

李宁公司 (2331.HK)

跑步品类流水增长亮眼，存货结构有望持续优化

投资要点:

零售流水维持增长态势，跑步品类流水增长亮眼：受益于国内消费复苏，叠加去年的低基数效应，李宁公司销售点(不包括李宁 YOUNG)整个平台二季度零售流水同比增长逾 10%。今年上半年，公司旗下篮球、跑步、健身三大核心专业运动品类零售流水总占比已达 65%，为 2020 年同期以来新高。其中，跑步品类同期流水占比进一步提升至 24%，并高于疫情前(2019 上半年)的 21%。公司的三大核心跑鞋 IP(包括超轻、赤兔以及飞电)上半年总销售量已突破 430 万双，带动公司旗下跑步品类同期流水增长 33%。

库存周转有所改善，存货结构有望持续优化：李宁公司今年上半年持续执行严谨的存货管理措施，有效降低渠道库存(较去年末录得低单位数下降)，渠道库存周转与库龄结构保持在健康水平。公司上半年渠道整体和线下店铺库存周转分别由去年末 4.2 及 3.6 个月改善至 3.8 及 3.1 个月。于 2023 年 6 月底，公司 7 个月以上的存货占比由去年末约 21% 上升至约 29%，主要是去年底受疫情影响的冬季存货随时间累积所致。随着下半年继续推进库存消化计划，预期公司全年存货结构有望持续优化。

李宁牌收入增长逾 16%，利润率环比改善：李宁公司 2023 上半年收入同比增长约 13%。受益于跑步品类零售保持高速增长，公司旗下鞋类收入上半年增长至 75.2 亿元，创历史新高，收入占比则约达 53.6%。此外，以专业运动品类为主的李宁牌总收入也创历史新高，约达 96.5 亿元，同比增长约 16.5%。其中，李宁牌零售业务以及批发业务同期收入分别同比增长约 21.8% 以及 13.9% 至约 33.1 亿以及 63.4 亿元。利润率方面，由于电商渠道折扣加深以及零售渠道结构变化，公司今年上半年毛利率同比下跌 1.2 个百分点至约 48.8%，但相较 2022 年下半年约 46.9% 环比已有所改善。公司经营利润(剔除其他收益)录得 23.1 亿元，基本与去年同期持平。公司经营利润率和净利率则分别约为 17.7% 以及 15.1%，均优于 2022 年下半年约 16.7% 以及 14%。

盈利预测与投资建议：我们调整李宁公司(2331.HK)未来财务数据的相关假设，预期公司于 2023 财年、2024 财年以及 2025 财年的利润分别约为 44.5 亿元、52.6 亿元以及 61.7 亿元，同比上升约 9.5%、18.3% 以及 17.1%。根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司目标价至 56.1 港元，对应 2023 财年、2024 财年以及 2025 财年之预测市盈率分别约 31.0 倍、26.2 倍以及 22.4 倍。基于目标价较 8 月 14 日收市价 41.85 港元有约 34% 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	293.1	338.4	388.9
毛利	70.9	119.7	124.8	141.0	163.5	189.0
经营利润	22.0	51.4	48.9	53.5	63.5	74.5
利润	17.0	40.1	40.6	44.5	52.6	61.7

报告日期: 2023-08-15

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	41.85 港元
市值	1,103.2 亿港元
52 周区间	38.6-82.7 港元
3 个月日均成交量	17.9 百万股
主要股东持股比例	10.3%

数据来源: Bloomberg、WIND、HKEX
注: 截止 2023 年 8 月 14 日

一年行情图



数据来源: Bloomberg

业绩更新: 《疫情扰动去年业绩，零售流水增长有望持续修复》-20230321

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

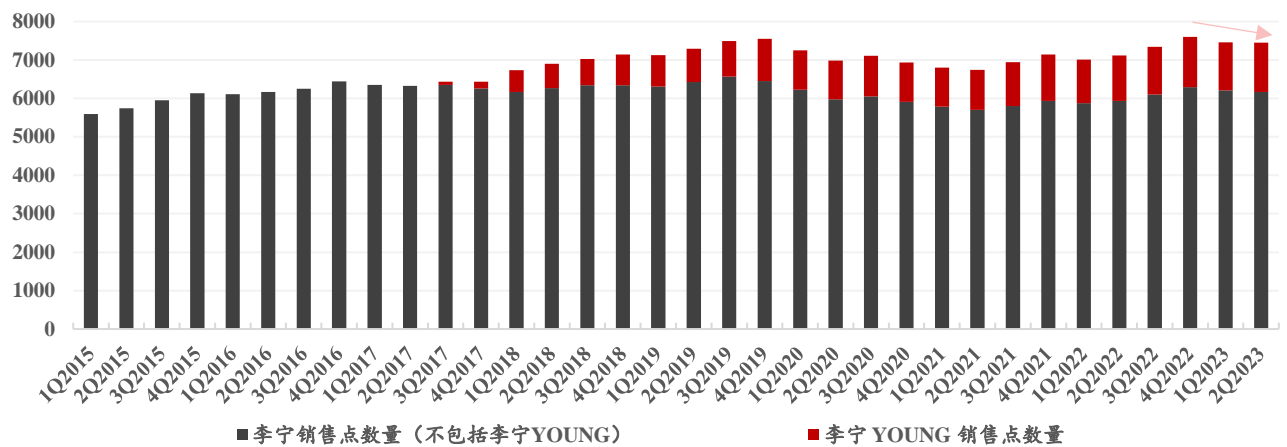
电邮: tony.ko@ssif.com.hk

1. 零售流水维持增长态势，渠道库存保持健康

1.1 上半年持续优化渠道结构，销售点净减少 155 个

2023 上半年，李宁公司持续优化渠道结构，并对中国李宁相关业务进行调整。截止 6 月底，公司销售点总数量达 7,448 个，较去年底的 7,603 个净减少 155 个。其中，李宁主品牌和李宁 YOUNG 销售点数量分别净减少 128 个和 27 个。

图表 1：李宁公司销售点数量(个)

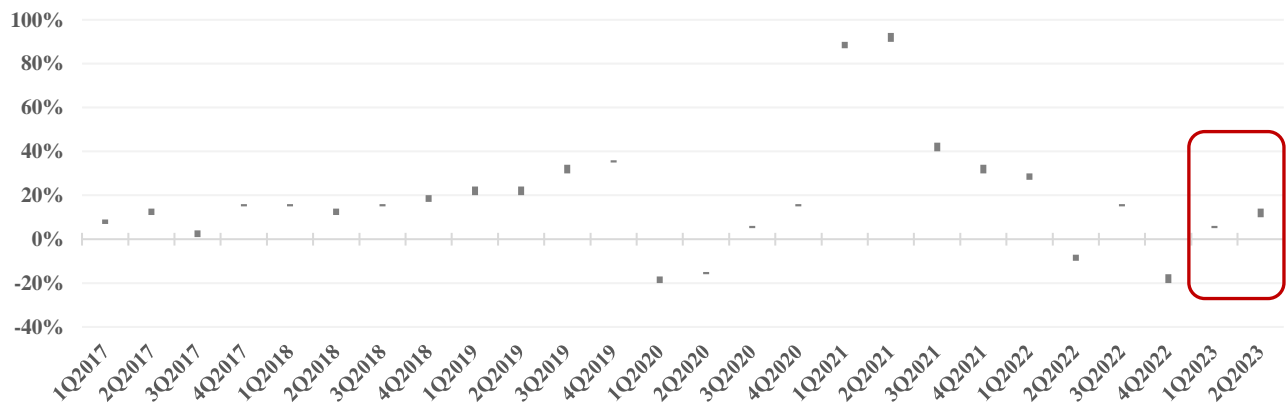


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.2 二季度零售流水增长加快，线上渠道流水恢复正增长

受益于国内消费复苏，叠加去年的低基数效应，李宁公司销售点（不包括李宁 YOUNG）整个平台二季度零售流水同比录得逾 10% 增长。

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

按渠道划分，线下渠道中的零售渠道表现优于批发渠道。其中，零售渠道二季度增长逾 20%，批发渠道同期则受制于中国李宁相关业务调整导致销售点净减少等而录得高单位数增长。同期，电商渠道零售流水同比也恢复低单位数增长。

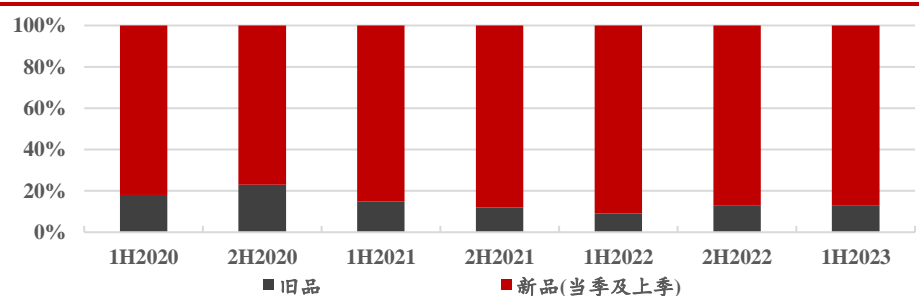
图表 3：李宁销售点（不包括李宁 YOUNG）按渠道划分之季度零售流水同比表现

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
1Q2023	高单位数增长	10%-20%中段增长	中单位数增长	10%-20%低段下降
2Q2023	10%-20%低段增长	20%-30%低段增长	高单位数增长	低单位数增长

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，公司今年上半年新品零售流水占比维持在 2022 下半年较高水平的 87%，表明公司同期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



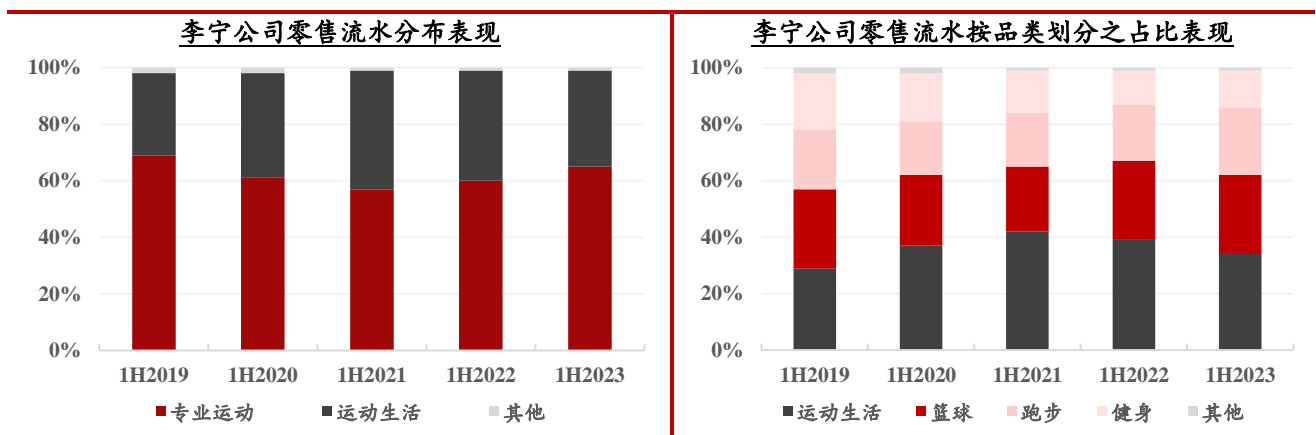
数据来源：公司演示材料、山证国际研究部整理

1.3 专业运动流水占比达 65%，跑步品类流水增长亮眼

李宁公司近年来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，以功能性品类带动流水以及收入增长。

经过对业务布局的调整，公司旗下篮球、跑步、健身三大核心专业运动品类零售流水总占比在今年上半年已经达到 65%，为 2020 年同期以来新高。其中，跑步品类同期流水占比进一步提升至 24%，并高于疫情前 (2019 上半年) 的 21%。

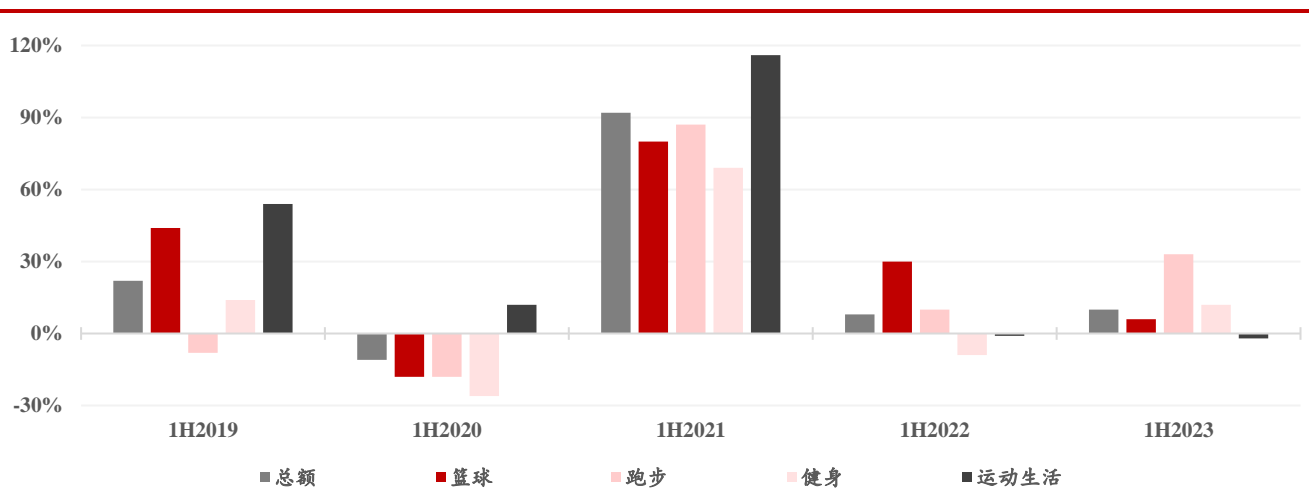
图表 5：李宁公司零售流水分布以及按品类划分之占比表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

以跑鞋为例，继 2022 年成功打造出“超轻 19”爆款之后，公司的三大核心跑鞋 IP(包括超轻、赤兔以及飞电)今年上半年总销售量已突破 430 万双，带动公司旗下跑步品类同期流水增长 33%。

图表 6：李宁公司各品类零售流水同比表现



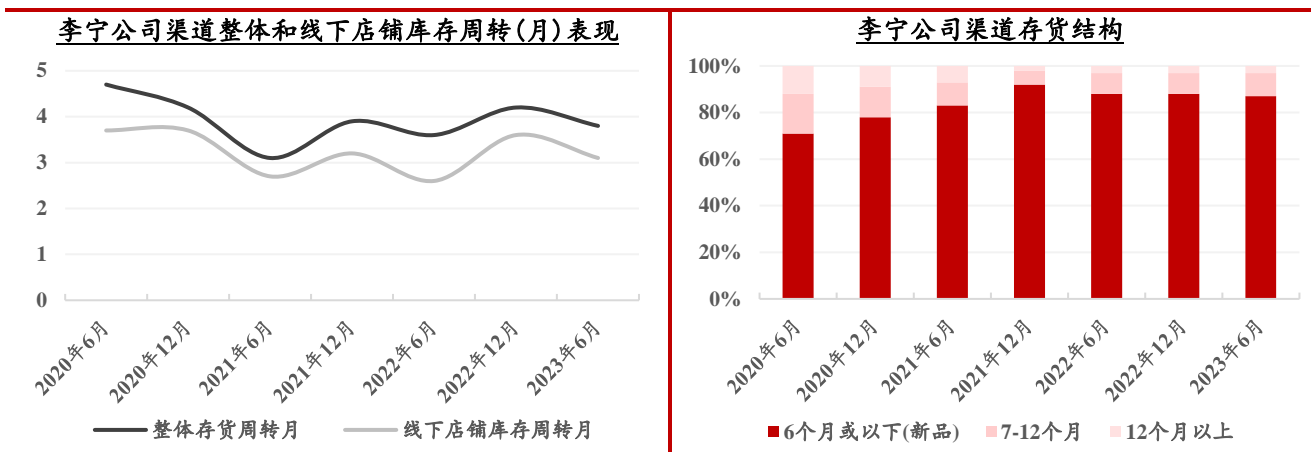
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

1.4 库存周转有所改善，存货结构有望持续优化

李宁公司今年上半年持续执行严谨的存货管理措施，有效降低渠道库存(较去年末录得低单位数下降)，库存周转与库龄结构保持在健康水平。

其中，公司上半年渠道整体和线下店铺库存周转分别由去年末 4.2 及 3.6 个月改善至 3.8 及 3.1 个月。渠道 6 个月或以下的新品存货占比在今年 6 月则达到 87%，基本维持在 2022 年 6 月及 12 月末相若水平。

图表 7：李宁公司渠道整体、线下店铺库存周转和渠道存货结构表现

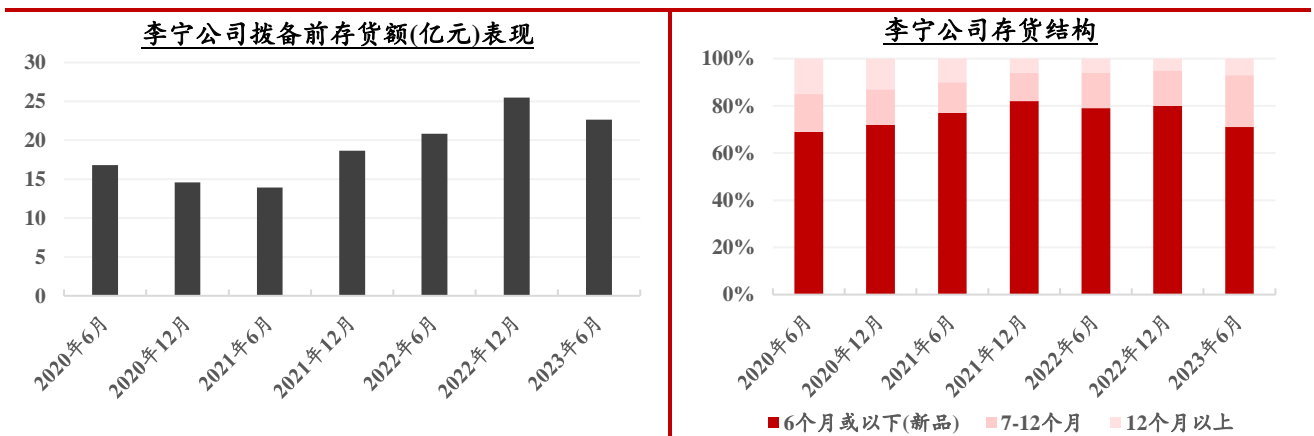


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

于 2023 年 6 月底，公司拨备前存货额达到约 22.6 亿元，较 2022 年 6 月底约 20.8 亿元增加约 8.6%，低于同期收入增幅约 13%，反映公司对库存已进行合理管控，基本做到产、供、销良好协同。

此外，公司 7 个月以上的存货占比由去年末约 21% 上升至约 29%，主要是去年底受疫情影响的冬季存货随时间累积所致。随着下半年继续推进库存消化计划，预期公司全年存货结构有望持续优化。

图表 8：李宁公司拨备前存货额以及存货结构表现



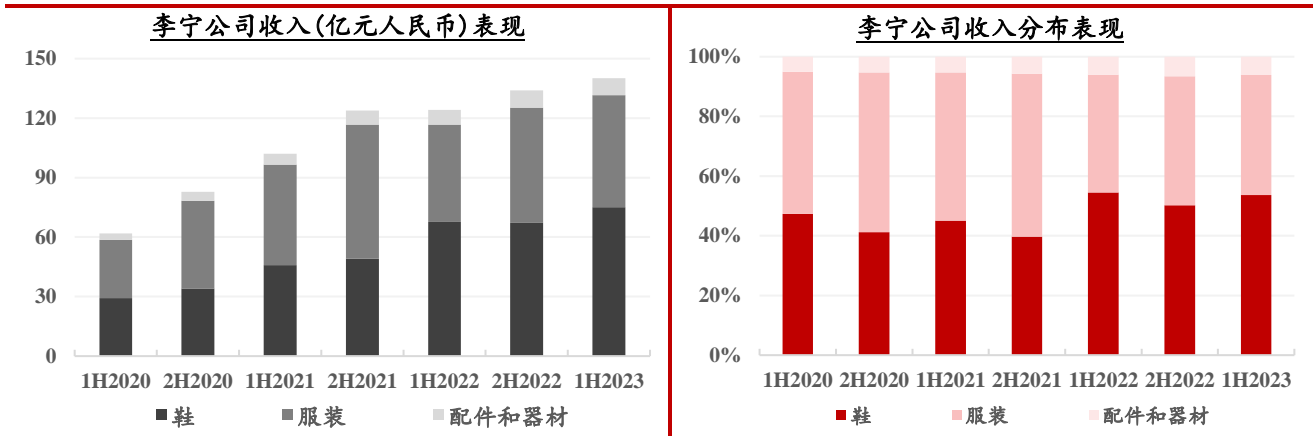
数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

2. 李宁牌收入增长逾 16%，利润率环比改善

李宁公司今年上半年收入同比增长约 13%。其中，鞋类、服装、配件和器材期内收入分别同比增长约 11.2%、14.9%、16.3%。

受益于跑步品类零售保持高速增长，公司旗下鞋类收入上半年增长至 75.2 亿元，创历史新高，收入占比则约达 53.6%。

图表 9：李宁公司收入和收入分布表现

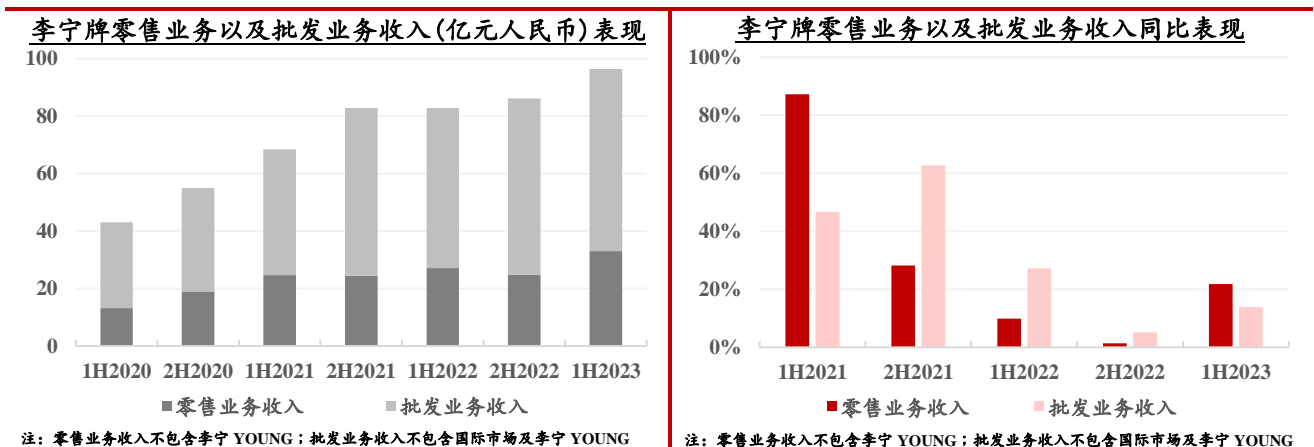


数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

此外，以专业运动品类为主的李宁牌总收入也创历史新高，约达 96.5 亿元，同比增长约 16.5%。

其中，李宁牌零售业务及批发业务期内收入分别同比增长约 21.8% 及 13.9% 至约 33.1 亿及 63.4 亿元。

图表 10：李宁牌零售业务以及批发业务收入和收入分布表现



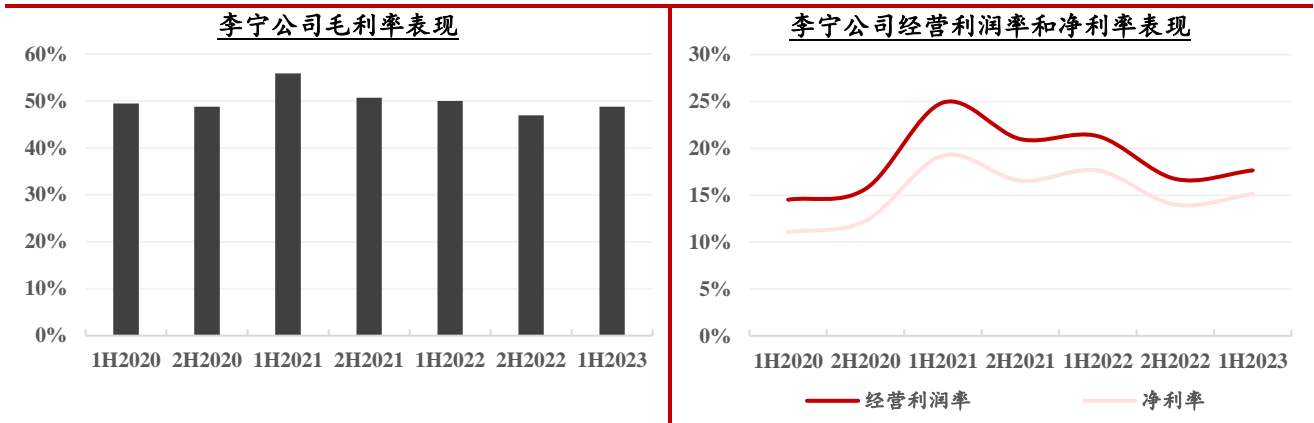
注：零售业务收入不包含李宁 YOUNG；批发业务收入不包含国际市场及李宁 YOUNG

数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

由于电商渠道折扣加深以及零售渠道结构变化，公司今年上半年毛利率同比下跌 1.2 个百分点至约 48.8%，但相较 2022 下半年约 46.9% 环比已有所改善。

此外，公司经营利润(剔除其他收益)录得 23.1 亿元，基本与去年同期持平。公司经营利润率和净利率则分别约为 17.7% 以及 15.1%，均优于 2022 年下半年约 16.7% 以及 14%。

图表 11：李宁公司毛利率、经营利润率和净利率表现



数据来源：公司公告、公司演示材料、山证国际研究部整理

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) 销售点数量：李宁核心品牌方面，预期公司 2023 年下半年将继续调整中国李宁运动生活品牌相关业务，优化其销售网络；与此同时李宁牌则继续执行“高效大店”策略和提升大店保有量。我们调整李宁核心品牌销售点数量的预期，将由 2022 年的 6,295 间增加至 2025 年的 6,535 个。此外，预期李宁 YOUNG 销售点数量将由 2022 年的 1,308 个上升至 2025 年的 1,990 个。

(2) 收入：基于公司今年持续对中国李宁相关业务调整，预期 2023 年收入将达约 293.1 亿元，同比增长约 13.6%。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 2024-2025 年收入将保持较快增速，分别同比增长约 15.5% 以及 14.9%。

(3) 毛利率：考虑到公司 2023 上半年毛利率受到其电商渠道折扣加深以及零售渠道结构变化等影响下降至 48.8%，幅度大于我们原先预期，因此我们调整 2023 年毛利率至 48.1%，随后在 2024 年和 2025 年则分别上升至约 48.3% 和 48.6%。

(4) 经营利润率和盈利率：我们调整 2023 年经营利润率和盈利率将分别由 2022 年约 18.9% 和 15.7% 下滑至 18.3% 和 15.2%。随后在 2024 年和 2025 年则分别上升至约 18.8%、19.2% 和 15.6%、15.9%。

图表 12：李宁公司主要指标表现和预测

主要指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售点数量(个)表现和预测：						
销售点总数量	6,933	7,137	7,603	7,943	8,253	8,526
李宁核心品牌销售点数量	5,912	5,935	6,295	6,484	6,509	6,535
李宁YOUNG销售点数量	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	293.1	338.4	388.9
同比增长	4.2%	56.1%	14.3%	13.6%	15.5%	14.9%
毛利	70.9	119.7	124.8	141.0	163.5	189.0
毛利率	49.1%	53.0%	48.4%	48.1%	48.3%	48.6%
经营利润	22.0	51.4	48.9	53.5	63.5	74.5
经营利润率	15.2%	22.8%	18.9%	18.3%	18.8%	19.2%
利润	17.0	40.1	40.6	44.5	52.6	61.7
利润率	11.7%	17.8%	15.7%	15.2%	15.6%	15.9%

数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

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 8%。

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 2.6%；(iii)WACC：约 9.4%。

结论：

我们调整李宁公司(2331.HK)未来财务数据的相关假设,预期公司于 2023 财年、2024 财年以及 2025 财年的利润分别约为 44.5 亿元、52.6 亿元以及 61.7 亿元,同比上升约 9.5%、18.3% 以及 17.1%。

根据现金流折现估值模型之测算,我们调整公司目标价至 56.1 港元,对应 2023 财年、2024 财年以及 2025 财年之预测市盈率分别约 31.0 倍、26.2 倍以及 22.4 倍。基于目标价较 8 月 14 日收市价 41.85 港元有约 34% 的上涨空间,因而维持公司“买入”评级。

图表 13: 同业比较

公司名称	估值表现				2022年业绩表现			
	总市值 (亿港元)	3年平均 PE(TTM) (倍)	3年平均 PS(TTM) (倍)	2023年 预测PE (倍)	2023年 预测PEG	收入同比 增长率 (%)	毛利率 (%)	盈利率 (%)
李宁公司(2331.HK)	1,103.2	53.6	7.4	23.1	2.4	14.8	48.4	15.6
安踏体育(2020.HK)	2,376.6	42.0	6.2	23.1	1.0	8.9	60.2	15.4
特步国际(1368.HK)	210.6	26.5	2.0	16.9	0.7	29.1	40.9	7.0
361度(1361.HK)	102.4	10.1	0.9	10.4	0.5	17.6	40.5	11.5

* (1) 市场数据是 2023 年 8 月 14 日收市价; (2) 李宁公司预测数据由山证国际预测; (3) 其他公司预测是由 WIND 统计一致预期

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位: 百万元人民币	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	22,572	25,803	29,313	33,843	38,889	非流动资产					
同比变化%	56.1%	14.3%	13.6%	15.5%	14.9%	物业、机器及设备	1,626	3,235	4,036	4,579	4,903
销售成本	(10,603)	(13,319)	(15,214)	(17,497)	(19,989)	无形资产及土地使用权	350	376	335	299	266
毛利	11,969	12,485	14,100	16,346	18,900	其他非流动资产	9,627	17,641	18,824	18,810	20,062
毛利率	53.0%	48.4%	48.1%	48.3%	48.6%	流动资产	11,603	21,252	23,195	23,687	25,231
经销开支	(6,138)	(7,314)	(8,237)	(9,408)	(10,772)	存货	1,773	2,428	2,332	3,123	2,780
行政开支	(1,111)	(1,113)	(1,260)	(1,455)	(1,672)	应收贸易款项	903	1,020	1,068	1,324	1,382
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	104	121	139
其他收入及其他收益-净额	400	805	723	834	959	现金及等同现金项目	14,745	7,382	11,649	14,829	21,016
经营利润	5,136	4,887	5,354	6,350	7,452	其他流动资产	1,173	1,476	1,643	1,798	1,970
经营利润率	22.8%	18.9%	18.3%	18.8%	19.2%	总资产	30,275	33,647	39,992	44,882	52,518
融资收入	145	448	509	587	675	流动负债					
融资开支	(112)	(121)	(139)	(161)	(185)	应付贸易款项	1,599	1,584	2,167	2,195	3,117
融资收入/(开支)-净额	33	327	370	427	490	其他应付款项及应计费用	4,025	3,649	5,775	6,641	7,587
享有按权益法入账之投资的溢利份额	159	201	207	239	274	租赁负债-即期部分	367	668	667	759	859
除税前利润	5,328	5,415	5,930	7,015	8,216	其他流动负债	1,713	1,340	1,930	1,955	2,775
所得税开支	(1,317)	(1,351)	(1,480)	(1,751)	(2,050)	非流动负债	7,704	7,241	10,538	11,551	14,339
利润	4,011	4,064	4,450	5,265	6,166	租赁负债	956	1,474	1,463	1,665	1,885
股东应占利润	4,011	4,064	4,450	5,265	6,166	其他非流动负债	510	600	544	534	846
同比变化	136.1%	1.3%	9.5%	18.3%	17.1%	权益	1,467	2,074	2,007	2,199	2,730
股东应占利润率	17.8%	15.7%	15.2%	15.6%	15.9%	公司拥有人应占权益	21,102	24,329	27,445	31,130	35,446
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	1,335	1,579	1,850	权益总额	21,104	24,332	27,447	31,132	35,449
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	39,992	44,882	52,518
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	5,415	5,930	7,015	8,216	盈利能力					
折旧及摊销	1,138	1,454	1,704	1,708	1,688	毛利率	53.0%	48.4%	48.1%	48.3%	48.6%
贸易应收款项坏账拨备	(16)	(24)	(29)	(33)	(37)	利润率	17.8%	15.7%	15.2%	15.6%	15.9%
其他	(295)	(481)	(1,299)	(1,500)	(1,723)	ROE	26.9%	17.9%	18.3%	18.0%	18.5%
营运资本变动前的经营现金流量	6,156	6,363	6,306	7,190	8,144	营运表现					
营运资本变动	826	(1,133)	1,568	(169)	2,135	经销开支/收入	-27.2%	-28.3%	-28.1%	-27.8%	-27.7%
已付所得税	(456)	(1,316)	(1,480)	(1,751)	(2,050)	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	6,394	5,270	8,228	有效税率	-24.7%	-25.0%	-25.0%	-25.0%	-25.0%
购买物业及设备	(985)	(1,757)	(1,885)	(1,772)	(1,640)	存货周转天数	54	58	57	57	54
其他投资活动现金流	(5,554)	(7,724)	509	587	675	应收款项周转天数	13	14	13	13	13
投资活动现金流	(6,539)	(9,481)	(1,376)	(1,185)	(966)	应付款项周转天数	47	42	45	46	49
贷款所得款净额	0	0	0	0	0	现金周转天数	20	29	25	24	18
已付股息	(515)	(1,195)	(723)	(834)	(959)	财务状况					
配售及认购新股份所得款项	8,627	0	0	0	0	流动比率	242%	171%	159%	183%	190%
其他融资活动现金流	(515)	(692)	(29)	(71)	(117)	速动比率	219%	138%	137%	156%	171%
融资活动现金流	7,596	(1,887)	(751)	(906)	(1,075)	总负债/总权益	43%	38%	46%	44%	48%
现金及现金等价物净值	7,583	(7,454)	4,266	3,180	6,187	资产周转率	101%	81%	83%	80%	80%
其他影响	(25)	91	0	0	0	资金杠杆率	143%	138%	146%	144%	148%
期初现金及现金等价物	7,187	14,745	7,382	11,649	14,829						
期末现金及现金等价物	14,745	7,382	11,649	14,829	21,016						

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理和预测

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>