

02331.HK 李宁

买入 (维持)

利润超预期，全年指引不变

2022年8月12日

市场数据

日期	20220812
收盘价(港元)	70.10
总股本(亿股)	26
总市值(亿港元)	1835
净资产(亿元)	211
总资产(亿元)	303
每股净资产(元)	8.06

数据来源: Wind

相关报告

李宁_利润超预期，全年指引不变_20220420
 李宁_李宁：再创辉煌_20220318
 李宁_3季度增长亮眼，国货崛起呈细水长流之势_20211026
 李宁_业绩亮眼，长期成长路径清晰_20210813
 李宁_盈喜点评_国货之光崛起，业绩大超预期_20210626
 深度报告_从产品实力看国货崛起的长逻辑_20210610
 李宁_开年数据亮眼，品牌势能持续释放_20210420
 李宁_年报点评_利润率持续改善，指引乐观_20210319
 李宁_Q3 营运表现基本符合预期，线上缓解线下流水压力_20210121
 李宁_20H1 线上渠道发力显著，业绩表现符合预期_20200815
 李宁_2019 全年业绩超预期，营运效率持续改善_20200331

海外纺织服装研究

分析师: 韩亦佳

hanyij@xyzq.com.cn

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

主要财务指标

会计年度	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
营业收入(百万元)	22,572	26,954	32,263	38,021
同比增长	56.1%	19.4%	19.7%	17.8%
归母净利润(百万元)	4,011	4,654	5,673	6,741
同比增长	136.1%	16.0%	21.9%	18.8%
毛利率	53.0%	50.3%	51.2%	51.8%
净利率	17.8%	17.3%	17.6%	17.7%
基本每股收益(元)	1.60	1.86	2.26	2.69

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

公司公布 2022 年上半年运营表现: 营收同比增长 21.7% 至 124.1 亿元，毛利同比增长 8.8% 至 62.0 亿元，毛利率 50.0%；归母净利润同比增长 11.6% 至 21.9 亿元，净利率 17.6%。

点评如下: 艰难零售环境中，高基数压力下，高专业强品牌引领的高增长势头继续。上半年营收同比增 21.7% 至 124.1 亿元。~分品类来看，鞋类 yoy+47.1%，占比超过 50%，服装类同比下滑 3.1%。~分渠道来看，批发商库存较低、拿货积极，批发收入增 28.4%，领先其他渠道；线下直营收入同比增长 10.9%，线上收入增 19.2%。

Q2 整体流水同比高单位数下降，线下降高单位数，线上增中单位数，上半年整体流水同比增 8%。

~终端折扣小幅加深中单位数个百分点，库存和库龄健康，整体渠道存货周转月数同比上涨 0.5 个月至 3.6 个月。

~商品销售结构优化，新品流水占比提升 6 个百分点至 91%。

~Q2 同店增速有所放缓，整体同店 10-20% 低段下降，线下 10-20% 高段下降，线上低单位数正增长。

渠道方面，店效表现持续提升。上半年净开张直营门店 100 家，净关闭经销门店 98 家，店铺平均面积提升 10% 至 220 平方米，平均月店效提升 10-20% 低段。

上半年毛利率同比下降 5.9ppt 至 50.0%。毛利率大幅下降主要是基数较高的原因，以及在动荡零售环境下，公司战术性加深折扣，把控恰当的销售节奏。

经营杠杆下，22H1 销售费用率下降 0.8ppt 至 27.3%，主要是员工成本开支费用率同比下降 0.9ppt 至 7.3%。其它收入（主要是政府补贴）增加了近 2 亿元，财务净收入（主要是利息收入）增加了 1.7 亿元，利润率表现好于预期，上半年净利率下降 1.6ppt 至 17.6%。

我们的观点: 李宁专注“单品牌，多品类，全渠道”策略，产品力与品牌力在本土品牌中遥遥领先。其着力打造肌肉型企业，以“商品和卖场”为核心，更重视对核心商品的聚焦，并同步推进商品运营管理机制&零售运营模式变革改善零售效率，系列改革卓有成效，使得其在面临更高的新疆棉基数压力，艰难的零售环境下，依旧交出了超预期的答卷。新管理机制下，李宁的产品及品牌力升级&效率提升的势头仍在向上，支撑其下半年发展动力。**公司指引不变，当下半年基数回落至正常区域，创新产品发布、升级零售运营模式，可期待李宁重回高速增长轨道。**我们预计公司 22/23/24 年归母净利润分别为 46.5/56.7/67.4 亿元，同比 +16.0%/+21.9%/+18.8%，8月12日收盘价 70.1 港元对应 2022 年预测 PE 是 31X/2023 年预测 PE 是 25 X。目标价 79.2 港元，维持买入评级。

风险提示: 竞争加剧、潮流变化、管理层变动

报告正文

公司公布 2022 年上半年运营表现：营收同比增长 21.7% 至 124.1 亿元，毛利同比增长 8.8% 至 62.0 亿元，毛利率 50.0%；经营利润同比增长 4.1% 至 26.4 亿元，经营利润率 21.3%；归母净利润同比增长 11.6% 至 21.9 亿元，净利率 17.6%。

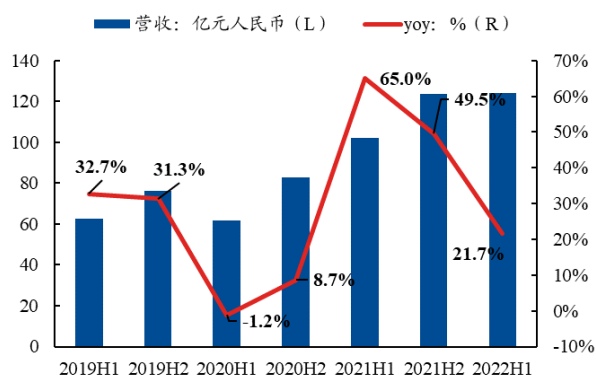
点评：

艰难零售环境中，高基数下，高专业强品牌引领的高增长势头继续。上半年营收同比增 21.7% 至 124.1 亿元。

~分品类来看，功能性更强的鞋类营收占比超过 50%，同比增速达 47.1%，服装类收入同比录得 3.1% 下跌。这是李宁产品专业功能提升的结果。

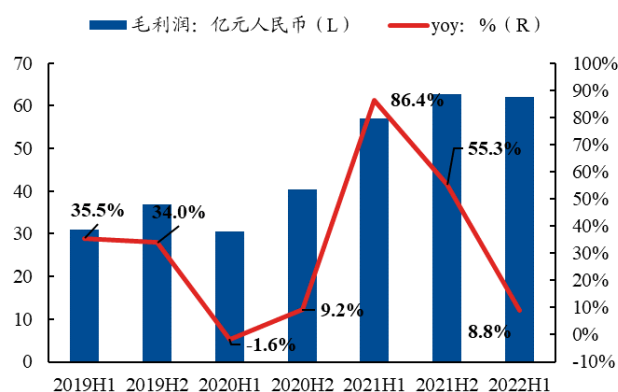
~分渠道来看，批发商库存较低、拿货积极，且公司强化批发业务整合及渠道管理，收入高增领先其他渠道。批发收入同比增长 28.4%；直营收入同比增长 10.9% 至 27.9 亿元，对应营收占比为 22.5%；线上电商营收同比增长 19.2%，保持稳增。

图 1、公司营收及增速



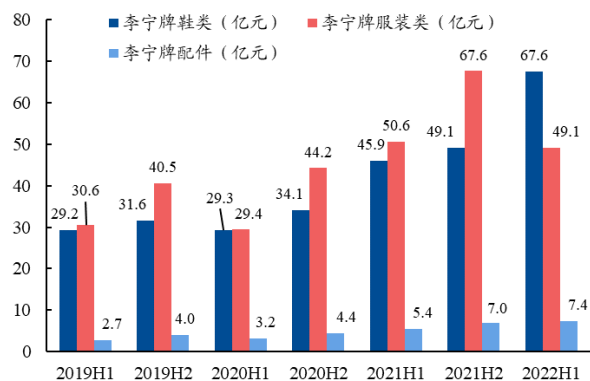
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司毛利及增速



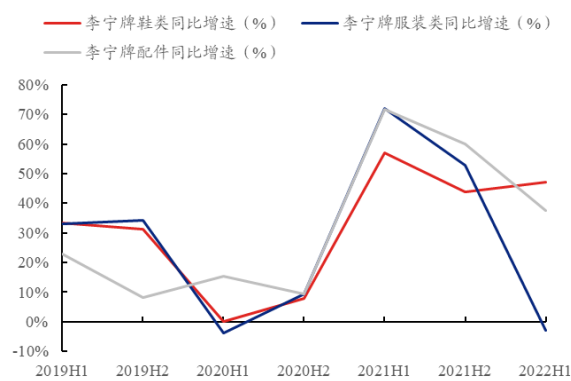
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、分品类营收



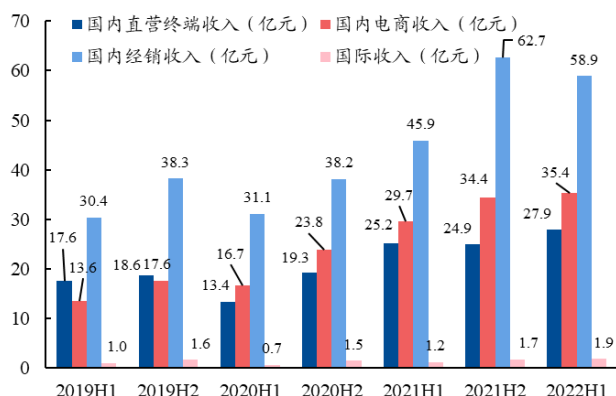
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、分品类营收增速



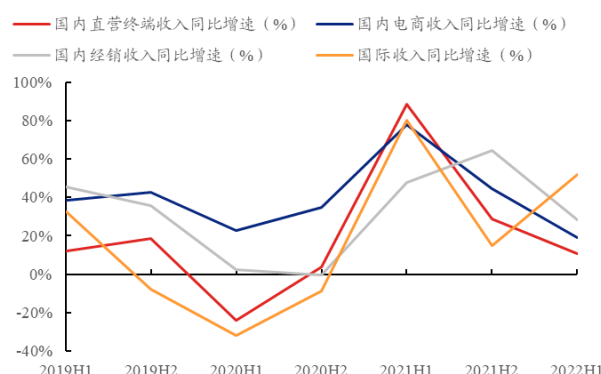
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、分渠道营收



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、分渠道营收增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

Q2 整体流水同比高单位数下降，线下流水同比下降高单位数，线上流水同比增长中单位数，上半年整体流水同比录得 8% 增长。

~终端折扣小幅加深，库存和库龄健康。上半年整体零售折扣加深中单位数个百分点，平均件单价提升低单位数，终端成交情况亦持续改善，成交率提升中单位数个百分点，连带率提升高单位数，加深折扣的情况下品牌形象并未受损。恰当把控商品销售节奏，库龄结构持续改善。整体渠道（包括整体平台及仓库）存货周转月数同比上涨 0.5 个月至 3.6 个月。6 个月以下新品存货占比提升 5 个点，存货结构健康。截至 6 月末，渠道库存额同比增长 40-50% 中段，公司存货额同比增长 51.2%，库存周转天数同比略增 2 天至 55 天。

~商品销售结构优化，新品销售占比增加。上半年 3 个月内新品折扣八折，新品线下零售流水同比录得 10-20% 中段增长，新品流水占比提升 6 个百分点至 91%。

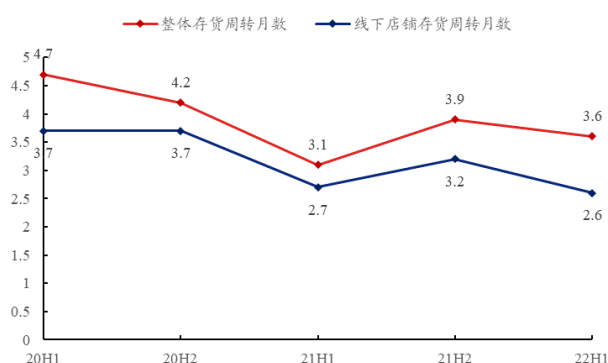
~分品类来看，公司专注经营传统核心功能品类，篮球跑步品类增长表现依旧亮眼，篮球类流水同比高增 30%，跑步类流水同比增长 10%，运动生活类/健身类流水同比下滑 1%/9%。

表 1、流水增长 (%)

	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
整体	+10-20%中段	+80-90%高段	+90-100%低段	+40-50%低段	+30-40%低段	+20-30%高段	-高单位数
线上	+30-40%中段	+100%增长	+90-100%高段	+50-60%中段	+40-50%低段	+30-40%中段	+中单位数
线下	+10-20%低段	+80-90%低段	+90-100%低段	+30-40%高段	+20-30%高段	+20-30%中段	-高单位数
零售	+中单位数	+90-100%低段	+80-90%高段	+30-40%中段	20-30%高段	30-40%中段	-高单位数
批发	+10-20%低段	+80-90%低段	+90-100%低端	+30-40%高段	20-30%高段	20-30%低段	-高单位数

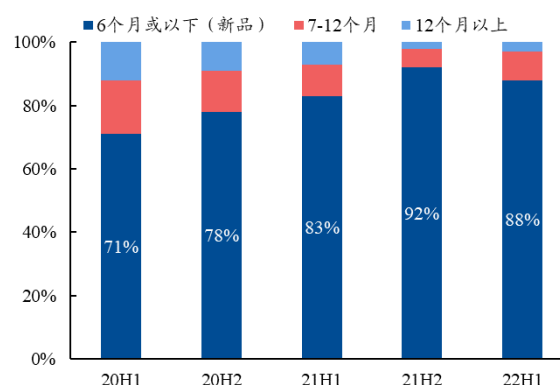
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、渠道库存情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、渠道库存结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

~Q2 同店增速有所放缓。Q2 整体同店销售录得 10-20% 低段下降，线下是 10-20% 高段下降，线上低单位数正增长；上半年整体同店录得低单位数正增长，线上 10-20% 中段增长，批发低单位数下降，直营低单位数增长。

渠道方面，以可盈利单店运营模式的探索为核心，继续深耕高端大店矩阵，新开店以直营门店为主，加速打造可复制性的全国示范门店，整体店效表现持续提升。上半年李宁牌（不含李宁 YOUNG）净开张直营门店 100 家，净关闭经销门店 98 家，6 月末共有 5937 家（直营店 1265 家+经销店 4672 家）门店。公司以“搭建总部平台”、“提升店铺经营效率”和“构建标准化零售运营体系”三个方向打造大店整体经营，店效表现卓有成效。

~保有门店持续提效：整体店铺的平均面积对比 2021 年末约提升 10% 至 220 平方米，平均月店效提升 10-20% 低段。

~新开店均为高质大店：上半年新开店 240 家+，平均面积达到 320 平方米，平均月店效约有 45 万元。

~渠道结构持续改善。大店流水占比提升高单位数，购物中心的流水贡献提升了高单位数个百分点，高层级市场的流水贡献保持稳定。

表 2、门店数量（家）

	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
整体	6,983	7,104	6,933	6,799	6,745	6,940	7,137	7,007	7,112
李宁	5,973	6,052	5,912	5,784	5,704	5,803	5,935	5,872	5,937
李宁 YOUNG	1,010	1,052	1,021	1,015	1,041	1,137	1,202	1,135	1,175

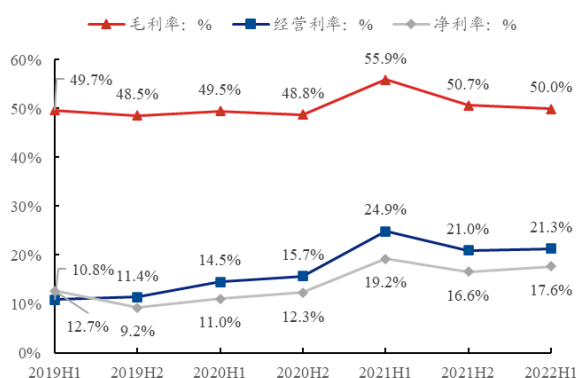
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

上半年毛利率同比下降5.9ppt至50.0%。毛利率大幅下降主要是基数较高的原因,以及在动荡零售环境下,公司战术性加深折扣,把控恰当的销售节奏。分渠道看,直营毛利率与电商毛利率下滑较多,均为-1.7ppt,批发渠道毛利率同比下滑1.4ppt。

经营杠杆下,22H1销售费用率下降0.8ppt至27.3%,主要是员工成本开支费用率同比下降0.9ppt至7.3%。

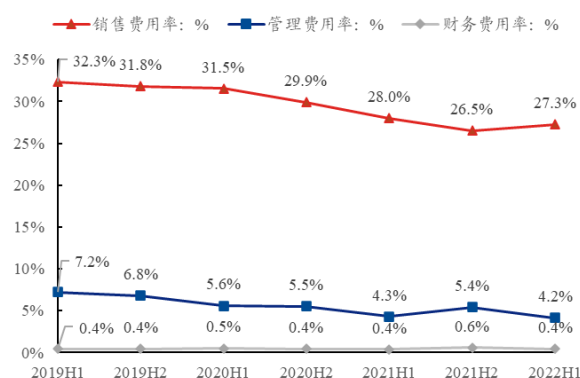
其它收入(主要是政府补贴)增加了近2亿元,财务净收入(主要是利息收入)增加了1.7亿元,利润率表现好于预期,上半年净利率下降1.6ppt至17.6%。归母净利润录得11.6%同比增速至21.9亿元。

图9、公司毛利率/经营利润率/净利率



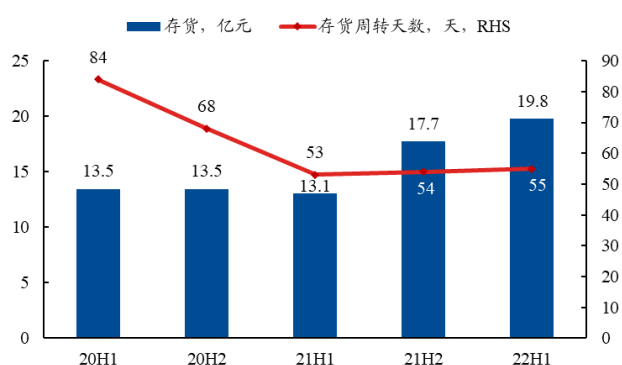
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图10、公司销售费用率/管理费用率/财务费用率



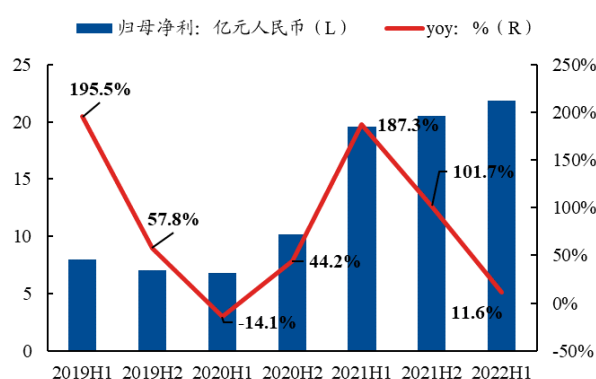
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图11、公司存货及存货周转天数



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

图12、公司归母净利润及增速



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

产品方面,专注高功能性的核心品类——跑步类及篮球类,实现商品聚焦,精简商品广度,加强商品深度。

~跑步品类,着力加深商品深度,精简品类为超轻/保护/弹速/竞速系列,重点下放

扩大䄁科技的应用范围，面向大众价位带首次成功打造**超轻 19 成为明星爆款**；在高端跑鞋方面则**领先踏入鞋面科技研发阶段**，研发**䄁丝鞋面科技**，踏入鞋面一体化时代，全方位为精英跑者提供顶尖跑鞋，坚守自身在国内技术的领先优势。

~**篮球品类，经典产品稳步迭代，加强与 NBA 球星的绑定**。李宁 NBA 球星资源在国内独一档，年内韦德之道再迭代推出 10 代，并计划为巴特勒推出首款个人签名鞋，继韦德后再打造新的经典 NBA 球星系列。同时亦下放**䄁科技**，面向大众客群升级全城 10 科技，销售反馈佳。外场球鞋反伍二代也首次被签约球星范弗利特穿着站上 NBA 赛场，区分于草根形象，打造绑定 NBA 的强专业形象。

~**羽毛球品类不断突破专业高度**，期内重点球拍产品如进攻型的雷霆 90 龙 MAX、雷霆 90 虎 MAX、速度型的锋影 700，鞋服产品专业性亦有升级，产品实战性皆广受市场认可，稳定收获口碑。

~**健身品类亦以功能科技为核心**，研发创新性的 AT AIR 透气速干科技、AT DRY ULTRA 智能排湿速干科技、AT DRY FREEZE 凉感科技以及为女性推出各类针对性的 LEGGINGS。

~**运动生活类外扩滑板系列**。

李宁大电商业模式稳步推动，强化全渠道业务整合协同。李宁电商业务很早便积极切入直播风口发展电商业，上半年线上直营流水优于整体线上增速。线上也是长尾商品的销售渠道之一，上半年线上零售平均折扣加深高单位数个百分点。会员数量突破 4600 万人，从线上到线下的导流交易额同比增加约一倍。

以“商品和卖场”为核心，公司变革商品管理机制，零售效率的改善持续推进中。期内公司将运营区域合并为南大区与北大区进行运营管理，提升组织效率；提高商品管理精度，对门店以周为单位进行库存管理，并撰写零售终端运营手册，加强零售标准化的落地。公司亦持续提高门店直配比例，并分地区搭建区域中心仓、推进物流信息化建设，增加自产产能与鞋类供应商，以强化柔性快反供应链。

以“中国、专业运动”为核心，李宁 YOUNG 借势品牌向上的主品牌，增势十分亮眼。上半年李宁 YOUNG 零售流水同比增长 40-50%，主要是量的提升，提价表现也很好，零售折扣改善约 1 个百分点，ASP 同比提升 10-20%低段。同店销售同比增长 10-20%低段。截至 6 月末，李宁 YOUNG 门店数有 1175 家，上半年平均月店效同比提升 30-40%低段。

我们的观点：

李宁专注“单品牌，多品类，全渠道”策略，产品力与品牌力在本土品牌中遥遥领先。其着力打造肌肉型企业，以“商品和卖场”为核心，更重视对核心商品的聚焦，并同步推进商品运营管理机制&零售运营模式变革改善零售效率，系列改革卓有成效，使得其在面临更高的新疆棉基数压力，艰难的零售环境下，依旧交出了超

预期的答卷。新管理机制下，李宁的产品及品牌力升级&效率提升的势头仍在向上，支撑其下半年发展动力。

公司指引不变，当下半年基数回落至正常区域，创新产品发布、升级零售运营模式，可期待李宁重回高速增长轨道。我们预计公司 22/23/24 年营收分别为 269.5/322.6/380.2 亿元，同比+19.4%/+19.7%/+17.8%；归母净利润分别为 46.5/56.7/67.4 亿元，同比+16.0%/+21.9%/+18.8%，8 月 12 日收盘价 70.1 港元对应 2022 年预测 PE 是 31X/2023 年预测 PE 是 25 X。目标价 79.2 港元，维持买入评级。

风险提示：竞争加剧，潮流变化，管理层变动

会计年度	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
流动资产	18,672	21,868	25,926	30,813
存货	1,773	2,231	2,622	3,053
应收贸易款项	903	932	1,116	1,315
货币资金	14,745	17,453	20,937	25,193
其它	1,251	1,251	1,251	1,251
非流动资产	11,603	11,909	12,208	12,472
物业,厂房及设备	1,626	1,892	2,112	2,359
权益法投资	1,267	1,267	1,267	1,267
使用权资产	1,333	1,373	1,452	1,468
递延所得税资产	708	708	708	708
其它	6,670	6,670	6,670	6,670
资产总计	30,275	33,777	38,134	43,284
流动负债	7,704	7,888	8,201	8,546
应付贸易款项	1,599	1,784	2,097	2,441
其它应付款项	4,025	4,025	4,025	4,025
即期所得税负债	1,308	1,308	1,308	1,308
其它	772	772	772	772
非流动负债	1,467	1,467	1,467	1,467
租赁负债	956	956	956	956
其它	510	510	510	510
负债合计	9,171	9,355	9,668	10,013
拥有人应占权益	21,102	24,419	28,463	33,269
非控股权益	3	3	3	3
权益总计	21,104	24,422	28,466	33,272
负债及权益合计	30,275	33,777	38,134	43,284

会计年度	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
净利润	4,011	4,654	5,673	6,741
经营活动净现金	6,525	5,791	7,070	8,364
投资活动净现金	-6,539	-1,746	-1,957	-2,172
融资活动净现金	7,596	-1,336	-1,629	-1,936

会计年度	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
收入	22,572	26,954	32,263	38,021
营业成本	10,603	13,385	15,730	18,317
毛利	11,969	13,569	16,532	19,704
销售费用	6,138	7,412	8,872	10,456
管理费用	1,111	1,294	1,549	1,825
其他收入	400	728	839	951
除税前溢利	5,328	6,139	7,498	8,922
所得税	1317	1485	1824	2180
净利润	4,011	4,654	5,673	6,741
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	4,011	4,654	5,673	6,741
EPS(元)	1.60	1.86	2.26	2.69

主要财务比率

会计年度	FY2021A	FY2022E	FY2023E	FY2024E
成长性(%)				
收入增长率	56.1%	19.4%	19.7%	17.8%
归母净利润增长率	136.1%	16.0%	21.9%	18.8%
盈利能力(%)				
毛利率	53.0%	50.3%	51.2%	51.8%
净利率	17.8%	17.3%	17.6%	17.7%
偿债能力				
资产负债率	30.3%	27.7%	25.4%	23.1%
流动比率	2.42	2.77	3.16	3.61
速动比率	2.19	2.49	2.84	3.25
营运能力(次)				
资产周转率	1.0	0.8	0.9	0.9
存货周转率	6.8	6.0	6.0	6.0
每股资料(元)				
每股收益	1.60	1.86	2.26	2.69
每股净资产	8.42	9.75	11.36	13.28
估值比率(倍)				
PE	35.8	30.9	25.3	21.3
PB	6.8	5.9	5.1	4.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与China Great Wall International Holdings VI Limited、Coastal Emerald Limited、山东仙境控股有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、山东高速集团有限公司、山东黄金集团有限公司、广发控股（香港）有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国景大教育集团控股有限公司、中原证券股份有限公司、丹阳投资集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、太原国有投资集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、无锡惠山高科有限公司、东台市交通投资建设集团有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、四海国际投资有限公司、宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、宁波旷世智源工艺设计股份有限公司、平湖市国有资产控股集团有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、交运燃气有限公司、兴业银行股份有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、农银国际控股有限公司、华立大学集团有限公司、华鲁控股集团有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都高新投资集团有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、江苏句容投资集团有限公司、江苏皋开投资发展集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、江苏腾海投资控股集团有限公司、西安市灞桥投资控股集团有限公司、西安航天城市发展控股集团有限公司、许昌市投资总公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、旷世控股有限公司、周口市城建投资发展有限公司、和誉开曼有限责任公司、宜昌高新投资开发有限公司、尚晋（国际）控股有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、河南投资集团有限公司、河南铁路投资有限责任公司、环龙控股有限公司、环球新材国际控股有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司、绍兴市柯桥区国有资产投资经营集团有限公司、绍兴市柯桥区建设集团有限公司、远东宏信有限公司、邳州市交通控股集团有限公司、青岛开发区投资建设集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、临沂投资发展集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、Linyi City Development International Co., Limited、临沂城市发展集团有限公司、Linyi City Development Group Co., Ltd、信银（香港）投资有限公司、南京牛首山文化旅游集团有限公司、南京未来科技城经济发展有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、南京溧水城市建设集团有限公司、南洋商业银行有限公司、建发物业发展集团有限公司、恒源国际发展有限公司、Heng Yuan International Company Ltd、济南高新控股集团有限公司、郑州航空港兴港投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、重庆市南岸区城市建设发展（集团）有限公司、香港國際（青島）有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、Jinjiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、朗诗绿色生活服务股份有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、泰兴市智光环保科技有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、泰安市泰山财金投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、珠海华发实业股份有限公司、珠海华发集团有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、埭博医疗控股有限公司、常德市经济建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮南建设发展控股（集团）有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、集友银行有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、新奥天然气股份有限公司、新奥能源控股有限公司、溧源国际有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、德信服务集团有限公司、蓬莱阁（烟台市蓬莱区）旅游有限责任公司、镇江国有投资控股集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深圳	香港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	传真：（852）35095929
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk