

# 多品牌矩阵优势彰显，新兴品牌增长亮眼

## ——安踏体育（2020.HK）首次覆盖报告

### 报告原因：

### 买入（首次评级）

市场数据：	2026年06月02日
收盘价（港元）	76.60
一年内最高/最低（港元）	104.40/74.50
总股本（亿股）	279,665
总市值（亿港元）	2,142

### 一年内股价与恒生指数对比走势：



资料来源：iFinD

### 相关研究

### 证券分析师

范林泉  
S0820525020001  
021-32229888-25516  
fanlinquan@ajzq.com

### 联系人

朱振浩  
S0820125020001  
021-32229888-25515  
zhuzhenhao@ajzq.com

### 投资要点：

- **投资评级与估值：**预计公司 2026-2028 年营业收入 873.3/955.7/1047.0 亿元，同比增长 8.9%/9.4%/9.6%，净利润 146.3/158.9/174.5 亿元，同比增长 7.7%/8.6%/9.8%，对应 PE 为 12.7X/11.7X/10.7X。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **行业与公司分析：**2025 年中国服装、鞋帽、针纺织品类零售额 1.5 万亿元，同比增长 3.2%，品类内部结构分化，户外与专业运动细分品类增速高于整体。公司 2025 年营收 802.2 亿元，同比增长 13.3%，连续第 12 年正增长；公司占中国体育用品市场份额提升至 21.8%，位居行业首位；旗下安踏、FILA、所有其他品牌 2025 年收入分别为 347.5/284.7/170.0 亿元，同比增长 3.7%/6.9%/59.2%，品牌矩阵覆盖大众专业、高端时尚、高端户外等细分场景。
- **关键假设：**预计 2026-2028 年公司营业收入 873.3/955.7/1047.0 亿元，同比增长 8.9%/9.4%/9.6%，其中安踏主品牌收入 356.2/366.9/379.8 亿元，同比增长 2.5%/3.0%/3.5%，FILA 收入 304.6/327.5/353.7 亿元，同比增长 7.0%/7.5%/8.0%，所有其他品牌收入 212.5/261.3/313.6 亿元，同比增长 25.0%/23.0%/20.0%。费用方面，预计 2026-2028 年销售费用率为 35.8%/35.7%/35.4%，管理费用率为 6.0%/5.9%/5.7%，财务费用率为 -1.1%/-0.9%/-0.8%。
- **有别于大众的认识：**市场认为安踏主品牌增长乏力、FILA 修复弹性偏弱、其他品牌增长对集团盈利贡献有限，我们认为：1) 安踏主品牌 DTC 改革进入收尾期、渠道掌控力增强，增速具备上修空间；2) FILA 在江艳完成 ONE FILA 战略整合后经营效率改善，2025 年经营利润率逆势提升 0.8pct 至 26.1%，在当前规模下 26Q1 流水实现同比 10%-20%低段增长，品牌进入新一轮上行通道；3) 所有其他品牌 2025 年收入 170.0 亿元、同比增长 59.2%，占集团收入比例提升至 21.2%，经营利润率 27.9%（高出集团 4.1pct），已从小体量高增分部成长为驱动集团经营利润率上行的关键变量；跨越专业、时尚、户外三大品牌群的多品牌矩阵优势持续展现。
- **股价表现的催化剂：**1) 26Q2 运营数据及 618 大促延续 Q1 较快增长势头；2) 其他品牌高增速延续；3) 安踏主品牌同店增长及新业态门店店效改善。
- **风险提示：**终端消费需求不及预期；行业竞争加剧；多品牌经营改善不及预期；海外业务推进不及预期。

### 财务数据及盈利预测

报告期（人民币）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	70,826	80,219	87,330	95,569	104,700
同比增长率（%）	13.6	13.3	8.9	9.4	9.6
净利润（百万元）	15,596	13,588	14,629	15,886	17,446
同比增长率（%）	52.4	-12.9	7.7	8.6	9.8
毛利率（%）	62.2	62.0	61.8	62.0	62.2
净利率（%）	22.0	16.9	16.8	16.6	16.7
ROE（%）	25.3	20.7	20.0	19.5	19.4
EPS（元/股）	5.6	4.9	5.2	5.7	6.2
P/E（倍）	11.9	13.7	12.7	11.7	10.7

资料来源：iFinD，爱建证券研究所

注：数据截至 2026 年 6 月 2 日

## 投资评级与估值

预计公司 2026-2028 年营业收入 873.3/955.7/1047.0 亿元，同比增长 8.9%/9.4%/9.6%，净利润 146.3/158.9/174.5 亿元，同比增长 7.7%/8.6%/9.8%，对应 PE 为 12.7X/11.7X/10.7X。公司 2025 年占中国体育用品市场份额提升至 21.8%，位居行业首位，安踏主品牌 DTC 改革进入收尾期、渠道掌控力增强支撑大众专业运动分部规模稳定，FILA 通过组织重整与子线接力改善经营利润率，所有其他品牌已从小体量高增分部成长为集团经营利润率上行的关键变量，多品牌矩阵跨越专业、时尚、户外三大品牌群、优势持续展现。首次覆盖，给予“**买入**”评级。

## 关键假设

收入方面，预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 873.3/955.7/1047.0 亿元，同比增长 8.9%/9.4%/9.6%。1) 安踏主品牌：2025 年收入同比增长 3.7%至 347.5 亿元，主要得益于线下渠道优化与线上运营能力提升。跑步专业化产品矩阵升级与“超级安踏”新零售门店在一线及新一线城市持续拓展，预计 2026-2028 年收入 356.2/366.9/379.8 亿元，同比增长 2.5%/3.0%/3.5%。专业产品功能投入加大叠加低毛利电商渠道占比继续提升，预计安踏主品牌 2026-2028 年毛利率为 53.0%/52.8%/52.7%。2) FILA：2025 年收入同比增长 6.9%至 284.7 亿元，主要受益于商品革新推动核心品类突破与电商业务增长。主线大店进入成熟期，FILA Kids、FILA Fusion 与潮鞋产品组合接续放量、26Q1 品牌调改成效有望逐渐显现，预计 2026-2028 年收入 304.6/327.5/353.7 亿元，同比增长 7.0%/7.5%/8.0%。考虑子线占比上升对品牌毛利率结构形成小幅扰动，预计 FILA 毛利率从 2025 年 66.4%小幅回落，2026-2028 年为 65.2%/64.9%/64.5%。3) 所有其他品牌：2025 年收入同比增长 59.2%至 170.0 亿元，其中 DESCENTE 流水跨越百亿规模、KOLON SPORT 流水突破 60 亿元。DESCENTE 通过向高尔夫、跑步及户外休闲品类延伸扩大客群；KOLON SPORT 依托高端支线“K:”及联名款，延续露营赛道势能并推动店效提升；MAIA ACTIVE 仍处女性瑜伽细分赛道的培育加速期。预计 2026-2028 年收入 212.5/261.3/313.6 亿元，同比增长 25.0%/23.0%/20.0%。JACK WOLFSKIN 并表后品牌结构变化，预计所有其他品牌毛利率从 2025 年 71.8%小幅下行，2026-2028 年为 71.5%/71.3%/71.2%。

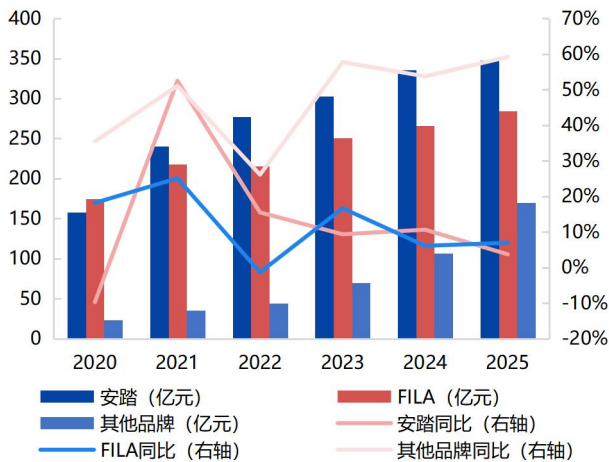
**图表 1：公司收入结构及关键假设（单位：百万元）**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
			<b>安踏</b>		
营业收入	33,522.0	34,754.0	35,622.9	36,691.5	37,975.7
YoY	10.6%	3.7%	2.5%	3.0%	3.5%
毛利率	54.5%	53.6%	53.0%	52.8%	52.7%

		FILA				
营业收入		26,626.0	28,469.0	30,461.8	32,746.5	35,366.2
	YoY	6.1%	6.9%	7.0%	7.5%	8.0%
毛利率		67.8%	66.4%	65.2%	64.9%	64.5%
		其他品牌				
营业收入		10,678.0	16,996.0	21,245.0	26,131.4	31,357.6
	YoY	53.7%	59.2%	25.0%	23.0%	20.0%
毛利率		72.2%	71.8%	71.5%	71.3%	71.2%
		合计				
营业收入		70,826.0	80,219.0	87,329.7	95,569.4	104,699.5
	YoY	13.6%	13.3%	8.9%	9.4%	9.6%
毛利率		62.2%	62.0%	61.8%	62.0%	62.2%

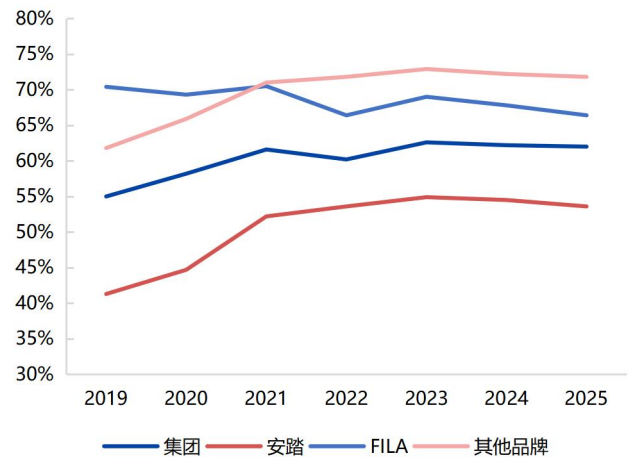
资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 2：分品牌营业收入



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 3：分品牌毛利率



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

费用方面，1) 销售费用率：2025 年同比下降 0.7pct 至 35.5%，主要系 2024 年体育大年公司加大广告投入，2025 年相关费用保持稳定，叠加收入增长摊薄费用；随着门店改造与品牌培育期投入逐步消化，预计 2026-2028 年销售费用率维持在 35.8%/35.7%/35.4%。2) 管理费用率：2025 年同比提升 0.5pct 至 6.5%，主要因 JACK WOLFSKIN 并表及人才投入增加，随着上述因素逐步消化，预计 2026-2028 年回落至 6.0%/5.9%/5.7%。3) 财务费用率：随着货币资金规模扩张放缓，预计 2026-2028 年逐步收敛至 -1.1%/-0.9%/-0.8%。

图表 4：公司期间费用率假设

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
--	------	------	-------	-------	-------

销售费用率	36.2%	35.5%	35.8%	35.7%	35.4%
管理费用率	5.9%	6.5%	6.0%	5.9%	5.7%
财务费用率	-2.0%	-1.4%	-1.1%	-0.9%	-0.8%

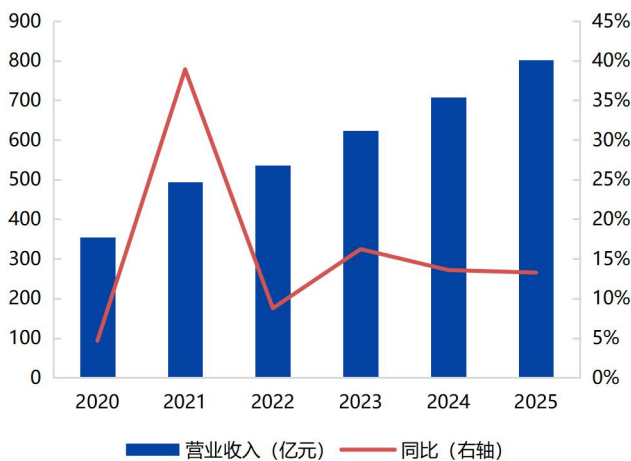
资料来源: iFinD, 爱建证券研究所

## 行业与公司分析

2025年中国服装、鞋帽、针纺织品类零售额1.5万亿元,同比增长3.2%,品类内部结构分化,户外与专业运动细分品类增速高于整体。据国家体育总局体育经济司发布的《中国户外运动产业发展报告(2024-2025)》,截至2025年4月初,中国户外运动参与人数突破4亿人,户外运动消费增速明显快于传统服饰品类。

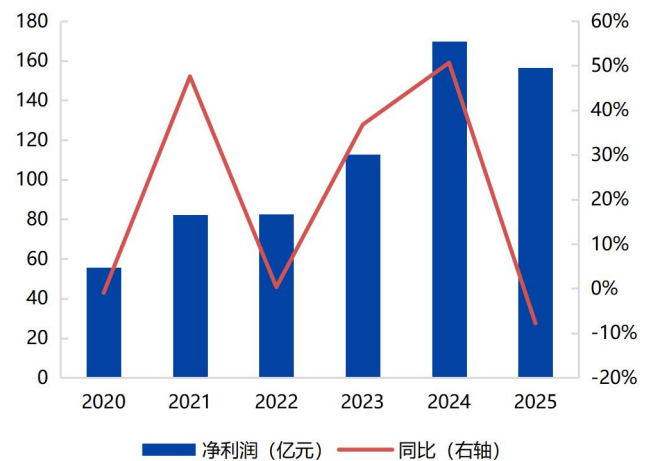
公司聚焦运动鞋服赛道,采用“品牌+零售”商业模式和以DTC为核心的混合分销模式。旗下安踏主品牌定位大众专业运动,FILA定位高端运动时尚,DESCENTE、KOLON SPORT、MAIA ACTIVE、JACK WOLFSKIN分别覆盖高端专业、高端户外、女性运动和大众户外等细分场景。2025年公司营收802.2亿元,同比增长13.3%,连续第12年正增长。分品牌看,安踏、FILA、其他品牌收入分别为347.5、284.7、170.0亿元,同比增长3.7%、6.9%、59.2%,其他品牌收入占比提升至21.2%。26Q1安踏主品牌流水实现同比高单位数增长,FILA流水实现同比10%-20%低段增长,其他品牌流水实现同比40%-45%增长。2025年公司在体育用品市场份额提升至21.8%,保持行业领先地位。

图表 5: 公司营业收入及同比



资料来源: iFinD, 爱建证券研究所

图表 6: 公司净利润及同比



资料来源: iFinD, 爱建证券研究所

## 有别于大众的认识

市场认为安踏主品牌增长乏力、FILA修复弹性偏弱、其他品牌增长对集团盈利贡献有限,我们认为: 1) 安踏主品牌进入增长稳态阶段, DTC改革收尾后渠道掌控力增

**强，增速具备提高空间。**2025年安踏主品牌收入347.5亿元，同比增长3.7%，营收占比43.3%，仍是公司最大的收入来源。分部DTC直营、DTC加盟、电子商贸、传统批发及其他收入占比分别为35.4%、18.4%、37.0%、9.2%，DTC与电商合计占比超过九成，公司直接掌控终端货品、价格、库存和会员体系，出货节奏紧跟终端动销，与零售流水的口径偏离度持续缩小。26Q1安踏主品牌流水实现同比高单位数增长，扭转25Q4低单位数下滑趋势，线上调整后增速明显修复，是DTC改革将进入收尾期的边际体现。DTC改革进入收尾阶段后，流水与收入口径偏离将进一步收窄，收入增速具备上修空间。

**2) FILA的修复来自组织重整与子线接力，经营利润率逆势改善，品牌进入新一轮上行通道。**2025年FILA收入284.7亿元，同比增长6.9%，增速较2024年6.1%小幅提升，26Q1流水实现同比10%-20%低段增长，在当前规模下实现稀缺的双位数增长。受功能与品质投入加大、电子商贸占比提升影响，2025年FILA毛利率66.4%，同比下降1.4pct，经营利润率反向提升0.8pct至26.1%。江艳2025年初接任时尚运动群CEO并完成ONE FILA战略整合，推动FILA经营效率改善；商品端聚焦POLO衫、羽绒服、跑鞋、老爹鞋等高识别度品类，并延伸至网球、高尔夫等高价值运动场景；FILA Kids、FILA Fusion与核心成人线协同发力，26Q1核心、儿童、Fusion三大产品线同步保持较快增长。预计FILA收入端将延续修复，经营利润率有望持续改善。

**3) 其他品牌已从小体量高增分部成长为驱动集团经营利润率上行的关键因素，多品牌矩阵优势持续展现。**其他品牌收入由2023年69.5亿元增至2025年170.0亿元，CAGR为56.4%，26Q1其他品牌流水实现同比40%-45%增长，延续强劲表现，已成为集团收入增量的主要来源。2025年分部毛利率71.8%、经营利润率27.9%，均高于集团的整体水平，其中经营利润率高出集团4.1pct，叠加占集团收入比例从2023年11.1%提升至2025年21.2%，是2025年集团经营利润率提升0.4pct的主要推动力。截至2025年末，DESCENTE、KOLON SPORT、MAIA ACTIVE门店数分别为256、209、52家；DESCENTE流水突破100亿元成为集团第三个百亿品牌，KOLON SPORT持续向百亿规模迈进，JACK WOLFSKIN于2025年5月完成收购后进入整合培育期。公司是中国少数在专业、时尚、户外三大领域均建立规模化品牌的多品牌运营平台，DESCENTE、KOLON SPORT、MAIA ACTIVE、JACK WOLFSKIN品牌覆盖高端专业、高端户外、女性运动与大众户外等多场景，构成公司长期增长的能力底座。随着其他品牌收入占比的不断提升，多品牌矩阵对集团盈利质量的支撑将更为显著。

## 股价表现的催化剂

**1) 26Q2运营数据及618大促延续Q1较快增长势头。**26Q1各品牌零售流水实现较快增长，若Q2延续较好表现，将改善全年收入预期。

**2) 其他品牌高增速延续。**26Q1其他品牌流水同比增长40%-45%，明显快于安踏主品牌和FILA；若后续仍保持较高增速，DESCENTE、KOLON SPORT和MAIA ACTIVE的收入贡献将继续提升，并带动集团毛利率和经营利润率改善。

**3) 安踏主品牌同店增长及新业态门店店效改**

善。公司已布局超级安踏、安踏冠军、安踏作品集、安踏竞技场等新零售业态，同时持续推进加盟渠道“灯塔店”改造，改造后首月平均店效提升约25%、预计2026年灯塔店新增200家，新店型店效与同店增长的上行将带动安踏主品牌的线下收入和盈利能力提升。

## 可比公司

公司主营运动鞋服业务，旗下品牌覆盖大众专业、高端时尚、高端户外等多个细分市场。选取李宁、特步国际、361度作为可比公司，可比公司业务模式与公司较为接近，李宁以李宁主品牌为核心、定位中端专业运动；特步国际以特步主品牌为主，辅以索康尼、盖世威、迈乐等品牌覆盖跑步与户外细分赛道；361度以361°主品牌与361°儿童为主、定位大众市场。可比公司2026年PE均值为9.5X，考虑到公司多品牌矩阵具备一定优势、FILA与所有其他品牌持续驱动集团经营利润率上行，且公司当前PE处于近三年16.1%分位的历史低位，给予一定估值溢价。

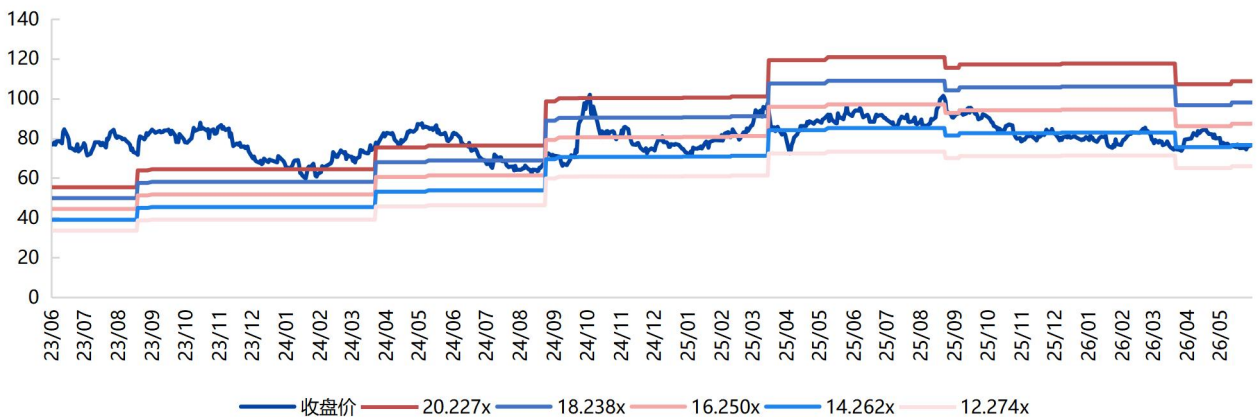
图表 7：可比公司估值比较

股票代码	简称	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS (元)				PE			
				2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E
2331.HK	李宁	18.4	474.8	1.1	1.2	1.3	1.5	14.0	13.7	12.1	10.7
1368.HK	特步国际	4.5	125.7	0.5	0.5	0.5	0.6	8.1	8.5	7.4	6.8
1361.HK	361度	5.0	107.5	0.6	0.7	0.8	0.8	6.8	6.3	5.8	5.3
均值				0.8	0.8	0.9	1.0	9.7	9.5	8.4	7.6
2020.HK	安踏体育	76.6	2142.2	4.9	5.2	5.7	6.2	13.7	12.7	11.7	10.7

资料来源：Wind，爱建证券研究所

注：基于2026年6月2日数据，EPS取Wind一致预期

图表 8：公司近3年股价及PE(TTM)-Band 走势



资料来源：Wind，爱建证券研究所

## 风险提示

- 1) 终端消费需求不及预期：**宏观消费环境波动或运动鞋服终端需求放缓，将影响公司收入与利润。
- 2) 行业竞争加剧：**国际品牌与本土同业的产品和渠道布局，可能影响公司零售流水与市场份额。
- 3) 多品牌经营改善不及预期：**各品牌增速与利润率改善节奏低于预期，将影响集团收入和经营利润率。
- 4) 海外业务推进不及预期：**海外门店扩张节奏与单店表现低于预期，将影响海外与户外收入增量。

**财务预测摘要:**

资产负债表						现金流量表					
人民币:百万元						人民币:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>52,482</b>	<b>59,656</b>	<b>66,292</b>	<b>72,441</b>	<b>79,018</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>16,741</b>	<b>20,996</b>	<b>13,981</b>	<b>17,147</b>	<b>20,271</b>
现金	11,510	12,840	14,409	15,769	17,275	净利润	16,989	15,662	16,912	18,689	20,769
应收票据及应收账款合计	4,463	4,616	5,024	5,499	6,024	折旧摊销	5,471	6,335	3,798	4,912	6,139
预付账款	1,774	2,109	2,393	2,618	2,840	财务费用	-1,388	-1,151	-977	-888	-835
存货	10,760	12,152	13,725	14,724	15,711	其他经营现金流	-4,331	150	-5,752	-5,567	-5,802
其他流动资产	23,975	27,939	30,740	33,832	37,168	<b>投资活动现金流</b>	<b>-14,864</b>	<b>-7,046</b>	<b>-5,317</b>	<b>-5,568</b>	<b>-6,828</b>
<b>非流动资产</b>	<b>60,133</b>	<b>64,639</b>	<b>70,000</b>	<b>74,288</b>	<b>78,449</b>	资本支出	-3,089	-1,004	-5,498	-6,285	-7,622
长期投资	14,669	16,453	17,653	18,953	20,353	其他投资现金流	-11,775	-6,042	181	717	794
固定资产	4,687	5,366	5,369	6,058	6,645	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-5,761</b>	<b>-13,116</b>	<b>-7,095</b>	<b>-10,219</b>	<b>-11,937</b>
无形资产	11,455	14,505	14,004	15,203	15,978	短期借款	4,587	2,949	-487	-2,378	-3,019
其他非流动资产	29,322	28,315	32,974	34,074	35,474	长期借款	1,285	-463	-417	-865	-1,030
<b>资产总计</b>	<b>112,615</b>	<b>124,295</b>	<b>136,292</b>	<b>146,729</b>	<b>157,468</b>	其他筹资现金流	-11,633	-15,602	-6,191	-6,976	-7,888
<b>流动负债</b>	<b>28,593</b>	<b>33,358</b>	<b>34,926</b>	<b>34,688</b>	<b>34,032</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-3,884</b>	<b>834</b>	<b>1,569</b>	<b>1,360</b>	<b>1,506</b>
短期借款	8,583	11,532	11,045	8,667	5,648						
应付票据及应付账款合计	4,332	4,158	4,575	4,974	5,418						
其他流动负债	15,678	17,668	19,306	21,047	22,966						
<b>非流动负债</b>	<b>17,283</b>	<b>18,532</b>	<b>19,217</b>	<b>19,067</b>	<b>18,415</b>						
长期借款	12,233	11,770	11,353	10,488	9,458						
其他非流动负债	5,050	6,762	7,864	8,579	8,957						
<b>负债合计</b>	<b>45,876</b>	<b>51,890</b>	<b>54,143</b>	<b>53,755</b>	<b>52,447</b>						
少数股东权益	5,010	6,623	8,906	11,709	15,033						
股本	271	269	269	269	269						
资本公积	61,458	65,513	72,974	88,457	112,663						
归属母公司股东权益	61,729	65,782	73,243	81,265	89,988						
<b>负债和股东权益</b>	<b>112,615</b>	<b>124,295</b>	<b>136,292</b>	<b>146,729</b>	<b>157,468</b>						

利润表					
人民币:百万元					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>70,826</b>	<b>80,219</b>	<b>87,330</b>	<b>95,569</b>	<b>104,700</b>
营业成本	26,794	30,485	33,398	36,312	39,549
销售费用	25,647	28,456	31,264	34,023	37,064
管理费用	4,198	5,186	5,240	5,639	5,968
财务费用	-1,388	-1,151	-977	-888	-835
投资净收益	198	1,203	1,200	1,300	1,400
<b>营业利润</b>	<b>15,773</b>	<b>18,446</b>	<b>19,605</b>	<b>21,784</b>	<b>24,355</b>
其他非经营损益	6,111	3,000	2,000	2,100	2,200
<b>利润总额</b>	<b>21,884</b>	<b>21,446</b>	<b>21,605</b>	<b>23,884</b>	<b>26,555</b>
所得税	4,895	5,784	4,693	5,194	5,786
<b>净利润</b>	<b>16,989</b>	<b>15,662</b>	<b>16,912</b>	<b>18,689</b>	<b>20,769</b>
少数股东损益	1,393	2,074	2,283	2,803	3,323
<b>归属母公司净利润</b>	<b>15,596</b>	<b>13,588</b>	<b>14,629</b>	<b>15,886</b>	<b>17,446</b>
EBITDA	25,967	26,630	24,426	27,907	31,859

财务比率					
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.6	13.3	8.9	9.4	9.6
净利润(%)	50.7	-7.8	8.0	10.5	11.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	62.2	62.0	61.8	62.0	62.2
净利率(%)	22.0	16.9	16.8	16.6	16.7
ROE(%)	25.3	20.7	20.0	19.5	19.4
ROIC(%)	17.2	14.6	15.4	15.9	16.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	40.7	41.7	39.7	36.6	33.3
净负债比率(%)	13.9	14.4	9.7	3.6	-2.1
流动比率	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	15.9	17.4	17.4	17.4	17.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	5.6	4.9	5.2	5.7	6.2
每股经营现金流(最新摊薄)	6.0	7.5	5.0	6.1	7.2
每股净资产(最新摊薄)	22.1	23.5	26.2	29.1	32.2
<b>估值比率</b>					
P/E	11.9	13.7	12.7	11.7	10.7
P/B	3.4	3.2	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	1.8	1.9	2.1	1.8	1.5

资料来源:公司公告,爱建证券研究所



## 爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

## 评级说明

### 投资建议的评级标准

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 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

### 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
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

### 行业评级

强于大市	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
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 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，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

## 法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建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、意见等均仅供签约客户参考，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，爱建证券及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、评估及预测后续可随时更改。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，爱建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。

## 版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。