

**买入**
**FILA 盈利能力远超预期，集团零售管理能力 alpha 凸显**
**安踏体育 (2020.HK)**

2023-08-28 星期一

### 投资要点

目标价: **118.00 港元**  
 现价: 86.05 港元  
 预计升幅: 37.1%

### 重要数据

日期	2023/08/28
收盘价 (港元)	86.05
总股本 (亿股)	28.3
总市值 (亿港元)	2437.5
净资产 (亿港元)	572.8
总资产 (亿港元)	970.7
52 周高低 (港元)	125.3/67.8
每股净资产 (港元)	18.8

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 主要股东

安踏国际集团控股有限公司	42.40%
安达控股国际有限公司	5.68%
安达投资资本有限公司	4.08%
Shine Well	0.33%

### 相关报告

安踏体育 (2020.HK) 更新报告: 二季度零售流水健康增长, 看好利润弹性展现-20230720

### 研究部

姓名: 何丽敏  
 SFC: BTG784  
 电话: 0755-82846267  
 Email: helm@gyzq.com.hk

➤ **23H1 集团利润远超预期，高直营占比下利润弹性凸显，看好其延续性：**23H1 集团收入同比+14.2%至 296.5 亿元（其中安踏/FILA/其他品牌收入同比分别+6.1%/+13.5%/+77.6%），归母净利润同比+32.3%至 47.5 亿元，归母净利润率同比+2.2pp 至 16.0%。1H 集团利润远超预期，主因 FILA 及户外品牌 OPM 超预期，经营杠杆释放，控费及降本效果显现，各品牌高质量增长。

**展望全年，集团维持指引，对盈利能力信心充足：(1) 安踏和 FILA 全年流水增长指引维持双位数，其他品牌 23 年收入增长目标从 30%上调至 40%；(2) 利润率层面有信心在 2H 维持上半年趋势。对于 23 全年 OPM 目标，安踏牌在 20-25% 区间，FILA 和户外品牌在 25-30% 区间；(3) 看好全年盈利弹性释放的延续性及确定性，1H 集团展现卓越的零售管理能力 Alpha。同行宝胜 23H1 OPM 同比+2.2pp 至 4.3%，据测算李宁直营门店 23H1 OPM 略微下滑至低双。**

➤ **受益于降本&正向经营杠杆，FILA 利润率新高，凸显卓越零售管理能力：**23H1 安踏品牌收入同比+6.1%至 141.7 亿元，OPM 同比-1.0pp 至 21.0%。23H1 FILA 收入同比+13.5%至 122.2 亿，毛利率同比+0.6pp 至 69.2%，OPM 同比+7.2pp 至 29.7%达新高。期内店效由同比提升高双至 100 万。

**FILA 利润率超预期主因：(1) 折扣改善、费用控制及正向的经营杠杆。23H1 门店数并未增长，A&P 费用节省，员工单产提升；(2) 集团覆盖多品牌，对商场物业谈判能力强，过往两年关闭下沉低效店、改扩店效果今年得以体现。**

➤ **户外品牌高增延续并上调全年指引，剔除减值后 Amer 1H 盈亏平衡：**于 23H1，Amer JV 收入同比+37%至 132.9 亿元，EBITDA 同比+149%至 17.8 亿元。由于 Peak 商誉减值，集团报表端亏损 5.2 亿元，剔除减值后 Amer 盈亏平衡，符合预期。23H1 集团其他品牌收入同比+78%至 32.5 亿元，迪桑特和可隆于 1H 店效分别+60%/100%至 180 万/90 万，OPM 同比+8.7pp 至 30.3%。

➤ **维持买入评级，给予目标价 118.00 港元：**

**我们的观点：**看好集团下半年利润弹性的延续性及确定性，以及明后年 Amer 利润逐步释放，维持安踏作为体育行业首选标的的推荐。预计 23E 至 25E 营收分别为 616.4 / 707.8 / 808.6 亿元，同比+14.9% / +14.8% / +14.3%；归母净利润分别为 98.3 / 117.1 / 137.7 亿元，同比+29.5% / +19.1% / +17.6%。目标价 118.00 港元，维持买入评级，目标价对应 24E PE 25 倍。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	49,328	53,651	61,639	70,775	80,862
同比增长 (%)	38.9%	8.8%	14.9%	14.8%	14.3%
毛利率	61.6%	60.2%	61.8%	62.5%	63.2%
归母净利润	7,720	7,590	9,827	11,707	13,771
同比增长 (%)	49.6%	-1.7%	29.5%	19.1%	17.6%
归母净利润率	15.7%	14.1%	15.9%	16.5%	17.0%
EPS (人民币)	2.87	2.82	3.64	4.33	5.09
PE@86.05 HKD	27.9	28.4	22.0	18.5	15.7

数据来源: wind、公司公告、国元证券经纪 (香港) 预测

## 报告正文

### ► 23H1 集团利润远超预期，高直营占比下利润弹性凸显，看好其延续性：

23H1 安踏集团收入同比+14.2%至 296.5 亿元（其中安踏/ FILA/ 其他品牌收入同比分别+6.1%/+13.5%/+77.6%），归母净利润同比+32.3%至 47.5 亿元，归母净利润率同比+2.2pp 至 16.0%；剔除 Amer JV 后的归母净利润同比增 39.8%至 52.6 亿元。1H 集团利润远超预期，主因零售环境正常化下经营杠杆释放，控费及降本效果显现，各品牌均实现高质量增长。期内 A&P 费率同比-3.2pp 至 7.1%（去年同期冬奥，基数偏高），集团 OPM 同比+3.4%至 25.7%，其中安踏/ FILA/ 其他品牌 OPM 分别达 21.0%/ 29.7%/ 30.3%，同比-1pp/+7.2pp/+8.7pp。

**展望全年，集团维持指引，对盈利能力信心充足：(1)** 安踏和 FILA 全年流水增长指引维持双位数，其他品牌全年收入增长目标从 30%上调至 40%，利润好于收入增长；

**(2)** 集团有信心在 2H 维持上半年利润率向好的趋势，尤其是安踏及户外品牌。对于 23 全年 OPM 目标，安踏主品牌在 20-25% 区间，FILA 和户外品牌在 25-30% 之间；

**(3)** 我们看好全年盈利弹性释放的延续性及确定性，上半年集团展现出卓越的零售管理能力 Alpha。作为对比，宝胜 23H1 OPM 同比提升 2.2pp 至 4.3%，据测算李宁直营店铺 23H1 略微下滑至低双位数。

表 1：安踏集团零售流水增长

零售流水	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
<b>安踏牌</b>	+ 10-20% 中段	+ 10-20% 高段	- 中单位数	+ 中单位数	- 高单位数	+ 中单位数	+ 高单位数
大货	+ 10-15%	+ 中双位数	- 低双位数	+ 中单位数	- 中单位数	+ 中单位数	+ 高单位数
KIDS	+ 25-30% 低段	+ 20-25%	+ 低单	+ 高单位数	- 低至中双	+ 中单位数	+ 高单位数
电商	+ 30%-35%	+ 30%以上	+ 高单	+ 高单位数	+ 中单位数	负 (高基数)	+ 中单位数
<b>FILA</b>	+ 高单位数	+ 中单位数	- 高单位数	+ 10-20% 低段	- 10-20% 低段	+ 高单位数	+ 10-20% 高段
大货	持平	NA	- 高双位数	+ 中单位数	- 中双位数	+10%以上	+20%
KIDS	中双位数	+ 中双位数	- 中单位数	+ 双位数	- 低双位数	+ 单位数	+ 中双位数
FUSION	低双位数	+ 20%	+ 高单	+20% 以上	+ 高单位数	+ 单位数	+ 低双位数
电商	+ 25%-30%	+ 高单位数	/	+60% 以上	+40%		+ 60%-65%*
<b>其他</b>	+ 30%-35%	+ 40-45%	+20-25%	+ 40-45%	+ 低双位数	+ 75-80%	+ 70%-75%
<b>库销比</b>	<b>2021Q4</b>	<b>2022Q1</b>	<b>2022Q2</b>	<b>2022Q3</b>	<b>2022Q4</b>	<b>2023Q1</b>	<b>2023Q2</b>
<b>安踏牌</b>	略低于 5	维持 5	略超 5 个月	略超 5	6 左右	低于 5	低于 5
<b>FILA</b>	6-7 个月	6-7 个月	7-8 个月	7-8 个月	7 左右	低于 5	低于 5

**2023H1 零售流水变动：**安踏品牌流水 + 中单位数，FILA 品牌流水+10%至 20%中段，其他品牌+70%至 75%。

\*注：23Q2 由于 FILA 调整了的店播收入定义，FILA 三个子品牌的零售流水增长口径为线上线下载合计；若同口径对比，23H1 FILA 电商+约 20%。

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**表 2：安踏集团 2023 中期业绩摘要**

摘要 单位：百万元人民币	年度		上半年		
	2021	2022	2021H1	2022H1	2023H1
安踏品牌	24,012	27,723	10,578	13,360	14,170
yoy	52%	15%	56%	26%	6%
占比	49%	52%	46%	51%	48%
FILA品牌	21,822	21,523	10,827	10,777	12,229
yoy	25%	-1%	51%	0%	13%
占比	44%	40%	47%	42%	41%
其他	3,494	4,405	1,407	1,828	3,246
yoy	51%	26%	90%	30%	78%
占比	7%	8%	6%	7%	11%
<b>总收入</b>	<b>49,328</b>	<b>53,651</b>	<b>22,812</b>	<b>25,965</b>	<b>29,645</b>
yoy	39%	9%	56%	14%	14%
<b>毛利率</b>	<b>61.6%</b>	<b>60.2%</b>	<b>63.2%</b>	<b>62.0%</b>	<b>63.3%</b>
安踏品牌	52.2%	53.6%	52.8%	55.1%	55.8%
FILA品牌	70.5%	66.4%	72.3%	68.6%	69.2%
所有其他品牌	71.0%	71.8%	70.4%	74.2%	73.4%
<b>销售费用率</b>	36.0%	36.6%	33.1%	36.3%	34.0%
<b>管理费用率</b>	5.9%	6.7%	5.6%	6.6%	5.7%
<b>经营利润率</b>	<b>22.3%</b>	<b>20.9%</b>	<b>25.9%</b>	<b>22.3%</b>	<b>25.7%</b>
安踏品牌	21.4%	21.4%	23.1%	22.0%	21.0%
FILA品牌	24.5%	20.0%	29.0%	22.5%	29.7%
所有其他品牌	18.4%	20.6%	21.0%	21.6%	30.3%
<b>经营利润</b>	<b>10,989</b>	<b>11,230</b>	<b>5,905</b>	<b>5,792</b>	<b>7,623</b>
yoy	20.1%	2.2%	62.1%	-1.9%	31.6%
安踏品牌	5,145	5,925	2,447	2,942	2,972
yoy	13.7%	15.2%	31.7%	20.2%	1.0%
FILA品牌	5,339	4,301	3,143	2,426	3,638
yoy	18.8%	-19.4%	78.0%	-22.8%	50.0%
所有其他品牌	644	907	295	395	985
yoy	230.3%	40.8%	1452.6%	33.9%	149.4%
分占合营公司溢利/亏损	-81	28	-346	-178	-516
<b>归母净利润</b>	<b>7,720</b>	<b>7,590</b>	<b>3,840</b>	<b>3,588</b>	<b>4,748</b>
yoy	50%	-2%	131.6%	-6.6%	32.3%
<b>归母净利润率</b>	<b>15.7%</b>	<b>14.1%</b>	<b>16.8%</b>	<b>13.8%</b>	<b>16.0%</b>
期末存货额	7,644	8,490	5,379	8,192	6,487
期末应收账款	3,296	2,978	3,237	3,038	2,744
期末应付账款	3,146	2,750	1,709	2,666	2,354
经营净现金流	11,861	12,147	6,313	4,979	10,164

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

➤ **受益于降本&正向经营杠杆，FILA 利润率创新高，凸显集团卓越零售管理能力：**  
23H1 安踏品牌收入同比+6.1%至 141.7 亿元，流水+中单，毛利率同比+0.8pp 至 55.8%，OPM 同比-1.0pp 至 21.0%。23H1 FILA 收入同比+13.5%至 122.2 亿，毛利率同比+0.6pp 至 69.2%；OPM 同比+7.2pp 至 29.7%达新高（作为对比，19H1 和 21H1 FILA 的 OPM 水平为 29.0%）。期内门店数较 22 年末减少 42 个至 1,942 个，单店店效由去年同期的约 80 万提升至约 100 万。产品结构优化，鞋占比显著提升至接近 40%。

**FILA 利润率超预期主因：(1)折扣改善、费用控制及正向的经营杠杆。**控费方面，23H1 门店数并未增长，门店装修费用下降致 A&P 费用节省，员工单产提升；**(2)集团对门店商务条件的谈判能力强，疫情期间降本措施体现。**集团旗下拥有 Anta/FILA/ 可隆及迪桑特/ Amer 三个主力品牌，对商场物业具备较强的谈判议价能力，过往两年关闭下沉低效店、改扩店效率提升在今年得以体现。

➤ **户外品牌高增延续并上调全年指引，剔除减值后 Amer 1H 盈亏平衡：**

于 23H1，Amer JV 收入同比+ 37%至 132.9 亿元，EBITDA 同比+149%至 17.8 亿元。由于 Peak Performance 商誉减值，集团报表端亏损 5.2 亿元，剔除减值后的 Amer 实现盈亏平衡，符合此前预期。23H1 集团其他品牌收入同比+ 78%至 32.5 亿元，迪桑特和可隆于上半年的店效分别+60%以上/ 100%至 180 万/ 90 万，OPM 同比+8.7pp 至 30.3%，其他品牌的全年收入增长指引由 30%上调至 40%。

**展望未来：**集团表示，对于 19 年设定的 Amer 5 个 10 亿欧元战略目标（3 个核心品牌收入 10 亿欧、DTC 业务 10 亿欧、Amer 中国 10 亿欧）有望于 23 年底实现。我们看好明后年 Amer 利润逐步释放。

➤ **维持买入评级，给予目标价 118.00 港元：**

**我们的观点：**安踏集团具备多品牌运营、强零售管控能力及全球化潜力，看好下半年利润弹性延续性及确定性，以及明后年 Amer 利润逐步释放，维持安踏作为体育行业首选标的的推荐。预计 23E 至 25E 营收分别为 616.4 / 707.8 / 808.6 亿元，同比+14.9% / +14.8% / +14.3%；归母净利润分别为 98.3 / 117.1 / 137.7 亿元，同比+29.5% / +19.1% / +17.6%。目标价 118.00 港元，维持买入评级，目标价对应 24E PE 25 倍。

**风险提示：**消费环境疲弱、行业竞争格局恶化、DTC 效率提升不及预期等。

**财务报表摘要**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>39,902</b>	<b>42,596</b>	<b>49,714</b>	<b>58,111</b>	<b>67,909</b>
现金	17,592	17,378	23,260	30,386	38,787
定期存款	6,985	10,305	10,305	10,305	10,305
应收账款	3,296	2,978	3,365	3,702	4,072
存货	7,644	8,490	9,339	10,273	11,300
其他	4,385	3,445	3,445	3,445	3,445
<b>非流动资产</b>	<b>22,766</b>	<b>26,599</b>	<b>27,836</b>	<b>29,208</b>	<b>30,727</b>
物业、厂房及设备	2,853	3,716	4,088	4,496	4,946
有使用权资产	6,611	8,015	8,817	9,698	10,668
于合营公司的投资	9,027	9,343	9,343	9,343	9,343
无形资产	1,531	1,480	1,406	1,336	1,269
其他	2,744	4,045	4,183	4,334	4,501
<b>资产总计</b>	<b>62,668</b>	<b>69,195</b>	<b>77,550</b>	<b>87,318</b>	<b>98,636</b>
<b>流动负债</b>	<b>15,943</b>	<b>26,207</b>	<b>27,446</b>	<b>28,736</b>	<b>30,064</b>
短期借款	1,748	12,198	12,808	13,448	14,121
应付账款	3,146	2,750	3,163	3,574	3,967
租赁	2,237	2,867	2,867	2,867	2,867
应交税费	1,816	2,169	2,386	2,624	2,887
其他	6,996	6,223	6,223	6,223	6,223
<b>非流动负债</b>	<b>15,062</b>	<b>5,149</b>	<b>6,006</b>	<b>7,027</b>	<b>8,245</b>
长期借款	11,425	492	492	492	492
递延税项负债	655	691	760	836	920
其他	2,982	3,966	4,754	5,699	6,833
<b>负债合计</b>	<b>31,005</b>	<b>31,356</b>	<b>33,452</b>	<b>35,763</b>	<b>38,309</b>
股本	261	262	262	262	262
储备	28,662	34,138	39,543	45,982	53,556
少数股东权益	2,740	3,439	4,294	5,311	6,509
归属于母公司的所有者权益	28,923	34,400	39,805	46,244	53,818
<b>负债及权益合计</b>	<b>62,668</b>	<b>69,195</b>	<b>77,550</b>	<b>87,318</b>	<b>98,636</b>

**现金流量表**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>除税前净利润</b>	<b>11,240</b>	<b>11,355</b>	<b>14,710</b>	<b>17,525</b>	<b>20,615</b>
折旧摊销	3,260	4,415	2,346	2,581	2,839
财务费用	51	-98	-247	-71	-81
营运资金变动	-282	-1,598	-675	-696	-825
已付所得税	-2,677	-3,046	-4,029	-4,800	-5,646
其它	269	1,119	74	70	67
<b>经营活动现金流</b>	<b>11,861</b>	<b>12,147</b>	<b>12,180</b>	<b>14,609</b>	<b>16,969</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,669</b>	<b>-4,774</b>	<b>-3,273</b>	<b>-3,800</b>	<b>-4,177</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-4,947</b>	<b>-7,841</b>	<b>-3,025</b>	<b>-3,683</b>	<b>-4,391</b>
现金净增加额	2,245	-468	5,882	7,126	8,401
现金期初金额	15,323	17,592	17,378	23,260	30,386
现金期末金额	17,592	17,378	23,260	30,386	38,787

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>49,328</b>	<b>53,651</b>	<b>61,639</b>	<b>70,775</b>	<b>80,862</b>
营业成本	-18,924	-21,333	-23,544	-26,510	-29,765
毛利	30,404	32,318	38,095	44,265	51,098
销售费用	-17,753	-19,629	-22,375	-25,621	-29,272
管理费用	-2,928	-3,587	-3,822	-4,247	-4,852
其他收支净额	1,266	2,128	2,865	2,856	3,260
<b>营业利润</b>	<b>10,989</b>	<b>11,230</b>	<b>14,764</b>	<b>17,254</b>	<b>20,234</b>
财务费用净额	332	97	247	71	81
分占合营公司损益	-81	28	-300	200	300
<b>除税前溢利</b>	<b>11,240</b>	<b>11,355</b>	<b>14,710</b>	<b>17,525</b>	<b>20,615</b>
所得税	-3,021	-3,110	-4,029	-4,800	-5,646
净利润	8,219	8,245	10,681	12,725	14,969
少数股东损益	499	655	855	1,018	1,198
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7,720</b>	<b>7,590</b>	<b>9,827</b>	<b>11,707</b>	<b>13,771</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>2.87</b>	<b>2.82</b>	<b>3.64</b>	<b>4.33</b>	<b>5.09</b>

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>					
营业收入yoy	38.9%	8.8%	14.9%	14.8%	14.3%
营业利润yoy	20.1%	2.2%	31.5%	16.9%	17.3%
归母净利润yoy	49.6%	-1.7%	29.5%	19.1%	17.6%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	61.6%	60.2%	61.8%	62.5%	63.2%
净利率	16.7%	15.4%	17.3%	18.0%	18.5%
归母净利率	15.7%	14.1%	15.9%	16.5%	17.0%
ROE	26.7%	22.1%	24.7%	25.3%	25.6%

**偿债能力**

资产负债率	49.5%	45.3%	43.1%	41.0%	38.8%
负债权益比	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7
流动比率	2.5	1.6	1.8	2.0	2.3
速动比率	2.0	1.3	1.5	1.7	1.9

**营运能力**

存货周转天数	125	136	136	133	130
应收账款周转天数	26	21	19	18	17

**每股资料 (元)**

每股收益	2.87	2.82	3.64	4.33	5.09
每股净资产	11.77	14.05	16.31	19.06	22.30

**估值比率**

PE@86.05HKD	27.9	28.4	22.0	18.5	15.7
PB	6.8	5.7	4.9	4.2	3.6

# 投资评级定义和免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>