



拟收购 Puma29%股权，完善全球化版图

2026年01月29日

核心观点

- 公司发布公告，拟收购 PUMA SE 29.06%股权。**2026年1月27日，公司宣布与 Groupe Artémis 达成协议，拟以 15 亿欧元现金对价受让其持有的 PUMA SE 29.06%股权，交易完成后公司将成为 PUMA 单一最大股东。公司计划通过向监事会委派代表参与治理，在尊重 PUMA 深厚品牌积淀与独立运营的基础上，通过战略协同赋能中长期发展。此次收购是继 Amer Sports 和 Jack Wolfskin 之后，公司深化全球化布局的又一关键举措，不仅有效补强了公司在中高端专业运动领域的品牌布局，完善了多品牌矩阵，更有望通过全球资源整合与协同效应，构建支撑公司未来高质量发展的全新增长极。
- PUMA 为全球知名运动龙头，当前处于战略重置期：**PUMA 是一家总部位于德国的全球领先体育品牌，主要从事鞋类、服装及配饰的设计、开发、销售和市场推广。公司现已迈过高速增长期，步入平稳发展阶段，2025 年开启“重置 (Reset)”计划，优化分销渠道、回购库存、降低运营成本，致使 2025 前三季度录得收入 59.74 亿欧元，同比下降 8.5%，净利润亏损 3.08 亿欧元。鞋类产品是 PUMA 最具韧性且占据主导地位的营收增长引擎，2024 年营收占比达到 53%，覆盖足球鞋、跑鞋、篮球鞋等专业运动鞋类。渠道以批发为主导，但公司通过“重置”战略主动优化批发渠道，积极推进 DTC 渠道建设。
- 公司完善全球化版图，有望复刻品牌收购成功经验：**PUMA 在 EMEA 及美洲市场拥有深厚的渠道根基与品牌资产，这与深耕中国市场的公司主品牌安踏形成地域互补。在品牌维度，PUMA 专业足球/跑步品类，有效填补了安踏主品牌（大众专业）与 Amer Sports 及 FILA 之间的生态位空缺，使得公司能全方位覆盖从大众到中高端、从时尚到硬核户外的全球消费需求，进一步增强了全球竞争力。公司在此前品牌收购上验证过的卓越零售运营能力与高效率的供应链整合优势，有望赋能 PUMA 在大中华区的业务复苏，释放增长潜力。
- 投资建议：**当前内销仍存压力，下调 2025/26/27 年 EPS 预测 4.82/5.36/5.84 元至 4.66/5.07/5.62 元，对应 PE 估值为 15/14/12 倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**收购整合进度与协同效应不及预期风险；PUMA 品牌“重置”战略效果不及预期风险；全球宏观经济波动与消费需求疲软风险；汇率波动风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	70,826	78,173	85,577	93,418
收入增速 (%)	13.58	10.37	9.47	9.16
归母净利润(百万元)	15,596	13,046	14,175	15,731
利润增速 (%)	52.36	-16.35	8.66	10.97
毛利率 (%)	62.17	62.75	63.20	63.58
摊薄 EPS(元)	5.58	4.66	5.07	5.62
PE	12.43	14.86	13.67	12.32

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

安踏体育 (股票代码: 2020.HK)

推荐 维持评级

分析师

郝帅

☎: 010-80927622

✉: haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524040001

艾菲拉·迪力木拉提

☎: 010-80927622

✉: aifeila_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130525080004

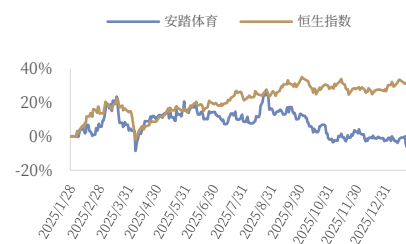
市场数据

2026-01-28

股票代码	2020.HK
H 股收盘价(元)	77
恒生指数	27,826.91
总股本(万股)	279,665.33
实际流通股(万股)	279,665.33
流通股市值(亿元)	2,153.42

相对恒生指数表现图

2026-01-28



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河纺织】公司点评_安踏体育(2020.HK)_公司基本面稳健，多品牌战略成效显著
- 【银河纺织】公司深度_安踏体育(2020.HK)_多品牌体育龙头，本土崛起布局全球

目录

Catalog

一、 拟收购 PUMA 29.06%股权，完善全球化版图.....	3
二、 风险提示.....	8

一、拟收购 PUMA 29.06%股权，完善全球化版图

公司拟收购 PUMA SE 29.06%股权，助力全球化版图与品牌矩阵持续拓展。2026年1月27日，公司宣布与 Groupe Artémis 达成协议，拟以 15 亿欧元现金对价受让其持有的 PUMA SE 29.06% 股权，交易完成后公司将成为 PUMA 单一最大股东。公司计划通过向监事会委派代表参与治理，在尊重 PUMA 深厚品牌积淀与独立运营基因的基础上，通过战略协同赋能其中长期发展。此次收购是继 Amer Sports 及 Jack Wolfskin 之后，公司深化全球化布局的又一关键举措，不仅有效补强了在中高端专业运动领域的品牌护城河，完善了多品牌矩阵，更有望通过全球资源整合与协同效应，构建支撑公司未来高质量发展的全新增长极。

全球历史悠久的运动品牌龙头，战略重置期业绩承压。PUMA 是一家总部位于德国的全球领先体育品牌，拥有超过 77 年的历史，1986 年在德国证券交易所上市。公司主要从事鞋类、服装及配饰的设计、开发、销售和市场推广，旗下品牌组合包括核心品牌 PUMA、高尔夫品牌 Cobra Golf 以及专注于基础服饰与赛车周边商品的 Stichd。根据 2024 年财务数据，鞋类是公司营收的最主要来源，贡献了约 47.34 亿欧元，占比达 53.7%。受公司启动“重置 (Reset)”战略及清理渠道库存等因素影响，2025 年业绩面临压力，前三季度录得收入 59.74 亿欧元，同比下降 8.5%，净利润亏损 3.08 亿元。25Q3 单季收入继续承压，同比下降 15.3%，归属于股东的净利润亏损 6230 万欧元。

表1: PUMA 旗下品牌情况

类别	系列	品牌标识	品牌特点
PUMA 主品牌	专业运动 (Performance)		涵盖足球、跑步、篮球、训练等
	运动时尚 (Sportstyle)		包含 Fenty、Speedcat 及各类复古系列
其他品牌	Cobra Golf		专注于高尔夫球杆等硬核装备，提升品牌在高端细分市场的专业度
	stichd		负责赛车授权 (F1 周边) 及内衣袜类代工

资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

PUMA 上市后股权几经更迭，收购完成后公司将成为单一最大股东。1986 年，PUMA 在法兰克福交易所上市，当时由创始人 Rudolf Dassler 的家族成员 Armim 和 Gerd Dassler 掌控。2007 年，法国 Kering 集团 (当时为 PPR 集团) 通过子公司 SAPARDIS S.A. 发起收购，并于 2008 年逐步完成对 PUMA 控股权的接管。2018 年，Kering 集团为聚焦纯奢侈品业务，决定剥离 PUMA，将其持有的约 70% PUMA 股份分配给股东，此举使 PUMA 的自由流通股比例从 13% 提升至 55%，而皮诺家族 (Kering 实控人) 的控股公司 Artémis S.A. 则保留了约 29% 的股份，成为 PUMA 第一大股东。本次交易完成后，公司将持有 PUMA 29.06% 的股权，取代 Artémis 成为 PUMA 单一

最大股东。

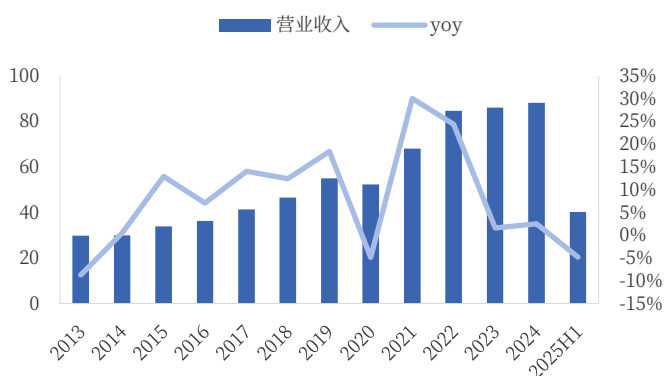
表2: PUMA SE 被公司收购前后股权结构

公司收购前股权结构		公司收购后股权结构	
股东	持股比例	股东	持股比例
Artemis	29%	Anta	29%
Schroders	5%	Schroders	5%
Other Shareholders	66%	Other Shareholders	66%

资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

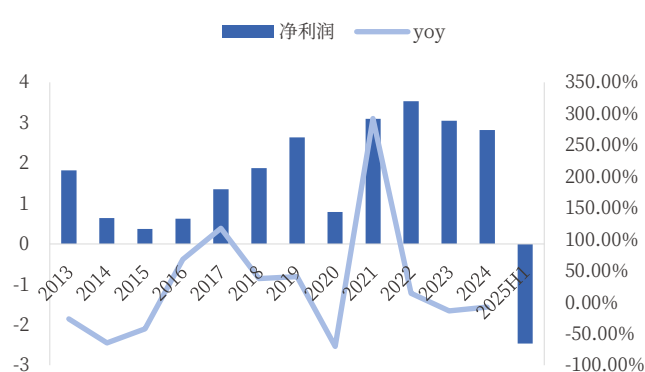
PUMA 迈过高速增长期, 已步入平稳发展阶段, 近期受 Reset 计划影响业绩有所下滑。2013 年 Bjørn Gulden 接任 CEO, 确立了“Forever Faster”的品牌宣言, 旨在重塑 PUMA 作为专业运动品牌的形象。2016 年, PUMA 抓住女性运动服饰增长红利发布 Fenty 系列产品, 推出 IGNITE 技术跑鞋重新聚焦于高性能跑步装备。2018 年公司重返篮球领域, 拓展北美和亚太地区市场, 驱动 PUMA 在 2016-2019 年收入实现高速增长。尽管面临公共卫生事件的冲击, PUMA 仍表现出经营韧性。2023 年以来, 新上任 CEO Arne Freundt 将 PUMA 的战略重心从规模扩张转向品牌升级, 2025 年 PUMA 进入了明确的“重置 (Reset)”阶段, 通过优化分销渠道、回购库存、降低运营成本等措施使得批发业务有所收缩, 但通过剔除低质量营收业务, PUMA 有望为未来的高端化增长奠定更健康的基石。

图1: PUMA 历年来营业收入及增速 (亿欧元)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

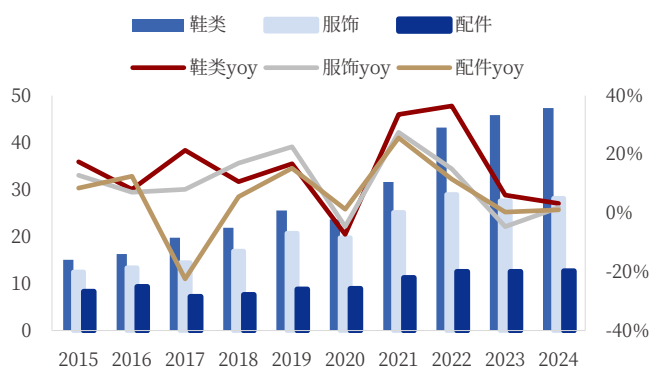
图2: PUMA 历年来净利润及增速 (亿欧元)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

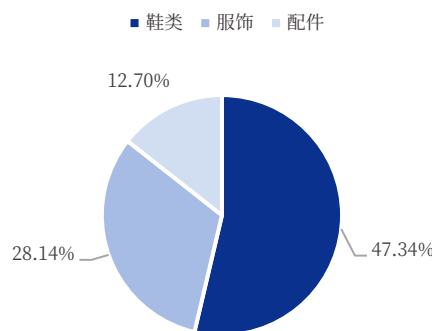
鞋类产品是 PUMA 最具韧性且占据主导地位的营收增长引擎。早期 PUMA 的产品组合相对均衡, 2015 年鞋类/服饰业务营收占比分别为 44.5%/34.8%。此后, 鞋类表现持续优于其他板块, 截至 2024 年底, 鞋类业务年营收已达 47.34 亿欧元, 占比提升至 53.7%。2025H1, 在宏观经济环境严峻、服装与配饰业务分别录得 6.3%和 6.1%降幅的背景下, 鞋类业务是唯一实现正增长 (汇率调整后+3.7%) 的品类, 展现出较强的抗周期属性。尽管 2025 年第三季度公司因实施“重置 (Reset)”战略及渠道削减导致全品类收入收缩, 但得益于足球、专业跑步以及高端运动时尚领域的持续需求, 鞋类业务依然稳固支撑着公司的基本盘。

图3: PUMA 分产品营业收入及增速 (亿欧元)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

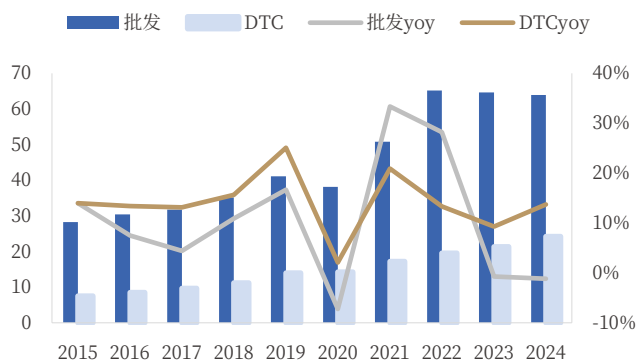
图4: 2024 年 PUMA 分产品收入结构占比



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

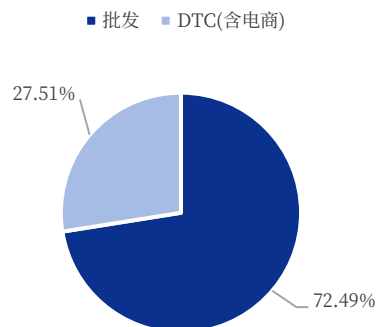
从“批发优先”到品牌重塑，PUMA 开启渠道重置进程。2015 年以来，PUMA 重视与批发商的合作，通过改善与 Foot Locker、Finish Line 等关键零售商关系开始，成功重建了在货架上的份额。批发优先的策略在帮助公司恢复并抢占了市场份额，尽管 DTC 渠道的增速一直领先于批发，但从规模上比批发渠道仍处于核心地位。2023 年起，批发渠道的份额开始下降，2025 年公司提出“重置 (Reset)”计划，旨在通过主动优化部分批发渠道，回购库存等方式重塑品牌形象和品牌势能。该计划实施以来，PUMA 从北美的大众商超及其他地区的低端分销渠道中撤退，2025 Q3 数据显示 PUMA 的批发业务同比下降了 15.4% (经汇率调整)。同时，DTC 渠道在 2025 Q3 逆势增长 4.5%，其在总销售额中的占比提升至 29.1%。当前的“重置”策略虽然导致了营收和利润的大幅下滑，但从长期来看有望通过这一举措改善毛利，提升营业利润率。

图5: PUMA 分渠道营业收入及增速 (亿欧元)



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

图6: 2024 年 PUMA 分渠道收入结构占比

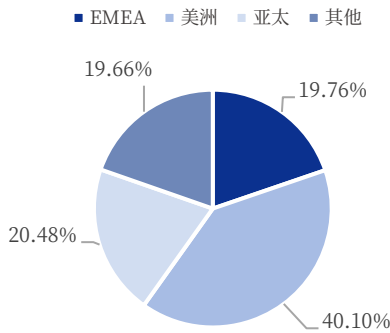


资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

成熟市场重塑渠道生态，新兴市场加速份额渗透。作为全球领先的运动服饰集团，PUMA 长期以来维持着 EMEA (欧洲、中东及非洲)、美洲与亚太的均衡营收架构。根据 2024 年营收占比，美洲为第一大营收贡献地区，占比 40.1%，亚太、EMEA 和其他地区均在 20%左右。2018 年 PUMA 通过重返篮球，在中国加强与经销商合作等举措打开在北美和中国的品牌知名度。然而随着这两大地区营收减速，品牌势能减弱，2023 年新任 CEO Arne Freundt 明确提出了“赢在美国”和“赢在中国”的战略优先级，大幅减少对大众商超等低端批发渠道的依赖并清理渠道库存，在美国开设创意中心 (LA Creative Hub/Studio48) 和旗舰店转向品牌高端化，在中国引入新的门店形式，加

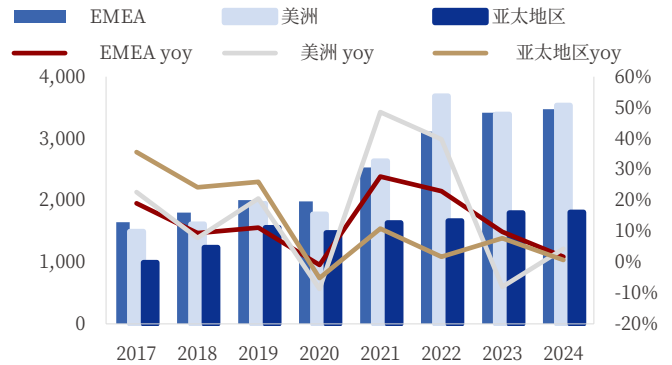
强数字渠道布局，致力于逐步恢复增长。拉美市场（尤其是阿根廷）近年来虽有销量增长，但受困于货币贬值等汇率风险，报表端收入波动加剧。此外，PUMA 加速对印度等新兴市场的渗透，成为驱动海外市场营收的重要力量。

图7：2024 年 PUMA 分地区营业收入结构



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

图8：PUMA 分地区（EMEA、美洲、亚太）营收增速



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

PUMA 盈利能力承压，公司寻求通过改革长期促进利润率回升。2016-2019 年，公司处于高速发展期，受益于批发和 DTC 业务的稳健扩张和产品结构持续优化，公司毛利率由 2016 年的 45.70% 稳步提升至 2019 年 48.80%，费用率不断优化，推动营业利润率和净利率近十年高点；2022-2024 年，受国际宏观环境以及行业竞争加剧影响，PUMA 净利率开始承压，2024 年净利率下降至 3.2%。2025 年因实施“重置（Reset）”战略，导致毛利率受去库存和促销拖累而下滑，销售额下降以及费用管控效率降低使得费用率提升，25Q3 公司净利率为负数。PUMA 管理层当前正以牺牲短期盈利为代价，通过重塑渠道和成本结构来换取长期的健康增长，未来有望实现营业利润率的有效改善提升。

表3：PUMA 历年来各项财务比率

名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q3
毛利率	45.70%	47.30%	48.40%	48.80%	47.00%	47.90%	46.10%	46.30%	47.40%	45.20%
费用率	42.60%	41.70%	41.50%	41.30%	43.30%	40.00%	38.90%	39.60%	40.60%	43.50%
营业利润率	3.50%	5.90%	7.30%	8.00%	4.00%	8.20%	7.60%	7.20%	7.10%	1.50%
净利润率	1.70%	3.30%	4.00%	4.80%	1.50%	4.50%	4.20%	3.50%	3.20%	亏损

资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

完善全球化版图，构建极具深度的多品牌矩阵护城河。PUMA 作为全球知名运动品牌，在 EMEA（欧洲、中东及非洲）及美洲市场拥有深厚的渠道根基与品牌资产，这与深耕中国市场的公司主品牌安踏形成地域优势互补，将显著降低公司对单一市场的依赖风险，真正实现从“中国安踏”向“世界安踏”的跨越。在品牌维度，PUMA 专业足球/跑步品类，有效填补了安踏主品牌（大众专业）与 Amer Sports 及 FILA 之间的生态位空缺，使得公司能全方位覆盖从大众到中高端、从时尚到硬核户外的全球消费需求，进一步增强了与耐克、阿迪达斯等国际品牌相抗衡的全球竞争力。

复制公司赋能收购品牌的成功经验，助力 PUMA 走出困境。虽然 PUMA 当前正处于“重置（Reset）”战略的业绩低谷期，但公司在 FILA 及 Amer Sports 上验证过的卓越零售运营能力与

高效率的供应链整合优势，有望赋能 PUMA 在大中华区的业务复苏，释放较大的增长潜力。

投资建议：看好公司整合品牌后的未来发展潜力，但当前内销仍存压力，下调 2025/26/27 年 EPS 预测 4.82/5.36/5.84 元至 4.66/5.07/5.62 元，对应 PE 估值为 15/14/12 倍，维持“推荐”评级。

表4: 主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	70,826	78,173	85,577	93,418
收入增速 (%)	13.58	10.37	9.47	9.16
归母净利润(百万元)	15,596	13,046	14,175	15,731
利润增速 (%)	52.36	-16.35	8.66	10.97
毛利率 (%)	62.17	62.75	63.20	63.58
摊薄 EPS(元)	5.58	4.66	5.07	5.62
PE	12.43	14.86	13.67	12.32

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

二、风险提示

1. 收购整合进度与协同效应不及预期风险

虽然公司在 Amer Sports 上积累了成功经验，但 PUMA 作为独立上市的德国巨头，其企业文化、治理结构与之前的标的存在差异。若双方在战略磨合、团队融合或监事会决策层面出现分歧，可能导致“公司赋能”的效果滞后，无法如期实现供应链或渠道端的协同增效。

2. PUMA 品牌“重置 (Reset)” 战略效果不及预期

PUMA 当前正处于渠道清理与品牌重塑期。若此过程长于预期，或 DTC 渠道的增长无法弥补批发业务的下滑，将导致 PUMA 的营收和利润率修复慢于管理层指引，从而拖累收购方的投资回报周期。

3. 全球宏观经济波动与消费需求疲软风险

PUMA 的营收高度依赖 EMEA 和美洲市场。若全球消费疲软及复苏不及预期将直接冲击 PUMA 的业绩复苏，进而影响公司的投资收益。

4. 汇率波动风险

本次交易对价以欧元支付，且 PUMA 的财务报表以欧元计价，若欧元汇率大幅波动，不仅影响收购成本的最终结算，还将导致未来合并报表或权益法核算投资收益时产生显著的汇兑损益风险。

图表目录

图 1: PUMA 历年来营业收入及增速 (亿欧元)	4
图 2: PUMA 历年来净利润及增速 (亿欧元)	4
图 3: PUMA 分产品营业收入及增速 (亿欧元)	5
图 4: 2024 年 PUMA 分产品收入结构占比	5
图 5: PUMA 分渠道营业收入及增速 (亿欧元)	5
图 6: 2024 年 PUMA 分渠道收入结构占比	5
图 7: 2024 年 PUMA 分地区营业收入结构	6
图 8: PUMA 分地区 (EMEA、美洲、亚太) 营收增速	6
表 1: PUMA 旗下品牌情况	3
表 2: PUMA SE 被公司收购前后股权结构	4
表 3: PUMA 历年来各项财务比率	6
表 4: 主要财务指标预测	7

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	52,482	62,253	74,021	87,125
现金	11,510	18,830	26,086	35,859
应收票据及账款	4,463	4,648	5,201	5,706
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	1,774	2,193	2,401	2,621
存货	10,760	11,567	13,805	14,914
其他	23,975	25,015	26,529	28,025
非流动资产	60,133	59,848	59,663	59,328
长期投资	14,669	14,969	15,569	16,219
固定资产	4,687	4,447	4,208	3,968
无形资产	11,455	10,310	9,164	8,019
其他	29,322	30,122	30,722	31,122
资产总计	112,615	122,101	133,684	146,453
流动负债	28,593	29,748	32,278	35,001
短期借款	8,583	8,905	9,568	10,352
应付账款及票据	4,332	4,150	4,488	4,849
其他	15,678	16,693	18,222	19,800
非流动负债	17,283	17,283	17,283	17,283
长期借款	12,233	12,233	12,233	12,233
其他	5,050	5,050	5,050	5,050
负债总计	45,876	47,031	49,561	52,284
少数股东权益	5,010	6,175	7,441	8,846
归属母公司股东权益	61,729	68,895	76,682	85,323
负债和股东权益	112,615	122,101	133,684	146,453

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	16,741	12,163	12,359	15,335
净利润	16,989	14,211	15,441	17,136
折旧摊销	5,471	1,585	1,785	1,985
财务费用	-1,388	-191	-398	-569
其它经营现金流	-4,331	-3,443	-4,470	-3,216
投资活动现金流	-14,864	524	224	174
资本支出	4,684	1,000	1,000	1,000
其他投资现金流	-19,548	-476	-776	-826
筹资活动现金流	-5,761	-5,367	-5,327	-5,737
短期借款增加	4,587	322	664	784
长期借款增加	1,285	0	0	0
其他筹资现金流	-11,633	-5,689	-5,991	-6,520
现金净增加额	-3,884	7,320	7,256	9,773

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	70,826	78,173	85,577	93,418
营业成本	26,794	29,116	31,492	34,023
销售费用	25,647	28,533	31,663	34,471
管理费用	4,198	4,690	5,135	5,605
财务费用	-1,388	-191	-398	-569
其他费用	0	0	0	0
其他经营性损益	0	0	0	0
投资收益	198	350	650	650
公允价值变动收益	0	0	0	0
营业利润	15,773	16,374	18,334	20,537
资产收益	0	0	0	0
其他非经营性收益	6,111	2,000	1,700	1,700
利润总额	21,884	18,374	20,034	22,237
所得税	4,895	4,163	4,593	5,102
净利润	16,989	14,211	15,441	17,136
少数股东损益	1,393	1,165	1,266	1,405
归属母公司净利润	15,596	13,046	14,175	15,731
EBITDA	25,967	19,768	21,422	23,653
EPS (元)	5.58	4.66	5.07	5.62

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业总收入	13.6%	10.4%	9.5%	9.2%
归属母公司净利润	52.4%	-16.4%	8.7%	11.0%
获利能力				
销售毛利率	62.2%	62.8%	63.2%	63.6%
销售净利率	24.0%	18.2%	18.0%	18.3%
ROE	25.3%	18.9%	18.5%	18.4%
ROIC	20.0%	16.5%	17.9%	19.3%
偿债能力				
资产负债率	40.7%	38.5%	37.1%	35.7%
净负债比率	13.9%	3.1%	-5.1%	-14.1%
流动比率	1.84	2.09	2.29	2.49
速动比率	0.62	0.86	1.04	1.26
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.64	0.64	0.64
应收账款周转率	15.87	16.82	16.45	16.37
存货周转率	2.49	2.52	2.28	2.28
固定资产周转率	15.11	17.58	20.34	23.54
每股指标				
每股收益	5.58	4.66	5.07	5.62
每股经营现金	5.99	4.35	4.42	5.48
每股净资产	22.07	24.63	27.42	30.51
P/E	12.43	14.86	13.67	12.32
P/B	3.49	3.13	2.81	2.52
EV/EBITDA	1.35	1.48	1.12	0.70
P/S	3.04	2.75	2.52	2.31

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业首席分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得2019-2020年机构投资者II评选纺织零售行业第三名，2021-2023水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

艾菲拉·迪力木拉提，纺织服饰行业分析师。中国人民大学本硕，2023年7月加入中国银河证券研究院，从事纺织服饰行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn