

李宁 (02331.HK)

2023 年收入增长 7%，年底库销比 3.6 个月

买入

核心观点

2023 年收入增长 7%，毛利率持平，派息率 45%。1) 2023 年收入增长 7.0% 至 276.0 亿元，归母净利润减少 21.6% 至 31.9 亿元，批发/直营/电商收入分别增长 0.6%/29.6%/0.9%。毛利率同比持平在 48.4%，销售费用率提升 4.6 个百分点，主要由于收入不达年初预期、固定费用比率上升，以及下半年计提门店相关减值，其他收入比率下降 1.5 个百分点至 1.2%，净利率下降 4.2 个百分点至 11.5%。经营现金净流入上升 19.8% 至 46.9 亿元，全年派息率 45%。2) 2023 年下半年，公司减少批发发货，收入增长 1.4% 至 135.8 亿元，净利润下降 43.1% 至 10.7 亿元，由于费用率提升较多，净利率下降 6.2 个百分点至 7.8%。

聚焦专业品类，跑步增长 40%，打造多款销量百万级 IP。2023 年运动生活、篮球品类流水同比持平，分别占比 35%、27%，跑步、健身流水增长 40%、25%，占比达到 23%、14%。2023 年超轻、赤兔、飞电系列全年合计总销量突破 900 万双，专业品类篮球和跑步百万 IP 销量超过 1200 万双。

渠道库存健康度较高，商品和渠道运营效率良好。库存健康度较高，全渠道库销比 3.6 个月，同比/环比减少 0.6/0.2 个月，6 个月内渠道新品库存 87%；公司存货周转天数+5 天至 63 天，应收周转 15 天；2023 年末公司总门店数量（含童装）7668 家，同比增加 65 家；单店面积增长中单位数至 245 平米，店效提升高单位数；线下零售折扣略收窄，件单价提升中单位数；电商零售折扣加深低单；商品宽度和深度均有小幅提升。

2024 年指引收入增速中单位数，净利率保持低双位数。管理层指引 2024 年收入增长中单位数，净利率保持在低双位数。

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：经营稳健，库存健康，中长期继续看好专业品类成长空间。2023 年下半年经营环境不佳，公司积极降低渠道库存、严控批发发货，对业绩造成一定影响。2023 年底公司渠道库销比回归健康水平，2024 年在健康库存和大店投入期结束等利好因素下，公司业绩有望恢复稳健增长。中长期看，公司销量百万双级的多款跑鞋 IP 形成专业产品矩阵，证明品牌的专业度得到市场高度认可，继续看好专业品类拉动成长。由于消费复苏较弱，收入增长预期放缓，小幅下调盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 34.1/38.2/40.6 亿元（原 2024-2025 年为 35.6/40.2 亿元），同比增长 7.0%/12.0%/6.2%。由于库存大幅改善，公司现金流充沛，稳健经营确定性增强，上调目标价至 25.8-27.2 港元（原为 22.1-23.5 港元），对应 2024 年 PE 18-19x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	25,803	27,598	29,271	31,119	32,897
(+/-%)	14.3%	7.0%	6.1%	6.3%	5.7%
净利润(百万元)	4064	3187	3409	3820	4056
(+/-%)	1.3%	-21.6%	7.0%	12.0%	6.2%
每股收益(元)	1.57	1.23	1.32	1.48	1.57
EBIT Margin	15.7%	10.9%	11.8%	12.6%	12.8%
净资产收益率 (ROE)	16.7%	13.1%	13.0%	13.5%	13.2%
市盈率 (PE)	11.9	15.2	14.2	12.6	11.9
EV/EBITDA	11.3	14.0	14.1	12.7	12.1
市净率 (PB)	1.98	1.98	1.84	1.70	1.58

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：关竣尹

0755-81982834

cnguanjunyin@guosen.com.cn

S0980523110002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	25.80 - 27.20 港元
收盘价	21.45 港元
总市值/流通市值	55437/55437 百万港元
52 周最高价/最低价	63.66/14.94 港元
近 3 个月日均成交额	548.24 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) -短期去库影响业绩，看好库存拐点驱动盈利修复》——2024-01-22
- 《李宁 (02331.HK) -三季度流水增长 5%左右，库销比同比增加》——2023-10-26
- 《李宁 (02331.HK) -上半年收入增长 13%，跑步品类流水增长 33%》——2023-08-12
- 《李宁 (02331.HK) -一季度流水增长中单位数，库存和折扣恢复健康》——2023-04-21
- 《李宁 (02331.HK) -全年收入增长 14%，专业品类引领增长》——2023-03-19

2023 年收入增长 7%，毛利率持平

收入增长 7%，毛利率同比持平，费用率提升较多，净利润下降

2023 全年公司收入增长 7.0% 至 276.0 亿元，归母净利润减少 21.6% 至 31.9 亿元。公司积极投身各类体育赛事及线下活动赞助推广，公司业务稳步扩张。

毛利率为 48.4%，与上年持平。主要由于：1) 直营渠道由于优化零售效率带动折扣改善，推动集团毛利率提升 0.2 个百分点，2) 电商渠道毛利率由于促销加剧对集团毛利率造成 0.8 个百分点负面影响，3) 直营占比提升，渠道结构贡献 0.4 百分点。

费用率方面，销售费用率同比+4.6pct 至 32.9%，销售费用金额增长 17.6 亿元，同比提升 24%，具体来看：1) 2023 年持续在高线渠道布局和升级门店，租金相关费用和使用权资产折旧增加 4.8 亿元，同比提升 34%；2) 审慎起见，对门店客流不足的影响做减值准备，2023 年下半年使用权资产减值、物业和机器及设备减值合计 3.2 亿元；3) 广告宣传开支增加 2.2 亿元，同比提升 10%；4) 销售不及年初预期，其他员工及固定费用开支比率提升。

管理费用率同比+0.3pct 至 4.6%。叠加其他收入比率下降 1.5pct 至 1.2%，净利率率同比下降 4.2pct 至 11.5%。

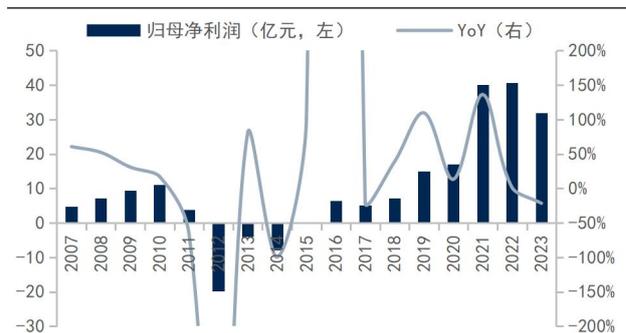
2023 年公司实现经营现金净流入上升 19.8% 至 46.9 亿元，全年派息率 45%（2022 年为 30%）。

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



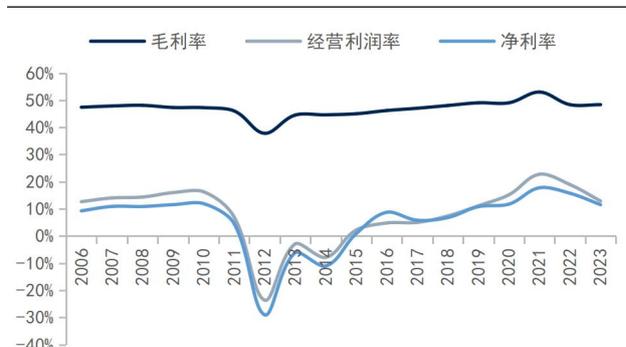
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



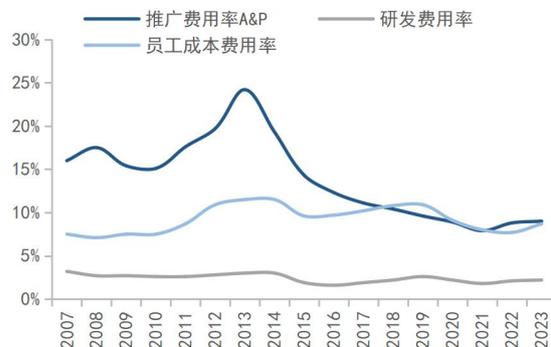
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

2023 年减少批发发货，批发收入增速慢于流水，直营增长近 30%

分渠道收入情况，总收入增长 7.0% 至 276.0 亿元，批发/直营/电商/国际分别增长 0.6%/29.6%/0.9%/16.6%，占比分别为 46%/25%/27%/2%。

分渠道流水情况，李宁大货全年流水增长 10%-20% 低段，线下/线上流水分别录得 10%-20% 中段增长/低单位数增长。

1) 批发业务收入同比+0.6% 至 126.3 亿元，集团从下半年开始减少经销商发货，不包含专业渠道发货的批发收入同比低单位数增长，而不包含专业渠道发货的批发流水 10%-20% 低段增长，增速更快。2023 年批发同店下降低单位数，经销商门店净减少 123 家至 4742 家。

2) 直营业务收入同比+29.6% 至 69.1 亿元，其中维持店面贡献 6.1 亿元，开关店贡献 7.8 亿元，转接店和临时卖场贡献 1.1 亿元。2023 年直营同店增速上升 10%-20% 低段，直营门店净增加 68 家至 1498 家。

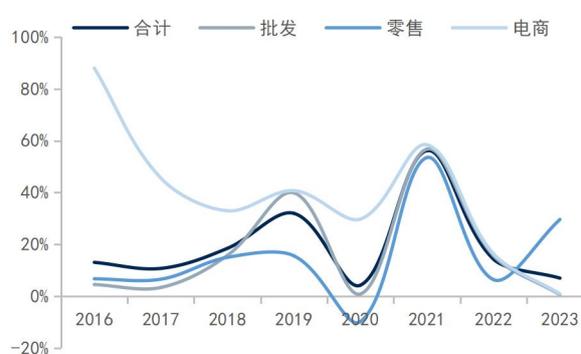
3) 电商业务收入同比+0.9% 至 75.3 亿元，主要由于 2022 年高基数以及 2023 年疫情管控放开后线上客流承压。

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，跑步增长 40%，打造多款销量百万级 IP

跑步引领增长，专业鞋百万 IP 销量超过 1200 万双

1) **分鞋服收入**：2023 年鞋/服/配收入分别-0.7%/+15.9%/+11.3%，鞋类占比小幅下降至 48.5%，服装/配饰分别占比 45.0%/6.5%；

2) **分品类流水**：专业品类拉动成长，跑步实现 40%大幅增长。2023 年运动生活、篮球流水同比持平，分别占比 35%/27%；跑步、健身分别增长 40%、25%，占比达到 23%/14%。专业品类篮球和跑步百万 IP 销量超过 1200 万双。

跑步：持续完善专业跑鞋矩阵，进军专业越野赛道。2023 年跑步品类已形成以超轻、赤兔、飞电为核心的成熟专业跑鞋矩阵，驱动跑步生意大幅增长，超轻、赤兔、飞电系列全年合计总销量突破 900 万双；吊牌价 799 元的 2023 年飞电 3 challenger 全年累计售卖超过 130 万双，成为碳板跑鞋中的现象级 IP；同时 2023 年公司正式进军专业越野赛道，打造“的卢”专业越野跑鞋，搭载独家 GCU 地面控制系统及李宁䨻科技，助力顶尖越野跑者取得 11 次冠军，25 次登台的战绩。

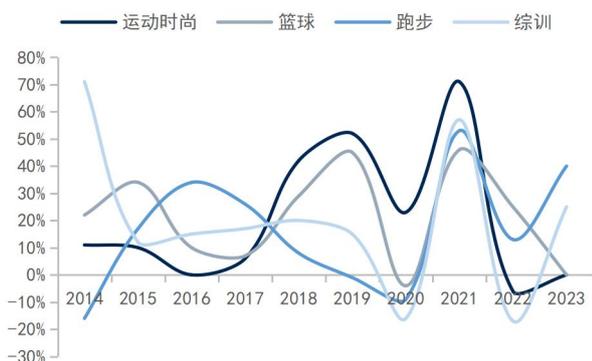
篮球：保持稳健发展，打造全新科技平台。篮球品类全年流水持平，主要由于公司控制发货。篮球年内持续投入产品科技，驭帅 ULTRA 全新搭载碳核芯助力系统，全掌䨻与均衡型碳板一体成型，搭配 GCU 地面控制系统，耐磨提升 70%，干止滑提升 8%，湿止滑提升 30%。2023 年韦德之道实现 88%高售罄率，全城系列实现销量超过 100 万双。

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

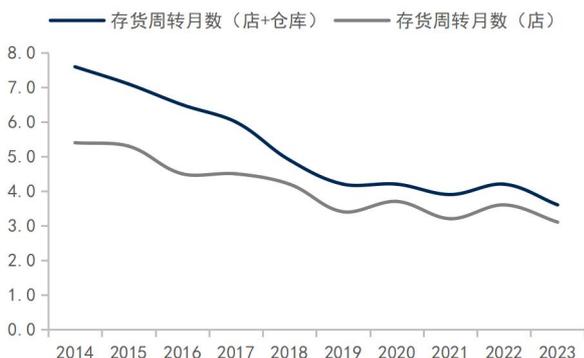
渠道库存健康度较高, 商品和渠道运营效率良好

渠道库存健康, 保持高效营运资金周转

2023 年公司 6 个月新品售罄率 70-80% 高段, 年末全渠道库销比 3.6 个月, 同比降低 0.6 个月, 为过去五年最低水平, 6 个月内的渠道新品库存比例 87%, 同比下降 5 百分点, 但明显优于 2020 年之前。

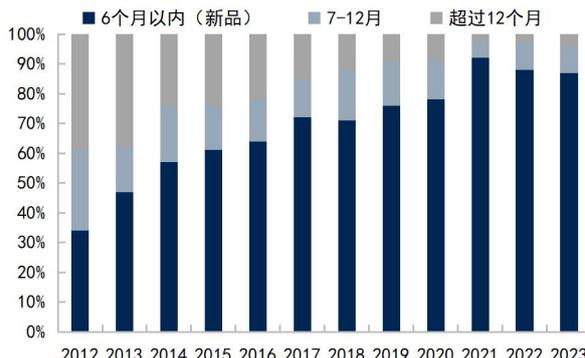
公司层面, 2023 年公司存货周转天数 63 天, 比去年同期增加 5 天; 应收周转天数 15 天, 同比增长 1 天; 应付周转天数 43 天, 同比增长 1 天。

图12: 公司渠道库存周转月数



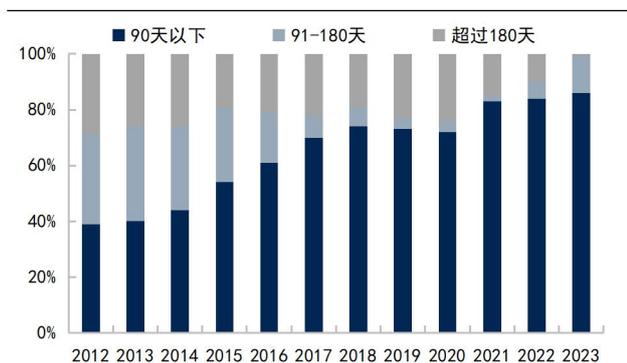
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 公司渠道库存库龄结构



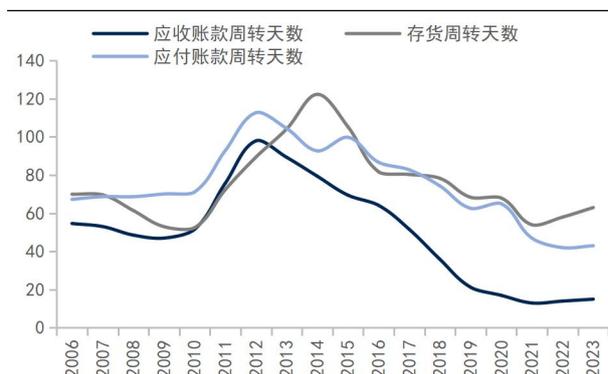
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

店铺面积和店效增加，线下零售折扣小幅收窄，商品及渠道运营效率较高

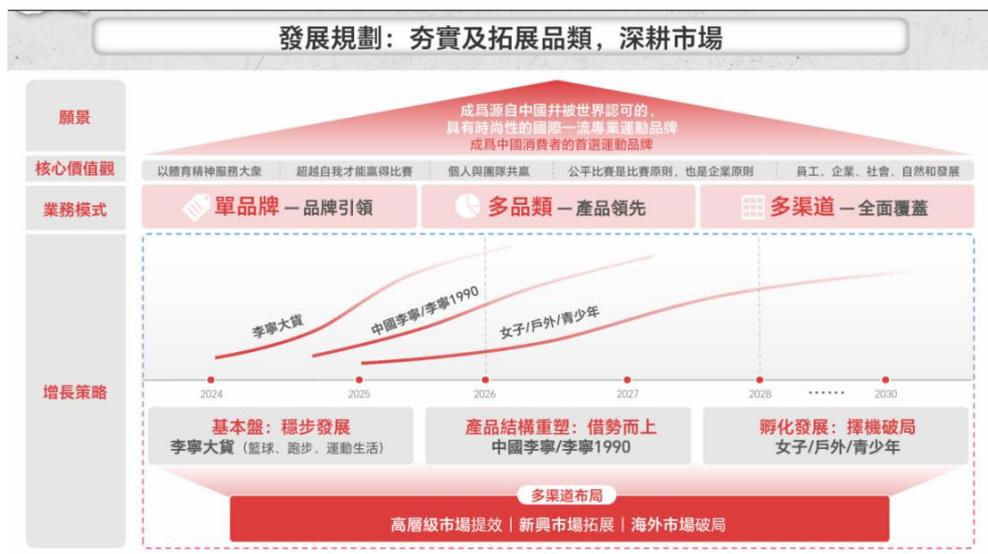
商品运营：商品宽度和深度增加，专业鞋百万 IP 合计销量 1200 万双以上。2023 年商品宽度增加中单位数，深度增加低单位数。新品 3 个月折扣率约 80%，新品 6 个月售罄率 70%-80%高段。商品 SKU 聚焦和专业产品的影响力提升，专业鞋百万 IP 销量超 1200 万双。

线下：店铺面积和店效提升，零售折扣略有收窄，件单价提升中单。1) 2023 年李宁店铺总面积增长中单位数至 245 平米，平均月店效提升高单位数。2) 线下零售折扣略有收窄，直营折扣收窄低单位数、批发折扣持平，平均件单价提升中单位数。

电商：零售折扣加深低单位数。年内电商竞争加剧，流水增长低单位数，线上客流承压，为提升客流转转化率，适当降低零售折扣，线上平均零售折扣同比加深低单位数，生意转化率同比略有改善，同时库存周转天数同比略有改善。

童装业务：流水增长 30%-40%中段。李宁 YOUNG 持续优化商品结构，2023 年实现流水增速 30%-40%中段，同店增长 10%-20%高段，平均件单价提升中单位数，连带率提升 20%-30%低段，平均月店效提升 20-30%中段。

图16: 公司发展规划



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

门店数：2023 全年门店数量 7668 家，同比+65 家。其中李宁大货及中国李宁同比减少 55 家至 6240 家（直营同比+68 家至 1498 家，加盟同比-123 家至 4742 家），李宁 YOUNG 同比+120 家至 1428 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

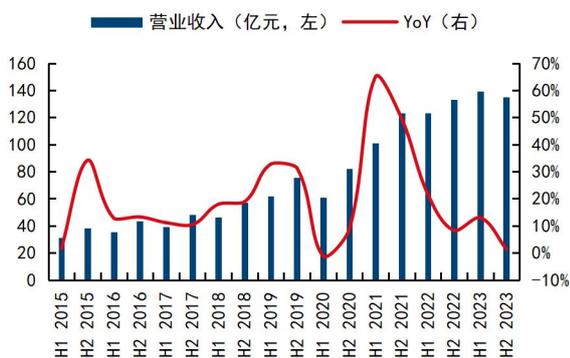
下半年减少发货影响收入，毛利率提升

下半年收入增长 1.4%至 135.8 亿元，下半年净利润下降 43.1%至 10.7 亿元。其中批发/直营/电商收入分别-11.2%/+37.5%/+0.1%至 59.0/35.0/39.4 亿元，批发收入下降主要由于公司减少经销商发货，直营收入保持快速增长。

下半年毛利率同比提升 1.1pct 至 48.0%，SG&A 比率上升 9.0pct，主要由于收入不及预期，租金、人工等固定费用比率提升，以及审慎起见，公司对门店客流不足的影响做减值准备，2023 下半年使用权资产减值、物业和机器及设备减值合计 3.2 亿元，占下半年收入比重 2.4%。经营利润率下降 8.8pct 至 8.0%，净利率下

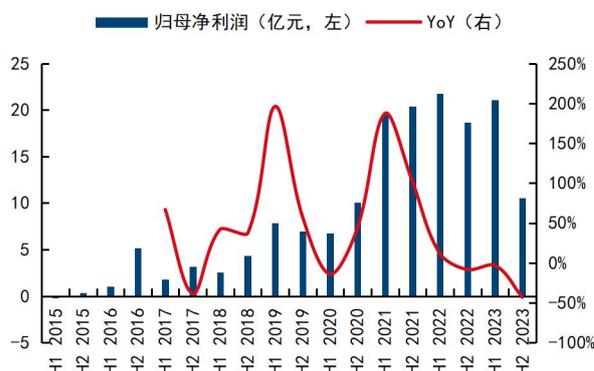
降 6.2pct 至 7.8%。

图 18: 2015H1~2023H2 公司营业收入及增速



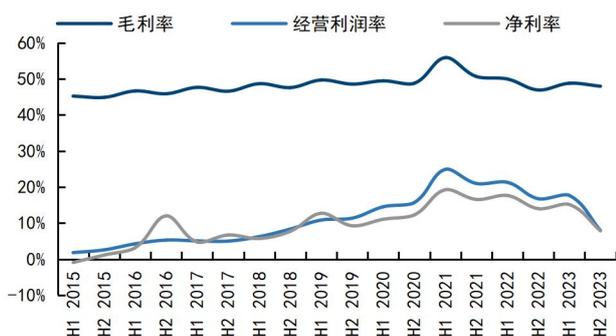
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 2015H1~2023H2 公司净利润及增速



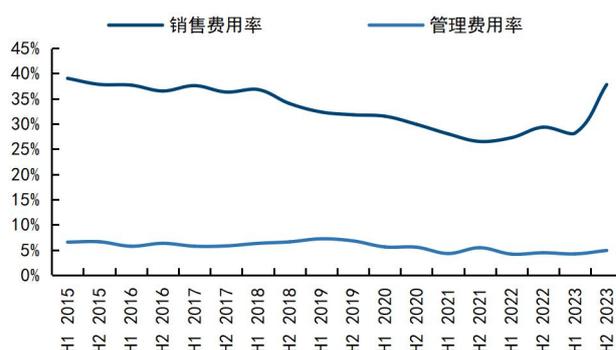
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 20: 2015H1~2023H2 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 21: 2015H1~2023H2 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

2023 年分季度流水：2023 年 Q1~Q4 全平台流水增长分别约为 5%/15%/5%/23%（取公布区间中枢），2023 四季度整个平台/线下渠道/直营/批发/电商分别录得 20%~30%低段/20%~30%高段/50%~60%低段/10%~20%高段/中单增长。

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
2021Q1	-	-	-	-	80%-90%高段	80%-90%低段	90%-100%低段	80%-90%低段	约 100%
2021Q2	80%-90%低段	90%-100%低段	70%-80%低段	80%-90%高段	90%-100%低段	80%-90%高段	80%-90%高段	80%-90%高段	90%-100%低段
2021Q3	20%-30%高段	30%-40%低段	20%-30%中段	30%-40%中段	40%-50%低段	30%-40%高段	30%-40%中段	30%-40%高段	50%-60%中段
2021Q4	20%-30%低段	20%-30%中段	10%-20%高段	20%-30%高段	30%-40%低段	20%-30%高段	20%-30%高段	20%-30%高段	40%-50%低段
2022Q1	20%-30%低段	20%-30%中段	10%-20%低段	30%-40%中段	20%-30%高段	20%-30%中段	30%-40%中段	20%-30%低段	30%-40%中段
2022Q2	10%-20%低段下降	10%-20%高段下降	10%-20%高段下降	低单	高单下降	高单下降	高单下降	高单下降	中单
2022Q3	高单	中单	高单	10%-20%中段	10%-20%中段	10%-20%中段	20%-30%低段	10%-20%低段	20%-30%中段
2022Q4	10%-20%高段下降	20%-30%高段	20%-30%低段	低单	10%-20%低段下降	10%-20%高段下降	10%-20%中段下降	20%-30%低段下降	中单
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

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

2024 年指引收入增速中单位数，净利率保持低双位数

1、**2024 年收入指引**：管理层指引公司 2024 年收入增长中单位数。

2、**净利率**：管理层指引公司净利率保持低双位数。

投资建议：经营稳健，库存健康，中长期继续看好专业品类成长空间

2023 年下半年经营环境不佳，公司积极降低渠道库存、严控批发发货，对业绩造成一定影响。2023 年底公司渠道库销比回归健康水平，2024 年在健康库存和大店投入期结束等利好因素下，公司业绩有望恢复稳健增长。中长期看，公司销量百万双级的多款跑鞋 IP 形成专业产品矩阵，证明品牌的专业度得到市场高度认可，继续看好专业品类拉动成长。由于消费复苏较弱，收入增长预期放缓，小幅下调盈利预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 34.1/38.2/40.6 亿元（原 2024-2025 年为 35.6/40.2 亿元），同比增长 7.0%/12.0%/6.2%。由于库存大幅改善，公司现金流充沛，稳健经营确定性增强，上调目标价至 25.8-27.2 港元（原为 22.1-23.5 港元），对应 2024 年 PE 18-19x，维持“买入”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)	25,803	27,598	29,271	31,119	32,897
(+/-%)	14.3%	7.0%	6.1%	6.3%	5.7%
净利润(百万元)	4064	3187	3409	3820	4056
(+/-%)	1.3%	-21.6%	7.0%	12.0%	6.2%
每股收益(元)	1.57	1.23	1.32	1.48	1.57
经营利润率	15.7%	10.9%	11.8%	12.6%	12.8%
净资产收益率(ROE)	16.7%	13.1%	13.0%	13.5%	13.2%
市盈率(PE)	11.9	15.2	14.2	12.6	11.9
EV/EBITDA	11.3	14.0	14.1	12.7	12.1
市净率(PB)	1.98	1.98	1.84	1.70	1.58

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			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2331.HK	李宁	买入	18.68	1.57	1.23	1.32	1.48	11.9	15.2	14.2	12.6
可比公司											
2020.HK	安踏体育	买入	71.56	2.68	3.45	4.07	4.64	26.7	20.7	17.6	15.4
NKE.N	耐克	无评级	719.64	23.25	27.08	31.71	36.74	30.9	26.6	22.7	19.6
ADDDF.OO	阿迪达斯	无评级	1569.72	26.10	-16.99	33.29	59.66	60.1	-92.4	47.1	26.3
平均值								39.3	23.7	29.1	20.4

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 1) 无评级公司的EPS预测来自wind一致预期, 2) 2023年可比公司平均PE剔除阿迪达斯计算

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7382	5444	8602	11024	13666	营业收入	25803	27598	29271	31119	32897
应收款项	1688	1383	1628	1731	1830	营业成本	13319	14246	15064	15924	16869
存货净额	2428	2493	2799	2954	3124	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	254	839	290	308	326	销售费用	7314	9080	9437	9908	10408
流动资产合计	12395	13653	16814	19511	22440	管理费用	1113	1256	1907	1962	2023
固定资产	3235	4124	5162	5649	6079	财务费用	(327)	(319)	(210)	(244)	(281)
无形资产及其他	2239	2405	1804	1202	601	投资收益	201	378	401	426	405
投资性房地产	14408	12419	12419	12419	12419	资产减值及公允价值变动	24	20	21	22	23
长期股权投资	1369	1607	1607	1607	1607	其他收入	805	524	1035	1057	1083
资产总计	33647	34208	37805	40389	43146	营业利润	5415	4256	4530	5076	5390
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	2984	2705	3236	3415	3612	利润总额	5415	4256	4530	5076	5390
其他流动负债	4256	4563	5755	6058	6387	所得税费用	1351	1069	1121	1256	1334
流动负债合计	7241	7268	8991	9473	9999	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	4064	3187	3409	3820	4056
其他长期负债	2074	2533	2533	2533	2533	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	2074	2533	2533	2533	2533	净利润	4064	3187	3409	3820	4056
负债合计	9315	9801	11524	12006	12532	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	2	0	0	0	0	折旧摊销	1429	1429	1084	1137	1195
股东权益	24329	24407	26282	28383	30613	公允价值变动损失	(24)	(20)	(21)	(22)	(23)
负债和股东权益总计	33647	34208	37805	40389	43146	财务费用	(327)	(319)	(210)	(244)	(281)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(1318)	(318)	1720	206	239
每股收益	1.57	1.23	1.32	1.48	1.57	其它	(0)	0	0	0	0
每股红利	0.90	0.19	0.59	0.67	0.71	经营活动现金流	4150	4278	6193	5140	5467
每股净资产	9.41	9.44	10.17	10.98	11.85	资本开支	(3062)	(2338)	(1500)	(1000)	(1000)
ROIC	14%	10%	12%	14%	15%	其它投资现金流	(6843)	(403)	0	0	0
ROE	17%	13%	13%	13%	13%	投资活动现金流	(10007)	(2978)	(1500)	(1000)	(1000)
毛利率	48%	48%	49%	49%	49%	权益性融资	0	8572	0	0	0
EBIT Margin	16%	11%	12%	13%	13%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	16%	16%	16%	16%	支付股利、利息	(1335)	(1522)	(1534)	(1719)	(1825)
收入增长	14%	7%	6%	6%	6%	其它融资现金流	1163	(8767)	0	0	0
净利润增长率	1%	-22%	7%	12%	6%	融资活动现金流	(1506)	(3238)	(1534)	(1719)	(1825)
资产负债率	28%	29%	30%	30%	29%	现金净变动	(7363)	(1938)	3159	2422	2642
息率	2.5%	2.9%	2.9%	3.3%	3.5%	货币资金的期初余额	14745	7382	5444	8602	11024
P/E	11.9	15.2	14.2	12.6	11.9	货币资金的期末余额	7382	5444	8602	11024	13666
P/B	2.0	2.0	1.8	1.7	1.6	企业自由现金流	94	1031	3912	3298	3593
EV/EBITDA	11.3	14.0	14.1	12.7	12.1	权益自由现金流	1503	(7497)	4070	3482	3805

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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