

公司報告

李宁 (2331 HK)

2026年增长拐点将至

- 得益于成本控制及销售小幅改善, 公司上半年业绩超预期
- 奥运赛事红利叠加品牌转型驱动26年增长重启
- 维持增持; 目标价基于20倍26年中市盈率

增长拐点正在形成; 增持

李宁于2025年上半年业绩略超预期, 毛利率符合预期, 良好的成本控制在一定程度上抵消了线下渠道的疲软。尽管管理层对下半年前景持谨慎态度, 指出客流疲弱及促销加剧等挑战, 我们认为计划增加的投入更多体现为长期品牌建设的战略转型, 而非利润率恶化。全年赞助中国奥委会、参与世界大学生运动会、提前筹备2026年米兰冬奥会等多项关键举措, 标志着公司正转向品牌升级, 提高其在全国范围内的曝光度。我们认为, 这些举措(可增加奥运相关热度, 加深李宁品牌与消费者之间的情感共鸣)已开始推动市场情绪转变——8月股价已累计上涨20%。投资者正逐步将2026年潜在的增长拐点纳入预期。我们预测净利润增速预计将在2026年反弹至+12%(25年预计为-4%)。这进一步强化了我们的投资逻辑, 当前的估值重估建立在品牌价值与盈利能力的持续改善的基础上。与此同时, 尽管当前篮球相关热度仍较为低迷, 但新晋篮球明星杨瀚森的代言合作为公司带来长期估值重估的潜力。李宁正步入全新的品牌建设阶段, 短期内或带来一定利润率压力, 但更重要的是, 这一转型有望在中期推动公司实现结构性更强的收入增长。我们维持增持评级。

分析师电话会议要点

- **下半年展望:** 管理层对下半年仍持谨慎态度, 指出主要由于线下客流疲弱及三季度折扣加大。尽管线上流量有望改善, 公司预计在竞争加剧和利润率承压的背景下, 下半年毛利率将环比下滑。
- **战略聚焦:** 李宁持续聚焦专业运动品类, 目前已占整体销售的60%以上。跑步与羽毛球业务表现稳健, 小众品类亦保持增长势头。相较之下, 运动生活类产品受外部需求疲软及内部产品/渠道问题影响, 表现不佳。

盈利调整, 估值与风险

- 我们小幅上调2025-26年销售/净利润预测, 幅度分别为1-3%/1-6%, 以反映上半年实际表现。我们预计2025年净利率为9.9%, 与管理层“高单位数”指引基本一致。
- 我们最新目标价基于更新后的2026年中期滚动市盈率20.0倍(此前为14.5倍), 对应自2016年以来长期均值下方约-0.5个标准差(此前为-1个标准差)。我们上调估值倍数, 反映增长拐点正在逐步兑现。同时上半年成本控制表现稳健, 进一步强化了这一趋势。
- **下行风险:** 非理性去库存。

盈利预测及估值

| 截至12月31日 (百万人民币) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 | 27,598 | 28,676 | 29,269 | 31,603 | 33,398 |
| 同比增长 | 7.0% | 3.9% | 2.1% | 8.0% | 5.7% |
| 可归属净利润 | 3,187 | 3,013 | 2,883 | 3,254 | 3,721 |
| 经调整摊薄每股盈利(人民币) | 1.23 | 1.17 | 1.12 | 1.26 | 1.44 |
| 同比增长 | -20.5% | -5.0% | -4.0% | 12.5% | 14.7% |
| 市盈率(倍) | 14.9x | 15.7x | 16.4x | 14.6x | 12.7x |
| ROE% | 13.1% | 11.9% | 10.8% | 11.5% | 12.4% |

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测; 股价截至2025年8月22日收盘价

黄铭谦

+852 3189 6357

josephwong@cmschina.com.hk

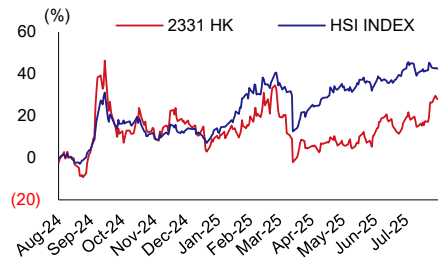
最新变动

2026年增长重启预期驱动的复苏逻辑逐步显现。

增持

| | |
|----------------------|-----------------|
| 前次评级 | 增持 |
| 股价 | 19.6港元 |
| 12个月目标价 (上涨/下跌空间) | 25.0港元 (+29.1%) |
| 前次目标价 | 17.0港元 |

股价表现



资料来源: 彭博; 股价截至2025年8月22日

| % | 1m | 6m | 12m |
|---------|------|------|------|
| 2331 HK | 15.8 | 14.8 | 40.3 |
| 恒生指数 | 0.6 | 7.0 | 44.6 |

行业: 消费

| | |
|-------------------|--------|
| 恒生指数 (2025年8月22日) | 25,186 |
|-------------------|--------|

重要数据

| | |
|-------------|-----------|
| 52周股价区间(港元) | 12.5-21.0 |
| 市值(百万港元) | 34,115 |
| 日均成交量(百万股) | 32.37 |
| 每股净资产(人民币) | 10.4 |

主要股东

| | |
|------------|-------|
| 非凡中国控股有限公司 | 10.5% |
| 其他 | 6.0% |
| 总股数(百万股) | 2,584 |
| 自由流通量 | 83.5% |

资料来源: 彭博

相关报告

1. Li Ning (2331 HK) - Near term reinvestment to yield long term growth (增持) (2025/4/17)

2025年上半年业绩亮点

主要财务指标

- 2025年上半年收入同比增长3.3%至148.2亿元人民币(下同),主要得益于鞋类(+4.9%)和电商(+7.4%)的增长,部分被服装销售疲软及直营零售表现走弱所抵消。
- 毛利同比增长2.5%至74.1亿元;毛利率同比下降0.4个百分点至50.0%,主要由于折扣力度加大及直营渠道贡献下降。
- EBIT同比增长1.5%至24.4亿元;EBIT利润率同比小幅下降0.3个百分点至16.5%,反映市场营销及研发投入增加。
- EBITDA同比增长2.0%至35.1亿元;EBITDA利润率保持稳定,为23.7%(同比+0.1个百分点)。
- 归属于股东的净利润同比下降11.0%,至17.4亿元;净利率同比收缩1.8个百分点,至11.8%,主要由于税负增加。
- 中期每股股息同比下降11%,至0.3359元/股;派息率基本保持在约20%。

营运资金、库存及门店网络

- 经营现金流保持强劲,达到24.1亿元,为公司提供了充足的流动性,并支持持续在创新和零售升级方面的投入。
- 资本性支出保持审慎;未披露重大支出增加;表明公司聚焦提高门店生产效率和数字化平台建设。
- 库存水平未作详细披露,但管理层强调动销率和渠道健康状况持续改善。
- 在持续推进SKU优化和供应链数字化的背景下,库存周转效率仍为关注重点。
- 门店数量:直营1,278家,加盟4,821家,李宁YOUNG 1,435家。全年门店调整目标:自营净关店10-20家,分销商净增开店50家,中国李宁净关店10家,李宁1,990净关店10家,李宁儿童净增开店10家。

收入构成

按产品类别

- 鞋类收入同比增长4.9%,主要得益于篮球和跑步品类新品的推出。目前占总销售额的55%以上。
- 服装收入同比下降3.4%,受线下渠道客流疲软及消费者情绪谨慎影响。
- 器材及配件实现强劲增长,同比增长23.7%,主要受益于产品线扩展及运动装备和包袋需求的提升。

按渠道

- 经销渠道收入同比增长4.4%,受益于库存周转改善及门店执行力增强。
- 电商渠道同比增长7.4%,得益于数字化能力提升、跨平台营销活动及产品个性化。

- 自营零售同比下降 3.4%，反映持续的门店优化及客流量下滑。
- 其他渠道（如海外市场及批发）规模仍然较小，收入贡献不足 2%。

品牌战略与产品管线

战略重点

- 持续深化与中国奥委会（COC）的合作，提升品牌在专业体育领域的影响力。
- 加快自有创新平台的发展，包括李宁智能实验室及高性能装备的结构技术。
- 通过门店升级、数字化工具和数据驱动的零售运营，提升渠道效率，重点覆盖二至四线城市。
- 推动国际市场增长，重点布局东南亚，并有选择地拓展欧洲及北美市场。

重点举措

- 推出“中国李宁”生活方式系列，融合运动与时尚，面向 Z 世代消费者。
- 扩展“李宁 1990”经典系列，通过联名合作及限量发售加以支持。
- 强化核心运动品类（跑步、篮球、训练），通过升级缓震技术、材料及运动员代言提升产品竞争力。
- 电商创新包括 AI 驱动的推荐、短视频内容，以及抖音、天猫、京东等平台的直播带货整合。
- 持续推进智能零售 POS 及全渠道 CRM，以增强消费者粘性并提升客户生命周期价值（LTV）。

分析师电话会议问答要点

- **2025年下半年展望：在客流疲软背景下保持谨慎基调**

管理层对2025年下半年的市场环境依然保持谨慎，指出7月和8月线下客流下滑幅度超出预期。尽管第二季度门店层面指标略有改善，线下动销仍然承压。公司预计竞争将进一步加剧，并将采取审慎措施以确保全年线下销售目标的实现。线上流量同比增长10-20%，但第三季度（尤其是8月）更大力度的折扣促销进一步压缩了利润空间。公司预计第三季度毛利率将环比下降，并持续低于去年同期水平。

- **战略重点：专业运动，多品类拓展**

李宁持续深化“单品牌、多品类、多渠道”核心战略，专业运动品类现已占据销售额的60%以上。跑鞋在2025年上半年表现强劲，销量达到1,400万双，羽毛球装备现已贡献近7%的总业务。公司还在拓展乒乓球、网球、匹克球和高尔夫等小众运动领域。尽管童装业务实现了强劲增长（占销售额的55%以上），但受外部市场疲软及内部产品和渠道挑战影响，运动生活方式品类仍为薄弱环节。

- **成本分配与COC筹备：投入以构建长期品牌价值**

2025年下半年运营成本将同比及环比显著上升，主要受COC（中国奥委会）全周期赞助费用推动，包括现金赞助、装备供应及品牌营销。与世界大学生运动会及2026年米兰冬奥会筹备相关的额外支出将显著推高下半年市场营销费用。由于上半年股权激励费用冲回后实施新股权激励计划，人员成本也将增加。预计折旧及减值费用将逐步减少，上半年减值主要由物业及表现不佳门店所致。

- **第三季度迄今业绩：客流下滑，促销加剧**

进入第三季度，消费者情绪进一步走弱。7月的客流回升在8月趋于平稳，线下销售压力显著超出预期。8月促销力度较7月进一步加大，折扣加深，对毛利率造成影响。管理层预计第三季度毛利率将低于第二季度，全年毛利率同比下降。

- **篮球品类：尽管短期承压，仍为战略重点**

2025年上半年，受市场整体降温及为保护品牌价值而有意控制出货量影响，篮球品类销售大幅下滑。然而，李宁仍将**篮球品类**视为**S级品类**，投资力度不减。库存保持健康，库销比低于四个月。公司正在拓展基层篮球布局（如54城街头篮球赛），并深化与NBA、CBA、青少年联赛及学校的合作。公司致力于成为中国最受认可和支持的篮球品牌。计划推出包括配备碳板和双泵科技的699元高性能篮球鞋等新品，以重振市场需求。

图1: 盈利调整

| RMB mn | New | | | Old | | | Diff (%) | | |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|---------|---------|
| | FY25E | FY26E | FY27E | FY25E | FY26E | FY27E | FY25E | FY26E | FY27E |
| Revenue | 29,269 | 31,603 | 33,398 | 28,945 | 30,627 | 33,010 | 1.1% | 3.2% | 1.2% |
| Gross Profit | 14,358 | 15,345 | 16,416 | 14,305 | 15,237 | 16,510 | 0.4% | 0.7% | -0.6% |
| Operating Profit | 3,712 | 4,217 | 4,881 | 3,459 | 3,753 | 4,286 | 7.3% | 12.4% | 13.9% |
| Net profit | 2,883 | 3,254 | 3,721 | 2,843 | 3,067 | 3,468 | 1.4% | 6.1% | 7.3% |
| Gross Margin | 49.1% | 48.6% | 49.2% | 49.4% | 49.7% | 50.0% | -0.4ppt | -1.2ppt | -0.9ppt |
| OPM | 12.7% | 13.3% | 14.6% | 12.0% | 12.3% | 13.0% | 0.7ppt | 1.1ppt | 1.6ppt |
| NPM | 9.9% | 10.3% | 11.1% | 9.8% | 10.0% | 10.5% | 0ppt | 0.3ppt | 0.6ppt |

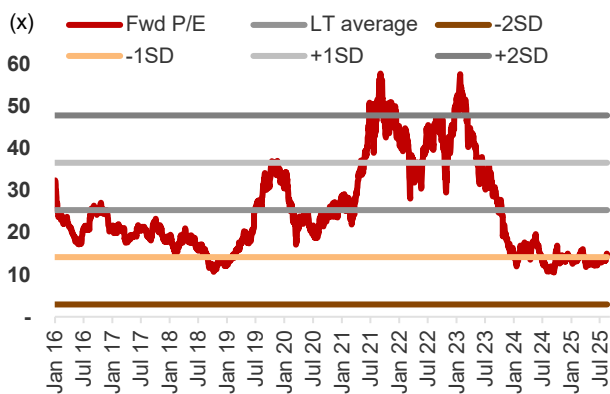
资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

图2: 招证预测对比一致预测

| RMB mn | CMS | | | Consensus | | | Diff (%) | | |
|------------------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|----------|---------|---------|
| | FY25E | FY26E | FY26E | FY25E | FY26E | FY27E | FY25E | FY26E | FY27E |
| Revenue | 29,269 | 31,603 | 33,398 | 29,061 | 30,411 | 32,021 | 0.7% | 3.9% | 4.3% |
| Gross Profit | 14,358 | 15,345 | 16,416 | 14,225 | 15,014 | 15,852 | 0.9% | 2.2% | 3.6% |
| Operating Profit | 3,712 | 4,217 | 4,881 | 3,682 | 4,025 | 4,652 | 0.8% | 4.8% | 4.9% |
| Net profit | 2,883 | 3,254 | 3,721 | 2,876 | 3,102 | 3,556 | 0.3% | 4.9% | 4.7% |
| Gross Margin | 49.1% | 48.6% | 49.2% | 48.9% | 49.4% | 49.5% | 0.1ppt | -0.8ppt | -0.4ppt |
| OPM | 12.7% | 13.3% | 14.6% | 12.7% | 13.2% | 14.5% | 0ppt | 0.1ppt | 0.1ppt |
| NPM | 9.9% | 10.3% | 11.1% | 9.9% | 10.2% | 11.1% | 0ppt | 0.1ppt | 0ppt |

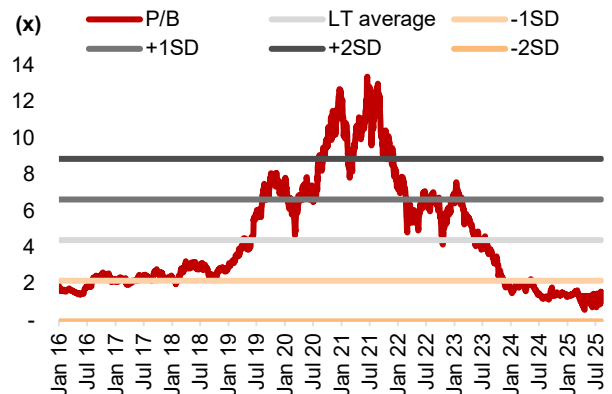
资料来源: 公司数据、彭博、招商证券(香港)预测

图3: 前瞻市盈率水平



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图4: 历史市净率水平



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

| 百万人民币 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动性资产总值 | 13,653 | 20,528 | 22,360 | 23,863 | 25,607 |
| 银行结余及现金 | 5,444 | 7,499 | 8,680 | 9,814 | 11,330 |
| 按公允价值计入损益的金融资产 | 838 | 894 | 894 | 894 | 894 |
| 存款 | 3,494 | 8,264 | 8,264 | 8,264 | 8,264 |
| 应收贸易款项 | 1,206 | 1,005 | 1,626 | 1,756 | 1,855 |
| 其他应收款项 | 178 | 245 | 245 | 245 | 245 |
| 库存 | 2,493 | 2,598 | 2,651 | 2,890 | 3,019 |
| 其他流动性资产 | 0 | 23 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动性资产总值 | 20,555 | 15,180 | 14,938 | 15,222 | 15,420 |
| 投资性房地产与土地使用权 | 1,715 | 3,065 | 1,711 | 1,711 | 1,711 |
| 物业、机器以及设备 | 4,124 | 4,610 | 5,313 | 5,645 | 5,873 |
| 无形资产 | 221 | 235 | 235 | 235 | 235 |
| 长期银行存款 | 9,037 | 2,378 | 2,378 | 2,378 | 2,378 |
| 其他非流动性资产 | 5,458 | 4,892 | 5,301 | 5,253 | 5,223 |
| 资产总值 | 34,208 | 35,708 | 37,298 | 39,085 | 41,027 |
| 流动负债总值 | 7,268 | 7,586 | 7,739 | 7,899 | 7,986 |
| 银行借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付贸易款项 | 1,790 | 1,625 | 1,778 | 1,938 | 2,025 |
| 其他流动性负债 | 5,479 | 5,961 | 5,961 | 5,961 | 5,961 |
| 非流动负债总值 | 2,533 | 2,019 | 2,019 | 2,019 | 2,019 |
| 递延税项负债 | 627 | 569 | 569 | 569 | 569 |
| 银行借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1,905 | 1,450 | 1,450 | 1,450 | 1,450 |
| 负债总值 | 9,801 | 9,605 | 9,757 | 9,918 | 10,004 |
| 权益总值 | 24,407 | 26,104 | 27,540 | 29,167 | 31,023 |
| 普通股 | 240 | 236 | 236 | 236 | 236 |
| 储备 | 24,167 | 25,868 | 27,305 | 28,931 | 30,787 |
| 非控股权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 权益与负债总额 | 34,208 | 35,708 | 37,298 | 39,085 | 41,027 |
| 现金流量表 | | | | | |
| 百万人民币 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流 | 4,688 | 5,268 | 4,655 | 5,461 | 6,081 |
| 税前利润 | 4,256 | 4,110 | 4,119 | 4,648 | 5,316 |
| 折旧与摊销 | 1,833 | 2,117 | 2,293 | 2,416 | 2,502 |
| 融资成本 | 319 | 175 | 149 | 149 | 149 |
| 营运资金变动 | (315) | (69) | (521) | (208) | (142) |
| 投资活动现金流 | (2,449) | (840) | (2,700) | (2,700) | (2,700) |
| 资本支出 | (1,727) | (2,000) | (2,000) | (2,000) | (2,000) |
| 其他 | (722) | 1,160 | (700) | (700) | (700) |
| 融资活动现金流 | (4,217) | (2,324) | (773) | (1,627) | (1,866) |
| 借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 已付股息 | (2,175) | (1,506) | (1,447) | (1,627) | (1,866) |
| 其他 | (2,042) | (818) | 673 | 0 | 0 |
| 净现金流 | (1,978) | 2,104 | 1,181 | 1,134 | 1,516 |
| 外汇变动 | 40 | (49) | 0 | 0 | 0 |
| 期末之现金及等同现金项目 | 5,444 | 7,499 | 8,680 | 9,814 | 11,330 |

利润表

| 百万人民币 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入 | 27,598 | 28,676 | 29,269 | 31,603 | 33,398 |
| 销售成本 | (14,246) | (14,520) | (14,911) | (16,257) | (16,982) |
| 毛利 | 13,352 | 14,156 | 14,358 | 15,345 | 16,416 |
| 其他收入 | 543 | 149 | 154 | 154 | 154 |
| 经销费用 | (9,080) | (9,199) | (9,278) | (9,639) | (10,019) |
| 行政费用 | (1,256) | (1,428) | (1,522) | (1,643) | (1,670) |
| 经调整经营利润 | 3,559 | 3,678 | 3,712 | 4,217 | 4,881 |
| 财务成本 | 319 | 175 | 149 | 149 | 149 |
| 联营公司收益 | 378 | 256 | 269 | 283 | 297 |
| 非经常性损益 | 0 | 0 | (10) | (1) | (10) |
| 税前利润 | 4,256 | 4,110 | 4,119 | 4,648 | 5,316 |
| 所得税开支 | (1,069) | (1,097) | (1,236) | (1,394) | (1,595) |
| 净利润 | 3,187 | 3,013 | 2,883 | 3,254 | 3,721 |
| 非控股权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 报告净利润 | 3,187 | 3,013 | 2,883 | 3,254 | 3,721 |
| 摊薄每股收益(人民币) | 1.23 | 1.17 | 1.12 | 1.26 | 1.44 |
| 每股股息 | 0.55 | 0.58 | 0.56 | 0.63 | 0.72 |

财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 同比增长率变化 | | | | | |
| 收入 | 7.0% | 3.9% | 2.1% | 8.0% | 5.7% |
| 经营利润 | -27.2% | 3.3% | 0.9% | 13.6% | 15.7% |
| 调整后净利润 | -21.6% | -5.5% | -4.0% | 12.5% | 14.7% |
| 利润率 | | | | | |
| 毛利润率 | 48.4% | 49.4% | 49.1% | 48.6% | 49.2% |
| 经营利润率 | 12.9% | 12.8% | 12.7% | 13.3% | 14.6% |
| 经调整后净利润率 | 11.5% | 10.5% | 9.9% | 10.3% | 11.2% |
| 流动性 | | | | | |
| 应收账款天数 | 27.4 | 74.8 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 库存天数 | 63.0 | 64.0 | 64.0 | 64.0 | 64.0 |
| 应付账款天数 | 43.2 | 42.9 | 42.9 | 42.9 | 42.9 |
| 现金周转天数 | 47.2 | 95.9 | 41.1 | 41.1 | 41.1 |
| 现金流与杠杆率 | | | | | |
| 自由现金流 | 2,961 | 3,268 | 2,655 | 3,461 | 4,081 |
| 净负债率 | -36.6% | -60.4% | -61.5% | -62.0% | -63.2% |
| 股权分配率 | 44.4% | 50.0% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| 股息率 | 3.0% | 3.2% | 3.1% | 3.4% | 3.9% |
| 回报率分析 | | | | | |
| ROE | 13.1% | 11.9% | 10.8% | 11.5% | 12.4% |
| 资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 净利润率 | 11.5% | 10.5% | 9.9% | 10.3% | 11.2% |
| 金融杠杆 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| ROA | 9.4% | 8.6% | 7.9% | 8.5% | 9.3% |
| 估值倍数 | | | | | |
| 市盈率 | 14.9x | 15.7x | 16.4x | 14.6x | 12.7x |
| 市净率 | 1.9x | 1.8x | 1.7x | 1.6x | 1.5x |

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

投资评级定义

| 行业投资评级 | 定义 |
|--------|------------------------|
| 推荐 | 预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场 |
| 中性 | 预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致 |
| 回避 | 预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场 |

| 公司投资评级 | 定义 |
|--------|---------------------------|
| 增持 | 预期股价在未来 12 个月上升 10%以上 |
| 中性 | 预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内 |
| 减持 | 预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上 |

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:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准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;(ii)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。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下,您仍收到本报告,则

不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828