

李宁公司 (2331.HK)

疫情扰动去年业绩，零售流水增长有望持续修复

投资要点:

疫情扰动去年零售表现，零售流水增长有望持续修复：受到疫情期间闭店以及消费需求疲软等影响，叠加 2021 年的高基数，李宁公司去年整体零售流水同比录得单位数增长，明显低于 2021 年同期表现(50%-60% 增长)。其中，公司销售点（不包括李宁 YOUNG）四季度线下渠道零售流水同比录得逾 15% 下跌，较二季度高单位数的下跌幅度有所扩大。按渠道划分，线下零售渠道和批发渠道同期分别录得约 15% 和逾 20% 同比下跌。此外，电商渠道同期零售流水则受限于物流速度减缓等而同比录得中单位数增长，明显低于三季度约 25% 增幅。在国家整体防疫政策优化下，公司表示其门店的客流今年以来已逐步恢复，1-2 月线下零售流水已录得低单位数增长，3 月上旬恢复趋势得到进一步强化，增速实现双位数增长，预期公司零售流水增长在低基数效应下有望持续修复。

鞋类收入实现高增长，折扣加深等导致利润率承压：受疫情影响，李宁公司去年收入同比增长约 14.3%，相较 2021 年(约 56.1%)有所减缓。其中，公司期内策略性提升专业产品占比和鞋产品占比，鞋类收入同比增长约 41.8%，收入占比约达 52.2%，超越服装(约 41.5%)。疫情下收入增长放缓、库存积压共同导致公司加深产品折扣，叠加成本较为刚性，公司去年毛利率同比下跌 4.6 个百分点至约 48.4%。同期，公司经营利润率和利润率则分别下跌至约 18.9% 和 15.7%。

存货周转天数有所上升，存货结构则保持健康：针对疫情的变化，李宁公司去年 3 月下旬开始实施一系列库存管控措施，去年底整体库销比虽然由 2021 年底的 3.9 个月上升至 4.2 个月，但仍维持在疫情前(2019 年)的健康水平。于去年 12 月底，公司拨备前存货额达到约 25.5 亿元，较 2021 年 12 月底约 18.7 亿元增加约 36.6%，导致存货周转天数增加 4 天至 58 天，主要是由于公司生意规模扩大，以及按计划提前进行业务布局所致。此外，公司一年以上的存货占比仅达 5%，低于 2021 年底 6%。

盈利预测与投资建议：考虑了 2022 年业绩各因素后，我们对李宁公司(2331.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正，预期公司于 2023 至 2025 财年的利润分别约为 47.4 亿元、58.7 亿元及 70.4 亿元，同比上升约 18.1%、24.0% 及 19.9%。根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司目标价至 71.3 港元，对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约 33.5 倍、27.0 倍和 22.5 倍。基于目标价较 3 月 20 日收市价 55.6 港元有约 28.3% 的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

财务摘要:

单位: 亿元人民币	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	144.6	225.7	258.0	297.3	357.0	413.1
毛利	70.9	119.7	124.8	145.7	176.7	206.6
经营利润	22.0	51.4	48.9	57.3	71.3	85.7
利润	17.0	40.1	40.6	47.4	58.7	70.4

报告日期: 2023-03-21

业绩点评

投资评级:

买入

基本数据

所属板块	运动服饰
最新价	55.6 港元
市值	1,465.6 亿港元
52 周区间	39.8-82.70 港元
3 个月日均成交量	13.5 百万股
主要股东持股比例	10.57%

数据来源: WIND、HKEX
注: 截止 2023 年 3 月 20 日

一年行情图



数据来源: Bloomberg

业绩更新: 《鞋类收入增长亮眼，库存周转保持在健康水平》-20220815

首次覆盖: 《国潮文化助驱业绩快速增长，童装业务将成为新增长引擎》-20220705

分析员

姓名: 高景东

中央编号: AYP093

电话: +852-2501 1037

电邮: tony.ko@ssif.com.hk

目录

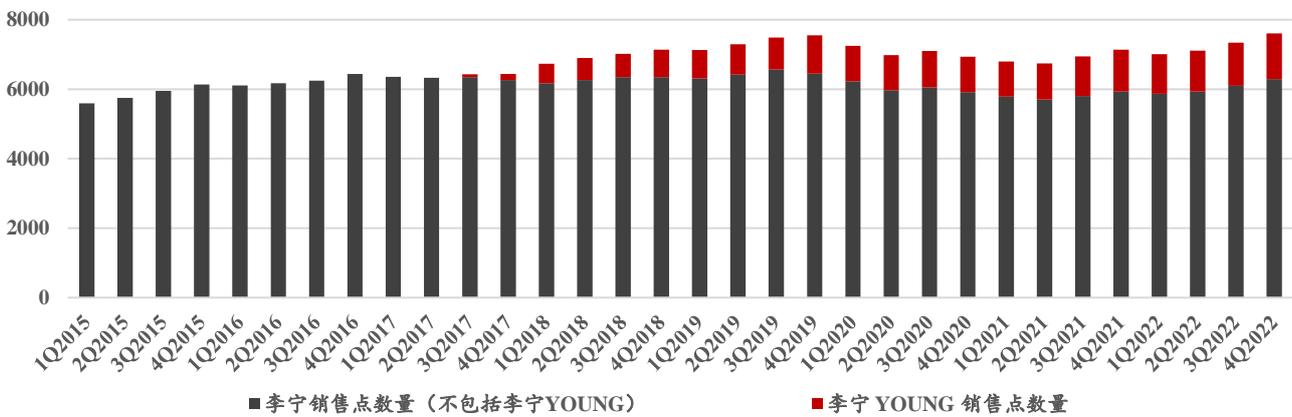
1.疫情扰动去年业绩，零售流水增长有望修复	3
1.1 销售网络在下半年疫情影响下仍实现逆势扩张	3
1.2 疫情扰动去年零售表现，零售流水增长有望持续修复	3
1.3 鞋类收入实现高增长，折扣加深等导致利润率承压	5
2.库存周转天数有所上升，存货结构保持健康	6
3.盈利预测与投资建议	7
4.投资风险	8
5.财务报表摘要	9

1. 疫情扰动去年业绩，零售流水增长有望修复

1.1 销售网络在下半年疫情影响下仍实现逆势扩张

2022 年下半年，李宁公司销售网络在疫情影响下仍实现逆势扩张。李宁主品牌和李宁 YOUNG 销售店数量在三季度和四季度分别环比增加 164 间、63 间和 194 间、70 间。截止去年 12 月底，李宁主品牌和李宁 YOUNG 销售店数量已分别上升至 6,295 和 1,308 间。

图表 1：李宁公司销售点数量(间)

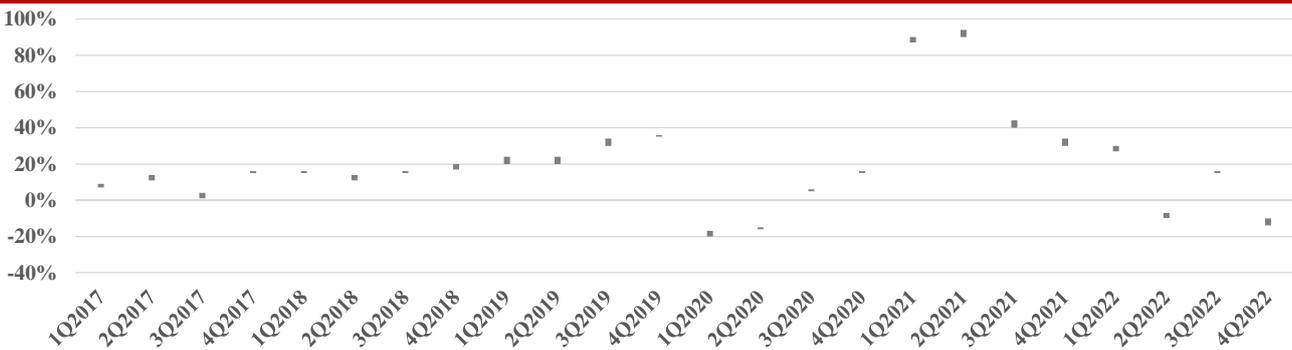


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.2 疫情扰动去年零售表现，零售流水增长有望持续修复

受疫情影响，叠加 2021 年的高基数，李宁销售点（不包括李宁 YOUNG）去年四季度线下渠道零售流水同比录得逾 15% 下跌，较二季度高单位数的下跌幅度有所扩大。按渠道划分，线下零售渠道和批发渠道同期则分别录得约 15% 和逾 20% 同比下跌。此外，电商渠道同期零售流水虽然同比录得中单位数增长，但明显低于三季度约 25% 增幅。

图表 2：李宁销售点（不包括李宁 YOUNG）季度整个平台零售流水同比表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

在国家整体防疫政策优化下，公司表示其门店的客流今年以来已逐步恢复，1-2月线下零售流水已录得低单位数增长，3月上旬恢复趋势得到进一步强化，增速实现双位数增长，预期公司零售流水增长在低基数效应下有望持续修复。

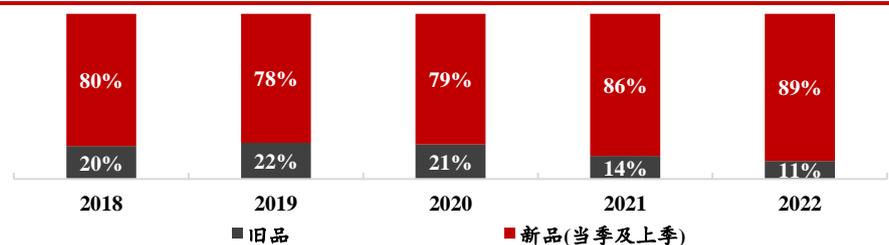
图表 3：李宁销售点（不包括李宁 YOUNG）按渠道划分之季度零售流水同比表现

季度	线下渠道（包括零售及批发）	零售渠道	批发渠道	电子商务
1Q2017		高单位数增长	大致持平	60%-70%中段增长
2Q2017		低单位数增长	中单位数增长	40%-50%中段增长
3Q2017	低单位数下跌	低单位数增长	低单位数下跌	30%-40%低段增长
4Q2017	10%-20%低段增长	10%-20%中段增长	10%-20%低段增长	30%-40%高段增长
1Q2018	10%-20%低段增长	20%-30%低段增长	高单位数增长	30%-40%高段增长
2Q2018	高单位数增长	10%-20%中段增长	中单位数增长	30%-40%高段增长
3Q2018	10%-20%中段增长	10%-20%中段增长	10%-20%低段增长	30%-40%低段增长
4Q2018	10%-20%低段增长	高单位数增长	10%-20%低段增长	50%-60%中段增长
1Q2019	10%-20%高段增长	10%-20%低段增长	20%-30%低段增长	40%-50%低段增长
2Q2019	20%-30%低段增长	高单位数增长	20%-30%中段增长	20%-30%高段增长
3Q2019	20%-30%高段增长	10%-20%中段增长	30%-40%中段增长	50%-60%低段增长
4Q2019	30%-40%中段增长	10%-20%高段增长	40%-50%低段增长	40%-50%低段增长
1Q2020	20%-30%低段下降	30%-40%中段下降	10%-20%高段下降	10%-20%低段增长
2Q2020	10%-20%低段下降	10%-20%低段下降	高单位数下降	20%-30%高段增长
3Q2020	低单位数下降	持平	低单位数下降	40%-50%低段增长
4Q2020	10%-20%低段增长	中单位数增长	10%-20%低段增长	30%-40%中段增长
1Q2021	80%-90%低段增长	90%-100%低段增长	80%-90%低段增长	约100%增长
2Q2021	90%-100%低段增长	80%-90%高段增长	90%-100%低段增长	90%-100%高段增长
3Q2021	30%-40%高段增长	30%-40%中段增长	30%-40%高段增长	50%-60%中段增长
4Q2021	20%-30%高段增长	20%-30%高段增长	20%-30%高段增长	40%-50%低段增长
1Q2022	20%-30%中段增长	30%-40%中段增长	20%-30%低段增长	30%-40%中段增长
2Q2022	高单位数下跌	高单位数下跌	高单位数下跌	中单位数增长
3Q2022	10%-20%中段增长	20%-30%低段增长	10%-20%低段增长	20%-30%中段增长
4Q2022	10%-20%高段下降	10%-20%中段下降	20%-30%低段下降	中单位数增长

数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

此外，公司去年新品零售流水占比由2021年86%持续提升至89%，表明公司产品销售仍以新品为主，有助于降低财务风险。

图表 4：李宁公司产品零售流水占比(包含零售及批发)表现



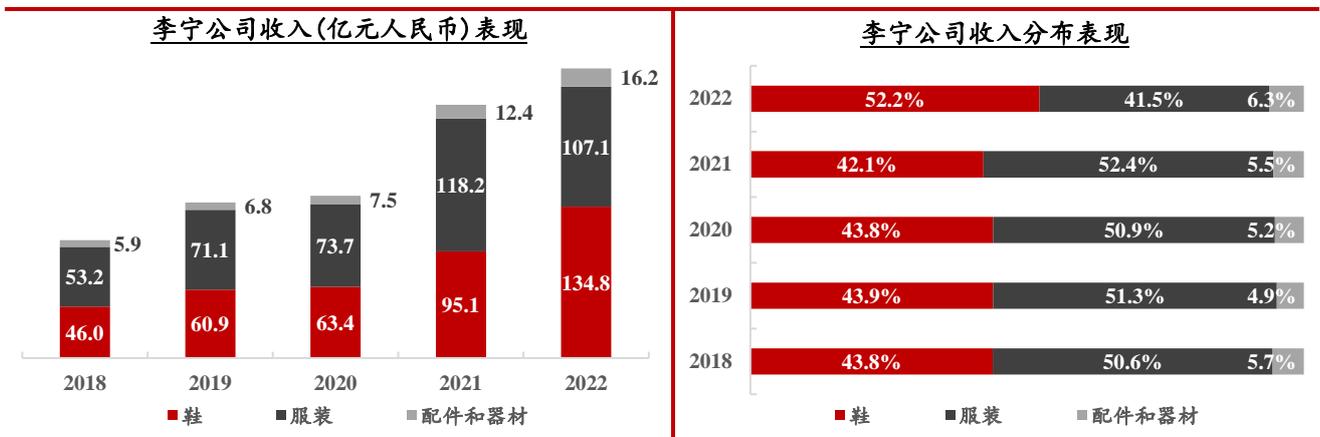
数据来源：公司演示材料、山证国际研究部整理

1.3 鞋类收入实现高增长，折扣加深等导致利润率承压

受到疫情期间闭店以及消费需求疲软等影响，李宁公司 2022 年收入同比增长约 14.3%，相较 2021 年(约 56.1%)有所减缓。其中，鞋类收入同比增长约 41.8%，收入占比约达 52.2%，超越服装(约 41.5%)。

公司期内策略性提升专业产品占比和鞋产品占比，并持续聚焦功能性产品研发，以专业跑步和专业篮球产品为核心，扩大核心科技平台「李宁䨻」的产品矩阵，以功能性品类带动收入增长。以跑鞋为例，公司去年超额完成「超轻 19」跑鞋 300 万双的销售目标。

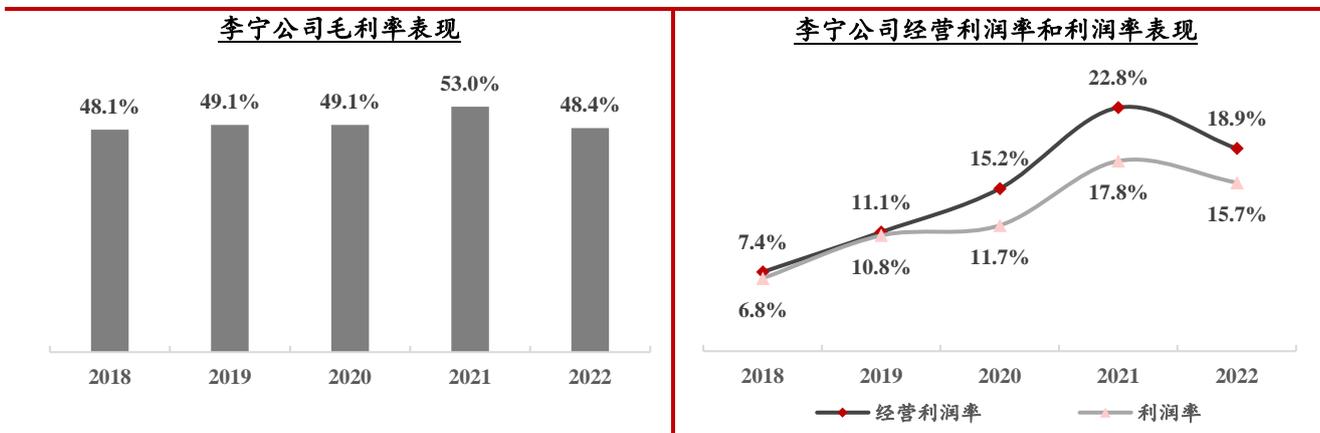
图表 5：李宁公司收入和收入分布表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

疫情下收入增长放缓、库存积压共同导致公司加深产品折扣，叠加成本较为刚性，公司去年毛利率同比下跌 4.6 个百分点至约 48.4%。同期，公司经营利润率和利润率则分别下跌至约 18.9% 和 15.7%。

图表 6：李宁公司毛利率、经营利润率和利润率表现



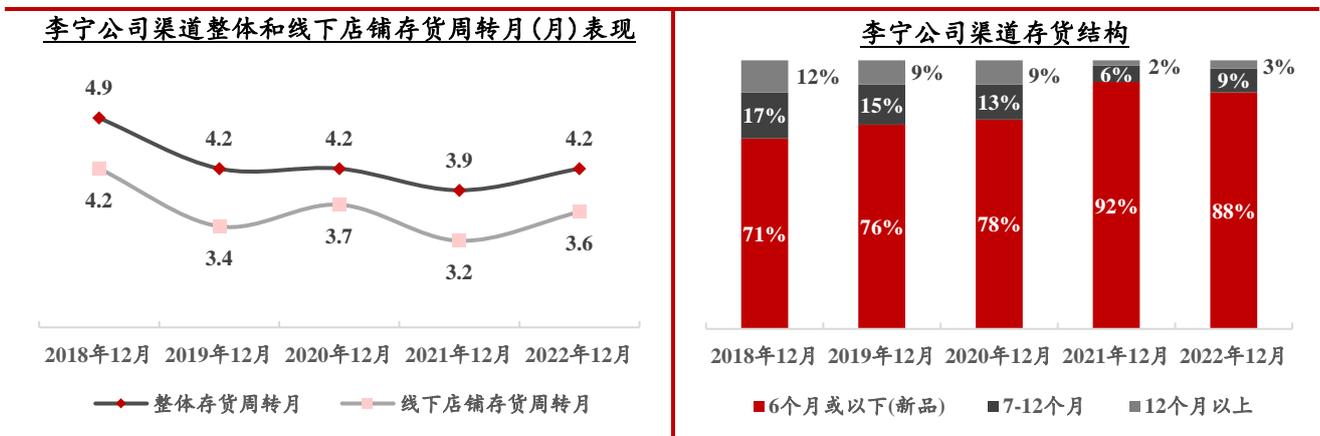
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2. 库存周转天数有所上升，存货结构保持健康

针对疫情的变化，李宁公司去年3月下旬已开始实施一系列库存管控措施，公司去年底整体库销比虽然由2021年底的3.9个月上升至4.2个月，但仍维持在疫情前(2019年)的相对健康水平。

公司线下店铺去年库销比则因应销售网络扩张的备货需要由2021年底的3.2个月上升至3.6个月。渠道6个月或以下的新品存货占比在去年12月达88%，虽然低于2021年12月92%，但仍高于2018年12月至2020年12月的71%至78%。

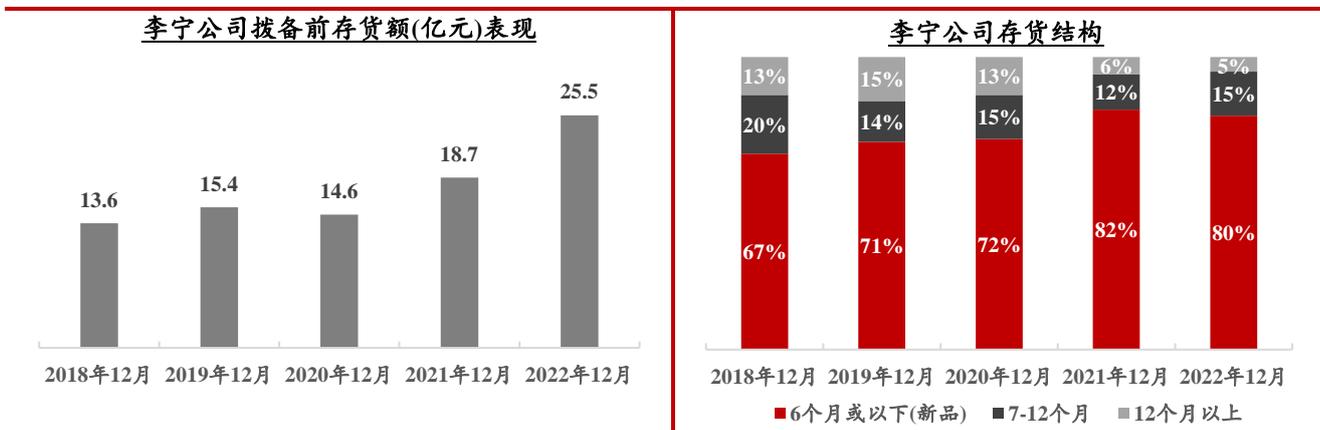
图表 7: 李宁公司渠道整体、线下店铺存货周转月和渠道存货结构表现



数据来源: 公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

于去年12月底，公司拨备前存货额达到约25.5亿元，较2021年12月底约18.7亿元增加约36.6%，导致存货周转天数增加4天至58天，主要是由于公司业务规模扩大，以及按计划提前进行业务布局所致。此外，公司一年以上的存货占比仅达5%，低于2021年底6%。

图表 8: 李宁公司拨备前存货额以及存货结构表现



数据来源: 公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

3. 盈利预测与投资建议

李宁公司现金流折现估值财务模型:

财务模型构架简介: 我们利用现金流折现估值财务模型为李宁公司进行估值, 并将财务模型预测分为三个阶段, 分别是第一阶段(2023-2025年): 高速增长期; 第二阶段(2026-2035年): 中等增长期; 以及第三阶段(2035年以后): 平稳增长期。

第一阶段(2023-2025年)收入预测及主要明细假设:

(1) 门店数量: 随着各地重新开放以及体育赛事有望重办, 叠加国家政策支持全民健身, 国民健康意识显著提高, 将有助促进体育消费未来持续上升。李宁核心品牌方面, 公司销售网络在 2022 年下半年疫情影响下仍实现逆势扩张, 预料公司今年将持续执行“高效大店”策略和提升大店保有量。我们预期, 公司将持续抓住生意的增长机会, 有序进行业务布局, 李宁核心品牌门店数量将由 2022 年的 6,295 间增加至 2025 年的 6,599 间。此外, 公司也将持续加大李宁 YOUNG 门店布局, 预期李宁 YOUNG 门店数量将由 2022 年的 1,308 间上升至 2025 年的 1,990 间。

(2) 收入: 受益于公司整体门店数量增加、单店收入提升以及运营能力增强等, 叠加体育行业持续发展所拉动的新增需求, 预期公司未来三年收入仍将保持较快增速, 2023-2025 年期间年复合增长率将达约 17.9%。

图表 9: 李宁公司主要指标表现和预测

主要指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
门店数量(间)表现和预测:						
门店总数量	6,933	7,137	7,603	8,006	8,316	8,589
李宁核心品牌门店数量	5,912	5,935	6,295	6,547	6,572	6,599
李宁 YOUNG 门店数量	1,021	1,202	1,308	1,460	1,744	1,990
主要财务指标表现(亿元)和预测:						
收入	144.6	225.7	258.0	297.3	357.0	413.1
同比增长	4.2%	56.1%	14.3%	15.2%	20.1%	15.7%
毛利	70.9	119.7	124.8	145.7	176.7	206.6
毛利率	49.1%	53.0%	48.4%	49.0%	49.5%	50.0%
经营利润	22.0	51.4	48.9	57.3	71.3	85.7
经营利润率	15.2%	22.8%	18.9%	19.3%	20.0%	20.8%
利润	17.0	40.1	40.6	47.4	58.7	70.4
利润率	11.7%	17.8%	15.7%	15.9%	16.5%	17.1%

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理

(3) 毛利率: 考虑到公司 2023 年在后疫情时期将对产品折扣逐步调整到正常水平, 叠加成本管控等因素, 我们预期 2023 年毛利率将由 2022 年约 48.4% 回升至 49.0%, 随后在 2024 年和 2025 年则分别上升至约 49.5% 和 50.0%。

(4) 经营利润率和利润率：我们修正 2023 年经营利润率和利润率将分别由 2022 年约 18.9% 和 15.7% 上升至约 19.3% 和 15.9%。随后在 2024 年和 2025 年则分别进一步上升至约 20.0%、16.5% 和 20.8%、17.1%。

第二阶段(2026-2035 年)自由现金流增长率：根据《体育强国建设纲要》所提及的要求,到 2035 年,我国全民健身更亲民、更便利、更普及,经常参加体育锻炼人数比例达到 45% 以上,人均体育场地面积达到 2.5 平方米,将有利体育服饰龙头企业未来业务发展前景,故预期李宁公司自由现金流在同期年复合增长率将达约 9%。

第三阶段(2035 年后)自由现金流增长率：公司在 2035 年后将处于长期业务增长期,每年自由现金流将以约 3% 增长,接近已发达国家的长期经济增长率。

其他重要数据：(i)公司融资结构不会出现明显改变；(ii)无风险利率：约 2.9%；(iii)WACC：约 9.2%。

结论：

考虑了 2022 年业绩各因素后,我们对李宁公司(2331.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正,预期公司于 2023 至 2025 财年的利润分别约为 47.4 亿元、58.7 亿元及 70.4 亿元,同比上升约 18.1%、24.0% 及 19.9%。

根据现金流折现估值模型之测算,我们调整公司目标价至 71.3 港元,对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约 33.5 倍、27.0 倍和 22.5 倍。基于目标价较 3 月 20 日收市价 55.6 港元有约 28.3% 的上涨空间,因而维持公司“买入”评级。

图表 10：同业比较

公司名称	估值表现					最新年度业绩表现			
	总市值 (亿港元)	市盈率 PE(TTM)(倍)	市销率 PS(TTM)(倍)	3年平均 PE(TTM)(倍)	3年平均 PS(TTM)(倍)	收入同比增长率 (%)	毛利率 (%)	经营利润率 (%)	盈利率 (%)
李宁公司(2331.HK)	1465.6	32.2	5.0	54.5	7.3	14.8	48.4	16.2	15.6
安踏体育(2020.HK)	2705.5	31.0	4.4	42.0	6.3	38.8	61.6	19.9	16.6
特步国际(1368.HK)	208.3	16.6	1.5	24.6	1.9	22.6	41.7	11.4	8.8
361度(1361.HK)	76.7	9.2	1.0	9.4	0.9	17.6	40.5	11.3	11.5

* (1) 市场数据是 2023 年 3 月 20 日收市价；(2) 李宁公司以及 361 度最新年度业绩是 2022 年度业绩；(3) 安踏体育以及特步国际最新年度业绩是 2021 年度业绩

数据来源：WIND、公司公告、山证国际研究部整理

4. 投资风险

- (1) 业务经营表现不及预期；
- (2) 其他系统风险等。

财务报表摘要

损益表						资产负债表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	22,572	25,803	29,728	35,700	41,311	非流动资产					
同比变化%	56.1%	14.3%	15.2%	20.1%	15.7%	物业、机器及设备	1,626	3,235	4,216	4,721	5,016
销售成本	(10,603)	(13,319)	(15,161)	(18,029)	(20,655)	无形资产及土地使用权	350	376	335	299	266
毛利	11,969	12,485	14,567	17,672	20,655	其他非流动资产	9,627	17,641	18,700	19,171	19,683
毛利率	53.0%	48.4%	49.0%	49.5%	50.0%	流动资产	11,603	21,252	23,251	24,191	24,965
经销开支	(6,138)	(7,314)	(8,324)	(9,925)	(11,360)	存货	1,773	2,428	2,324	3,268	3,093
行政开支	(1,111)	(1,113)	(1,278)	(1,535)	(1,776)	应收贸易款项	903	1,020	1,179	1,443	1,568
金融资产减值损失转回-净额	16	24	29	33	37	其他应收款项	79	88	106	127	147
其他收入及其他收益-净额	400	805	733	880	1019	现金及等同现金项目	14,745	7,382	11,445	15,507	21,529
经营利润	5,136	4,887	5,726	7,125	8,574	其他流动资产	1,173	1,476	1,658	1,861	2,052
经营利润率	22.8%	18.9%	19.3%	20.0%	20.8%	总资产	30,275	33,647	39,963	46,397	53,355
融资收入	145	448	516	619	717	流动负债					
融资开支	(112)	(121)	(141)	(169)	(196)	应付贸易款项	1,599	1,584	2,071	2,473	2,789
融资收入/(开支)-净额	33	327	375	450	521	其他应付款项及应计费用	4,025	3,649	5,755	6,843	7,840
享有按权益法入账之投资的溢利份额	159	201	210	252	291	租赁负债-即期部分	367	668	676	778	886
除税前利润	5,328	5,415	6,311	7,827	9,387	其他流动负债	1,713	1,340	1,844	2,202	2,484
所得税开支	(1,317)	(1,351)	(1,575)	(1,953)	(2,342)	非流动负债	7,704	7,241	10,346	12,297	14,000
利润	4,011	4,064	4,736	5,874	7,044	租赁负债	956	1,474	1,483	1,706	1,944
股东应占利润	4,011	4,064	4,736	5,874	7,044	其他非流动负债	510	600	487	635	722
同比变化	136.1%	1.3%	18.1%	24.0%	19.9%	权益	1,467	2,074	1,970	2,341	2,666
股东应占利润率	17.8%	15.7%	15.9%	16.5%	17.1%	公司拥有人应占权益	21,102	24,329	27,644	31,756	36,687
非控股股东应占利润	0.01	(0.06)	(0.03)	(0.03)	(0.03)	非控股权益	3	2	2	2	2
股息	1,203	1,219	1,421	1,762	2,113	权益总额	21,104	24,332	27,647	31,759	36,690
派息比率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	负债及权益总额	30,275	33,647	39,963	46,397	53,355
现金流量表						主要财务比率					
单位: 百万元人民币											
	2021A	2022A*	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除税前溢利	5,328	/	6,311	7,827	9,387	盈利能力					
折旧及摊销	1,138	/	1,752	1,746	1,719	毛利率	53.0%	48.4%	49.0%	49.5%	50.0%
贸易应收款项呆账拨备	(16)	/	(29)	(33)	(37)	利润率	17.8%	15.7%	15.9%	16.5%	17.1%
其他	(295)	/	(1,317)	(1,582)	(1,831)	ROE	26.9%	17.9%	19.4%	19.8%	20.6%
营运资本变动前的经营现金流量	6,156	/	6,717	7,958	9,237	营运表现					
营运资本变动	826	/	1,348	262	1,342	经销开支/收入	-27.2%	-28.3%	-28.0%	-27.8%	-27.5%
已付所得税	(456)	/	(1,575)	(1,953)	(2,342)	行政开支/收入	-4.9%	-4.3%	-4.3%	-4.3%	-4.3%
经营活动现金流	6,525	3,914	6,490	6,267	8,237	有效税率	-24.7%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
购买物业及设备	(985)	/	(2,113)	(1,773)	(1,641)	存货周转天数	54	58	57	57	56
其他投资活动现金流	(5,554)	/	516	619	717	应收款项周转天数	13	14	14	13	13
投资活动现金流	(6,539)	(9,481)	(1,598)	(1,153)	(924)	应付款项周转天数	47	42	44	46	47
贷款所得款	0	/	0	0	0	现金周转天数	20	29	27	24	23
已付股息	(515)	/	(733)	(880)	(1,019)	财务状况					
配售及认购新股份所得款项	8,627	/	0	0	0	流动比率	242%	171%	162%	181%	203%
其他融资活动现金流	(515)	/	(96)	(171)	(272)	速动比率	219%	138%	139%	154%	181%
融资活动现金流	7,596	(1,887)	(829)	(1,051)	(1,291)	总负债/总权益	43%	38%	45%	46%	45%
现金及现金等价物净值	7,583	(7,454)	4,063	4,062	6,022	资产周转率	101%	81%	85%	83%	83%
其他影响	(25)	91	0	0	0	资金杠杆率	143%	138%	145%	146%	145%
期初现金及现金等价物	7,187	14,745	7,382	11,445	15,507						
期末现金及现金等价物	14,745	7,382	11,445	15,507	21,529						

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理和预测

*2022年现金流量数据是获取自WIND, 部分数据有待公司公布后再作更新

投资评级定义

买入	预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上
持有	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由山证国际金融控股有限公司及其连系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。山证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映山证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。山证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。本档尚未经证监会审核。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际

香港金钟夏慝道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>