



李宁 (2331.HK): 市场情绪见底, 内功持续提升; 维持目标价不变

- 何时走出市场情绪的阴霾?** 在李宁公布了强劲的 2022 全年业绩 (全年收入同比增长 56%, 净利润与运营现金流皆同比飞升 136%) 之后, 李宁股价应声下跌 5%。我们分析其背后原因主要包括以下几点: (1) 市场对李宁的投资情绪还未完全从海外势力对李宁 ESG 指控的影响中走出来; (2) 近期, 内地疫情的反复 (尤其在一线城市) 使市场对运动服饰 2Q22 的零售表现产生担忧; (3) 李宁管理层在业绩会上给出的 2022 年指引 (20% 左右的收入增长以及 17-19% 的净利润率) 被认为低于市场预期。对于针对李宁 ESG 的指控, 公司已经通过公告澄清, 并强调那些被点名的供应商与李宁并没有合作关系。而在疫情最严重的当下, 李宁管理层在充分考虑了最坏的可能性以后, 秉持着对市场高度负责的态度, 给出了审慎而又保守的指引。在我们看来, 这正是公司高质量 ESG 的充分体现。李宁目前的估值已回到 19x 2023E (略低于安踏)。我们估计, 市场对李宁的情绪将在未来 1-2 个月逐渐恢复客观和理性, 推动李宁股价逐渐回升。
- 利润率真的没有提升空间了吗?** 在 2021 年净利润率达到 17.8% 之后, 管理层给出了 2022 年净利润率 17-19% 的指引。这使市场倾向于相信公司净利润率已无上升空间。然而, 我们认为公司新品折扣率与零售流水结构都有继续进步的空间, 并将在原材料价格恢复正常以后帮助毛利率继续提升。另一方面, 管理层认为李宁离公司计划中的肌肉型企业的目标依然有较大的差距。公司将在商品运营、渠道管理、全渠道、成本控制、店铺及组织运营效率等方面持续优化。结合收入的高速增长, 公司费用率有望继续降低。
- 维持李宁行业首选:** 我们认为李宁依然是中国运动服饰行业里品牌力与增长潜力最强的企业, 同时具有最显著的国潮基因。我们预测李宁 2022 年收入增长 22% (处于管理层指引的高端), 净利润率达到 18% (与管理层指引相当)。由于 2021 年收入与盈利的超预期增长, 我们对 22/23 年收入预测上调 6%/9%, 净利润上调 11%/15%。基于 36x 2023E P/E 及 1.7x PEG 的估值, 我们维持李宁 116.8 港币的目标价不变。在基本面持续向好的情况下, 我们认为李宁当前的股价被严重低估。李宁依然是我们在中国运动服饰行业里的首选标的。
- 投资风险:** 行业需求放缓、市场竞争加剧、疫情的反复。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,457	22,572	27,495	33,999	40,731
同比变动 (%)	4.2%	56.1%	21.8%	23.7%	19.8%
归母净利润	1,698	4,011	4,943	6,464	8,108
同比变动 (%)	13.3%	136.1%	23.2%	30.8%	25.4%
PE (X)	73	31	25	19	15
ROE (%)	21.5%	26.9%	21.9%	24.6%	26.2%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

林闲嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com

(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师

serena_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2021 年 3 月 21 日

评级

买入

目标价 (港元)	116.8
潜在升幅/降幅	+92.7%
目前股价 (港元)	60.6
52 周内股价区间 (港元)	44.6-108.2
总市值 (百万港元)	158,581
近 3 月日均成交额 (百万港元)	1,195.6

注: 截至 2022 年 3 月 18 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

财务报表分析与预测 - 李宁

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,457	22,572	27,495	33,999	40,731
同比	4%	56%	22%	24%	20%
销售成本	-7,363	-10,603	-12,941	-15,686	-18,440
毛利	7,094	11,969	14,554	18,314	22,291
毛利率	49%	53%	53%	54%	55%
销售费用	-4,425	-6,138	-7,332	-8,859	-10,500
管理费用	-836	-1,095	-1,303	-1,510	-1,716
其他经营收入及收益 (损失)	362	400	350	350	350
经营溢利	2,196	5,136	6,269	8,296	10,426
经营利润率	15%	23%	23%	24%	26%
净融资成本	-32	33	106	148	206
税前溢利	2,248	5,328	6,546	8,619	10,811
所得税开支	-549	-1,317	-1,604	-2,155	-2,703
所得税率	24%	25%	25%	25%	25%
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母净利润	1,698	4,011	4,943	6,464	8,108
归母净利率	12%	18%	18%	19%	20%
同比	13%	136%	23%	31%	25%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
物业、机器及设备	1,065	1,626	1,890	2,114	2,262
使用权资产	1,066	1,333	1,333	1,333	1,333
土地使用权	166	163	159	155	151
无形资产	191	188	190	190	190
其他	2,329	8,294	8,294	8,294	8,294
非流动资产	4,817	11,603	11,865	12,085	12,230
存货	1,346	1,773	2,446	2,965	3,486
应收贸易款项	659	903	1,356	1,677	2,009
其他应收款项—即期部分	65	79	137	170	204
受限制银行存款	1	1	0	0	0
现金及等同现金项目	7,187	14,745	18,051	22,813	28,693
其他	519	771	771	771	771
流动资产	9,777	18,672	22,762	28,395	35,162
应付贸易款项	1,227	1,599	2,305	2,793	3,284
租赁负债—即期部分	361	367	367	367	367
其他应付款项及应计费用	2,501	4,025	4,674	5,780	6,924
当期所得税负债	592	1,308	1,308	1,308	1,308
其他	334	405	405	405	405
流动负债	5,015	7,704	9,059	10,653	12,288
租赁负债	689	956	956	956	956
其他	201	510	510	510	510
非流动负债	889	1,467	1,467	1,467	1,467
股本	228	239	239	239	239
储备	8,459	20,863	23,861	28,120	33,396
非控制性权益	3	3	3	3	3
权益	8,689	21,104	24,102	28,361	33,637

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除所得税前溢利	2,248	5,328	6,546	8,619	10,811
折旧	967	1,363	668	776	932
摊销	61	41	43	46	49
融资开支净额	-87	-130	-173	-215	-273
其他	22	30	0	0	0
未计营运资金变动前之经营溢利	3,211	6,632	7,085	9,226	11,518
存货减少/(增加)	81	-427	-674	-519	-521
应收贸易款项(增加)/减少	-4	-244	-453	-321	-332
其他应收款项减少/(增加)	-68	-14	-59	-33	-34
应付贸易款项(减少)/增加	-121	372	705	489	490
其他应付款项及应计费用增加	253	1,524	650	1,106	1,144
受限制银行存款减少/(增加)	0	0	0	0	0
已付所得税	-589	-1,317	-1,604	-2,155	-2,703
经营活动所得(所用)现金净额	2,763	6,525	5,650	7,794	9,564
购入物业、机器及设备	-594	-1,000	-1,000	-1,000	-1,080
购入土地使用权	-94	4	4	4	4
购入无形资产	-152	-38	-46	-46	-49
已收取利息	169	145	183	225	283
其他	-320	-5,650	469	0	0
投资活动所用现金净额	-992	-6,539	-390	-817	-842
股份发行	189	8,572	0	0	0
为限制性股份奖励计划而购入之股份	0	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	-378	-510	-1,945	-2,205	-2,832
已付利息	0	-45	-10	-10	-10
其他	-325	-421	1	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-513	7,596	-1,954	-2,215	-2,842
现金及现金等价物变动	1,258	7,583	3,307	4,761	5,880
于年初的现金及现金等价物	5,961	7,187	14,745	18,051	22,813
现金及现金等价物汇兑差额	-33	-25	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	7,187	14,745	18,051	22,813	28,693

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (人民币)					
摊薄每股收益	0.68	1.58	1.97	2.58	3.23
每股销售额	5.76	8.89	10.97	13.56	16.25
每股股息	0.20	0.47	0.79	1.03	1.29
同比变动					
收入	4%	56%	22%	24%	20%
经营溢利	42%	134%	22%	32%	26%
归母净利润	13%	136%	23%	31%	25%
摊薄每股收益	33%	134%	25%	31%	25%
费用与利润率					
毛利率	49%	53%	53%	54%	55%
经营利润率	15%	23%	23%	24%	26%
归母净利率	12%	18%	18%	19%	20%
回报率					
平均股本回报率	21%	27%	22%	25%	26%
平均资产回报率	13%	18%	15%	17%	18%
资产效率					
库存周转天数	69	54	69	69	69
应收账款周转天数	17	13	18	18	18
应付账款周转天数	65	49	65	65	65
财务杠杆					
流动比率 (x)	1.9	2.4	2.5	2.7	2.9
速动比率 (x)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
现金比率 (x)	1.4	1.9	2.0	2.1	2.3
负债/权益 (%)					
估值					
市盈率 (x)	72.8	31.2	25.0	19.1	15.2
市销率 (x)	8.6	5.5	4.5	3.6	3.0
股息率	0%	1%	1%	2%	2%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

李宁 2022 年业绩展望

1Q22 至今强劲的零售表现

管理层表示，2022 年截至今日，公司零售流水在较高的基数下延续 2H21 的强劲增长，并在 2H21 的基础上有所加速。具体来说，在 3 月部分城市封城之前，公司线下零售流水增长达到 40%左右，而在封城之后下降至 15%左右。然而电商流水始终维持 60-70%高段的增长。考虑到 2Q22 相对更高的基数以及疫情带来的不确定性，公司保守预计 2Q22 收入增长中个位数。

理性而又保守的 2022 全年展望

基于疫情与外部环境带来的不确定性，公司一如既往给予市场非常理性而又保守的全年业绩展望。管理层计划公司 2022 年收入增长 20%左右(原话: high-teen 至 low-twenty)，净利润率维持 17-19% (原话: high-teen)。我们相信管理层的这一展望是考虑了最坏的可能性而做出的。我们认为这一展望略低于市场预期，但却充分反映了管理层对市场高度负责的态度。管理层表示，“中国李宁”与“李宁 Young”将在 2022 年扮演公司收入主要的增长动力 (40-60%增长)，而李宁大货将维持稳定的收入扩张 (高单位数至低双位数增长)。考虑到原材料价格上涨的因素，管理层预测 2022 年毛利率在最坏的情况下有可能下降 100bps。同时，管理层表示公司在新品零售折扣 (刚回到 2019 年的水平) 与库存年龄方面依然有继续提升的空间，从而帮助抵消原材料对毛利率的影响。费用率在收入增长的帮助下有望继续降低，而净现金的大幅提升将使财务费用继续降低。

巨大的业务提升空间

管理层强调，李宁离计划中的肌肉型企业的目标依然有较大的差距，但正在往正确方向迈进。未来，公司将继续在商品运营、渠道管理、全渠道、成本控制、店铺及组织运营效率等方面提升实力，从而努力打造可持续的运营体系。虽然公司不以短期净利润率提升作为目标，但我们认为在实现其肌肉型企业的目标之前，公司的利润率水平长期依然有较大的提升空间。

李宁 2021 年业绩解析

2H21 业绩远超预期

在疫情的巨大挑战下，李宁在 2H21 取得了惊人的业绩增长，收入同比增长 50%，净利润更是达到同比翻倍，远超我们与市场的预期。毛利率继续大幅扩张 190bps。在正向运营杠杆的作用下，销售费用率与管理费用率同比分别降低 340bps 与 30bps。在收入增长与利润率扩张的双重作用下，经营利润大幅增长 113%，经营利润率同比大幅提升 560bps。2021 年全年经营现金流大幅飞升 136%，经营现金流与净利润比例达到 1.8x，体现了优异的盈利质量。值得注意的是，公司 2021 年渠道库存天数继续降低，而新品占渠道库存的比例达到了 92%（相比 2020 年的 78%），渠道库龄持续优化。2022 年的净现金同比增长 1.5x 至 185 亿人民币。公司全年分红 0.46 人民币每股，分红率达到 30%（与 2020 年相同）。

4Q21 零售流水持续高速增长

在超 20% 的同店增长与店铺数同比扩张的帮助下，李宁 4Q21 的零售流水（不包括“李宁 Young”）同比增长 30-40% 的低段。其中，线下批发与线下直营店的零售流水同比增长 20-30% 的高段，而电商流水增长达 40-50% 的低段。

维持李宁行业首选不变

我们依然认为，李宁在众多中国运动服饰品牌中具有最强的品牌力和增长潜力，并将长期受益于行业结构性消费趋势的演变（参见浦银国际 7 月发布的[中国运动服饰行业深度报告](#)）。我们相信李宁持续强化品牌力、不断提升运营效率以及严格执行渠道库存管理将长期驱动其收入高速增长以及毛利率持续扩张。李宁依然是我们在运动服饰行业里的首选标的。

图表 2：李宁 2020-2021 上下半年利润表现

百万人民币	1H20	1H21	YOY	2H20	2H21	YOY
收入	6,181	10,197	65%	8,276	12,376	50%
销售成本	-3,124	-4,498	44%	-4,238	-6,106	44%
毛利润	3,057	5,699	86%	4,038	6,270	55%
毛利率	49.5%	55.9%		48.8%	50.7%	
经销开支	-1,949	-2,857	47%	-2,476	-3,281	33%
行政开支	-371	-444	20%	-465	-651	40%
营业费用	-2,319	-3,301	42%	-2,941	-3,932	34%
营业费用率	38%	32%		36%	32%	
其他经营收益	161	140	-12%	201	260	29%
经营利润	898	2,538	183%	1,298	2,598	100%
经营利润率	15%	25%		16%	21%	
财务费用	-12	7	N/A	-19	25	N/A
联营公司盈利	22	80	266%	62	80	29%
所得税	-224	-663	196%	-325	-654	101%
净利润	683	1,962	187%	1,015	2,049	102%
净利润率	11%	19%		12%	17%	
少数股东权益	0	0	N/A	0	0	N/A
归母净利润	683	1,962	187%	1,015	2,049	102%
归母净利润率	11%	19%		12%	17%	

资料来源：公司数据，浦银国际

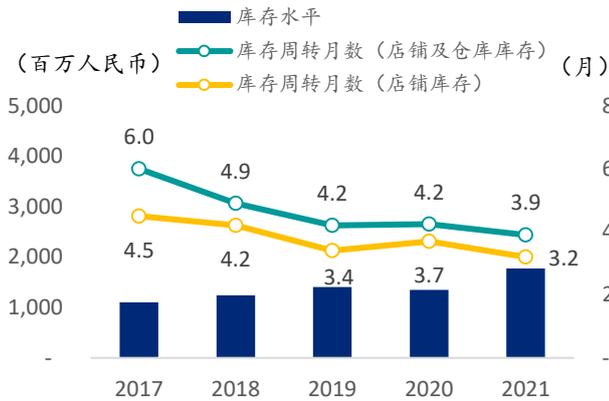
图表 3：SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2022E	2023E	2024E
营业收入			
旧预测	25,892	31,114	N/A
新预测	27,495	33,999	40,731
变动	6.2%	9.3%	N/A
净利润			
旧预测	4,468	5,613	N/A
新预测	4,943	6,464	8,108
变动	10.6%	15.2%	N/A

E=浦银国际预测

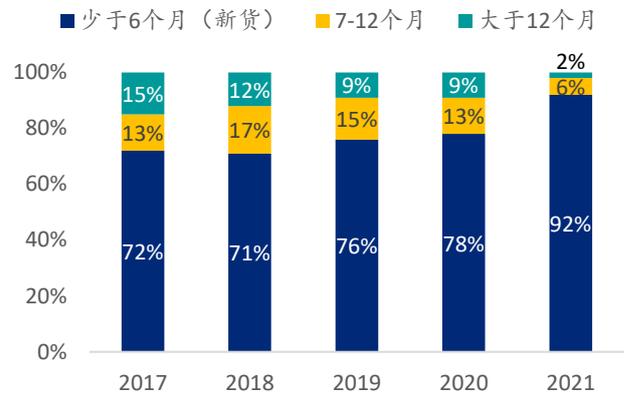
资料来源：浦银国际

图表 4: 李宁 2017-2021 年库存水平及库存周转月数



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: 李宁渠道库存结构, 2017-2021



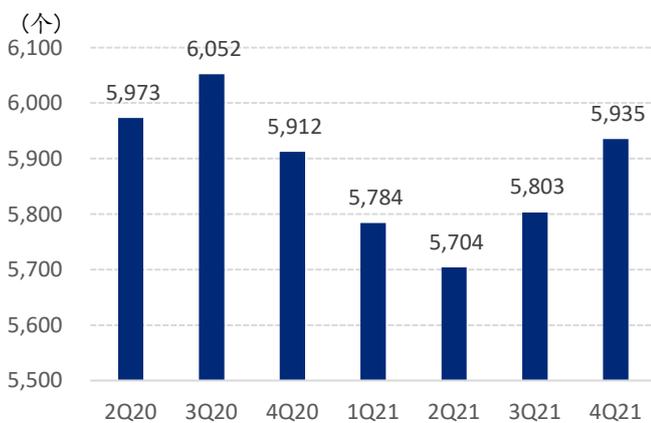
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 6: 李宁各渠道零售流水表现

	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
直营零售	▲增长	▼下降	▼下降	—持平	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
门店增速	17-19%	34-36%	10-13%	中单位数	90-93%	87-89%	34-36%	27-29%	
加盟店	▲增长	▼下降	▼下降	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
增速	40-43%	17-19%	高单位数	低单位数	10-13%	80-83%	90-93%	37-39%	27-29%
电商增速	▲增长								
流水增速	40-43%	10-13%	27-29%	40-43%	34-36%	约 100%	97-99%	54-56%	40-43%
整体零售	▲增长	▼下降	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
流水增速	34-36%	17-19%	中单位数	中单位数	14-16%	87-89%	90-93%	40-43%	30-33%

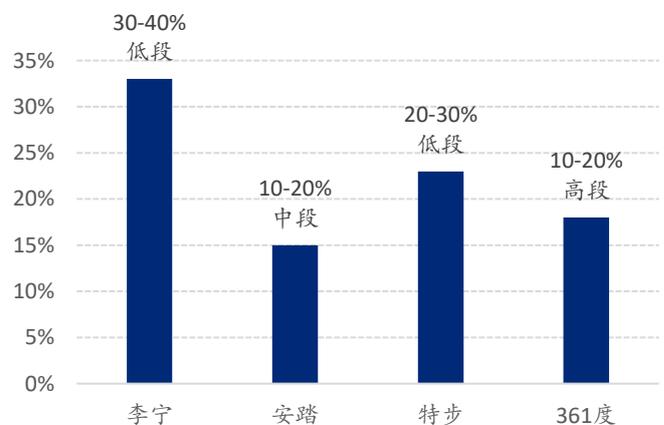
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 7: 李宁季度末成人店铺数量



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 8: 各运动服饰品牌成人零售流水同比增速比较



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 9：运动服饰企业估值表

股份代号	公司名称	股价 (LC)	市值 (百万美元)	PE			EPS 增速			EV/EBITDA		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
运动服饰品牌												
NKE US Equity	耐克公司	125.2	201,472.8	33.9	30.7	24.9	83.6	10.4	23.0	29.3	23.5	19.5
ADS GR Equity	阿迪达斯公司	212.9	45,234.9	21.9	18.0	15.2	29.9	21.5	18.5	11.2	9.7	8.6
2020 HK Equity	安踏体育	100.8	34,850.0	24.6	19.9	16.9	23.5	23.6	17.7	14.5	11.7	9.7
2331 HK Equity	李宁	60.6	20,281.2	25.0	19.1	15.2	24.8	30.8	25.4	15.1	11.0	8.3
UAA US Equity	安德玛公司	17.0	7,703.4	22.8	21.2	17.3	(11.3)	7.2	22.9	10.2	9.4	8.0
1368 HK Equity	特步国际	11.0	3,686.9	19.8	16.0	12.5	23.8	24.2	27.4	10.6	8.6	7.4
1361 HK Equity	361 度	3.4	907.0	9.2	8.6	N/A	13.0	6.3	N/A	2.3	2.2	N/A
FILA IM Equity	Fila 股份公司	9.1	434.1	9.6	8.6	N/A	25.2	11.7	N/A	7.3	6.7	N/A
平均值				30.0	26.4	21.7				23.3	18.8	15.7

李宁、安踏 E=浦银国际预测，其余 E=Bloomberg；注：截至 2022 年 3 月 18 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10: SPDBI 目标价: 李宁



注: 截至 2022 年 3 月 18 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	60.6	买入	116.8	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	100.8	买入	173.5	2021 年 10 月 19 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	持有	0.9	2022 年 3 月 16 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.4	买入	10.7	2022 年 2 月 18 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.7	持有	10.1	2021 年 11 月 1 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	50.3	买入	80.9	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	119.0	买入	180.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	21.7	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	64.8	持有	86.0	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	85.9	持有	95.0	2022 年 1 月 26 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	7.3	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 3 月 18 日收盘价

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附属公司、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

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

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

