

# 李宁 (02331.HK)

## 上半年收入增长 3.3%，经营利润微增而净利润下滑

优于大市

### 核心观点

**2025 年中报收入增长 3%，营业利润保持稳健。**2025 上半年收入 148.2 亿元，同比增长 3.3%；归母净利润 17.4 亿元，同比下降 11.0%。毛利率同比微降 0.4pct 至 50.0%，主要受渠道结构调整及折扣加深影响。销售费用率同比下降 1.2pct 至 29.0%，其中，广告开支占比小幅增加 0.3pct 至 9.0%，由于中国奥委会合作权益营销费用投放节奏主要集中在下半年，其他销售费用率的下降体现了渠道优化和降本增效的成果。管理费用率小幅上升主要受凯胜品牌产生的 7,239 万元商誉减值影响。经营利润率微降 0.2pct 至 16.5%，而净利率下降 1.9pct 至 11.7%，主要受所得税率大幅提升和非经影响减值损失影响。经营性现金净流入 24.1 亿，净现金增加至 191.9 亿元，现金充沛。

**跑步、综训品类引领增长，三大跑鞋 IP 上半年效率突破 526 万双。**分品类收入增速，鞋/服/配分别同比+4.9%/-3.4%/+23.7%，而跑步/篮球/综训/运动时尚流水增速分别为 15%/-20%/15%/-7%，其中专业跑鞋总销量突破 1400 万双，大单品超轻/赤兔/飞电系列销量破 526 万双，助力国内外运动员 44 个冠军。篮球品类期内为签约球员杨瀚森推出个人专属 logo。综训品类与航空航天科技创新平台共同成立实验室，赋能产品。

**库存健康度高，电商表现突出。**全渠道库存吊牌金额降低单位数，库销比 4 个月，公司存货周转天数同比-1 天至 61 天，应收账款周转天数同比-1 天至 14 天。门店方面，总数 7,534 家（去年底净减 51 家），其中大货直营渠道优化调整门店减少 19 家，加盟渠道净增 1 家。

**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 年维持此前指引，以稳健经营务实发展为基调，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：短期仍存营销费用压力但经营效率正在改善，期待中期销售增长提速带动盈利加速复苏。**2025 上半年公司在具有挑战的经营环境中实现了稳健的业绩表现，尤其剔除非经影响后的利润表现较好，下半年中国奥委会合作等资源投入短期将产生额外费用，但未来将逐步转化为销售驱动力。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 25.1/28.3/30.4 亿元，同比-16.6%/12.5%/7.7%。看好公司当前健康的运营基础和未来营销发力对品牌增长提速的潜力，上调合理估值至 21.1-22.3 港元，对应 2026 PE18-19x，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 | 29,340 | 30,774 | 32,431 |
| (+/-%)       | 7.0%   | 3.9%   | 2.3%   | 4.9%   | 5.4%   |
| 净利润(百万元)     | 3187   | 3013   | 2512   | 2825   | 3043   |
| (+/-%)       | -21.6% | -5.5%  | -16.6% | 12.5%  | 7.7%   |
| 每股收益(元)      | 1.23   | 1.17   | 0.97   | 1.09   | 1.18   |
| EBIT Margin  | 10.9%  | 12.3%  | 10.5%  | 10.9%  | 11.3%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 13.1%  | 11.5%  | 9.2%   | 9.8%   | 10.0%  |
| 市盈率 (PE)     | 14.9   | 15.8   | 18.9   | 16.8   | 15.6   |
| EV/EBITDA    | 12.4   | 11.3   | 16.5   | 15.2   | 13.9   |
| 市净率 (PB)     | 1.94   | 1.82   | 1.73   | 1.65   | 1.57   |

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 liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

S0980523070003

#### 基础数据

|             |                  |
|-------------|------------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)         |
| 合理估值        | 21.20 - 22.30 港元 |
| 收盘价         | 19.70 港元         |
| 总市值/流通市值    | 50921/50921 百万港元 |
| 52 周最高价/最低价 | 20.69/12.38 港元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 410.02 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) - 第二季度流水增长低单位数，库销比环比改善》——2025-07-15

《李宁 (02331.HK) - 第一季度流水增长低单位数，折扣率同比改善》——2025-04-29

《李宁 (02331.HK) - 全年收入增长 4%，品类表现分化》——2025-03-30

《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

## 2025 年中报收入增长 3%，营业利润保持稳健

收入增长 3%，毛利率同比微降，经营利润微增而净利润下降 11%

2025H1 公司收入 148.2 亿元，同比增长 3.3%；归母净利润 17.4 亿元，同比下降 11.0%。

毛利率同比微降 0.4pct 至 50.0%，主要受渠道结构调整及折扣加深影响：1）直营渠道由于促销竞争加剧导致折扣加深，使集团毛利率下降 0.2pct。管理层表示二季度以来，直营折扣压力有进一步恶化的趋势。2）DTC 渠道占比下降使集团毛利率下降 0.1pct。3）其他业务单元渠道结构调整使集团毛利率下降 0.1pct。

销售费用率同比下降 1.2pct 至 29.0%，其中，广告与营销费用增加约 8700 万元，广告开支占比小幅增加 0.3pct 至 9.0%，由于中国奥委会合作权益营销费用投放节奏主要集中在下半年，其他销售费用率的下降体现了渠道优化和降本增效的成果，与收入相关的直营可变投入相应减少约 7000 万元。管理费用率小幅上升主要受凯胜品牌产生的 7239 万元商誉减值影响。其他平台费用减少 4400 万元，主要因为业绩未达标，当期原计划应归属的股权激励失效，从而冲回费用。

经营利润同比增长 1.5%，经营利润率微降 0.2pct 至 16.5%，净利率下降 1.9pct 至 11.7%，降幅大于经营利润率，主要受所得税率大幅提升和非经影响减值损失影响。其他收入及利息收入减少 1.4 亿元，其中包括投资性房地产减值 1.06 亿元，以及利息收益有所减少。所得税金额增加 2.08 亿元，主要基于税率变动、资金收益等综合因素，公司对境内外资金结构进行更加合理的规划，因此计提了对应的所得税，导致本期税率提升。

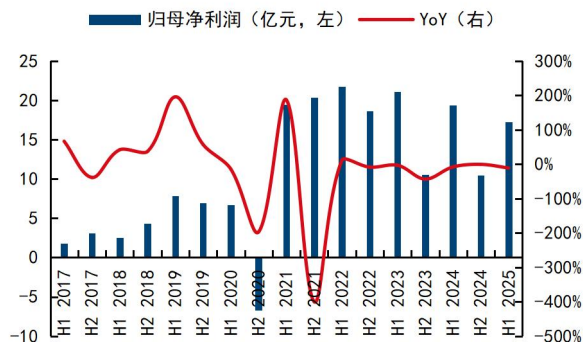
经营性现金净流入 24.1 亿，净现金增加至 191.9 亿元，现金充沛。上半年派息率维持 50%。

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



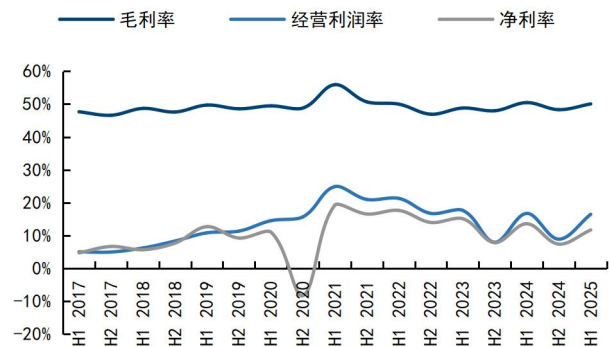
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司经营活动现金流净额及净现比



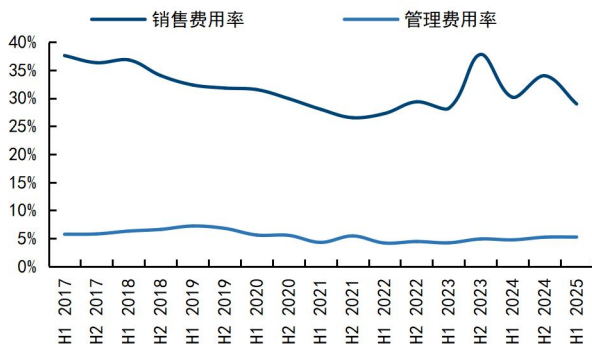
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司利润率水平



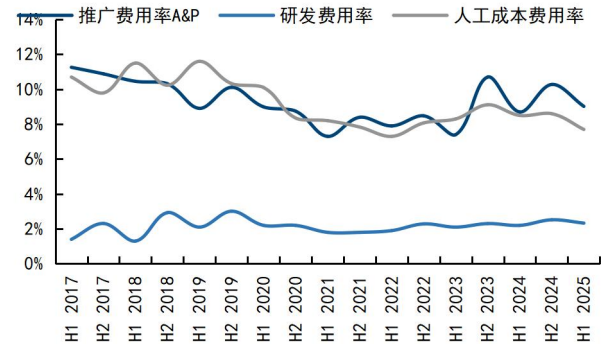
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

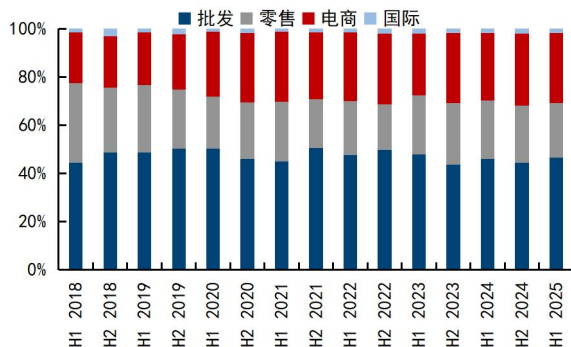
### 2025 年上半年批发收入增长好于直营，电商增长好于线下

上半年线上趋势优于线下，电商收入占比上升 1pct 至 30%，直营收入受门店结构优化影响占比下降 2pct 至 23%。批发收入占比上升 1pct 点至 46%。

期内，整体流水同比增长低单位数，其中电商流水实现高单位数增长。线下流水同比微增小于 1pct，其中线下平均件单价同比微跌，线下折扣加深不到 1pct。平均件单价降低单位数，而销售数量同比增长低单位数。

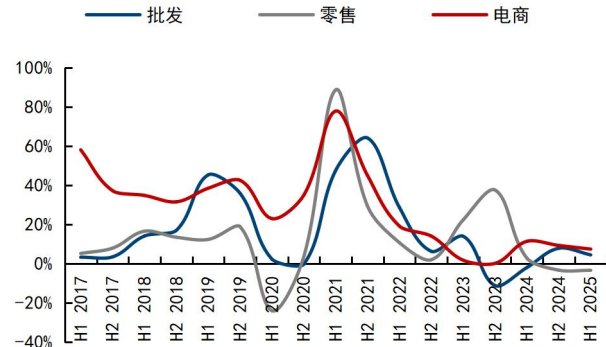
李宁品牌批发业务不包含国际市场及李宁 young 业务，上半年收入同比+5%，店铺数量同比增加 77 家。扣除以羽毛球为主的专业渠道发货收入，批发收入下降低单位数，批发流水增长低单位数，确保批发渠道健康良性发展。

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

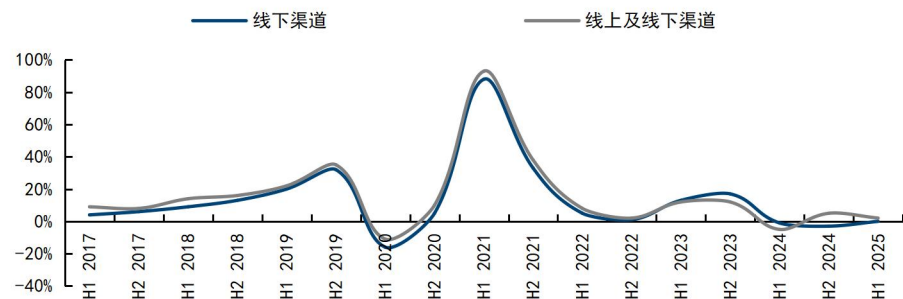


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 专业跑步与综训产品驱动增长

- 1) 分鞋服收入：鞋/服/配分别同比+4.9%/-3.4%/+23.7%，鞋类占比提升至56%；
- 2) 跑步/篮球/综训/运动时尚，流水增速分别为15%/-20%/15%/-7%。期内全渠道零售流水稳步增长2%，其中：
  - ① 专业跑鞋总销量突破1400万双，大单品超轻/赤兔/飞电系列销量破526万双，助力国内外运动员44个冠军。
  - ② 篮球品类流水同比下降20%，主要因市场环境低迷及主动调控发货节奏，期内为签约球员杨瀚森推出个人专属logo。
  - ③ 综训品类与航空航天科技创新平台共同成立实验室，赋能产品。
  - ④ 运动休闲正在调整商品结构，强化生意健康度，联动IP，挖掘文化灵感，打造创意产品。
  - ⑤ 羽毛球收入同比增长38%，占集团收入比重提升至7%；专业级高端球拍月销量达10万支以上，保持行业领先。

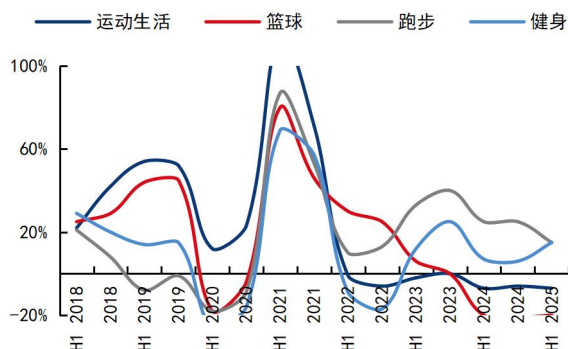
图9：公司线下渠道及全渠道流水增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

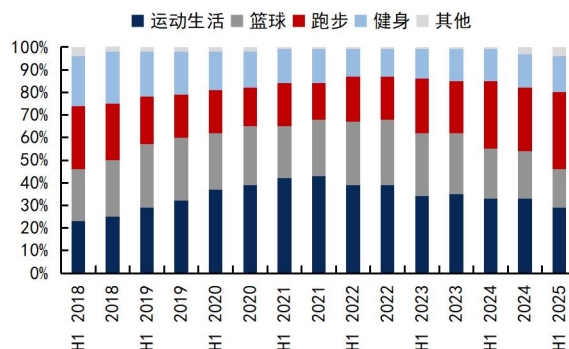


图10: 公司分品类流水增长



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

公司渠道中，新品/7-12个月/超过12个月的库存分别占比82%/12%/6%，库龄结构健康。店铺+仓库的库销比为4个月，均处于健康水平。

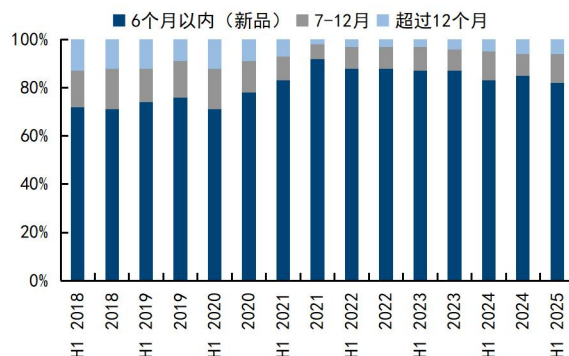
公司层面，公司存货周转天数同比-1天至61天，应收账款周转天数同比-1天至14天，保持高效周转。

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



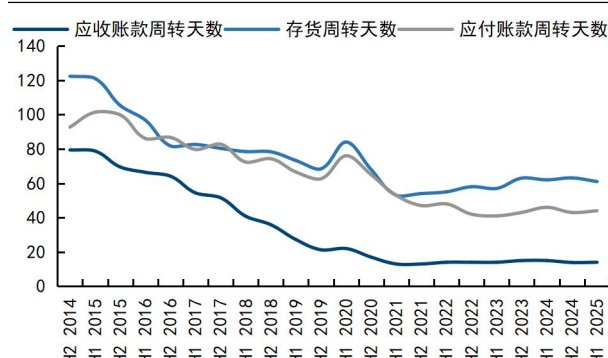
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

上半年线下流水小幅增长，经营结果相对稳定，并且看到单店的日均客流量较去年大幅下滑的趋势上有所改善。但线下的经营挑战仍然存在，集团在固有门店的经营效益改善的同时，积极拓展包括第二卖场、快闪等融合渠道，获取更大的收益机会。

上半年公司持续优化渠道结构，强化重点渠道布局，关闭低效店铺，同时整改门店151家。截止上半年，李宁大货店铺平均面积242平方米，平均月店效30万人民币，高层级市场流水贡献接近60%，核心商业进驻率约90%，充分体现了在高线城市竞争优势。同时，公司已经完成超级奥莱和奥莱门店建设的第一阶段，国内top 20项目年内将全面铺面，并与头部商业体建立深度合作引流机制，进一步强化品牌影响力。公司持续推进店铺形象升级，目前大店保有率1527家，平均面积409平方米。九代店数量已超过1300家，平均月店效约32万。

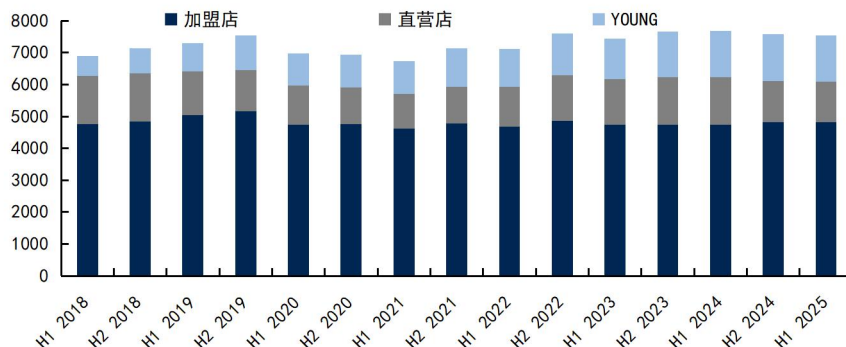
图16: 公司商品运营、零售运营和渠道情况



资料来源: 公司官网，国信证券经济研究所整理

**门店数：**2025 上半年门店数量 7534 家，同比-143 家，其中：加盟店同比+77 家至 4821 家；直营店同比-217 家至 1278 家；YOUNG 同比-3 家至 1435 家；李宁大货及中国李宁同比-140 家至 6099 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

上半年电商业务经营指标总体符合管理层预期，电商直营流水实现高单位数增长。在电商运营效率方面，通过电商内容的运营、全渠道 O2O 等确保转化率和连带率，带动电商客流提升 10%到 20%。生意转化率保持稳健，折扣率加深约一个百分点。

百万 IP 以及线上款式纳入滚动补单，加大滚动补单频次，持续提升百万 IP 销售深度，形成线上线下生意互补，提升商品周转和库存有效性，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

## 2025 年管理层维持业绩指引

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：短期仍存营销费用压力但经营效率改善，期待销售增长提速带动盈利加速复苏

2025 上半年公司在具有挑战的经营环境中实现了稳健的业绩表现，尤其剔除非经影响后的利润表现较好，下半年中国奥委会合作等资源投入短期将产生额外费用，但未来将逐步转化为销售驱动力。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 25.1/28.3/30.4 亿元，同比-16.6%/12.5%/7.7%。看好公司当前健康的运营基础和未来营销发力对品牌增长提速的潜力，上调合理估值至 21.1-22.3 港元，对应 2026 PE18-19x，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测与市场重要数据

|             | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 27,598 | 28,676 | 29,340 | 30,774 | 32,431 |
| (+/-%)      | 7.0%   | 3.9%   | 2.3%   | 4.9%   | 5.4%   |
| 净利润(百万元)    | 3187   | 3013   | 2512   | 2825   | 3043   |
| (+/-%)      | -21.6% | -5.5%  | -16.6% | 12.5%  | 7.7%   |
| 每股收益(元)     | 1.23   | 1.17   | 0.97   | 1.09   | 1.18   |
| 经营利润率       | 10.9%  | 12.3%  | 10.5%  | 10.9%  | 11.3%  |
| 净资产收益率(ROE) | 13.1%  | 11.5%  | 9.2%   | 9.8%   | 10.0%  |
| 市盈率(PE)     | 14.9   | 15.8   | 18.9   | 16.8   | 15.6   |
| EV/EBITDA   | 12.4   | 11.3   | 16.5   | 15.2   | 13.9   |
| 市净率(PB)     | 1.94   | 1.82   | 1.73   | 1.65   | 1.57   |

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算



表2: 可比公司估值表

| 公司<br>代码    | 公司<br>名称 | 投资<br>评级 | 收盘价<br>人民币 | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|-------------|----------|----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|             |          |          |            | 2024A | 2025E | 2026E | 2024A | 2025E | 2026E |
| 2331. HK    | 李宁       | 优于大市     | 18.36      | 1.17  | 0.97  | 1.09  | 15.8  | 18.9  | 16.8  |
| <b>可比公司</b> |          |          |            |       |       |       |       |       |       |
| 2020. HK    | 安踏体育     | 优于大市     | 95.53      | 5.56  | 4.86  | 5.56  | 17.2  | 19.7  | 17.2  |
| 1368. HK    | 特步国际     | 优于大市     | 6.24       | 0.37  | 0.45  | 0.51  | 13.4  | 11.0  | 9.7   |
| NKE. N      | 耐克       | 无评级      | 568.61     | 27.06 | 15.67 | 12.18 | 21.0  | 36.3  | 46.7  |

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         | 14763        | 15501        | 16276        | 营业收入              | 27598         | 28676         | 29340         | 30774         | 32431         |
| 应收款项             | 2001         | 1588         | 1836         | 1926         | 2030         | 营业成本              | 14246         | 14520         | 14947         | 15640         | 16468         |
| 存货净额             | 2493         | 2598         | 2891         | 3019         | 3173         | 营业税金及附加           | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动资产           | 221          | 579          | 372          | 390          | 411          | 销售费用              | 9080          | 9199          | 9749          | 10164         | 10615         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>13653</b> | <b>20528</b> | <b>28126</b> | <b>29101</b> | <b>30154</b> | 管理费用              | 1256          | 1428          | 2002          | 2061          | 2132          |
| 固定资产             | 4124         | 4610         | 5572         | 5980         | 6328         | 财务费用              | (319)         | (175)         | (62)          | (49)          | (51)          |
| 无形资产及其他          | 2405         | 1811         | 1359         | 906          | 453          | 投资收益              | 378           | 256           | 262           | 248           | 235           |
| 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           | 622           | 631           | 650           |
| <b>资产总计</b>      | <b>34208</b> | <b>35708</b> | <b>43816</b> | <b>44745</b> | <b>45694</b> | 营业利润              | 4256          | 4110          | 3589          | 3835          | 4153          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 0            | 0            | 6038         | 5187         | 4185         | 营业外净收支            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 应付款项             | 2832         | 2666         | 3122         | 3260         | 3426         | <b>利润总额</b>       | <b>4256</b>   | <b>4110</b>   | <b>3589</b>   | <b>3835</b>   | <b>4153</b>   |
| 其他流动负债           | 4436         | 4920         | 5277         | 5506         | 5771         | 所得税费用             | 1069          | 1097          | 1077          | 1009          | 1111          |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>7268</b>  | <b>7586</b>  | <b>14437</b> | <b>13953</b> | <b>13382</b> | 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            | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>3187</b>   | <b>3013</b>   | <b>2512</b>   | <b>2825</b>   | <b>3043</b>   |
| 其他长期负债           | 2533         | 2019         | 2019         | 2019         | 2019         |                   |               |               |               |               |               |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>2533</b>  | <b>2019</b>  | <b>2019</b>  | <b>2019</b>  | <b>2019</b>  | <b>现金流量表(百万元)</b> | <b>2023</b>   | <b>2024</b>   | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  | <b>2027E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>9801</b>  | <b>9605</b>  | <b>16456</b> | <b>15972</b> | <b>15400</b> | 净利润               | 3187          | 3013          | 2512          | 2825          | 3043          |
| 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        | 27360        | 28772        | 30294        | 折旧摊销              | 1872          | 1831          | 991           | 1045          | 1104          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>34208</b> | <b>35708</b> | <b>43816</b> | <b>44745</b> | <b>45694</b> | 公允价值变动损失          | (20)          | 5             | 0             | 0             | 0             |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用              | (319)         | (175)         | (62)          | (49)          | (51)          |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2023</b>  | <b>2024</b>  | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 营运资本变动            | (318)         | 268           | 479           | 131           | 152           |
| 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         | 0.59         | 0.49         | 0.55         | 0.59         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>4721</b>   | <b>5116</b>   | <b>3982</b>   | <b>4001</b>   | <b>4299</b>   |
| 每股净资产            | 9.44         | 10.10        | 10.58        | 11.13        | 11.72        | 资本开支              | (2781)        | (2312)        | (1500)        | (1000)        | (1000)        |
| ROIC             | 10%          | 11%          | 9%           | 10%          | 11%          | 其它投资现金流           | (403)         | 120           | 0             | 0             | 0             |
| ROE              | 13%          | 12%          | 9%           | 10%          | 10%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(3421)</b> | <b>(2329)</b> | <b>(1500)</b> | <b>(1000)</b> | <b>(1000)</b> |
| 毛利率              | 48%          | 49%          | 49%          | 49%          | 49%          | 权益性融资             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 11%          | 12%          | 11%          | 11%          | 11%          | 负债净变化             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 18%          | 19%          | 14%          | 14%          | 15%          | 支付股利、利息           | (1569)        | (1651)        | (1256)        | (1413)        | (1521)        |
| 收入增长             | 7%           | 4%           | 2%           | 5%           | 5%           | 其它融资现金流           | (101)         | 2568          | 6038          | (851)         | (1003)        |
| 净利润增长率           | -22%         | -5%          | -17%         | 12%          | 8%           | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(3238)</b> | <b>(733)</b>  | <b>4782</b>   | <b>(2263)</b> | <b>(2524)</b> |
| 资产负债率            | 29%          | 27%          | 38%          | 36%          | 34%          | <b>现金净变动</b>      | <b>(1938)</b> | <b>2055</b>   | <b>7264</b>   | <b>738</b>    | <b>775</b>    |
| 息率               | 3.1%         | 3.2%         | 2.5%         | 2.8%         | 3.0%         | 货币资金的期初余额         | 7382          | 5444          | 7499          | 14763         | 15501         |
| P/E              | 14.9         | 15.8         | 18.9         | 16.8         | 15.6         | 货币资金的期末余额         | 5444          | 7499          | 14763         | 15501         | 16276         |
| P/B              | 1.9          | 1.8          | 1.7          | 1.6          | 1.6          | 企业自由现金流           | 1031          | 2374          | 2137          | 2652          | 2945          |
| EV/EBITDA        | 12.4         | 11.3         | 16.5         | 15.2         | 13.9         | 权益自由现金流           | 1169          | 5070          | 8218          | 1837          | 1980          |

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<br>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<br>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

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