



中國 | 零售

22 January 2026

安踏體育 (2020 HK)

預期安踏主品牌和 Fila 今年將實現按年正增長

安踏核心品牌於 2025 年第四季錄得按年低單位數負增長

安踏公佈 2025 年第四季 (4Q25) 營運數據，核心品牌零售銷售按年錄得低單位數 (LSD) 負增長 (3Q25: +低單位數; 2Q25: +低單位數)。第四季按年下滑的主要原因包括: (i) 天氣較為和暖; (ii) 2026 年農曆新年檔期較晚; 以及 (iii) 兒童業務表現拖累。線上銷售按年錄得低單位數增長，較 3Q25 的高單位數增長放緩; 線下銷售則按年轉為負增長，對比 3Q25 為低單位數增長。零售端庫存周轉維持在健康水平，約 5 個多月 (3Q25: 約 5 個多月); 線下零售平均折扣率按季持平，約 29%; 線上零售平均折扣率亦按季持平，約 50%。全年安踏主品牌零售額錄得低單位數增長，符合管理層預期。新零售業態表現突出: 截至 2025 財年末，安踏「冠軍店」數量達 150 間，零售額 (GMV) 突破人民幣 10 億元; 另有近 300 間門店升級為「燈塔店」，其單店效率較標準門店高約 60%。海外業務持續推進，於美國及東南亞等市場加速擴張，為中長期增長奠定基礎。

Fila 核心錄得按年中單位數增長，線上增長低雙位數

Fila 品牌第四季零售銷售按年錄得中單位數正增長 (3Q25: +低單位數; 2Q25: +中單位數)。線下按年增長高單位數 (3Q25: 低單位數); 線上按年增長低雙位數 (3Q25: 高單位數)。零售庫存周轉期約 5 個多月 (3Q25: 6 個月); 線上 / 線下零售折扣率分別為 35% / 27% (3Q25: 42% / 26%)。

Kolon 與 Descente 持續錄得強勁按年增長

其他品牌第四季零售銷售按年增長 35% - 40% (3Q25: 45% - 50%; 2Q25: 50% - 55%)，主要受內地對戶外運動產品需求持續強勁帶動。其中 Kolon 表現優於 Descente，季度按年增長約 55% (3Q25: 70%)，而 Descente 按年增長約 25-30% (3Q25: 30%)。Maia Active 按年增長約 25-30% (3Q25: 45%)。Jack Wolfskin (狼爪) 於今年 6 月併表，目前處於業務整合期，將產生一次性成本，管理層計劃推行為期 3 - 5 年的復興計劃以實現品牌重塑與扭轉，預期 2026 財年會繼續錄得虧損。

維持買入評級，目標價調低至 108 港元

鑑於安踏主品牌於 4Q25 錄得按年下滑，管理層對今年展望相對審慎: 預期安踏主品牌今年將實現按年正增長 (FY25: +低單位數); FILA 品牌維持增長動能 (FY25: +中單位數); 迪桑特 (Descente) 與可隆運動 (KOLON SPORT) 兩品牌則維持較高增長 (FY25: +45 - 50%)，但今年增速大概率較去年底低。2026 年為體育大年，2 月米蘭冬奧會、6 月世界盃、9 月亞運會先後舉行，因此安踏主品牌與 FILA 均計劃在 2026 年加大品牌及行銷投入。我們將 FY25/26/27 的淨利預測下調 3.2%/5.3%/6.9%，並將目標價由 115 港元下調至 108 港元。我們維持該股「買入」評級。

摘要財務資料

截至12月31日年度(Rmb百萬)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	62,356	70,826	78,720	86,021	93,279
毛利	39,028	44,032	49,208	53,593	58,226
淨利潤	10,236	15,596	13,157	14,532	15,928
按年增長	34.9%	52.4%	-15.6%	10.5%	9.6%
每股盈利 (港元)	3.660	5.577	4.704	5.196	5.695
市盈率 (倍)	18.7	12.3	14.6	13.2	12.0
市賬率 (倍)	3.73	3.11	2.77	2.45	2.17
股息率 (%)	2.7	3.2	2.7	3.0	3.3
股東權益回報率 (%)	23.8	27.6	20.1	19.7	19.1
淨負債對股東權益比率 (%)	Net cash	4	Net cash	Net cash	Net cash

來源: 公司資料, Crosby Securities

買入

當前股價 (港元)*	77.50
目標價 (港元)	108.00
上升/下跌空間 (%)	39.4%
前次評級	買入
前次目標價	115.00
恒生指數	26,629.96
* 股價截至	22-Jan-26

關鍵數據

股票代號	2020 HK
總市值 (港元)	216,741
近3個月人均成交額	718.3
52周最高價 (港元)	106.30
52周最低價 (港元)	73.55
自由流通比率 (%)	46.6%
總股本 (百萬股)	2,796.7

股價表現	絕對回報	相對回報
1個月	-5.8%	-8.7%
3個月	-11.4%	-14.2%
6個月	-16.8%	-21.4%

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	FILA: +LSD Others: +45-50%	-MSD		+LSD	+>20%	+10%		
4Q 2025	-LSD	FILA: +MSD Others: +35-40%	-LSD			+10%	+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 2026 年 1 月 22 日收市價)

Company	Ticker	Price	Mkt cap (US\$m)	3-mth avg t/o (US\$m)	P/E (x)		FY1-FY3 EPS Cagr (%)		FY1 Div Yld (%)		P/B (x)		ROE (%)		ROIC Hist (%)	Share px chg (%)		
					FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	Hist	FY1	Hist	FY1		1-mth	3-mth	12-mth
HSI		26,630			12.9	11.6	11.7	1.10	3.0	3.2	1.43	1.41	10.4	10.5		3.2	3.3	34.6
HSCEI		9,114			11.8	10.6	12.2	0.96	2.8	3.0	1.32	1.32	11.1	11.0		2.0	(1.2)	27.0
CSI300		4,724			16.9	14.7	14.3	1.18	2.3	2.6	1.84	1.82	10.2	10.8		2.4	2.9	24.4
Sector Average					12.7	11.5	10.9	1.2	5.1	5.7	1.5	1.7	12.9	14.1	10.4	(2.5)	(2.7)	15.6
Sector Median					12.4	11.2	10.6	1.0	5.6	6.0	1.3	1.7	12.6	13.7	9.9	(3.4)	(4.3)	2.8
Anta Sports	2020 HK	77.50	27,795	92.1	14.8	13.5	10.6	1.39	3.3	3.7	3.02	2.76	24.6	19.7	14.3	(5.8)	(11.4)	(4.1)
Li Ning Co Ltd	2331 HK	21.30	7,060	46.1	18.6	17.0	10.5	1.76	2.8	2.9	1.81	1.78	10.5	9.7	8.7	11.0	22.4	36.7
Xtep Intl	1368 HK	5.23	1,882	5.0	9.3	8.4	10.1	0.92	5.6	6.0	1.32	1.32	14.5	14.9	11.7	(6.8)	(8.9)	(10.4)
361 Degrees	1361 HK	5.75	1,525	3.4	8.3	7.4	11.2	0.74	5.8	6.6	1.06	1.01	12.6	12.6	11.1	(3.4)	(4.3)	44.8
China Dongxiang	3818 HK	0.46	344	0.3	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.26	N/A	3.0	N/A	N/A	(3.2)	(0.6)	55.0
Topsports Intern	6110 HK	2.84	2,258	5.6	12.4	11.2	12.2	1.02	8.2	9.4	1.75	1.70	13.0	13.7	8.8	(9.0)	(13.7)	2.8
Eagle Nice Intl	2368 HK	3.49	257	0.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.02	N/A	12.2	N/A	8.1	(0.6)	(2.2)	(15.3)

來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 3 新舊預測對照

(RMB mn)	Old forecast	New forecast	Difference
Revenue			
FY25E	79,535	78,720	-1.0%
FY26E	87,725	86,021	-1.9%
FY27E	96,213	93,279	-3.0%
Gross profit			
FY25E	49,762	49,208	-1.1%
FY26E	55,003	53,593	-2.6%
FY27E	60,601	58,226	-3.9%
Net Profit (Adj.)			
FY25E	13,587	13,157	-3.2%
FY26E	15,344	14,532	-5.3%
FY27E	17,116	15,928	-6.9%

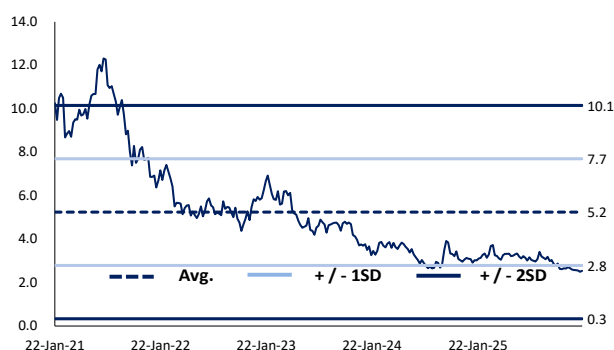
Source: Company data, Crosby Securities

圖 4 過去 5 年預期市盈率區間



來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 5 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Profit & Loss (RMBm)					
Anta	30,306	33,522	35,085	36,392	37,665
YoY%	9.3	10.6	4.7	3.7	3.5
Fila	25,103	26,626	28,245	29,866	31,282
YoY%	16.6	6.1	6.1	5.7	4.7
Other brands	6,947	10,678	15,390	19,764	24,332
YoY%	57.7	53.7	44.1	28.4	23.1
Turnover	62,356	70,826	78,720	86,021	93,279
YoY%	16.2	13.6	11.1	9.3	8.4
COGS	-23,328	-26,794	-29,512	-32,428	-35,053
Gross profit	39,028	44,032	49,208	53,593	58,226
Margin	62.6%	62.2%	62.5%	62.3%	62.4%
Selling & distribution	-21,673	-25,647	-27,945	-30,107	-32,648
Admin	-3,693	-4,198	-4,666	-4,731	-5,130
Total opex	-25,366	-29,845	-32,611	-34,839	-37,778
YoY%	9.3	17.7	9.3	6.8	8.4
Operating profit	13,662	14,187	16,596	18,754	20,448
Margin	21.9%	20.0%	21.1%	21.8%	21.9%
Other income / (exp)	3,247	4,422	3,554	3,886	4,248
Finance costs	-551	-626	-1,041	-1,249	-1,249
Associates' income	-718	3,901	0	0	0
Pretax profit	15,640	21,884	19,109	21,391	23,447
Tax	-4,363	-4,895	-4,777	-5,562	-6,096
Profit after tax	11,277	16,989	14,332	15,830	17,351
Margin	18.1%	24.0%	18.2%	18.4%	18.6%
Minority Interest	-1,041	-1,393	-1,175	-1,298	-1,423
Net profit	10,236	15,596	13,157	14,532	15,928
YoY%	34.9	52.4	(15.6)	10.5	9.6
Margin	16.4%	22.0%	16.7%	16.9%	17.1%
Non-core items adj.	0	0	0	0	0
Adj. profit	10,236	15,596	13,157	14,532	15,928
YoY%	34.9	52.4	(15.6)	10.5	9.6
Margin	16.4%	22.0%	16.7%	16.9%	17.1%
EBITDA	17,107	17,644	21,033	22,927	24,242
YoY%	32.4	3.1	19.2	9.0	5.7
Margin	27.4%	24.9%	26.7%	26.7%	26.0%
Fully diluted EPS (RMB)	3.646	5.556	4.687	5.177	5.674
YoY%	34.9	52.4	(15.6)	10.5	9.6
DPS (RMB)	1.848	2.185	1.843	2.036	2.232
YoY%	61.1	18.2	(15.6)	10.5	9.6
Year ended 31 Dec					
Cash Flow (RMBm)					
Operating profit	13,662	14,187	16,596	18,754	20,448
Dep. & Amort.	4,987	5,471	5,706	5,775	5,757
Chg in working cap	1,659	-2,223	264	-4,817	-5,577
Others	2,910	3,838	-2,021	-2,021	-2,021
Cash from operations	23,218	21,273	20,545	17,691	18,607
Tax paid	-3,584	-4,532	-4,777	-5,562	-6,096
Net cash from operations	19,634	16,741	15,768	12,129	12,511
YoY%	61.6	(14.7)	(5.8)	(23.1)	3.1
Capex	-744	-1,412	-1,675	-1,675	-1,675
Investments	-22,488	-6,205	0	0	0
Disposal of assets	0	0	0	0	0
Interest received	1,542	2,014	1,270	1,602	1,964
Others	-4,103	-9,261	0	-284	-313
Net cash from investments	-25,793	-14,864	-406	-357	-24
Issue/ buyback of shares	10	-1	0	0	0
Interest paid	-551	-626	-1,041	-1,249	-1,249
Dividends paid	-4,022	-6,072	-5,654	-5,445	-5,990
Net change in debt	442	-1,121	0	0	0
Others	7,592	2,059	291	0	0
Net cash from financing	3,471	-5,761	-6,404	-6,694	-7,239
Net change in cash	-2,688	-3,884	8,958	5,078	5,247
Adjustments	538	46	0	0	0
Opening cash	17,378	15,228	11,390	20,348	25,427
Closing cash	15,228	11,390	20,348	25,427	30,674
FCF	18,890	15,329	14,093	10,454	10,835
YoY%	69.1	(18.9)	(8.1)	(25.8)	3.6

來源: 公司資料, Crosby Securities

Year ended 31 Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Balance Sheet (RMBm)					
Property, plant and equipment	4,143	4,687	4,813	5,161	5,527
Right of use asset	8,085	9,826	9,826	9,826	9,826
Intangible assets	2,089	2,034	1,891	1,748	1,605
Investments	11,179	17,833	17,833	17,833	17,833
Others	14,592	25,753	25,753	25,753	25,753
Non-current assets	40,088	60,133	60,116	60,321	60,544
Inventories	7,210	10,760	9,446	10,323	11,193
Trade & bills receivables	3,732	4,463	5,117	5,591	6,063
Prepayments, deposits & others	21,453	19,157	19,157	22,988	27,586
Investments	0	0	0	0	0
Cash	15,228	11,390	20,348	25,427	30,674
Others	4,517	6,712	6,712	6,996	7,309
Current assets	52,140	52,482	60,781	71,325	82,826
Total assets	92,228	112,615	120,896	131,646	143,370
Trade & bills payables	3,195	4,332	3,936	4,301	4,664
Accruals & other payables	0	0	0	0	0
Tax payable	2,825	3,386	3,386	3,386	3,386
Bank loans	3,996	8,583	8,583	8,583	8,583
Bonds, CB & debentures	0	0	0	0	0
Others	10,575	12,292	12,292	12,292	12,292
Current liabilities	20,591	28,593	28,197	28,562	28,925
Bank loans	10,948	12,233	12,233	12,233	12,233
Bonds, CB & debentures	0	0	0	0	0
Deferred tax liabilities	855	925	925	925	925
Others	3,824	4,125	4,125	4,125	4,125
Non-current liabilities	15,627	17,283	17,283	17,283	17,283
Total liabilities	36,218	45,876	45,480	45,845	46,208
Total net assets	56,010	66,739	75,416	85,801	97,162
Share capital	272	271	271	271	271
Reserves	51,188	61,458	68,960	78,047	87,985
Shareholder's equity	51,460	61,729	69,231	78,318	88,256
Minority interests	4,550	5,010	6,185	7,483	8,906
Total Equity	56,010	66,739	75,416	85,801	97,162
Total debts	14,944	20,816	21,741	21,741	21,741
Net cash/(debts)	4,801	-2,714	5,319	10,682	16,242
BVPS (RMB)	18.331	21.989	24.662	27.899	31.439
Year ended 31 Dec					
Key ratios					
Margins (%)					
Gross margin	62.6	62.2	62.5	62.3	62.4
EBITDA margin	27.4	24.9	26.7	26.7	26.0
EBIT margin	21.9	20.0	21.1	21.8	21.9
Net margin	16.4	22.0	16.7	16.9	17.1
Net margin (Core profit)	16.4	22.0	16.7	16.9	17.1
Effective tax rate (%)	26.7	27.2	25.0	26.0	26.0
Selling exp as % of rev	34.8	36.2	35.5	35.0	35.0
Admin exp as % of rev	5.9	5.9	5.9	5.5	5.5
R&D exp as % of rev	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Other opex as % of rev	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Total opex as % of rev	40.7	42.1	41.4	40.5	40.5
Interest coverage (x)	24.8	22.7	15.9	15.0	16.4
Dividend payout (%)	50.7	39.3	39.3	39.3	39.3
Balance sheet ratios					
Inventory days	123	122	125	111	112
Acct. rec. days	20	21	22	23	23
Acct. payable days	47	51	51	46	47
Cash cycle	96	92	96	88	88
Net debt/equity (%)	Net cash	4.1	Net cash	Net cash	Net cash
Net debt/total cap (%)	Net cash	3.9	Net cash	Net cash	Net cash
Current ratio (x)	2.53	1.84	2.16	2.50	2.86
Returns (%)					
Asset turnover (x)	0.77	0.69	0.67	0.68	0.68
Financial leverage (x)	1.88	1.81	1.78	1.71	1.65
EBIT margin (%)	26.0	31.8	25.6	26.3	26.5
Interest burden (x)	0.97	0.97	0.95	0.94	0.95
Tax burden (x)	0.65	0.71	0.69	0.68	0.68
ROE (%)	23.8	27.6	20.1	19.7	19.1
ROIC (%)	26.6	26.7	20.2	21.7	22.1

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。