



中國 | 零售

14 May 2026

特步國際 (1368 HK)

25 財年業績穩健；多品牌策略持續見效

特步 FY25 收入 / 淨利潤同比增長 4.2% / 10.8%

特步 FY25 業績表現穩健，收入同比增長 4.2% 至人民幣 141.51 億元，淨利潤同比增長 10.8% 至人民幣 13.72 億元。若剔除 FY24 K&P 業務處置影響，可比持續經營業務淨利潤同比增長約 5.1%。公司宣派末期每股股息 9.5 港仙，意味全年派息比率為 50.4%，並已連續第 18 年維持 50% 以上派息比率。不過，2H25 表現較弱，收入同比增長 1.7%，淨利潤則同比下跌 5.8%，反映零售環境仍偏促銷，以及 DTC 轉型初期的影響。

主品牌特步 / S&M 收入同比增長 1.5% / 30.8%

主品牌特步於 FY25 維持韌性，收入同比增長 1.5% 至人民幣 125.15 億元。電商為主要亮點，銷售同比增長約 40%，佔主品牌收入已超過三分之一。截至 FY25 年末，成人 / 兒童門店數分別為 6,357 / 1,488 家，同比減少 25 / 96 家。值得注意的是，特步於中國主要馬拉松賽事中的穿著率維持領先，進一步鞏固其於大眾跑步市場的定位。S&M 再次跑贏，收入同比增長 30.8% 至人民幣 16.36 億元。索康尼持續受到跑者青睞，並進一步強化其高端定位，而其中國內地門店數於 FY25 年末增至 175 家。邁樂則仍以線上渠道為主，線下擴張料將循序推進。

折扣加深下，GPM 同比下跌 0.4 個百分點

FY25 利潤率表現好壞參半。集團 GPM 同比小幅下滑 0.4 個百分點至 42.8%，主要由於主品牌折扣及補貼加大，以及專業運動分部服裝收入佔比提升。主品牌 GPM 下跌 0.6 個百分點至 41.2%，而 S&M GPM 則下跌 1.7 個百分點至 55.5%；不過，在規模效應帶動下，S&M OPM 仍提升 0.7 個百分點至 7.0%。銷售及分銷費用率受電商平台費用及物流成本上升拖累，同比增加 1.5 個百分點至 22.6%，而行政費用率則同比下降 0.8 個百分點至 9.7%。因此，經營利潤率同比下滑 0.2 個百分點至 14.3%，但淨利潤率仍同比改善 0.6 個百分點至 9.7%，受惠於更高政府補貼及營業外拖累減輕。存貨周轉天數由 FY24 年末的 68 天升至 77 天，主要因 DTC 轉型相關的庫存回購所致，但我們認為仍屬可控。

維持買入評級，下調目標價至 5.6 港元

展望未來，管理層指引 FY26 收入錄得中單位數增長，其中主品牌維持穩定增長，S&M 增長 20%-30%，而淨利潤率維持高單位數水平。零售增長於 2026 年第一季錄得低個位數按年增長，零售折扣約為 25% 至 30%，庫存周轉期約為 4.5 個月。在 FY25 已完成 100 多家門店轉型後，公司計劃於 FY26 額外新增約 500 家 DTC 門店，DTC 推進步伐將進一步加快。這將在短期內對營運開支及營運資金構成壓力，尤其是在推出新股權激勵計劃的背景下，但中期應有助改善渠道管控、零售效率及消費者互動。管理層預期今年將對淨利潤帶來額外人民幣 6,000 萬至 7,000 萬元的負面影響。我們下調 FY26/FY27 淨利潤預測 17.5% / 13.1%，並引入 FY28 預測。我們將目標價由 5.8 港元下調至 5.6 港元，但仍維持買入評級。

摘要財務資料

截至12月31日年度(Rmb百萬元)	2024	2025	2026E	2027E	2027E
收入	13,577	14,151	14,824	15,737	16,711
毛利	5,865	6,063	6,341	6,766	7,210
淨利潤	1,238	1,372	1,257	1,444	1,582
按年增長	20.2%	10.8%	-8.3%	14.8%	9.5%
每股盈利 (港元)	0.512	0.567	0.520	0.597	0.654
市盈率 (倍)	8.7	7.5	8.1	7.1	6.5
市賬率 (倍)	1.18	1.00	0.95	0.88	0.82
股息率 (%)	5.9	6.5	6.0	6.9	7.5
股東權益回報率 (%)	14.9	14.5	12.0	12.9	13.1
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)*	4.21
目標價 (港元)	5.60
上升/下跌空間 (%)	33.0%
前次評級	買入
前次目標價	5.80
恒生指數	26,478.99
* 股價截至	14-May-26

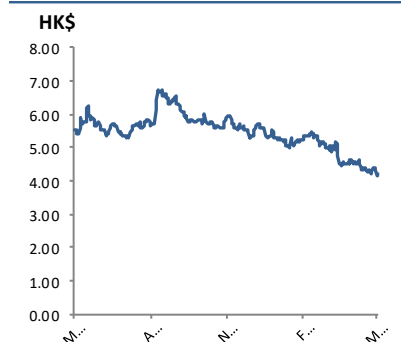
關鍵數據

股票代號	1368 HK
總市值 (港元)	11,814
近3個月人均成交額	53.1
52周最高價 (港元)	6.83
52周最低價 (港元)	4.13
自由流通比率 (%)	52.6%
總股本 (百萬股)	2,806.1

股價表現

	絕對回報	相對回報
1個月	-7.3%	-9.4%
3個月	-21.0%	-20.8%
6個月	-29.0%	-28.8%

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%	+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%		
1Q 2026	+HSD	FILA: +Low-teens Others: +40-45%	+MSD	+LSD	+>20%	-	+10%	+10%		

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

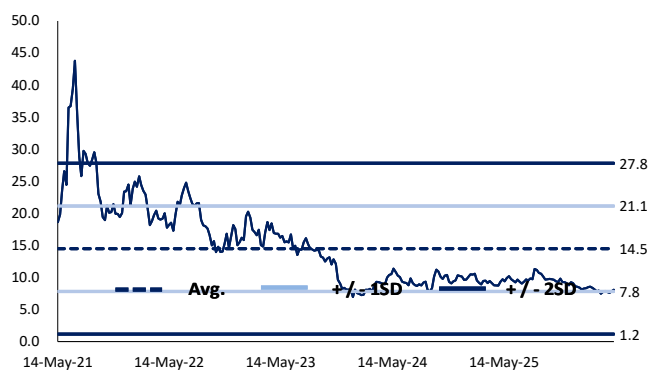
來源: 公司資料, Crosby Securities

圖 2 同業分析 (截至 2026 年 4 月 17 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 (%)		Div Yld (%)		P/B (x)		ROE (%)		ROIC (%)	Share px chg (%)		
					FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	Hist	FY1	Hist	FY1		Hist	1-mth	3-mth
HSI		26,479			11.8	10.5	11.6	1.02	3.2	3.4	1.39	1.27	9.9	10.5		2.3	(0.3)	12.0
HSCEI		8,890			10.8	9.4	12.6	0.86	3.1	3.3	1.29	1.15	10.5	10.5		2.5	(1.6)	3.5
CSI300		4,933			15.8	13.7	14.3	1.11	2.4	2.7	1.93	1.80	9.9	11.5		4.9	5.9	25.1
Sector Average					10.7	9.6	11.3	1.0	6.0	6.9	1.3	1.5	12.6	13.9	9.2	(6.7)	(8.9)	(1.6)
Sector Median					12.3	11.2	12.0	1.0	6.7	8.3	1.0	1.5	13.0	13.4	9.2	(7.3)	(8.2)	(8.0)
Anta Sports	2020 HK	77.30	27,603	89.7	13.0	12.0	9.0	1.45	3.6	4.0	2.85	2.45	21.3	19.8	13.5	(9.0)	(8.2)	(18.3)
Li Ning Co Ltd	2331 HK	19.04	6,284	54.5	13.8	12.2	13.4	1.03	3.6	4.1	1.54	1.45	10.9	10.6	9.2	(13.6)	(11.8)	21.1
Xtep Intl	1368 HK	4.21	1,508	6.8	8.1	7.1	12.2	0.67	6.7	8.5	1.00	0.92	14.5	12.0	10.9	(7.3)	(21.0)	(24.0)
361 Degrees	1361 HK	5.20	1,439	8.3	6.3	5.7	9.8	0.64	7.5	8.3	0.92	0.83	13.5	13.4	11.9	(24.0)	(7.6)	19.3
China Dongxiang	3818 HK	0.43	324	0.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.24	N/A	3.0	N/A	2.2	2.4	(1.1)	11.2
Topsports Intern	6110 HK	2.92	2,312	3.9	12.3	11.2	12.0	1.03	8.5	9.4	1.75	1.70	13.0	13.7	8.8	7.4	(0.3)	(8.0)
Eagle Nice Intl	2368 HK	3.02	221	0.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.88	N/A	12.2	N/A	8.1	(2.6)	(12.5)	(12.7)

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Profit & Loss (RMBm)					
Mass Market	12,327	12,515	12,803	13,123	13,451
YoY%	3.2	1.5	2.3	2.5	2.5
Athleisure	0	0	0	0	0
YoY%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Professional sports	1,250	1,636	2,021	2,614	3,260
YoY%	57.2	30.8	23.6	29.3	24.7
Turnover	13,577	14,151	14,824	15,737	16,711
YoY%	6.5	4.2	4.8	6.2	6.2
COGS	-7,712	-8,088	-8,438	-8,945	-9,468
Gross profit	5,865	6,063	6,386	6,792	7,243
Margin	43.2%	42.8%	43.1%	43.2%	43.3%
Selling & distribution	-2,868	-3,195	-3,261	-3,462	-3,643
Admin	-1,428	-1,367	-1,631	-1,621	-1,705
R&D	0	0	0	0	0
Other opex	0	0	0	0	0
Total opex	-4,295	-4,562	-4,892	-5,083	-5,348
YoY%	8.6	6.2	7.2	3.9	5.2
Operating profit	1,570	1,501	1,494	1,709	1,895
Margin	11.6%	10.6%	10.1%	10.9%	11.3%
Other income / (exp)	396	517	472	452	452
Finance costs	-98	-100	-52	-40	-38
Associates' income	33	54	0	0	0
Pre-tax profit	1,901	1,973	1,914	2,120	2,309
Tax	-596	-602	-584	-647	-704
Profit after tax	1,306	1,372	1,330	1,473	1,605
Margin	9.6%	9.7%	9.0%	9.4%	9.6%
Minority Interest	0	0	0	0	0
Net profit	1,306	1,372	1,330	1,473	1,605
YoY%	4.1	5.1	(3.0)	10.8	8.9
Margin	9.6%	9.7%	9.0%	9.4%	9.6%
Non-core items adj.	-67	0	0	0	0
Adj. net profit	1,238	1,372	1,330	1,473	1,605
YoY%	20.2	10.8	(3.0)	10.8	8.9
Margin	9.1%	9.7%	9.0%	9.4%	9.6%
EBITDA	1,945	1,799	1,647	1,887	2,099
YoY%	15.8	(7.5)	(8.4)	14.6	11.2
Margin	14.3%	12.7%	11.1%	12.0%	12.6%
Fully diluted EPS (RMB)	0.417	0.489	0.474	0.525	0.572
YoY%	45.4	17.1	(3.0)	10.8	8.9
DPS (RMB)	0.215	0.239	0.231	0.256	0.279
YoY%	18.6	10.8	(3.0)	10.8	8.9
Cash Flow (RMBm)					
Operating profit	1,570	1,501	1,494	1,709	1,895
Dep. & Amort.	375	298	153	178	203
Chg in working cap	-439	-805	2,412	-173	-185
Others	191	462	420	411	414
Cash from operations	1,697	1,456	4,479	2,125	2,327
Tax paid	-469	-503	-584	-647	-704
Net cash from operations	1,228	952	3,895	1,478	1,623
YoY%	(2.1)	(22.4)	309.0	(62.0)	9.8
Capex	-317	-264	-500	-500	-500
Investments	85	0	0	0	0
Disposal of assets	781	0	0	0	0
Interest received	0	0	0	0	0
Others	103	245	0	0	0
Net cash from investments	651	-19	-500	-500	-500
Issue/ buyback of shares	0	1	0	0	0
Interest paid	0	0	0	0	0
Dividends paid	-1,444	-610	-669	-649	-719
Net change in debt	-651	-919	0	0	0
Others	-102	1,073	0	0	0
Net cash from financing	-2,197	-455	-669	-649	-719
Net change in cash	-317	478	2,726	329	404
Adjustments	2	-0	0	0	0
Opening cash	3,295	2,979	3,457	6,183	6,512
Closing cash	2,979	3,457	6,183	6,512	6,916
FCF					
	911	688	3,395	978	1,123
YoY%	12.4	(24.5)	393.3	(71.2)	14.8

Year ended 31 Dec	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
Balance Sheet (RMBm)					
Fixed assets	1,669	1,760	2,111	2,438	2,740
Associates & JCE	0	0	0	0	0
Goodwill & intangibles	17	25	20	15	9
Deferred tax assets	0	0	0	0	0
Others	3,053	2,892	2,892	2,892	2,892
Non-current assets	4,738	4,677	5,023	5,345	5,642
Inventories	1,596	1,829	1,927	2,046	2,172
Trade & bills receivables	5,011	5,155	3,706	3,934	4,178
Prepayments, deposits & others	1,046	1,093	1,093	1,093	1,093
Investments	0	0	0	0	0
Cash	2,979	3,457	6,183	6,512	6,916
Others	597	688	688	688	688
Current assets	11,230	12,222	13,597	14,273	15,047
Total assets	15,968	16,899	18,620	19,618	20,689
Trade & bills payables	2,195	1,756	2,817	2,990	3,175
Accruals & other payables	1,662	1,822	1,822	1,822	1,822
Tax payable	113	126	126	126	126
Bank loans	1,161	841	841	841	841
Bonds, CB & debentures	0	0	0	0	0
Others	150	606	606	606	606
Current liabilities	5,283	5,151	6,212	6,385	6,571
Bank loans	867	256	256	256	256
Bonds, CB & debentures	0	0	0	0	0
Deferred tax liabilities	176	264	264	264	264
Others	941	1,025	1,025	1,025	1,025
Non-current liabilities	1,983	1,545	1,545	1,545	1,545
Total liabilities	7,266	6,696	7,757	7,931	8,116
Total net assets	8,703	10,203	10,863	11,688	12,573
Share capital	24	25	25	25	25
Reserves	8,679	10,178	10,839	11,663	12,548
Shareholder's equity	8,703	10,203	10,863	11,688	12,573
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Equity	8,703	10,203	10,863	11,688	12,573
Total debts	2,204	1,361	1,361	1,361	1,361
Net cash/(debts)	776	2,096	4,822	5,151	5,555
BVPS (RMB)	3.101	3.636	3.871	4.165	4.481
Key ratios					
Margins (%)					
Gross margin	43.2	42.8	43.1	43.2	43.3
EBITDA margin	14.3	12.7	11.1	12.0	12.6
EBIT margin	11.6	10.6	10.1	10.9	11.3
Net margin	9.6	9.7	9.0	9.4	9.6
Net margin (Core profit)	9.1	9.7	9.0	9.4	9.6
Effective tax rate (%)	31.9	31.4	30.5	30.5	30.5
Selling exp as % of rev	21.1	22.6	22.0	22.0	21.8
Admin exp as % of rev	10.5	9.7	11.0	10.3	10.2
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	31.6	32.2	33.0	32.3	32.0
Interest coverage (x)	16.1	15.0	29.0	42.2	50.1
Dividend payout (%)	48.8	48.8	48.8	48.8	48.8
Balance sheet ratios					
Inventory days	80	77	81	81	81
Acct. rec. days	134	131	109	89	89
Acct. payable days	112	89	99	118	119
Cash cycle	103	119	91	51	51
Net debt/equity (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
Net debt/total cap (%)	2.13	2.37	2.19	2.24	2.29
Current ratio (x)					
Returns (%)					
Asset turnover (x)	0.82	0.86	0.83	0.82	0.83
Financial leverage (x)	1.90	1.74	1.69	1.70	1.66
EBIT margin (%)	14.7	14.7	13.3	13.7	14.0
Interest burden (x)	0.95	0.95	0.97	0.98	0.98
Tax burden (x)	0.69	0.70	0.70	0.70	0.70
ROE (%)	14.9	14.5	12.6	13.1	13.2
ROIC (%)	17.5	18.9	20.3	25.1	25.2

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。