

李宁 (02331.HK)

全年收入增长 4%，品类表现分化

优于大市

核心观点

2024 年业绩符合预期，毛利率同比改善。2024 年公司收入同比增长 3.9%至 286.8 亿元，归母净利润同比下滑 5.5%至 30.1 亿元，基本符合预期。毛利率同比提升 1 个百分点至 49.4%，主要由电商和直营渠道折扣回升带动，销售费用率同比-0.8 个百分点至 32.1%，主要由于增加营销开支占比，管理费用率和财务费用率也小幅增加。经营利润率同比接近持平，在其他收入及利息减少 6.48 亿影响下，净利率同比-1 个百分点至 10.5%。经营性现金流净流入 52.7 亿元，全年派息率 50%，净现金同比增加 2 亿元至 182 亿元。2024 年下半年公司收入同比增长 5.5%，归母净利润同比增长-0.4%至 10.6 亿元，其中经营利润率同比提升 0.9 个百分点，归母净利润同比下降 0.4 个百分点。

跑步品类引领增长，专业跑鞋销量破千万双。分品类流水增速，跑步/篮球/综训/运动时尚分别为 25%/-21%/6%/-6%，其中跑鞋大单品超轻/赤兔/飞电系列销量破 1060 万双，篮球品类下滑主要由于主动调控发货节奏，运动生活品类 soft 系列年销 250 万双。

库存健康度高，电商表现突出。分渠道收入增速，批发/直营/电商分别增长 2.6%/-0.3%/10.3%，流水方面线上也好于线下，第四季度整体流水增长高单位数，环比加速明显。全渠道库存吊牌金额上升高单位数，库销比 4 个月，公司存货周转天数同比持平至 63 天，应收账款周转天数同比-1 天至 14 天。门店方面，总数 7585 家（净减 83 家），其中大货收缩、童装扩张，直营渠道优化调整门店减少，加盟渠道扩张。

2025 年收入增速指引持平，净利率高单位数。管理层在公开业绩会上表示，2025 年以稳健经营务实发展为基调，会加大营销资源、研发、人才投入，为长期增长蓄力。

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：短期品牌投入加大盈利压力，期待营销带动规模增长。2024 年公司在具有挑战的经营环境中实现了稳健的业绩表现，专业跑鞋大单品影响力强，篮球品类主动收缩拖累增长。由于公司今年将增加中国奥委会合作等资源投入，短期将产生额外费用但转化时间较晚，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 25.1/28.3/30.4 亿元（2025-2026 年原为 30.6/34.2 亿元），同比-16.8%/12.8%/7.6%。我们看好公司当前高度健康的渠道库存和公司现金运营情况，以及营销发力对品牌重启增长的潜力，维持 17.9-19.2 港元的目标价，对应 2025PE17.2-18.5x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,598	28,676	28,809	30,243	31,901
(+/-%)	7.0%	3.9%	0.5%	5.0%	5.5%
净利润(百万元)	3187	3013	2508	2829	3045
(+/-%)	-21.6%	-5.5%	-16.8%	12.8%	7.6%
每股收益(元)	1.23	1.17	0.97	1.09	1.18
EBIT Margin	10.9%	12.3%	9.8%	11.0%	11.4%
净资产收益率 (ROE)	13.1%	11.5%	9.2%	9.8%	10.1%
市盈率 (PE)	13.0	13.7	16.5	14.6	13.6
EV/EBITDA	11.1	15.3	14.2	12.5	11.6
市净率 (PB)	1.69	1.58	1.51	1.44	1.36

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

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

010-88005446

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	17.16 港元
总市值/流通市值	44355/44355 百万港元
52 周最高价/最低价	23.63/12.51 港元
近 3 个月日均成交额	479.75 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) - 李宁品牌成为中国奥委会新周期合作伙伴，四季度电商销售增长提速》——2025-01-21

《李宁 (02331.HK) - 第三季度流水下滑中单位数，四季度增长有望改善》——2024-10-23

《李宁 (02331.HK) - 上半年收入增长 2%，折扣改善带动毛利率提升》——2024-08-17

《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

2024 年收入增长 4%，毛利率提升

收入增长 4%，毛利率同比提升，费用率优化被其他收入大幅减少抵消，净利润下降

2024 全年公司收入增长 3.9%至 286.76 亿元，归母净利润减少 5.5%至 30.13 亿元。

毛利率提升 1 个百分点至 49.4%（2023 年：48.4%），主要受益于：1）电商经营环境及销售效率优化带动折扣改善，使集团毛利率上升 0.8 个百分点；2）直营渠道优化销售效率带动折扣改善，使集团毛利率向上 0.2 个百分点；3）DTC 渠道占比上升带动毛利率提升 0.1 个百分点；4）其他业务单元渠道结构变化使得集团毛利率下降 0.1 个百分点。

销售费用率微降 0.8p.p 至 32.1%，费用金额同比增 1.3%至 91.99 亿元，主因广告与营销费用增加 2.25 亿元，费用率同比提升 0.5 个百分点至 9.5%。营销费用上升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；管理费用率上升 0.4p.p 至 5.0%。

其他收入及收益净额锐减 70.6%至 1.54 亿元，主要因投资性房地产减值 3.33 亿元；融资收入净额下降 45.2%至 1.75 亿元，受汇率波动及利率下行拖累；其他收入及利息合计同比减少 6.48 亿。

净利率同比下降 1.0p.p 至 10.5%。

经营质量稳健，经营现金净流入增长 12.4%至 52.7 亿元，净现金达 181.6 亿元。全年派息率提升至 50%（2023 年：45%）

图1：公司营业收入及增速



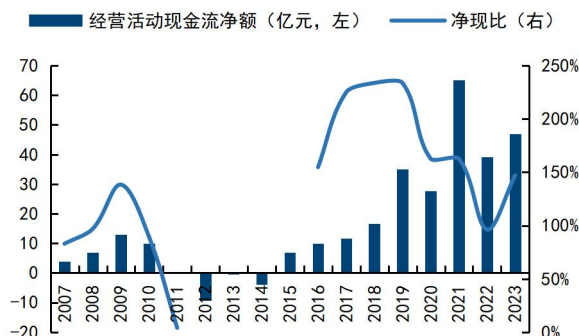
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



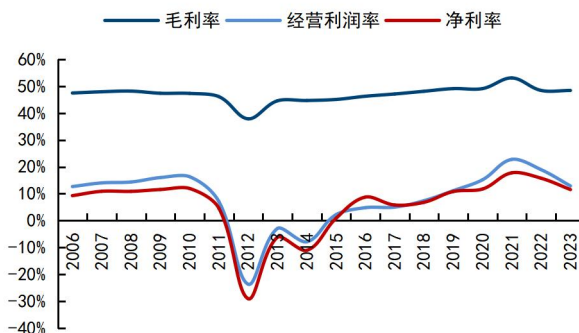
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司经营活动现金流净额及净现比



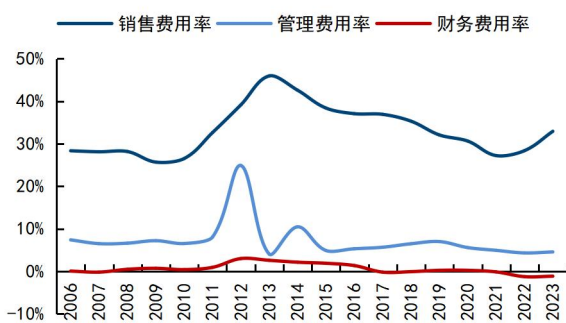
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司利润率水平



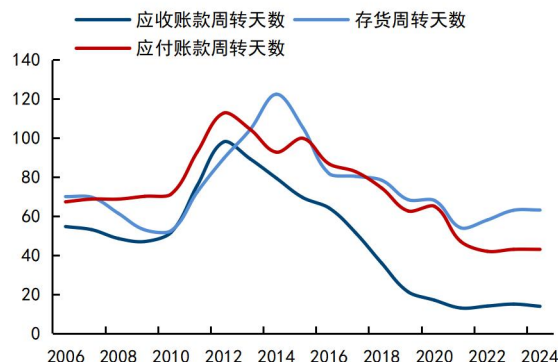
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司费用率水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：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，国信证券经济研究所整理

2024 年批发收入增速略高于流水，电商双位数增长

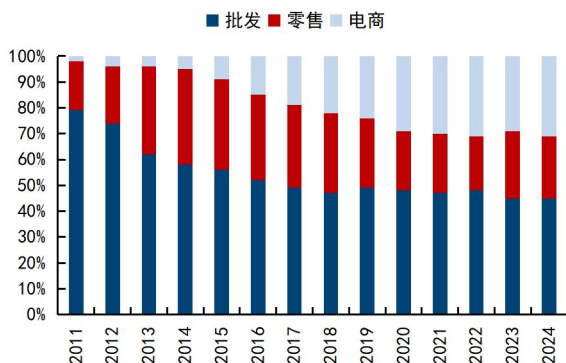
分渠道收入情况，2024 年公司收入同比增长 3.9%至 286.8 亿元，批发/直营/电商分别增长 2.6%/-0.3%/10.3%，批发占比持平至 45%，零售占比-2 个百分点至 24%，电商占比增加 2 个百分点至 31%。

分渠道流水情况，李宁全渠道零售流水同比持平，其中线下流水（含直营及批发）录得低单位数下降，线上流水实现 10%-20%中段增长，电商渠道成为核心增长引擎。

分渠道收入情况：

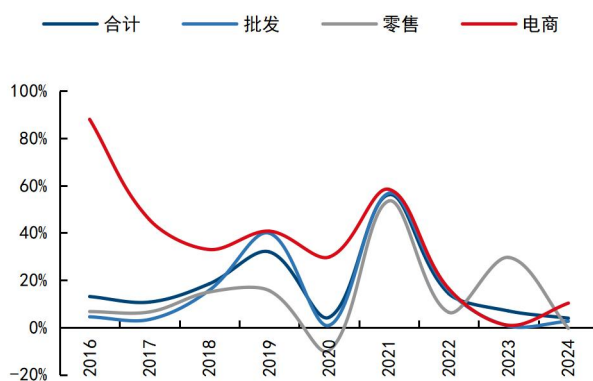
- 1) 批发业务收入同比+2.6%至 129.57 亿元，不算专业渠道批发收入下降低单位数，流水下降中单位数。加盟店同比+78 家至 4820 家；
- 2) 直营业务收入同比-0.3%至 68.83 亿元，直营收入下降主要因渠道优化导致门店数调整，直营店同比-201 家至 1297 家；
- 3) 电商业务收入同比+10.3%至 83.05 亿元，得益于线上渠道的深度开发、规模效应显现及成本控制的优化。

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



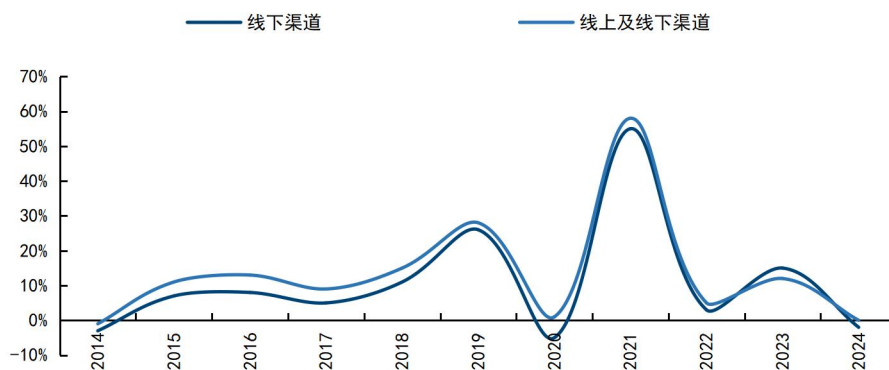
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

聚焦专业品类，专业跑步产品驱动增长

1) 分鞋服收入：2024 年鞋/服/配收入分别+6.8%/-2.9%/+29.3%，主要由专业跑鞋驱动增长；

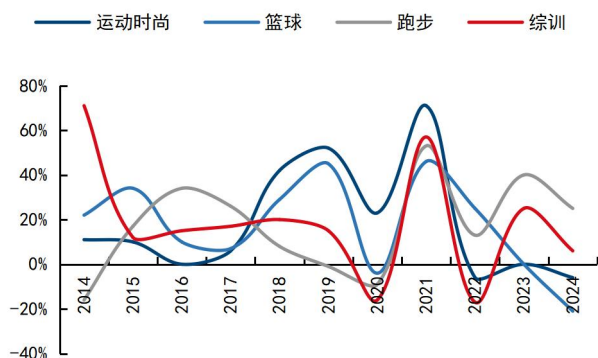
2) 分品类流水：跑步大幅增长，篮球有所拖累。专业品类引领生意增长，其中跑步/综训/运动时尚/篮球分别增长 25.0%/6.0%/-6.0%/-21.0%；跑步大幅增长 25%， “超轻”、“赤兔”、“飞电”三大核心跑鞋 IP 销售突破 1,060 万双。篮球-21%，主要因外部需求变化及主动调控篮球发货计划。另外，公司积极培养运动系分品类，新增户外网球匹克球等细分品类已全面启动。

图9：公司线下渠道及全渠道流水增速



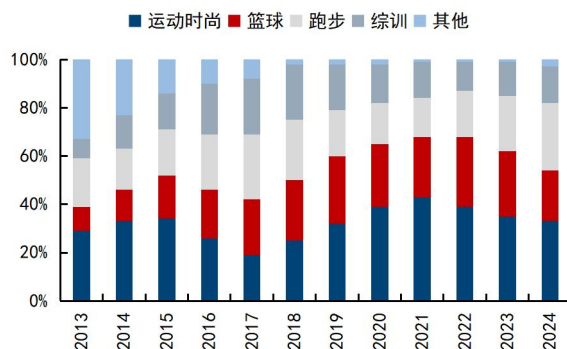
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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

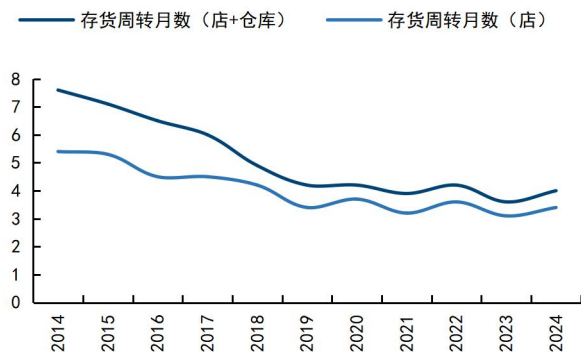
渠道健康度高，电商表现突出

渠道库存健康，保持高效营运资金周转

公司2024年新品/7-12个月/超过12个月的库存分别占比85%/9%/6%，库龄结构健康。店铺+仓库的库销比为4个月，店铺库销比为3.4个月，均处于健康水平。

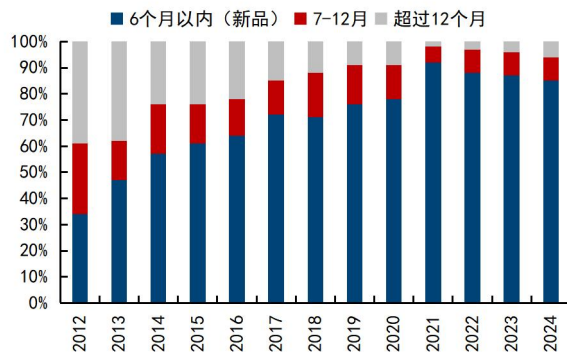
公司层面，2024年公司应收账款周转天数同比-1.1天至13.9天；存货周转天数同+0.1天至63.1天；应付账款周转天数同比持平至43天，保持高效周转。

图12: 公司渠道库存周转月数



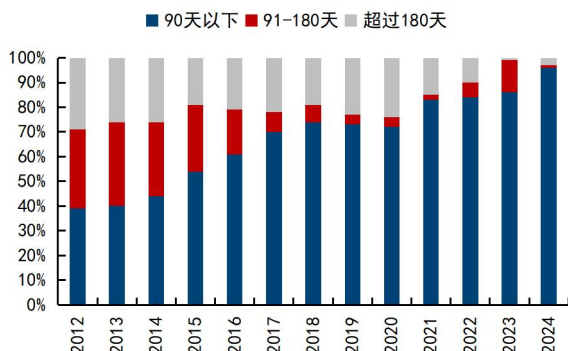
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 公司渠道库存库龄结构



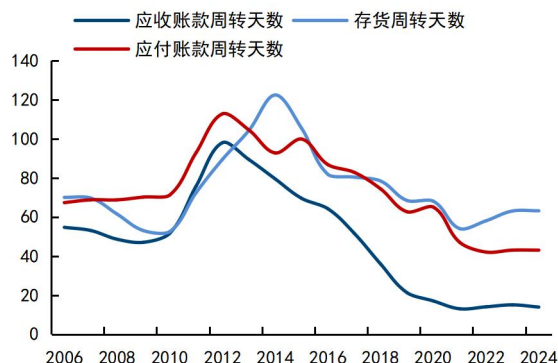
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 公司应收账款龄结构



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

零售环境承压，店铺优化调整，电商经营改善

全年客流承压，同比-10~20%中段，零售流水下降低单位数；优化零售运营效率，成交率略微改善；线下折扣同比加深 0.5 百分点；优化渠道结构，年内李宁大货平均面积 243 平方米，平均月店效 30 万人民币。

高层级市场，加速低效店铺关闭，推进优质店铺整改，保持高层及市场优势，高层及市场流水贡献保持稳定，核心商业体进驻率约 90%；

关注新兴市场拓展整改，全年新兴市场净增 90 家，新开 290 家，整改超过 250 家，关闭低效店铺 210 家。

大店的保有率在年末维持在 1568 家，平均面积 411 平方米，保持稳定。加速推进 9 代店升级计划。年内 9 代店数量已经超过了 1026 家，平均月店效约 36 万元，管理层表示未来继续在高层级市场聚焦提升运营效率，同时深耕新兴市场，扩大生意份额。

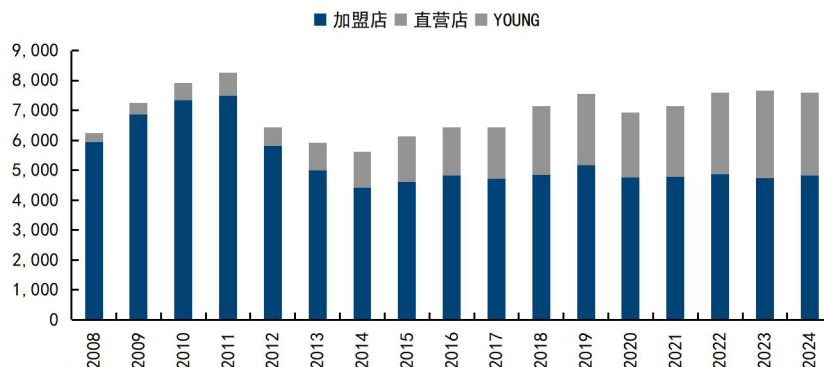
图16: 公司零售运营情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

门店数：2024 全年门店数量 7585 家，同比-83 家。其中大货加盟店同比+78 家至 4820 家，直营店同比-201 家至 1297 家，YOUNG 同比+40 家至 1468 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

公司电商平台多元化发展，针对不同电商平台不同品类差异化经营策略，推动电商直营流水 10-20%低段增长。

电商运营效率方面，加大针对性投入，全年电商客流提升高单位数，生意转化率改善，折扣率同比改善低单位数。

加大滚动加单频次，提升库存有效性，电商库存周转维持在健康水平。

图18：公司电商情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

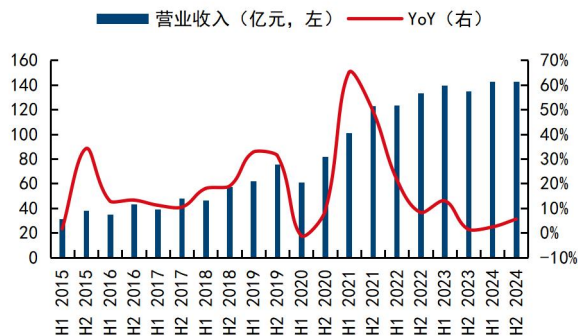
下半年收入增长提速，净利润持平

2024 年下半年公司收入同比增长 5.5%至 143.3 亿元，归母净利润同比增长-0.4%至 10.6 亿元。其中，批发渠道收入同比+7.8%至 63.7 亿元，直营渠道收入同比-3.4%

至 33.8 亿元，电商渠道收入同比 9.3%至 43 亿元，国际业务收入同比 17.0%至 2.8 亿元。收入增长加速主要由于批发渠道收入基数较低，增速环比提升。

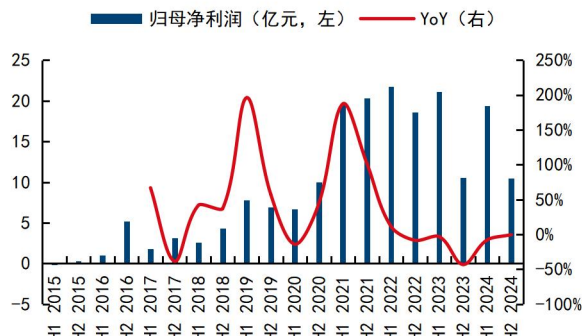
毛利率同比+0.3 百分点至 48.3%，经营利润率同比+0.9 百分点至 8.9%，净利率同比-0.4 百分点至 7.4%。净利率下降主要由于其他收入占比大幅下降抵消了经营利润率的上升。

图19：半年度公司营业收入及增速



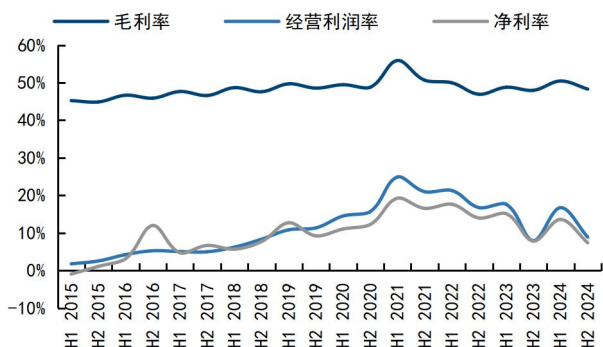
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20：半年度公司净利润及增速



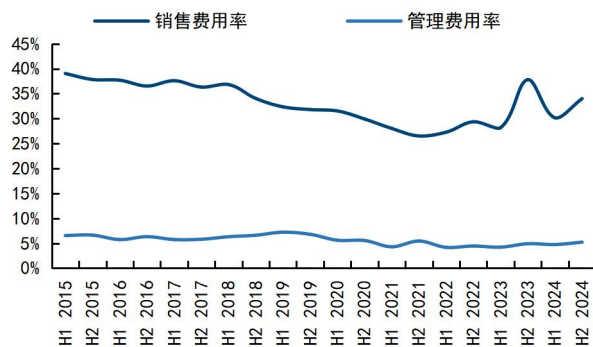
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图21：半年度公司利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图22：半年度公司费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2024 年分季度流水：2024 年 Q1~Q4 全平台流水增长分别约为 3%/-2%/-5%/8%（取公布区间中枢），2024 四季度整个平台/线下渠道/直营/批发/电商分别录得高单/中单/低单下降/中单/10%-20%中段增长。

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
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
2023Q1	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
2023Q2					低单下降	中单下降	持平	高单下降	高单增长
2023Q3					中单下降	高单下降	中单下降	高单下降	中单增长
2023Q4					高单	中单	低单下降	中单	10%-20%中段

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

2025 年指引收入持平，净利率高单位数

1、2025 年收入指引：管理层指引公司 2025 年收入增长持平。

2、净利率：管理层指引公司净利率高单位数。

管理层在公开业绩会上表示，2025 年以稳健经营务实发展为基调，会加大营销资源、研发、人才投入，为长期增长蓄力。

投资建议：短期品牌投入加大盈利压力，期待营销带动规模增长

2024 年公司在具有挑战的经营环境中实现了稳健的业绩表现，专业跑鞋大单品影响力强，篮球品类主动收缩拖累增长。由于公司今年将增加中国奥委会合作等资源投入，短期将产生额外费用但转化时间较晚，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 25.1/28.3/30.4 亿元（2025-2026 年原为 30.6/34.2 亿元），同比 -16.8%/12.8%/7.6%。我们看好公司当前高度健康的渠道库存和公司现金运营情况，以及营销发力对品牌重启增长的潜力，维持 17.9-19.2 港元的目标价，对应 2025PE17.2-18.5x，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)	27,598	28,676	28,809	30,243	31,901
(+/-%)	7.0%	3.9%	0.5%	5.0%	5.5%
净利润(百万元)	3187	3013	2508	2829	3045
(+/-%)	-21.6%	-5.5%	-16.8%	12.8%	7.6%
每股收益(元)	1.23	1.17	0.97	1.09	1.18
经营利润率	10.9%	12.3%	9.8%	11.0%	11.4%
净资产收益率 (ROE)	13.1%	11.5%	9.2%	9.8%	10.1%
市盈率 (PE)	13.0	13.7	16.5	14.6	13.6
EV/EBITDA	11.1	15.3	14.2	12.5	11.6
市净率 (PB)	1.69	1.58	1.51	1.44	1.36

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		
				2023A	2024A	2025E	2023A	2024A	2025E
2331. HK	李宁	优于大市	15.99	1.23	1.18	1.18	13.0	13.6	13.6
可比公司									
2020. HK	安踏体育	优于大市	82.30	3.65	5.56	4.80	22.6	14.8	17.1
1368. HK	特步国际	优于大市	4.95	0.37	0.45	0.51	13.4	11.0	9.7
NKE. N	耐克	无评级	459.14	23.16	20.49	23.77	19.8	22.4	19.3

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 wind 一致预期

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	5444	7499	14083	15485	17101	营业收入	27598	28676	28809	30243	31901
应收款项	2001	1250	1633	1714	1808	营业成本	14246	14520	14496	15186	16008
存货净额	2493	2598	2447	2559	2692	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	221	9181	3246	3408	3594	销售费用	9080	9199	10048	10246	10712
流动资产合计	13653	20528	21409	23166	25196	管理费用	1256	1428	1887	1944	2010
固定资产	4124	4610	5572	5980	6328	财务费用	(319)	(175)	(111)	(97)	(103)
无形资产及其他	2405	1811	1359	906	453	投资收益	378	256	257	243	231
投资性房地产	12419	7014	7014	7014	7014	资产减值及公允价值变动	20	(5)	0	0	0
长期股权投资	1607	1744	1744	1744	1744	其他收入	524	154	623	632	651
资产总计	34208	35708	37098	38810	40735	营业利润	4256	4110	3369	3840	4157
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	2832	2575	2599	2718	2860	利润总额	4256	4110	3369	3840	4157
其他流动负债	4436	5010	5123	5302	5563	所得税费用	1069	1097	862	1011	1112
流动负债合计	7268	7586	7722	8019	8422	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	3187	3013	2508	2829	3045
其他长期负债	2533	2019	2019	2019	2019						
长期负债合计	2533	2019	2019	2019	2019	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	9801	9605	9741	10038	10441	净利润	3187	3013	2508	2829	3045
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	24407	26104	27357	28772	30294	折旧摊销	1872	0	991	1045	1104
负债和股东权益总计	34208	35708	37098	38810	40735	公允价值变动损失	(20)	5	0	0	0
						财务费用	(319)	(175)	(111)	(97)	(103)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(318)	(7997)	5839	(57)	(12)
每股收益	1.23	1.17	0.97	1.09	1.18	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.62	0.21	0.49	0.55	0.59	经营活动现金流	4721	(4979)	9338	3817	4138
每股净资产	9.44	10.10	10.58	11.13	11.72	资本开支	(2781)	(481)	(1500)	(1000)	(1000)
ROIC	10%	11%	10%	13%	14%	其它投资现金流	(403)	8385	0	0	0
ROE	13%	12%	9%	10%	10%	投资活动现金流	(3421)	7766	(1500)	(1000)	(1000)
毛利率	48%	49%	50%	50%	50%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	12%	10%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	12%	13%	14%	15%	支付股利、利息	(1569)	(1601)	(1254)	(1414)	(1522)
收入增长	7%	4%	0%	5%	5%	其它融资现金流	(101)	2468	0	0	0
净利润增长率	-22%	-5%	-17%	13%	8%	融资活动现金流	(3238)	(733)	(1254)	(1414)	(1522)
资产负债率	29%	27%	26%	26%	26%	现金净变动	(1938)	2055	6584	1403	1615
息率	3.5%	3.6%	2.8%	3.2%	3.4%	货币资金的期初余额	7382	5444	7499	14083	15485
P/E	13.0	13.7	16.5	14.6	13.6	货币资金的期末余额	5444	7499	14083	15485	17101
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	企业自由现金流	1031	(5891)	7437	2435	2748
EV/EBITDA	11.1	15.3	14.2	12.5	11.6	权益自由现金流	1169	(3294)	7519	2506	2823

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