

安踏体育 (02020.HK)

2023年归母净利润增长35%，多品牌引领增长

买入

核心观点

2023年归母净利润增长35%，库存健康度高，现金流充裕。2023年公司收入增长16.2%至623.6亿元，归母净利润增长34.9%至102.4亿元。折扣收窄、存货拨备减少推动毛利率提升2.4个百分点，叠加费用率下降，经营利润率提升3.7个百分点至24.6%。存货周转天数同比减少15天至123天，存货总量下降15%，库存健康度高。2023年经营现金流入增长62%至196亿元，净现金335亿元，增加185亿元。全年延续较高派息率达51%。2023年下半年公司增长提速，收入增长18.1%至327.1亿元，归母净利润提升37.1%至54.9亿元，下半年毛利率62.0%，增加3.4个百分点，归母净利率16.8%，增加2.3个百分点。

安踏和FILA稳健增长、盈利能力提升，其他品牌快速放量。2023年安踏/FILA/其他品牌收入303/251/69亿元，同比增长9%/17%/58%，经营利润率分别提升0.8/7.6/6.6个百分点至22.2%/27.6%/27.1%。分品牌看，1)安踏品牌资源赋能跑步、篮球专业品类，签约NBA球星欧文，渠道进驻核心商圈。2)FILA品牌月店效100万元左右，鞋类占比接近40%，专业运动占比提升4个百分点至36%。3)迪桑特和可隆收入占比达到11%，对集团贡献增加。

维持各品牌流水增长目标。2024年各品牌保持2023年10月投资者关系日定下的流水增长目标。开店方面，预计年底安踏大货/儿童门店数7100/2800家，FILA 2100家，迪桑特/可隆220-230/180家。

风险提示：宏观经济疲软；疫情反复；渠道转型不及预期；系统性风险。

投资建议：经营质量高，看好主品牌势能升级和多品牌矩阵的成长潜力。公司收入稳健成长，盈利能力改善，库存健康度高，现金流充裕。展望2024年，在安踏主品牌球星效应、产品矩阵渠道升级和多品牌孵化发力的支持下，集团有望继续保持行业领先的成长性。中长期，安踏集团凭借在中国市场多层的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局，有望持续增强在全球运动市场的竞争力。由于各品牌盈利改善好于预期，且公司预期2024年报表将录得由Amer Sports上市事项权益摊薄所致的非现金会计利得约16亿元，因此上调盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为134.6/134.8/147.8亿元(原2024-2025年为116.9/133.8亿元)，增长31.5%/0.2%/9.6%，经调后归母净利润分别约为118.6/134.8/147.8亿元，增长15.8%/13.7%/9.6%。由于盈利预测上调，上调目标价至104-113港元(原为100-104港元)，目标价相对2024年经调后EPS为23-25x，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)	53,651	62,356	69,332	76,229	83,407
(+/-%)	8.8%	16.2%	11.2%	9.9%	9.4%
净利润(百万元)	7590	10236	13457	13479	14775
(+/-%)	-1.7%	34.9%	31.5%	0.2%	9.6%
每股收益(元)	2.68	3.61	4.75	4.76	5.22
EBIT Margin	17.0%	21.9%	18.9%	21.6%	21.7%
净资产收益率(ROE)	22.1%	19.9%	22.9%	25.5%	47.1%
市盈率(PE)	28.8	21.3	16.2	16.2	14.8
EV/EBITDA	29.4	20.0	17.6	14.8	14.8
市净率(PB)	6.35	4.24	3.71	4.14	6.96

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

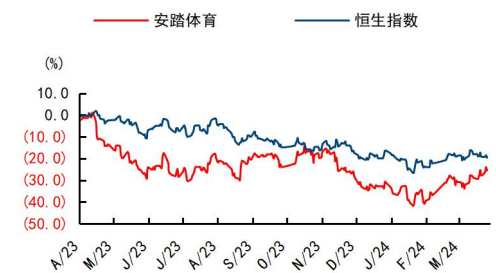
cnguanjunyin@guosen.com.cn

S0980523110002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	104.00 - 113.00 港元
收盘价	82.00 港元
总市值/流通市值	232275/232275 百万港元
52周最高价/最低价	116.37/60.20 港元
近3个月日均成交额	656.62 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

- 《安踏体育(02020.HK)-四季度稳健高质量增长, 亚玛芬递交上市招股书》——2024-01-07
- 《安踏体育(02020.HK)-确立中期发展策略与目标, 迈入高质量增长阶段》——2023-10-19
- 《安踏体育(02020.HK)-三季度高基数上稳健增长, 营运指标健康》——2023-10-13
- 《安踏体育(02020.HK)-上半年归母净利润增长32%, 多品牌引领增长》——2023-08-23
- 《安踏体育(02020.HK)-二季度零售增长提速, 签约球星欧文有望驱动增长》——2023-07-19

2023 年归母净利润增长 35%，库存健康度高，现金流充裕

2023 年集团收入增长 16.2%，归母净利润增长 35%。2023 年体育用品行业缓慢复苏，集团收入增长 16.2%至 623.6 亿元，归母净利润增长 34.9%至 102.4 亿元。

分品牌来看，安踏/FILA/其他品牌实现收入 303/251/69 亿元，同比 +9%/+17%/+58%，经营利润率分别为 22.2%/27.6%/27.1%，同比 +0.8/+7.6/+6.5pct。

毛利率提升、费用率下降贡献经营利润率提升 3.7pct

2023 年公司毛利率上升 2.4pct 至 62.6%，其中安踏主品牌毛利率上升 1.3 个百分点至 54.9%，由于折扣收窄和毛利率较高的 DTC 收入占比提升；FILA 毛利率上升 2.6 个百分点至 69.0%，主要由于期内折扣收窄 2 个点、以及存货拨备减少。

2023 年经营费用率下降 2.6pct，主要由于：1) 2022 年冬奥营销开支基数较高，2023 年广告开支费用率下降 2.1 个百分点至 8.2%；2) 各品牌店效提升双位数，带动租售比、零售费用比重下降。因此，经营利润率提升 3.7pct 至 24.6%。

合营公司分占利润亏损 7.2 亿元，主要由于上半年一次性商誉减值影响 5.2 亿。剔除合营公司影响的归母净利润增长 44.9%至 109.5 亿元。

图1：公司营业收入及增速



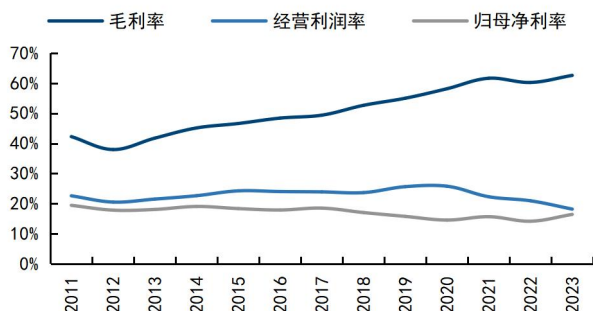
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



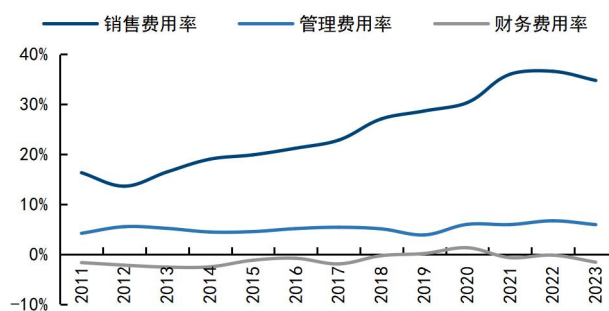
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司利润率水平



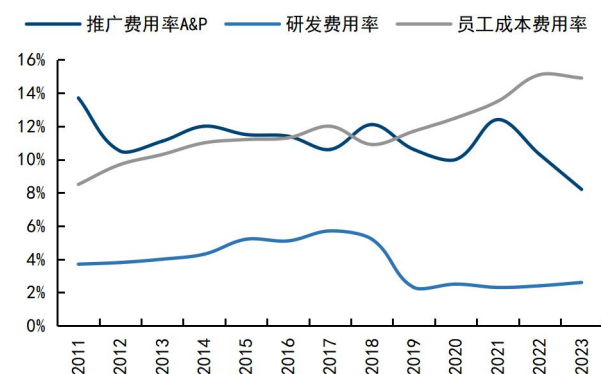
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率水平



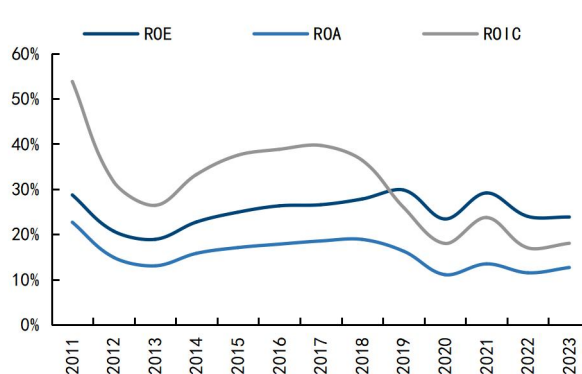
资料来源：

图5：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、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司 ROE、ROA、ROIC

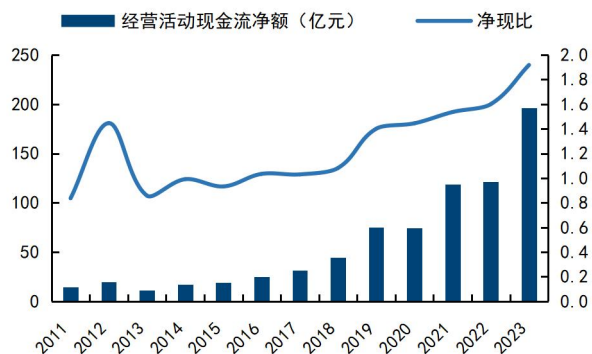


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

加强存货运营管理，存货状况实现明显改善。从营运资金周转看，存货周转天数同比下降 15 天至 123 天，集团积极推行控货措施，各品牌存货总量均有下降，全年存货总量下降 15%，库存健康度高。应收账款天数下降 1 天至 20 天，应付账款天数下降 3 天至 47 天。

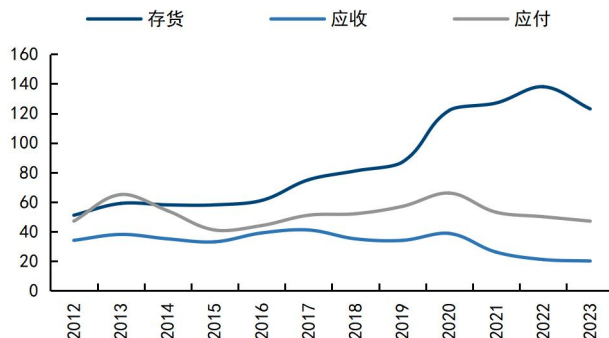
盈利能力优异，经营现金流入大幅增长，净现金 335 亿元，派息率 50.7%。2023 年公司 ROE 为 23.8%，同比持平。2023 年经营现金流入 196.3 亿元，同比增长 61.6%，净现比 1.9，净现金 335 亿元，大幅增长 185 亿元。2023 年派息率 50.7%。

图7：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8：公司营运资金周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

安踏和 FILA 稳健增长、盈利能力提升，其他品牌快速放量

安踏品牌：2023 年稳健增长，盈利水平改善，未来坚持专业为本、品牌向上

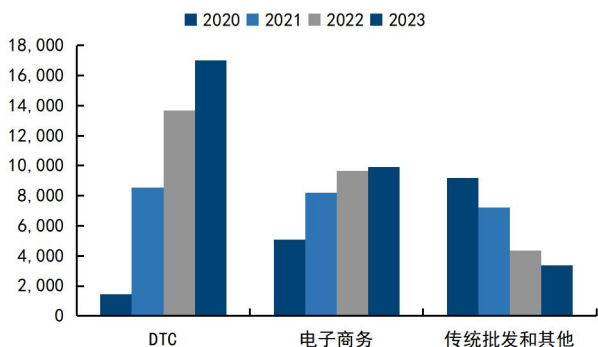
2023 年安踏主品牌收入增长 9.3%至 303.1 亿元，占总收入比重 48.6%，收入增速与流水增速较接近。

毛利率提升 1.3 个百分点至 54.9%，主要由于品牌折扣收窄，经营利润率提升 0.8pct 至 22.2%。年末安踏大货和童装分别拥有 7053 家/2778 家门店，合计 9831 家，同比净增 228 家。

品牌和产品方面，强化大众定位，提升专业认知。2023 年是主品牌战略盘整年，进一步明确安踏大众定位，调整商品与渠道结构。同时坚持专业为本，资源赋能跑步、篮球专业品类，签约 NBA 球星欧文。同时，安踏童装开拓了多个运动场景系列，比如艺术体操、形体训练、舞蹈等，扩大儿童品类，推广儿童专属科技和强化功能性。

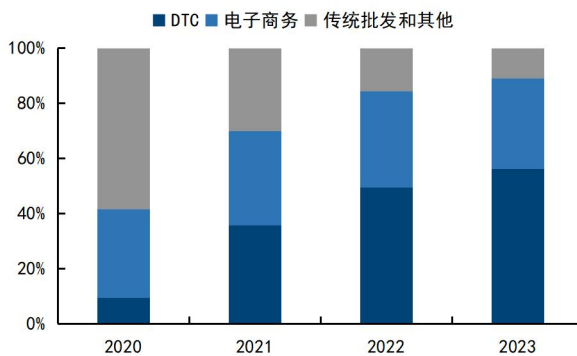
进驻核心商圈，零售运营能力良好，DTC 转型基本完成。渠道方面，增加在核心市场覆盖率，2023 年安踏主品牌大货月店效为 28-29 万元，主品牌大货和儿童店效均同比增长 10%左右。同时目前 DTC 转型已基本完成，9831 家门店中，大货和童装 DTC 门店共约为 5400 家和 2300 家，合计 7700 家，其中 DTC-直营比重分别为 44%和 64%，DTC-加盟比重分别为 56%和 36%。安踏主品牌中线下 DTC 收入占比从 50%提升至 56%，电商收入占比保持在 33%左右。2024 年计划进一步拓展安踏冠军门店，目标从几十家拓展至 100 家。

图9: 安踏主品牌各渠道收入 (百万元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 安踏主品牌各渠道收入占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

FILA 品牌: 2023 年收入增长 17%, 经营利润增长 61%, 月店效 100 万元左右

FILA 2023 年实现收入增长 16.6% 至 251.0 亿元, 全年门店数同比小幅减少 12 家至 1972 家。FILA 毛利率提升 2.6 个百分点至 69.0%, 主要由于期内折扣收窄 2 个百分点和库存拨备减少。经营利润率大幅增长 7.6 个百分点至 27.6%, 经营利润增长 61% 至 69.2 亿元, 主要由于毛利率提升、店效增长带动门店租金和员工等固定费用率下降。

针对 FILA 发展策略, 集团将继续推进顶级商品、顶级品牌、顶级渠道策略, 拓展专业市场机会, 推进鞋类和专业运动流水占比。2023 年 FILA 鞋类流水突破 100 亿, 占比接近 40%。网球、高尔夫等专业品类逐步建立消费者心智, 专业运动占比提升 4 个百分点至 36%。通过渠道调整优化, 2023 年 FILA 大货月店效提升至 100 万元左右。子品牌方面, FILA 儿童流水规模超过 50 亿元, 潮牌超过 40 亿元。

其他品牌: 户外热潮下, 迪桑特和可隆增长强劲, 利润率快速提升

2023 年其他品牌实现收入增长 58% 至 69 亿元 (其中迪桑特增长超过 50%, 可隆增长 80% 左右), 占集团收入比重 11%, 全年迪桑特和可隆门店数同比分别 -4/+3 家至 187/164 家。2023 年其他品牌经营利润率提升 6.6 个百分点至 27.1%。

迪桑特继续打造高端、高质感产品, 推出的女子健身、跑鞋都有良好表现。目前迪桑特超过 1 亿元店效的门店已有 3 家。可隆同样推出高品质商品, 加强均衡发展, 春夏产品从 30% 提至 40% 以上, 同时加速拓展南方市场, 南方门店占比 38%, 并在核心商场开优质门店提升店效。

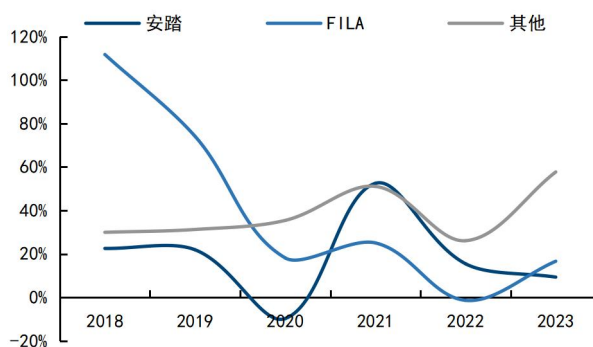
Amer Sports: 合营公司 AS Holding 2023 年实现收入增长 30% 至 312 亿元人民币, EBITDA 增长 35% 至 37.5 亿元。2019 年定下的到 2024 年“五个 10 亿欧元”目标在 2023 年提前完成。

图11: 分品牌收入规模 (亿元)



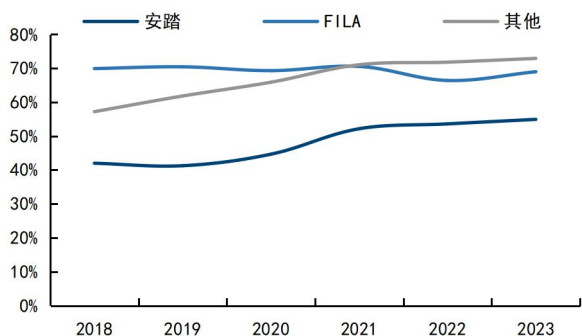
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 分品牌收入增速



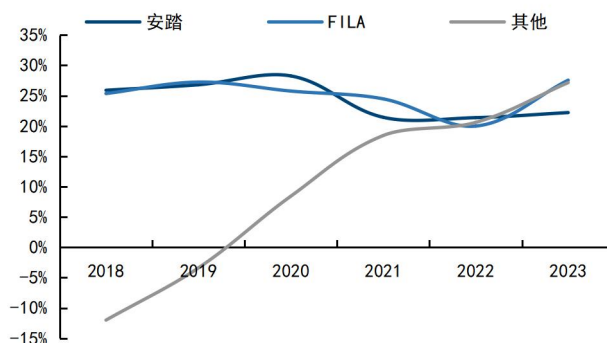
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 分品牌毛利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 分品牌经营利润率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

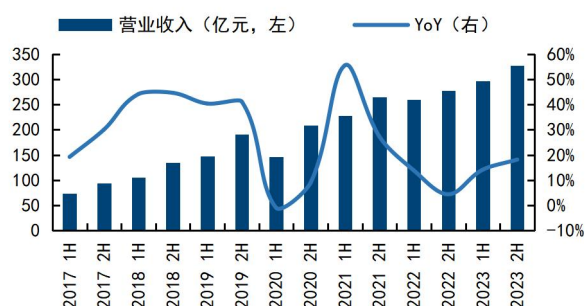
2023 下半年增长提速，利润率提升明显

2023 下半年收入增长 18.1%至 327.1 亿元，归母净利润提升 37.1%至 54.9 亿元。

下半年毛利率提升 3.4 个百分点，费用率有所下降。下半年毛利率 62.0%，同比增加 3.4pct，安踏/FILA/其他品牌毛利率分别提升 1.8/4.7/2.4pct，主要由于品牌折扣收窄、库存拨备减少。研发投入有所增长，但受益于正向经营杠杆和广告开支比率减少，销售费用率同比减少 1.4pct 至 35.5%，管理费用率同比下降 0.7pct 至 6.1%，其中 A&P 占比同比减少 1.1 个百分点至 9.2%，员工成本占比减少 0.6pct 至 14.4%，R&D 比率增加 0.4pct 至 2.9%。

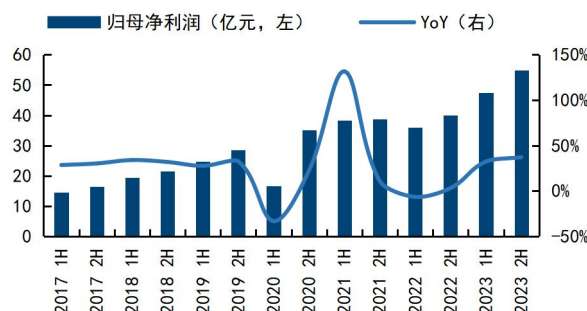
毛利率及费用率优化带动经营利润率改善明显。经营利润率 23.7%，同比+4.0pct，安踏/FILA/其他品牌经营利润率分别提升 2.5/8.0/4.5 个百分点至 23.3%/25.5%/24.3%。归母净利率 16.8%，同比+2.3pct。

图15: 公司半年度收入及增速



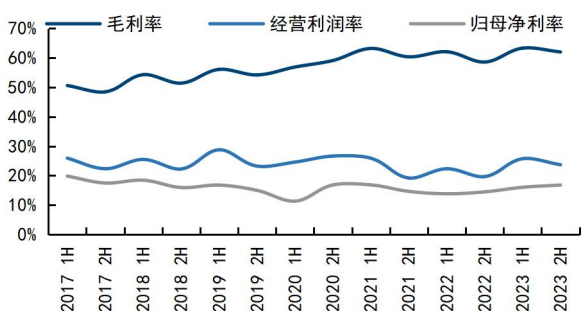
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 公司半年度归母净利润及增速



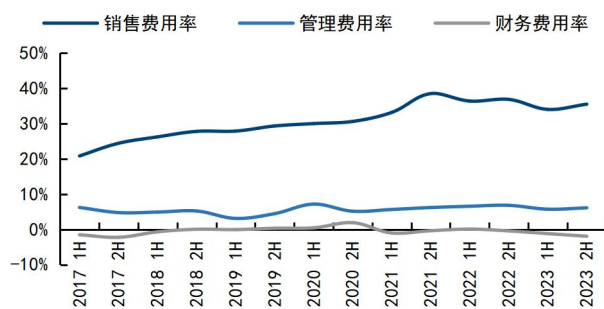
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 公司半年度利润率



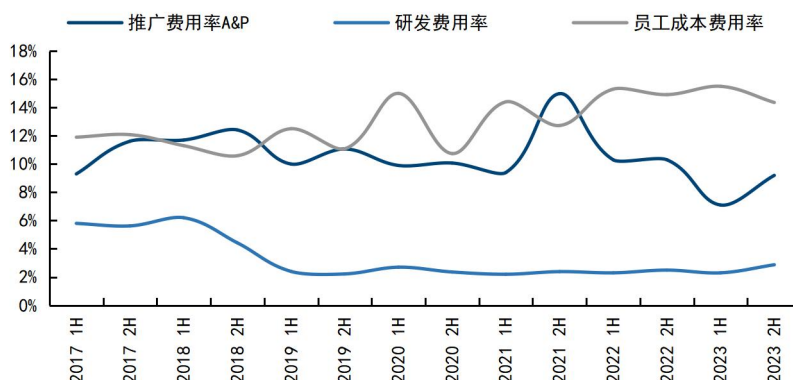
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 公司半年度费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 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、Wind、国信证券经济研究所整理

维持各品牌流水增长目标

(一) 维持各品牌流水增长目标

1) **流水目标**: 2024 年安踏、FILA 保持 2023 年 10 月投资者关系日定下的 10%-15% 流水增长目标, 其中, 第一季度因去年高基数, 预计增速低于全年。预期安踏、FILA 线上增速将略快于线下。迪桑特流水增速不低于 20%, 可隆不低于 30%。

2) **经营利润率**: 2024 奥运年费用开支略高, 预计费用率在正常范围内波动, 预计安踏经营利润率保持 20% 左右, FILA 经营利润率保持 25% 左右。

3) **开店**: 2024 年底目标安踏大货 7100 家、儿童 2800 家 (2023 年底安踏/儿童分别 7053/2778 家)。FILA 目标合计 2100 家 (2023 年底 1972 家)。迪桑特 2024 年底预计 220-230 家 (2023 年底 187 家), 可隆目标 180 家 (2023 年底 164 家)。

(二) 远期展望:

1) **安踏**: 继续执行专业为本, 品牌向上策略, 在跑步和篮球两大核心品类投入更多资源。同时发力品牌出海, 东南亚市场关注商品本地化, 欧美市场与当地零售商合作, 中东市场已在筹备中。

2) **FILA**: 坚持高端运动时尚定位的同时, 强化专业类产品例如网球、高尔夫、鞋类业务, 保持品牌+零售独特商业模式。

3) **其他品牌**: 迪桑特定位高端高质感专业运动品牌, 可隆定位户外生活。迪桑特和可隆未来继续围绕高线城市顶级渠道发展, 通过提升渠道质量拉动店效增长。可隆加大南方市场以及产品均衡性投入。

投资建议：经营质量高，看好主品牌势能升级和多品牌矩阵的成长潜力

公司收入稳健成长, 盈利能力改善, 库存健康度高, 现金流充裕。展望 2024 年, 在安踏主品牌球星效应、产品矩阵渠道升级和多品牌孵化发力的支持下, 集团有望继续保持行业领先的成长性。中长期, 安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局, 有望持续增强在全球运动市场的竞争力。由于各品牌盈利改善好于预期, 且公司预期 2024 年报表将录得由 Amer Sports 上市事项权益摊薄所致的非现金会计利得约 16 亿元, 因此上调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 134.6/134.8/147.8 亿元 (原 2024-2025 年为 116.9/133.8 亿元), 增长 31.5%/0.2%/9.6%, 经调后归母净利润分别约为 118.6/134.8/147.8 亿元, 增长 15.8%/13.7%/9.6%。由于盈利预测上调, 上调目标价至 104-113 港元 (原为 100-104 港元), 目标价相对 2024 年经调后 EPS 为 23-25x, 维持“买入”评级。

表 1: 盈利预测与市场重要数据

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	53,651	62,356	69,332	76,229	83,407
(+/-%)	8.8%	16.2%	11.2%	9.9%	9.4%
净利润(百万元)	7590	10236	13457	13479	14775
(+/-%)	-1.7%	34.9%	31.5%	0.2%	9.6%
每股收益(元)	2.68	3.61	4.75	4.76	5.22
EBIT Margin	17.0%	21.9%	18.9%	21.6%	21.7%
净资产收益率 (ROE)	22.1%	19.9%	22.9%	25.5%	47.1%
市盈率 (PE)	28.8	21.3	16.2	16.2	14.8
EV/EBITDA	29.4	20.0	17.6	14.8	14.8
市净率 (PB)	6.35	4.24	3.71	4.14	6.96

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 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
2020. HK	安踏体育	买入	77.09	2.68	3.61	4.75	4.76	28.8	21.4	16.2	16.2
可比公司											
2331. HK	李宁	买入	18.55	1.57	1.23	1.32	1.48	11.8	15.1	14.1	12.5
1368. HK	特步国际	买入	4.35	0.35	0.39	0.44	0.50	12.4	11.1	9.9	8.7
NKE. N	耐克	无评级	668.33	23.32	27.15	31.80	36.84	28.7	24.6	21.0	18.1
平均值								17.6	16.9	15.0	13.1

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测, 备注: 未评级公司的 EPS 预测值来自彭博一致预测

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	17378	15228	30000	30600	31212	营业收入	53651	62356	69332	76229	83407
应收款项	5089	5575	5929	6518	7132	营业成本	21333	23328	25425	27758	30233
存货净额	8490	7210	8853	8927	9728	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	716	1346	968	1064	1164	销售费用	19629	21673	26702	27515	30128
流动资产合计	42596	52140	68530	69890	72017	管理费用	3587	3693	6299	6707	7132
固定资产	4774	4965	4996	5050	5131	财务费用	(97)	(991)	(2841)	(1746)	(1910)
无形资产及其他	8114	8771	6578	4386	2193	投资收益	28	(718)	459	680	896
投资性房地产	4368	17069	17069	17069	17069	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	9343	9283	9283	9283	9283	其他收入	2128	1705	5686	4277	4473
资产总计	69195	92228	106456	105677	105693	营业利润	11355	15640	19892	20951	23193
短期借款及交易性金融负债	12198	3996	8858	13558	36071	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	5548	6859	6610	7220	7868	利润总额	11355	15640	19892	20951	23193
其他流动负债	8461	9736	11217	11926	13029	所得税费用	3110	4363	5103	5845	6470
流动负债合计	26207	20591	26685	32705	56968	少数股东损益	655	1041	1331	1628	1948
长期借款及应付债券	492	10948	10948	10948	10948	归属于母公司净利润	7590	10236	13457	13479	14775
其他长期负债	4657	4679	4679	4679	4679	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	5149	15627	15627	15627	15627	净利润	7590	10236	13457	13479	14775
负债合计	31356	36218	42312	48332	72595	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	3439	4550	5282	4550	1725	折旧摊销	0	0	2762	2798	2838
股东权益	34400	51460	58861	52796	31372	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	69195	92228	106456	105677	105693	财务费用	(97)	(991)	(2841)	(1746)	(1910)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	81	2750	(386)	560	236
每股收益	2.68	3.61	4.75	4.76	5.22	其它	655	1041	732	(733)	(2825)
每股红利	1.54	1.15	2.14	6.90	12.78	经营活动现金流	8326	14027	16565	16104	15024
每股净资产	12.14	18.17	20.78	18.64	11.08	资本开支	(995)	(191)	(600)	(660)	(726)
ROIC	17%	19%	17%	23%	27%	其它投资现金流	(3293)	(24537)	0	0	0
ROE	22%	20%	23%	26%	47%	投资活动现金流	(4604)	(24668)	(600)	(660)	(726)
毛利率	60%	63%	63%	64%	64%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	22%	19%	22%	22%	负债净变化	(10933)	10456	0	0	0
EBITDA Margin	17%	22%	23%	25%	25%	支付股利、利息	(3722)	(5580)	(6056)	(19544)	(36198)
收入增长	9%	16%	11%	10%	9%	其它融资现金流	25374	(1260)	4862	4700	22513
净利润增长率	-2%	35%	31%	0%	10%	融资活动现金流	(3936)	8491	(1193)	(14844)	(13686)
资产负债率	50%	44%	45%	50%	70%	现金净变动	(214)	(2150)	14772	600	612
息率	1.6%	2.4%	2.6%	8.3%	15.3%	货币资金的期初余额	17592	17378	15228	30000	30600
P/E	28.8	21.3	16.2	16.2	14.8	货币资金的期末余额	17378	15228	30000	30600	31212
P/B	6.3	4.2	3.7	4.1	7.0	企业自由现金流	5715	11892	11856	15043	16049
EV/EBITDA	29.4	20.0	17.6	14.8	14.8	权益自由现金流	20227	21802	16853	19958	38707

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