

华利集团 (300979.SZ)

一季度收入增长 30%，毛利率净利率显著提升

买入

核心观点

一季度受量价驱动收入同比增长 30%。2023 年下半年，随下游运动品牌的库存水平趋于正常，公司订单在 2023 年第四季度开始恢复正向增长，在 2024 年第一季度订单和收入增长进一步提速。2024 年第一季收入同比+30.2%至 47.6 亿元，收入增长主要受量价共同驱动；归母净利润同比+63.7%至 7.9 亿元。

产能利用率恢复、工厂效率提升带动毛利率、净利率增长。受益于订单快速恢复、产能利用率提升，以及公司内部管理改善、工厂效率提升，2024 年第一季度毛利率提升 5 个百分点至 28.4%，达到历史较高水平。区间费用率同比增长 0.7 个百分点至 7.4%，主要受管理费用率增长 1.8 个百分点影响，管理费用增加主要系一季度因业绩较好公司计提的绩效薪酬费用增加所致。净利率同比提升 3.4 个百分点至 16.5%，同样达到历史较高水平，后续几个季度随着越南、印尼新工厂投产，净利率水平预计小幅回落。

一季度量价同比均明显提升，产能如期投放。拆分量价来看，一季度公司销售运动鞋 0.46 亿双，同比+18.4%，从 2023 一季度以来，销量下滑幅度逐季收窄，四季度转正达到中单位数增长，今年一季度销量增速显著提升；单价约为 104.4 元，同比+10.0%；以季度平均汇率推算，美元角度单价为 14.7 美元，同比+6.0%。公司产能投放如期进行，根据订单规划，公司持续推进产能建设，截止报告披露日，新建的成品鞋工厂越南峻宏、印尼世川（一期）已开始小规模投产。

国际品牌去库存进入尾声，台企代工同行月度营收改善积极。经历了约 1 年左右的去库存，公司核心客户在 2023 年三季度~四季度库存均有较显著的下降，其中 Nike、Deckers 四季度的库销比已经回落至接近 2019 年同期的健康水平。台企代工同行月度营收改善积极，运动鞋代工大厂丰泰、裕元一季度美元口径营收分别同比+3%和-1%，环比此前季度显著改善。

风险提示：产能扩张不及预期、去库存进程不及预期、国际政治经济风险。

投资建议：下游品牌去库好转，看好后续订单回暖与产能扩张支撑业绩成长。基于公司订单和盈利能力好于预期，我们小幅上调 2024~2026 年盈利预测，预计公司 2024~2026 年净利润分别为 38.4/44.6/50.7 亿元（前值为 37.6/43.6/49.6 亿元），同比+20.0%/16.1%/13.6%，维持 73.1~79.5 元的合理估值区间，对应 2024 年 22-24x PE，维持“买入”评级。

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 纺织制造

证券分析师：丁诗洁 0755-81981391
dingshijie@guosen.com.cn
S0980520040004

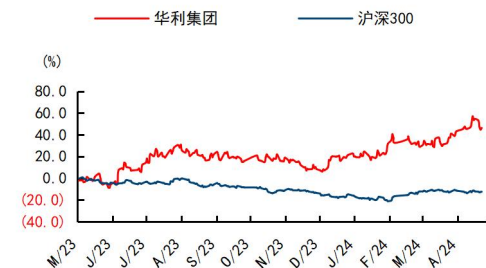
证券分析师：关竣尹 0755-81982834
cnguanjunyin@guosen.com.cn
S0980523110002

证券分析师：刘佳琪 010-88005446
liujiaqi@guosen.com.cn
S0980523070003

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值 73.10 - 79.50 元
收盘价 63.39 元
总市值/流通市值 73976/73976 百万元
52 周最高价/最低价 68.66/39.35 元
近 3 个月日均成交额 145.52 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华利集团 (300979.SZ) - 四季度业绩增长转正，全年新客户订单快速增长》——2024-04-14
- 《华利集团 (300979.SZ) - 量价共同驱动下，四季度收入预计同比增长 12%》——2024-03-15
- 《华利集团 (300979.SZ) - 第三季度净利润下滑 6%，毛利率回升》——2023-10-28
- 《华利集团 (300979.SZ) - 运动品牌核心供应商，份额扩张驱动增长》——2023-10-23
- 《华利集团 (300979.SZ) - 二季度收入降幅收窄，产品单价显著提升》——2023-08-18

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569	20,114	23,856	27,405	31,020
(+/-%)	17.7%	-2.2%	18.6%	14.9%	13.2%
净利润(百万元)	3228	3200	3841	4461	5070
(+/-%)	16.6%	-0.9%	20.0%	16.1%	13.6%
每股收益(元)	2.77	2.74	3.29	3.82	4.34
EBIT Margin	20.4%	20.4%	20.8%	20.9%	20.9%
净资产收益率 (ROE)	24.5%	21.2%	22.6%	23.2%	23.3%
市盈率 (PE)	22.9	23.1	19.3	16.6	14.6
EV/EBITDA	16.3	16.4	14.5	12.6	11.2
市净率 (PB)	5.61	4.90	4.34	3.84	3.39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

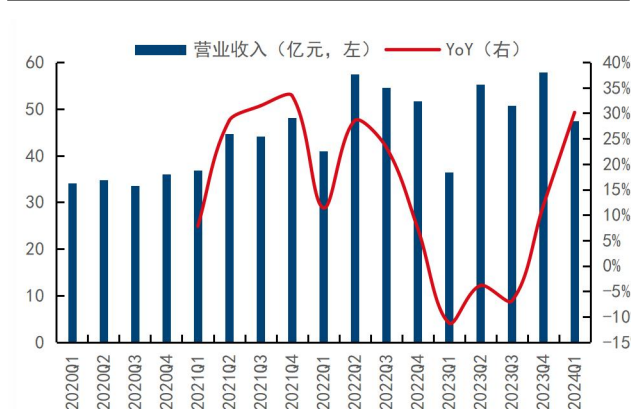
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

一季度量价驱动收入快速增长，利润率显著提升

一季度受量价驱动收入同比增长 30%。2023 年下半年，随下游运动品牌的库存水平趋于正常，公司订单在 2023 年第四季度开始恢复正向增长，在 2024 年第一季度订单和收入增长进一步提速。2024 年第一季收入同比+30.2%至 47.6 亿元，收入增长主要受量价共同驱动；归母净利润同比+63.7%至 7.9 亿元。

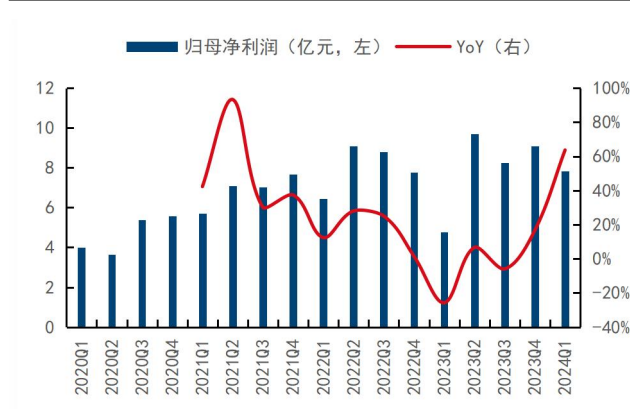
产能利用率恢复、工厂效率提升带动毛利率、净利率增长。受益于订单快速恢复、产能利用率提升，以及公司内部管理改善、工厂效率提升，2024 年第一季度毛利率提升 5 个百分点至 28.4%，达到历史较高水平。期间费用率同比增长 0.7 个百分点至 7.4%，主要受管理费用率增长 1.8 个百分点影响，管理费用增加主要系一季度因业绩较好公司计提的绩效薪酬费用增加所致。净利率同比提升 3.4 个百分点至 16.5%，同样达到历史较高水平，后续几个季度随着越南、印尼新工厂陆续投产，净利率水平预计小幅回落。

图1：公司季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



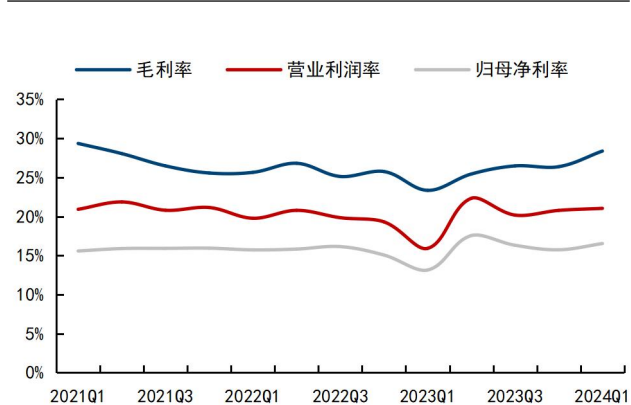
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



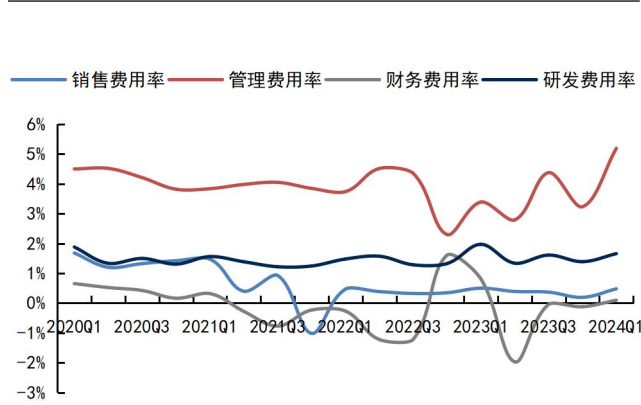
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司季度毛利率/营业利润率/净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度期间费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

一季度量价同比均明显提升，产能如期投放。拆分量价来看，一季度公司销售运动鞋 0.46 亿双，同比+18.4%，从 2023 一季度以来，销量下滑幅度逐季收窄，四

季度转正达到中单位数增长，今年一季度销量增速显著提升；单价约为 104.4 元，同比+10.0%；以季度平均汇率推算，美元角度单价为 14.7 美元，同比+6.0%。公司产能投放如期进行，根据订单规划，公司持续推进产能建设，截止报告披露日，新建的成品鞋工厂越南峻宏、印尼世川（一期）已开始小规模投产。

图5：华利集团收入拆分一图概览

	2021	2022	2023	2024E	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
总收入(亿元)	174.70	205.69	201.14	238.56	36.61	55.51	50.97	58.05	47.65
分量价									
销量(百万双)	210.87	220.68	190.11	214.82	38.55	52.45	45.00	54.11	45.63
单价(人民币口径)	82.67	93.01	105.61	110.86	94.97	105.83	113.26	107.29	104.43
分客户									
客户一	61.81	79.22	76.09	98.11					
客户二	37.63	39.55	40.60	44.66					
客户三	32.08	34.14	23.67	26.04					
客户四	18.93	22.28	14.03	15.15					
客户五	9.65	12.53	11.30	11.98					
其他	14.22	17.52	35.10	42.23					
总收入YOY	25.4%	17.7%	-2.2%	18.6%	-11.2%	-3.9%	-6.9%	11.7%	30.2%
分量价									
销量	29.5%	4.7%	-13.9%	13.0%	-24.6%	-17.9%	-16.7%	4.7%	18.4%
单价	-3.1%	12.5%	13.6%	5.0%	17.8%	17.0%	11.7%	6.7%	10.0%
分客户									
客户一	34.5%	28.2%	-4.0%	28.9%					
客户二	47.7%	5.1%	2.6%	10.0%					
客户三	6.2%	6.4%	-30.7%	10.0%					
客户四	18.0%	17.7%	-37.1%	8.0%					
客户五	35.6%	29.9%	-9.8%	6.0%					
其他	0.8%	23.2%	100.3%	20.3%					

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业：国际品牌去库存进入尾声，台企代工同行月度营收改善积极

核心品牌客户去库进入尾声：从耐克、Deckers、VF、PUMA、UA 品牌库存情况看，经历了约 1 年左右的去库存，五个品牌 2023 年三季度~四季度库存均有较显著的下降，Nike、Deckers 四季度的库销比已经回落至接近 2019 年同期的健康水平。

台企代工同行月度营收改善积极：运动鞋代工大厂丰泰、裕元一季度美元口径营收分别同比+3%和-1%，环比此前季度显著改善。

图6: 华利集团品牌客户季度收入、库存（财季按自然年统一归位）

收入 YOY (货币中性口径)																									
	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024								
耐克	6.0%	36.0%	0.0%	8.0%	-2.0%	88.0%	12.0%	0.0%	8.0%	2.0%	10.0%	7.0%	9.0%	8.0%	2.0%	-1.0%	0.0%								
Deckers	-4.9%	2.3%	15.0%	14.8%	49.7%	78.2%	15.8%	10.2%	3.2%	2.8%	21.3%	13.3%	7.6%	11.1%	2.4%	15.1%									
VF	-10.8%	-47.5%	-18.0%	-5.8%	22.8%	103.9%	22.6%	22.0%	9.4%	3.1%	-3.7%	-2.6%	-3.0%	-8%	-4.0%	-17.0%									
PUMA	-1.3%	-30.7%	13.3%	9.1%	25.8%	96.0%	20.4%	14.0%	19.7%	18.4%	16.9%	21.1%	14.4%	11.1%	6.0%	-4.0%									
UA	-22.8%	-40.6%	0.2%	-2.6%	35.1%	91.0%	7.9%	8.9%	3.5%	-0.2%	1.8%	3.4%	7.5%	-1.0%	-1.1%	-7.0%									
报表存货 YOY																									
	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024								
耐克	7.2%	31.0%	4.9%	-1.8%	5.3%	-7.0%	-0.1%	6.8%	5.0%	22.8%	44.2%	43.3%	15.6%	0.4%	-10.0%	-14.4%	-13.2%								
Deckers	11.8%	-8.1%	-13.4%	-16.6%	-10.7%	5.2%	3.4%	80.4%	82.1%	83.4%	45.4%	31.3%	5.1%	-11.8%	-21.5%	-25.5%									
VF	10.3%	1.5%	-9.8%	-31.2%	-17.9%	-13.3%	2.1%	19.6%	33.6%	92.4%	87.7%	101.4%	61.6%	19.0%	-9.8%	-17.1%									
PUMA	24.5%	21.2%	7.2%	2.5%	8.3%	7.7%	11.6%	31.1%	32.2%	42.9%	72.3%	50.5%	32.7%	8.1%	-20.3%	-19.6%									
UA	7.4%	24.1%	16.6%	0.4%	-9.4%	-26.5%	-20.7%	-9.4%	-3.2%	8.3%	29.0%	50.1%	44.4%	38.4%	5.9%	-9.3%									
库销比 (存货/过去1年平均月收入)																									
	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024								
耐克	1.69	2.36	2.15	1.91	2.09	1.85	1.74	1.69	1.97	2.16	2.46	2.28	2.11	1.98	2.03	1.86	1.80								
Deckers	1.75	2.44	2.62	1.55	1.31	1.98	2.66	2.22	1.93	3.09	3.25	2.43	1.76	2.41	2.23	1.57									
VF	1.48	1.77	1.93	1.47	1.38	1.41	1.61	1.33	1.44	2.36	2.80	2.66	2.37	2.92	2.61	2.39									
PUMA	2.47	3.04	2.82	2.61	2.68	2.67	2.50	2.63	2.71	3.14	3.51	3.18	2.95	2.91	2.55	2.52									
UA	2.26	3.19	2.81	2.40	2.13	1.94	1.81	1.71	1.73	2.00	2.25	2.52	2.42	2.70	2.34	2.30									
存货周转天数 (TTM)																									
	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024								
耐克	90	112	108	103	104	106	97	92	104	110	116	106	107	106	115	109	106								
Deckers	105	163	180	113	92	128	154	109	93	146	166	130	105	159	161	123									
VF	96	118	133	117	100	101	107	83	84	118	140	129	122	171	175	167									
PUMA	132	161	156	148	148	150	138	135	138	154	160	149	146	156	161	160									
UA	126	168	152	141	134	137	124	110	106	115	116	117	113	128	127	135									
报表存货金额																									
	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024								
耐克	5807	7367	6705	6090	6693	6854	6699	6506	7700	8420	9662	9326	8905	8454	8698	7979	7726								
Deckers	312	435	484	305	278	458	636	551	507	840	925	723	533	741	726	539									
VF	1294	1403	1435	1076	1062	1217	1465	1287	1419	2341	2750	2592	2293	2787	2481	2148									
PUMA	1130	1289	1222	1138	1224	1389	1364	1492	1618	1984	2350	2245	2147	2146	1874	1804									
UA	940	1199	1057	896	852	881	838	811	824	954	1080	1218	1190	1320	1144	1104									

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 台企运动鞋服代工同行月度营收增长环比改善 (美元口径)

运动鞋代工						服装代工							
	YOY	丰泰 同比2021	同比2019	YOY	裕元制鞋业 同比2021	同比2019		YOY	德鸿 同比2021	同比2019	YOY	聚阳 同比2021	同比2019
2023-04	-20%	-7%	19%	-25%	-15%	-18%	2023-04	-35%	-26%	25%	-13%	-17%	16%
2023-05	-21%	1%	18%	-11%	6%	-21%	2023-05	-27%	-31%	3%	-7%	35%	15%
2023-06	-17%	-5%	15%	-24%	-8%	-12%	2023-06	-36%	-25%	17%	2%	14%	24%
2023-07	-12%	19%	24%	-24%	23%	-20%	2023-07	-29%	-25%	17%	-24%	-13%	39%
2023-08	-8%	17%	23%	-21%	67%	-15%	2023-08	-35%	-7%	7%	2%	11%	43%
2023-09	-24%	78%	-4%	-29%	41%	-23%	2023-09	-20%	1%	3%	13%	-3%	-14%
2023-10	-7%	50%	20%	-17%	36%	-21%	2023-10	25%	-2%	3%	1%	-5%	5%
2023-11	3%	-5%	9%	-10%	-3%	-19%	2023-11	7%	-18%	20%	-3%	-7%	11%
2023-12	-4%	-12%	12%	-2%	-15%	-19%	2023-12	0%	-43%	-5%	29%	-10%	47%
2024-01	14%	-1%	17%	13%	-8%	-20%	2024-01	22%	-14%	7%	13%	5%	27%
2024-02	-12%	-3%	26%	-12%	-4%	-13%	2024-02	5%	-15%	33%	-1%	36%	29%
2024-03	7%	-6%	17%	0%	-13%	-17%	2024-03	14%	-19%	24%	8%	7%	22%

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 下游品牌去库好转, 看好后续订单回暖与产能扩张支撑业绩成长

2023 年下游品牌去库存对供应商普遍大幅砍单, 公司 2023 全年收入降幅明显好于同行, 并于四季度率先实现订单量和收入的正向增长; 今年一季度订单量和收入增速进一步提升, 同时毛利率、净利率显著增长。近几年不论行业需求景气度起落, 公司持续印证份额成长逻辑。短期随下游品牌客户去库完成, 2024 年订单和业绩增长确定性强。中长期成长性与确定性兼备, 公司产能扩张为未来需求恢复储备较好弹性, 预计年增 2 个工厂左右, 公司中长期扩张市场份额前景明确。估值有望回升到疫情前头部运动代工企业 25x 估值中枢。

基于公司订单和盈利能力好于预期, 我们小幅上调 2024~2026 年盈利预测, 预计公司 2024~2026 年净利润分别为 38.4/44.6/50.7 亿元 (前值为 37.6/43.6/49.6

亿元), 同比+20.0%/16.1%/13.6%, 维持 73.1~79.5 元的合理估值区间, 对应 2024 年 22-24x PE, 维持“买入”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569	20,114	23,856	27,405	31,020
(+/-%)	17.7%	-2.2%	18.6%	14.9%	13.2%
净利润(百万元)	3228	3200	3841	4461	5070
(+/-%)	16.6%	-0.9%	20.0%	16.1%	13.6%
每股收益(元)	2.77	2.74	3.29	3.82	4.34
EBIT Margin	20.4%	20.4%	20.8%	20.9%	20.9%
净资产收益率(ROE)	24.5%	21.2%	22.6%	23.2%	23.3%
市盈率(PE)	22.9	23.1	19.3	16.6	14.6
EV/EBITDA	16.3	16.4	14.5	12.6	11.2
市净率(PB)	5.61	4.90	4.34	3.84	3.39

资料来源: wind、公司公告, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值情况

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE				g	PEG	总市值(人民币亿元)
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E			
300979.SZ	华利集团	买入	63.4	2.77	2.74	3.29	3.82	22.9	23.1	19.3	16.6	18.1%	1.07	731.9
可比公司														
2313.HK	申洲国际	买入	70.2	3.04	3.03	3.58	4.24	23.1	23.2	19.6	16.6	18.3%	1.07	1035.3
1477.TW	聚阳实业	无评级	93.75	3.50	3.97	4.35	4.93	26.8	23.6	21.5	19.0	11.4%	1.89	211.2
9910.TW	丰泰企业	无评级	38.03	2.21	1.21	1.71	2.01	17.2	31.3	22.2	18.9	28.7%	0.78	354.2
1476.TW	儒鸿	无评级	123.00	5.63	4.54	5.60	6.51	21.9	27.1	22.0	18.9	19.7%	1.12	312.4
NKE.N	耐克	无评级	685.77	23.40	27.25	31.92	36.98	29.3	25.2	21.5	18.5	16.5%	1.30	10148.9

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

风险提示

产能扩张不及预期、去库存进程不及预期、国际政治经济风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3620	3879	5500	6704	8242	营业收入	20569	20114	23856	27405	31020
应收款项	3164	3782	3893	4614	5373	营业成本	15250	14967	17523	20109	22737
存货净额	2464	2741	3275	3589	4176	营业税金及附加	3	5	6	6	7
其他流动资产	261	373	401	439	531	销售费用	77	70	95	109	124
流动资产合计	11504	13118	15412	17687	20663	管理费用	772	689	929	1064	1201
固定资产	4221	4796	5258	5666	5978	研发费用	291	309	367	421	477
无形资产及其他	437	557	536	515	493	财务费用	(65)	(89)	(36)	(41)	(47)
投资性房地产	949	976	976	976	976	投资收益	68	52	62	71	80
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(143)	(208)	(190)	(178)	(202)
资产总计	17110	19447	22181	24844	28111	其他收入	(60)	50	24	24	24
短期借款及交易性金融负债	733	791	1000	1000	1000	营业利润	4105	4056	4868	5653	6424
应付款项	1502	1793	2141	2298	2712	营业外净收支	(15)	(20)	(24)	(27)	(31)
其他流动负债	1507	1585	1832	2096	2402	利润总额	4090	4036	4845	5626	6394
流动负债合计	3743	4169	4973	5394	6114	所得税费用	862	836	1003	1165	1324
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	172	162	172	183	195	归属于母公司净利润	3228	3200	3841	4461	5070
长期负债合计	172	162	172	183	195	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3915	4331	5145	5577	6309	净利润	3228	3200	3841	4461	5070
少数股东权益	0	7	7	7	7	资产减值准备	93	(78)	45	13	12
股东权益	13195	15109	17030	19260	21795	折旧摊销	564	662	480	578	652
负债和股东权益总计	17110	19447	22181	24844	28111	公允价值变动损失	143	208	190	178	202
关键财务与估值指标						财务费用	(65)	(89)	(36)	(41)	(47)
每股收益	2.77	2.74	3.29	3.82	4.34	营运资本变动	(657)	(755)	(22)	(626)	(694)
每股红利	1.15	1.25	1.65	1.91	2.17	其它	(93)	78	(45)	(13)	(12)
每股净资产	11.31	12.95	14.59	16.50	18.68	经营活动现金流	3277	3316	4489	4591	5229
ROIC	31%	27%	31%	33%	35%	资本开支	0	(919)	(1156)	(1156)	(1156)
ROE	24%	21%	23%	23%	23%	其它投资现金流	(125)	(347)	0	0	0
毛利率	26%	26%	27%	27%	27%	投资活动现金流	(125)	(1266)	(1156)	(1156)	(1156)
EBIT Margin	20%	20%	21%	21%	21%	权益性融资	188	7	0	0	0
EBITDA Margin	23%	24%	23%	23%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18%	-2%	19%	15%	13%	支付股利、利息	(1345)	(1463)	(1921)	(2230)	(2535)
净利润增长率	17%	-1%	20%	16%	14%	其它融资现金流	(1439)	1129	209	0	0
资产负债率	23%	22%	23%	22%	22%	融资活动现金流	(3940)	(1791)	(1712)	(2230)	(2535)
息率	1.8%	2.0%	2.6%	3.0%	3.4%	现金净变动	(788)	259	1620	1204	1538
P/E	22.9	23.1	19.3	16.6	14.6	货币资金的期初余额	4408	3620	3879	5500	6704
P/B	5.6	4.9	4.3	3.8	3.4	货币资金的期末余额	3620	3879	5500	6704	8242
EV/EBITDA	16.3	16.4	14.5	12.6	11.2	企业自由现金流	0	2244	3233	3329	3953
						权益自由现金流	0	3373	3525	3363	3997

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032