



## 安踏 (2020.HK): 上半年利润增长有望领跑行业, 下半年有望更上一层楼

在中国运动服饰行业中, 安踏体育具有两大重要优势: (1) 多品牌矩阵和 (2) 较高的直营占比。我们认为, 这两点对安踏体育在疫情放开后取得较好的业绩起到至关重要的作用。在短期经济形势不利的情况下, 安踏体育的多品牌策略很好地降低了消费趋势转变所带来的负面影响。当安踏品牌增长遭遇瓶颈的时候, Fila 的强势反弹与 Descente、Kolon 的持续成长为公司的收入增长注入了新的活力。同时, 公司较高的直营门店占比 (Fila/Descente 全直营, 安踏品牌直营门店占比接近 40%) 在疫情后的恢复期为公司带来较大的利润率提升空间。我们认为, 安踏体育的多品牌以及转直营 (DTC) 策略很大程度上体现了管理层非常强的战略眼光与前瞻性。维持“买入”。

**1H23 利润增长有望领跑行业:** 我们预测安踏品牌与 Fila 品牌 2Q23 的全渠道零售流水分别同比增长高单位数及 20% 以上。结合 1Q23 的流水表现, 我们预测安踏体育 1H23 的收入同比增低双位数 (安踏品牌增高单位数, Fila 增中双位数)。我们预计安踏品牌 2H23 的零售折扣同比小幅加深, 抵消 DTC 对毛利率的帮助, 而 Fila 的零售折扣保持同比稳定。我们预测集团 1H23 的毛利率同比基本持平。然而, 基于较大的门店经营杠杆, Fila 以及 Descente 等其他品牌收入的快速增长有望使费用率同比显著下降, 从而令经营利润率 (OP margin) 同比扩张。叠加 Amer Sports 减亏的帮助, 我们预测安踏 1H23 净利润同比增长高双位数。

**2H23 业绩有望更上一层楼:** 我们预测 (1) 在基数与消费信心恢复的共同影响下, 2H23 的流水增速有望略快于 1H23; (2) 随着行业渠道库存的逐渐降低, 2H23 零售折扣有望同比和环比改善; (3) Fila 2H23 的毛利率在去年低基数下有望录得显著扩张; (4) 其他收入在 2H23 有望保持稳定 (而 1H23 预计同比下降); (5) Amer Sports 对集团利润的贡献有望在 2H23 同比大幅增长。我们预测安踏 2H23 净利润有望录得 20% 的同比增长。

**下调目标价, 维持安踏“买入”评级:** 我们适当调整了 2023-2025 年的收入与净利润预测。考虑到当前较弱的市场情绪与大环境较高的不确定性, 我们下调了对整体运动服饰行业的估值中枢。我们对安踏最新的目标价为 95.0 港元 (基于未来滚动 12 个月的 23 倍 P/E, 与李宁一致), 维持安踏“买入”评级。

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

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	49,328	53,651	60,870	67,305	74,314
同比变动 (%)	38.9%	8.8%	13.5%	10.6%	10.4%
归母净利润	7,720	7,590	9,065	10,168	11,658
同比变动 (%)	49.6%	-1.7%	19.4%	12.2%	14.7%
PE (X)	25.2	25.6	21.6	19.3	16.8
ROE (%)	29.2%	24.0%	24.3%	23.5%	23.4%

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

消费助理分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 7 月 7 日

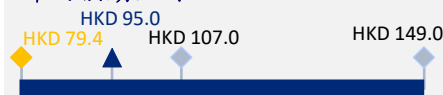
### 评级

**买入**

目标价 (港元)	95.0
潜在升幅/降幅	19.7%
目前股价 (港元)	79.4
52 周内股价区间 (港元)	67.9-125.3
总市值 (百万港元)	224,769
近 3 月日均成交额 (百万港元)	901.2

注: 截至 2023 年 7 月 6 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 - 安踏体育

### 利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>49,328</b>	<b>53,651</b>	<b>60,870</b>	<b>67,305</b>	<b>74,314</b>
同比	38.9%	8.8%	13.5%	10.6%	10.4%
销售成本	-18,924	-21,333	-23,471	-25,403	-27,545
<b>毛利</b>	<b>30,404</b>	<b>32,318</b>	<b>37,400</b>	<b>41,902</b>	<b>46,769</b>
毛利率	61.6%	60.2%	61.4%	62.3%	62.9%
销售费用	-17,753	-19,629	-22,035	-24,685	-27,167
管理费用	-2,928	-3,587	-3,927	-4,244	-4,592
其他经营收入及收益 (损失)	1,266	2,128	1,800	1,700	1,620
<b>经营溢利</b>	<b>10,989</b>	<b>11,230</b>	<b>13,238</b>	<b>14,673</b>	<b>16,631</b>
经营利润率	22.3%	20.9%	21.7%	21.8%	22.4%
净融资成本	332	97	152	269	412
<b>税前溢利</b>	<b>11,240</b>	<b>11,355</b>	<b>13,540</b>	<b>15,189</b>	<b>17,414</b>
所得税开支	-3,021	-3,110	-3,708	-4,160	-4,769
所得税率	26.9%	27.4%	27.4%	27.4%	27.4%
少数股东权益	-499	-655	-767	-860	-986
<b>归母净利润</b>	<b>7,720</b>	<b>7,590</b>	<b>9,065</b>	<b>10,168</b>	<b>11,658</b>
归母净利率	15.7%	14.1%	14.9%	15.1%	15.7%
同比	50%	-2%	19%	12%	15%

### 资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、厂房及设备	3,779	4,774	5,216	5,342	5,152
使用权资产	6,611	8,015	8,015	8,015	8,015
土地使用权及其他非流动资产预付款	43	544	543	542	541
无形资产	1,531	1,480	1,386	1,299	1,217
合营公司投资	9,027	9,343	9,343	9,343	9,343
递延税项资产	1,053	1,378	1,378	1,378	1,378
其他	722	1,065	1,065	1,065	1,065
<b>非流动资产</b>	<b>22,766</b>	<b>26,599</b>	<b>26,946</b>	<b>26,984</b>	<b>26,712</b>
其他金融资产	763	618	618	618	618
存货	7,644	8,490	8,359	8,700	9,131
应收账款	3,296	2,978	3,502	3,872	4,276
其他应收账款	3,618	2,822	3,669	4,241	4,886
已抵押存款	4	5	0	0	0
存款期超过三个月的银行定期存款	6,985	10,305	7,000	7,000	7,000
现金及现金等价物	17,592	17,378	20,032	26,598	34,427
<b>流动资产</b>	<b>39,902</b>	<b>42,596</b>	<b>43,180</b>	<b>51,030</b>	<b>60,338</b>
借贷	1,748	12,198	4,986	4,986	4,986
应付贸易账款	3,146	2,750	3,344	3,689	4,000
租赁负债	2,237	2,867	2,867	2,867	2,867
其他应付款	6,969	6,198	7,202	7,795	8,452
应付关连人士款项	27	25	20	20	20
即期应付税项	1,816	2,169	2,100	2,100	2,100
<b>流动负债</b>	<b>15,943</b>	<b>26,207</b>	<b>20,519</b>	<b>21,457</b>	<b>22,425</b>
递延税项负债	655	691	691	691	691
租赁负债	2,908	3,938	3,938	3,938	3,938
借贷	4,483	492	500	500	500
可转换债券	6,942	0	0	0	0
应付非控股权益款	74	28	28	28	28
<b>非流动负债</b>	<b>15,062</b>	<b>5,149</b>	<b>5,157</b>	<b>5,157</b>	<b>5,157</b>
股本	261	262	262	262	262
储备	28,662	34,138	39,983	46,072	53,154
非控股权益	2,740	3,439	4,206	5,066	6,052
<b>权益</b>	<b>31,663</b>	<b>37,839</b>	<b>44,451</b>	<b>51,400</b>	<b>59,469</b>

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	11,240	11,355	13,540	15,189	17,414
物业、机器及设备折旧	443	860	1,198	1,514	1,830
使用权资产折旧	2,694	3,481	0	0	0
无形资产摊销	129	123	104	97	91
利息支出	443	511	145	88	88
利息收入	-392	-609	-547	-606	-750
其他	-91	545	11	11	11
营运资金变动前经营现金流量	14,466	16,266	14,451	16,292	18,683
存货增加	-2,233	-1,260	131	-340	-432
应收贸易账款及其他流动资产变动	-178	1,196	-1,371	-942	-1,048
抵押贷款变动	0	0	5	0	0
应付贸易账款及其他流动负债变动	2,121	-1,038	1,598	938	968
应付关连人士款项变动	8	-2	-5	0	0
已付所得税	-2,677	-3,046	-3,777	-4,160	-4,769
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>11,507</b>	<b>11,622</b>	<b>11,031</b>	<b>11,787</b>	<b>13,402</b>
购买物业、厂房及设备所付款	-1,360	-1,621	-1,640	-1,640	-1,640
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	-94	-115	-10	-10	-10
以收取利息	354	525	547	606	750
存款期超过三个月的银行定期存款	-2,105	-2,838	3,305	0	0
其他	-1,110	-200	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-4,315</b>	<b>-4,249</b>	<b>2,192</b>	<b>-1,054</b>	<b>-910</b>
借贷	-196	-1,403	-7,204	0	0
发行可转换债券	0	0	0	0	0
已支付股利	-2,456	-3,950	-3,220	-4,079	-4,576
已支付利息	-71	-33	-145	-88	-88
其他	-2,224	-2,455	0	0	0
<b>融资活动(所用)所得现金净额</b>	<b>-4,947</b>	<b>-7,841</b>	<b>-10,569</b>	<b>-4,167</b>	<b>-4,664</b>
现金及现金等价物变动	2,245	-468	2,654	6,567	7,829
于年初的现金及现金等价物	15,323	17,592	17,378	20,032	26,598
现金及现金等价物汇兑差额	24	254	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	17,592	17,378	20,032	26,598	34,427

### 财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	2.87	2.82	3.34	3.75	4.30
每股销售额	17.77	19.29	22.37	24.74	27.32
每股股息	1.31	1.20	1.50	1.69	1.93
<b>同比变动</b>					
收入	38.9%	8.8%	13.5%	10.6%	10.4%
经营溢利	20.1%	20.1%	2.2%	17.9%	10.8%
归母净利润	49.6%	-1.7%	19.4%	12.2%	14.7%
摊薄每股收益	49.1%	49.1%	-1.9%	22.1%	12.2%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	61.6%	60.2%	61.4%	62.3%	62.9%
经营利润率	22.3%	20.9%	21.7%	21.8%	22.4%
归母净利率	15.7%	14.1%	14.9%	15.1%	15.7%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	29.2%	24.0%	24.3%	23.5%	23.4%
平均资产回报率	13.8%	11.7%	13.2%	13.8%	14.2%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	127	138	130	125	121
应收账款周转天数	26	21	21	21	21
应付账款周转天数	53	50	52	53	53
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
速动比率(x)	2.5	1.6	2.1	2.4	2.7
现金比率(x)	1.3	1.5	1.3	1.2	1.1
负债/权益(%)	107%	91%	64%	57%	52%
<b>估值</b>					
市盈率(x)	25.2	25.6	21.6	19.3	16.8
市销率(x)	4.1	3.7	3.2	2.9	2.6
股息率	2%	2%	2%	2%	2%

图表 2: 安踏 2023 年上半年及全年盈利预测

百万人民币	1H22A	1H23E	YoY	2H22A	2H23E	YoY	2022A	2023E	YoY
收入	25,965	29,157	12%	27,686	31,714	15%	53,651	60,870	13%
销售成本	-9,856	-10,903	11%	-11,477	-12,568	10%	-21,333	-23,471	10%
毛利润	16,109	18,254	13%	16,209	19,146	18%	32,318	37,400	16%
毛利率	62.0%	62.6%		58.5%	60.4%		60.2%	61.4%	
其他收益	821	620	-24%	1,307	1,180	-10%	2,128	1,800	-15%
营业费用	-11,138	-12,212	10%	-12,078	-13,750	14%	-23,216	-25,961	12%
经营利润	5,792	6,662	15%	5,438	6,576	21%	11,230	13,238	18%
经营利润率	22.3%	22.9%		19.6%	20.7%		20.9%	21.7%	
联营公司盈利/亏损	-178	-100	-44%	206	250	21%	28	150	n.m.
财务支出	-22	10	n.m.	119	142	19%	97	152	56%
税前盈利	5,592	6,572	18%	5,763	6,968	21%	11,355	13,540	19%
所得税	-1,642	-1,940	18%	-1,468	-1,768	20%	-3,110	-3,708	19%
少数股东权益	-362	-400	10%	-293	-367	25%	-655	-767	17%
归母净利润	3,588	4,232	18%	4,002	4,832	21%	7,590	9,065	19%
归母净利润率	13.8%	14.5%		14.5%	15.2%		14.1%	14.9%	

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、浦银国际预测

图表 3: 安踏 2023 年上半年及全年各品牌收入、经营利润及利润率

百万人民币	1H22A	1H23E	YoY	2H22A	2H23E	YoY	2022A	2023E	YoY
收入									
安踏品牌	13,360	14,295	7%	14,363	15,571	8%	27,723	29,866	8%
Fila	10,777	12,394	15%	10,746	12,664	18%	21,523	25,058	16%
其他品牌	1,828	2,468	35%	2,577	3,479	35%	4,405	5,947	35%
毛利润									
安踏品牌	7,358	7,934	8%	7,514	8,260	10%	14,872	16,193	9%
Fila	7,395	8,490	15%	6,888	8,374	22%	14,283	16,864	18%
其他品牌	1,356	1,831	35%	1,807	2,512	39%	3,163	4,343	37%
毛利率									
安踏品牌	55.1%	55.5%		52.3%	53.0%		53.6%	54.2%	
Fila	68.6%	68.5%		64.1%	66.1%		66.4%	67.3%	
其他品牌	74.2%	74.2%		70.1%	72.2%		71.8%	73.0%	
经营利润									
安踏品牌	2,942	3,145	7%	2,983	3,306	11%	5,925	6,451	9%
Fila	2,426	2,974	23%	1,875	2,538	35%	4,301	5,513	28%
其他品牌	395	543	37%	512	721	41%	907	1,264	39%
经营利润率									
安踏品牌	22.0%	22.0%		20.8%	21.2%		21.4%	21.6%	
Fila	22.5%	24.0%		17.4%	20.0%		20.0%	22.0%	
其他品牌	21.6%	22.0%		19.9%	20.7%		20.6%	21.3%	

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、浦银国际预测

图表 4: 安踏各品牌季度流水增速

	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23
<b>安踏品牌</b>	▲增长 35-40%	▲增长 10-20% 低段	▲增长 10-20% 中段	▲增长 25-30%	▲增长 10-20% 高段	▼下降 中 单位数	▲增长 中 单位数	▼下降 高 单位数	▲增长 低 单位数	▲增长 中 单位数
安踏大货	▲增长 30-35%	▲增长 高 单位数	▲增长 中 单位数		▲增长 10-20% 低段	▼下降 10-20% 低段	▲增长 低 单位数	▼下降 10-20% 中段		▲增长 高 单位数
安踏童装	▲增长 25-30%	▲增长 中 单位数	▲增长 10-20%中段		▲增长 10-20% 中段	▲增长 低 单位数	▲增长 高 单位数	▼下降 10-20% 高段		▲增长 中 单位数
安踏电商	▲增长 40%	▲增长 25-30%	▲增长 30-35%		▲增长 35-40%	▲增长 高 单位数	▲增长 高 单位数	▲增长 中 单位数		▼下降 负增长
<b>Fila</b>	▲增长 30-35%	▲增长 中 单位数	▲增长 高 单位数	▲增长 25-30%	▲增长 中 单位数	▼下降 高 单位数	▲增长 10-20% 低段	▼下降 10-20% 低段	▼下降 低 单位数	▲增长 高 单位数
Fila 大货	▲增长 20%	▲增长 低 单位数	—持平		▲增长 低 单位数	▼下降 10-20% 低段	▼下降 低 单位数	▼下降 10-20% 中段		▲增长 10%+
Fila 潮牌	▲增长 80%	▲增长 10-20% 中段	▲增长 10-20%低段		▲增长 20%+	▲增长 高 单位数	▲增长 低 单位数	▲增长 高 单位数		▲增长 单位数
Fila 儿童	▲增长 40%	▲增长 10-20% 低段	▲增长 10-20%中段		▲增长 10-20% 中段	▼下降 中 单位数	▲增长 低 单位数	▼下降 10-20% 低段		▲增长 单位数
Fila 电商	▲增长 40%	▲增长 20-25%	▲增长 25-30%		▲增长 高 单位数	▲增长 中 单位数	▲增长 65-70%	▲增长 40-45%		▲增长 40%
<b>其他品牌</b>	▲增长 70-75%	▲增长 35-40%	▲增长 30-35%	▲增长 50-55%	▲增长 40-45%	▲增长 20-25%	▲增长 40-45%	▲增长 10-20% 低段	▲增长 20-25%	▲增长 75-80%
迪桑特	▲增长 100%+	▲增长 50%	▲增长 40-45%				▲增长 35-40%			▲增长 70%+
可隆	▲增长 40%+	▲增长 30%	▲增长 10-20%高段				▲增长 55-60%			▲增长 100%+

资料来源: 公司资料、浦银国际

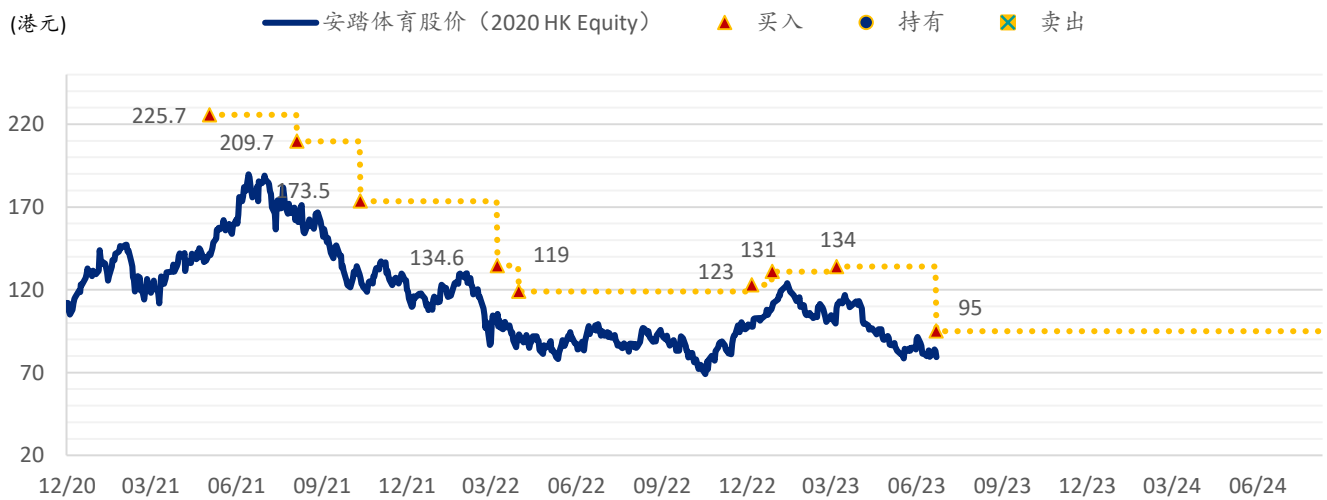
图表 5: SPDBI 财务预测变动: 安踏体育

(人民币百万)	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>			
旧预测	60,740	68,141	75,672
新预测	60,870	67,305	74,314
变动	0.2%	-1.2%	-1.8%
<b>净利润</b>			
旧预测	9,450	10,667	12,192
新预测	9,065	10,168	11,658
变动	-4.1%	-4.7%	-4.4%

E=浦银国际预测

资料来源: 浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 安踏体育



注: 截至 2023 年 7 月 6 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

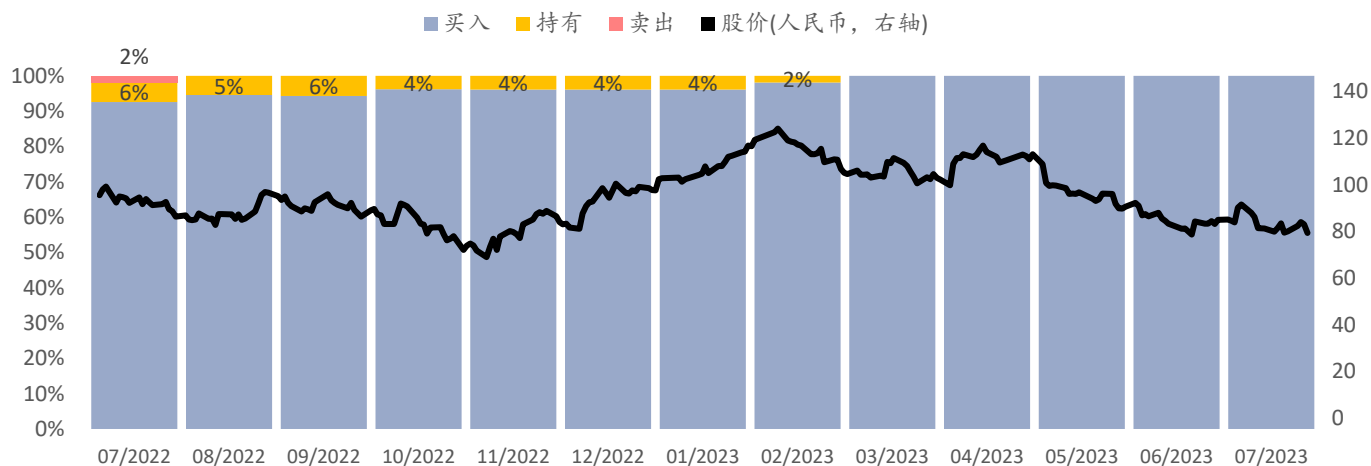
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	40.8	买入	51.9	2023年7月5日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	79.4	买入	95.0	2023年7月7日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	1.2	2023年5月12日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.4	买入	8.4	2023年7月4日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.4	买入	10.0	2023年4月3日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	48.1	买入	80.4	2023年3月27日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	88.4	买入	126.7	2023年5月3日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	19.3	持有	26.2	2023年5月4日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	69.5	买入	100.0	2023年4月26日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	101.0	持有	121.0	2023年4月26日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	12.0	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.6	买入	35.4	2023年5月2日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	29.3	买入	40.2	2023年3月31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	4.4	持有	7.6	2022年12月7日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.4	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	22.2	买入	42.8	2023年2月20日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.7	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	买入	1.3	2022年8月1日	乳制品

注：截至 2023 年 7 月 6 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

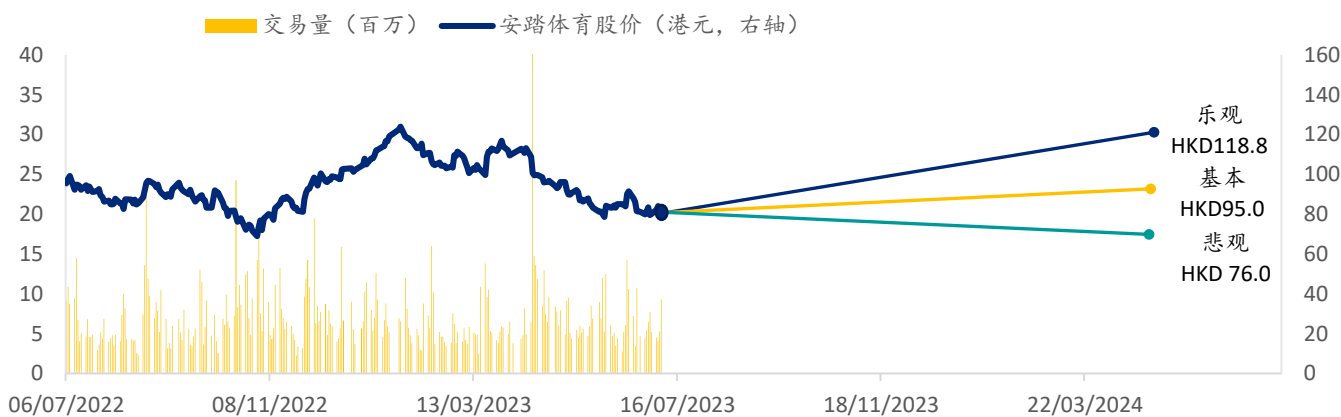
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

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: 118.8 港元  
概率: 25%

- 安踏品牌 2023 年收入同比增长 15%;
- Fila 品牌 2023 年收入同比增长 30%;
- 集团毛利率 2023 年同比扩张 200bps;
- 市场营销费用占比 2023 年同比缩窄 40bps;

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 76.0 港元  
概率: 20%

- 安踏品牌 2023 年收入同比增长 3%;
- Fila 品牌 2023 年收入同比增长 10%;
- 集团毛利率 2023 年同比增长超 80bps;
- 市场营销费用占比 2023 年同比缩窄 10bps。

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人士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人士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

