

# 九兴控股 (01836)

证券研究报告

2025年02月03日

## 客户和订单结构持续优化

**全球领先鞋履开发商及制造商，长期稳健经营，高比例分红**

公司深耕鞋履代工行业多年，管理层具备丰富专业经验。公司深耕鞋履代工行业三十余年，不断拓宽产品品类和发展优质客户，深受全球领先品牌信赖。公司核心管理人员具备较强专业背景，在鞋履行业拥有多年经验，有助于公司聚焦业务持续发展。2015-2024年期间，除2020年受疫情影响营收增速下滑显著外，公司经营情况较为平稳。从三年规划进程看，公司2024H1经营利润率为12.9%，同比+3.90pct，已超额完成原定10%的目标，为三年规划剩余时间提供了强劲势头。

公司多年以来持续高比例分红，高度重视股东回报。除2020年外，公司年度派息率长期保持在70%以上，基于强健的现金水平，公司决定2024-2026年间除以70%的派息率派付定期股息（包括末期股息及中期股息）外，还将通过结合股份回购及特别股息的方式向股东回报额外现金每年最多6000万美元。

**客户和品类组合优化、产能有序扩张下优势突出**

凭借业内领先的研发能力，九兴成为有意引入或进军新产品市场的品牌的首选合作伙伴。2020年以来，公司每年研发支出超4000万美元，研发支出占收入比例为行业内较高水平，2023年该比例为2.68%，分别较裕元/华利高0.7/1.13pct。

持续优化产品类别组合，将产能重新分配给更优质、更消耗产能的产品款式。2023年公司时尚/运动/休闲类产品收入占比为26.1%/43.2%/21.2%，分别较2019年+5.0/+13.1/-21.4pct。2024H1公司休闲品类占比进一步缩减，销售额同比下降6.3%，产能重新分配给其他类别。从产品量价情况来看，公司采用客户组合优化策略，进一步发展奢华和时尚鞋履业务后，2020-2023年产品平均单价逐年上升。

公司在越南、中国、印尼、菲律宾及孟加拉设有广阔、多元化及成熟的制造基地。公司的多元化生产基地使产能可迅速重新调配，进而平衡部分地区动乱和出口关税增加等风险，有望获得更多订单份额。目前，公司产能扩充计划有序推进。

公司持续优化运营及管理举措以提升运营效率，同时保持严谨的成本控制并优化人力资源效率。从公司收入成本结构看，人工成本占收入比例在2021年后持续降低，2023年占收入9.8%，较2021年下降1.7pct。2024H1毛利率同比提升2.7pct至25.8%，主要由于产品类别组合改善和生产效率提升。

**首次覆盖，给予“增持”评级**

公司具备卓越的产品设计及商品化能力，并获得位于越南、中国、印尼菲律宾及孟加拉的广大而多元化且成熟的制造基地的支持。公司持续优化客户组合和强化品类组合，奢华和时尚品牌客户扩大或推出高端品味生活/运动休闲鞋类产品以支持销售增长。公司制造业务推行利润增长的商业模式，可快速回应鞋履市场的增长机遇。同时，公司将业务聚焦于具备主要优势及能力的制造业务上，持续缩减品牌业务规模。

我们预计公司24-26年收入分别为16.2/17.6/19.2亿美元（117/127/139亿元），归母净利润分别为1.7/1.9/2.1亿美元（13/14/15亿元），对应目标市值21亿美元（150亿元），对应目标价2.52美元（18.24元，19.60港元），给予“增持”评级。

**风险提示：**产能扩张不及预期风险；下游订单不及预期风险；原材料价格上涨风险；汇率波动风险；关税及贸易政策变化风险。

### 投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6个月评级 增持（首次评级）

当前价格 17.62 港元

目标价格 19.60 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	824.61
港股总市值(百万港元)	14,529.65
每股净资产(港元)	10.44
资产负债率(%)	21.47
一年内最高/最低(港元)	18.28/9.70

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 九兴控股：全球领先鞋履开发商及制造商</b>	<b>4</b>
1.1. 深耕鞋履代工行业多年，管理层具备丰富专业经验	4
1.2. 长期稳健经营，三年规划提前完成	5
1.3. 高比例分红重视股东回报，纳入恒生综合指数及港股通	6
<b>2. 客户&amp;品类组合优化+产能扩张以持续突出优势</b>	<b>6</b>
2.1. 领先研发打造超群设计、开发能力	6
2.2. 持续优化客户组合和强化品类组合	7
2.3. 多元化生产基地产能有序扩张	8
2.4. 推动营运管理和生产效率提升	9
<b>3. 需求逐步回升，竞争格局优化</b>	<b>9</b>
3.1. 需求逐步趋稳，库存压力减轻	9
3.2. 头部品牌供应商集中度提升	10
<b>4. 盈利预测及估值</b>	<b>10</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>11</b>

## 图表目录

图 1：九兴控股发展历程	4
图 2：九兴控股股权结构图（截至 24H1）	5
图 3：2015-2024 九兴控股营收及增速	5
图 4：2015-2024 九兴控股归母净利润及增速	5
图 5：2015-2024H1 九兴控股 ROE、毛利率及净利率	6
图 6：2015-2024H1 九兴控股经营性现金流/净利润	6
图 7：2014-2023 年九兴控股年度派息率	6
图 8：九兴控股股息率 TTM	6
图 9：2015-2023 年九兴控股研发支出情况	7
图 10：九兴研发支出占收入比例为行业较高水平	7
图 11：公司客户群包括全球知名的运动、奢华、时尚和休闲品牌	7
图 12：2019-2023 年公司产品各类别占比	8
图 13：2023H1 和 2024H1 公司产品各类别占比	8
图 14：2015-2024H1 九兴控股出货量情况	8
图 15：2015-2024H1 九兴控股平均单价情况	8
图 16：2019-2024H1 九兴控股不同区域收入占比	9
图 17：2019-2024H1 九兴控股不同区域产能占比	9
图 18：2019-2024H1 九兴控股收入成本结构	9
图 19：2019-2024H1 九兴控股人均创收情况	9
图 20：美国服饰销售及库存同比情况	10
图 21：东南亚鞋履出口金额同比	10
图 22：NIKE 供应商数量	10

图 23: NIKE 鞋类供应商集中度 .....	10
表 1: 核心管理人员行业经验丰富 .....	5
表 2: 九兴控股盈利预测 (单位: 亿美元) .....	10
表 3: 可比公司 PE 一致预测 (截至 2025 年 1 月 27 日收盘价) .....	11

## 1. 九兴控股：全球领先鞋履开发商及制造商

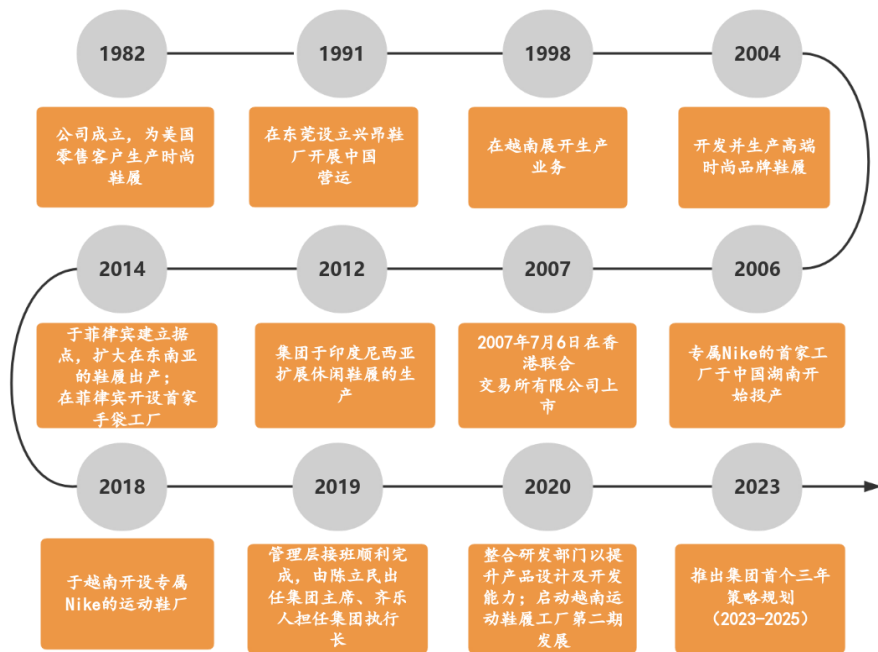
### 1.1. 深耕鞋履代工行业多年，管理层具备丰富专业经验

九兴控股是优质鞋履及皮具产品的领先开发商及制造商。公司深耕鞋履代工行业三十余年，不断拓宽产品品类和发展优质客户，深受全球领先品牌信赖。公司于 2006 年推出自有品牌 Stella Luna，2014 年将品类扩充至手袋并为高档品牌客户服务。

公司产品以运动、休闲、时尚和奢华风格为主，在越南、中国、印尼、菲律宾及孟加拉设有广阔、多元化及成熟的制造基地，与 Nike、HOKA、Saucony 等运动品牌及 Amiri、Alexander Wang、Balenciaga 等高端时尚品牌建立长期紧密的合作。近年来公司持续扩充产能并致力于成为优质客户的整体解决方案供应商。

2023 年公司推出首个三年策略规划，主要聚焦于业务增长及利润率的提升，目标为到 2025 年底实现经营利润率 10%和税后利润年均复合增长率达到低十数百分比。

图 1：九兴控股发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

截至 2024H1，公司实控主体 Cordwalner Bonaventure Inc.持股 21.32%，公司管理层蒋以民、齐乐人等持有部分股票。

从公司管理团队看，核心管理人员具备较强专业背景，在鞋履行业拥有多年经验，有助于公司聚焦业务持续发展。

图 2：九兴控股股权结构图（截至 24H1）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：核心管理人员行业经验丰富

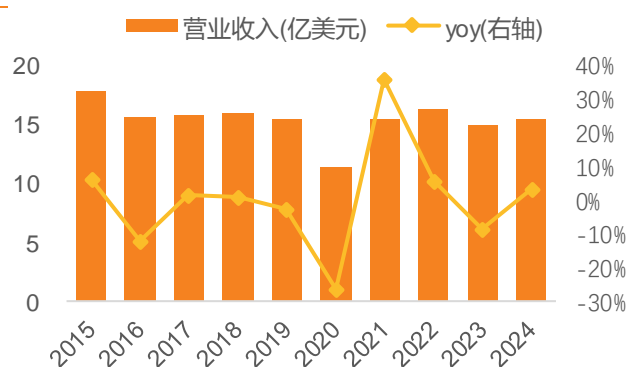
姓名	职位	背景
陈立民	董事会主席、执行董事	持有台湾国立交通大学颁授的学士学位，主修电子物理学；自 1985 年加入公司，负责企业管理；在鞋履行业的技术发展及管理方面具有逾 39 年经验。
齐乐人	执行董事、首席执行官、董事会执行委员会主席	于 1995 年加入公司，在鞋履行业拥有逾 29 年经验，对公司各方面的营运(包括时尚、休闲及时尚运动业务)有全面深入的了解；负责监督时尚鞋履业务及品牌业务的日常营运及业务发展，在拓展高端时尚客户基础方面起重要作用；带领发展新的时尚运动鞋履业务，此新业务为公司主要增长动力。
陈东瑞	总经理,部门总经理	自 1985 年加入公司，在鞋履行业拥有逾 38 年经验。
杨振宁	总经理,部门总经理	自 1985 年加入公司，在鞋履行业拥有逾 38 年经验。
Dermot Snowton	首席运营官	自 2015 加入公司负责整体营运管理；未加入本公司前，为 C&J Clark International 的全球采购总监并拥有逾 34 年行业经验。

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 长期稳健经营，三年规划提前完成

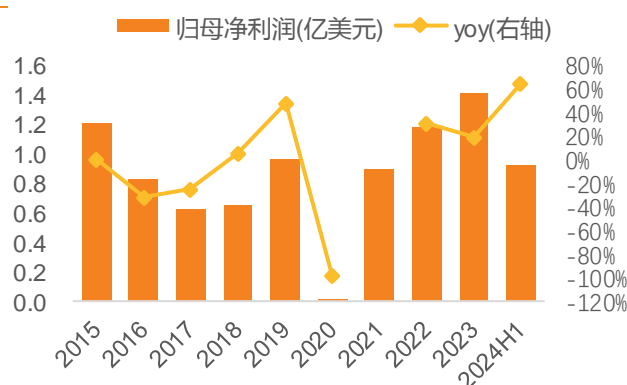
2015-2024 年期间，除 2020 年受疫情影响营收增速下滑显著外，公司经营情况较为平稳。2024 年实现营收 15.45 亿美元，2015-2024 年期间 CAGR 为-1.50%；从归母净利润来看，2015-2023 年期间整体稳健增长，CAGR 为 1.93%，2024H1 实现归母净利润 0.92 亿美元，同增 63.99%。

图 3：2015-2024 九兴控股营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2015-2024 九兴控股归母净利润及增速



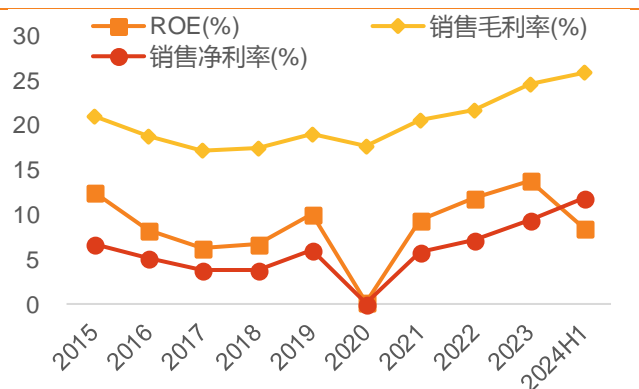
资料来源：Wind，天风证券研究所

公司财务状况稳健，现金流充沛。从财务指标看，公司 2015-2024H1 期间销售毛利率、

净利率均呈提升态势，2024H1 公司毛利率/净利率分别为 25.83%/11.83%，同比 +2.68/+4.18pct，主要由于产品类别组合改善及生产效率提升；2024H1 公司 ROE 为 8.60%，同比+3.05pct。公司经营性现金流/净利润长期保持在 1 以上，2024H1 净现金状况为 3.26 亿美元，其中 1.4 亿美元已预留用于印度尼西亚和孟加拉国新工厂的资本支出。

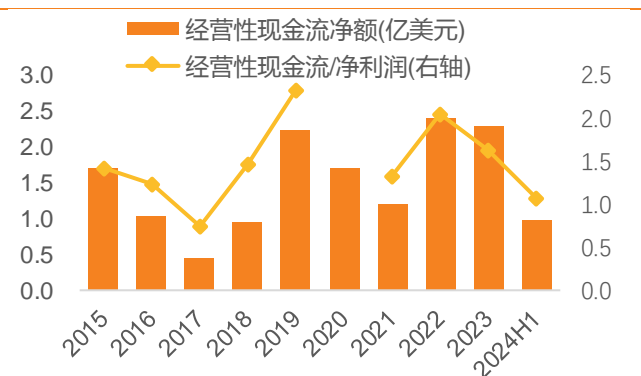
从三年规划进程看，公司 2024H1 经营利润率为 12.9%，同比+3.90pct，已超额完成原定 10%的目标，为三年规划剩余时间提供了强劲势头。

图 5：2015-2024H1 九兴控股 ROE、毛利率及净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2015-2024H1 九兴控股经营性现金流/净利润



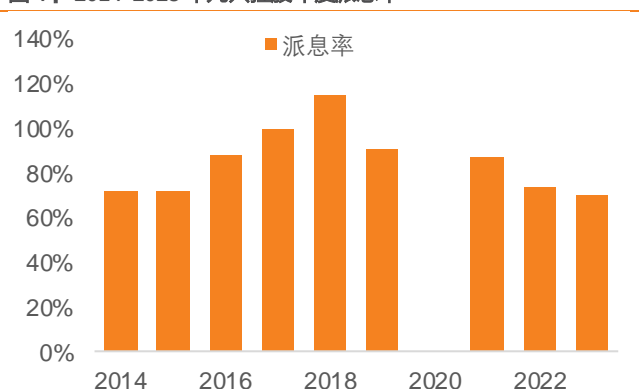
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 高比例分红重视股东回报，纳入恒生综合指数及港股通

公司多年以来持续高比例分红，高度重视股东回报。除 2020 年外，公司年度派息率长期保持在 70%以上，2023H1/2024H1 分布派发中期股息 42/65 港仙，2023 年以来股息率维持在 6%以上。同时，基于强健的现金水平，公司决定 2024-2026 年间除以 70%的派息率派付定期股息（包括末期股息及中期股息）外，还将通过股份回购&特别股息的方式向股东回报额外现金，每年 6000 万美元。

2024 年 9 月 10 日，公司股票纳入恒生综合指数正式生效并可通过港股通进行交易，股票流通量和知名度将会提升。

图 7：2014-2023 年九兴控股年度派息率



注：2022 年和 2023 年的派息率是根据经调整净利润计算，即不包括与集团投资 Lanvin 集团有关的公允价值亏损净额  
资料来源：九兴控股官网，天风证券研究所

图 8：九兴控股股息率 TTM



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 客户&品类组合优化+产能扩张以持续突出优势

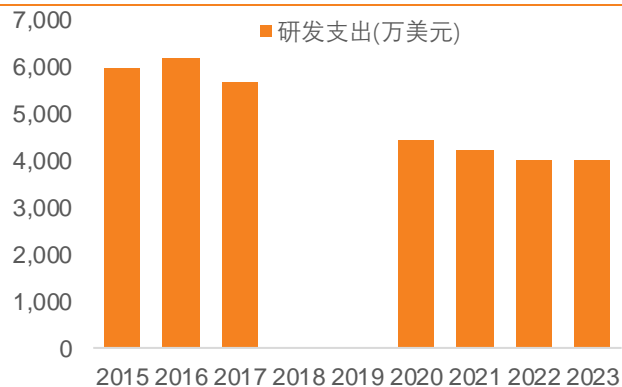
### 2.1. 领先研发打造超群设计、开发能力

凭借业内领先的研发能力，九兴成为有意引入或进军新产品市场的品牌的首选合作伙伴。公司在自动化应用及创新方面领导行业，拥有完全中心化的运营架构，融合与运动、时尚、奢华及休闲品类不同品牌长久合作所积累的技艺互补、专业知识及经验等。从设计

及开发原型到商品化及交付，公司均能发挥独特优势，为客户在瞬息万变的 market 环境中提升价值及创新能力。2020 年以来，公司每年研发支出超 4000 万美元，研发支出占收入比例为行业内较高水平，2023 年该比例为 2.68%，分别较裕元/华利高 0.7/1.13pct。

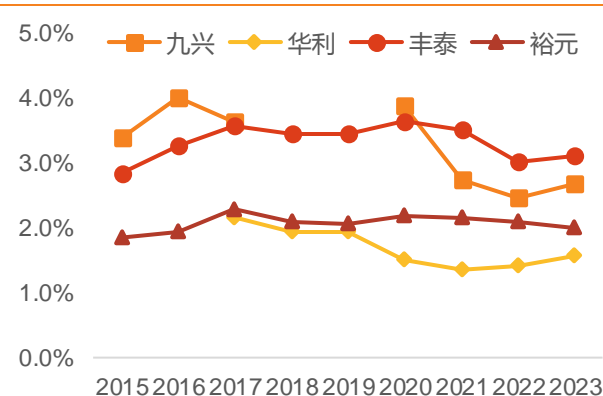
公司多年来整合和积累了广泛的开发产品基础，涵盖奢华、高端时尚、运动休闲及户外运动鞋履等经验，为客户提供全方位的技能组合。

图 9：2015-2023 年九兴控股研发支出情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：九兴研发支出占收入比例为行业较高水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 持续优化客户组合和强化品类组合

公司客户群主要包括全球知名的运动、奢华、时尚和休闲品牌，公司具备差异化及复杂产品的开发能力，并利用这一优势进一步深化与品牌的合作关系。公司客户包括 Nike、Saucony、Under Armour、Merrell、Timberland 及 UGG 等全球领先的运动品牌及休闲鞋履品牌，Cole Haan、Kate Spade、Michael Kors 及 Tory Burch 等领先时尚品牌以及 Balenciaga、Balmain、Chloé、Lanvin、Moncler、Off-White、Prada 及 Stella McCartney 等高端时尚品牌。同时，公司致力于增加奢华及高端时尚类别新客户，成为其在设计、商业化及制造等每个阶段的紧密合作方。

图 11：公司客户群包括全球知名的运动、奢华、时尚和休闲品牌



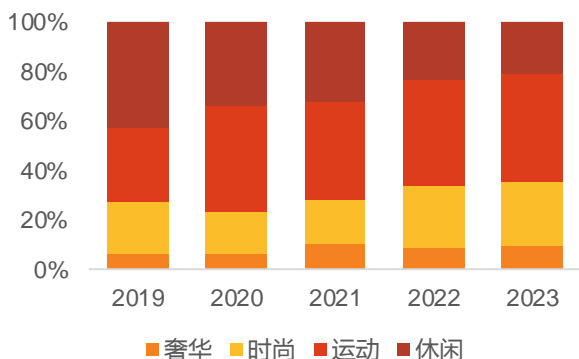
资料来源：九兴控股官网，天风证券研究所

持续优化产品类别组合，将产能重新分配给更优质、更消耗产能的产品款式。在品类组合方面，从公司产品各类别收入占比来看，2019 年以来公司时尚及运动品类占比逐步提升，休闲品类占比持续减小。2023 年公司时尚/运动/休闲类产品收入占比为 26.1%/43.2%/21.2%，分别较 2019 年+5.0/+13.1/-21.4pct。

2024H1 公司休闲品类占比进一步缩减，销售额同比下降 3.6%，产能重新分配给其他类别。奢华/时尚/运动品类销售额分别同比提升 1.8%/9.9%/13.0%；其中奢华品类公司与新的奢华品牌客户一起成长，时尚品类原有客户订单回升且增加新的品牌客户，运动品类主要客户去库已结束从而恢复提升订单。

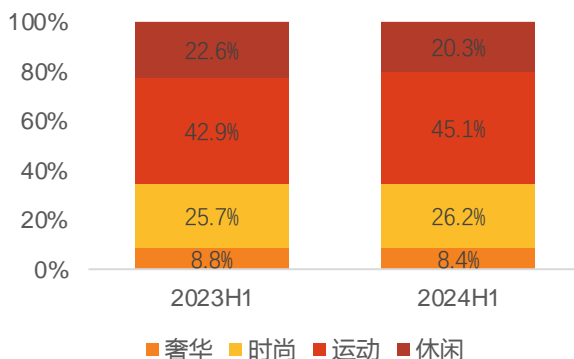
在产品类别组合的优化下，公司 2024H1 非运动产品工厂也以接近饱和的状态运营，同时公司拟将越南工厂的部分时尚类别产品的生产转移至印尼新工厂。

图 12：2019-2023 年公司产品各类别占比



资料来源：九兴控股官网，天风证券研究所

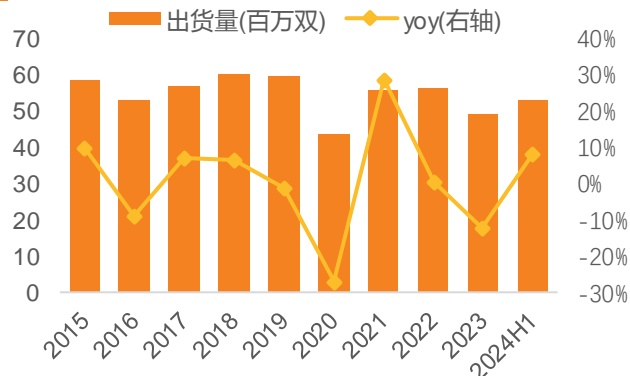
图 13：2023H1 和 2024H1 公司产品各类别占比



资料来源：九兴控股官网，天风证券研究所

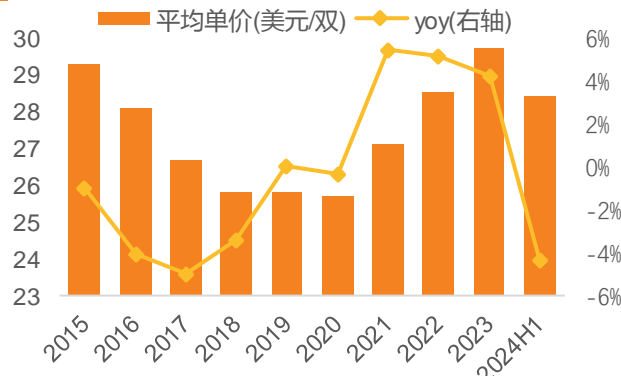
从产品量价情况来看，公司采用客户组合优化策略，进一步发展奢华和时尚鞋履业务后，2020-2023 年产品平均单价逐年上升。2024H1 公司实现出货量 0.53 亿双，同比+8.2%，主要由于运动及时尚类别订单增长推动；实现平均单价 28.4 美元/双，同比-4.4%，单价同比下降主要由于产品组合中平均售价较低的运动类别订单比例高，及原材料价格下调。

图 14：2015-2024H1 九兴控股出货量情况



资料来源：九兴控股官网，天风证券研究所

图 15：2015-2024H1 九兴控股平均单价情况



资料来源：九兴控股官网，天风证券研究所

### 2.3. 多元化生产基地产能有序扩张

公司客户分布全球各区域，其中北美占比最大。截至 2024H1，中国/亚洲（除中国外）/欧洲/北美/其他区域收入占比分别为 16.7%/9.0%/24.6%/46.8%/2.9%。

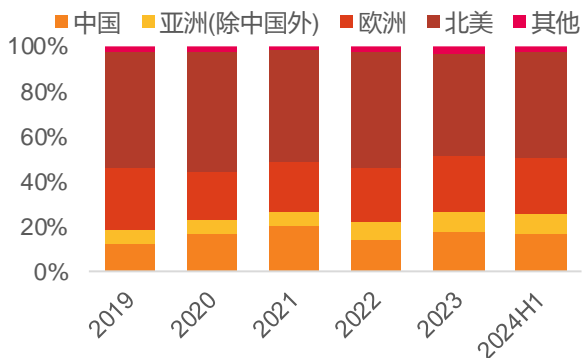
公司在越南、中国、印尼、菲律宾及孟加拉设有广阔、多元化及成熟的制造基地。2010 年开始，公司从中国沿海向内陆省份扩张产能；2012-2014 年公司分别在印尼、孟加拉、菲律宾开展制造业务。从近年来公司不同区域产能占比看，越南为主要生产基地，中国产能占比由 2021 年的 32%逐年下降至 25%。

公司的多元化生产基地使产能可迅速重新调配，进而平衡部分地区动乱和出口关税增加等风险，有望获得更多订单份额。

目前，公司产能扩充计划有序推进。一方面，印尼亚梳罗市新工厂的扩建和孟加拉新建工厂有序进行；另一方面，公司为主要运动鞋客户兴建新厂的计划继续进行。

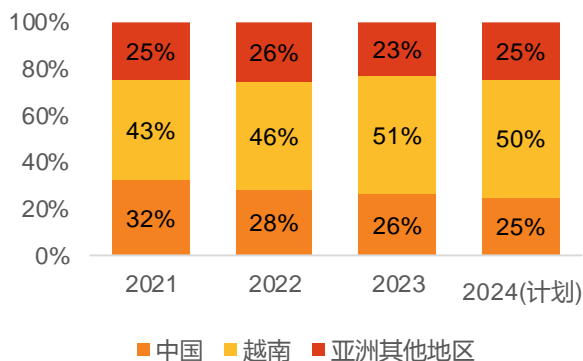


图 16：2019-2024H1 九兴控股不同区域收入占比



资料来源：九兴控股官网，天风证券研究所

图 17：2019-2024H1 九兴控股不同区域产能占比



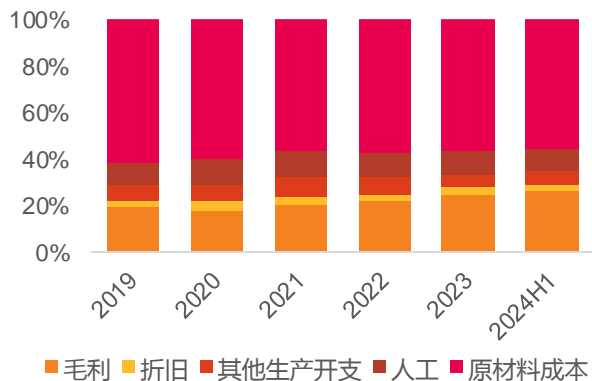
资料来源：九兴控股官网，天风证券研究所

## 2.4. 推动营运管理和生产效率提升

公司持续优化运营及管理举措以提升运营效率，同时保持严谨的成本控制并优化人力资源效率。从公司收入成本结构看，人工成本占收入比例在 2021 年后持续降低，2023 年占收入 9.8%，较 2021 年下降 1.7pct。同时，公司人均创收从 2019 年的 3.51 万美元增长至 2023 年的 3.74 万美元。

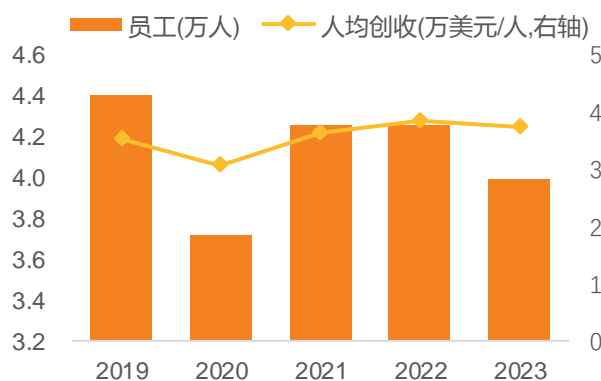
生产效率提升下，毛利率增长显著。公司毛利率在 2021 年后逐步上升，2023 年实现毛利率 24.6%，较 2021 年提升 4pct；2024H1 毛利率同比提升 2.7pct 至 25.8%，主要由于产品类别组合改善和生产效率提升。

图 18：2019-2024H1 九兴控股收入成本结构



资料来源：九兴控股官网，天风证券研究所

图 19：2019-2024H1 九兴控股人均创收情况



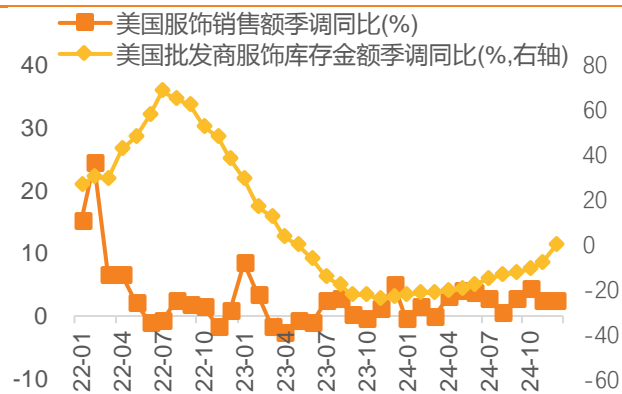
资料来源：九兴控股官网，天风证券研究所

## 3. 需求逐步回升，竞争格局优化

### 3.1. 需求逐步趋稳，库存压力减轻

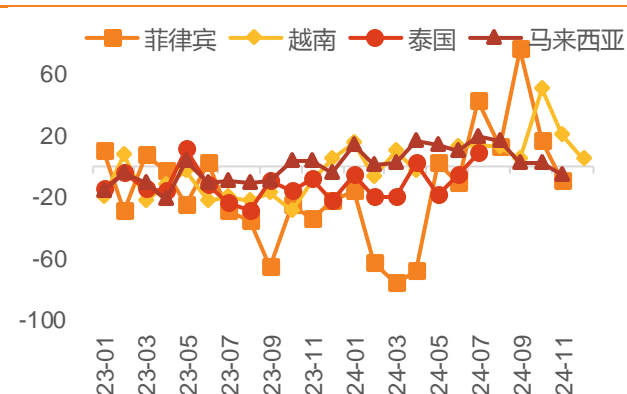
2023 年下半年以来，海外需求逐步趋稳，下游库存压力明显减轻。从美国服装零售情况看，服装及服装配饰店销售额季调同比自 2023 年 7 月以来大部分时间保持中低个位数增长，体现出整体需求已逐步趋稳。同时，从东南亚鞋履出口情况看，菲律宾、越南、泰国、马来西亚自 2024 年下半年以来，鞋履出口金额增速显著回升，大部分时间保持正增长。从库存情况来看，美国服饰批发商自 2023 年下半年以来进入补库阶段，库存金额季调持续负增长。

图 20: 美国服饰销售及库存同比情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 21: 东南亚鞋履出口金额同比

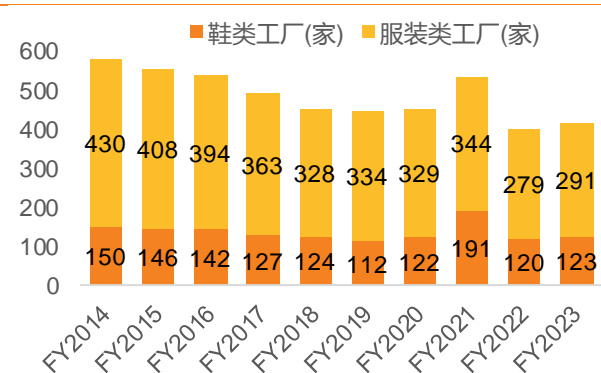


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.2. 头部品牌供应商集中度提升

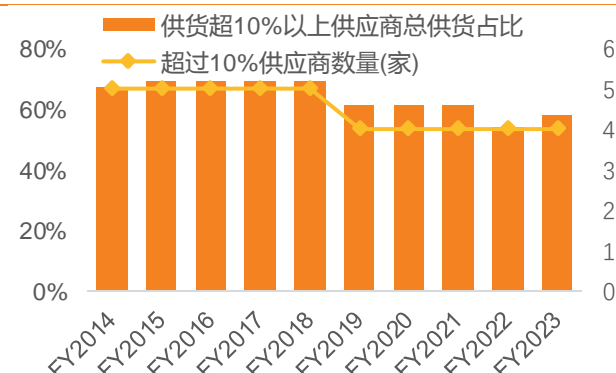
运动类鞋履行业竞争格局优化，头部品牌供应商集中度提升。从 NIKE 集团供应商数量看，鞋类产品供应商集中度远高于服装类产品供应商，FY2023 供应商鞋类工厂 123 家，较 FY2014 下降 18%，较同期服装类工厂低 58%。从 NIKE 鞋类供应商集中度看，供货超 10% 的供应商数量在 FY2018 后由 5 家进一步降低至 4 家，FY2023 供货超 10% 的供应商总供货占比为 58%，同比提升 4pct。九兴控股这样具备较强生产能力与产能多区域布局的公司有望在这一竞争格局下获得更多市场份额。

图 22: NIKE 供应商数量



资料来源: NIKE 年报, 天风证券研究所

图 23: NIKE 鞋类供应商集中度



资料来源: NIKE 年报, 天风证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

九兴控股具备卓越的产品设计及商品化能力，并获得位于越南、中国、印尼菲律宾及孟加拉的广大而多元化且成熟的制造基地的支持。公司持续优化客户组合和强化品类组合，奢华和时尚品牌客户扩大或推出高端品味生活/运动休闲鞋类产品以支持销售增长。公司制造业务推行利润增长的商业模式，可快速回应鞋履市场的增长机遇。同时，公司将业务聚焦于具备主要优势及能力的制造业务上，持续缩减品牌业务规模。我们预计公司 24-26 年收入分别为 16.2/17.6/19.2 亿美元，分别同增 8.3%/8.7%/9.2%，毛利率分别为 25.92%/25.95%/26.00%。

表 2: 九兴控股盈利预测 (单位: 亿美元)

	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
总收入	11.36	15.41	16.31	14.93	16.16	17.57	19.19
yoy	-26.47%	35.63%	5.85%	-8.47%	8.25%	8.74%	9.24%
毛利率	17.75%	20.57%	21.59%	24.57%	25.92%	25.95%	26.00%
分部门							
制造业务	11.19	15.25	16.20	14.88	16.14	17.56	19.19
yoy		36.24%	6.24%	-8.15%	8.47%	8.80%	9.27%

零售及批发	0.166	0.157	0.107	0.046	0.017	0.009	0.004
yoy		-5.43%	-31.68%	-57.03%	-63.04%	-50.00%	-50.00%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们选取行业内鞋履专业制造商龙头企业裕元集团、华利集团及运动服装代工龙头申洲国际作为可比公司, 根据 wind 一致预测, 在可比公司 2025 年平均 PE 13X 的基础上, 考虑到近年来行业竞争激烈, 头部品牌供应商集中度持续提升, 我们给予公司 2025 年 11xPE, 对应目标市值 21 亿美元, 150 亿元, 对应目标价 2.52 美元, 18.24 元, 19.60 港元。**首次覆盖, 给予“增持”评级。**

表 3: 可比公司 PE 一致预测 (截至 2025 年 1 月 27 日收盘价)

	2024	2025	2026
裕元集团	7.62	6.8	6.02
申洲国际	13.88	12.27	10.94
华利集团	22.45	19.41	16.96
平均	15	13	11

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 5. 风险提示

- 1) **产能扩张不及预期风险:** 公司印尼亚梳罗市新工厂的扩建、孟加拉新建工厂及为主要运动鞋客户兴建新厂的计划若进展不及预期或会对公司后续增长产生风险。
- 2) **下游订单不及预期风险:** 公司持续开拓新客户, 并优化客户组合、强化品类组合, 若下游订单不及预期或会对公司后续增长产生风险。
- 3) **原材料价格上涨风险:** 原材料价格上涨或将对公司的盈利空间产生影响。
- 4) **汇率波动风险:** 公司客户分布全球各区域, 其中北美占比最大, 若汇率波动或会对公司业绩产生影响。
- 5) **关税及贸易政策变化风险:** 公司客户分布全球各区域, 关税及贸易政策的变化或会对公司业绩产生影响。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com