


公司评级 **买入（首次）**
报告日期 2025 年 07 月 07 日

基础数据

07 月 04 日收盘价（港元）	4.50
总市值（亿港元）	520.32
总股本（亿股）	115.63

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究
分析师：韩亦佳

S0190517080003
BOT963
hanyij@xyzq.com.cn

分析师：马睿晴

S0190524070010
请注意：马睿晴并非香港证券及期货事务
监察委员会的注册持牌人，不可在香港从
事受监管的活动。
maruiqing@xyzq.com.cn

波司登(03998.HK)

港股通（沪/深）

羽绒服主业韧性彰显，保持高质量成长

投资要点：

事件：波司登发布截至 2025 年 3 月 31 日的 FY2025 业绩：集团收入同比+11.6%至 259.0 亿元，归母净利润同比增长 14.3%至 35.1 亿元。每股拟派息末期股息 0.22 港元，全年派息比率为 81%。

点评：暖冬压力下，品牌羽绒服业务保持稳健增长，FY2025 集团收入同比增长 11.6%。

1) FY2025 品牌羽绒服收入同比增长 11.0%至 216.7 亿元，其中波司登同比+10.1%，雪中飞/冰洁同比+9.2%/-12.9%。分渠道，批发快于直营，批发/直营同比分别+5.2%/+24.3%，恢复正开店，全财年净开店 253 家（经销/直营净开 153/100 家店）；2) 贴牌加工业务增长超预期，FY2025 收入同比高增 26.4%至 33.7 亿元。3) 女装销售承压，FY2025/收入同比下降 20.6%。

结构性因素拖累集团 FY2025 毛利率下滑 2.3ppt 至 57.3%，政府补贴增加&加强费用管控驱动净利率同比改善 0.3ppt 至 13.7%。

- FY2025 品牌羽绒服/贴牌加工业务/女装/多元化业务毛利率同比-1.6/-1.5/-4.3/+1.5ppt 至 63.4%/19.1%/63.2%/21.7%。1) 品牌羽绒服毛利率下降主要系渠道结构变化（经销渠道增速更快）&产品结构变化（新品类毛利率更低）&羽绒核心原材料涨价影响，其中波司登品牌毛利率相对稳健，同比略下降 0.6ppt 至 69.0%，雪中飞毛利率同比-3.2ppt 至 42.8%；2) 贴牌加工业务毛利率同比下降 1.5ppt 至 19.1%，主要系海外合作工厂的加工成本增加。
- FY2025 政府补贴同比增加 2.7 亿元至 4.9 亿元，销售费用率/管理费用率同比下滑 1.8ppt/-0.1ppt 至 32.9%/6.4%。
- 应占联营及合营公司亏损额同比增加 777 万元至 2196 万元。FY2025 集团收购加拿大奢侈羽绒服品牌 Moose Knuckles 31.6%股权为联营公司，并投资越南&印尼工厂和中国的原材料供应商。

FY2025 期末存货同比+23.6%至 39.5 亿元，主要系储备较多原材料影响，期末制成品存货额同比+9.8%至 24.8 亿元。期末库存周转天数同比+3 天至 118 天，公司长于小单快反，持续推进数智化升级，首次订单比例保持低位。

我们的观点：坚持品牌引领，集团锚定“聚焦羽绒服主航道，聚焦时尚功能科技服饰主赛道”双聚焦战略，集中优势资源做强羽绒服主业，优化 Top 门店体系，精细化分店态运营，部分下沉市场仍有渗透空间，并延伸冲锋衣羽绒服、轻薄羽绒服等新产品和四季化品类布局，支撑业绩强韧性。我们预计公司 FY26/27/28 归母净利润分别为 39.30/43.97/48.83 亿元，同比+11.8%/+11.9%/+11.0%。7 月 4 日收盘价对应 FY2026 预期 EPS 的 PE 估值为 11.6x，潜在股息率 6.9%，淡季布局具备吸引力，给予“买入”评级。

- **风险提示：**品牌力提升不及预期，天气影响，渠道库存风险

主要财务指标

会计年度	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业总收入（百万元）	25,902	28,377	31,147	34,216
同比增长（%）	11.6	9.6	9.8	9.9
归母净利润（百万元）	3,514	3,930	4,397	4,883
同比增长（%）	14.3	11.8	11.9	11.0
毛利率（%）	57.3	57.3	57.4	57.5
ROE（%）	20.8	22.2	23.7	25.0
每股收益（元）	0.32	0.35	0.40	0.44

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位:人民币百万元

会计年度	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	19,222	20,441	22,405	24,673
现金及现金等价物	4,185	5,279	6,575	8,392
应收账款	1,195	1,475	1,619	1,779
按金、预付款	1,553	1,557	1,848	1,883
存货	3,951	3,790	4,024	4,280
其他金融资产	6,214	6,214	6,214	6,214
非流动资产	8,181	8,119	7,942	7,650
物业厂房设备	1,919	1,762	1,472	1,049
无形资产及商誉	1,138	1,101	1,063	1,026
使用权资产	1,612	1,766	1,938	2,129
银行存款	1,900	1,900	1,900	1,900
资产总计	27,403	28,559	30,347	32,323
流动负债	9,508	9,791	10,606	11,506
短期借款	896	896	896	896
应付账款	7,834	8,074	8,841	9,687
租赁负债	450	494	542	595
非流动负债	865	914	968	1,029
租赁负债	512	561	616	676
可换股债券	0	0	0	0
负债合计	10,373	10,704	11,574	12,535
股本	0.9	0.9	0.9	0.9
储备	16,918	17,704	18,584	19,560
权益股东应占权益	16,919	17,705	18,584	19,561
权益合计	17,030	17,855	18,773	19,789
负债及权益合计	27,403	28,559	30,347	32,323

现金流量表

单位:人民币百万元

会计年度	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
税前利润	5,149	5,710	6,383	7,081
折旧和摊销	1,076	1,442	1,575	1,708
经营活动现金流	3,982	5,584	6,168	7,085
投资活动现金流	-3,098	-1,285	-1,285	-1,285
融资活动现金流	-2,941	-3,206	-3,587	-3,983
现金净变动	-2,042	1,094	1,296	1,818
现金的期初余额	6,227	4,185	5,279	6,575
现金的期末余额	4,185	5,279	6,575	8,392

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位:人民币百万元

会计年度	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入	25,902	28,377	31,147	34,216
营业成本	-11,062	-12,111	-13,261	-14,531
毛利	14,840	16,266	17,886	19,685
其他收入	492	539	592	650
销售及分销开支	-8,524	-9,279	-10,123	-11,120
行政开支	-1,652	-1,808	-1,962	-2,121
其他开支	-18	-20	-22	-24
税前利润	5,149	5,710	6,383	7,081
所得税开支	-1,596	-1,742	-1,947	-2,160
年度溢利润	3,553	3,968	4,436	4,921
少数股东损益	39	39	39	39
归母净利润	3,514	3,930	4,397	4,883

主要财务比率

会计年度	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
成长性				
营业收入增长率	11.6%	9.6%	9.8%	9.9%
毛利润增长率	7.3%	9.6%	10.0%	10.1%
归母净利润增长率	14.3%	11.8%	11.9%	11.0%
盈利能力				
毛利率	57.3%	57.3%	57.4%	57.5%
净利率	13.7%	14.0%	14.2%	14.4%
ROE	20.8%	22.2%	23.7%	25.0%
偿债能力				
资产负债率	37.9%	37.5%	38.1%	38.8%
流动比率	2.0	2.1	2.1	2.1
营运能力				
资产周转率(次)	0.97	1.01	1.06	1.09
存货周转率(次)	5.60	6.39	5.26	5.52
每股资料				
每股收益(元)	0.32	0.35	0.40	0.44
每股净资产(元)	1.56	1.59	1.67	1.76
估值比率(倍)				
PE	13.0	11.6	10.4	9.3
PB	2.6	2.6	2.5	2.3
股息率	6.2%	6.9%	7.7%	8.6%

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 12 个月内内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与周六福珠宝股份有限公司、黄山旅游集团、瀚惠国际有限公司、山东国惠投资控股集团有限公司、九江市城市发展集团有限公司、九江市工发产业投资有限公司、郑州城建集团投资有限公司、中国飞机租赁、青岛陆港国际开发建设有限公司、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、新琪安集团股份有限公司、烟台市正源投资控股集团有限公司、沂盛(维尔京)国际有限公司、正源国际发展有限公司、天津临港投资发展集团有限公司、天津临港投资控股集团有限公司、广西交通投资集团有限公司、中泰国际财务(英属维京群岛)有限公司、中泰金融国际有限公司、中泰证券、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、成都银行股份有限公司、鲁南(枣庄)经济开发投资有限公司、鲁南发展投资控股(枣庄)集团有限公司、山东沂河控股集团有限公司、泰州国控投资集团有限公司、泰州鑫泰集团有限公司、工商银行、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、国能环保投资集团有限公司、济南能源集团有限公司、江苏立怡实业发展有限公司、咸宁城市发展(集团)有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、开封市发展投资集团有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、博兴县财金投资集团有限公司、焦作市国有资本运营(控股)集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、双城(重庆)信用增进股份有限公司、成都天府大港集团有限公司、成都经开区产业投资集团有限公司、中国长城资产(国际)控股有限公司、知识城(广州)投资集团有限公司、成都兴锦建设投资集团有限责任公司、贵溪经开控股发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、金峰有限公司、越秀房产信托基金、越秀房托资产管理有限公司、福建省晋尚控股集团有限公司、唐山国际投资(香港)有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、淮安开发控股有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省中豫融资担保有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、济源济康科技有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、九江银行、萍乡市城市建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛(维尔京)国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团(开曼群岛)有限公司、山东能源集团有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、南阳城投控股有限公司、淮南市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资有限责任公司、桐州国际投资有限公司、江门高新技术工业园有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、天长市农业发展有限公司、徽商银行股份有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、浙江德盛(BVI)有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、南京银行、三水国际发展有限公司、唐山国控集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州圆山发展有限公司、漳州高鑫发展有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、XD 民生银行、新沂市交通文旅集团有限公司、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、四海国际投资有限公司、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、公司名称(英文)、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、HANHUI INTERNATIONAL LIMITED、

SHANDONG GUOHUI INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Jiujiang Municipal Development Group Co., Ltd.、Jiujiang Gongfa Industrial Investment Co., Ltd.、ZHENGZHOU URBAN CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、CALC、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、QINGDAO LANDPORT INTERNATIONAL DEVELOPMENT CONSTRUCTION CO.,LTD.、CALC Bonds Limited、Taizhou Chemical New Materials Industry Development Group Co., Ltd.、TAIXING JINJIANG INVESTMENT CO., LTD.、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、Yantai Zhengyuan Investment Holding Group Co., Ltd.、Yisheng (BVI) International Co., Ltd.、Zheng Yuan International Development (BVI) Co., Limited、Shandong Yimeng Industrial Group Co., Ltd.、Tianjin Lingang Investment Development Group Co., Ltd.、Tianjin Lingang Investment Holding Group Co., Ltd.、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD.、FUJIAN JINJIANG CONSTRUCTION INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、ZHONGTAI INTERNATIONAL FINANCE (BVI) COMPANY LIMITED、ZHONGTAI FINANCIAL INTERNATIONAL LIMITED、ZHONGTAI SECURITIES、Chengdu Inland Port Hub Investment & Development (Group) Co., Ltd.、BANK OF CHENGDU CO., LTD.、Lunan Zaozhuang Economic Development Investment Co Ltd.、Lunan Development Investment Holding (Zaozhuang) Group Co., Ltd.、SHANDONG YIHE HOLDING GROUP CO., LTD.、Yixin Innovation Technology Company Limited、Xin Fu (BVI) Co., Limited.、Taizhou Guokong Investment Group Co., Ltd.、Taizhou Xintai Group Co., Ltd.、INDUSTRIAL AND COMMERCIAL BANK OF CHINA、WEIFANG URBAN CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Guoneng Environmental Protection Investment Group Co., Limited、Jinan Energy Group Co., Ltd.、Jiangsu Liqia Industrial Development Co., Ltd.、QINGDAO JIMO DISTRICT URBAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、Xianning Urban Development (Group) Co., Ltd.、Huangshi Chantou Holding Group Co., Ltd.、Kaifeng Development and Investment Group Co., Ltd.、JINGDEZHEN URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BOXING FINANCIAL INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiaozuo State-owned Capital Operation (Holding) Group Co., Ltd.、Linyi City Development International Co.,Limited、LINYI CITY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Chengdu-Chongqing Bond Insurance Co., Ltd.、Chengdu Tianfu Dagang Group Co., Ltd.、Chengdu Economic Development Industrial Investment Group Co., Ltd.、China Great Wall International Holdings VI Limited、China Great Wall AMC (International) Holdings Company Limited、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Chengdu Xingjin Construction Investment Group Co., Ltd.、Guixi Jingkai Holding Development Group Co., Ltd.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Zhangzhou Transportation Development Group Co., Ltd.、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Huzhou Wuxing State-Owned Capital Investment Development Co., Ltd.、Moon King Limited、YUEXIU REIT、Yuexiu REIT Asset Management Limited、FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP CO., LTD. (FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP)、Tangshan International Investment (Hong Kong) Co., Ltd.、Tangshan Holding Development Group Co., LTD.、FOSHAN GAOMING CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、Huai'an Development Holdings Co Ltd.、Baoding National Hi-tech Industry Development Zone Development Co Ltd.、Henan Airport Investment Group Co., Ltd.、Henan Zhongyu Financing Guarantee Co., LTD.、QUANZHOU NANYI INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiyuan city Jikang technology Co., LTD.、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、QINGDAO JIAOZHOU URBAN DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、BANK OF BEIJING、XIANGTAN ZHENXIANG STATE-OWNED ASSETS MANAGEMENT INVESTMENT CO., LTD.、HUBEI UNITED DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、BANK OF JIUJIANG、Shengzhou Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LISHUI ECONOMIC AND TECHNOLOGICAL DEVELOPMENT ZONE INDUSTRIAL DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) FINANCIAL LEASING CO., LTD.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) INVESTMENT GROUP CO., LTD.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、Jiangmen High-tech Industrial Park Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited、SICHUAN JINYU FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、TIANCHANG AGRICULTURAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Huishang Bank Corporation Limited、Hubei Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Fuzhou Digital Economy Investment Group Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Fengdu Cultural And Tourism Group Co., Ltd.、Chongqing Sanxia Financing Guarantee Group Corporation.、Zhejiang DES (BVI) Co., Ltd.、Hangzhou Fuyang Transportation Development Investment Group Co., Ltd.、JINAN SHIZHONG FINANCE INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangsu Jiangyan Economic Development Group Co., LTD.、BANK OF NANJING、SAN Shui International Development Co Ltd(BVI)、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd.、ANHUI XIHU INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Huaibei City Construction Investment Holding Group Company Limited、Quzhou Qutong Transportation Investment Development Co., Ltd.、Chengdu Wuhou Industrial Development Investment Management Group Co., Ltd.、Wenzhou Lucheng District State-owned Holding Group Co., Ltd.、Shandong Mingshui Guokai Development Group Co., Ltd.、Mixin International Trading Co., Limited、Yichang High-tech Investment Development Co., Ltd.、ZHONGYUAN DAYU INTERNATIONAL (BVI) CO., LTD.、ZHONGYUAN ASSET MANAGEMENT CO., LTD.、Chengdu Transportation Investment Group Co., Ltd.、Fuqing State-owned Assets Operation Investment Group Co., Ltd.、Binzhou Bincheng Economic Development Investment Company Limited、Huaiyuan County New Urbanization ConstructionCo.Ltd.、HUISHANG BANK、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、YANTAI GUOFENG INVESTMENT HOLDINGS GROUP CO., LTD.、JINAN HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、Luoyang Guosheng Investment Holding Group Co., Ltd.、CHINA MINSHENG BANKING、CHANGDE CAIXIN FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、HUNAN RUIXIN INDUSTRIAL OPERATION MANAGEMENT CO., LTD.、Ganzhou Urban Investment Holding Group Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、Fujian Jinjiang Construction Investment Holding Group Co., Ltd.、Miluo River Holding Group Limited、China Cinda 2020 I Management Ltd 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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

请阅读最后评级说明和重要声明

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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk