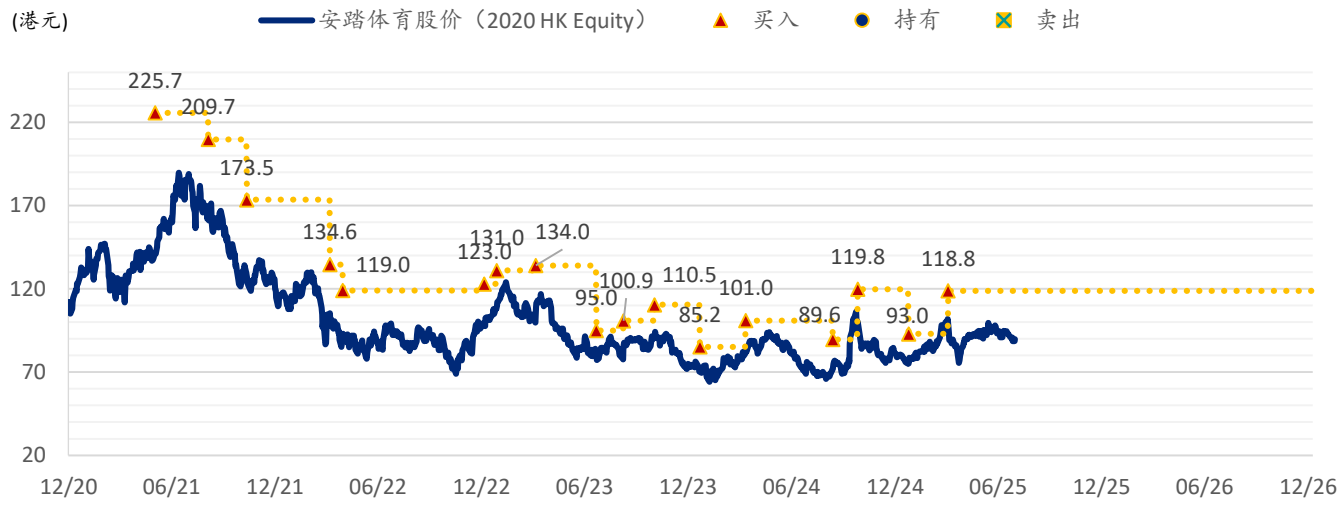
图表 4：SPDBI 财务预测变动

（人民币百万）	2025E	2026E	2027E
营业收入			
旧预测	78,838	86,085	92,074
新预测	79,836	87,458	93,780
变动	1.3%	1.6%	1.9%
归母净利润			
旧预测	13,965	15,917	17,524
新预测	13,995	15,882	17,535
变动	0.2%	-0.2%	0.1%

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 7 月 15 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	15.9	持有	18.31	2025 年 7 月 3 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	89.8	买入	118.8	2025 年 7 月 15 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	3.09	买入	3.60	2025 年 5 月 22 日	运动服饰零售
YUMC.US Equity	百胜中国	47.5	买入	61.5	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	375.0	买入	479.7	2025 年 5 月 1 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	14.0	买入	20.3	2025 年 4 月 14 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	15.4	持有	16.6	2025 年 5 月 23 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	19.3	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	37.5	买入	43.2	2025 年 6 月 9 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	26.8	买入	34.3	2025 年 3 月 18 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	55.1	买入	69.2	2025 年 4 月 7 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	8.4	持有	9.2	2025 年 5 月 8 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	50.8	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	27.4	持有	32.1	2024 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	16.6	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	4.6	买入	6.65	2025 年 4 月 1 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	28.0	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	13.1	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	263.2	买入	293.9	2025 年 6 月 23 日	新零售
6181.HK Equity	老铺黄金	888.0	买入	857.0	2025 年 5 月 12 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	81.3	买入	115.0	2025 年 4 月 28 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	56.5	买入	82.2	2025 年 3 月 27 日	化妆品
2145.HK Equity	上美股份	80.3	买入	55.0	2025 年 3 月 23 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	50.3	持有	52.2	2025 年 2 月 4 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	44.1	持有	39.1	2025 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	35.5	买入	41.1	2025 年 5 月 23 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	25.6	买入	32.9	2024 年 11 月 27 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	32.6	买入	41.1	2024 年 11 月 27 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	22.4	持有	28.1	2024 年 11 月 3 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	13.7	持有	14.8	2025 年 3 月 31 日	酒店
9961.HK Equity	携程集团	490.4	买入	610.6	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
TCOM.US Equity	携程集团	61.7	买入	78.0	2025 年 5 月 22 日	线上旅游
780.HK Equity	同程旅行	21.1	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 15 日收盘，美股截至 2025 年 7 月 14 日收盘

资料来源：Bloomberg、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团－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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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