

# 安踏体育 (02020.HK)

## 上半年收入增长 14%，发布回购计划提升股东回报

优于大市

### 核心观点

**上半年收入增长 14%，现金流稳健，计划实施不超过 100 亿港币股份回购。** 2024 上半年公司收入同比增长 13.8% 至 337.4 亿元；归母净利润同比增长 62.6% 至 77.2 亿元，其中因联营公司 Amer Sports（亚玛芬体育）上市权益摊薄获得 15.8 亿元一次性收益，此外分占联营公司利润本期亏损收窄至 0.2 亿元，若将此影响剔除，公司归母净利润同比增长 17.0% 至 61.6 亿元。盈利水平稳定，毛利率、费用率小幅提升、经营利润率持平。存货周转天数同比下降 10 天至 114 天，库存健康度高；经营现金流入 85.0 亿元，大于净利润规模；中期拟派息 118 分港币/股，剔除亚玛芬上市相关所得分红率为 50.1%；公司公告在未来 18 个月内，实施不超过 100 亿港币的股份回购计划，体现公司重视股东回报及对集团未来发展充满信心。

**安踏品牌利润率提升，户外品牌持续快速增长。** 安踏/FILA/其他品牌实现收入 160.8/130.6/46.0 亿元，同比+13.5%/6.8%/41.8%；毛利率和经营利润率均维持在较好水平。1) **安踏主品牌**上半年毛利率和经营利润率均同比提升，受益于鞋类产品毛利率提升和 DTC 转型，大货和儿童均有不错表现，电商收入增速领先。2) **FILA 品牌**上半年经营利润率维持在 28.6% 的高水平，大货增长好于儿童和潮牌。大货店上半年店效创新高超过 100 万，在核心商圈拓展新店型。3) **其他品牌**，迪桑特收入增长超过 30%，在滑雪品类的品牌力位列第一名，线下店效上半年达到 228 万，顺利推进儿童品类；可隆收入增长超过 55%，品牌声量提升，同店提升 45% 以上，同时销售折扣改善。

**维持安踏和其他品牌增长目标，维持利润指引。** 维持安踏品牌年初的双位数增长指引；FILA 全年从双位数目标下调至高单位数增长目标；其他品牌继续维持指引，迪桑特流水增速不低于 20%，可隆不低于 30%。全年预计安踏经营利润率保持 20% 以上，FILA 经营利润率保持 25% 以上。

**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：经营质量高，看好主品牌势能升级和多品牌矩阵的成长潜力。** 上半年在市场环境充满挑战的情况下，公司收入稳健成长，盈利能力稳定且处于较高水平，库存健康度高、现金流充裕、经营质量高。同时公司关注股东回报，提升分红率、发布回购计划。我们小幅上调 2024 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 136.5/134.9/148.2 亿元（2024 前值为 134.6 亿元）；若剔除因 Amer Sports 上市带来的一次性收益贡献，经调后归母净利润分别约为 120.7/134.9/148.2 亿元，同比增长 17.9%/11.8%/9.9%。基于行业估值中枢下移，小幅下调目标价至 98-107 港元（前值为 104-113 港元），目标价对应 2024 年经调后 EPS 为 21-23x，维持“优于大市”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	69,507	75,950	82,616
(+/-%)	8.8%	16.2%	11.5%	9.3%	8.8%
净利润(百万元)	7590	10236	13647	13490	14820
(+/-%)	-1.7%	34.9%	33.3%	-1.2%	9.9%
每股收益(元)	2.68	3.61	4.82	4.76	5.23
EBIT Margin	17.0%	21.9%	19.1%	21.7%	21.8%
净资产收益率 (ROE)	22.1%	19.9%	23.1%	25.5%	47.2%
市盈率 (PE)	24.4	18.1	13.6	13.7	12.5
EV/EBITDA	25.7	17.5	15.3	13.0	13.2
市净率 (PB)	5.39	3.60	3.14	3.50	5.90

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 证券分析师：刘佳琪  
0755-81981391 010-88005446  
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn  
S0980520040004 S0980523070003

#### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
合理估值 98.00 - 107.00 港元  
收盘价 74.85 港元  
总市值/流通市值 212022/212022 百万港元  
52 周最高价/最低价 94.80/59.45 港元  
近 3 个月日均成交额 502.14 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) - 第二季度流水稳健增长，库存与折扣改善》——2024-07-09
- 《安踏体育 (02020.HK) - 第一季度流水稳健增长，库销比下降和折扣收窄》——2024-04-18
- 《安踏体育 (02020.HK) - 2023 年归母净利润增长 35%，多品牌引领增长》——2024-03-27
- 《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

## 上半年收入增长 14%，现金流稳健，计划实施不超过 100 亿港币股份回购

2024 上半年集团收入增长 14%，剔除联营公司亚玛芬影响归母净利润增长 17%。2024 上半年公司保持行业领先增速，收入同比增长 13.8%至 337.4 亿元；归母净利润同比增长 62.6%至 77.2 亿元，其中因联营公司 Amer Sports（亚玛芬体育）上市权益摊薄获得 15.8 亿元一次性收益，此外分占联营公司利润本期亏损收窄至 0.2 亿元，去年同期为 5.2 亿元，若将亚玛芬影响剔除，公司归母净利润同比增长 17.0%至 61.6 亿元。

分品牌来看，安踏/FILA/其他品牌实现收入 160.8/130.6/46.0 亿元，同比+13.5%/6.8%/41.8%，安踏品牌收入增速超预期；其他品牌中迪桑特和可隆受益于户外赛道高景气度，收入持续快速增长。经营利润率分别为 21.8%/28.6%/29.9%，同比+0.8%/-1.2%/-0.5 个百分点。

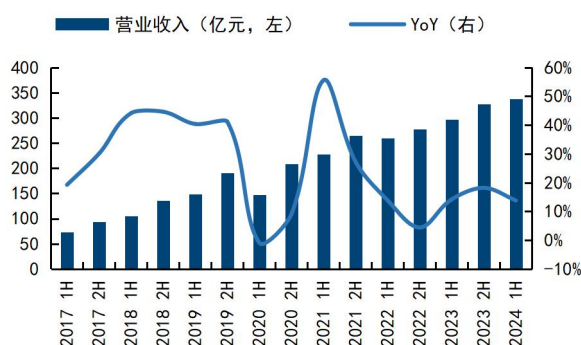
**毛利率、费用率小幅提升，经营利润率持平，归母净利率提升主要受联营公司影响。**

上半年公司毛利率同比+0.8 个百分点至 64.1%，一方面受益于品牌结构变化，毛利率较高的其他品牌收入占比提升；另一方面安踏品牌和 FILA 品牌毛利率均有所提升，主要因安踏鞋类产品毛利率提升、安踏传统批发渠道占比减少、FILA 策略性增强和提升产品功能和质量、FILA 主动提升鞋类产品占比、存货撇减拨回。

经营利润率同比持平在 25.7%，费用率小幅提升主要由于：1）奥运年有较多品牌宣传活动、加大品牌市场资源投放、持续在一线城市开店及店铺升级致相关支出增加，广告及宣传费用率同比+0.4 个百分点至 7.5%；2）产品研发持续投入，研发费用率同比+0.4 个百分点至 2.7%。

归母净利率同比+6.9 个百分点至 22.9%，主要受联营公司亏损收窄及上市相关一次性收益影响，若将其影响剔除，归母净利率同比+0.5 个百分点至 18.3%。

图1：公司营业收入及增速



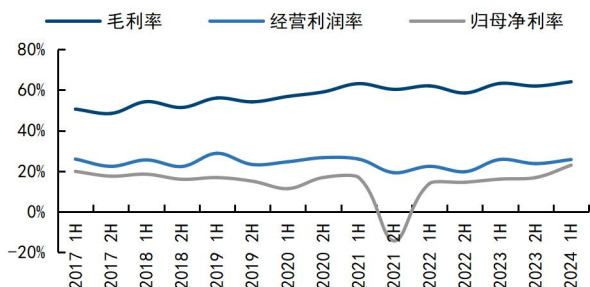
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



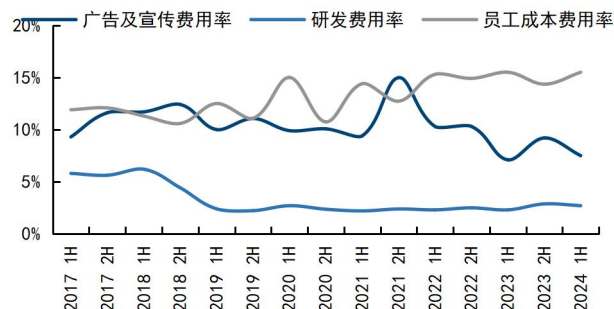
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

**加强存货运营管理，存货周转效率提升。**营运资金周转水平健康，存货周转天数同比下降 10 天至 114 天，库存健康度高；应收周转天数同比+2 天至 19 天；应付周转天数同比+10 天至 52 天。

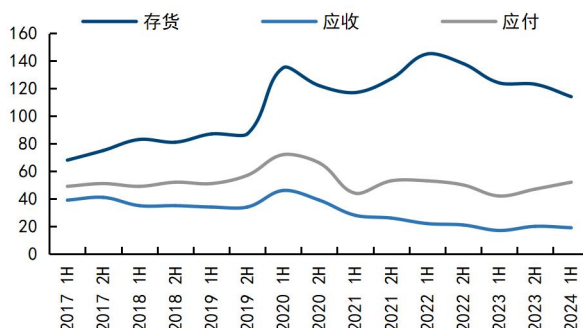
**现金流充裕，剔除亚玛芬上市相关所得分红率 50%，公告回购计划。**上半年经营现金流入 85.0 亿元，净现比 1.1，现金流充裕。中期拟派息 118 分港币/股，剔除亚玛芬上市相关所得后分红率为 50.1%，较去年中期的 45.7%有所提升。此外 8 月 27 日，公司公告在未来 18 个月之内，实施不超过 100 亿港币的股份回购计划，体现公司重视股东回报及对集团未来发展充满信心。

图5: 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6: 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

图7：安踏体育业绩一图

		FY2021	FY2022	FY2023	2023 1H	20203 2H	2024 1H
收入 (百万元)	合计	49,328	53,651	62,356	29,645	32,711	33,735
	YoY	38.9%	8.8%	16.2%	14.2%	18.1%	13.8%
	安踏	24,012	27,723	30,306	14,170	16,136	16,077
	YoY	52.5%	15.5%	9.3%	6.1%	12.3%	13.5%
	FILA	21,822	21,523	25,103	12,229	12,874	13,056
	YoY	25.1%	-1.4%	16.6%	13.5%	19.8%	6.8%
	其他品牌	3,494	4,405	6,947	3,246	3,701	4,602
YoY	51.1%	26.1%	57.7%	77.6%	43.6%	41.8%	
毛利率	合计	61.6%	60.2%	62.6%	63.3%	62.0%	64.1%
	安踏	52.2%	53.6%	54.9%	55.8%	54.1%	56.6%
	FILA	70.5%	66.4%	69.0%	69.2%	68.8%	70.2%
	其他品牌	71.0%	71.8%	72.9%	73.4%	72.5%	72.7%
SG&A比率	合计	-41.9%	-43.3%	-40.7%	-39.7%	-41.6%	-40.8%
	销售费用	-36.0%	-36.6%	-34.8%	-34.0%	-35.5%	-35.0%
	其中：广告开支	-12.4%	-10.3%	-8.2%	-7.1%	-9.2%	-7.5%
	管理费用	-5.9%	-6.7%	-5.9%	-5.7%	-6.1%	-5.8%
	其他净收入	2.6%	4.0%	2.7%	2.1%	3.3%	2.4%
经营利润率	合计	22.3%	20.9%	24.6%	25.7%	23.7%	25.7%
	安踏	21.4%	21.4%	22.2%	21.0%	23.3%	21.8%
	FILA	24.5%	20.0%	27.6%	29.7%	25.5%	28.6%
	其他品牌	18.4%	20.6%	27.1%	30.3%	24.3%	29.9%
	净融资收入占比	0.5%	0.2%	1.6%	1.2%	1.9%	2.1%
	分占合营/联营公司利润	-81	28	-718	-516	-202	-19
	Amer上市权益摊薄所得						1,579
税前利润	综合	11,240	11,355	15,640	7,463	8,177	10,930
	所得税率	26.9%	27.4%	27.9%	29.1%	26.8%	23.0%
净利润	归母	7,720	7,590	10,236	4,748	5,488	7,721
	归母净利率	15.7%	14.1%	16.4%	16.0%	16.8%	22.9%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	32.3%	37.1%	62.6%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 安踏品牌利润率提升，户外品牌持续快速增长

### 安踏品牌：上半年收入增长超预期，盈利水平提升，电商渠道增速领先

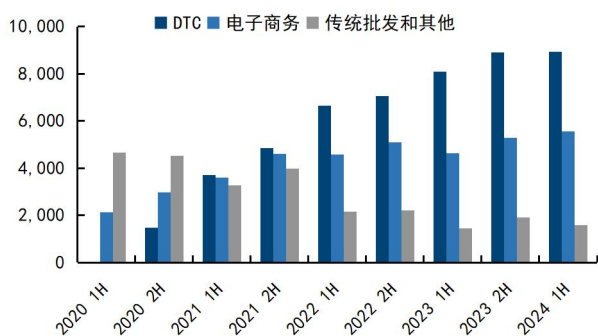
安踏主品牌上半年收入同比增长 13.5% 至 160.8 亿元，占总收入比重 47.7%，大货和儿童均有不错表现；收入增速好于流水增速，预计主要来自于批发渠道发货与零售的差异、以及部分传统经销模式转为 DTC 模式。

分渠道看，电商渠道收入增速领先，DTC/电商/传统批发渠道收入分别同比+10.5%/20.1%/8.5%，传统批发渠道收入增速相对较慢，预计与部分转为 DTC 模式有关。公司 DTC 转型已基本完成，9904 家门店中，DTC 门店约 8000 家，其中 DTC-直营、DTC-加盟占比分别为 49%、51%。

毛利率同比+0.8 个百分点至 56.6%，经营利润率同比增幅一致，达 21.8%。毛利率提升主要受益于安踏鞋类产品毛利率提升、传统批发渠道占比减少、存货撇减拨回。

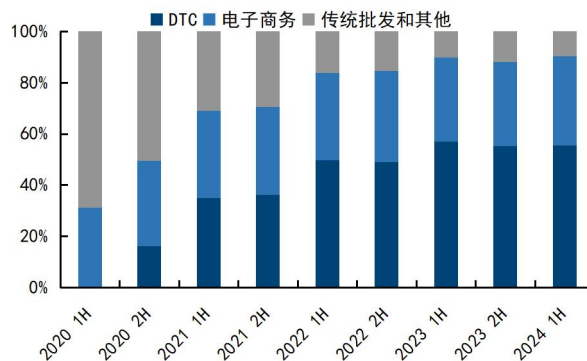
截至 6 月底，安踏大货和童装分别拥有 7073 家/2831 家门店，合计 9904 家，相较 2023 年末净增 73 家。

图8: 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9: 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: 上半年收入增速放缓, 主要受儿童及潮牌拖累

FILA 上半年收入同比增长 6.8%至 130.6 亿元, 占总收入比重 38.7%, 收入增速与流水基本匹配, 预计 FILA 大货增长好于儿童和潮牌。

毛利率同比+1.0 百分点至 70.2%, 毛利率提升主要因今年策略性增强提升产品功能和质量、鞋类产品占比提升、存货撇减拨回; 经营利润率同比-1.2 百分点至 28.6%, 仍处于历史较高水平。

FILA 上半年门店相较 2023 年底净增 9 家至 1981 家; 大货店上半年店效创新高, 超过 100 万, 在核心商圈拓展新店型; 分品类看, 网球、高尔夫系列销售持续领先。

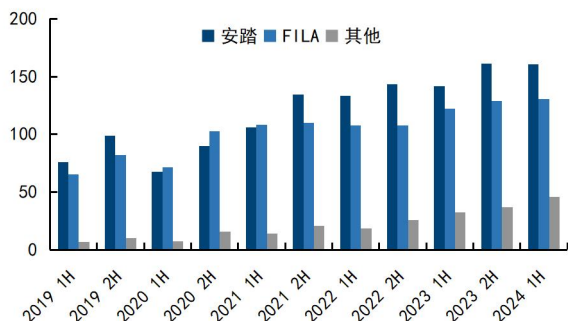
### 其他品牌: 户外赛道高景气, 迪桑特和可隆增长强劲

其他品牌上半年收入同比增长 41.8%至 46 亿元, 占总收入比重 13.6%, 收入增速与流水基本匹配。毛利率同比-0.7 百分点至 72.7%, 经营利润率同比-0.5 百分点至 29.9%。

其中迪桑特收入增长超过 30%, 在滑雪品类的品牌力位列第一名, 线下店效上半年达到 228 万, 迪桑特也在顺利推进儿童品类, 截至 6 月底新开 7 家儿童店, 店效均超过 55 万; 可隆收入增长超过 55%, 品牌声量提升, 华东华北店效均超过 110 万, 同店提升 45%以上, 同时销售折扣改善。

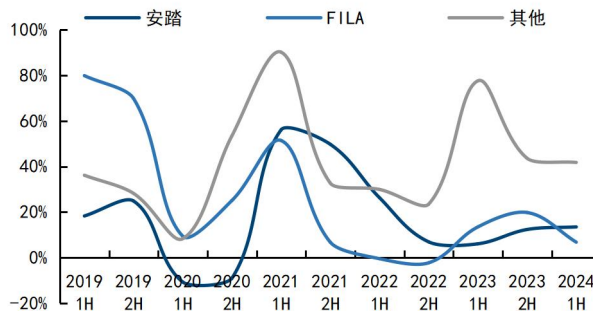
**Amer Sports:** 联营公司 Amer Sports 上半年实现营收 21.77 亿美元, 同比增 14.14%; 经调净利润 0.64 亿美元, 同比扭亏; 始祖鸟品牌、DTC 渠道、大中华地区持续带动增长。

图10: 分品牌收入规模 (亿元)



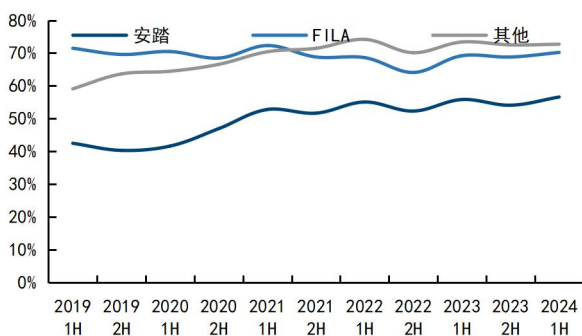
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 分品牌收入增速



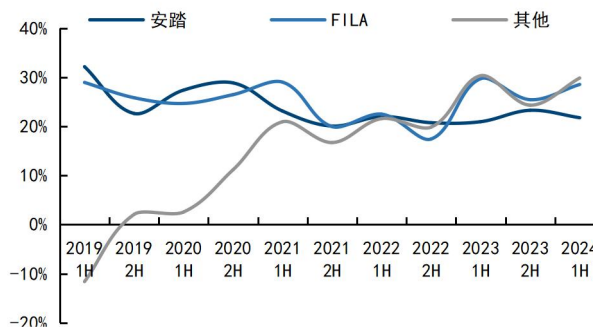
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 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13: 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

## 维持安踏和其他品牌增长目标, 维持利润指引

1) **增长目标:** 2024 年安踏品牌维持年初的双位数增长指引, 虽然当前消费市场环境具有挑战, 安踏品牌上半年表现好于预期, 下半年公司有意愿达成此目标; FILA 全年从双位数目标下调至高单位数增长目标, 主要调整了儿童和潮牌的增速; 其他品牌继续维持指引, 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, 下半年费用率预计高于上半年; 全年预计安踏经营利润率保持 20%-25%左右, FILA 经营利润率保持 25%-30%左右。

## 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

今年上半年在市场环境充满挑战的情况下, 公司收入稳健成长, 安踏、迪桑特、可隆收入增长超预期, 公司盈利能力稳定且处于较高水平, 库存健康度高、现金流充裕、经营质量高。同时公司关注股东回报, 提升分红率、发布回购计划。2024 年, 在安踏产品矩阵渠道升级、多品牌孵化发力下, 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。我们小幅上调 2024 年、并维持 2025-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 136.5/134.9/148.2 亿元（2024 年前值为 134.6 亿元），同比+33.3%/-1.2%/+9.9%；若剔除因 Amer Sports 上市所带来的 16 亿元一次性收益贡献，经调后归母净利润分别约为 120.7/134.9/148.2 亿元，同比增长 17.9%/11.8%/9.9%。基于行业估值中枢下移，小幅下调目标价至 98-107 港元（前值为 104-113 港元），目标价对应 2024 年经调后 EPS 为 21-23x，维持“优于大市”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	69,507	75,950	82,616
(+/-%)	8.8%	16.2%	11.5%	9.3%	8.8%
净利润(百万元)	7590	10236	13647	13490	14820
(+/-%)	-1.7%	34.9%	33.3%	-1.2%	9.9%
每股收益(元)	2.68	3.61	4.82	4.76	5.23
EBIT Margin	17.0%	21.9%	19.1%	21.7%	21.8%
净资产收益率 (ROE)	22.1%	19.9%	23.1%	25.5%	47.2%
市盈率 (PE)	24.4	18.1	13.6	13.7	12.5
EV/EBITDA	25.7	17.5	15.3	13.0	13.2
市净率 (PB)	5.39	3.60	3.14	3.50	5.90

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			g	PEG
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
2020.HK	安踏体育	优于大市	65.42	3.61	4.82	4.76	18.1	13.6	13.7	14.8%	0.92
可比公司											
2331.HK	李宁	优于大市	13.37	1.23	1.22	1.37	10.8	11.0	9.7	5.6%	1.96
1368.HK	特步国际	优于大市	4.69	0.39	0.47	0.54	12.0	10.0	8.7	17.7%	0.57
1361.HK	361度	优于大市	3.25	0.46	0.55	0.64	7.0	5.9	5.1	17.3%	0.34
平均值							10.0	9.0	7.8	0.96	

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 Bloomberg 一致预期

## 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	69507	75950	82616
应收款项	5089	5575	5943	6494	7064	营业成本	21333	23328	25599	27805	30131
存货净额	8490	7210	8915	8942	9694	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	716	1346	970	1060	1153	销售费用	19629	21673	26550	27190	29579
<b>流动资产合计</b>	<b>42596</b>	<b>52140</b>	<b>68609</b>	<b>69877</b>	<b>71904</b>	管理费用	3587	3693	6309	6691	7086
固定资产	4774	4965	4996	5050	5131	财务费用	(97)	(991)	(2844)	(1587)	(1892)
无形资产及其他	8114	8771	6578	4386	2193	投资收益	28	(718)	650	885	1117
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	5690	4269	4452
<b>资产总计</b>	<b>69195</b>	<b>92228</b>	<b>106535</b>	<b>105665</b>	<b>105580</b>	营业利润	11355	15640	20234	21006	23281
短期借款及交易性金融负债	12198	3996	8760	13485	36111	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	5548	6859	6656	7233	7841	<b>利润总额</b>	<b>11355</b>	<b>15640</b>	<b>20234</b>	<b>21006</b>	<b>23281</b>
其他流动负债	8461	9736	11223	11867	12888	所得税费用	3110	4363	5218	5860	6494
<b>流动负债合计</b>	<b>26207</b>	<b>20591</b>	<b>26639</b>	<b>32585</b>	<b>56840</b>	少数股东损益	655	1041	1369	1656	1966
长期借款及应付债券	492	10948	10948	10948	10948	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7590</b>	<b>10236</b>	<b>13647</b>	<b>13490</b>	<b>14820</b>
其他长期负债	4657	4679	4679	4679	4679	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>5149</b>	<b>15627</b>	<b>15627</b>	<b>15627</b>	<b>15627</b>	净利润	7590	10236	13647	13490	14820
<b>负债合计</b>	<b>31356</b>	<b>36218</b>	<b>42266</b>	<b>48212</b>	<b>72467</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	3439	4550	5303	4558	1707	折旧摊销	0	0	2762	2798	2838
股东权益	34400	51460	58966	52896	31407	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>69195</b>	<b>92228</b>	<b>106535</b>	<b>105665</b>	<b>105580</b>	财务费用	(97)	(991)	(2844)	(1587)	(1892)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	81	2750	(413)	552	215
每股收益	2.68	3.61	4.82	4.76	5.23	其它	655	1041	753	(745)	(2851)
每股红利	1.54	2.33	2.17	6.91	12.82	<b>经营活动现金流</b>	<b>8326</b>	<b>14027</b>	<b>16750</b>	<b>16095</b>	<b>15022</b>
每股净资产	12.14	18.17	20.82	18.67	11.09	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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(4604)</b>	<b>(24668)</b>	<b>(600)</b>	<b>(660)</b>	<b>(726)</b>
毛利率	60%	63%	63%	63%	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)	(6141)	(19561)	(36309)
收入增长	9%	16%	11%	9%	9%	其它融资现金流	25374	(1260)	4764	4725	22625
净利润增长率	-2%	35%	33%	-1%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(3936)</b>	<b>8491</b>	<b>(1378)</b>	<b>(14835)</b>	<b>(13684)</b>
资产负债率	50%	44%	45%	50%	70%	现金净变动	(214)	(2150)	14772	600	612
息率	1.8%	2.7%	3.0%	9.6%	17.9%	货币资金的期初余额	17592	17378	15228	30000	30600
P/E	24.4	18.1	13.6	13.7	12.5	货币资金的期末余额	17378	15228	30000	30600	31212
P/B	5.4	3.6	3.1	3.5	5.9	企业自由现金流	5715	11892	12059	15194	16120
EV/EBITDA	25.7	17.5	15.3	13.0	13.2	权益自由现金流	20227	21802	16958	20134	38890

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	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 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（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