



中國 | 零售

31 March 2026

安踏體育 (2020 HK)

FY25 業績穩健，多品牌策略持續發力

FY25 收入 / 經調整股東應佔溢利按年增長 13.3% / 13.9%

安踏 FY25 收入按年增長 13.3% 至人民幣 802.2 億元，主要受安踏分部 / FILA / 所有其他品牌收入分別按年增長 3.7% / 6.9% / 59.2% 至人民幣 347.5 億元 / 284.7 億元 / 170.0 億元所帶動，反映品牌定位持續優化及電商業務穩步增長。整體毛利率按年下跌 0.2 個百分點至 62.0%，其中 i) 安踏分部毛利率按年下跌 0.9 個百分點至 53.6%，主要由於低毛利率線上業務佔比提升；及 ii) FILA 毛利率按年下跌 1.4 個百分點至 66.4%，主要由於產品品質及功能性升級帶來成本上升，以及低毛利率線上業務佔比提高。費用方面，銷售及分銷開支比率由 FY24 的 36.2% 下降至 FY25 的 35.5%，主要因 FY24 為體育大年，廣告及宣傳開支基數較高，令 FY25 廣告及宣傳費率按年下降 1.0 個百分點；行政開支比率則按年上升 0.6 個百分點至 6.5%，主要受員工成本增加所拖累。撇除 FY24 Amer Sports 上市及配售所帶來的權益攤薄收益等一次性項目後，FY25 經調整股東應佔溢利按年增長 13.9% 至人民幣 135.9 億元，股東應佔溢利率按年提升 0.1 個百分點至 16.9%。末期每股股息為 108 港仙，對應全年派息比率 50.1% (FY24: 51.4%)。

安踏品牌 / FILA: 預計 FY26 銷售分別錄得低單位數 / 中單位數增長

安踏分部 FY25 經營溢利率按年下跌 0.3 個百分點至 20.7%，主要由於毛利率回落。年內安踏品牌淨增 68 家門店，而安踏兒童淨關閉 132 家門店，截至 FY25 年底門店數目分別為 7,203 家及 2,652 家。管理層預期 FY26 年底安踏品牌 / 安踏兒童門店數將達 7,000-7,100 家 / 2,500-2,600 家，意味年內將持續關閉部分面積較小及盈利能力偏低的門店。公司指引安踏品牌 FY26 收入按年錄得低單位數增長，經營溢利率維持於約 20%。另一方面，FILA FY25 經營溢利率按年提升 0.8 個百分點至 26.1%，主要受營運效率改善帶動，惟部分被毛利率下滑所抵銷。FILA 年內淨增 88 家門店，截至 FY25 年底門店總數為 2,060 家。管理層指引 FY26 FILA 銷售按年錄得中單位數增長，經營溢利率約為 25%，而 FY26 年底門店總數將降至 1,900-2,000 家。所有品牌電商收入去年按年增長 15.5%，佔總銷售 35.8% (FY24: 35.1%)。安踏持續拓展東南亞市場及 Amazon 等海外平台。

維持「買入」評級及 108 港元目標價

DESCENTE 去年流水突破人民幣 100 億元，平均月店效約人民幣 270 萬元；其中 8 家門店年銷售額超過人民幣 1 億元。KOLON SPORT 為集團增長最快的品牌，流水按年增長接近 70% 至逾人民幣 60 億元，平均月店效約人民幣 200 萬元。2025 年 5 月，集團完成收購德國專業戶外品牌 JACK WOLFSKIN，並已制定為期五年的全球品牌復興發展規劃，進一步完善其由大眾至高端的戶外品牌矩陣。管理層預期其他品牌 FY26 銷售按年增長逾 20%，經營溢利率約為 25%。我們將 FY26 / FY27 股東應佔溢利預測分別調整 +0.1% / -0.4%，以反映最新銷售指引，並引入 FY28 預測。在盈利預測未有重大變動下，我們維持「買入」評級及 108 港元目標價。

摘要財務資料

截至12月31日年度(Rmb百萬)	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
收入	70,826	80,219	87,386	94,680	102,019
毛利	44,032	49,734	54,296	58,867	63,469
淨利潤	15,596	13,588	14,545	15,866	17,120
按年增長	52.4%	-12.9%	7.0%	9.1%	7.9%
每股盈利 (港元)	5.577	4.859	5.201	5.673	6.122
市盈率 (倍)	11.8	13.5	12.6	11.6	10.7
市賬率 (倍)	2.97	2.79	2.48	2.22	1.99
股息率 (%)	3.3	3.4	3.6	3.9	4.3
股東權益回報率 (%)	27.6	21.3	20.8	20.2	19.5
淨負債對股東權益比率 (4	10	2	Net cash	Net cash

來源: 公司資料, Crosby Securities

買入

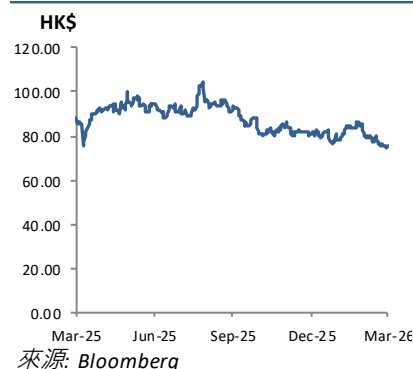
當前股價 (港元)*	75.70
目標價 (港元)	108.00
上升/下跌空間 (%)	42.7%
前次評級	買入
前次目標價	108.00
恒生指數	24,788.14
* 股價截至	31-Mar-26

關鍵數據

股票代號	2020 HK
總市值 (港元)	211,707
近3個月人均成交額	822.6
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	-11.0%	-4.4%
3個月	-6.0%	-2.8%
6個月	-19.0%	-12.3%

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%	+10%	-HSD	-low 10-20%
4Q 2024	+HSD	FILA: +HSD Others: +50-55%	+HSD	-	+HSD	+50%	+10%	+10-15%	-MSD	-HSD
1Q 2025	+HSD	FILA: +HSD Others: +65-70%	+LSD	-	+MSD	+>40%	+10-15%	+10-15%	-mid-to-high single digit	-
2Q 2025	+LSD	FILA: +MSD Others: +50-55%	+LSD	-	+LSD	+>20%	+10%	+10%	-	-
3Q 2025	+LSD	FILA: +LSD Others: +45-50%	-MSD	-	+LSD	+>20%	+10%	+10%	-	-
4Q 2025	-LSD	FILA: +MSD Others: +35-40%	-LSD	-	Flat	+>30%	+10%	+10%	-	-

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

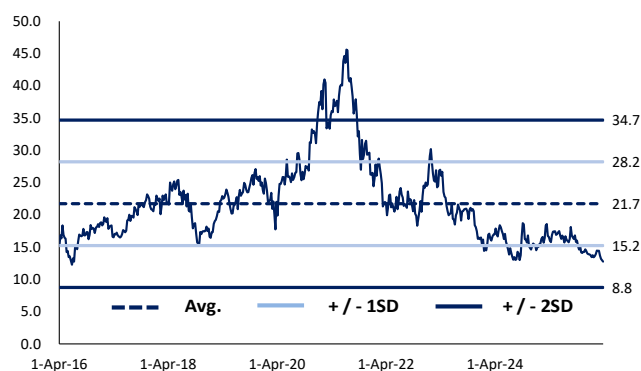
來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 2 同業分析 (截至 2026 年 3 月 31 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 (%)	Share px chg (%)		
					FY1	FY2	FY1	FY2	PEG (x)	FY1	FY2	Hist	FY1	Hist		FY1	Hist	1-mth
HSI		24,788			11.0	9.9	10.8	1.02	3.4	3.6	1.24	1.22	9.7	10.7		(6.9)	(3.3)	7.2
HSCEI		8,374			10.2	9.0	11.6	0.87	3.2	3.4	1.13	1.12	10.1	10.7		(5.5)	(6.1)	(1.7)
CSI300		4,450			16.6	13.9	16.4	1.01	2.4	2.7	1.75	1.71	10.2	10.5		(5.5)	(3.9)	14.5
Sector Average					11.3	10.2	10.5	1.1	5.7	6.5	1.4	1.5	12.6	14.1	10.4	(7.9)	(3.9)	3.7
Sector Median					11.8	10.7	10.3	1.1	6.2	6.9	1.1	1.6	13.0	13.6	10.1	(11.0)	(5.8)	(11.4)
Anta Sports	2020 HK	75.70	27,008	104.9	13.0	11.9	9.4	1.38	3.8	4.1	2.84	2.40	21.3	19.6	13.5	(11.0)	(6.0)	(11.4)
Li Ning Co Ltd	2331 HK	21.40	7,057	58.2	15.9	14.2	13.7	1.16	3.0	3.5	1.61	1.67	10.9	10.6	9.2	(5.0)	14.6	34.4
Xtep Intl	1368 HK	4.47	1,600	6.1	7.8	7.1	7.0	1.10	6.6	8.1	1.08	1.01	14.5	13.6	10.9	(16.1)	(15.8)	(11.8)
361 Degrees	1361 HK	6.28	1,657	3.5	7.8	7.1	10.3	0.76	6.2	6.9	1.14	1.00	13.5	13.2	11.9	11.2	3.6	41.8
China Dongxiang	3818 HK	0.42	312	0.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.23	N/A	3.0	N/A	N/A	(12.6)	(5.7)	12.7
Topsports Intern	6110 HK	2.74	2,168	5.0	11.8	10.7	12.0	0.98	8.9	9.9	1.67	1.62	13.0	13.7	8.8	(13.0)	(5.8)	(16.5)
Eagle Nice Intl	2368 HK	3.14	230	0.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.92	N/A	12.2	N/A	8.1	(9.0)	(12.3)	(23.0)

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Profit & Loss (RMBm)					
Anta	33,522	34,754	36,023	37,419	38,737
YoY%	10.6	3.7	3.7	3.9	3.5
Fila	26,626	28,469	30,117	31,766	33,199
YoY%	6.1	6.9	5.8	5.5	4.5
Other brands	10,678	16,996	21,245	25,494	30,083
YoY%	53.7	59.2	25.0	20.0	18.0
Turnover	70,826	80,219	87,386	94,680	102,019
YoY%	13.6	13.3	8.9	8.3	7.8
COGS	-26,794	-30,485	-33,090	-35,812	-38,550
Gross profit	44,032	49,734	54,296	58,867	63,469
Margin	62.2%	62.0%	62.1%	62.2%	62.2%
Selling & distribution	-25,647	-28,456	-30,585	-33,138	-35,707
Admin	-4,198	-5,186	-5,243	-5,681	-6,121
Total opex	-29,845	-33,642	-35,828	-38,819	-41,828
YoY%	17.7	12.7	6.5	8.3	7.8
Operating profit	14,187	16,092	18,468	20,049	21,641
Margin	20.0%	20.1%	21.1%	21.2%	21.2%
Other income / (exp)	4,422	5,068	4,502	4,979	5,340
Finance costs	-626	-918	-1,398	-1,398	-1,398
Associates' income	3,901	1,204	1,084	1,084	1,084
Pre-tax profit	21,884	21,446	22,655	24,713	26,666
Tax	-4,895	-5,784	-5,890	-6,425	-6,933
Profit after tax	16,989	15,662	16,765	18,288	19,733
Margin	24.0%	19.5%	19.2%	19.3%	19.3%
Minority Interest	-1,393	-2,074	-2,220	-2,422	-2,613
Net profit	15,596	13,588	14,545	15,866	17,120
YoY%	52.4	(12.9)	7.0	9.1	7.9
Margin	22.0%	16.9%	16.6%	16.8%	16.8%
Non-core items adj.	0	0	0	0	0
Adj. profit	15,596	13,588	14,545	15,866	17,120
YoY%	52.4	(12.9)	7.0	9.1	7.9
Margin	22.0%	16.9%	16.6%	16.8%	16.8%
EBITDA	17,644	20,358	23,330	24,424	25,558
YoY%	3.1	15.4	14.6	4.7	4.6
Margin	24.9%	25.4%	26.7%	25.8%	25.1%
Fully diluted EPS (RMB)	5.577	4.859	5.201	5.673	6.122
YoY%	52.4	(12.9)	7.0	9.1	7.9
DPS (RMB)	2.171	2.217	2.373	2.588	2.793
YoY%	17.0	2.1	7.0	9.1	7.9
Year ended 31 Dec					
Cash Flow (RMBm)					
Operating profit	14,187	16,092	18,468	20,049	21,641
Dep. & Amort.	5,471	6,335	6,365	6,355	6,258
Chg in working cap	-2,223	-1,368	-4,174	-6,969	-8,172
Others	3,838	5,179	-704	-704	-704
Cash from operations	21,273	26,238	19,954	18,730	19,023
Tax paid	-4,532	-5,242	-5,890	-6,425	-6,933
Net cash from operations	16,741	20,996	14,064	12,305	12,090
YoY%	(14.7)	25.4	(33.0)	(12.5)	(1.8)
Capex	-1,412	-1,208	-1,675	-1,675	-1,675
Investments	-6,205	-1,991	0	0	0
Disposal of assets	0	0	0	0	0
Interest received	2,014	2,069	1,503	1,980	2,341
Others	-9,261	-5,916	-385	-424	-466
Net cash from investments	-14,864	-7,046	-558	-119	199
Issue/ buyback of shares	-1	-2	0	0	0
Interest paid	-626	-918	-1,398	-1,398	-1,398
Dividends paid	-6,072	-6,585	-6,417	-6,937	-7,524
Net change in debt	-1,121	-1,306	0	0	0
Others	2,059	-4,305	0	0	0
Net cash from financing	-5,761	-13,116	-7,815	-8,335	-8,922
Net change in cash	-3,884	834	5,691	3,851	3,366
Adjustments	46	-43	0	0	0
Opening cash	15,228	11,390	12,181	17,872	21,723
Closing cash	11,390	12,181	17,872	21,723	25,089
FCF	15,329	19,788	12,389	10,630	10,414
YoY%	(18.9)	29.1	(37.4)	(14.2)	(2.0)

來源: 公司資料, Crosby Securities

Year ended 31 Dec	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Balance Sheet (RMBm)					
Property, plant and equipment	4,687	5,366	5,640	5,925	6,306
Right of use asset	9,826	10,926	10,926	10,926	10,926
Intangible assets	2,034	4,253	4,076	3,899	3,722
Investments	17,833	20,881	20,881	20,881	20,881
Others	25,753	23,213	23,213	23,213	23,213
Non-current assets	60,133	64,639	64,736	64,844	65,048
Inventories	10,760	12,152	10,486	11,362	12,242
Trade & bills receivables	4,463	4,616	5,680	6,154	6,631
Prepayments, deposits & others	19,157	24,934	29,921	35,905	43,086
Investments	0	0	0	0	0
Cash	11,390	12,181	17,872	21,723	25,089
Others	6,712	5,773	6,158	6,582	7,048
Current assets	52,482	59,656	70,117	81,726	94,097
Total assets	112,615	124,295	134,854	146,569	159,145
Trade & bills payables	4,332	4,158	4,369	4,734	5,101
Accruals & other payables	0	0	0	0	0
Tax payable	3,386	3,698	3,698	3,698	3,698
Bank loans	8,583	11,532	11,532	11,532	11,532
Bonds, CB & debentures	0	0	0	0	0
Others	12,292	13,970	13,970	13,970	13,970
Current liabilities	28,593	33,358	33,569	33,934	34,301
Bank loans	12,233	11,770	11,770	11,770	11,770
Bonds, CB & debentures	0	0	0	0	0
Deferred tax liabilities	925	1,984	1,984	1,984	1,984
Others	4,125	4,778	4,778	4,778	4,778
Non-current liabilities	17,283	18,532	18,532	18,532	18,532
Total liabilities	45,876	51,890	52,101	52,466	52,833
Total net assets	66,739	72,405	82,752	94,103	106,312
Share capital	271	269	269	269	269
Reserves	61,458	65,513	73,640	82,569	92,165
Shareholder's equity	61,729	65,782	73,909	82,838	92,434
Minority interests	5,010	6,623	8,843	11,265	13,878
Total Equity	66,739	72,405	82,752	94,103	106,312
Total debts	20,816	25,286	25,286	25,286	25,286
Net cash/(debts)	-2,714	-7,332	-1,256	3,019	6,851
BVPS (RMB)	22.072	23.522	26.428	29.621	33.052
Year ended 31 Dec					
Key ratios					
Margins (%)					
Gross margin	62.2	62.0	62.1	62.2	62.2
EBITDA margin	24.9	25.4	26.7	25.8	25.1
EBIT margin	20.0	20.1	21.1	21.2	21.2
Net margin	22.0	16.9	16.6	16.8	16.8
Net margin (Core profit)	22.0	16.9	16.6	16.8	16.8
Effective tax rate (%)	27.2	28.6	27.3	27.2	27.1
Selling exp as % of rev	36.2	35.5	35.0	35.0	35.0
Admin exp as % of rev	5.9	6.5	6.0	6.0	6.0
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	42.1	41.9	41.0	41.0	41.0
Interest coverage (x)	22.7	17.5	13.2	14.3	15.5
Dividend payout (%)	38.9	45.6	45.6	45.6	45.6
Balance sheet ratios					
Inventory days	122	137	125	111	112
Acct. rec. days	21	21	22	23	23
Acct. payable days	51	51	47	46	47
Cash cycle	92	107	99	88	88
Net debt/equity (%)	4.1	10.1	1.5	Net cash	Net cash
Net debt/total cap (%)	3.9	9.2	1.5	Net cash	Net cash
Current ratio (x)	1.84	1.79	2.09	2.41	2.74
Returns (%)					
Asset turnover (x)	0.69	0.68	0.67	0.67	0.67
Financial leverage (x)	1.81	1.86	1.86	1.80	1.74
EBIT margin (%)	31.8	27.9	27.5	27.6	27.5
Interest burden (x)	0.97	0.96	0.94	0.95	0.95
Tax burden (x)	0.71	0.63	0.64	0.64	0.64
ROE (%)	27.6	21.3	20.8	20.2	19.5
ROIC (%)	26.7	20.8	21.2	21.4	21.1

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。