



## 安踏 (2020.HK): 未来业绩的弹性与确定性 大于短期流水与利润率压力; 上调目标价

与其他运动服饰企业一样, 安踏短期面临市场需求疲软、线下客流下滑、渠道库存较高、零售折扣较深等挑战。这无疑对安踏 2H22 的收入与利润率带来较大压力。然而, 在低基数下, 我们认为安踏公司 (尤其是旗下 Fila 品牌) 在 2023 年的业绩具有较大的弹性与较高的确定性。这也将保障公司股价短期下行压力小于上行动力。我们下调了安踏 2022-24 年的盈利预期。但基于大幅回升的市场情绪, 我们小幅上调安踏目标价至 123 港元 (对应 30x2023 P/E, 与李宁目标估值一致)

**4Q22 流水预测:** 安踏在 11 月 (尤其是下半月) 受到严重的疫情冲击。考虑到众多线下门店在 11 月无法正常营业, 我们估计 1) 安踏品牌 11 月整体流水同比下滑 17-20%; 2) Fila 品牌 11 月线下门店流水同比下降幅度高于安踏品牌, 但其“双十一”线上销售强劲, 抵消了线下门店的疲软, 估计全平台流水同比下滑 15-18%, 表现略好于安踏品牌。随着防疫政策的调整, 公司目前大部分门店都恢复正常运行。考虑到消费者对疫情的担忧情绪短期将继续冲击线下客流, 我们预测 12 月安踏品牌与 Fila 的流水大概率保持同比下滑态势, 但下滑幅度相比 11 月将有所收窄。整体来看, 预计安踏品牌与 Fila 在 4Q22 流水将分别录得同比 10-20% 中段与低段的下滑。

**2H22 利润率承压:** 4Q22 市场需求疲软的情况下, 公司清理渠道库存的步伐可能会有所延后。我们预计截止 2022 年底, 安踏品牌与 Fila 的渠道库存水平相比 3Q22 末仅有小幅的下降, 而相对较深的零售折扣水平也可能延续到 1Q23。这将对公司 2H22 的毛利率产生负面影响, 进而抵消 DTC 对毛利率的帮助。我们预测公司 2H22 毛利率将基本持平, 但在经营负杠杆以及 DTC 的影响下, 经营利润率 EBIT 利润率同比下滑 1ppt 以上。

**2023 年 Fila 弹性大、确定性高:** 剔除疫情对线下门店的影响, 我们欣喜的看到, 在 3Q22 以及“双十一”期间 (尤其是线上渠道), Fila 的流水表现出较大的弹性。我们有理由相信, 在公司对 Fila 的品牌形象、产品组合做出有效调整以后, Fila 的市场需求已经基本恢复稳定。在 2022 较低的基数下, 随着消费情绪的恢复, 我们预计 Fila 有望在 2023 年录得双位数的流水增长, 好于安踏品牌。收入恢复所带来的运营杠杆以及零售折扣的好转都将带动 Fila 经营利润率的大幅回升。

**投资风险:** 行业需求放缓; 安踏收入低于预期; Fila 品牌力持续下降。

图 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	35,512	49,328	54,539	62,982	71,536
同比变动 (%)	4.7%	38.9%	10.6%	15.5%	13.6%
归母净利润	5,162	7,720	7,493	9,724	11,383
同比变动 (%)	-3.4%	49.6%	-2.9%	29.8%	17.1%
PE (X)	46	31	31	24	20
ROE (%)	23.4%	29.2%	24.2%	27.0%	26.6%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、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 12 月 21 日

### 评级

**买入**

目标价 (港元)	123.0
潜在升幅/降幅	+25.8%
目前股价 (港元)	97.8
52 周内股价区间 (港元)	67.9-134.2
总市值 (百万港元)	265,257
近 3 月日均成交额 (百万港元)	675.5

注: 截至 2022 年 12 月 20 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 - 安踏体育

### 利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>35,512</b>	<b>49,328</b>	<b>54,539</b>	<b>62,982</b>	<b>71,536</b>
同比	4.7%	38.9%	10.6%	15.5%	13.6%
销售成本	-14,861	-18,924	-21,199	-23,739	-26,829
<b>毛利</b>	<b>20,651</b>	<b>30,404</b>	<b>33,340</b>	<b>39,242</b>	<b>44,707</b>
毛利率	58.2%	61.6%	61.1%	62.3%	62.5%
销售费用	-10,766	-17,753	-20,488	-22,931	-25,788
管理费用	-2,122	-2,928	-3,379	-3,853	-4,318
其他经营收入及收益(损失)	1,389	1,266	1,400	1,400	1,400
<b>经营溢利</b>	<b>9,152</b>	<b>10,989</b>	<b>10,873</b>	<b>13,859</b>	<b>16,000</b>
经营利润率	25.8%	22.3%	19.9%	22.0%	22.4%
净融资成本	-462	332	-103	-95	12
<b>税前溢利</b>	<b>8,089</b>	<b>11,240</b>	<b>10,920</b>	<b>14,171</b>	<b>16,588</b>
所得税开支	-2,520	-3,021	-2,948	-3,826	-4,479
所得税率	31.2%	26.9%	27.0%	27.0%	27.0%
少数股东权益	-407	-499	-478	-621	-727
<b>归母净利润</b>	<b>5,162</b>	<b>7,720</b>	<b>7,493</b>	<b>9,724</b>	<b>11,383</b>
归母净利率	14.5%	15.7%	13.7%	15.4%	15.9%
同比	-3%	50%	-3%	30%	17%

### 现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
税前溢利	8,089	11,240	10,920	14,171	16,588
物业、机器及设备折旧	414	443	786	881	975
使用权资产折旧	1,589	2,694	0	0	0
无形资产摊销	76	129	108	101	94
利息支出	407	443	301	328	328
利息收入	-271	-392	-404	-438	-545
其他	1,289	-91	1	1	1
营运资金变动前经营现金流量	11,593	14,466	11,713	15,044	17,442
存货增加	-1,253	-2,233	616	-842	-1,024
应收贸易账款及其他流动资产变动	-304	-178	-856	-1,203	-1,219
抵押贷款变动	0	0	4	0	0
应付贸易账款及其他流动负债变动	-648	2,121	-474	1,155	1,405
应付关连人士款项变动	-7	8	-7	0	0
已付所得税	-2,181	-2,677	-2,964	-3,826	-4,479
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>7,200</b>	<b>11,507</b>	<b>8,032</b>	<b>10,328</b>	<b>12,125</b>
购买物业、厂房及设备所付款	-649	-1,360	-1,058	-370	-370
支付土地使用权购买预付款	0	0	-10	-10	-10
购买无形资产所付款项	-84	-94	-10	-10	-10
以收取利息	258	354	404	438	545
存款期超过三个月的银行定期存款	-1,070	-2,105	-15	0	0
其他	-120	-1,110	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-1,665</b>	<b>-4,315</b>	<b>-689</b>	<b>48</b>	<b>155</b>
借贷	-2,545	-196	-2,231	0	0
发行可转换债券	7,678	0	0	0	0
已支付股利	-1,481	-2,456	-3,524	-3,372	-4,376
已支付利息	-152	-71	-301	-328	-328
其他	-2,271	-2,224	0	0	0
<b>融资活动(所用)所得现金净额</b>	<b>1,229</b>	<b>-4,947</b>	<b>-6,056</b>	<b>-3,700</b>	<b>-4,704</b>
现金及现金等价物变动	6,764	2,245	1,286	6,676	7,576
于年初的现金及现金等价物	8,221	15,323	17,592	18,877	25,553
现金及现金等价物汇兑差额	338	24	-1	0	0
于年末的现金及现金等价物	15,323	17,592	18,877	25,553	33,129

### 资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
物业、厂房及设备	2,729	3,779	4,050	3,539	2,934
使用权资产	4,108	6,611	6,611	6,611	6,611
土地使用权及其他非流动资产预付款	46	43	53	62	71
无形资产	1,579	1,531	1,433	1,343	1,258
合营公司投资	9,658	9,027	9,027	9,027	9,027
递延税项资产	960	1,053	1,053	1,053	1,053
其他	70	722	722	722	722
<b>非流动资产</b>	<b>19,150</b>	<b>22,766</b>	<b>22,950</b>	<b>22,357</b>	<b>21,676</b>
其他金融资产	270	763	763	763	763
存货	5,486	7,644	7,028	7,870	8,894
应收账款	3,731	3,296	4,184	4,831	5,488
其他应收账款	2,883	3,618	3,586	4,141	4,704
已抵押存款	1	4	0	0	0
存款期超过三个月的银行定期存款	5,023	6,985	7,000	7,000	7,000
现金及现金等价物	15,323	17,592	18,877	25,553	33,129
<b>流动资产</b>	<b>32,717</b>	<b>39,902</b>	<b>41,438</b>	<b>50,159</b>	<b>59,978</b>
借贷	1,968	1,748	0	0	0
应付贸易账款	2,376	3,146	3,194	3,577	4,043
租赁负债	1,273	2,237	2,237	2,237	2,237
其他应收款	4,572	6,969	6,447	7,219	8,159
应付关连人士款项	19	27	20	20	20
即期应付税项	1,507	1,816	1,800	1,800	1,800
<b>流动负债</b>	<b>11,715</b>	<b>15,943</b>	<b>13,698</b>	<b>14,853</b>	<b>16,259</b>
递延税项负债	527	655	655	655	655
租赁负债	1,246	2,908	2,908	2,908	2,908
借贷	4,846	4,483	4,000	4,000	4,000
可转换债券	7,610	6,942	6,942	6,942	6,942
应付非控股权益款	99	74	74	74	74
<b>非流动负债</b>	<b>14,328</b>	<b>15,062</b>	<b>14,579</b>	<b>14,579</b>	<b>14,579</b>
股本	261	261	261	261	261
储备	23,752	28,662	32,631	38,984	45,990
非控股权益	1,811	2,740	3,218	3,839	4,566
<b>权益</b>	<b>25,824</b>	<b>31,663</b>	<b>36,111</b>	<b>43,084</b>	<b>50,817</b>

### 财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股数据(人民币)</b>					
摊薄每股收益	1.86	2.78	2.78	3.61	4.22
每股销售额	12.83	17.77	20.22	23.35	26.52
每股股息	0.58	1.31	1.25	1.63	1.90
<b>同比变动</b>					
收入	4.7%	38.9%	10.6%	15.5%	13.6%
经营溢利	5.3%	20.1%	-1.1%	27.5%	15.5%
归母净利润	-3.4%	49.6%	-2.9%	29.8%	17.1%
摊薄每股收益	-5.9%	49.2%	-0.1%	29.8%	17.1%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	58.2%	61.6%	61.1%	62.3%	62.5%
经营利润率	25.8%	22.3%	19.9%	22.0%	22.4%
归母净利率	14.5%	15.7%	13.7%	15.4%	15.9%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	23.4%	29.2%	24.2%	27.0%	26.6%
平均资产回报率	12.0%	13.8%	12.1%	14.6%	15.1%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	121	127	121	121	121
应收账款周转天数	39	26	28	28	28
应付账款周转天数	66	53	55	55	55
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
速动比率(x)	2.8	2.5	3.0	3.4	3.7
现金比率(x)	2.1	1.3	1.4	1.3	1.1
负债/权益(%)	108%	107%	86%	75%	67%
<b>估值</b>					
市盈率(x)	46.1	30.9	31.0	23.9	20.4
市销率(x)	6.7	4.8	4.3	3.7	3.2
股息率	1%	1%	1%	2%	2%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 安踏 2021-2022 年上、下半年及全年经营情况与预测

百万人民币	1H21A	1H22A	YoY	2H21A	2H22E	YoY	2021A	2022E	YoY
<b>收入</b>	<b>22,812</b>	<b>25,965</b>	<b>14%</b>	<b>26,516</b>	<b>28,574</b>	<b>8%</b>	<b>49,328</b>	<b>54,539</b>	<b>11%</b>
安踏品牌	10,578	13,360	26%	13,434	14,698	9%	24,012	28,058	17%
Fila	10,827	10,777	0%	10,995	11,126	1%	21,822	21,903	0%
其他品牌	1,407	1,828	30%	2,087	2,750	32%	3,494	4,578	31%
<b>销售成本</b>	<b>-8,404</b>	<b>-9,856</b>	<b>17%</b>	<b>-10,520</b>	<b>-11,343</b>	<b>8%</b>	<b>-18,924</b>	<b>-21,199</b>	<b>12%</b>
<b>毛利润</b>	<b>14,408</b>	<b>16,109</b>	<b>12%</b>	<b>15,996</b>	<b>17,231</b>	<b>8%</b>	<b>30,404</b>	<b>33,340</b>	<b>10%</b>
安踏品牌	5,587	7,358	32%	6,941	7,772	12%	12,528	15,130	21%
Fila	7,830	7,395	-6%	7,564	7,455	-1%	15,394	14,850	-4%
其他品牌	991	1,356	37%	1,491	2,004	34%	2,482	3,360	35%
<b>毛利率</b>	<b>63.2%</b>	<b>62.0%</b>		<b>60.3%</b>	<b>60.3%</b>		<b>61.6%</b>	<b>61.1%</b>	
安踏品牌	52.8%	55.1%		51.7%	52.9%		52.2%	53.9%	
Fila	72.3%	68.6%		68.8%	67.0%		70.5%	67.8%	
其他品牌	70.4%	74.2%		71.4%	72.9%		71.0%	73.4%	
其他收益	339	821	142%	927	579	-38%	1,266	1,400	11%
销售费用	-7,556	-9,437	25%	-10,197	-11,051	8%	-17,753	-20,488	15%
销售费用率	33.1%	36.3%		38.5%	38.7%		36.0%	37.6%	
行政费用	-1,286	-1,701	32%	-1,642	-1,678	2%	-2,928	-3,379	15%
行政费用率	5.6%	6.6%		6.2%	5.9%		5.9%	6.2%	
<b>营业费用</b>	<b>-8,842</b>	<b>-11,138</b>	<b>26%</b>	<b>-11,839</b>	<b>-12,729</b>	<b>8%</b>	<b>-20,681</b>	<b>-23,867</b>	<b>15%</b>
<b>经营利润</b>	<b>5,905</b>	<b>5,792</b>	<b>-2%</b>	<b>5,084</b>	<b>5,081</b>	<b>0%</b>	<b>10,989</b>	<b>10,873</b>	<b>-1%</b>
<b>经营利润率</b>	<b>25.9%</b>	<b>22.3%</b>		<b>19.2%</b>	<b>17.8%</b>		<b>22.3%</b>	<b>19.9%</b>	
联营公司盈利/亏损	-346	-178	-49%	265	328	24%	-81	150	n.m.
财务支出	231	-22	-110%	101	-81	-180%	332	-103	-131%
<b>税前盈利</b>	<b>5,790</b>	<b>5,592</b>	<b>-3%</b>	<b>5,450</b>	<b>5,328</b>	<b>-2%</b>	<b>11,240</b>	<b>10,920</b>	<b>-3%</b>
所得税	-1,658	-1,642	-1%	-1,363	-1,306	-4%	-3,021	-2,948	-2%
少数股东权益	-292	-362		-207	-116		-499	-478	
<b>归母净利润</b>	<b>3,840</b>	<b>3,588</b>	<b>-7%</b>	<b>3,880</b>	<b>3,905</b>	<b>1%</b>	<b>7,720</b>	<b>7,493</b>	<b>-3%</b>
<b>归母净利润率</b>	<b>16.8%</b>	<b>13.8%</b>		<b>14.6%</b>	<b>13.7%</b>		<b>15.7%</b>	<b>13.7%</b>	

E=浦银国际预测 资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 3: 安踏各品牌季度流水增速

	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
安踏品牌	▲增长 1-3%	▲增长 1-3%	▲增长 40-45%	▲增长 35-40%	▲增长 低双位数	▲增长 10-20%中段	▲增长 10-20%高段	▼下降 中单位数	▲增长 中单位数
Fila	▲增长 20-25%	▲增长 20-25%	▲增长 75-80%	▲增长 30-35%	▲增长 中单位数	▲增长 高单位数	▲增长 中单位数	▼下降 高单位数	▲增长 10-20%低段
其他品牌	▲增长 50-55%	▲增长 55-60%	▲增长 115-120%	▲增长 70-75%	▲增长 35-40%	▲增长 30-35%	▲增长 40-45%	▲增长 20-25%	▲增长 40-45%

资料来源: 公司资料、浦银国际

图表 4: SPDBI 财务预测变动

(人民币百万)	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>			
旧预测	56,955	67,901	77,270
<b>新预测</b>	<b>54,539</b>	<b>62,982</b>	<b>71,536</b>
变动	-4.2%	-7.2%	-7.4%
<b>净利润</b>			
旧预测	8,367	11,056	12,788
<b>新预测</b>	<b>7,493</b>	<b>9,724</b>	<b>11,383</b>
变动	-10.4%	-12.0%	-11.0%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

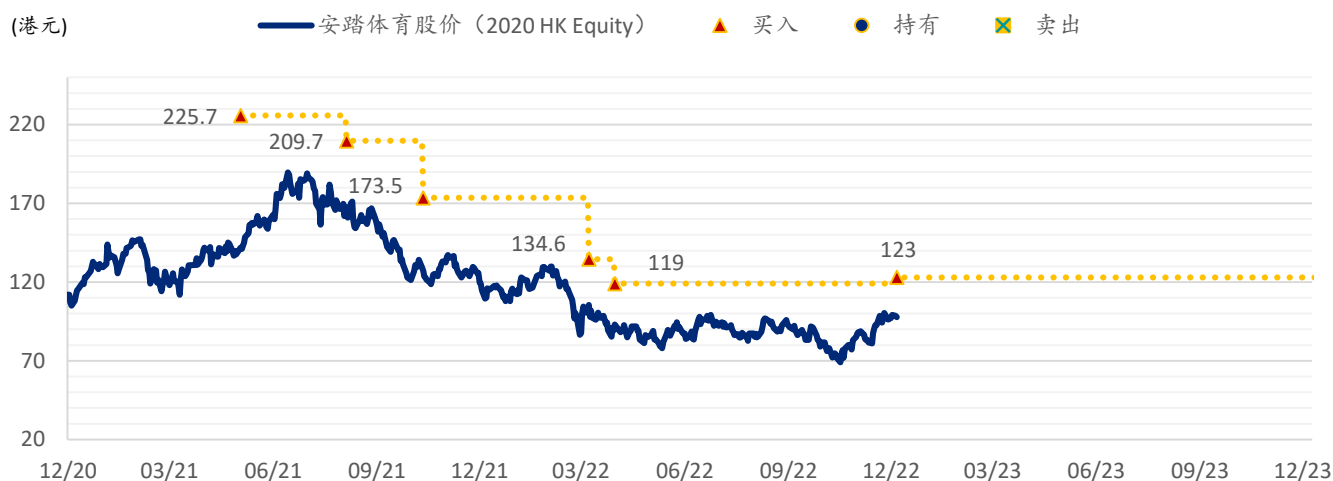
图表 5: 运动服饰企业估值表

股份代号	公司名称	股价 (LC)	市值 (百万美元)	PE (x)			EPS 增速 (%)			EV/EBITDA (x)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
<b>运动服饰品牌</b>												
NKE US Equity	耐克	103.1	161,231.1	31.4	30.2	24.9	(13.7)	3.8	21.5	23.6	22.7	19.1
ADS GR Equity	阿迪达斯	120.0	22,962.5	52.9	25.4	16.6	(69.6)	107.9	53.6	14.0	10.3	8.6
2020 HK Equity	安踏体育	97.8	34,070.2	31.0	23.9	20.4	(0.1)	29.8	17.1	18.4	14.1	11.8
2331 HK Equity	李宁	61.4	20,732.1	32.3	24.5	20.0	5.8	31.8	22.9	20.2	14.6	11.4
UAA US Equity	安德玛	9.5	4,026.1	N/A	22.0	15.0	N/A	N/A	46.1	N/A	8.6	6.9
1368 HK Equity	特步国际	8.3	2,824.5	18.0	15.0	12.0	14.2	19.5	25.0	10.3	8.7	7.0
1361 HK Equity	361 度	3.3	871.1	8.1	7.0	6.2	24.0	16.3	12.1	2.1	1.8	1.7
FILA IM Equity	Fila	6.6	303.3	8.4	7.4	6.9	(20.5)	14.2	7.8	7.2	6.5	6.2
<b>平均值</b>				<b>33.2</b>	<b>28.0</b>	<b>22.7</b>				<b>21.4</b>	<b>19.2</b>	<b>16.0</b>

李宁、安踏 E=浦银国际预测, 其余 E=Bloomberg 一致预期; 注: 截至 2022 年 12 月 20 日收盘价。

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 安踏体育



注: 截至 2022 年 12 月 20 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

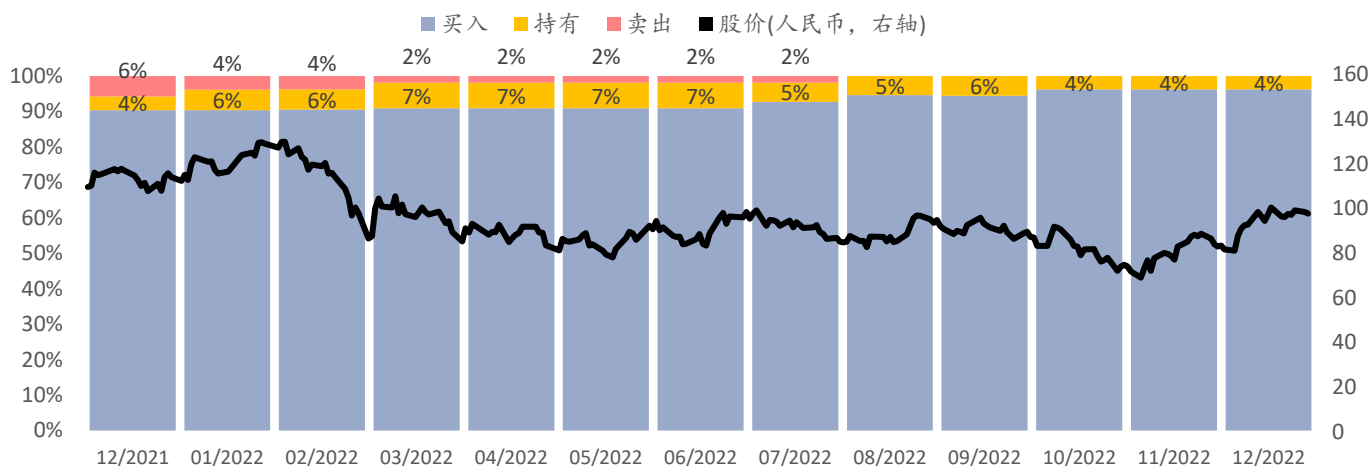
图表 7: SPDBI 消费行业覆盖公司

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	61.4	买入	77.0	2022 年 11 月 29 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	97.8	买入	123.0	2022 年 12 月 20 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	5.4	买入	6.3	2022 年 12 月 1 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	6.7	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	53.1	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	122.0	买入	143.0	2022 年 8 月 18 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	24.3	持有	20.0	2022 年 10 月 27 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	73.5	买入	96.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	103.9	持有	115.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	10.4	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	30.5	买入	31.5	2022 年 10 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	33.8	买入	43.4	2022 年 12 月 7 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.5	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.8	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	4.2	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	31.5	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.1	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.0	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 12 月 20 日收盘价。

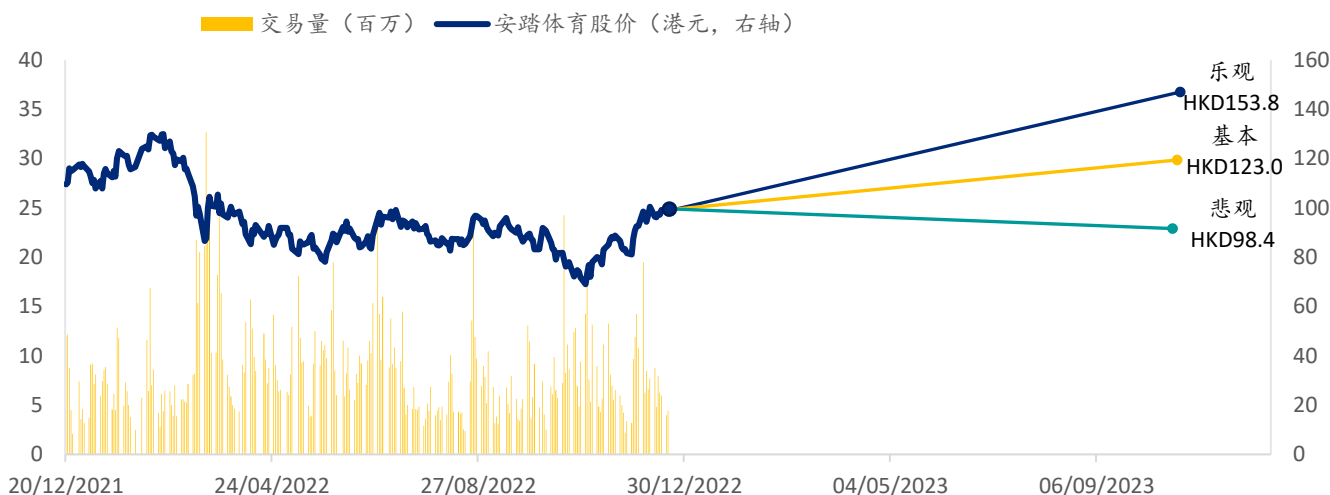
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8: 安踏体育市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 安踏体育 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: 153.8 港元

概率: 25%

- 安踏品牌 2023 年收入同比增长 20%;
- Fila 品牌 2023 年收入同比增长 20%;
- 集团毛利率 2023 年同比扩张 150bps;
- 市场营销费用占比 2023 年同比缩窄 150bps;

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 98.4 港元

概率: 20%

- 安踏品牌 2023 年收入同比增长 5%;
- Fila 品牌 2023 年收入同比增长 5%;
- 集团毛利率 2023 年同比增长超 50bps;
- 市场营销费用占比 2023 年同比缩窄 60bps。

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个人。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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

