

买入
Q4 略超预期，梳理 Amer IPO 及对集团利润之增厚
安踏体育 (2020.HK)

2024-1-17 星期三

投资要点

目标价: **98.00 港元**
 现价: 71.55 港元
 预计升幅: 37.0%

重要数据

日期	2024/1/16
收盘价 (港元)	71.55
总股本 (亿股)	28.3
总市值 (亿港元)	2026.7
净资产 (亿港元)	572.8
总资产 (亿港元)	907.7
52 周高低 (港元)	125.30/68.00
每股净资产 (港元)	18.91

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

安踏国际集团控股有限公司	42.40%
安达控股国际有限公司	5.68%
安达投资资本有限公司	4.08%
Shine Well	0.33%

相关报告

安踏体育 (2020.HK) 更新报告: 三年规划振奋人心, 向全球化多品牌集团进化-20231024

研究部

姓名: 何丽敏
 SFC: BTG784
 电话: 0755-82846267
 Email: helm@gyzq.com.hk

➤ 23Q4 零售流水略超预期, 达成全年目标, 库存健康:

于 23Q4, 安踏/FILA/ 其他品牌流水分别同比+高双位数/+25-30%/+55-60%。安踏品牌折扣同比加深 1-2pp, FILA 折扣同比改善; 两个主力品牌库销比环比改善至 5 以内。2023 全年, 安踏/FILA/ 其他品牌流水分别同比+高单位数/+高双位数/+60-65%, 其中安踏基本达成全年目标 (目标双位数增长, 实际增长接近 10%), FILA 略超原定的双位数增长目标。据管理层, 集团有信心在 2023 年达成市场的一致预期。

➤ 梳理 Amer 债务情况, Amer IPO 对安踏集团利润之增厚:

(1) 对于 26 亿美元的 JVCo Loan 1: 从 JV 公司的角度, 资金来源是财团股权投资, 作为股东贷款的形式注入到 Amer 上市公司。JVCo Loan 1 将在 Amer IPO 时转化为股份。因此 JVCo Loan 1 的股权化将对 JV 公司利润无影响。
(2) Amer IPO 后将偿还 JVCo Loan 2 (未偿还本金 14 亿美元), JV 公司节约约 6 亿人民币的利息 (按利率 5-7%), 安踏集团利润的增厚视乎持股占比;
(3) Amer 上市后, 资金状况的改善将有利于其全球扩张, 充分发挥内生增长潜力。于 23H1, 剔除商誉减值后的 JV 公司已实现盈亏平衡, Amer 的利润潜力释放将增厚安踏集团利润。

➤ Amer Sports 招股书梳理, 始祖鸟、大中华区和 DTC 渠道引领增长:

2019 年财团收购 Amer Sports 后, 2020-2022 年收入 CAGR 为 20.4%; 对比收购前的 2013-2018 年, Amer Sports 收入/利润 CAGR 分别为 4.6%/ 6.7%。在 2020-2022 年, 大中华区的收入 CAGR 达 61%, 从 2.0 亿美元增长至 5.2 亿美元。在 2023 年的前 9 个月, 大中华区同比增 68%至 5.9 亿美元, 其中 Arc'teryx 占大中华区总收入的 76%达 4.5 亿美元。

➤ 维持买入评级, 给予目标价 98.00 港元:

我们的观点: 2024 奥运年有助于安踏主品牌发力品牌向上。集团通过多品牌策略, 覆盖大众运动/时尚运动/户外市场, 并通过 Amer 覆盖海外市场, 在不确定的环境下具备较好确定性。维持安踏集团作为运动行业首选标的。预计 23E 至 25E 营收分别为 628.5/ 714.8/ 807.7 亿元, 同比+17.1%/+13.7%/+13.0%; 归母净利润分别为 98.4/ 118.8/ 139.1 亿元, 同比+29.7%/+20.7%/+17.0%。目标价 98.00 港元, 维持买入评级, 目标价对应 24E PE 21 倍。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	49,328	53,651	62,849	71,483	80,767
同比增长 (%)	38.9%	8.8%	17.1%	13.7%	13.0%
毛利率	61.6%	60.2%	61.7%	62.4%	62.9%
归母净利润	7,720	7,590	9,842	11,884	13,907
同比增长 (%)	49.6%	-1.7%	29.7%	20.7%	17.0%
归母净利润率	15.7%	14.1%	15.7%	16.6%	17.2%
EPS (人民币)	2.87	2.82	3.64	4.39	5.14
PE@71.55 HKD	22.9	23.3	18.1	15.0	12.8

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

报告正文

➤ 23Q4 零售流水略超预期，达成全年目标，库存健康：

23Q4，安踏/FILA/ 其他品牌流水分别同比+高双位数/+25-30%/+55-60%。安踏品牌折扣同比加深 1-2pp，FILA 折扣同比改善；两个主力品牌的库销比环比改善至 5 以内。2023 全年，安踏/FILA/ 其他品牌流水分别同比+高单位数/+高双位数/+60-65%，其中安踏基本达成原定的全年目标（目标双位数增长，实际增长接近 10%），FILA 略超原定的双位数增长目标，其他品牌延续高增趋势。

据管理层，集团有信心在 2023 年达成市场的一致预期。展望未来，将按照投资者日所给出的增长路径和策略前进（3 年流水 CAGR 目标：安踏品牌和 FILA 品牌为 10-15%，其他品牌中迪桑特/ Kolon 分别为 20-25%/ 30-35%）。

表 1：安踏集团分季度零售流水增长

零售流水	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
安踏牌	- 中单位数	+ 中单位数	- 高单位数	+ 中单位数	+高单位数	+高单位数	+高双位数
大货	- 低双位数	+中单位数	-中单位数	+中单位数	+高单位数	+高单位数	+高双位数
KIDS	+ 低单	+高单位数	-低至中双	+中单位数	+高单位数	+中单位数	+20-25%
电商	+ 高单	+高单位数	+中单位数	负 (高基数)	+中单位数	线上慢于线下	+中单位数
FILA	- 高单位数	+ 10-20% 低段	- 10-20% 低段	+ 高单位数	+ 10-20% 高段	+低双位数	+ 25-30%
大货	- 高双位数	+中单位数	-中双位数	+10%以上	+20%*	+高单位数	+30-35%*
KIDS	- 中单位数	+双位数	-低双位数	+单位数	+中双位数*	+高单位数	+25-30%*
FUSION	+ 高单	+20%以上	+高单位数	+单位数	+低双位数*	+高单位数	+低双位数*
电商	/	+60%以上	+40%		+ 60%-65%*	+中双位数	+中双位数
其他	+20-25%	+ 40-45%	+ 低双位数	+ 75-80%	+ 70%-75%	+ 45%-50%	+ 55-60%
库销比	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
安踏牌	略超 5 个月	略超 5	6 左右	低于 5	低于 5	5 左右	低于 5
FILA	7-8 个月	7-8 个月	7 左右	低于 5	低于 5	5 左右	低于 5

2023H1 零售流水变动：安踏品牌流水 +中单位数，FILA 品牌流水+10%至 20%中段，其他品牌+70-75%。

2023 全年零售流水变动：安踏品牌流水 +高单位数(近 10%)，FILA 品牌流水+高双位数，其他品牌+60-65%。

注*：23Q2、23Q4 由于 FILA 调整了的店播收入定义，FILA 三个子品牌的零售流水增长口径为线上线下合计；

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 梳理 Amer 债务情况，Amer IPO 对安踏集团利润之增厚：

根据招股书，我们梳理了截至 2023/9/30 的 Amer Sports 上市公司主要长期债务，其分别为金融机构贷款 **17.8 亿美元**和关联方贷款 **40.1 亿美元**（见图 1）。Amer 上市筹得的款项将主要用于偿还关联方贷款。JVCo Loan 1&2 均是由 JVCo 作为借款人，在 Amer Sports 上市公司层面，均会产生财务费用，而 JV 公司层面则会产生财务收入。

具体而言：

a. 对于 26 亿美元的 JVCo Loan 1：从 JV 公司的角度，该 26 亿的资金来源是财团股权注资，作为股东贷款的形式注入到 Amer 上市公司。JVCo Loan 1 将在 Amer IPO 时转化为股份。因此，JVCo Loan 1 的股权化将对 JV 公司利润无影响。

b. 对于 14 亿美元的 JVCo Loan 2：将使用 Amer IPO 时筹措的款项来偿还。从 JV 公司的角度，该 14 亿美元的资金来源是收购 Amer 时的 13 亿欧外部融资。因此，JVCo Loan 2 约 14 亿美元贷款的偿还将节省财务费用，增厚 JV 公司利润。

c. Amer Sports 上市公司的金融机构贷款 17.8 亿美元，是源于 2018 年 12 月财团收购 Amer 时在要约人 Bidco 层面的 17 亿欧贷款（见图 2），该笔款项是否偿还在招股书 Use of Proceeds 一节中并未陈述。

综上，Amer IPO 对安踏集团利润之增厚体现在：

(1) Amer IPO 后将偿还 JVCo Loan 2 (未偿还本金 14 亿美元)， JV 公司节省约 6 亿人民币的利息（按利率 5-7%），对应安踏集团报表利润的增厚视乎其持股占比；

(2) Amer 上市后，资金状况的改善将有利于其全球扩张，充分发挥内生增长潜力。于 23H1，剔除商誉减值后的 JV 公司已实现盈亏平衡，Amer 的利润潜力释放将增厚安踏集团利润。

图 1：Amer Sports 上市公司债务情况梳理（截至 2023 年 9 月 30 日）

截至2023/9/30, Amer上市公司的主要长期债务	期末值	2023年前9个月名义利率
Loans from financial institutions	17.8亿美元	长期7.65%, 短期6.34%–8.41%
Loans from related parties	40.1亿美元	长期7.90%, 短期5.67%
其中：JVCo Loan 1	26亿美元	
其中：JVCo Loan 2	14亿美元	
备注：		

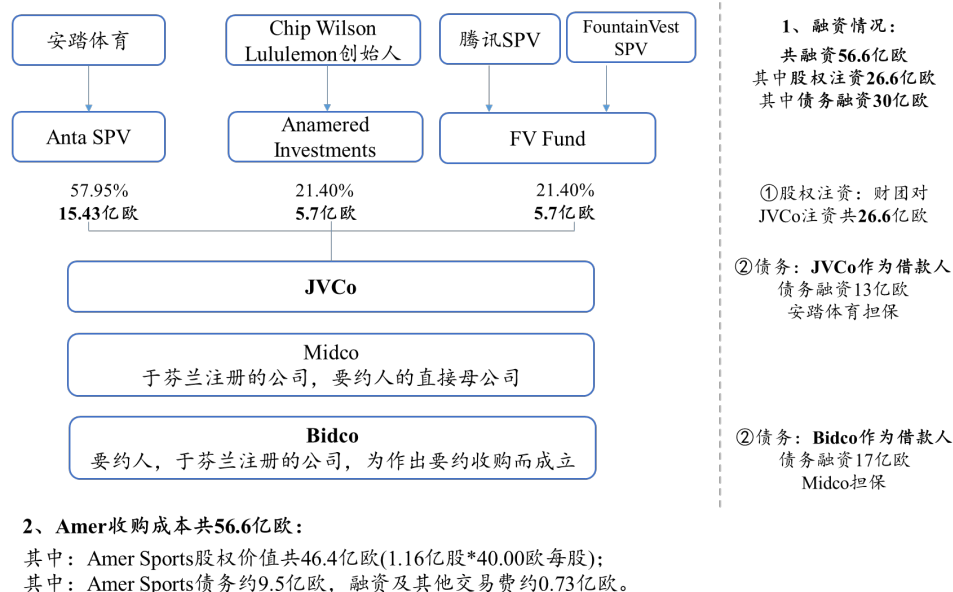
两笔JVCo Loan在Amer Sports上市公司层面，均会产生财务费用，而JV公司层面则会产生财务收入。具体而言：

(1) 对于26亿美元的JVCo Loan 1，从JV公司的角度，该26亿的资金来源是股权注资，JVCo Loan 1将在Amer IPO时转化为股份；

(2) 对于14亿美元的JVCo Loan 2，将使用Amer IPO时筹措的款项来偿还。从JV公司的角度，该14亿的资金来源是外部融资。因此，JVCo Loan 2约14亿美元贷款的偿还将节省财务费用，增厚JV公司利润。

资料来源：Amer Sports F1 Form、国元证券经纪（香港）整理

图 2：于 2018 年 12 月，财团收购 Amer 架构及融资情况回顾



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ 维持买入评级，给予目标价 98.00 港元：

我们的观点：2024 奥运年有助于安踏主品牌发力品牌向上。得益于集团的多品牌管理能力，其覆盖了大众运动/时尚运动/户外市场，并通过 Amer 覆盖海外市场，在不确定的大环境下具备较好的业绩确定性。维持安踏集团作为运动行业首选标的。预计 23E 至 25E 营收分别为 628.5/714.8/807.7 亿元，同比+17.1%/+13.7%/+13.0%；归母净利润分别为 98.4/118.8/139.1 亿元，同比+29.7%/+20.7%/+17.0%。目标价 98.00 港元，维持买入评级，目标价对应 24E PE 21 倍。

风险提示：

消费环境疲弱、行业竞争格局恶化、终端销售不及预期、DTC 效率提升不及预期等。

附：Amer Sports 招股书梳理

Amer Sports 是一家全球体育用品集团，公司划分为科技性能服装、户外性能、球类和球拍运动三个主要分部。公司旗下主要品牌包括 Arc'teryx、Salomon、Wilson、Atomic 和 Peak Performance。其中 Arc'teryx 是高端户外性能品牌，标志性产品包括 Alpha SV 硬壳夹克；Salomon 是高端越野跑鞋和户外鞋的市场领导者，2022 年 6 成收入来自鞋类，在传统的冬季运动类目如滑雪板/靴/固定器等处于市场领先地位；Wilson 是高性能运动器材和服装配饰制造商，是 NBA 和多个世界性网球公开赛的官方合作伙伴。

图 3：Amer Sports 业务分部和主要品牌

Technical Apparel	Outdoor Performance	Ball & Racquet Sports
 ARC'TERYX  PeakPerformance®	   	    

Each segment is led by one of our core brands: Arc'teryx, Salomon and Wilson.

资料来源：Amer Sports F1 Form、国元证券经纪（香港）整理

2019 年财团收购 Amer Sports 后，2020-2022 年收入 CAGR 为 20.4%；对比收购前的 2013-2018 年，Amer Sports 收入/利润 CAGR 分别为 4.6%/ 6.7%。

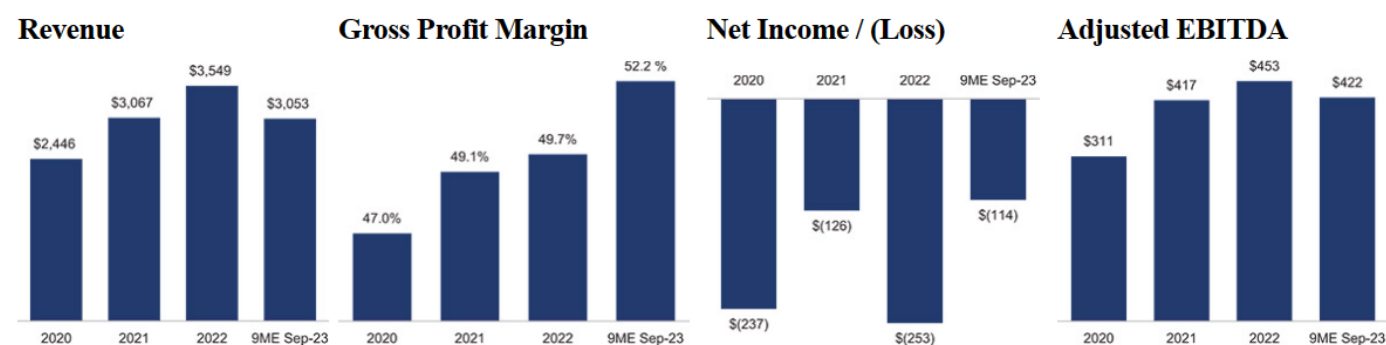
2023 年前 9 个月，公司营收同比+30%至达 30.5 亿美元，毛利率同比提升至 52.2%。2020 到至今 SG&A 费率相对稳定，销售费用率稳定在约 31%，管理费用率在约 11-12%。除 2022 年受到商誉减值影响外，2020-至今经营滋润率稳步提升，23 年前 9 个月经营利润率提升至 7.9%。由于财团设立 JVCo 收购 Amer 时采用了股权+债务融资，自 2020 年以来公司长期债务水平高，且 23 年利率上升导致财务费用高企，录得净亏损。

表 2：Amer Sports 财务摘要（单位：百万美元）

in USD mn	2020	2021	2022	2022Q1-Q3	2023Q1-Q3
Revenue	2,446.3	3,066.5	3,548.8	2,350.1	3,053.4
Revenue yoy		25.4%	15.7%	/	29.9%
Gross Profit Margin	47.0%	49.1%	49.7%	49.4%	52.2%
Selling and marketing exp as % of revenue	30.0%	31.4%	31.2%	32.1%	31.3%
Administrative and other exp as % of revenue	11.3%	11.9%	11.7%	12.8%	12.8%
Operating profit	125.1	186.9	50.6	108.7	242.6
OPM	5.1%	6.1%	1.4%	4.6%	7.9%
Net finance cost (%)	11.1%	9.0%	6.6%	7.1%	9.6%
Net profit (loss)	-237.2	-126.3	-252.7	-104.4	-113.9
Net profit margin	-9.7%	-4.1%	-7.1%	-4.4%	-3.7%

资料来源：Amer Sports F1 Form、国元证券经纪（香港）整理

图 4: Amer Sports 收入及利润 (单位: 百万美元)

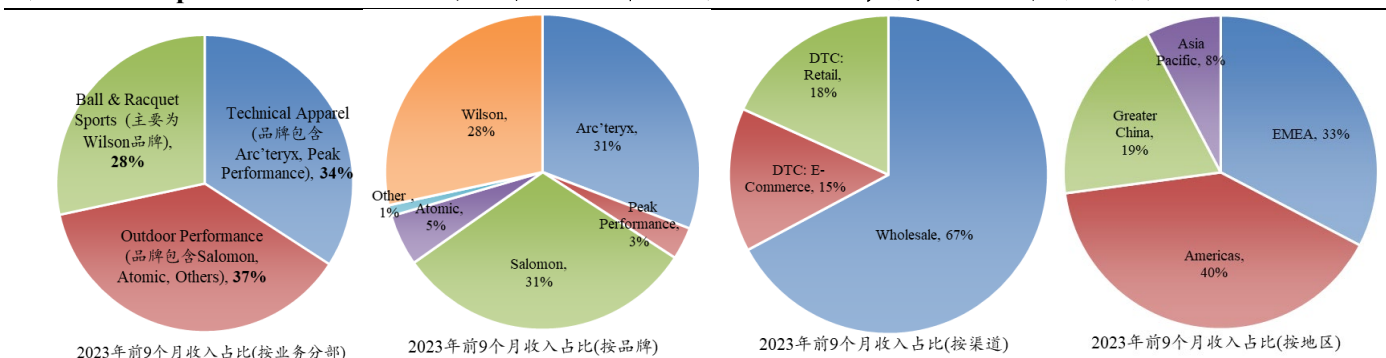


资料来源: Amer Sports F1 Form, 国元证券经纪 (香港) 整理

拆分 Amer 收入结构 (截至 2023 年前 9 个月):

按业务分部, 科技性能服装/ 户外性能/ 球类和球拍运动分别占总收入 34%/ 37%/ 28%;
 三大主力品牌占 9 成收入, Arc'teryx/ Salomon/ Wilson 分别占总收入 31%/ 31%/ 28%;
 按渠道, 批发/ DTC 电商/ DTC 线下零售分别占 67%/ 15%/ 18%;
 按地区, EMEA/ 美洲/ 大中华/ 亚太分别占 33%/ 40%/ 8%/ 19%。

图 5: Amer Sports 收入结构 (按业务分部、按品牌、按渠道、按地区, 截至 2023 年前 9 个月)



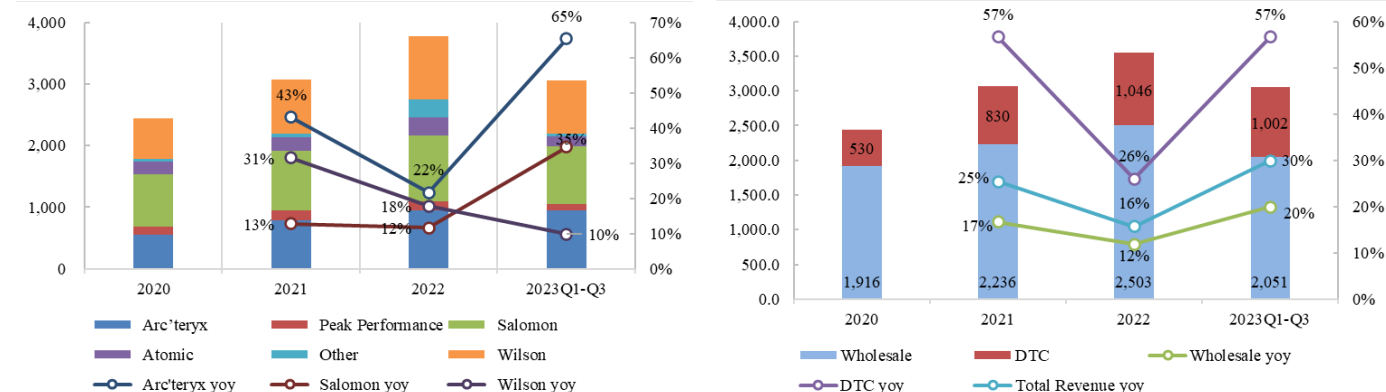
资料来源: Amer Sports F1 Form, 国元证券经纪 (香港) 整理

Arc'teryx 品牌、大中华区和 DTC 渠道引领增长:

Arc'teryx 品牌和大中华区是过往几年的主要增长驱动来源, 大中华区的成功很大程度上与 Arc'teryx 的增长相关 (例如截至 2023 年前 9 个月, Arc'teryx 在大中华区的会员数从 2018 年的 1.4 万名增长至 170 万名以上)。在 2020-2022 年, 大中华区的收入 CAGR 达 61%, 从 2.0 亿美元增长至 5.2 亿美元。在 2023 年的前 9 个月, 大中华区同比增 68% 至 5.9 亿美元, 其中 Arc'teryx 占大中华区总收入的 76% 达 4.5 亿美元, 而 Salomon/ Wilson 在大中华区的收入分别为 0.91/ 0.45 亿美元, 分别占大中华区收入的 15%/ 8%。渠道方面, DTC (含电商和线下零售) 的占比从 2020 年的 22% 提升至 2023 年前 9 个月的 33%。

对于公司三大主力品牌, Arc'teryx 的强势区域在于北美和大中华区, Salomon 在于欧洲而 Wilson 在于北美。据招股书, 未来 Salomon 品牌有望复制 Arc'teryx 在大中华区的增长路径, 在大中华区以及美国具备增长潜力。

图 6: Amer Sports 主力品牌营收增长 (百万美元, %) 图 7: Amer Sports 分渠道增长 (百万美元, %)

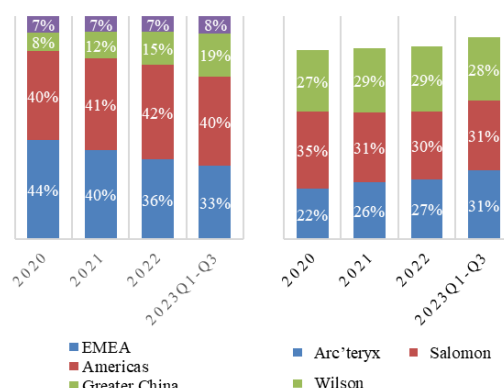
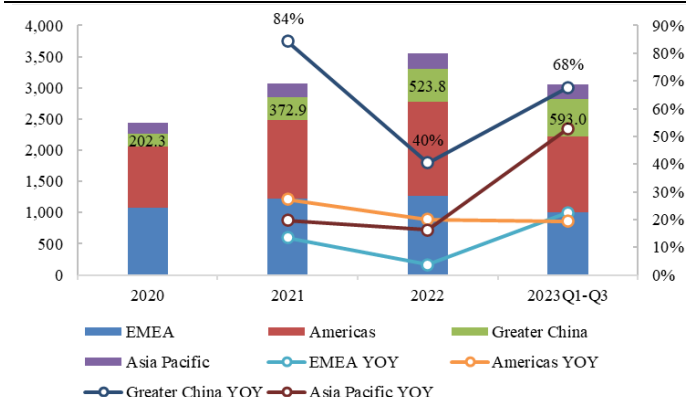


资料来源: Amer Sports F1 Form, 国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: Amer Sports F1 Form, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 8: Amer Sports 分地域增长 (百万美元, %)

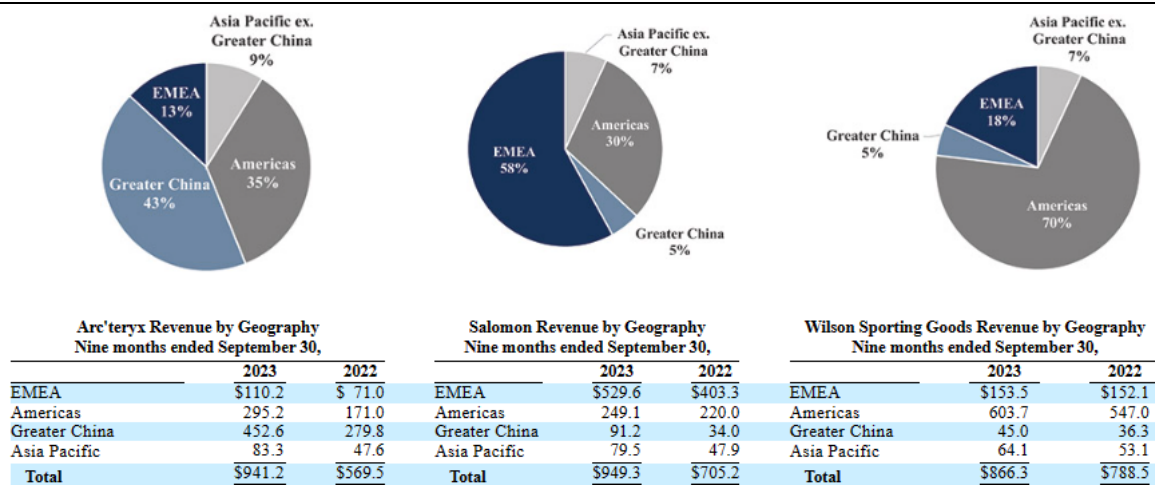
图 9: Amer Sports 收入结构变动



资料来源: Amer Sports F1 Form, 国元证券经纪 (香港) 整理

资料来源: Amer Sports F1 Form, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 10: 三大主力品牌 (Arc'teryx、Salomon、Wilson) 按地区的收入分布, 单位为百万美元



资料来源: Amer Sports F1 Form, 国元证券经纪 (香港) 整理

图 4：被收购前回顾，Amer Sports 2009-2018 收入变动

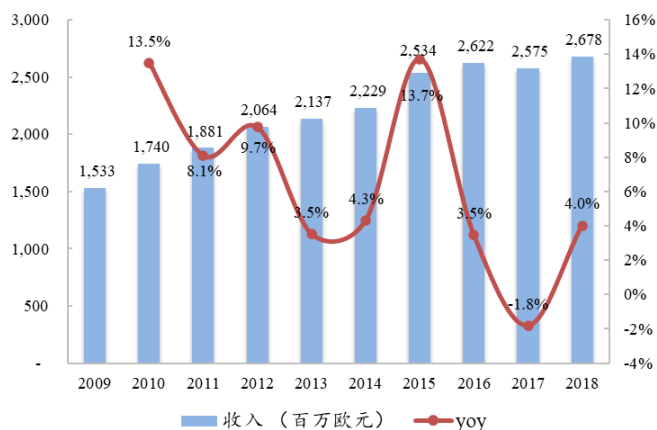
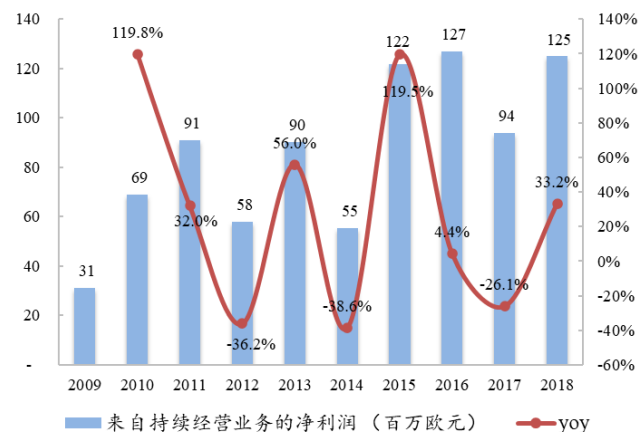


图 5：被收购前回顾，Amer Sports 2009-2018 利润变动



资料来源：Amer Sports F1 Form，国元证券经纪（香港）整理

资料来源：Amer Sports F1 Form，国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

资产负债表					
单位：百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	39,902	42,596	49,724	58,233	68,118
现金	17,592	17,378	23,270	30,508	38,996
定期存款	6,985	10,305	10,305	10,305	10,305
应收账款	3,296	2,978	3,365	3,702	4,072
存货	7,644	8,490	9,339	10,273	11,300
其他	4,385	3,445	3,445	3,445	3,445
非流动资产	22,766	26,599	27,836	29,208	30,727
物业、厂房及设备	2,853	3,716	4,088	4,496	4,946
有使用权资产	6,611	8,015	8,817	9,698	10,668
于合营公司的投资	9,027	9,343	9,343	9,343	9,343
无形资产	1,531	1,480	1,406	1,336	1,269
其他	2,744	4,045	4,183	4,334	4,501
资产总计	62,668	69,195	77,560	87,441	98,845
流动负债	15,943	26,207	27,446	28,736	30,064
短期借款	1,748	12,198	12,808	13,448	14,121
应付账款	3,146	2,750	3,163	3,574	3,967
租赁	2,237	2,867	2,867	2,867	2,867
应交税费	1,816	2,169	2,386	2,624	2,887
其他	6,996	6,223	6,223	6,223	6,223
非流动负债	15,062	5,149	6,006	7,027	8,245
长期借款	11,425	492	492	492	492
递延税项负债	655	691	760	836	920
其他	2,982	3,966	4,754	5,699	6,833
负债合计	31,005	31,356	33,452	35,763	38,309
股本	261	262	262	262	262
储备	28,662	34,138	39,551	46,087	53,736
少数股东权益	2,740	3,439	4,295	5,328	6,538
归属于母公司的所有者权益	28,923	34,400	39,813	46,349	53,998
负债及权益合计	62,668	69,195	77,560	87,441	98,845

现金流量表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除税前净利润	11,240	11,355	14,733	17,789	20,819
折旧摊销	3,260	4,415	2,346	2,581	2,839
财务费用	51	-98	-251	-107	-121
营运资金变动	-282	-1,598	-675	-696	-825
已付所得税	-2,677	-3,046	-4,035	-4,872	-5,702
其它	269	1,119	74	70	67
经营活动现金流	11,861	12,147	12,191	14,765	17,076
投资活动现金流	-4,669	-4,774	-3,268	-3,764	-4,137
筹资活动现金流	-4,947	-7,841	-3,031	-3,762	-4,452
现金净增加额	2,245	-468	5,892	7,238	8,487
现金期初金额	15,323	17,592	17,378	23,270	30,508
现金期末金额	17,592	17,378	23,270	30,508	38,996

利润表					
单位：百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	49,328	53,651	62,849	71,483	80,767
营业成本	-18,924	-21,333	-24,065	-26,890	-29,952
毛利	30,404	32,318	38,784	44,593	50,815
销售费用	-17,753	-19,629	-22,751	-26,520	-29,318
管理费用	-2,928	-3,587	-3,897	-4,289	-4,846
其他收支净额	1,266	2,128	2,662	3,278	3,267
营业利润	10,989	11,230	14,798	17,062	19,918
财务费用净额	332	97	251	107	121
分占合营公司损益	-81	28	-316	620	780
除税前溢利	11,240	11,355	14,733	17,789	20,819
所得税	-3,021	-3,110	-4,035	-4,872	-5,702
净利润	8,219	8,245	10,698	12,917	15,117
少数股东损益	499	655	856	1,033	1,209
归属于母公司净利润	7,720	7,590	9,842	11,884	13,907
EPS (元)	2.87	2.82	3.64	4.39	5.14

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性					
营业收入yoy	38.9%	8.8%	17.1%	13.7%	13.0%
营业利润yoy	20.1%	2.2%	31.8%	15.3%	16.7%
归母净利润yoy	49.6%	-1.7%	29.7%	20.7%	17.0%
盈利能力					
毛利率	61.6%	60.2%	61.7%	62.4%	62.9%
净利率	16.7%	15.4%	17.0%	18.1%	18.7%
归母净利率	15.7%	14.1%	15.7%	16.6%	17.2%
ROE	26.7%	22.1%	24.7%	25.6%	25.8%

偿债能力					
资产负债率	49.5%	45.3%	43.1%	40.9%	38.8%
负债权益比	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
流动比率	2.5	1.6	1.8	2.0	2.3
速动比率	2.0	1.3	1.5	1.7	1.9

营运能力					
存货周转天数	125	136	133	131	130
应收账款周转天数	26	21	18	18	17

每股资料 (元)					
每股收益	2.87	2.82	3.64	4.39	5.14
每股净资产	11.77	14.05	16.32	19.11	22.38

估值比率					
PE@71.55HKD	22.9	23.3	18.1	15.0	12.8
PB	5.6	4.7	4.0	3.4	2.9

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>