

华利集团 (300979.SZ)

第三季度销量驱动收入增长 18%，投资扩产积极

优于大市

核心观点

第三季度销量驱动收入快速增长，毛利率净利率稳定在较高水平。第三季度公司收入同比增长 18.5%至 60.4 亿元，主要受销量带动；归母净利润同比增长 16.1%至 9.6 亿元。毛利率同比提升 0.5 个百分点至 27.0%；整体费用率稳定，同比+0.2 个百分点至 6.5%，除管理费用外其他各项费用率均同比改善，其中财务费用率同比-0.9 个百分点至-0.9%，预计主要受益于汇兑收益贡献；管理费用率同比+1.3 个百分点至 5.7%，主要系本期公司收入与净利润上升，计提的薪酬绩效增加以及计提员工长期服务金增加。营业利润率同比提升 0.4 个百分点至 20.5%；主要因香港子公司增加对母公司的分红而计提的所得税费用增加，所得税率从去年同期 19.1%提升至今年 21.8%，进而归母净利润率同比小幅下降 0.3 个百分点至 16.0%，处于历史较高水平。

第三季度量增价减，资本开支增加用于产能扩张。拆分量价来看，前三季度销售运动鞋 1.63 亿双，同比+20.4%；其中第三季度销量同比+22.2%至 0.55 亿双，单价约为 109.8 元人民币，同比-3.0%，单价下跌预计主要来自于品牌结构变化，以季度平均汇率推算，美元角度单价为 15.4 美元，同比-2.4%。第三季度营运资金周转天数维持稳定，存货周转天数同比-5 天至 63 天，应收周转天数、应付周转天数分别同比-1/+1 天。资本开支同比+54.7%至 3.6 亿元，主要用于产能建设，未来两年预计越南、印尼共投产 5-6 家工厂左右，每年资本开支预计维持在 10-15 亿元的水平。

国际品牌今年补库带动供应商订单增长，丰泰以外台企代工同行三季度订单增速普遍环比向上。公司核心客户于去年年底库存去化基本完成，Deckers 自身销售表现优异，耐克等其他品牌虽短期增速放缓，但基于今年补库需求以及和华利的深度合作关系，订单预计显著高于品牌自身增速，此外华利还有景气度高的锐步、昂跑等次新客户订单快速增长。台企代工同行三季度营收表现积极，全年展望乐观。

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：公司客户拓展顺利，产能扩张积极，看好未来持续保持出色的成长和盈利能力。中长期来看，公司目前已切入新的头部国际品牌客户阿迪达斯，同时部分近两年拓展的客户仍处于快速成长期，公司产能扩张进程有望进一步加速，预计未来 2 年增加 5-6 个工厂左右，扩张市场份额前景明确。我们维持盈利预测，预计公司 2024~2026 年净利润分别为 39.0/44.3/50.3 亿元，同比+22.0%/13.4%/13.5%，维持 73.1~79.5 元的合理估值区间，对应 2024 年 22-24x PE，维持“优于大市”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 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 73.10 - 79.50 元
收盘价 69.33 元
总市值/流通市值 80908/80908 百万元
52 周最高价/最低价 85.00/45.33 元
近 3 个月日均成交额 154.34 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) - 上半年销量驱动收入增长 25%，毛利率提升至 28%》——2024-08-23
《华利集团 (300979.SZ) - 上半年收入及净利润预增 20~30%，客户份额稳健提升》——2024-07-19
《华利集团 (300979.SZ) - 一季度收入增长 30%，毛利率净利率显著提升》——2024-04-26
《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

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	24,136	27,726	31,384
(+/-%)	17.7%	-2.2%	20.0%	14.9%	13.2%
净利润(百万元)	3228	3200	3904	4428	5025
(+/-%)	16.6%	-0.9%	22.0%	13.4%	13.5%
每股收益(元)	2.77	2.74	3.35	3.79	4.31
EBIT Margin	20.4%	20.4%	21.1%	20.9%	20.9%
净资产收益率 (ROE)	24.5%	21.2%	22.9%	23.0%	23.1%
市盈率 (PE)	25.1	25.3	20.7	18.3	16.1
EV/EBITDA	17.8	17.9	15.4	13.6	12.1
市净率 (PB)	6.13	5.35	4.74	4.20	3.71

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

第三季度销量驱动收入快速增长，毛利率净利率稳定在较高水平

第三季度收入同比增长 18%，归母净利润同比增长 16%。受益于今年下游品牌客户去库完成进入补库阶段，以及公司客户结构优质、与老客户深度绑定且持续拓展新客户贡献增量，今年公司订单饱满。第三季度公司收入同比增长 18.5%至 60.4 亿元，主要受销量带动；归母净利润同比增长 16.1%至 9.6 亿元。

盈利能力稳健，毛利率净利率稳定在较高水平。毛利率同比提升 0.5 个百分点至 27.0%；整体费用率稳定，同比+0.2 个百分点至 6.5%，除管理费用外其他各项费用率均同比改善，其中财务费用率同比-0.9 个百分点至-0.9%，预计主要受益于汇兑收益贡献；管理费用率同比+1.3 个百分点至 5.7%，主要系本期公司收入与净利润上升，计提的薪酬绩效增加以及计提员工长期服务金增加。营业利润率同比提升 0.4 个百分点至 20.5%；主要因香港子公司增加对母公司的分红而计提的所得税费用增加，所得税率从去年同期 19.1%提升至今年 21.8%，进而归母净利率同比小幅下降 0.3 个百分点至 16.0%，处于历史较高水平。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



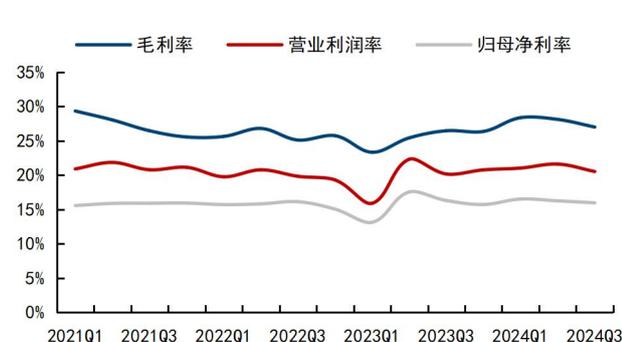
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



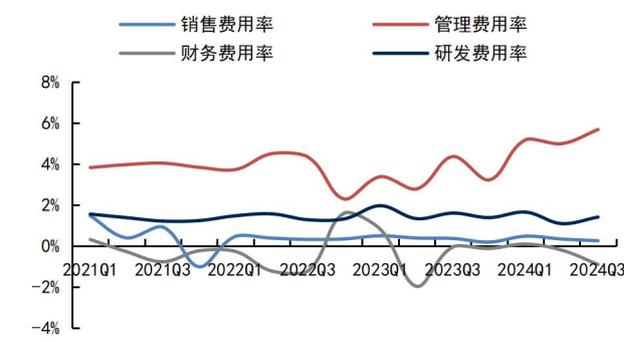
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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：公司期间费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

第三季度量增价减，销量增长环比提速。拆分量价来看，前三季度销售运动鞋 1.63 亿双，同比+20.4%；其中第三季度销量同比+22.2%至 0.55 亿双，单价约为 109.8 元人民币，同比-3.0%，单价下跌预计主要来自于品牌结构变化，以季度平均汇率推算，美元角度单价为 15.4 美元，同比-2.4%。

图5：华利集团业绩拆分一图概览

	2021	2022	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3
总收入(亿元)	174.70	205.69	201.14	47.65	67.07	60.39
分量价						
销量(百万双)	210.87	220.68	190.11	45.63	62.37	55.00
单价(人民币口径)	82.67	93.01	105.61	104.43	107.53	109.81
分客户						
客户一	61.81	79.22	76.09			
客户二	37.63	39.55	40.60			
客户三	32.08	34.14	23.67			
客户四	18.93	22.28	14.03			
客户五	9.65	12.53	11.30			
其他	14.22	17.52	35.10			
总收入YOY	25.4%	17.7%	-2.2%	30.2%	20.8%	18.5%
分量价						
销量	29.5%	4.7%	-13.9%	18.4%	18.9%	22.2%
单价	-3.1%	12.5%	13.6%	10.0%	1.6%	-3.0%
毛利率	27.2%	25.9%	25.6%	28.4%	28.1%	27.0%
费用率	5.4%	5.2%	4.9%	7.4%	6.2%	6.5%
销售费用	0.4%	0.4%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%
管理费用	3.9%	3.8%	3.4%	5.2%	5.0%	5.7%
研发费用	1.3%	1.4%	1.5%	1.7%	1.1%	1.4%
财务费用	-0.3%	-0.3%	-0.4%	0.1%	-0.2%	-0.9%
经营利润	37.02	41.05	40.56	10.02	14.50	12.40
比率	21.2%	20.0%	20.2%	21.0%	21.6%	20.5%
营业外收支	-0.17	-0.15	-0.20	-0.04	-0.01	-0.05
比率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%
利润总额	36.84	40.90	40.36	9.98	14.49	12.35
比率	21.1%	19.9%	20.1%	20.9%	21.6%	20.5%
所得税	9.17	8.62	8.36	2.10	3.58	2.70
所得税率	24.9%	21.1%	20.7%	21.1%	24.7%	21.8%
净利润	27.68	32.28	32.00	7.87	10.91	9.65
比率	15.8%	15.7%	15.9%	16.5%	16.3%	16.0%
YoY	47.3%	16.6%	-0.9%	63.7%	11.9%	16.1%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

营运资金周转效率稳定，资本开支增加用于产能扩张。第三季度营运资金周转天数维持稳定，存货周转天数同比-5 天至 63 天，应收周转天数、应付周转天数分别同比-1/+1 天。资本开支同比+54.7%至 3.6 亿元，主要用于产能建设，未来两年预计越南、印尼共投产 5-6 家工厂左右，每年资本开支预计维持在 10-15 亿元的水平。

图6: 公司资本开支情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

行业: 国际品牌今年补库带动供应商订单增长, 丰泰以外台企代工同行三季度订单增速普遍环比向上

核心品牌客户于去年年底库存去化基本完成: 公司前五大客户, 耐克、Deckers、VF、PUMA、UA 品牌库存情况来看, 经历了约 1 年左右的去库, 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; VF、UA 去库进展相对落后, 但到 2023 年年底也已有明显进展。截至今年一季度末, 各品牌库存金额进一步实现同环比下降, 库销比同环比下降明显, 其中耐克、Deckers 库销比(存货/过去 1 年平均月成本)在 3 左右。截至三季度或二季度末, 各品牌库存金额环比上升, 库销比也有所提升, 但仍处于健康可控水平。

从品牌营收增长来看, Deckers 持续表现优异, 耐克等其他品牌虽短期增速放缓, 但基于今年补库需求以及和华利的深度合作关系, 华利品牌订单预计显著高于品牌自身增速, 此外华利还有景气度高的锐步、昂跑等次新客户订单快速增长。

台企代工同行第三季度增长基本均环比提速或降幅收窄, 三季度裕元、志强、儒鸿、聚阳、东隆兴、威宏均实现同比增长, 其中裕元、志强、儒鸿、东隆兴增速超过 20%, 丰泰主要受耐克销售放缓影响、三季度营收相对承压, 但预计四季度将有所好转。单 9 月代工台企营收基本均实现同比增长。聚阳营收创下单季最高, 管理层表示创收高主要反映产业旺季、接单畅旺, 四季度表现一般弱于三季度, 但预期季减幅度将较往年收窄。

图8: 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 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	Q2 2024	Q3 2024						
耐克	-2.0%	88.0%	12.0%	0.0%	8.0%	3.0%	10.0%	27.0%	19.0%	8.0%	2.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%						
Deckers	49.7%	78.2%	15.8%	10.2%	31.2%	21.8%	21.3%	13.3%	7.6%	11.1%	24.2%	15.1%	21.1%	23.0%	20.4%						
VF	22.8%	103.9%	22.6%	22.0%	9.4%	3.1%	-3.7%	-2.6%	-3.0%	-8%	-4.0%	-17.0%	-13.0%	-8.0%							
PUMA	25.8%	96.0%	20.4%	14.0%	19.7%	18.4%	16.9%	21.1%	14.4%	11.1%	6.0%	-4.0%	0.5%	2.1%							
UA	35.1%	91.0%	7.9%	8.9%	3.5%	-0.2%	1.8%	3.4%	7.5%	-1.0%	-1.1%	-7.0%	-5.0%	-10.0%							

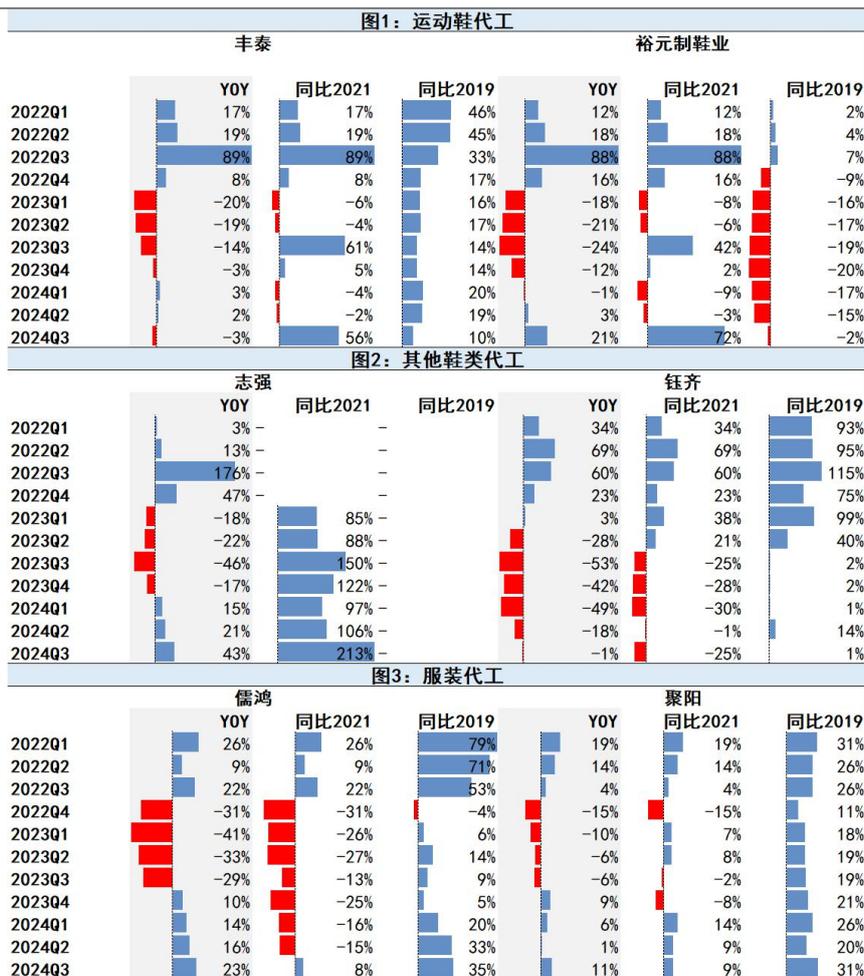
报表存货YOY																					
	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024						
耐克	15.3%	-7.0%	-0.1%	6.8%	15.0%	22.8%	44.2%	43.3%	15.6%	0.4%	-10.0%	-14.4%	-13.2%	-11.1%	-5.1%						
Deckers	-10.7%	5.2%	31.4%	80.4%	82.1%	83.4%	45.4%	31.3%	5.1%	-11.8%	-21.5%	-25.5%	-11.0%	1.7%	7.1%						
VF	-17.9%	-13.3%	2.1%	19.6%	33.6%	92.4%	87.7%	101.4%	61.6%	19.0%	-9.8%	-17.1%	-23.0%	-24.3%							
PUMA	8.3%	7.7%	11.6%	31.1%	32.2%	42.9%	72.3%	50.5%	32.7%	8.1%	-20.3%	-19.6%	-16.8%	-8.6%							
UA	-9.4%	-26.5%	-20.7%	-9.4%	-3.2%	8.3%	29.0%	50.1%	44.4%	38.4%	5.9%	-9.3%	-19.5%	-15.2%							

库销比 (存货/过去1年平均月成本)																					
	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	Q2 2024	Q3 2024						
耐克	3.68	3.35	3.18	3.12	3.67	4.00	4.50	4.11	3.76	3.51	3.59	3.31	3.23	3.17	3.59						
Deckers	2.85	4.30	5.76	4.62	3.94	6.22	6.46	4.87	3.55	4.91	4.67	3.45	2.99	4.69	4.67						
VF	2.92	3.03	3.50	2.93	3.16	5.13	6.01	5.66	4.99	6.13	5.47	4.98	4.22	5.12							
PUMA	5.08	5.11	4.78	5.05	5.16	5.96	6.64	5.91	5.46	5.34	4.69	4.69	4.71	5.23							
UA	4.18	3.82	3.62	3.45	3.42	3.91	4.28	4.63	4.39	4.88	4.29	4.23	3.74	4.50							

报表存货金额																					
	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	Q2 2024	Q3 2024						
耐克	6693	6854	6699	6506	7700	8420	9662	9326	8905	8454	8698	7979	7726	7519	8253						
Deckers	278	458	636	551	507	840	925	723	533	741	726	539	474	753	778						
VF	1062	1217	1465	1287	1419	2341	2750	2592	2293	2787	2481	2148	1766	2111							
PUMA	1224	1389	1364	1492	1618	1984	2350	2245	2147	2146	1874	1804	1786	1961							
UA	852	881	838	811	824	954	1080	1218	1190	1320	1144	1104	959	1120							

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 台企运动鞋服代工同行季度营收增长环比改善 (美元口径)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议：公司客户拓展顺利，产能扩张积极，看好未来持续保持出色的成长和盈利能力

基于今年下游品牌客户补库、各品牌客户基本均有正向增长、部分高景气赛道客户快速增长，今年前三季度公司订单和营收均保持领先行业的、高双位数的增长，同时毛利率、净利率维持在较高水平，今年全年订单和业绩增长确定性强。中长期来看，公司目前已切入新的头部国际品牌客户阿迪达斯，同时部分近两年拓展的客户仍处于快速成长期，公司产能扩张进程有望进一步加速，预计未来2年增加5-6个工厂左右，扩张市场份额前景明确。

我们维持盈利预测，预计公司2024~2026年净利润分别为39.0/44.3/50.3亿元，同比+22.0%/13.4%/13.5%，维持73.1~79.5元的合理估值区间，对应2024年22-24x PE，维持“优于大市”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	24,136	27,726	31,384
(+/-%)	17.7%	-2.2%	20.0%	14.9%	13.2%
净利润(百万元)	3228	3200	3904	4428	5025
(+/-%)	16.6%	-0.9%	22.0%	13.4%	13.5%
每股收益(元)	2.77	2.74	3.35	3.79	4.31
EBIT Margin	20.4%	20.4%	21.1%	20.9%	20.9%
净资产收益率(ROE)	24.5%	21.2%	22.9%	23.0%	23.1%
市盈率(PE)	25.1	25.3	20.7	18.3	16.1
EV/EBITDA	17.8	17.9	15.4	13.6	12.1
市净率(PB)	6.13	5.35	4.74	4.20	3.71

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)	
				2023A	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023-2025	2024	
300979.SZ	华利集团	优于大市	70.8	2.74	3.35	3.79	25.8	21.1	18.7	17.6%	1.20	825.9
可比公司												
2313.HK	申洲国际	优于大市	56.5	3.03	3.93	4.57	18.7	14.4	12.4	22.8%	0.63	848.6
9910.TW	丰泰企业	无评级	34.06	1.17	1.55	1.78	29.2	22.0	19.1	23.6%	0.93	310.5
1477.TW	聚阳实业	无评级	84.12	3.82	4.33	4.98	22.0	19.4	16.9	14.2%	1.37	191.6
1476.TW	儒鸿	无评级	131.66	4.37	5.78	6.42	30.2	22.8	20.5	21.3%	1.07	333.5
NKE.N	耐克	无评级	561.44	23.16	26.56	20.11	24.2	21.1	27.9	-6.8%	-3.10	8343.7

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：无评级公司盈利预测来自Bloomberg、Wind一致预期

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	5460	6642	8154	营业收入	20569	20114	24136	27726	31384
应收款项	3164	3782	3939	4668	5436	营业成本	15250	14967	17470	20212	22861
存货净额	2464	2741	3265	3608	4199	营业税金及附加	3	5	6	6	7
其他流动资产	261	373	406	444	537	销售费用	77	70	96	110	125
流动资产合计	11504	13118	15412	17703	20668	管理费用	772	689	1181	1270	1435
固定资产	4221	4796	5302	5708	6018	研发费用	291	309	314	360	408
无形资产及其他	437	557	536	515	493	财务费用	(65)	(89)	(82)	(94)	(107)
投资性房地产	949	976	976	976	976	投资收益	68	52	62	72	81
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(143)	(208)	(143)	(180)	(204)
资产总计	17110	19447	22227	24902	28155	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	5095	5777	6557
应付款项	1502	1793	2134	2310	2727	营业外净收支	(15)	(20)	(24)	(27)	(31)
其他流动负债	1507	1585	1852	2127	2439	利润总额	4090	4036	5071	5750	6526
流动负债合计	3743	4169	4987	5437	6166	所得税费用	862	836	1166	1323	1501
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	3904	4428	5025
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	5158	5620	6361	净利润	3228	3200	3904	4428	5025
少数股东权益	0	7	7	7	7	资产减值准备	93	(78)	47	13	12
股东权益	13195	15109	17061	19275	21788	折旧摊销	564	662	480	578	652
负债和股东权益总计	17110	19447	22227	24902	28155	公允价值变动损失	143	208	143	180	204
关键财务与估值指标						财务费用	(65)	(89)	(82)	(94)	(107)
每股收益	2.77	2.74	3.35	3.79	4.31	营运资本变动	(657)	(755)	(47)	(635)	(700)
每股红利	1.15	1.25	1.67	1.90	2.15	其它	(93)	78	(47)	(13)	(12)
每股净资产	11.31	12.95	14.62	16.52	18.67	经营活动现金流	3277	3316	4481	4551	5181
ROIC	31%	27%	30%	32%	34%	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%	28%	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%	20%	15%	13%	支付股利、利息	(1345)	(1463)	(1952)	(2214)	(2513)
净利润增长率	17%	-1%	22%	13%	13%	其它融资现金流	(1439)	1129	209	0	0
资产负债率	23%	22%	23%	23%	23%	融资活动现金流	(3940)	(1791)	(1744)	(2214)	(2513)
息率	1.7%	1.8%	2.4%	2.7%	3.1%	现金净变动	(788)	259	1581	1181	1512
P/E	25.1	25.3	20.7	18.3	16.1	货币资金的期初余额	4408	3620	3879	5460	6642
P/B	6.1	5.4	4.7	4.2	3.7	货币资金的期末余额	3620	3879	5460	6642	8154
EV/EBITDA	17.8	17.9	15.4	13.6	12.1	企业自由现金流	0	2244	3197	3245	3856
						权益自由现金流	0	3373	3486	3278	3897

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 ±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 ±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