

公司報告

安踏體育 (2020 HK)

主品牌重塑風險已被消化

- 上半年業績符合預期，運營費用控制抵消了產品結構導致的毛利率下滑
- 安踏主品牌收入指引下調(高單位數%→中單位數%)；戶外品牌收入指引上調(30%→40%)
- 由於稅率上調和少數股東權益影響，淨利潤預測下調 6%；目標價基於 22.5 倍 26 年中市盈率；增持

戶外品類的強勁表現抵消安踏主品牌重塑帶來的影響

安踏集團上半年業績整體符合我們預期：收入同比增長 14.3%，達到 385 億元人民幣，主要受益於戶外及專業品牌持續強勁增長（同比+61.1%）以及 FILA 品牌/安踏主品牌穩健增長（同比+8.6%/5.4%）。毛利率录得 63.4%，較我們預期低約 1 個百分點，主要受電商渠道占比上升及促銷力度加大影響，而這些因素在安踏主品牌重塑期間尤為顯著。儘管如此，經營利潤率录得 26.3%，高於預期，得益於嚴格的成本控制以及集團層面運營杠杆的持續改善。在電話會議中，管理層下調了安踏主品牌 25 財年收入指引，由原先的高單位數增長調整為中單位數增長；同時上調了戶外及專業品牌的收入指引，由同比增長 30% 提升至 40%，體現出管理層對集團多品牌平台擴展能力的信心不斷增強。我們認為，安踏主品牌的展望轉弱並不意外，尤其是參考此前 [李寧](#) 和 [特步](#) 的業績表現，它們也呈現出類似的謹慎態度且未調整指引。安踏主品牌的重塑更偏向戰略性調整而非被動應對，重點聚焦於產品升級、渠道優化以及品牌長期健康發展。與此同時，海外銷售同比增長超過一倍，新业态門店（如“Champion”、“Super ANTA”）也展現出良好的門店效率。財報發布後股價回調約 2%，考慮到集團維持 20–25% 的經營利潤率指引不變，以及高毛利品牌增長勢頭加快，我們認為這更像是市場的短期反應。鑑於公司當前估值僅為 18 倍市盈率（低於歷史均值），以及與 MUSINSA 等品牌合作所帶來的增長潛力，我們認為市場低估了安踏的長期盈利可見度，故此重申增持評級。

電話會要點

- 庫存周轉天數小幅上升至 136 天（受 Jack Wolfskin 收購整合影響）。但管理層表示庫存周轉保持健康，並持續密切跟蹤渠道去化情況。
- 電商渠道貢獻了集團銷售額的 34.8%，同比增長 17.6%。

盈利調整，估值與風險

- 我們將 2025–27 年收入預測上調約 3%，但將同期毛利率預測下調 0.9 至 2.2 個百分點，以反映產品結構及渠道組合變化所帶來的持續影響。
- 我們將 2025–27 年淨利潤預測下調 6–10%，主要由於有效稅率上調 4.0 個百分點，與 Amer Sports 上市事項導致少數股東權益比例上升了 3.0 個百分點。
- 我們的目標價基於 26 年中 22.5 倍市盈率（此前為 25 年底 22.0 倍），這一估值仍代表 2015 年以來的長期平均水平。
- **關鍵風險：**非理性去庫存，戶外品類銷售放緩，品牌運營失敗。

盈利預測及估值

截至 12 月 31 日 (百萬元人民幣)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	62,356	70,826	80,618	89,924	98,486
同比增長	16.2%	13.6%	13.8%	11.5%	9.5%
可歸屬淨利潤	10,236	15,596	13,621	15,428	17,283
經調整攤薄每股盈利 (人民幣)	3.69	5.55	4.82	5.46	6.12
同比增長	33.7%	50.5%	-13.1%	13.3%	12.0%
市盈率 (倍)	25.5x	16.9x	19.5x	17.2x	15.3x

資料來源：公司資料、招商證券（香港）預測；股價截至 2025 年 8 月 27 日

黃銘謙

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

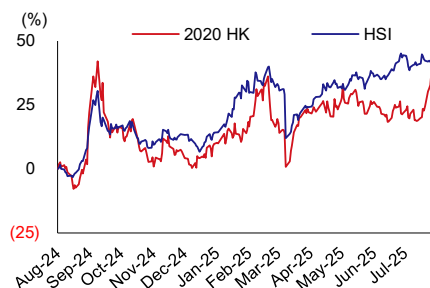
最新變動

上半年業績大致符合預期，但由於稅率上調和少數股東權益影響，我們下調淨利潤預測。

增持

前次評級	增持
股價 (2025 年 8 月 27 日)	101.4 港元
12 個月目標價 (上漲/下跌空間)	121.0 港元 (+19.0%)
前次目標價	118.0 港元

股價表現



資料來源：彭博；股價截至 2025 年 8 月 27 日

%	1m	6m	12m
2020 HK	11.2	14.4	41.5
恒生指數	(0.6)	7.0	42.1

行業：消費

恒生指數 (2025 年 8 月 27 日)	25,188
------------------------	--------

重要數據

52 周股價區間 (港元)	68.4 – 107.5
市值 (百萬元)	284,935
日均成交量 (百萬股)	6.4

主要股東

Anta International Group	42.79%
Anda Holdings	5.73%
Anda Investment	4.11%
其他	2.38%
總股數 (百萬股)	2,807
自由流通量	45.0%

資料來源：彭博

相關報告

1. Anta Sports (2020 HK) - Quality growth ahead (增持) (2025/3/19)
2. 安踏體育 (2020 HK) - 亞瑪芬三季度業績帶來積極影響 (增持) (2024/11/20)
3. Anta Sports (2020 HK) - Strength in Outdoor mitigated a weak Filafila (增持) (2024/8/27)

25 年上半年业绩亮点

主要财务指标

- 收入达人民币 385 亿元，同比增长 14.3%，在宏观波动背景下，得益于稳健的消费需求和多品牌协同执行。电子商务收入占比上升至 34.8%，高于 24 年上半年的 33.8%，绝对值同比增长 17.6%，主要得益于天猫、京东、抖音等平台的强劲表现。
- 毛利润增至人民币 244 亿元，同比增长 13.0%，毛利率微降 0.7 个百分点至 63.4%，主要由于电子商务及鞋类业务占比提升。
- 经营利润同比增长 17.0% 至人民币 101 亿元，利润率提升 0.6 个百分点至 26.3%，反映出严格的成本管控和运营效率的提升。
- 归属于股东的调整后净利润同比增长 7.1% 至人民币 66 亿元，不包括上年度亚玛芬上市收益；报告期内净利润同比增长 14.5%，至人民币 70 亿元。
- 基本每股收益为人民币 2.53 元，同比下降 8.0%，主要由于股份变动及 2024 年上半年没有一次性收益。
- 中期股息每股 1.37 港元，同比增长 16.1%，占归属母公司利润的 50.2%。

营运资金、库存及门店网络

- 2025 年上半年经营活动净现金流入为人民币 109.3 亿元，彰显各业务板块核心运营的强劲现金创造能力。
- 自由现金流入为人民币 75.5 亿元，同比略降 0.9%，主要由于：
 - 投资收购 JACK WOLFSKIN (人民币 21.6 亿元)。
 - 零售升级及数字化基础设施的资本性支出增加。
 - 押金及定期存款增加 (人民币 46.6 亿元)，反映了审慎的资金管理。
- 净现金头寸依然强劲，达人民币 315.4 亿元，同比基本持平，为未来增长及股东回报提供充足流动性保障。
- 存货周转天数增加至 136 天 (24 年上半年为 114 天)，同比上升 22 天，部分原因包括：
 - 为旺季新品上市及新店开业提前备货。
 - Jack Wolfskin 并购影响。
 - 品牌及品类产品组合更加丰富，以支持差异化。
- 全球门店总数已超过 13,000 家，覆盖中国内地、东南亚、中东及欧洲。主要门店扩张目标 (截至 2025 年底) 为：
 - 安踏：7,000–7,100 家
 - 安踏儿童：2,600–2,700 家
 - Fila (包括 Fila Kids 及 Fusion)：2,100–2,200 家
 - Descente：260–270 家
 - Kolon Sport：200–210 家
 - Maia Active：50–60 家

按品牌划分的主要财务明细

安踏品牌

- 收入：人民币 169.5 亿元，同比增长 5.4%。增长动力源自高性能产品创新、零售门店升级（如 Super Store、SneakerVerse），以及向东南亚和中东等海外市场的扩张。
- 毛利率为 54.9%，同比下降 1.7 个百分点，主要由于电子商务渠道占比提升，而该渠道的毛利率通常低于线下直营和批发渠道。品牌加大了对高性能运动服饰的投入，包括先进跑鞋和户外装备，但更高的投入成本及研发支出亦对毛利率造成压力。尽管存在这些压力，品牌的销量增长和产品升级一定程度上缓解了相关影响。
- 经营利润率提升 1.5 个百分点至 23.3%，体现了直营渠道转型带来的效率提升。

FILA 品牌

- 收入：人民币 141.8 亿元，同比增长 8.6%，主要得益于网球、高尔夫及女性细分市场的持续增长动力；Fila Fusion 与 Fila Kids 同样表现优异。
- 毛利率为 68.0%，同比下降 2.2 个百分点，主要由于鞋类产品组合占比提升，而鞋类产品的毛利率通常低于服装。战略性产品升级（如网球与高尔夫品类、功能性运动服饰）导致生产和研发成本增加。为推动新品上市及渠道扩张而进行的促销亦在短期内对毛利率形成压力。
- 因战略性产品升级投入以及鞋类占比提升，经营利润率小幅下降 0.9 个百分点至 27.7%。

其他所有品牌（如 Descente、Kolon Sport、Maia Active、Jack Wolfskin 等）

- 收入为人民币 74.1 亿元，同比增长 61.1%，主要受益于增长最快的业务板块，以及其在户外和高性能细分市场的高端定位。
- 毛利率为 73.9%，同比增加 1.2 个百分点，得益于高端定价能力，尤其表现于 Descente 和 Kolon Sport 品牌。Maia Active 亦因专注瑜伽及亚洲女性运动人群而表现突出。
- 经营利润率大幅提升 3.3 个百分点至 33.2%，突显品牌差异化和规模杠杆的有效性。
- Descente 和 Kolon Sport 成为主要增长驱动力；2025 年 5 月完成收购后，Jack Wolfskin 的整合工作正在推进中。

分析师电话会议问答要点

品牌业绩亮点

- 安踏主品牌持续推进“大众定位，专业突破”战略，凭借强有力的产品 IP（如 PG7 跑鞋、Mach 系列、Storm Armor 裤装），新店型拓展顺利，海外收入同比增长超过 150%。
- FILA 专注于四大支柱（专业、生活方式、潮流、童装），品牌在中产阶层消费者中吸引力不断增强，并由快节奏创新转向深度品牌运营。
- Descente 和 Kolon 表现优异，受益于高端定位、强劲的销货表现以及新品成功。Descente 门店人均产值提升至人民币 270 万元/店，Kolon 积极拓展华东及华南市场，并在各渠道实现强劲增长。

零售网络、数字化与 ESG

- 安踏的多品牌零售网络现已涵盖 13,000 余家门店，高效业态（如 Champion 门店、Super ANTA）实现了显著增长。
- 电子商务贡献了集团 34.8% 的销售额，同比增长 17.6%。公司亦在 AI 驱动的产品设计、零售自动化及消费者分析领域不断取得进展。
- ESG 方面，安踏推出了超过一百万件可持续产品，并成为首家承诺逐步淘汰 PFAS 的中国体育品牌，同时被纳入恒生 ESG 50 指数。

库存、资本配置与并购

- 库存周转天数小幅上升至 136 天（部分由于 Jack Wolfskin 并表），但管理层继续保持良好的库存周转，并密切追踪渠道动销。
- 安踏继续承诺 50% 以上的股息派息比率，截至 6 月底已完成 20 亿港元的股份回购。
- 并购方面，安踏依然保持机会主义但严格审慎的策略，近期投资了 MESA（多品牌零售平台），并持续推进 Jack Wolfskin 的全球复兴计划，预计于 2026 年重新上市。

全球扩张与品类聚焦

- 安踏的海外战略持续推进，东南亚收入近乎翻倍，并已进入中东及美国等新兴市场。公司 PCT 跑鞋在美国专业市场跻身畅销榜单，首家洛杉矶旗舰店已计划落地。
- 具有长期增长潜力的关键品类包括跑步、篮球、户外、儿童鞋履及网球，Super ANTA 门店通过拓展产品宽度以满足全场景消费需求。

图1: 盈利调整

RMB mn	New			Old			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	80,618	89,924	98,486	78,058	87,121	97,245	3.3%	3.2%	1.3%
Gross Profit	49,573	55,180	60,595	48,703	54,918	61,977	1.8%	0.5%	-2.2%
Operating Profit	18,444	20,360	22,526	18,015	20,213	23,153	2.4%	0.7%	-2.7%
Net profit	13,621	15,428	17,283	14,518	16,599	19,236	-6.2%	-7.1%	-10.1%
GPM	61.5%	61.4%	61.5%	62.4%	63.0%	63.7%	-0.9ppt	-1.7ppt	-2.2ppt
OPM	22.9%	22.6%	22.9%	23.1%	23.2%	23.8%	-0.2ppt	-0.6ppt	-0.9ppt
NPM	16.9%	17.2%	17.5%	18.6%	19.1%	19.8%	-1.7ppt	-1.9ppt	-2.2ppt

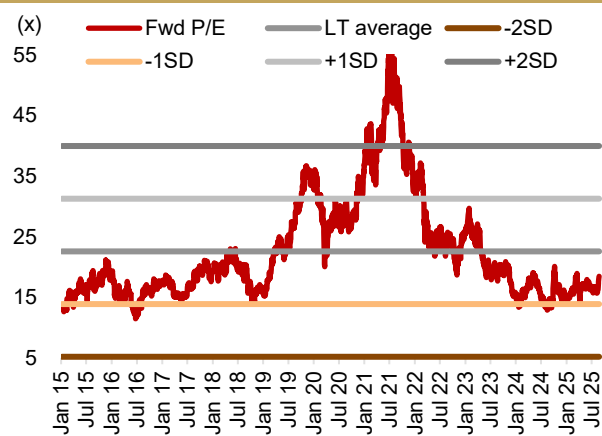
资料来源: 公司数据、招商证券 (香港) 预测

图2: 招证预测对比一致预测

RMB mn	CMS			Consensus			Diff (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	80,618	89,924	98,486	79,206	87,261	95,011	1.8%	3.1%	3.7%
Gross Profit	49,573	55,180	60,595	49,191	54,497	59,565	0.8%	1.3%	1.7%
Operating Profit	18,444	20,360	22,526	18,176	20,258	22,289	1.5%	0.5%	1.1%
Net profit	13,621	15,428	17,283	13,550	15,308	17,062	0.5%	0.8%	1.3%
GPM	61.5%	61.4%	61.5%	62.1%	62.5%	62.7%	-0.6ppt	-1.1ppt	-1.2ppt
OPM	22.9%	22.6%	22.9%	22.9%	23.2%	23.5%	-0.1ppt	-0.6ppt	-0.6ppt
NPM	16.9%	17.2%	17.5%	17.1%	17.5%	18.0%	-0.2ppt	-0.4ppt	-0.4ppt

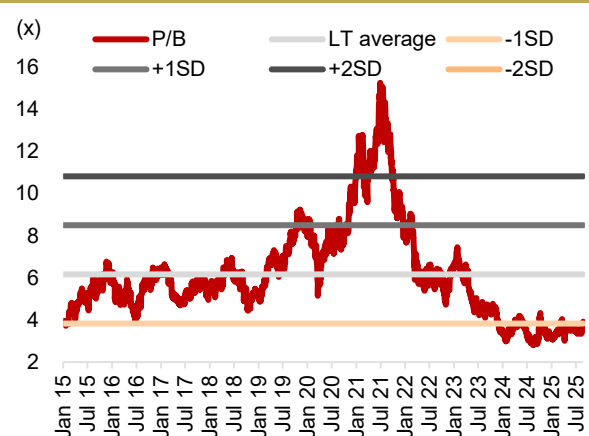
资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

图3: 前瞻市盈率水平



资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 预测

图4: 市净率水平



资料来源: 彭博、招商证券 (香港)

财务预测表

资产负债表

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
物业, 厂房及设备	4,143	4,687	4,792	4,900	5,010
使用权资产	8,085	9,826	12,344	15,508	19,482
与联营公司的投资	9,283	14,669	14,669	14,669	14,669
其他非流动性资产	18,577	30,951	31,055	30,975	31,081
非流动性资产总值	40,088	60,133	62,861	66,052	70,242
库存	7,210	10,760	12,467	13,953	15,216
应收账款及预付款	6,916	7,306	8,316	9,276	10,159
其他金融资产	1,333	3,869	3,869	3,869	3,869
存款	21,453	19,157	19,157	19,157	19,157
银行结余及现金	15,228	11,390	17,306	23,980	30,939
流动性资产总值	52,140	52,482	61,115	70,235	79,340
资产总值	92,228	112,615	123,975	136,287	149,582
应付款项	11,008	13,349	15,467	17,310	18,877
应付关联方款项	29	0	0	0	0
银行借款	3,996	8,583	8,583	8,583	8,583
其他流动负债	5,558	6,661	6,661	6,661	6,661
流动负债	20,591	28,593	30,711	32,554	34,121
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
银行借款	10,948	12,233	12,233	12,233	12,233
其他借款	4	4	4	5	6
拨备	(4)	(4)	(4)	(5)	(6)
非流动负债	15,627	17,283	17,283	17,283	17,283
总负债	36,218	45,876	47,994	49,837	51,404
股本	272	271	271	271	271
储备	51,188	61,458	68,665	76,828	85,973
非控股权益	4,550	5,010	7,045	9,351	11,933
权益总额	56,010	66,739	75,981	86,450	98,177
权益与负债总额	92,228	112,615	123,975	136,287	149,582

现金流量表

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	10,236	15,596	13,621	15,428	17,283
财务成本	-991	-1,388	-1,051	-1,376	-1,742
应占联营公司溢利	718	-198	-1,230	-1,649	-1,908
折旧与摊销	-4,987	-5,453	-6,373	-7,928	-9,451
营运资金变动	1,652	-2,182	-599	-603	-579
其它	17,369	15,261	22,131	26,837	31,443
已付所得税及其它	-4,363	-4,895	-5,069	-5,651	-6,310
经营活动现金流	19,634	16,741	21,430	25,059	28,737
资本支出	-1,161	-2,258	-1,263	-1,291	-1,320
投资	-160	-133	-88	-92	-89
其他	-24,472	-12,473	-7,750	-9,736	-12,232
投资活动现金流	-25,793	-14,864	-9,100	-11,119	-13,640
已付股息	-4,250	-7,029	-6,414	-7,265	-8,138
股权融资	0	0	0	0	0
其他	7,721	1,268	0	0	0
融资活动现金流	3,471	-5,761	-6,414	-7,265	-8,138
净现金流	-2,688	-3,884	5,916	6,674	6,959

利润表

百万人民币	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	62,356	70,826	80,618	89,924	98,486
销售成本	-23,328	-26,794	-31,045	-34,744	-37,891
毛利	39,028	44,032	49,573	55,180	60,595
经销开支	-21,673	-25,647	-28,619	-31,743	-34,470
行政开支	-3,693	-4,198	-4,918	-5,485	-6,008
其他	1,705	2,408	2,408	2,408	2,408
经营溢利	15,367	16,595	18,444	20,360	22,526
财务成本	991	1,388	1,051	1,376	1,742
其他收益 (成本)	-718	3,901	1,230	1,649	1,908
税前利润	15,640	21,884	20,725	23,384	26,175
所得税开支	-4,363	-4,895	-5,069	-5,651	-6,310
净利润	11,277	16,989	15,656	17,733	19,866
非控股权益	-1,041	-1,393	-2,035	-2,305	-2,583
本公司拥有人应占利润	10,236	15,596	13,621	15,428	17,283
每股基本盈利 (人民币)	3.69	5.55	4.82	5.46	6.12
每股股息 (人民币)	1.97	2.36	2.21	2.50	2.80

财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
同比增长率变化					
收入	16.2%	13.6%	13.8%	11.5%	9.5%
毛利	20.8%	12.8%	12.6%	11.3%	9.8%
经营利润	36.8%	8.0%	11.1%	10.4%	10.6%
净利润	34.9%	52.4%	-12.7%	13.3%	12.0%
每股盈利	29.4%	22.6%	11.9%	13.3%	12.0%
利润率					
毛利润率	62.6%	62.2%	61.5%	61.4%	61.5%
经营利润率	24.6%	23.4%	22.9%	22.6%	22.9%
净利润率	16.4%	22.0%	16.9%	17.2%	17.5%
流动性					
应收账款天数	21.8	23.0	23.0	23.0	23.0
库存天数	112.8	146.6	146.6	146.6	146.6
应付账款天数	172.2	181.8	181.8	181.8	181.8
现金周转天数	-37.6	-12.3	-12.3	-12.3	-12.3
现金流与杠杆率					
自由现金流	18,473	14,483	20,167	23,768	27,417
净负债率	-58.4%	-32.9%	-36.7%	-40.0%	-42.3%
股息分配比率	51.6%	50.4%	50.4%	50.4%	50.4%
股息率	1.8%	2.2%	2.1%	2.3%	2.6%
回报分析					
ROE	23.8%	27.6%	20.8%	21.1%	21.2%
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
净利润率	16.4%	22.0%	16.9%	17.2%	17.5%
财务杠杆	1.6	1.7	1.6	1.6	1.5
ROA	12.7%	15.2%	11.5%	11.9%	12.1%
ROCE	17.9%	20.0%	15.4%	15.7%	15.8%
估值倍数					
P/E (倍)	25.5x	16.9x	19.5x	17.2x	15.3x
P/B (倍)	4.8x	4.1x	3.6x	3.2x	2.8x

资料来源: 公司数据、彭博、招商证券 (香港) 预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
增持	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明，本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法，并不构成任何投资建议。分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称“招商证券”）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828