



宝胜 (3813.HK): 4Q22 稳健的利润率表现 彰显运营能力的提升; 维持“买入”

在具有挑战的市场环境下, 宝胜通过出色的库存及折扣管理, 在 4Q22 收获了良好的利润率表现, 令公司经营利润率同比转正。这也增强了我们对公司 2023 年业绩表现的信心。虽然我们并未大幅上调 2023 年的盈利预测, 但我们认为公司 2023 年业绩的确定性较之前有所提升。

- 公司运营管理能力有所提升:** 宝胜 4Q22 的业绩表现使我们从不同的维度见证了公司运营管理能力的提升。(1) 在行业库存高企、竞争加剧的情况下, 公司保持了较为克制的零售折扣率, 令其 4Q22 毛利率同比扩张 100bps; (2) 公司库存管理能力提升, 在终端销售疲软的情况下, 2022 年底的库存水平同比下降 20%, 与收入表现一致。管理层目标库存天数在 2023 年底重回 21 年水平 (160 天左右); (3) 公司继续聚焦私域渠道的发展, 不断提升泛微店对线下直营门店销售的贡献 (4Q22 升至 20%), 从而推动正价商品的销售; (4) 公司持续关闭低效门店、控制市场投入、缩减不必要的开支, 使 4Q22 销售费用同比收缩 25%, 抵消了收入大幅下滑带来的经营负杠杆, 从而实现了经营利润率的同比转正。
- 2023 年业绩展望:** 在较高基数下, 宝胜 2M23 收入同比下滑 1%, 基本符合管理层预期。2M23 的客单价和客单量同比显著提升, 抵消了关店与客流同比下降所带来的压力。管理层表示公司 3 月销售趋势良好, 符合公司内部预算。在此基础上, 公司目标 2023 年全年收入同比增长 10% 左右 (浦银预测 9%)。在行业整体库存水平依然偏高的情况下, 宝胜 2M23 零售折扣同比小幅加深, 但在品牌返利的支持下, 公司毛利率依然维持稳定。管理层希望在 2023 年进一步提升库存管理效率、降低零售折扣、改善库龄结构, 从而将毛利率维持在健康的水平。考虑到品牌的支持力度可能会在未来几个月内伴随零售折扣的回升而逐步减小, 我们预测宝胜 2023 年毛利率同比小幅提升 10bps。然而, 在更高的经营效率、更严格的费用管控以及经营杠杆的作用下, 2023 年费用率有望同比大幅下降。因此, 我们预测 2023 年经营利润率有望重回到 2021 年的水平 (4% 左右)。
- 维持“买入”评级:** 我们对公司长期利润率提升的趋势较先前更为乐观, 因此大幅上调 2024 年的利润预测。基于 11x 2023E P/E (滔搏目标市盈率 40% 的折扣), 我们上调目标价至 1.1 港元。维持宝胜“买入”评级。我们重申, 滔搏依然是我们运动服饰零售行业的首选。

图表 1: 盈利预测和财务指标

| 百万人民币 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 23,350 | 18,638 | 20,310 | 21,955 | 23,026 |
| 同比变动 (%) | -9% | -20% | 9% | 8% | 5% |
| 归母净利润 | 357 | 89 | 466 | 753 | 853 |
| 同比变动 (%) | 18% | -75% | 423% | 62% | 13% |
| PE (X) | 9.2 | 36.4 | 7.0 | 4.3 | 3.8 |
| ROE (%) | 4.4% | 1.1% | 5.5% | 8.4% | 0.0% |

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

2023 年 3 月 16 日

评级

买入

| | |
|-------------------|---------|
| 目标价 (港元) | 1.1 |
| 潜在升幅/降幅 | 52.8% |
| 目前股价 (港元) | 0.7 |
| 52 周内股价区间 (港元) | 0.4-1.5 |
| 总市值 (百万港元) | 3,835 |
| 近 3 月日均成交额 (百万港元) | 1.1 |

注: 截至 2023 年 3 月 16 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 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 - 宝胜国际

利润表

| (百万人民币) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 23,350 | 18,638 | 20,310 | 21,955 | 23,026 |
| 同比 | -8.8% | -20.2% | 9.0% | 8.1% | 4.9% |
| 销售成本 | -15,051 | -11,950 | -12,989 | -14,006 | -14,679 |
| 毛利 | 8,299 | 6,688 | 7,322 | 7,950 | 8,347 |
| 毛利率 | 35.5% | 35.9% | 36.0% | 36.2% | 36.3% |
| 其他经营收入及收益 (损失) | 458 | 343 | 343 | 343 | 343 |
| 销售及经销开支 | -6,962 | -5,807 | 0 | 0 | 0 |
| 行政开支 | -866 | -810 | 0 | 0 | 0 |
| 总经营费用 | -7,829 | -6,616 | -6,845 | -7,068 | -7,309 |
| 总经营费用率 | 33.5% | 35.5% | 33.7% | 32.2% | 31.7% |
| 经营溢利 | 928 | 415 | 819 | 1,225 | 1,382 |
| 经营利润率 | 4.0% | 2.2% | 4.0% | 5.6% | 6.0% |
| 融资成本 | -203 | -167 | -68 | -64 | -64 |
| 财务收入 | 28 | 22 | 25 | 25 | 25 |
| 应占合营与联营企业业绩 | -164 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 (损失) | -16 | -7 | -8 | -8 | -8 |
| 税前溢利 | 574 | 263 | 767 | 1,178 | 1,335 |
| 所得税开支 | -198 | -163 | -261 | -377 | -427 |
| 所得税率 | 34.6% | 61.9% | 34.0% | 32.0% | 32.0% |
| 本年度溢利 | 376 | 100 | 507 | 801 | 907 |
| 非控股权益 | -19 | -11 | -41 | -48 | -54 |
| 归母净利润 | 357 | 89 | 466 | 753 | 853 |
| 归母净利润率 | 1.5% | 0.5% | 2.3% | 3.4% | 3.7% |
| YoY | 17.7% | -75.0% | 422.6% | 61.6% | 13.3% |

资产负债表

| (百万人民币) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 投资物业 | 89 | 88 | 88 | 88 | 88 |
| 物业、机器及设备 | 1,122 | 886 | 680 | 545 | 375 |
| 使用权资产 | 2,890 | 2,282 | 2,058 | 2,071 | 2,161 |
| 收购物业、机器及设备之已付按金 | 45 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| 租赁按金 | 168 | 143 | 143 | 143 | 143 |
| 无形资产 | 70 | 62 | 0 | 0 | 0 |
| 商誉 | 522 | 522 | 522 | 522 | 522 |
| 于合营企业之权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 按公允价值计入其他全面收益之权益工具 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 递延税项资产 | 56 | 161 | 161 | 161 | 161 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产总计 | 4,966 | 4,183 | 3,692 | 3,569 | 3,490 |
| 存货 | 7,578 | 6,072 | 5,872 | 6,140 | 6,435 |
| 应收货款及其他应收款项 | 2,807 | 2,150 | 2,671 | 2,887 | 3,028 |
| 可收回税项 | 74 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 银行结余及现金 | 1,234 | 1,190 | 2,516 | 3,197 | 3,853 |
| 分类为持作出售的非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资产总计 | 11,693 | 9,416 | 11,062 | 12,227 | 13,320 |
| 应付货款及其他应付款项 | 3,542 | 2,191 | 3,131 | 3,454 | 3,619 |
| 合约负债 | 446 | 448 | 450 | 450 | 450 |
| 应付税项 | 40 | 72 | 60 | 60 | 60 |
| 银行及其他借贷 | 1,582 | 456 | 400 | 400 | 400 |
| 租赁负债 | 978 | 774 | 800 | 800 | 800 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 6,588 | 3,941 | 4,841 | 5,164 | 5,329 |
| 递延税项负债 | 26 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 租赁负债 | 1,843 | 1,440 | 1,258 | 1,271 | 1,361 |
| 非流动负债合计 | 1,869 | 1,464 | 1,283 | 1,295 | 1,385 |
| 股本 | 46 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| 储备 | 8,049 | 8,068 | 8,463 | 9,123 | 9,825 |
| 本公司拥有人应占权益 | 8,095 | 8,114 | 8,509 | 9,169 | 9,872 |
| 非控股权益 | 107 | 80 | 120 | 168 | 223 |
| 权益总额 | 8,202 | 8,194 | 8,630 | 9,337 | 10,094 |

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

| (百万人民币) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 税前溢利 | 574 | 263 | 767 | 1,178 | 1,335 |
| 物业、机器及设备折旧 | 541 | 540 | 556 | 575 | 609 |
| 使用权资产折旧 | 1,235 | 1,060 | 922 | 888 | 910 |
| 无形资产摊销 | 100 | 97 | 63 | 10 | 10 |
| 其他 | 431 | 145 | 43 | 39 | 39 |
| 营运资金变动前经营现金流量 | 2,880 | 2,104 | 2,352 | 2,690 | 2,903 |
| 预付款项减少 (增加) | -269 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收货款及其他应收款项增加 | 850 | 658 | -521 | -216 | -141 |
| 存货增加 | -927 | 1,506 | 200 | -268 | -295 |
| 应付货款及其他应付款项增加 | -117 | -1,351 | 941 | 322 | 166 |
| 合约负债增加 (减少) | -140 | 2 | 2 | 0 | 0 |
| 经营活动所得现金 | 2,277 | 2,919 | 2,974 | 2,527 | 2,633 |
| 已付所得税 | -440 | -238 | -273 | -377 | -427 |
| 经营活动所得 (所用) 现金净额 | 1,837 | 2,681 | 2,702 | 2,151 | 2,206 |
| 存置结构性银行存款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收购固定及无形资产所支付之按金 | -452 | -452 | -410 | -510 | -510 |
| 借予一间子公司非控股权益之垫款 | -127 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 使用权资产付款 | -22 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 197 | 161 | 60 | 60 | 60 |
| 投资活动所用现金净额 | -404 | -291 | -350 | -450 | -450 |
| 偿还银行及其他借款 | -2,600 | -1,125 | -56 | 0 | 0 |
| 偿还租赁负债 (包括相关利息) | -1,301 | -1,057 | -855 | -888 | -910 |
| 就银行及其他借款支付之利息 | -69 | -145 | -43 | -39 | -39 |
| 新增银行及其他借款 | 2,084 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -55 | 0 | -71 | -93 | -151 |
| 融资活动 (所用) 所得现金净额 | -1,941 | -2,327 | -1,026 | -1,020 | -1,099 |
| 现金及等同现金项目 (减少) 增加净额 | -508 | 62 | 1,326 | 681 | 656 |
| 汇率变动影响 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 年初现金及等同现金项目 | 1,742 | 1,234 | 1,190 | 2,516 | 3,197 |
| 年终现金及等同现金项目 | 1,234 | 1,296 | 2,516 | 3,197 | 3,853 |

财务和估值比率

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 每股数据 (人民币) | | | | | |
| 摊薄每股收益 | 0.07 | 0.02 | 0.09 | 0.15 | 0.16 |
| 每股销售额 | 4.48 | 3.60 | 3.92 | 4.24 | 4.45 |
| 每股股息 (港币) | 0.00 | 0.02 | 0.02 | 0.03 | 0.04 |
| 同比变动 | | | | | |
| 收入 | -8.8% | -20.2% | 9.0% | 8.1% | 4.9% |
| 经营溢利 | 40.4% | -55.4% | 97.6% | 49.6% | 12.8% |
| 归母净利润 | 17.7% | -75.0% | 422.6% | 61.6% | 13.3% |
| 摊薄每股收益 | 19.6% | -74.8% | 422.6% | 61.6% | 13.3% |
| 费用与利润率 | | | | | |
| 毛利率 | 35.5% | 35.9% | 36.0% | 36.2% | 36.3% |
| 总经营费用率 | 33.5% | 35.5% | 33.7% | 32.2% | 31.7% |
| 经营利润率 | 4.0% | 2.2% | 4.0% | 5.6% | 6.0% |
| 归母净利润率 | 1.5% | 0.5% | 2.3% | 3.4% | 3.7% |
| 回报率 | | | | | |
| 平均股本回报率 | 4.4% | 1.1% | 5.5% | 8.4% | 0.0% |
| 平均资产回报率 | 2.2% | 0.7% | 3.6% | 5.2% | 0.0% |
| 资产效率 | | | | | |
| 库存周转天数 | 163 | 208 | 165 | 160 | 160 |
| 应收账款周转天数 | 48 | 49 | 48 | 48 | 48 |
| 应付账款周转天数 | 82 | 88 | 88 | 90 | 90 |
| 财务杠杆 | | | | | |
| 流动比率 (x) | 1.8 | 2.4 | 2.3 | 2.4 | 2.5 |
| 速动比率 (x) | 1.8 | 2.4 | 2.3 | 2.4 | 2.5 |
| 现金比率 (x) | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| 负债/权益 (%) | 19% | 6% | 5% | 4% | 4% |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率 (x) | 9.2 | 36.4 | 7.0 | 4.3 | 3.8 |
| 市销率 (x) | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| 股息率 | 0% | 2% | 3% | 5% | 5% |

图表 2：宝胜 2022 年各季度业绩利润表

| (百万人民币) | 1Q21 | 1Q22 | YoY | 2Q21 | 2Q22 | YoY | 3Q21 | 3Q22 | YoY | 4Q21 | 4Q22 | YoY |
|-------------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 营业收入 | 7,307 | 5,481 | -25.0% | 5,767 | 4,384 | -24.0% | 4,947 | 4,529 | -8.5% | 5,329 | 4,244 | -20.4% |
| 销售成本 | -4,799 | -3,536 | -26.3% | -3,553 | -2,833 | -20.3% | -3,201 | -2,838 | -11.3% | -3,498 | -2,743 | -21.6% |
| 毛利 | 2,508 | 1,945 | -22.5% | 2,214 | 1,551 | -29.9% | 1,746 | 1,691 | -3.1% | 1,831 | 1,501 | -18.0% |
| 毛利率 | 34.3% | 35.5% | | 38.4% | 35.4% | | 35.3% | 37.3% | | 34.4% | 35.4% | |
| 其他经营收入 | 104 | 70 | -32.7% | 119 | 94 | -20.7% | 101 | 69 | -31.5% | 135 | 109 | -19.0% |
| 销售及经销开支 | -1,885 | -1,648 | -12.5% | -1,722 | -1,427 | -17.1% | -1,572 | -1,402 | -10.8% | -1,784 | -1,329 | -25.5% |
| 销售费用率 | 25.8% | 30.1% | | 29.9% | 32.6% | | 31.8% | 30.9% | | 33.5% | 31.3% | |
| 行政开支 | -209 | -172 | -17.8% | -196 | -204 | 4.2% | -212 | -224 | 5.9% | -250 | -209 | -16.3% |
| 行政费用率 | 2.9% | 3.1% | | 3.4% | 4.7% | | 4.3% | 5.0% | | 4.7% | 4.9% | |
| 经营溢利 | 518 | 195 | -62.4% | 415 | 14 | -96.7% | 63 | 134 | 113.2% | -68 | 72 | n.m. |
| 经营利润率 | 7.1% | 3.5% | | 7.2% | 0.3% | | 1.30% | 3.0% | | -1.30% | 1.7% | |
| 融资成本 | -56 | -45 | -20.3% | -54 | -47 | -13.0% | -44 | -42 | -4.7% | -49 | -33 | -31.9% |
| 财务收入 | 7 | 5 | -26.7% | 7 | 5 | -23.8% | 8 | 6 | -26.0% | 6 | 6 | -4.5% |
| 应占合营与联营企业业绩 | 27 | 0 | -100.0% | -2 | 0 | -100.0% | -47 | 0 | -100.0% | -142 | 0 | -100.0% |
| 其他收益 | -10 | 0 | -100.0% | 0 | -6 | n.a. | 0 | 0 | n.m. | -6 | -1 | -80.0% |
| 税前溢利 | 486 | 155 | -68.1% | 366 | -34 | n.m. | -20 | 99 | n.m. | -259 | 43 | n.m. |
| 所得税开支 | -119 | -47 | -60.1% | -83 | -50 | -40.7% | -21 | -12 | -42.4% | 25 | -54 | n.m. |
| 本年度溢利 | 367 | 108 | -70.7% | 283 | -83 | n.m. | -40 | 87 | n.m. | -234 | -10 | -95.5% |
| 非控股权益 | -10 | -6 | -44.6% | -4 | -1 | -69.7% | -1 | -5 | 428.7% | -4 | 1 | n.m. |
| 归母净利润 | 357 | 102 | -71.4% | 279 | -85 | n.m. | -42 | 81 | n.m. | -238 | -9 | -96.0% |
| 净利润率 | 4.9% | 1.9% | | 4.8% | -1.9% | | -0.8% | 1.8% | | -4.5% | -0.2% | |

资料来源：公司资料、浦银国际

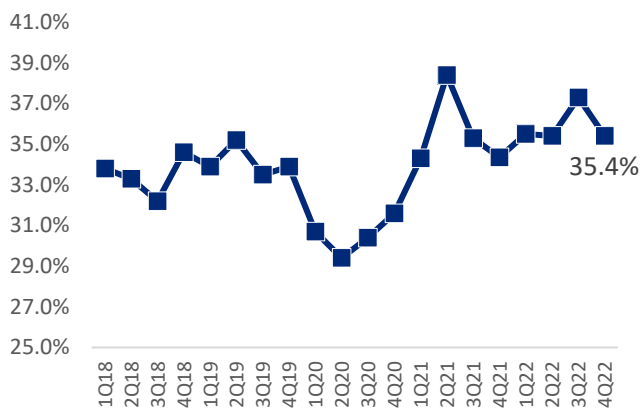
图表 3：SPDBI 财务预测变动

| (人民币百万) | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | | | |
| 旧预测 | 20,413 | 22,314 | n.a. |
| 新预测 | 20,310 | 21,955 | 23,026 |
| 变动 | -0.5% | -1.6% | n.a. |
| 净利润 | | | |
| 旧预测 | 421 | 608 | n.a. |
| 新预测 | 466 | 753 | 853 |
| 变动 | 10.6% | 23.9% | n.a. |

E=浦银国际预测

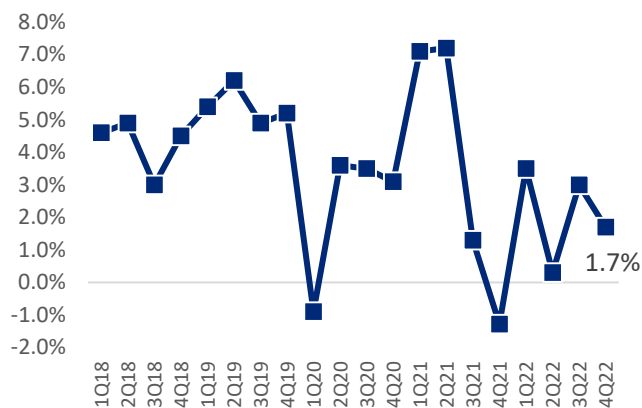
资料来源：浦银国际

图表 4: 宝胜毛利率变动趋势



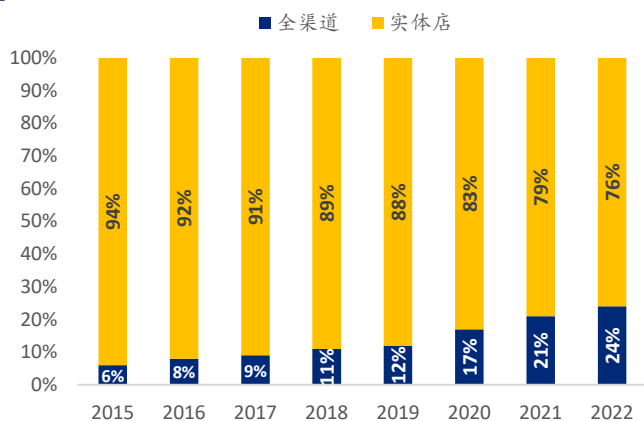
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: 宝胜经营利润率变动趋势



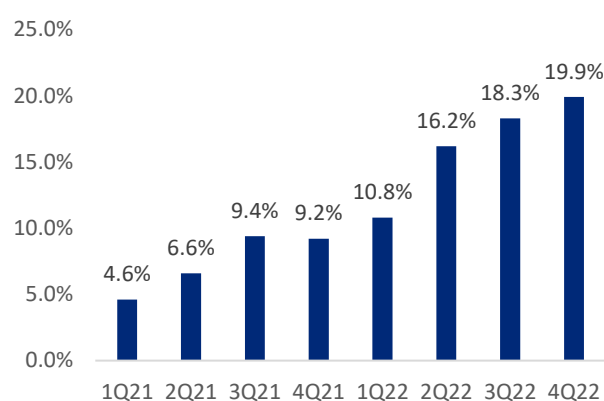
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 6: 宝胜全渠道与线下实体店收入占比



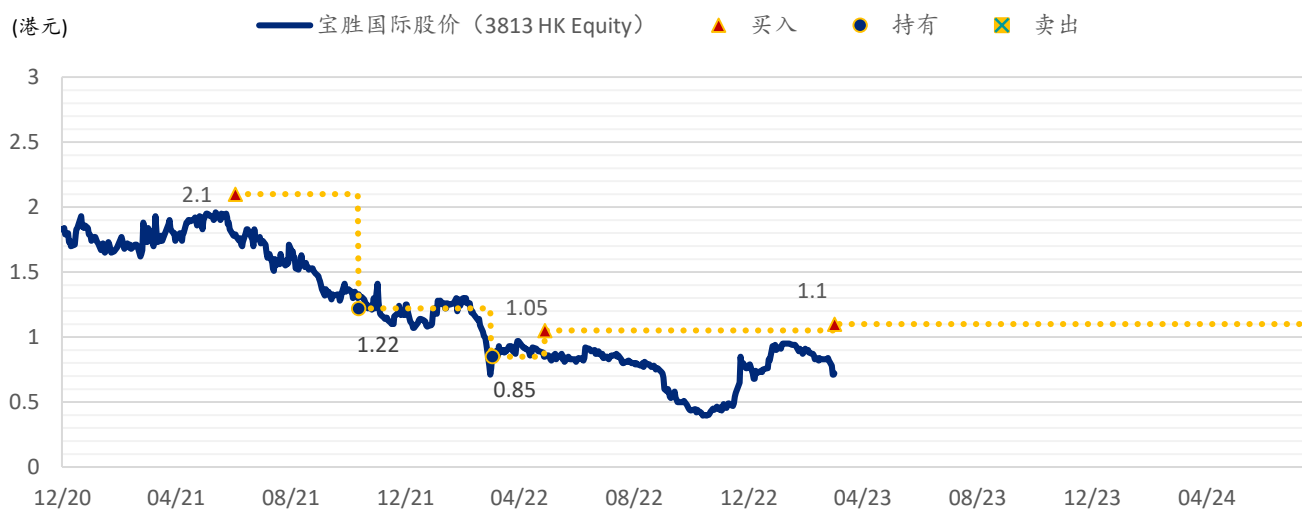
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 7: 宝胜泛微信生态圈对线下直营销销售的贡献



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 8: SPDBI 目标价: 宝胜国际



资料来源: Bloomberg、浦银国际

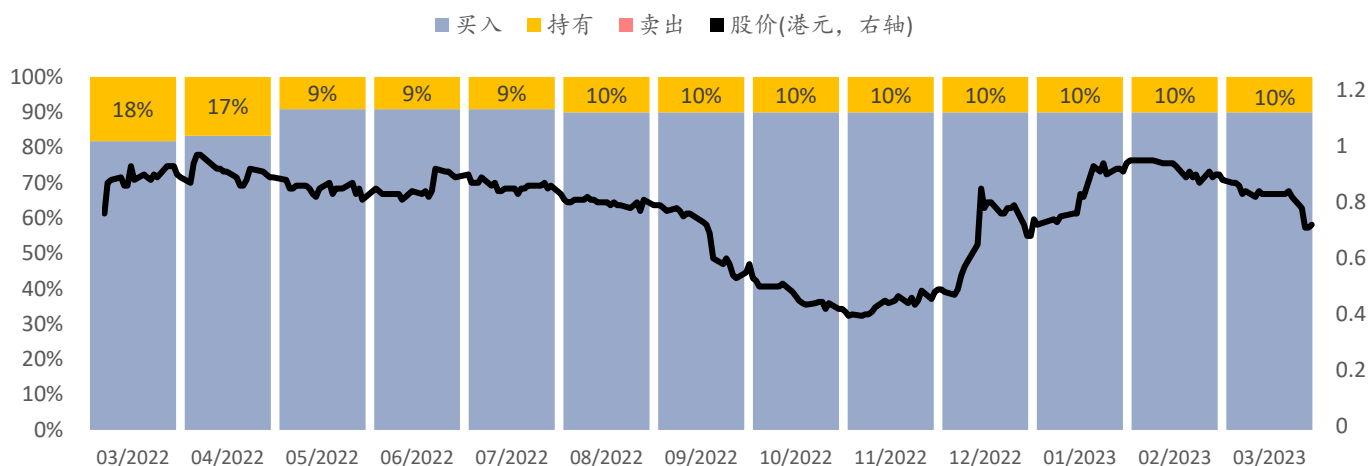
图表 9: SPDBI 消费行业覆盖公司

| 股票代码 | 公司 | 现价(LC) | 评级 | 目标价(LC) | 评级/目标价/盈利预测 发布日期 | 行业 |
|------------------|------|--------|----|---------|---------------------|--------|
| 2331 HK Equity | 李宁 | 64.1 | 买入 | 87.6 | 2023 年 1 月 9 日 | 运动服饰品牌 |
| 2020 HK Equity | 安踏体育 | 102.9 | 买入 | 131.0 | 2023 年 1 月 11 日 | 运动服饰品牌 |
| 3813 HK Equity | 宝胜国际 | 0.7 | 买入 | 1.1 | 2023 年 3 月 16 日 | 运动服饰零售 |
| 6110 HK Equity | 滔搏 | 6.6 | 买入 | 9.5 | 2023 年 2 月 1 日 | 运动服饰零售 |
| 2150.HK Equity | 奈雪的茶 | 7.2 | 持有 | 6.6 | 2023 年 2 月 7 日 | 现制茶饮 |
| 291.HK Equity | 华润啤酒 | 60.7 | 买入 | 75.6 | 2023 年 2 月 8 日 | 啤酒 |
| 600132.CH Equity | 重庆啤酒 | 122.8 | 买入 | 159.6 | 2023 年 1 月 30 日 | 啤酒 |
| 1876.HK Equity | 百威亚太 | 23.0 | 持有 | 26.2 | 2023 年 3 月 2 日 | 啤酒 |
| 0168.HK Equity | 青岛啤酒 | 79.3 | 买入 | 96.0 | 2023 年 2 月 23 日 | 啤酒 |
| 600600.CH Equity | 青岛啤酒 | 111.0 | 持有 | 115.0 | 2023 年 2 月 23 日 | 啤酒 |
| 000729.CH Equity | 燕京啤酒 | 12.7 | 卖出 | 7.6 | 2022 年 1 月 26 日 | 啤酒 |
| 600887.CH Equity | 伊利股份 | 29.1 | 买入 | 39.4 | 2023 年 1 月 31 日 | 乳制品 |
| 2319.HK Equity | 蒙牛乳业 | 32.9 | 买入 | 45.6 | 2023 年 1 月 12 日 | 乳制品 |
| 600597.CH equity | 光明乳业 | 10.4 | 持有 | 12.6 | 2022 年 8 月 1 日 | 乳制品 |
| 6186.HK Equity | 中国飞鹤 | 5.7 | 持有 | 7.6 | 2022 年 12 月 7 日 | 乳制品 |
| 1717.HK Equity | 澳优 | 3.5 | 持有 | 6.9 | 2022 年 8 月 1 日 | 乳制品 |
| 600882.CH Equity | 妙可蓝多 | 31.0 | 买入 | 42.8 | 2023 年 2 月 20 日 | 乳制品 |
| 9858.HK Equity | 优然牧业 | 1.9 | 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 |

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2023 年 3 月 16 日收盘价。

SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 10: 宝胜国际市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 宝胜国际 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: 1.32 港元

概率: 20%

- 公司 2023 年收入同比增长 15%以上;
- 公司 2023 年毛利率同比增长超 50bps;
- 公司 2023 年经营费用率同比下降 250bps

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 0.83 港元

概率: 25%

- 公司 2023 年收入同比持平;
- 公司 2023 年毛利率同比下降超 50bps;
- 公司 2023 年经营费用率同比持平

E=浦银国际预测

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

