

李宁 (02331.HK)

上半年收入增长 2%，折扣改善带动毛利率提升

优于大市

核心观点

上半年收入增长 2%，中期派息率提升至 50%。2024 上半年公司收入同比+2.3% 至 143.5 亿元；归母净利润同比-8.0% 至 19.5 亿元。在消费疲软、线下客流下滑严重的负面因素扰动下，公司收入仍实现稳健增长，盈利水平符合管理层预期。毛利率同比+1.6 个百分点至 50.4%，主要来自折扣改善和渠道结构变化贡献；销售费用增长主要由于体育大年加大品牌营销投放，以及驱动流水复苏而增加的推广促销费用。经营利润率同比-0.9 个百分点至 16.7%，净利润率同比-1.5 个百分点至 13.6%。经营现金净流入同比+40.6% 至 27.3 亿元；中期分红率从去年同期 45% 提升至 50%。

跑步品类引领增长，三大核心系列销量突破 500 万。上半年全渠道零售流水整体下降约 1%，跑步/健身/运动生活/篮球分别+25%/+7%/-7%/-20%，跑步品类占比提升至 30%，篮球品类占比下滑至 22%，运动生活、健身品类占比基本稳定。超轻、赤兔、飞电三大核心跑鞋系列累计销售量突破 500 万双；篮球尖货韦德、伽马系列市场热度高；运动生活 soft 系列销售突破 100 万双。

渠道库存健康，商品和渠道运营效率良好。全渠道库销比 3.9 个月，同环比保持稳定；6 个月内渠道新品库存 83%；公司存货周转天数+5 天至 62 天。商品宽度增加 20%~30% 中段，折扣改善带动件单价提升，客流下滑致销量下降，童装业务流水增长。门店数较去年同期和年底分别+229/9 家。

2024 年指引收入增速低单位数，净利率保持低双位数。管理层下调 2024 年收入指引至增长低单位数（此前为中单位数），净利率保持在低双位数。

风险提示：消费需求疲软；原材料价格波动；品牌恶性竞争；系统性风险。

投资建议：经营稳健，库存健康，中长期继续看好专业品类成长空间。2024 上半年消费环境疲软、经营环境不佳，公司仍实现收入正向增长，分渠道看直营、电商渠道收入均正向增长，批发流水下降幅度与收入保持一致趋势；分品类看，跑步品类持续引领增长，跑鞋核心系列、篮球鞋尖货、运动生活 soft 系列上半年表现优异；同时在折扣改善下毛利率提升。营运层面，库存管控严格，公司库存和渠道库存均处于健康水平，为未来发展奠定良好基础。经营现金流大幅增长，提高中期分红比例。基于下半年消费复苏趋势仍然较弱，同时下半年营销支出预计环比上半年加大、利润率压力较大，我们小幅下调盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 31.5/35.5/38.6 亿元（前值为 34.1/38.2/40.6 亿元），同比-1.2%/+12.9%/+8.5%。基于盈利预测下调，我们下调目标价至 17.9-19.2 港元（前值为 24.3-25.7 港元），对应 2024 年 13.5-14.5x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,803	27,598	28,340	30,068	31,722
(+/-%)	14.3%	7.0%	2.7%	6.1%	5.5%
净利润(百万元)	4064	3187	3148	3553	3857
(+/-%)	1.3%	-21.6%	-1.2%	12.9%	8.5%
每股收益(元)	1.57	1.23	1.22	1.37	1.49
EBIT Margin	15.7%	10.9%	11.5%	12.5%	12.9%
净资产收益率 (ROE)	16.7%	13.1%	12.0%	12.6%	12.8%
市盈率 (PE)	7.7	9.8	9.9	8.8	8.1
EV/EBITDA	7.9	9.8	10.4	9.3	8.7
市净率 (PB)	1.28	1.28	1.19	1.11	1.03

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

公司研究 · 海外公司财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁 证券分析师：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004 S0980523070003

基础数据

投资评级 优于大市(维持)
合理估值 17.90 - 19.20 港元
收盘价 13.10 港元
总市值/流通市值 33857/33857 百万港元
52 周最高价/最低价 40.57/12.88 港元
近 3 个月日均成交额 427.84 百万港元

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

- 《李宁 (02331.HK) - 第一季度流水小幅增长，零售折扣同比收窄》——2024-04-23
- 《李宁 (02331.HK) - 2023 年收入增长 7%，年底库销比 3.6 个月》——2024-03-21
- 《李宁 (02331.HK) - 短期去库影响业绩，看好库存拐点驱动盈利修复》——2024-01-22
- 《李宁 (02331.HK) - 三季度流水增长 5% 左右，库销比同比增加》——2023-10-26
- 《李宁 (02331.HK) - 上半年收入增长 13%，跑步品类流水增长 33%》——2023-08-12

上半年收入增长 2%，中期派息率提升至 50%

收入增长 2%，毛利率同比提升，现金流增长 41%，中期分红率提升至 50%

2024 上半年公司收入同比+2.3%至 143.5 亿元；归母净利润同比-8.0%至 19.5 亿元。在消费疲软、线下客流下滑严重的负面因素扰动下，公司收入仍实现稳健增长，盈利水平符合管理层预期。

毛利率同比+1.6 个百分点至 50.4%，主要来自折扣改善和渠道结构变化贡献，其中直营、批发、电商毛利率分别同比增长低单位数、持平、增长中单位数；线下零售折扣及电商折扣均改善低单位数。

费用率方面，销售费用率同比+2.0 个百分点至 30.2%，销售费用增长主要由于体育大年背景下加大品牌营销投放，以及驱动流水复苏而增加的推广促销费用，其中广告与营销费用率同比+1.3 百分点。管理费用率基本保持稳定，同比+0.5 个百分点至 4.7%。费用端新增计提使用权资产减值和固定资产减值合计约 0.7 亿元，而去年上半年未计提，在下半年计提约 3.2 亿元。

经营利润率同比-0.9 个百分点至 16.7%，净利润率同比-1.5 个百分点至 13.6%。

现金流大幅增长，经营现金净流入同比+40.6%至 27.3 亿元；中期拟派发股息 37.75 分/股，股息支付率从去年同期 45%提升至 50%。

图1：公司营业收入及增速

图2：公司净利润及增速

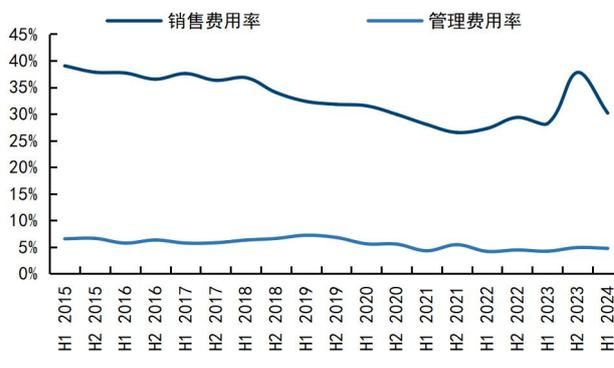
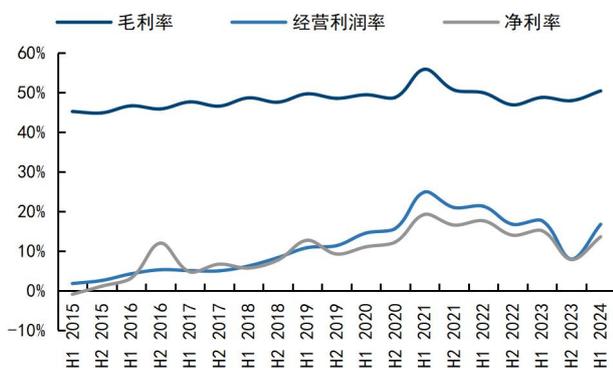


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司利润率水平

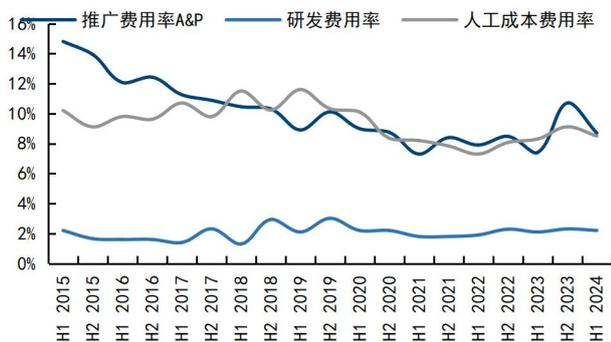
图4：公司费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司推广费用率、研发费用率、员工成本费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司经营现金流净额及净现比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

批发渠道收入与流水保持一致趋势，电商渠道收入引领增长

分渠道收入情况，总收入增长 2.3%至 143.5 亿元，批发/直营/电商/国际分别 -2.0%/+2.7%/+11.4%/-14.4%，占比分别为 46%/24%/28%/2%。

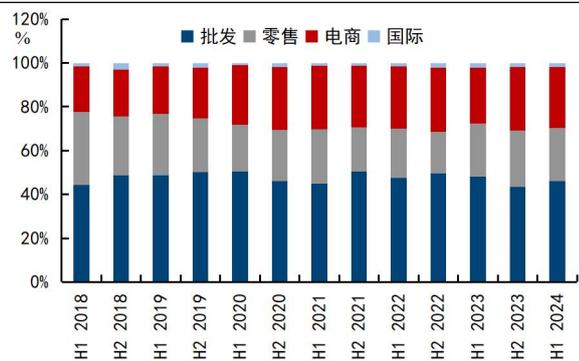
分渠道流水情况，上半年整体流水下降单位数，其中电商流水实现 10~20%中段增长，线下流水主要受客流下滑影响同比下降中单位数。

1) 批发渠道收入同比-2.0%至 65.9 亿元，不包含专业渠道发货的批发收入同比下降高单位数，批发流水下降幅度与收入保持一致趋势。店铺数同环比保持稳定，相较去年同期和年底分别持平/+2 家至 4744 家。

2) 直营渠道收入同比+2.7%至 35.0 亿元，直营收入增长主要由新开店增长贡献，店铺数相较去年同期和年底分别+72/-3 家至 1495 家。

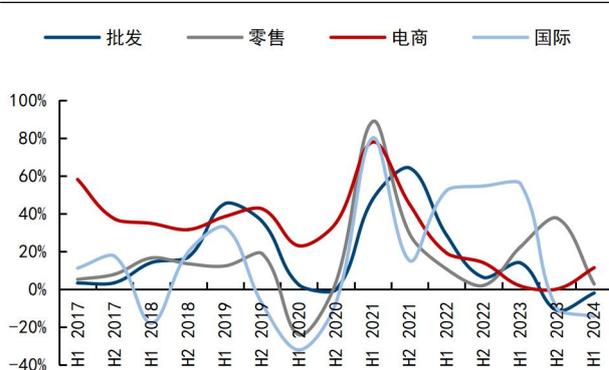
电商渠道收入同比+11.4%至 40.0 亿元，流水实现 10%~20%中段增长，电商客流提升 10%~20%中段，同时转化率保持稳定，折扣率同比改善低单位数。电商库存周转效率同比大幅改善。

图7: 公司分渠道收入占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司分渠道收入同比增长



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

跑步品类引领增长，三大核心系列销量突破500万

跑步品类增长 25%，超轻、赤兔、飞电三大核心跑鞋系列累计销售量突破 500 万双

1) 分鞋服收入：2024 上半年鞋/服/配收入分别+4.4%/-4.7%/+30.3%，鞋类/服装/配饰分别占比 54.7%/37.5%/7.8%；

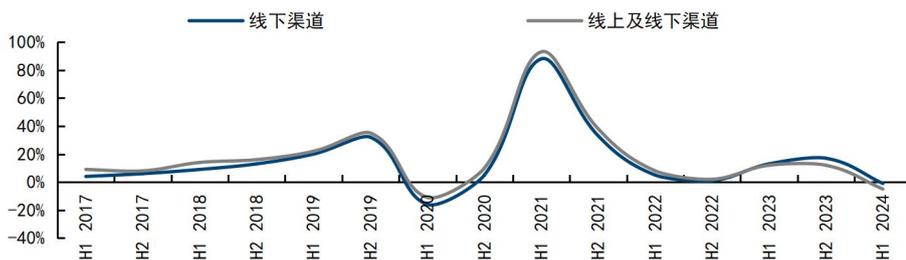
2) 分品类流水：专业品类拉动成长，跑步实现 25%增长。2024 上半年全渠道零售流水整体下降约 1%，跑步+25%，健身+7%，篮球-20%，运动生活-7%，跑步品类占比提升至 30%，篮球品类占比下滑至 22%，运动生活、健身品类占比基本稳定。

跑步：上半年超轻、赤兔、飞电三大核心跑鞋系列累计销售量突破 500 万双，其中赤兔 7Pro 表现尤为突出，上半年销售超过 190 万双，同比大幅提升。

篮球：上半年增速和占比下降，主要是由于目前整体篮球市场的增速放缓，以及受去年乱价窜货影响，公司有意控制篮球品类的发货量；尖货韦德、伽马系列市场热度高。

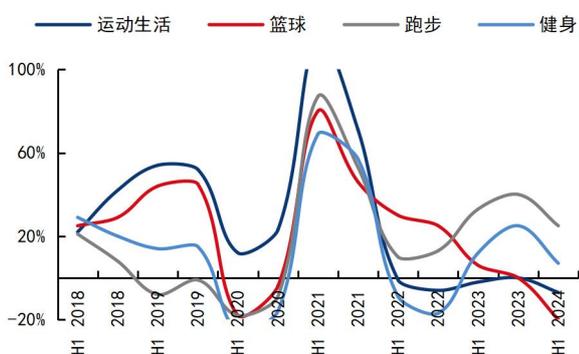
运动生活：soft 全系列上半年销售突破 100 万双，同比增长接近 4 倍。

图9：公司线下渠道及全渠道流水增速



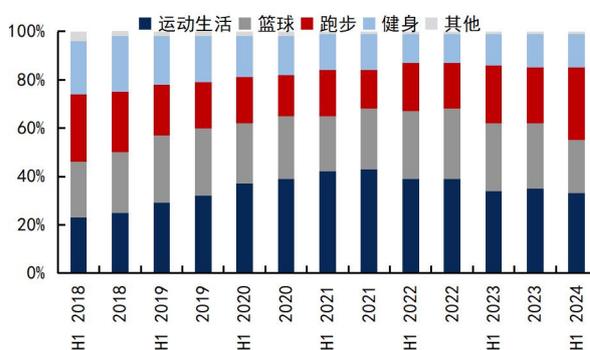
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司分品类流水增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司分品类流水占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

渠道库存健康，商品和渠道运营效率良好

渠道库存健康，保持高效营运资金周转

上半年公司6个月新品售罄率70~80%高段，期末全渠道库销比3.9个月，同比+0.1个月，6个月内的渠道新品库存比例83%，同比下降4个百分点，但明显优于2020年之前。

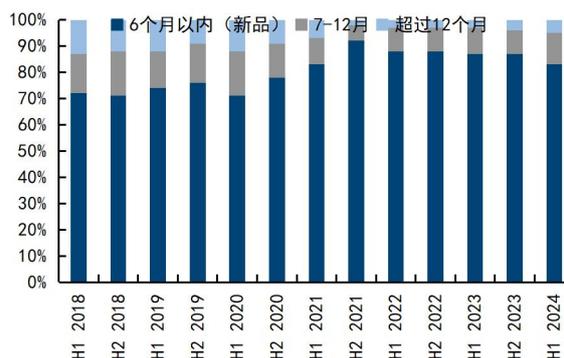
公司层面营运效率稳定，上半年公司存货周转天数62天，比去年同期增加5天；应收周转天数15天，同比增长1天；应付周转天数46天，同比增长5天。

图12: 公司渠道库存周转月数



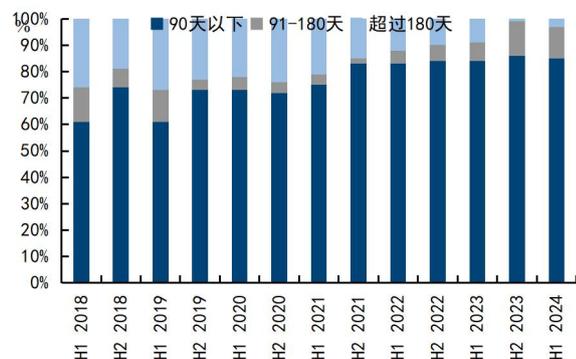
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 公司渠道库存库龄结构



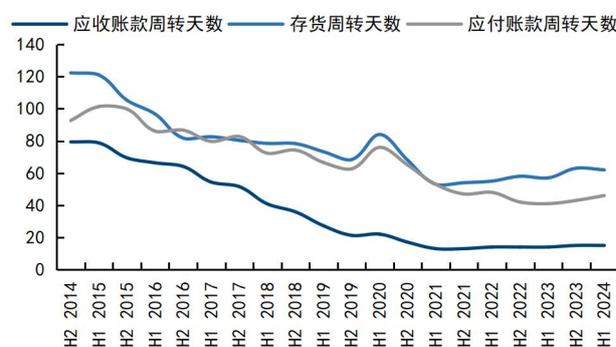
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 公司应收账款结构



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 公司应收、存货、应付周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

商品宽度增加，折扣改善带动件单价提升，客流下滑致销量下降，童装业务流水增长

商品运营：商品宽度增加，折扣率改善。产品策略上公司为适应不同层级市场拓宽产品价格带，商品宽度增加至20%~30%中段，同时商品深度下降10%~20%高段。新品3个月折扣率8折以上，同比略有改善；新品售罄率未达成目标，新品6个月的售罄率为70%~80%的高段，同比下降约3%。

量价拆分：折扣改善带动件单价提升，客流下滑致销量下降。线下折扣改善低单位数，带动平均件单价提升低单位数；受客流下滑中单位数影响，销量下降中单位数。

童装业务：流水增长中单位数，折扣改善带动件单价提升。李宁 YOUNG 全渠道零售流水提升中单位数，零售折扣改善低单位数，带动平均件单价提升中单位数；同时毛利率进一步改善。

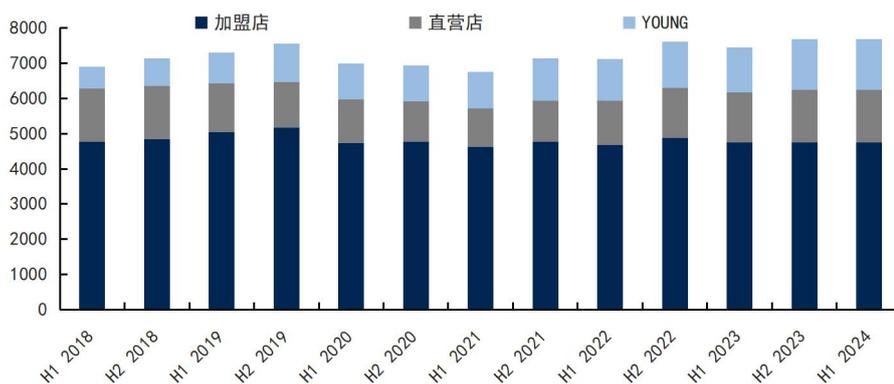
图16: 公司运营情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

门店数：2024 上半年门店数量 7677 家，较去年同期和年底分别+229/9 家。其中李宁大货及中国李宁同比+72 家至 6239 家，相比去年年底稳定（直营同比+72 家至 1495 家，加盟同比持平在 4744 家），李宁 YOUNG 同比+157 家至 1438 家。

图17: 公司店铺数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

分季度流水：2024 上半年整体流水下降低单位数，其中 Q1、Q2 全平台流水分别增长低单位数和下降低单位数，2024 第二季度整个平台/线下渠道/直营/批发/电商分别录得低单下降/中单下降/持平/高单下降/高单增长。

表1: 李宁季度同店与流水表现

时间	同店-全平台	同店-直营	同店-批发	同店-电商	流水-全平台	流水-线下	流水-直营	流水-批发	流水-电商
2021Q1	-	-	-	-	80%-90%高段	80%-90%低段	90%-100%低段	80%-90%低段	约 100%
2021Q2	80%-90%低段	90%-100%低段	70%-80%低段	80%-90%高段	90%-100%低段	80%-90%高段	80%-90%高段	80%-90%高段	90%-100%低段
2021Q3	20%-30%高段	30%-40%低段	20%-30%中段	30%-40%中段	40%-50%低段	30%-40%高段	30%-40%中段	30%-40%高段	50%-60%中段
2021Q4	20%-30%低段	20%-30%中段	10%-20%高段	20%-30%高段	30%-40%低段	20%-30%高段	20%-30%高段	20%-30%高段	40%-50%低段
2022Q1	20%-30%低段	20%-30%中段	10%-20%低段	30%-40%中段	20%-30%高段	20%-30%中段	30%-40%中段	20%-30%低段	30%-40%中段
2022Q2	10%-20%低段下降	10%-20%高段下降	10%-20%高段下降	低单	高单下降	高单下降	高单下降	高单下降	中单
2022Q3	高单	中单	高单	10%-20%中段	10%-20%中段	10%-20%中段	20%-30%低段	10%-20%低段	20%-30%中段
2022Q4	10%-20%高段下降	20%-30%高段	20%-30%低段	低单	10%-20%低段下降	10%-20%高段下降	10%-20%中段下降	20%-30%低段下降	中单
2023Q1	高单下降	低单下降	低单下降	20%-30%低段下降	中单	高单	10%-20%中段	中单	10%-20%低段下降
2023Q2	低单	高单	低单	低单	中双	10%-20%高段	20%-30%高段	中双	10%-20%低段
2023Q3	中单下降	中单	10%-20%低段下降	低单下降	中单	高单	20%-30%低段	低单	低单下降
2023Q4	10%-20%低段	30%-40%高段	中单	中单	20%-30%低段	20%-30%高段	50%-60%低段	10%-20%高段	中单
2024Q1	中单下降	低单下降	10%-20%中段下降	20%-30%低段增长	低单	低单下降	中单	中单下降	20%-30%低段
2024Q2	-	-	-	-	低单下降	中单下降	持平	高单下降	高单

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

2024 年指引收入增速下调至低单位数, 净利率维持低双位数

1、**2024 年收入指引:** 管理层指引公司 2024 年收入增长低单位数 (此前为中单位数)。

2、**净利率:** 管理层指引公司净利率保持低双位数。

投资建议: 经营稳健, 库存健康, 中长期继续看好专业品类成长空间

2024 上半年消费环境疲软、经营环境不佳, 公司仍实现收入正向增长, 分渠道看直营、电商渠道收入均正向增长, 批发流水下降幅度与收入保持一致趋势; 分品类看, 跑步品类持续引领增长, 跑鞋核心系列、篮球鞋尖货、运动生活 soft 系列上半年表现优异; 同时在折扣改善下毛利率提升。营运层面, 库存管控严格, 公司库存和渠道库存均处于健康水平, 为未来发展奠定良好基础。经营现金流大幅增长, 提高中期分红比例。中长期看, 公司销量百万双级的多款跑鞋 IP 形成专业产品矩阵, 证明品牌的专业度得到市场高度认可, 继续看好专业品类拉动成长。

基于下半年消费复苏趋势仍然较弱, 同时下半年营销支出预计环比上半年加大、利润率压力较大, 我们小幅下调盈利预测, 预计 2024-2026 年净利润分别为 31.5/35.5/38.6 亿元 (前值为 34.1/38.2/40.6 亿元), 同比-1.2%/+12.9%/+8.5%。基于盈利预测下调, 我们下调目标价至 17.9-19.2 港元 (前值为 24.3-25.7 港元), 对应 2024 年 13.5-14.5x PE, 维持“优于大市”评级。

表2: 盈利预测与市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,803	27,598	28,340	30,068	31,722
(+/-%)	14.3%	7.0%	2.7%	6.1%	5.5%
净利润(百万元)	4064	3187	3148	3553	3857
(+/-%)	1.3%	-21.6%	-1.2%	12.9%	8.5%
每股收益(元)	1.57	1.23	1.22	1.37	1.49
经营利润率	15.7%	10.9%	11.5%	12.5%	12.9%
净资产收益率(ROE)	16.7%	13.1%	12.0%	12.6%	12.8%
市盈率(PE)	7.7	9.8	9.9	8.8	8.1
EV/EBITDA	7.9	9.8	10.4	9.3	8.7
市净率(PB)	1.28	1.28	1.19	1.11	1.03

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理估算

表3: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			g	PEG
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
2331.HK	李宁	优于大市	12.15	1.23	1.22	1.37	9.9	10.0	8.8	5.6%	1.78
可比公司											
2020.HK	安踏体育	优于大市	60.65	3.61	4.75	4.76	16.8	12.8	12.7	14.8%	0.87
NKE.N	耐克	无评级	591.97	23.16	26.19	28.34	25.6	22.6	20.9	10.6%	2.13
LULU.O	露露乐蒙	无评级	1840.85	45.36	97.44	111.22	40.6	18.9	16.6	32.4%	0.58
平均值							21.2	18.1	16.7		1.19

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理;

注:无评级公司的EPS预测来自Bloomberg一致预期

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7382	5444	8253	10495	12979	营业收入	25803	27598	28340	30068	31722
应收款项	1688	2001	1894	2009	2120	营业成本	13319	14246	14369	15171	15938
存货净额	2428	2493	2666	2810	2946	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	254	221	69	74	78	销售费用	7314	9080	9448	9814	10290
流动资产合计	12395	13653	16376	18881	21616	管理费用	1113	1256	1865	1929	1988
固定资产	3235	4124	5161	5647	6076	财务费用	(327)	(319)	(203)	(236)	(271)
无形资产及其他	2239	2405	1804	1202	601	投资收益	201	378	218	231	220
投资性房地产	14408	12419	12419	12419	12419	资产减值及公允价值变动	24	20	20	21	23
长期股权投资	1369	1607	1607	1607	1607	其他收入	805	524	1085	1079	1106
资产总计	33647	34208	37367	39757	42320	营业利润	5415	4256	4183	4722	5125
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	2984	2832	3151	3321	3482	利润总额	5415	4256	4183	4722	5125
其他流动负债	4256	4436	5545	5811	6091	所得税费用	1351	1069	1035	1168	1268
流动负债合计	7241	7268	8696	9132	9573	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	4064	3187	3148	3553	3857
其他长期负债	2074	2533	2533	2533	2533	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	2074	2533	2533	2533	2533	净利润	4064	3187	3148	3553	3857
负债合计	9315	9801	11229	11664	12106	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	2	0	0	0	0	折旧摊销	1429	1429	1084	1137	1195
股东权益	24329	24407	26138	28093	30214	公允价值变动损失	(24)	(20)	(20)	(21)	(23)
负债和股东权益总计	33647	34208	37367	39757	42320	财务费用	(327)	(319)	(203)	(236)	(271)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1318)	(318)	1514	172	191
每股收益	1.57	1.23	1.22	1.37	1.49	其它	(0)	0	0	0	0
每股红利	0.90	0.62	0.55	0.62	0.67	经营活动现金流	4150	4278	5726	4841	5220
每股净资产	9.41	9.44	10.11	10.87	11.69	资本开支	(3062)	(2338)	(1500)	(1000)	(1000)
ROIC	14%	10%	11%	14%	15%	其它投资现金流	(6843)	(403)	0	0	0
ROE	17%	13%	12%	13%	13%	投资活动现金流	(10007)	(2978)	(1500)	(1000)	(1000)
毛利率	48%	48%	49%	50%	50%	权益性融资	0	8572	0	0	0
EBIT Margin	16%	11%	11%	12%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	16%	15%	16%	17%	支付股利、利息	(1335)	(1569)	(1417)	(1599)	(1736)
收入增长	14%	7%	3%	6%	6%	其它融资现金流	1163	(8673)	0	0	0
净利润增长率	1%	-22%	-1%	13%	9%	融资活动现金流	(1506)	(3238)	(1417)	(1599)	(1736)
资产负债率	28%	29%	30%	29%	29%	现金净变动	(7363)	(1938)	2809	2242	2484
息率	3.9%	4.6%	4.2%	4.7%	5.1%	货币资金的期初余额	14745	7382	5444	8253	10495
P/E	7.7	9.8	9.9	8.8	8.1	货币资金的期末余额	7382	5444	8253	10495	12979
P/B	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0	企业自由现金流	94	1031	3550	3135	3476
EV/EBITDA	7.9	9.8	10.4	9.3	8.7	权益自由现金流	1503	(7403)	3703	3312	3680

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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