

2024年11月25日

## 李宁 (02331.HK)

——聚焦单品牌多品类，以研发设计引领品牌价值提升

投资评级：买入（首次）

## 投资要点：

## 证券分析师

丁一  
SAC: S1350524040003  
dingyi@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2024年11月22日

收盘价 (港元)	15.68
一年内最高/最低 (港元)	24.60/12.56
总市值 (百万港元)	40,524.65
流通市值 (百万港元)	40,524.65
资产负债率 (%)	27.10

资料来源：聚源数据

公司聚焦“单品牌、多品类、多渠道”策略，凭借“国潮风”快速发展。近年，公司维持单品牌战略，持续专注跑步、篮球、羽毛球、健身和运动生活五大核心品类，开发运动专业性与时尚设计兼具的产品。渠道方面，公司持续优化线下渠道布局，直营与批发渠道协同发展，并相继推出品牌旗舰店、李宁 1990、中国李宁、篮球主场店、李宁 YOUNG 的不同类型店铺满足线下客群需求；同时，公司兼顾线上渠道发展，持续拓展抖音、天猫、京东等线上渠道的发展潜力。

公司注重发展创新能力，产品及科技革新引领行业。公司为运动服饰国牌头部品牌，产品设计及研发能力常年位于行业前列。公司长期重视研发投入，2018年-2024H1研发费率维持于2.2%左右。持续的研发投入驱动公司产品力及品牌力提升，以鞋履为例，自2004年品牌首款篮球鞋 Free Jumper 搭载“B+C”大底开始，公司不断创新各类鞋履大底科技，从缓震结构、缓震材料再到极致零量化科技，品牌先后推出“弓”、“云”、“霏”、“弼”等核心运动鞋履科技，为公司产品力背书，夯实了专业与时尚兼具的品牌形象。

电商近年快速发展，线下渠道中直营占比快速修复。据财报，受益于电商平台崛起，公司近年线上渠道发展迅速，24H1公司电商渠道营收占比较2019年增长5.4 pct至27.9%，为营收增长新驱动；此外，受疫后线下消费场景修复及公司直营体系发展，直营渠道营收占比提升至24.4%，接近2019年水平，伴随公司发展直营体系，直营占比有望进一步提升；公司海外业务占比近5年保持平稳，但据中服圈公司已开始筹备新合资公司开拓海外市场，有望推动品牌世界化发展。

盈利预测与评级：李宁作为国内头部运动服饰公司，聚焦“单品牌、多品类、多渠道”的发展规划，通过研发投入持续迭代公司鞋履/服饰相关核心技术，并延续时尚设计，产品长期兼顾专业性及时尚性，持续推高品牌力，筑高竞争壁垒，积极的渠道调整及创新能力有望构筑公司长期的增长驱动。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别31.26亿元/34.45亿元/38.76亿元。我们选择与公司同属运动服饰行业的安踏体育、波司登为可比公司，2024年平均PE为14.1X，李宁2024年对应PE为12.0X，考虑到公司在运动服饰赛道的品牌地位、产品研发能力及营销能力位于上乘，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示。线下消费复苏不及预期；渠道调整不及预期；行业竞争压力加大。

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	25803.38	27598.49	28161.22	29869.59	31907.36
同比增长率 (%)	14.31%	6.96%	2.04%	6.07%	6.82%
归母净利润 (百万元)	4063.83	3186.91	3125.51	3445.42	3875.85
同比增长率 (%)	1.32%	-21.58%	-1.93%	10.24%	12.49%
每股收益 (元/股)	1.55	1.23	1.21	1.33	1.50
ROE (%)	16.70%	13.06%	11.99%	11.68%	11.62%
市盈率 (P/E)	9.34	11.78	12.01	10.89	9.68

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

李宁作为国内头部运动服饰公司，聚焦“单品牌、多品类、多渠道”的发展规划，通过研发投入持续迭代公司鞋履/服饰相关核心技术，并延续时尚设计，产品长期兼顾专业性及时尚性，持续推高品牌力，筑高竞争壁垒，积极的渠道调整及创新能力有望构筑公司长期的增长驱动。我们预计公司 2024–2026 年归母净利润分别 31.26 亿元/34.45 亿元/38.76 亿元。我们选择与公司同属运动服饰行业的安踏体育、波司登为可比公司，2024 年平均 PE 为 14.1X，李宁 2024 年对应 PE 为 12.0X，考虑到公司在运动服饰赛道的品牌地位、产品研发能力及营销能力位于上乘，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设

1) **销售费用率**，公司深耕运动服饰赛道多年，品牌影响力较强，销售费用投放效率逐步提升，因此预计 2024–2026 年公司销售费用率分别为 29.48%、29.10%、28.90%；

2) **管理费用率**，公司通过优化升级管理体系不断降低管理费用率，因此预计 2024–2026 年管理费用率分别为 4.40%、4.20%、4.00%。

### 投资逻辑要点

公司端：1) **产品力领先行业**：公司持续重视研发，鞋履与服饰端核心科技持续领先行业，且同时注重外观设计，做到产品兼具功能性及设计感，产品力较强；2) **营销力优秀**：公司持续整合重要体育资源并赞助大型体育赛事，并通过大秀积极宣传公司新品，品牌力强；3) **渠道调整**，近年公司电商及直营业务发展迅速，未来有望成为新增长点。

### 核心风险提示

线下消费复苏不及预期；渠道调整不及预期；行业竞争压力加大。

## 内容目录

---

1. 国潮设计引领行业时尚，产品科技筑高竞争壁垒 .....	5
1.1. 公司运营：专注“单品牌、多品类、多渠道”的运营策略 .....	5
1.2. 品牌形象：专业性与时尚设计并重，客群覆盖广泛 .....	6
2. 电商驱动公司业绩上行，费用管理逐步向好 .....	8
3. 盈利预测与评级 .....	10
3.1. 核心假设与盈利预测 .....	10
3.2. 首次覆盖给予“买入”评级 .....	10
4. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1: 公司聚焦“单品牌、多品类、多渠道”战略.....	5
图表 2: 公司近年直营、批发及李宁 YOUNG 渠道数量变动.....	5
图表 3: 公司近年直营渠道占比小幅提升.....	5
图表 4: 公司近年通过布局专业赛事赞助及产品推介会展示品牌形象.....	6
图表 5: 公司近年研发费用投入稳定.....	7
图表 6: 公司近年产品科技研发一览.....	7
图表 7: 公司跑鞋矩阵.....	8
图表 8: FY2019–FY2023 公司营收 CAGR 为 18.77%.....	8
图表 9: FY2019–FY2023 公司毛利 CAGR 为 18.35%.....	8
图表 10: FY2019–FY2023 公司归母净利 CAGR 为 20.75%.....	9
图表 11: FY24H1 公司管理费率为 4.74%.....	9
图表 12: 公司近年电商营收占比持续提升.....	9
图表 13: 李宁重点费率预测.....	10
图表 14: 李宁简易预测利润表（金额单位：亿元）.....	10
图表 15: 可比公司估值表.....	11

# 1. 国潮设计引领行业时尚，产品科技筑高竞争壁垒

## 1.1. 公司运营：专注“单品牌、多品类、多渠道”的运营策略

公司聚焦“单品牌、多品类、多渠道”策略，凭借“国潮风”快速发展。近年，公司维持单品牌战略，持续专注跑步、篮球、羽毛球、健身和运动生活五大核心品类，开发运动专业性与时尚设计兼具的产品。渠道方面，公司持续优化线下渠道布局，直营与批发渠道协同发展，并相继推出品牌旗舰店、李宁 1990、中国李宁、篮球主场店、李宁 YOUNG 的不同类型店铺满足线下客群需求；同时，公司兼顾线上渠道发展，持续拓展抖音、天猫、京东等线上渠道的发展潜力，据天下网商，主品牌 2024 年双十一位列天猫“运动户外品牌”及“运动品牌”销售榜 Top 4，电商发展成为近期公司营收新增增长点。

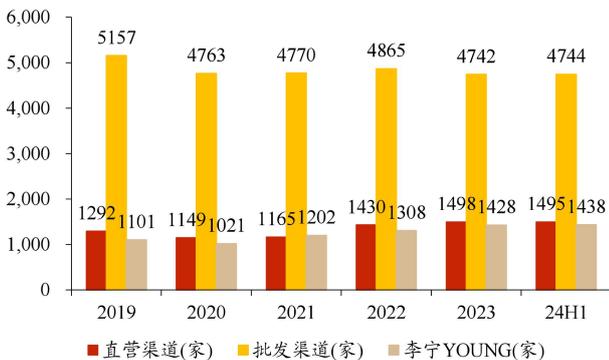
图表 1：公司聚焦“单品牌、多品类、多渠道”战略



资料来源：公司官网，华源证券研究所

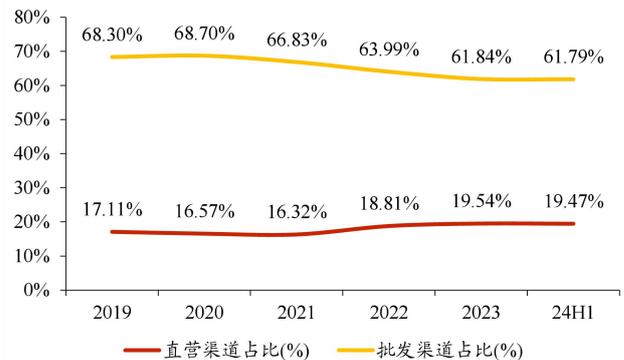
线下渠道发展由量向质转型，高质量发展为当前核心目标。近年，线下渠道发展由早年的求数量向现今的求质量转型，门店形象、坪效成为核心考核标准。截至 2024 年中报，公司整体渠道数量较 2019 年末净新增 127 家至 7677 家，通过升级店、高效店替换低效店的方式提升公司整体店效；2019 年至 24H1，公司直营渠道及李宁 YOUNG 渠道占比分别提升 2.36 pct/4.15 pct 至 19.47%/18.73%，直营渠道占比小幅提升有望驱动公司整体店铺形象提升。

图表 2：公司近年直营、批发及李宁 YOUNG 渠道数量变动



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 3：公司近年直营渠道占比小幅提升



资料来源：公司公告，华源证券研究所

**赞助体育赛事、全民运动打造专业品牌形象。**赛事资源方面，近年，公司借大型体育赛事（如奥运会）、全民运动会（如马拉松）等运动整合体育资源，赞助中国乒乓球奥运队、CBA 联赛各球队及赛事用球等方式提升品牌曝光度，并凸显品牌产品专业性。**大秀活动方面**，公司近期召开“以我为名”科技大秀，通过集中展示六大创新科技并发布旗舰级跑鞋产品等方式，解构公司旗舰产品拥有的核心科技，提升产品对目标客群的吸引力。

图表 4：公司近年通过布局专业赛事赞助及产品推介会展示品牌形象



资料来源：公司官网，华源证券研究所

## 1.2. 品牌形象：专业性与时尚设计并重，客群覆盖广泛

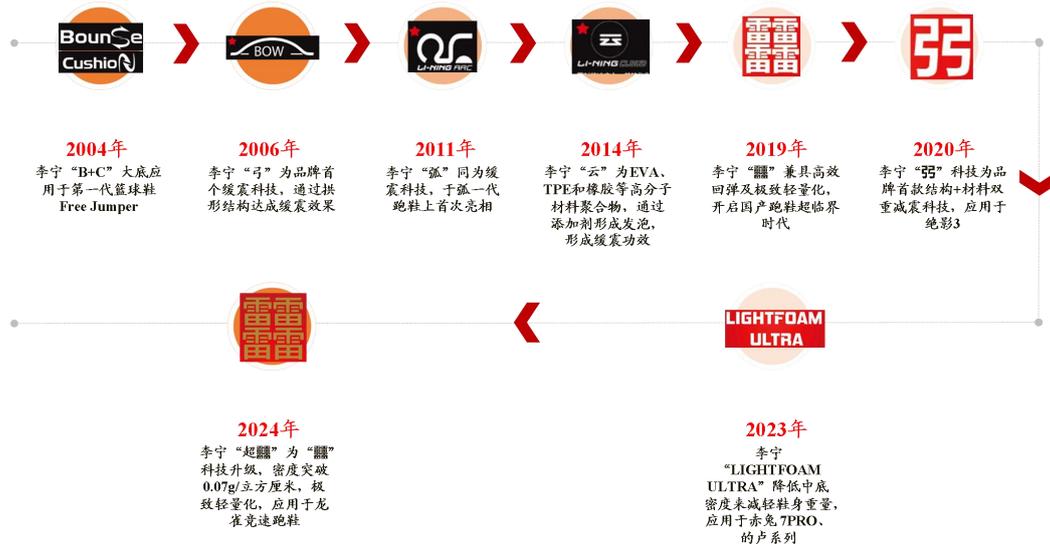
**公司注重发展创新能力，产品及科技革新引领行业。**公司为运动服饰国牌头部品牌，产品设计及研发能力常年位于行业前列。公司长期重视研发投入，2018 年-2024H1 研发费率维持于 2.2% 左右。持续的研发投入驱动公司产品力及品牌力提升，以鞋履为例，自 2004 年品牌首款篮球鞋 Free Jumper 搭载“B+C”大底开始，公司不断创新各类鞋履大底科技，从缓震结构、缓震材料再到极致零量化科技，品牌先后推出“弓”、“云”、“霏”、“弎”、“LIGHTFOAM ULTRA”等核心运动鞋履科技，为公司竞速跑鞋、越野跑鞋及篮球鞋等具备专业属性的运动鞋履完成产品力背书，夯实了专业与时尚兼具的品牌形象。

图表 5：公司近年研发费用投入稳定



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：公司近年产品科技研发一览



资料来源：L7SNEAKER 公众号，华源证券研究所

**产品定位清晰，覆盖客群多元化需求。**公司产品定位清晰，多条细分系列覆盖不同专业度、不同价格带、不同应用场景的多元化客群需求。以跑鞋为例，按应用场景可大致划分为竞速系列、弹速系列、保护系列及超轻系列，分别覆盖不同需求的跑步客群。除定位清晰，公司产品快速迭代持续满足客户需求升级。近年，品牌依托李宁“䨻”科技打造“超轻”、“赤兔”、“飞电”三大核心 IP，并逐年对其外观及应用科技进行迭代，此外，依托“超级䨻”（“䨻”科技升级）及“弎”科技分别打造龙雀及绝影 3，科技创新及外观设计引领行业，产品专业性与时尚设计并重。

图表 7：公司跑鞋矩阵

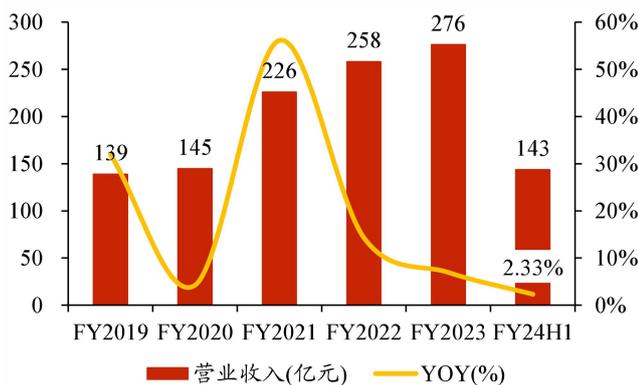


资料来源：李宁官方网站，华源证券研究所

## 2. 电商驱动公司业绩上行，费用管理逐步向好

**聚焦多品类，公司利润率逐步提升。**公司近年持续聚焦跑步、篮球等主要运动赛道，持续通过研发投入及赞助体育赛事等方式提升品牌形象，推动营收增长。FY24H1 公司营收/毛利分别为 143.45 亿元/72.36 亿元，同比分别+2.33%/+5.80%；FY2019–FY2023 公司营收/毛利 CAGR 分别为 18.77%/18.35%。FY24H1 公司毛利率较 FY2019 增长 1.37 pct 至 50.44%。**整体看，在公司近年研发与设计并重的发展规划下品牌力持续提升，营收及利润稳步增长。**

图表 8：FY2019–FY2023 公司营收 CAGR 为 18.77%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

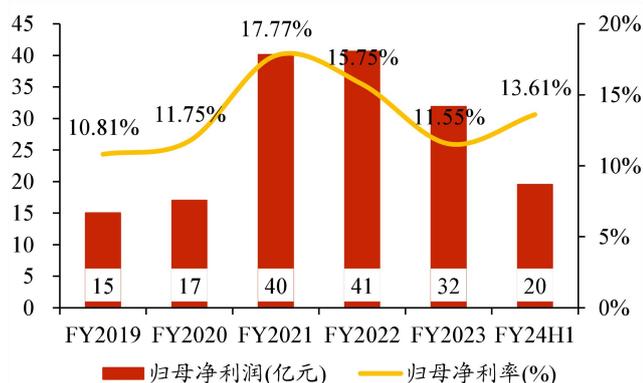
图表 9：FY2019–FY2023 公司毛利 CAGR 为 18.35%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

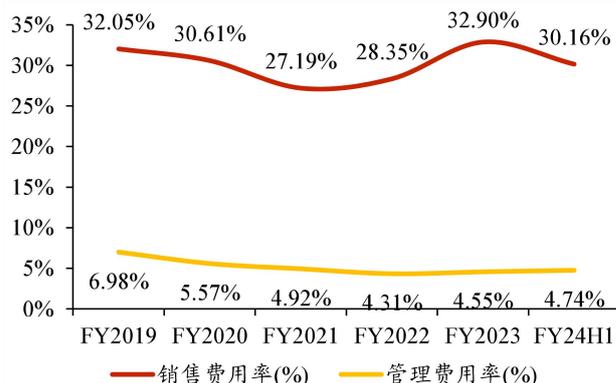
**管理费率近年管控良好，FY24H1 归母净利率明显改善。**在体育大年等外部因素影响下，公司近年费率及净利率出现波动，但整体看，公司通过提高经营效率持续优化管理费率，24H1 管理费率为 4.74%，此外，销售费率呈改善迹象，推动公司近年净利率向好，FY2019–FY2023 归母净利润 CAGR 为 20.75%，FY24H1 归母净利率升至 13.61%，较 2023 年底有明显改善。

图表 10: FY2019-FY2023 公司归母净利 CAGR 为 20.75%



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

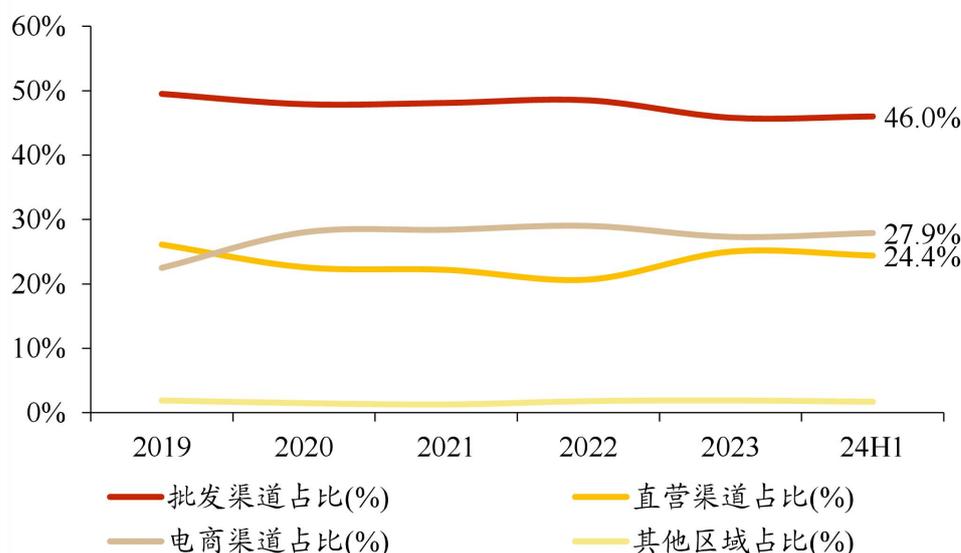
图表 11: FY24H1 公司管理费率为 4.74%



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

**电商近年快速发展, 线下渠道中直营占比快速修复。**据财报, 受益于电商平台崛起, 公司近年线上渠道发展迅速, 24H1 公司电商渠道营收占比较 2019 年增长 5.4 pct 至 27.9%, 为营收增长新驱动; 此外, 受疫后线下消费场景修复及公司直营体系发展, 直营渠道营收占比提升至 24.4%, 接近 2019 年水平, 伴随公司发展直营体系, 直营占比有望进一步提升; 公司海外业务占比近 5 年保持平稳, 但据中服圈公众号, 公司已开始筹备新合资公司开拓海外市场, 有望推动品牌世界化发展。

图表 12: 公司近年电商营收占比持续提升



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

### 3. 盈利预测与评级

#### 3.1. 核心假设与盈利预测

**期间费率端：**1) **销售费用率**，公司深耕运动服饰赛道多年，品牌影响力较强，销售费用投放效率逐步提升，因此预计 2024–2026 年公司销售费用率分别为 29.48%、29.10%、28.90%；2) **管理费用率**，公司通过优化升级管理体系不断降低管理费用率，因此预计 2024–2026 年管理费用率分别为 4.40%、4.20%、4.00%。

图表 13：李宁重点费率预测

	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	32.90%	29.48%	29.10%	28.90%
管理费用率	4.55%	4.40%	4.20%	4.00%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

**最终**，我们预计公司 2024–2026 年营业收入分别为 281.61 亿元/298.70 亿元/319.07 亿元，同比分别增长 2.04%/6.07%/6.82%；归母净利润分别 31.26 亿元/34.45 亿元/38.76 亿元，同比分别增长–1.93%/10.24%/12.49%。

图表 14：李宁简易预测利润表（金额单位：亿元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	275.98	281.61	298.70	319.07
YOY	6.96%	2.04%	6.07%	6.82%
营业成本	142.46	145.34	154.13	163.68
YOY	6.97%	2.02%	6.05%	6.20%
毛利率	48.38%	48.39%	48.40%	48.70%
归母净利润	31.87	31.26	34.45	38.76
YOY	–21.58%	–1.93%	10.24%	12.49%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

#### 3.2. 首次覆盖给予“买入”评级

**从相对估值角度看：**李宁作为国内头部运动服饰公司，聚焦“单品牌、多品类、多渠道”的发展规划，通过研发投入持续迭代公司鞋履/服饰相关核心技术，并延续时尚设计，产品长期兼顾专业性及时尚性，持续推高品牌力，筑高竞争壁垒，积极的渠道调整及创新能力有望构筑公司长期的增长驱动。我们选择与公司同属运动服饰行业的安踏体育、波司登为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在运动服饰赛道的品牌形象、产品研发能力及营销能力位于上乘，首次覆盖给予“买入”评级。

**图表 15：可比公司估值表**

股票代码	公司简称	收盘价 (港元)		EPS				PE			
		2024-11-22	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
2331.HK	李宁	15.7	1.3	1.3	1.4	1.6	11.8	12.0	10.9	9.7	
<b>可比公司</b>											
2020.HK	安踏体育	78.5	3.9	5.0	5.2	6.0	20.1	15.8	15.0	13.2	
3998.HK	波司登	4.4	0.3	0.3	0.4	0.5	14.2	12.5	10.7	9.1	
<b>可比公司 PE 均值</b>							17.1	14.1	12.8	11.1	

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：可比公司数据来自华源证券研究所，波司登、安踏体育、李宁收盘价及 EPS 调整为港元计价，对应汇率取 1 人民币 1.08 港元，波司登财年与日历年不同，表内 EPS 及 PE 数据实际为 FY24A-FY27E

## 4. 风险提示

**线下消费复苏不及预期。**公司所处可选消费行业受宏观经济及消费者消费意愿等因素影响较大，若零售环境修复不及预期，存在经营结果不及预期风险。

**渠道调整不及预期。**公司近年渠道施行“开高效店关低效店”政策，新增渠道数量较克制，经济压力下存在同店发展不及预期及电商等渠道增速放缓的风险。

**行业竞争压力加大。**近年运动服饰行业竞争压力增长，公司或面临行业折扣加深的风险。

**附录：财务预测摘要**

<b>损益表</b>					<b>资产负债表</b>				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27,598	28,161	29,870	31,907	货币资金	5,444	5,575	7,482	9,950
增长率	7.0%	2.0%	6.1%	6.8%	应收款项	2,001	1,821	1,885	1,964
营业成本	14,246	14,534	15,413	16,368	存货	2,493	2,503	2,612	2,728
%销售收入	51.6%	51.6%	51.6%	51.3%	其他流动资产	3,715	3,769	3,833	3,899
<b>毛利</b>	<b>13,352</b>	<b>13,627</b>	<b>14,457</b>	<b>15,539</b>	<b>流动资产</b>	<b>13,653</b>	<b>13,668</b>	<b>15,812</b>	<b>18,541</b>
%销售收入	48.4%	48.4%	48.4%	48.7%	权益性投资	1,607	1,757	1,907	2,057
其他收入	97	107	118	127	固定资产	4,124	4,638	5,003	5,262
%销售收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	无形资产	2,405	2,430	2,453	2,474
销售费用	9,080	8,302	8,692	9,221	<b>非流动资产</b>	<b>20,555</b>	<b>22,123</b>	<b>23,659</b>	<b>25,087</b>
%销售收入	32.9%	29.5%	29.1%	28.9%	<b>资产总计</b>	<b>34,208</b>	<b>35,791</b>	<b>39,470</b>	<b>43,628</b>
管理费用	1,256	1,239	1,255	1,276	应付款项	1,790	1,849	1,935	2,028
%销售收入	4.6%	4.4%	4.2%	4.0%	短期借款	0	0	0	0
研发费用	618	648	687	734	其他流动负债	5,479	5,632	5,795	5,999
%销售收入	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	<b>流动负债</b>	<b>7,268</b>	<b>7,481</b>	<b>7,730</b>	<b>8,026</b>
财务费用	-395	-150	-153	-206	长期债务	0	0	0	0
%销售收入	-1.4%	-0.5%	-0.5%	-0.6%	其他长期负债	2,533	2,247	2,247	2,247
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>3,862</b>	<b>4,014</b>	<b>4,437</b>	<b>4,957</b>	<b>非流动负债</b>	<b>2,533</b>	<b>2,247</b>	<b>2,247</b>	<b>2,247</b>
%销售收入	14.0%	14.3%	14.9%	15.5%	<b>负债总计</b>	<b>9,801</b>	<b>9,728</b>	<b>9,977</b>	<b>10,274</b>
投资收益	378	297	323	348	<b>归属母公司股东权益</b>	<b>24,407</b>	<b>26,063</b>	<b>29,493</b>	<b>33,355</b>
%税前利润	8.9%	7.1%	7.0%	6.7%	少数股东权益	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	<b>4,256</b>	<b>4,164</b>	<b>4,590</b>	<b>5,163</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>34,208</b>	<b>35,791</b>	<b>39,470</b>	<b>43,628</b>
利润率	15.4%	14.8%	15.4%	16.2%					
所得税	1,069	1,038	1,144	1,287	<b>比率分析</b>				
所得税率	25.1%	24.9%	24.9%	24.9%		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>净利润(含少数股东损益)</b>	<b>3,187</b>	<b>3,126</b>	<b>3,445</b>	<b>3,876</b>	<b>每股指标</b>				
少数股东损益	0	0	0	0	每股收益	1.23	1.21	1.33	1.50
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,187</b>	<b>3,126</b>	<b>3,445</b>	<b>3,876</b>	每股净资产	9.30	10.08	11.41	12.91
增长率	-21.6%	-1.9%	10.2%	12.5%	每股经营现金净额	1.79	1.82	1.87	2.07
净利率	11.5%	11.1%	11.5%	12.1%	每股股利	0.55	0.38	0.00	0.00
					<b>回报率</b>				
					净资产收益率	13.06%	11.99%	11.68%	11.62%
					总资产收益率	9.32%	8.73%	8.73%	8.88%
					投入资本收益率	11.85%	11.56%	11.29%	11.16%
					<b>增长率</b>				
					营业收入增长率	6.96%	2.04%	6.07%	6.82%
					EBIT增长率	-23.16%	3.95%	10.53%	11.74%
					净利润增长率	-21.58%	-1.93%	10.24%	12.49%
					总资产增长率	1.67%	4.63%	10.28%	10.53%
					<b>资产管理能力</b>				
					应收账款周转天数	14.5	15.2	14.5	14.2
					存货周转天数	62.2	61.9	59.7	58.7
					应付账款周转天数	42.6	45.1	44.2	43.6
					固定资产周转天数	48.0	56.0	58.1	57.9
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	1.88	1.83	2.05	2.31
					速动比率	1.50	1.46	1.68	1.94
					净负债/股东权益	-22.30%	-21.39%	-25.37%	-29.83%
					EBIT利息保障倍数	23.8	—	—	—
					资产负债率	28.65%	27.18%	25.28%	23.55%

<b>现金流量表</b>				
单位：人民币(百万)				
	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,187	3,126	3,445	3,876
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金变动	-31	379	62	85
其他变动	1,532	1,193	1,317	1,397
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>4,688</b>	<b>4,697</b>	<b>4,825</b>	<b>5,358</b>
资本开支	-2,015	-2,200	-2,200	-2,200
投资	-391	-1,198	-1,198	-1,198
其他	-42	301	495	523
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-2,449</b>	<b>-3,097</b>	<b>-2,903</b>	<b>-2,875</b>
股权募资	7	0	0	0
债权募资	-872	0	0	0
其他	-3,352	-1,455	0	0
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-4,217</b>	<b>-1,455</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净变动</b>	<b>-1,938</b>	<b>131</b>	<b>1,907</b>	<b>2,468</b>

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。