



中國 | 零售

23 October 2025

特步國際 (1368 HK)

第三季度增長穩定

特步核心品牌 3Q25 銷售同比錄得低個位數增長

特步公布 2025 財年第三季度營運數據，核心品牌零售銷售同比實現低個位數增長，相比第二季度及第一季度分別錄得低個位數至中個位數（LSD/MSD）增長持平。按月份拆分，7 月及 8 月銷售表現優於 9 月，因 9 月受較暖和天氣影響而有所放緩。從銷售渠道來看，線上增長優於線下，線上渠道持續維持雙位數同比增長。產品方面，鞋類收入優於服裝，跑步及戶外產品表現突出，實現雙位數同比增長。童裝銷售亦優於成人服裝。零售庫存週轉維持健康水平，約為 4 至 4.5 個月（2Q25 同為 4 至 4.5 個月），零售折扣水平保持在 25%至 30%區間（2Q25 同為 25%至 30%）。

計劃於 2026 年前開設更多高效奧萊店

特步於本季度加快在購物中心及奧萊店渠道的擴張步伐。公司目前有兩種奧萊店格式：一為較小型店鋪（>200 平方米），通常設於高端折扣購物中心，主打精選高品質跑步產品，塑造高端跑步品牌形象；另一為較大型店鋪（600 - 800 平方米），提供更廣泛的產品系列及更深的 SKU 深度，月銷售額可達人民幣約 100 萬元。公司計劃於 2026 年前將該網絡擴展至 70 至 100 家門店。此策略契合折扣渠道現時穩健的客流量及強勁的銷售轉化，預期將為線下銷售帶來額外貢獻。

Saucony 季度同比增長維持約 20%

Saucony 於 3Q25 錄得約 20%以上的同比增長，環比持平。線下渠道保持強勁，實現超過 30%的同比增長。線上渠道增長較慢，因品牌仍處於轉型階段，調整產品組合，並減少低平均售價（ASP）及折扣產品。截至 3Q25 末，中國境內 Saucony 門店超過 170 家，年內累計新增近 30 家，其中 3Q25 新開 16 家。公司維持全年新店開設目標為 30 至 50 家，預計第四季度將有更多門店開業。

維持「買入」評級及目標價 7.8 港元

隨著馬拉松等戶外活動復甦及大眾健康意識提升，我們相信特步將受益於體育裝備需求的增長。此外，理性消費理念——強調價格價值的消費趨勢在中國經濟中逐漸興起，我們認為公司以大眾市場為焦點的核心品牌將從新的消費行為中受惠。我們維持 2025 至 2027 財年盈利預測不變，目標價維持於 7.8 港元，並重申對該股票的「買入」評級。

摘要財務資料

截至12月31日年度(Rmb百萬元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	12,743	13,577	14,318	15,398	16,414
毛利	5,331	5,865	6,199	6,736	7,251
淨利潤	1,030	1,238	1,379	1,524	1,661
按年增長	2.6%	20.2%	11.3%	10.5%	9.0%
每股盈利 (港元)	0.408	0.491	0.547	0.604	0.659
市盈率 (倍)	17.7	12.2	10.4	9.4	8.6
市賬率 (倍)	1.61	1.64	1.51	1.38	1.27
股息率 (%)	3.6	4.2	4.7	5.2	5.7
股東權益回報率 (%)	14.7	14.9	15.2	15.4	15.4
淨負債對股東權益比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

來源: 公司資料, Crosby Securities

買入

當前股價 (港元)*	5.67
目標價 (港元)	7.80
上升/下跌空間 (%)	37.6%
前次評級	買入
前次目標價	7.80
恒生指數	25,757.60
* 價格截至午市收市	23-Oct-25

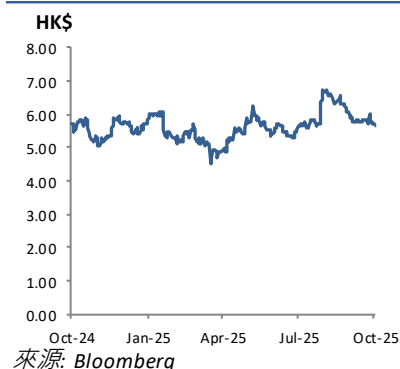
關鍵數據

股票代號	1368 HK
總市值 (港元)	15,890
近3個月人均成交額	69.9
52周最高價 (港元)	6.83
52周最低價 (港元)	4.46
自由流通比率 (%)	52.6%
總股本 (百萬股)	2,802.5

股價表現

	絕對回報	相對回報
1個月	-3.7%	-2.2%
3個月	0.7%	-0.1%
6個月	14.5%	-1.8%

股價1年圖



葉偉焯 Raymond Ip
raymond.ip@crosby.com
+852 3476 2928

圖 1 運動行業同行營業季度數據比較

Anta 2020 HK		Li Ning 2331 HK		Xtep 1368 HK		361 Degrees 1361 HK		China Dongxiang 3818 HK	
ANTA Brand	Other Brands	Sell through	SSSG	Xtep Brand	Saucony	Core	Kid	Kappa	SSSG
1Q 2016	+MSD	-	-	+LSD	-	+7.2% ⁽²⁾	+7.5% ⁽²⁾	-	-
2Q 2016	+HSD	-	-	+HSD	-	+7.0% ⁽²⁾	+7.3% ⁽²⁾	-	-
3Q 2016	+LSD	+60-70%	-	+HSD	-	+7.3% ⁽²⁾	+7.3% ⁽²⁾	-	-
4Q 2016	+high-teens	+50-60%	-	+mid-teens	-	+7.5% ⁽²⁾	+7.7% ⁽²⁾	-	-
1Q 2017	+low-teens	+40-50%	+HSD	Flat	-	+7.0% ⁽²⁾	+7.4% ⁽²⁾	-	-
2Q 2017	+20-30%	+50-60%	-	+HSD	-	+HSD	+HSD	-	-
3Q 2017	+mid-teens	+40-50%	+LSD	-LSD	-	+HSD	+HSD	-	-
4Q 2017	+20%-25%	+85-90%	+mid-teens	+low-teens	-	+HSD	+HSD	-	-
1Q 2018	+20%-25%	+80-85% ⁽¹⁾	+mid-teens	+low-teens	-	+HSD	+HSD	-	-
2Q 2018	+low-teens	+90-95%	+low-teens	+HSD	-	+HSD	+low-teens	+HSD	+5-9%
3Q 2018	+mid-teens	+90-95%	+mid-teens	+low-teens	-	+MSD	+low-teens	Flat	-1-6%
4Q 2018	+mid 10-20%	+80-85%	+high-teens	+mid-teens	-	Flat	+low-teens	+low-teens	+MSD
1Q 2019	+low 10-20%	+65-70%	+low-twenties	+mid-teens	+20%+	+LSD	+LSD	+HSD	+LSD
2Q 2019	+mid 10-20%	+55-60%	+low-twenties	+mid-teens	+20%+	+LSD	+HSD	+MSD	+LSD
3Q 2019	+mid 10-20%	FILA: +50-55% Others: +30-35%	+low-thirties	+high-teens	+20%	+LSD	+HSD	+MSD	+LSD
4Q 2019	+high-teens	FILA: +50-55% Others: +25-30%	+mid-thirties	+high-teens	+20%+	+LSD	+HSD	+mid-teens	+5-9%
1Q 2020	-20-25%	FILA: -MSD Others: -HSD	-high-teens	-	-20-25%	-25-30%	-25-30%	+low-teens	+5-9%
2Q 2020	-LSD	FILA: +low-teens Others: +25-30%	-MSD	-MSD	-LSD	-low-teens	-low-teens	-high-twenties	-1-6%
3Q 2020	+LSD	FILA: +20-25% Others: +50-55%	+MSD	+LSD	+MSD	-HSD	-HSD	-MSD-LSD	-MSD
4Q 2020	+LSD	FILA: +25-30% Others: +55-60%	+mid-teens	+low-teens	+HSD	+LSD	+MSD	+MSD	+LSD - +MSD
1Q 2021	+40-45%	FILA: +75-80% Others: +115-120%	+High 80%	-	+Mid 50%	+high-teens	+low-twenties	+low-teens	+MSD
2Q 2021	+35-40%	FILA: +30-35% Others: +70-75%	+low-nineties	+low-eighties	+30-35%	+15-20%	+30-35%	+mid-sixties	+HSD
3Q 2021	+low-teens	FILA: +MSD Others: +35-40%	+Low 40%	+high-twenties	+Mid-teens	+low-teens	+15-20%	+mid-to-low teens	+M-HSD
4Q 2021	+mid-teens	FILA: +MSD Others: +30-35%	+low-thirties	+low-twenties	+20-25%	+high-teens	+25-30%	-mid-to-high-teens	-high-teens
1Q 2022	+high-teens	FILA: +MID Others: +40-45%	+ high-twenties	+low-twenties	+30-35%	+high-teens	+20-25%	-mid-teens	-mid-to-high-teens
2Q 2022	-MSD	FILA: -HSD Others: +20-25%	-HSD	-low-teens	+Mid-teens	+low-teens	+20-25%	-MSD	-MSD
3Q 2022	+MSD	FILA: +low-teens Others: +40-45%	+mid-teens	+HSD	+20-25%	+mid-teens	+20-25%	-mid-to-high-teens	-mid-to-low-teens
4Q 2022	-HSD	FILA: -low-teens Others: +low-teens	-low-teens	-high-teens	-HSD	Flat	+LSD	-mid-20-30%	-mid-teens
1Q 2023	+MSD	FILA: +HSD Others: +75-80%	+MSD	-HSD	+~20%	+low-teens	+20-25%	+mid-to-low teens	+mid-to-low-teens
2Q 2023	+HSD	FILA: +High-teens Others: +70-75%	+ low-teens	-LSD	+High-teens	+low-teens	+20-25%	+mid 10%-20%	+mid- to-low10-20%
3Q 2023	+HSD	FILA: +Low-teens Others: +45-50%	+MSD	-MSD	+High-teens	+15%	+25-30%	+mid-to-low single digit	+MSD
4Q 2023	+high-teens	FILA: +25-30% Others: +55-60%	+low-twenties	+low-teens	+>30%	+>20%	+~40%	+mid 40%-50%	+high 20%-30%
1Q 2024	+MSD	FILA: +HSD Others: +25-30%	+LSD	-MSD	+HSD	+high-teens	+20-25%	-low 10-20%	-HSD
2Q 2024	+HSD	FILA: +MSD Others: +40-50%	-LSD	-	+10%	+10%	+mid-teens	-mid LSD	-MSD
3Q 2024	+MSD	FILA: -LSD Others: +45-50%	-MSD		+MSD	+50%	+10%	-HSD	-low 10-20%
4Q 2024	+HSD	FILA: +HSD Others: +50-55%	+HSD		+HSD	+50%	+10-15%	-MSD	-HSD
1Q 2025	+HSD	FILA: +HSD Others: +65-70%	+LSD		+MSD	+40%	+10-15%	-mid-to-high single digit	
2Q 2025	+LSD	FILA: +MSD Others: +50-55%	+LSD		+LSD	+20%	+10%		
3Q 2025					+LSD	+20%	+10%		

Notes: (1) Other brands sales excluding brands newly joined in the reporting quarter
(2) Data represents SSSG

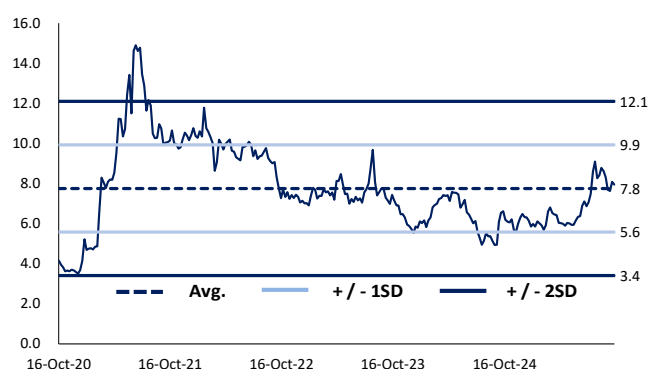
來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 2 同業分析 (截至 2025 年 10 月 23 日收市價)

				3-mth	P/E (x)		FY1-FY3	FY1	Div Yld (%)		P/B (x)		ROE (%)		ROIC	Share px chg (%)			
			Mkt cap	avg t/o			EPS Cagr									Hist	1-mth	3-mth	12-mth
Company	Ticker	Price	(US\$m)	(US\$m)	FY1	FY2	(%)	PEG (x)	FY1	FY2	Hist	FY1	Hist	FY1	(%)				
HSI		25,760			12.6	11.2	11.6	1.08	3.0	3.2	1.38	1.34	10.7	10.3		(1.5)	0.9	24.1	
HSCEI		9,207			11.9	10.4	13.0	0.91	2.8	2.9	1.32	1.28	11.5	10.6		(0.9)	(0.4)	23.1	
CSI300		4,566			16.2	14.2	13.0	1.24	2.4	2.7	1.85	1.72	10.2	10.6		1.0	10.8	14.9	
Sector Average					13.5	11.9	12.4	1.1	4.8	5.4	1.7	1.9	12.4	14.3	8.9	2.2	4.1	22.3	
Sector Median					14.8	12.5	12.4	1.0	5.0	5.4	1.5	1.6	12.8	14.3	9.9	3.1	5.8	22.4	
Anta Sports	2020 HK	87.40	31,571	132.7	16.6	14.7	12.4	1.35	3.0	3.4	3.49	3.17	24.6	20.3	14.3	(6.8)	(7.7)	0.2	
Li Ning Co Ltd	2331 HK	18.44	6,133	49.2	17.0	14.9	12.8	1.33	3.1	3.4	1.61	1.60	10.5	9.5	8.7	6.2	8.2	20.7	
Xtep Intl	1368 HK	5.67	2,045	9.0	10.3	9.3	10.0	1.03	5.0	5.4	1.46	1.47	14.5	14.8	11.7	(3.7)	0.7	(0.5)	
361 Degrees	1361 HK	6.01	1,599	6.9	8.9	7.9	11.6	0.77	5.4	6.2	1.13	1.08	12.6	12.7	11.1	8.1	11.3	49.5	
China Dongxiang	3818 HK	0.49	368	0.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.29	N/A	(1.0)	N/A	(1.2)	0.0	3.3	40.2	
Topsports Intern	6110 HK	3.38	2,697	4.9	14.8	12.5	15.1	0.98	7.5	8.5	2.14	2.12	13.0	14.3	8.8	9.7	8.8	24.1	

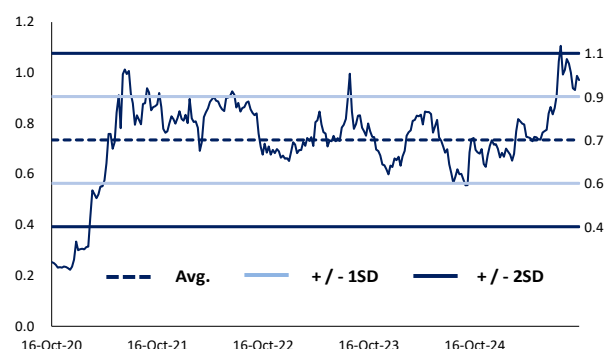
來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 3 過去 5 年預期市盈率區間



來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 4 過去 5 年預期市帳率區間



來源: 公司資料, Crosby Securities



摘要財務

Year ended 31 Dec	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Profit & Loss (RMBm)					
Mass Market	11,947	12,327	12,682	13,114	13,442
YoY%	7.4	3.2	2.9	3.4	2.5
Athleisure	0	0	0	0	0
YoY%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Professional sports	796	1,250	1,635	2,285	2,972
YoY%	98.9	57.2	30.8	39.7	30.1
Turnover	12,743	13,577	14,318	15,398	16,414
YoY%	(1.5)	6.5	5.5	7.5	6.6
COGS	-7,412	-7,712	-8,119	-8,663	-9,163
Gross profit	5,331	5,865	6,199	6,736	7,251
Margin	41.8%	43.2%	43.3%	43.7%	44.2%
Selling & distribution	-2,655	-2,868	-3,024	-3,253	-3,467
Admin	-1,302	-1,428	-1,505	-1,619	-1,726
R&D	0	0	0	0	0
Other opex	0	0	0	0	0
Total opex	-3,957	-4,295	-4,530	-4,872	-5,193
YoY%	(4.5)	8.6	5.5	7.5	6.6
Operating profit	1,374	1,570	1,669	1,864	2,058
Margin	10.8%	11.6%	11.7%	12.1%	12.5%
Other income / (exp)	424	396	396	396	396
Finance costs	-139	-98	-69	-54	-49
Associates' income	15	33	0	0	0
Pre-tax profit	1,674	1,901	1,995	2,206	2,404
Tax	-416	-596	-617	-682	-743
Profit after tax	1,258	1,306	1,379	1,524	1,661
Margin	9.9%	9.6%	9.6%	9.9%	10.1%
Minority Interest	-3	0	0	0	0
Net profit	1,255	1,306	1,379	1,524	1,661
YoY%	36.1	4.1	5.6	10.5	9.0
Margin	9.8%	9.6%	9.6%	9.9%	10.1%
Non-core items adj.	-224	-67	0	0	0
Adj. net profit	1,030	1,238	1,379	1,524	1,661
YoY%	2.6	20.2	11.3	10.5	9.0
Margin	8.1%	9.1%	9.6%	9.9%	10.1%
EBITDA	1,679	1,945	1,842	2,071	2,299
YoY%	20.9	15.8	(5.3)	12.4	11.0
Margin	13.2%	14.3%	12.9%	13.4%	14.0%
Fully diluted EPS (RMB)	0.290	0.422	0.497	0.549	0.599
YoY%	(19.8)	45.4	17.7	10.5	9.0
DPS (RMB)	0.184	0.218	0.243	0.268	0.292
YoY%	10.6	18.6	11.3	10.5	9.0

Year ended 31 Dec	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Cash Flow (RMBm)					
Operating profit	1,374	1,570	1,669	1,864	2,058
Dep. & Amort.	305	375	173	207	240
Chg in working cap	-21	-439	1,691	-205	-193
Others	127	191	327	341	346
Cash from operations	1,786	1,697	3,860	2,207	2,452
Tax paid	-531	-469	-617	-682	-743
Net cash from operations	1,255	1,228	3,243	1,525	1,709
YoY%	119.5	(2.1)	164.1	(53.0)	12.0
Capex	-444	-317	-500	-500	-500
Investments	0	85	0	0	0
Disposal of assets	0	781	0	0	0
Interest received	0	0	0	0	0
Others	-471	103	0	0	0
Net cash from investments	-915	651	-500	-500	-500
Issue/ buyback of shares	0	0	0	0	0
Interest paid	0	0	0	0	0
Dividends paid	-469	-1,444	-604	-673	-744
Net change in debt	189	-651	0	0	0
Others	-182	-102	0	0	0
Net cash from financing	-461	-2,197	-604	-673	-744
Net change in cash	-122	-317	2,139	353	465
Adjustments	2	2	0	0	0
Opening cash	3,414	3,295	2,979	5,118	5,470
Closing cash	3,295	2,979	5,118	5,470	5,935
FCF	811	911	2,743	1,025	1,209
YoY%	292.0	12.4	201.0	(62.6)	17.9

Year ended 31 Dec	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Balance Sheet (RMBm)					
Fixed assets	1,592	1,669	2,011	2,319	2,594
Associates & JCE	0	0	0	0	0
Goodwill & intangibles	723	17	2	-13	-28
Deferred tax assets	0	0	0	0	0
Others	2,966	3,053	3,053	3,053	3,053
Non-current assets	5,281	4,738	5,065	5,358	5,618
Inventories	1,794	1,596	1,861	2,002	2,134
Trade & bills receivables	4,975	5,011	3,579	3,850	4,103
Prepayments, deposits & others	1,112	1,046	1,046	1,046	1,046
Investments	0	0	0	0	0
Cash	3,295	2,979	5,118	5,470	5,935
Others	869	597	597	597	597
Current assets	12,044	11,230	12,202	12,966	13,816
Total assets	17,325	15,968	17,267	18,324	19,434
Trade & bills payables	2,531	2,195	2,720	2,926	3,119
Accruals & other payables	1,666	1,662	1,662	1,662	1,662
Tax payable	63	113	113	113	113
Bank loans	954	1,161	1,161	1,161	1,161
Bonds, CB & debentures	0	0	0	0	0
Others	680	150	150	150	150
Current liabilities	5,892	5,283	5,808	6,013	6,206
Bank loans	1,691	867	867	867	867
Bonds, CB & debentures	0	0	0	0	0
Deferred tax liabilities	243	176	176	176	176
Others	576	941	941	941	941
Non-current liabilities	2,510	1,983	1,983	1,983	1,983
Total liabilities	8,402	7,266	7,790	7,996	8,189
Total net assets	8,923	8,703	9,477	10,328	11,246
Share capital	23	24	24	24	24
Reserves	8,839	8,679	9,453	10,305	11,222
Shareholder's equity	8,863	8,703	9,477	10,328	11,246
Minority interests	61	0	0	0	0
Total Equity	8,923	8,703	9,477	10,328	11,246
Total debts	2,888	2,204	2,204	2,204	2,204
Net cash/(debts)	407	776	2,914	3,267	3,732
BVPS (RMB)	3.194	3.137	3.416	3.722	4.053

Year ended 31 Dec	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Key ratios					
Margins (%)					
Gross margin	41.8	43.2	43.3	43.7	44.2
EBITDA margin	13.2	14.3	12.9	13.4	14.0
EBIT margin	10.8	11.6	11.7	12.1	12.5
Net margin	9.8	9.6	9.6	9.9	10.1
Net margin (Core profit)	8.1	9.1	9.6	9.9	10.1
Effective tax rate (%)	25.1	31.9	30.9	30.9	30.9
Selling exp as % of rev	20.8	21.1	21.1	21.1	21.1
Admin exp as % of rev	10.2	10.5	10.5	10.5	10.5
R&D exp as % of rev	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other opex as % of rev	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total opex as % of rev	31.1	31.6	31.6	31.6	31.6
Interest coverage (x)	9.9	16.1	24.2	34.4	41.7
Dividend payout (%)	49.5	48.8	48.8	48.8	48.8
Balance sheet ratios					
Inventory days	100	80	78	81	82
Acct. rec. days	132	134	110	88	88
Acct. payable days	131	112	110	119	120
Cash cycle	102	103	77	50	50
Net debt/equity (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
Net debt/total cap (%)	2.04	2.13	2.10	2.16	2.23
Current ratio (x)	2.04	2.13	2.10	2.16	2.23
Returns (%)					
Asset turnover (x)	0.75	0.82	0.86	0.87	0.87
Financial leverage (x)	1.98	1.90	1.83	1.80	1.75
EBIT margin (%)	14.2	14.7	14.4	14.7	14.9
Interest burden (x)	0.92	0.95	0.97	0.98	0.98
Tax burden (x)	0.75	0.69	0.69	0.69	0.69
ROE (%)	14.7	14.9	15.2	15.4	15.4
ROIC (%)	17.9	17.5	20.5	23.8	24.1

來源: 公司資料, Crosby Securities

信息披露

本研究報告中的資訊和意見由英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及／或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）以及本報告中指定的研究分析師編制。

分析師的保證披露

就研究報告全部或部分的內容，研究報告中提及的個別券商或發行商，每位分析師均有主要責任及保證：（一）所表達的觀點均準確反映了其個別證券或發行商的個人看法，包括關於英皇及高誠的觀點，且以獨立的方式準備；及（二）分析師在研究報告中表達直接或間接的具體建議或觀點，不會與過去或現在報酬的任何部分相關。

就研究報告的內容，每位分析師進一步確認：（一）分析師及／或其聯繫人（根據香港證券及期貨事務監察委員會頒布《操守準則》的定義）均沒有在研究報告發佈日期前的 30 個公曆日買賣過研究報告提及的股票；（二）分析師及／或其聯繫人均沒有擔任研究報告提及上市公司的高級人員；及（三）分析師及／或其聯繫人均沒有對研究報告涉及的股票擁有任何財務利益。

股票的評級披露

基本的評級制度

基本的評級制度是根據我們對股票未來 12 個月潛在總回報率的預估。潛在總回報率是指（1）未來 12 個月股價上漲或下跌幅度（以百分比表示）及（2）未來 12 個月的總股利收益率。

買入 (BUY)：預計該股票的潛在總回報率（大型股票 / 中小型股票）將分別超過 10% / 15%。

中性 (NEUTRAL)：預計該股票的潛在總回報率分別為大型股票 -10%至 10% / 中小型股票 15%。

賣出 (SELL)：預計該股票未來 12 個月的潛在總回報率低於 -10%。

策略性建議的評級系統

策略性建議的評級系統是根據短期的股價催化因素、技術分析因素和 / 或量化分析，預計持續時間為三個月。策略性建議的評級系統可能針對評級系統未涵蓋的公司，或與我們對同一家公司的基本評級相反的公司。

策略買入 (TB)：該股票的潛在總回報預計超過 20%。

策略賣出 / 做空 (TS/TSH)：預計該股票的潛在總回報將低於 -20%。

平倉 / 到期策略性建議：策略性建議的評級將在以下情況下被視為結束或過期：（一）股價在策略性建議後達到獲利或止蝕水平；或（二）在策略性建議後起的 3 個月後（以較早者為準）。

未評級 (NR)：沒有基本或策略性建議評級的股票。

審查中 (UR)：股票的目標價和 / 或評級的指示會因在短期內發生的變化，通常是因為可能影響投資前景或估值的事件。

我們一般將市值達到或高於 50 億美元的公司定義為大型股票，而市值低於此水平的公司則定義為中小型股票。

由於每日的價格波動，個別規模類別股票的實際總市值可能會暫時偏離上述門檻及策略性建議的評級涵蓋股票的潛在總回報可能暫時與指定的基本評級相關的定義的潛在總回報不一致。



一般披露與免責聲明

本研究報告是根據我們認為可靠的公開資訊而編寫，但英皇證券有限公司和高誠證券有限公司及 / 或其聯屬公司（統稱「英皇及高誠」）未對本研究報告的內容進行獨立核實，也不明示或暗示其內容的公正性、準確性、及時性、合理性或完整性，使用者不應以此作為依據。本研究報告所載資訊與觀點僅供投資者參考，並未考慮個別客戶的具體投資目標、財務情況或需求，也不構成買賣證券或其他金融產品的要約、邀請或任何投資建議或服務。在任何情況下，本研究報告所載資訊或所表達的觀點均不構成對任何人的個人建議。

英皇及高誠可能持有並且可能進行與本研究報告所提及公司相關證券的持倉及交易，也可能為該等公司提供或尋求提供投資銀行或財務顧問服務。投資者應該知悉，相關持倉及交易可能影響本研究報告客觀性的利益衝突。英皇及高誠及其高級職員、董事和員工但不包括股票和信用分析師，可能不時在本研究報告所提及的證券或其他金融產品中持有長倉或空倉，並可能以個人身份進行買賣。投資者應就建議自行獨立評估本研究報告所載資訊，並考慮自身的投資目標、財務狀況及特殊需求，並在參與本研究報告所涉及公司證券相關的任何交易前，應諮詢自己的專業和財務顧問，以了解法律、商業、財務、稅務及其他相關方面的事項。英皇及高誠及其股東或相關聯繫人，概不對因使用或依賴本文件或其內容或相關的任何事項而造成的任何損失或後果承擔任何責任。

本研究報告所載資訊，以及其中的意見、估值、評級、估算和預測，可能會隨時變更，並且可能在未經通知的情況下進行修正。過去表現並不能作為未來表現的可靠指標。在若干的時期，英皇及高誠可能會發布與本文所載的意見、估值、評級、估算和預測不一致的報告。

英皇及高誠的銷售人員、交易員及其他專業人士可能會提供口頭或書面的市場評論或交易觀點，這些可能與本研究報告中提出的建議和意見不一致，甚至有不同觀點。此類觀點或建議反映了制定者的不同假設、觀點和分析方法，英皇及高誠沒有義務確保此類其他交易觀點或建議給予研究報告的任何收件人知悉。英皇及高誠的資產管理部門、自營交易台部門及其他投資業務可能會作出與本報告中表達的建議或意見不一致的投資決策。

本文件是嚴格保密僅供收件人使用。此文件僅供您參考，不得複製、再分發或以任何方式（直接或間接）傳遞給任何其他人士，也不得全部或部分刊登，用於任何目的。此文件或其任何副本不得帶出香港或傳送到香港以外的地區。若在其他司法管轄區分發此文件，可能受到法律限制，持有此文件的人士應自行了解並遵守相關限制。通過接受本研究報告，您即表示同意遵守上述指示。

本研究報告只限於在香港發佈。研究報告未有提供給任何其他法管轄區內的人士或實體，也不得被任何人在提供或使用該等資料違反當地適用的法律、規則或法規、政府當局或監管或自律組織或結算組織的規定的情況下使用。

此報告的版權屬於英皇及高誠，未經英皇及高誠給予書面許可的情況下，嚴禁進行任何形式的未經授權的傳播、複製、出版、發布或引用。