



李宁 (2331.HK): 严格的渠道库存管理 是业绩持续增长的保障

虽然李宁 1H22 的收入增长大幅好于其流水的增长,但公司的库存周转天数依然保持稳健、库龄结构同比提升。随着市场需求的逐步恢复,我们认为李宁的渠道库存、库龄、零售折扣都将持续保持在健康水位。不断提升的品牌力与严格的库存管理使李宁 2H22 与 2023 年的业绩具有较强的确定性。我们维持“买入”评级及目标价不变。

- 全年业绩具有较强的确定性:** 在上半年巨大的疫情挑战下,李宁收入同比大幅增长 21.7%,净利润率达到了 17.6%。管理层维持全年收入同比增长 17-23%,净利率 17-20% 的指引。在 7 月较高的基数下,李宁 3Q22 至今的整体流水同比增长 10-20% 中段(线上线下相当)。进入低基数后,我们预计 8 月至今公司流水增长相比 7 月有较为明显的提速。在疫情逐步好转的大背景下,考虑到李宁较为健康的渠道库存水平,我们认为李宁 2022 全年收入与利润率表现具有较大确定性。
- 对渠道库存的重视不会改变:** 除去专业渠道收入(同比增长 80% 以上)与零售折扣(同比加深中单位数)的影响,我们预计李宁 1H22 批发业务的流水同比增长 10% 左右,并未大幅低于批发收入的表现(10-20% 的中段)。考虑到 1H21 批发收入与批发流水之间巨大的差距,我们相信李宁策略性地加大对批发渠道的布局有利于其在市场需求恢复阶段保证充足的产品供应。同时,李宁的整体渠道库销比依然维持在较低的水平,库龄结构同比持续改善(6 个月以下产品占比同比升 5ppt)。基于李宁管理层对渠道库存与库龄一以贯之的高度重视,我们对李宁 2H22 零售折扣与毛利率的改善有较大的信心。
- 功能性与专业性产品驱动长期增长:** 李宁上半年鞋类收入同比增长 47%,而服装收入同比下降 3%。流水方面,篮球与跑步品类分别同比上升 30% 与 10%,而健身与运动生活分别同比下降 9% 与 1%。很显然,李宁的收入与流水正在向功能性与专业性产品回归。我们认为,对功能性产品的聚焦将增强公司业绩增长的可持续性,而“中国李宁”将维持其稀缺性与高端定位,从而继续提升李宁品牌的时尚调性。
- 维持李宁行业首选:** 基于不断提升的品牌力以及管理能力,李宁是中国运动服饰行业中位数不多兼具确定性与成长性的企业。随着消费需求与市场情绪的恢复,李宁的估值水平有望在未来持续上升。我们略微上调公司未来三年的收入与利润预测,并保持目标价 92.8 港币不变。维持李宁运动服饰行业**首选地位**。
- 投资风险:** 行业需求放缓、国内品牌竞争大于预期、疫情的反复。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,457	22,572	27,214	33,831	40,259
同比变动 (%)	4.2%	56.1%	20.6%	24.3%	19.0%
归母净利润	1,698	4,011	4,910	6,512	8,100
同比变动 (%)	13.3%	136.1%	22.4%	32.6%	24.4%
PE (X)	89.2	38.2	30.8	23.2	18.7
ROE (%)	21.5%	26.9%	21.7%	24.8%	26.1%

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

2022 年 8 月 12 日

评级

买入

目标价(港元)	92.8
潜在升幅/降幅	+32.4%
目前股价(港元)	70.1
52 周内股价区间(港元)	48.6-108.2
总市值(百万港元)	184,167
近 3 月日均成交额(百万港元)	1,057.0

注: 截至 2022 年 8 月 12 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	27,214	33,831	40,259
同比	4.2%	56.1%	20.6%	24.3%	19.0%
销售成本	-7,363	-10,603	-13,175	-15,712	-18,307
毛利	7,094	11,969	14,040	18,119	21,952
毛利率	49.1%	53.0%	51.6%	53.6%	54.5%
销售费用	-4,425	-6,138	-7,220	-8,778	-10,361
管理费用	-836	-1,095	-1,276	-1,440	-1,652
其他经营收入及收益 (损失)	362	400	600	400	400
经营溢利	2,196	5,136	6,143	8,300	10,339
经营利润率	15.2%	22.8%	22.6%	24.5%	25.7%
净融资成本	-32	33	187	207	282
税前溢利	2,248	5,328	6,503	8,683	10,800
所得税开支	-549	-1,317	-1,593	-2,171	-2,700
所得税率	24.4%	24.7%	24.5%	25.0%	25.0%
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母净利润	1,698	4,011	4,910	6,512	8,100
归母净利率	11.7%	17.8%	18.0%	19.2%	20.1%
同比	13.3%	136.1%	22.4%	32.6%	24.4%

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	1,973	2,211	2,372
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	11,948	12,182	12,340
存货	1,346	1,773	2,491	2,970	3,461
应收贸易款项	659	903	1,342	1,668	1,985
其他应收款项—即期部分	65	79	136	169	201
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	17,906	22,718	28,532
其他	519	771	771	771	771
流动资产	9,777	18,672	22,645	28,296	34,950
应付贸易款项	1,227	1,599	2,346	2,798	3,260
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	4,626	5,751	6,844
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	9,052	10,629	12,184
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	23,833	28,141	33,398
非控制性权益	3	3	3	3	3
权益	8,689	21,104	24,074	28,382	33,639

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	6,503	8,683	10,800
折旧	967	1,051	653	762	918
摊销	61	90	43	46	49
融资开支净额	-87	-125	-254	-274	-349
其他	22	-188	0	0	0
未计营运资金变动前之经营溢利	3,211	6,156	6,945	9,217	11,418
存货减少/(增加)	81	-408	-718	-480	-490
应收贸易款项(增加)/减少	-4	-285	-439	-326	-317
其他应收款项减少/(增加)	-68	-345	-57	-33	-32
应付贸易款项(减少)/增加	-121	372	747	452	462
其他应付款项及应计费用增加	253	1,492	602	1,125	1,093
受限制银行存款减少/(增加)	0	0	0	0	0
已付所得税	-589	-456	-1,593	-2,171	-2,700
经营活动所得(所用)现金净额	2,763	6,525	5,486	7,784	9,433
购入物业、机器及设备	-594	-985	-1,000	-1,000	-1,080
购入土地使用权	-94	-913	4	4	4
购入无形资产	-152	-43	-46	-46	-49
已收取利息	169	224	264	284	359
其他	-320	-4,822	401	0	0
投资活动所用现金净额	-992	-6,539	-376	-758	-766
股份发行	189	8,667	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	-515	-1,940	-2,204	-2,843
已付利息	0	0	-10	-10	-10
其他	-325	-556	1	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-513	7,596	-1,949	-2,214	-2,853
现金及现金等价物变动	1,258	7,583	3,161	4,812	5,814
于年初的现金及现金等价物	5,961	7,187	14,745	17,906	22,718
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	17,906	22,718	28,532

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	1.96	2.60	3.23
每股销售额	5.76	8.89	10.86	13.50	16.06
每股股息	0.20	0.47	0.78	1.04	1.29
同比变动					
收入	4.2%	56.1%	20.6%	24.3%	19.0%
经营溢利	42.3%	133.9%	19.6%	35.1%	24.6%
归母净利润	13.3%	136.1%	22.4%	32.6%	24.4%
摊薄每股收益	33.3%	133.6%	24.0%	32.6%	24.4%
费用与利润率					
毛利率	49.1%	53.0%	51.6%	53.6%	54.5%
经营利润率	15.2%	22.8%	22.6%	24.5%	25.7%
归母净利率	11.7%	17.8%	18.0%	19.2%	20.1%
回报率					
平均股本回报率	21.5%	26.9%	21.7%	24.8%	26.1%
平均资产回报率	12.5%	17.9%	15.1%	17.3%	18.5%
资产效率					
库存周转天数	68	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	64	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 (%)	67.9%	43.5%	43.7%	42.6%	40.6%
估值					
市盈率 (x)	89.2	38.2	30.8	23.2	18.7
市销率 (x)	10.5	6.8	5.6	4.5	3.8
股息率	0.3%	0.7%	1.1%	1.5%	1.8%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

1H22 财务数据回顾及 2H22 策略与展望

图表 2: 李宁 2H20-1H22 半年利润表现

百万人民币	2H20	2H21	YOY	1H21	1H22	YOY
收入	8,276	12,376	50%	10,197	12,409	22%
销售成本	-4,238	-6,106	44%	-4,498	-6,208	38%
毛利润	4,038	6,270	55%	5,699	6,201	9%
毛利率	48.8%	50.7%		55.9%	50.0%	
销售费用	-2,476	-3,281	33%	-2,857	-3,383	18%
销售费用率	29.9%	26.5%		28.0%	27.3%	
行政费用	-465	-651	40%	-444	-511	15%
行政费用率	5.6%	5.3%		4.4%	4.1%	
营业费用	-2,941	-3,932	34%	-3,301	-3,894	18%
营业费用率	36.0%	32.0%		32.0%	31.4%	
其他经营收益	201	260	29%	140	337	140%
经营利润	1,298	2,598	100%	2,538	2,644	4%
经营利润率	15.7%	21.0%		24.9%	21.3%	
财务费用	-19	25	N.M.	7	174	N.M.
联营公司盈利	62	80	29%	80	102	27%
税前盈利	1,341	2,703		2,625	2,919	11%
所得税	-325	-654	101%	-663	-730	10%
归母净利润	1,015	2,049	102%	1,962	2,189	12%
归母净利率	12.3%	16.6%		19.2%	17.6%	

资料来源: 公司数据, 浦银国际

维持年初的 2022 全年财务指引不变

公司表示，在下半年疫情稳定、营商环境良好的前提下，公司维持全年收入增长 10-20%高段至 20-30%低段（大概 17-23%收入增长），以及净利润率 10-20%高段（大概 17-20%）的指引。

在 7 月较高的基数下，李宁 3Q22 至今的整体流水同比增长 10-20%中段（线上与线下表现相当）。进入低基数后，我们预计 8 月至今公司流水增长相比 7 月有较为明显的提速。

在疫情逐步好转的大背景下，考虑到李宁较为健康的渠道库存水平，我们认为李宁 2022 全年收入与利润率表现具有较大确定性。

图表 3: 李宁各渠道零售流水表现

	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22
直营零售	▼下降	—持平	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降
门店增速	10-13%		中单位数	90-93%	87-89%	34-36%	27-29%	34-36%	高单位数
加盟店	▼下降	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降
增速	高单位数	低单位数	10-13%	80-83%	90-93%	37-39%	27-29%	20-23%	高单位数
电商增速	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长
	27-29%	40-43%	34-36%	约 100%	97-99%	54-56%	40-43%	34-36%	中单位数
整体零售	▼下降	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▲增长	▼下降
流水增速	中单位数	中单位数	14-16%	87-89%	90-93%	40-43%	30-33%	27-29%	高单位数

资料来源：公司数据、浦银国际

毛利率下半年有望反弹

在疫情的挑战下，公司有意的加大了零售折扣的力度，以保证渠道库存维持在可控的水平。与此同时，原材料价格的上升也为公司 1H22 毛利率带来一定的压力，导致批发折扣的下降。

图表 4: 李宁各渠道经营利润率，1H21 与 1H22

	毛利率		经营利润率	
	1H21	1H22	1H21	1H22
直营	60-70%高段	60-70%低段	20-30%高段	10-20%高段
批发	40-50%高段	40-50%中段	30%-40%高段	30-40%中段
电商	60-70%低段	50-60%高段	30-40%中段	20-30%中段

资料来源：公司数据、浦银国际

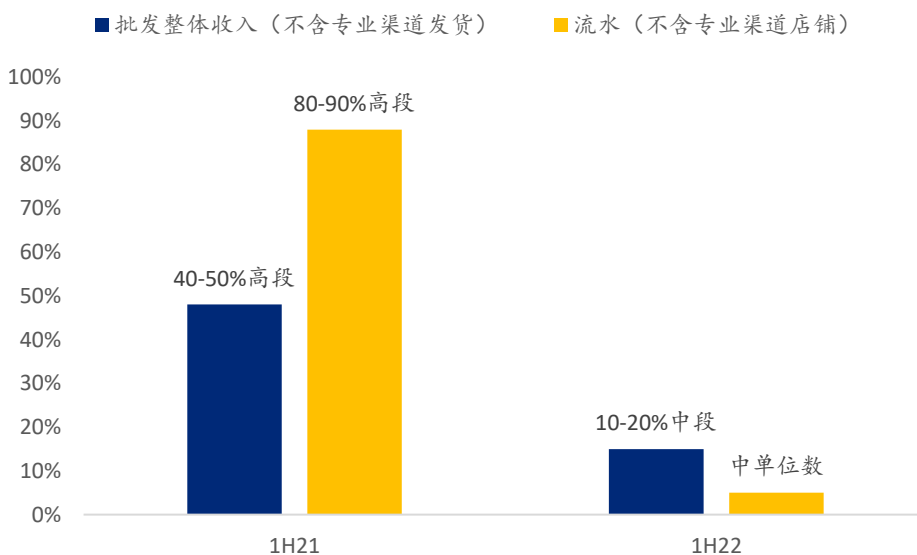
基于李宁管理层对渠道库存与库龄一以贯之的高度重视，我们对李宁零售折扣与毛利率的持续提升有较大的信心。我们相信李宁 2H22 的毛利率水平同比与环比都将有所反弹。

渠道库存管控依然是重中之重

除去专业渠道收入（同比增长 80%以上）与零售折扣（同比加深中单位数）的影响，我们预计李宁 1H22 批发业务的流水同比增长 10%左右，并未大幅低于批发收入的表现（10-20%的中段）。

考虑到 1H21 批发收入与批发流水之间巨大的差距，我们相信李宁策略性地加大对批发渠道的布局是为了在市场需求恢复阶段保证渠道充足的产品供应，并非为了追求收入的增长而牺牲渠道库存。

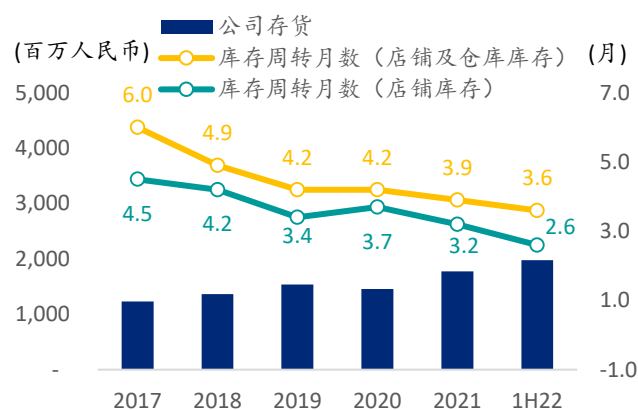
图表 5: 李宁 1H21-1H22 批发收入及流水（不含专业渠道）表现



资料来源：公司数据、浦银国际

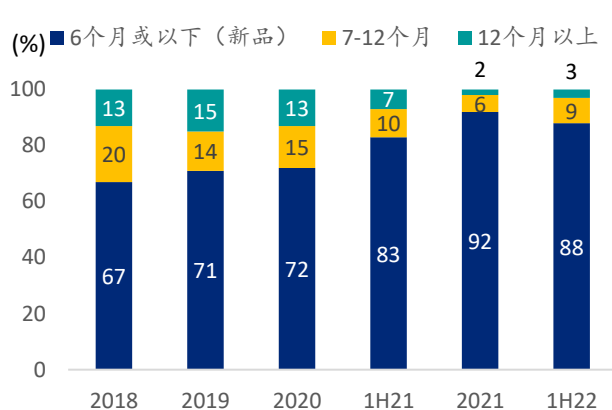
得益于公司完善的库存管理机制，1H22 李宁库存水平同比依然保持在健康的水平，库龄结构也同比有所改善。其中低于 6 个月的新品占比提升 5 个百分点至 88%。

图表 6: 李宁 2017-1H22 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 7: 李宁渠道库存结构, 2018-1H22



资料来源：公司数据、浦银国际

公司表示，过去3年以来，公司持续对自身的库存进行每周例行的盘点和监控，并针对不断变化的外部环境，调整货品结构，加快库存消化，保证库存水平稳定。同时，公司支出已将经销商库存纳入库存管理的范畴内，保持公司收入和零售流水在合理水平，通过打通经销商与直营、经销商与经销商之间的渠道，有效利用库存，及时调整商品品类。

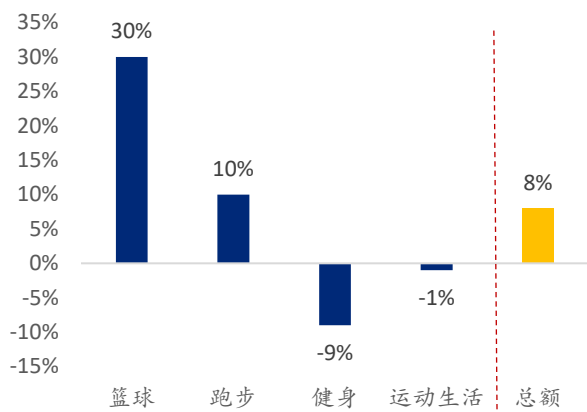
持续聚焦功能性/专业性产品

1H22 李宁鞋品收入同比提升 47%，服装类收入同比下跌 3%，鞋品对收入的贡献提升 9.4 个百分点。这与李宁深耕运动科技创新，专注功能性专业运动产品的产品布局密不可分。李宁聚焦篮球、跑步、健身、羽毛球及运动生活五大核心品类，其中篮球及跑步产品在 1H22 同比分别录得 10% 与 30% 的零售流水增长，带动专业运动零售流水同比增长 8%。

公司表示，公司早在 2021 年中期就对专业品类进行布局与推广，为今年专业鞋品类的高速增长和占比的提升打下坚实基础。公司也重申，未来将坚持“单品牌、多品类、多渠道”策略，加强科技研发和产品科技升级，强化品牌的专业属性，带动运营效率的提升。

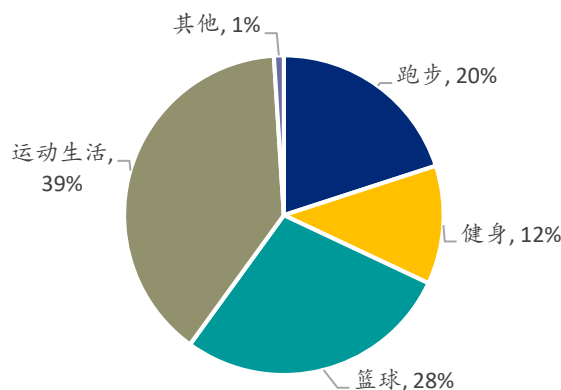
公司强调，李宁是专业性运动品牌，其核心应是李宁大货产品，如上文所述，公司未来也将更专心于专业运动产品的研发和推广。我们认为，对功能性与专业性产品的聚焦将增强公司业绩增长的可持续性和确定性。

图表 8: 李宁专业品类各子品类 1H22 零售流水同比变动



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 9: 李宁专业品类各子品类 1H22 零售流水占比



资料来源：公司数据、浦银国际

对运动潮流子品牌采取更审慎的态度

管理层表示未来对以“中国李宁”为代表的运动潮流子品牌采取更为审慎的态度，积极保护其品牌的时尚属性，维持其稀缺性与高端定位，从而提升整体李宁品牌的品牌调性。

中国李宁：

公司强调中国李宁仅是李宁的一个时尚产品线，通过子品牌的国潮属性加强消费者对品牌的关注，对公司的收入贡献约 5%。未来公司也将持续优化并保护中国李宁目前的品牌调性，不会大规模开店铺货，更专注于提供精细化的服务，提高消费者体验。

李宁 1990：

相较中国李宁，李宁 1990 偏向于运动商务休闲轻奢风格，吊牌价高于中国李宁，也自 2021 年面世至今获得了来自消费者较好的评价。与中国李宁的策略基本一致，公司表示未来将谨慎地控制李宁 1990 的开店速度，专注于打造产品本身。

估值与目标价

李宁品牌力与管理能力的持续提升使我们对李宁未来收入的增长与利润率的提升有了更大的信心。因此，我们对 2022/2023/2024 的收入分别上调 2.2%/1.6%/1.0%，净利润分别上调 3.5%/3.4%/2.7%。

随着消费需求与市场情绪的恢复，李宁的估值水平有望在未来持续上升。基于 30x 2023 年 P/E，我们保持目标价 92.8 港币不变。维持李宁运动服饰行业首选地位。

图表 10: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2022E	2023E	2024E
营业收入			
旧预测	26,639	33,297	39,862
新预测	27,214	33,831	40,259
变动	2.2%	1.6%	1.0%
净利润			
旧预测	4,745	6,299	7,888
新预测	4,910	6,513	8,101
变动	3.5%	3.4%	2.7%

E=浦银国际预测
资料来源：浦银国际

图表 11: 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		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
运动服饰品牌												
NKE US Equity	耐克公司	114.1	178,972.2	30.8	26.6	22.3	(4.3)	15.8	19.1	24.4	20.8	18.0
ADS GR Equity	阿迪达斯公司	172.1	34,029.1	21.4	17.3	14.1	4.2	23.2	23.3	10.6	9.0	8.0
2020 HK Equity	安踏体育	87.4	30,266.0	24.1	18.2	15.4	8.8	32.2	18.5	14.4	10.7	8.8
2331 HK Equity	李宁	70.1	23,418.6	30.8	23.2	18.7	24.0	32.6	24.4	19.5	14.1	10.8
UAA US Equity	安德玛公司	9.9	4,244.7	N/A	13.9	11.1	N/A	N/A	25.3	N/A	6.9	5.7
1368 HK Equity	特步国际	12.9	4,344.2	24.2	19.3	15.6	22.7	25.8	23.4	13.5	10.9	9.1
1361 HK Equity	361 度	4.0	1,055.4	9.9	8.6	7.8	15.7	14.8	11.1	3.0	2.6	2.7
FILA IM Equity	Fila 股份公司	8.3	367.6	8.8	7.8	7.3	(6.8)	12.3	7.2	6.8	6.3	5.7
平均值				28.6	23.8	19.9				20.8	17.3	14.7

李宁、安踏 E=浦银国际预测，其余 E=Bloomberg；注：截至 2022 年 8 月 12 日收盘价；
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 12: SPDBI 目标价: 李宁



注: 截至 2022 年 8 月 12 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 13: 浦银国际消费行业公司覆盖

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	70.1	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	87.4	买入	119.0	2022 年 4 月 18 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.8	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.5	买入	8.5	2022 年 6 月 30 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.4	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	55.3	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	117.9	买入	150.0	2022 年 4 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	22.7	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	77.5	买入	74.6	2022 年 4 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	104.5	持有	91.2	2022 年 4 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.5	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	36.6	买入	47.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	34.1	买入	47.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	12.1	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	7.0	持有	7.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	6.3	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	36.7	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.6	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

截至 2022 年 8 月 12 日收盘价 资料来源: Bloomberg、浦银国际整理

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

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

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