

安踏体育 (02020.HK)

品牌矩阵拉动，2025 上半年收入与核心利润均双位数增长

优于大市

核心观点

2025 上半年公司收入与核心利润均双位数增长，维持出色的股东回报。2025 年上半年，公司收入同比增长 14.3%至 385.4 亿元，不包括由 Amer Sports 上市事项利得，归母净利润同比增长 14.5%至 70.3 亿元。因毛利率相对较低的电商业务及鞋类产品贡献增加，整体毛利率同比下降 0.7 个百分点至 63.4%；但凭借有效的费用管控和政府补贴的增加，整体经营溢利率同比提升 0.6 个百分点至 26.3%。营运资金方面，受收购 JACK WOLFSKIN 业务等影响，平均存货周转日数增加 22 天至 136 天，但应收及应付贸易账款周转天数保持稳定。期内经营活动现金流入净额达 109.3 亿元，净现金为 315.4 亿元，财务状况稳健。公司宣派中期股息每股港币 137 分，派息率达 50.2%。去年下半年股份回购计划公布以来，截止 2025 年 6 月底已回购注销近 20 亿港元股份。

安踏主品牌增长稳健，FILA 表现坚韧，其他品牌高速增长。2025 年上半年，安踏/FILA/所有其他品牌收入分别为 169.5 亿元/ 141.8 亿元/ 74.1 亿元，同比增长 5.4%/8.6%/61.1%；经营溢利率分别同比+1.5/-0.9/+3.3 个百分点至 23.3%/27.7%/33.2%。分品牌看：1) 安踏品牌通过精细化运营提升了盈利能力，并积极推进全球化战略；2) FILA 品牌在专业运动领域表现突出，网球、高尔夫等品类增长强劲，利润率下降主要源于对产品功能与质量的战略性投入；3) DESCENTE 和 KOLON SPORT 等其他品牌表现亮眼，成为集团重要增长引擎；4) 集团于 2025 年 5 月完成对德国专业户外品牌 JACK WOLFSKIN 的收购，进一步完善了户外品牌矩阵；5) 与韩国时尚集团 MUSINSA 共同成立投资合资公司，探索运动与时尚、新零售的融合，学习运营经验。

管理层公司的发展保持信心。管理层在业绩会更新 2025 年指引，安踏品牌流水增长中单位数、FILA 品牌增长中单位数、其他品牌增长超过 40%，另外 Amer Sports 联营公司的利润贡献也有望继续快速增长。

风险提示：宏观经济疲软；品牌恶性事件；行业竞争加剧；系统性风险。

投资建议：看好集团整体持续好于行业的成长潜力。2025 年以来消费行业仍存压力，安踏集团凭借出色的运营能力进行品牌矩阵和全球化布局，有望持续增强竞争力。基于收购品牌的并入与未来发展的前景，我们维持 2025-2026 年盈利预测，小幅上调 2027 盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 134.8/154.6/173.6 亿元（原为 134.8/154.6/170.0 亿元），可比口径的利润增长分别为 13.0%/14.6%/12.3%。我们上调合理估值至 119-124 港元（原为 113-118 港元），对应 2025PE23-24X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	80,832	91,177	103,705
(+/-%)	16.2%	13.6%	14.1%	12.8%	13.7%
净利润(百万元)	10236	15596	13480	15454	17358
(+/-%)	34.9%	52.4%	-13.6%	14.6%	12.3%
每股收益(元)	3.65	5.56	4.80	5.50	6.18
EBIT Margin	21.9%	20.0%	20.0%	20.4%	20.0%
净资产收益率 (ROE)	19.9%	25.3%	19.7%	20.3%	20.5%
市盈率 (PE)	26.0	17.0	19.7	17.2	15.3
EV/EBITDA	17.2	16.8	17.2	15.4	14.1
市净率 (PB)	5.17	4.31	3.88	3.49	3.13

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 liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	119.00 - 124.00 港元
收盘价	101.60 港元
总市值/流通市值	285213/285213 百万港元
52 周最高价/最低价	106.30/67.49 港元
近 3 个月日均成交额	871.22 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) - 上半年集团流水增长双位数，折扣库存健康可控》——2025-07-16
- 《安踏体育 (02020.HK) - 第一季度集团流水增长双位数，收购德国户外品牌狼爪》——2025-04-11
- 《安踏体育 (02020.HK) - 2024 年核心利润增长 16.5%，多品牌引领增长》——2025-03-20
- 《安踏体育 (02020.HK) - 第四季度流水增长提速，FILA 增长表现好于预期》——2025-01-09
- 《安踏体育 (02020.HK) - 第三季度流水稳健增长，库存与折扣水平健康》——2024-10-11

2025 年上半年公司收入及核心净利润实现双位数增长

2025 年上半年公司收入及核心净利润实现双位数增长，户外板块表现亮眼。2025 年上半年，公司收入同比增长 14.3%至 385.4 亿元¹，不包括由 Amer Sports 上市事项权益摊薄所致的利得，股东应占溢利同比增长 14.5%至 70.3 亿元。分品牌，安踏/FILA/所有其他品牌收入分别为 169.5 亿元/ 141.8 亿元/ 74.1 亿元，同比增长 5.4%/8.6%/61.1%。

毛利率下降、经营利润率上升

因毛利率相对较低的电商业务及鞋类产品贡献增加，整体毛利率同比下降 0.7 个百分点至 63.4%；但凭借有效的费用管控与其他收入增加，整体经营溢利率同比提升 0.6 个百分点至 26.3%。

安踏品牌毛利率为 54.9%，较去年同期下降 1.7 个百分点，主要由于加大专业产品的成本投入及电商业务占比上升。经营溢利率为 23.3%，较去年同期提升 1.5 个百分点，主要得益于精细化运营及资源优化配置带来的效率提升。

FILA 品牌毛利率为 68.0%，同比下降 2.2 个百分点；经营溢利率为 27.7%，同比下降 0.9 个百分点。利润率的下滑主要源于品牌为提升产品功能与质量而进行的战略性投入，以及主动提升鞋类产品占比所致。

其他品牌毛利率同比提升 1.3 个百分点至 73.9%，经营溢利率也大幅增加 3.3 个百分点至 33.2%，成为集团强劲的增长引擎。

Amer Sports 作为联营公司，2025 上半年同比扭亏为盈，实现 4.34 亿的利润贡献，而去年同期为亏损 0.19 亿元。

图1: 公司业绩概览

2020.HK		FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	2024 1H	2024 2H	2025 1H
收入 (百万元)	合计	49,328	53,651	62,356	70,826	33,735	37,091	38,544
	YoY	38.9%	8.8%	16.2%	13.6%	13.8%	13.4%	14.3%
	安踏	24,012	27,723	30,306	33,522	16,077	17,445	16,950
	YoY	52.5%	15.5%	9.3%	10.6%	13.5%	8.1%	5.4%
	FILA	21,822	21,523	25,103	26,626	13,056	13,570	14,182
	YoY	25.1%	-1.4%	16.6%	6.1%	6.8%	5.4%	8.6%
	其他品牌	3,494	4,405	6,947	10,678	4,602	6,076	7,412
	YoY	51.1%	26.1%	57.7%	53.7%	41.8%	64.2%	61.1%
毛利率	合计	61.6%	60.2%	62.6%	62.2%	64.1%	60.4%	63.4%
	安踏	52.2%	53.6%	54.9%	54.5%	56.6%	52.6%	54.9%
	FILA	70.5%	66.4%	69.0%	67.8%	70.2%	65.5%	68.0%
	其他品牌	71.0%	71.8%	72.9%	72.2%	72.7%	71.8%	73.9%
SG&A比率	合计	-41.9%	-43.3%	-40.7%	-42.1%	-40.8%	-43.3%	-40.5%
	销售费用	-36.0%	-36.6%	-34.8%	-36.2%	-35.0%	-37.3%	-34.4%
	其中: 广告开支	-12.4%	-10.3%	-8.2%	-9.0%	-7.5%	-10.4%	-6.6%
	管理费用	-5.9%	-6.7%	-5.9%	-5.9%	-5.8%	-6.0%	-6.1%
	其他净收入	2.6%	4.0%	2.7%	3.4%	2.4%	4.3%	3.4%
经营利润率	合计	22.3%	20.9%	24.6%	23.4%	25.7%	21.4%	26.3%
	安踏	21.4%	21.4%	22.2%	21.0%	21.8%	20.2%	23.3%
	FILA	24.5%	20.0%	27.6%	25.3%	28.6%	22.2%	27.7%
	其他品牌	18.4%	20.6%	27.1%	28.6%	29.9%	27.6%	33.2%
	净融资收入占比	0.5%	0.2%	1.6%	2.2%	2.1%	1.8%	1.5%
	分占合营/联营公司利润	-81	28	-718	198	-19	217	434
	Amer上市权益摊薄所得				1,579	1,579		
	Amer配售权益摊薄所得				2,090		2,090	-
税前利润	综合	11,240	11,355	15,640	21,884	10,930	10,954	11,161
	所得税率	26.9%	27.4%	27.9%	22.4%	23.0%	21.8%	27.3%
净利润 (百万元)	归母净利润	7,720	7,590	10,236	15,596	7,721	7,875	7,031
	归母净利率	15.7%	14.1%	16.4%	22.0%	22.9%	21.2%	18.2%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	52.4%	62.6%	43.5%	-8.9%
净利润 (百万元)	剔除Amer上市配售影响	7,720	7,590	10,236	11,927	6,142	5,785	7,031
	归母净利率	15.7%	14.1%	16.4%	16.8%	18.2%	15.6%	18.2%
	YoY	49.6%	-1.7%	34.9%	16.5%	29.4%	5.4%	14.5%

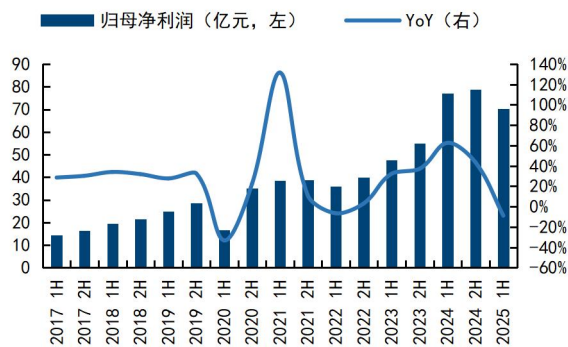
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司营业收入及增速



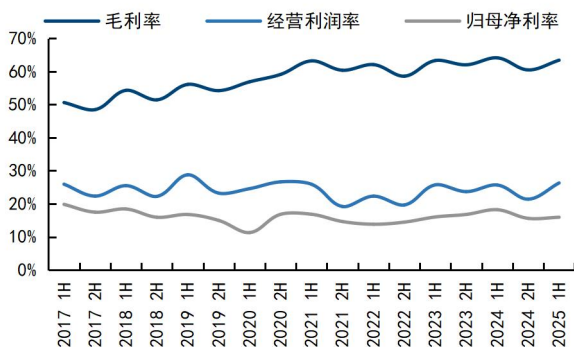
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速



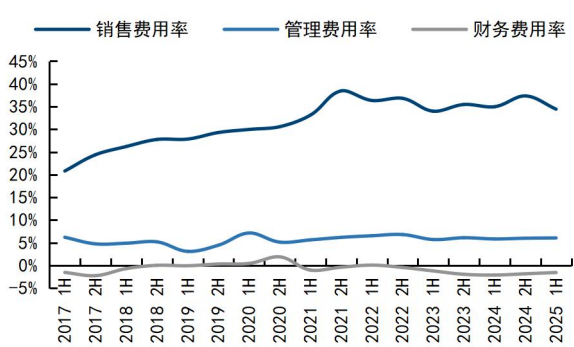
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司利润率水平



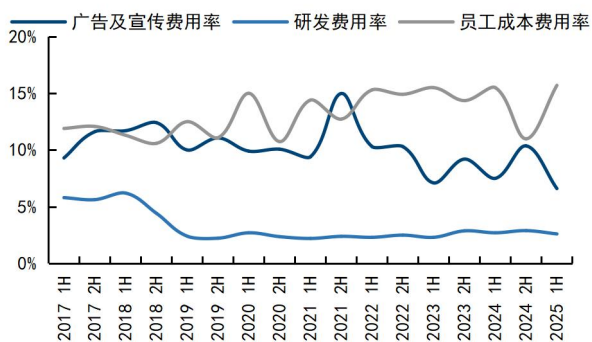
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司费用率水平



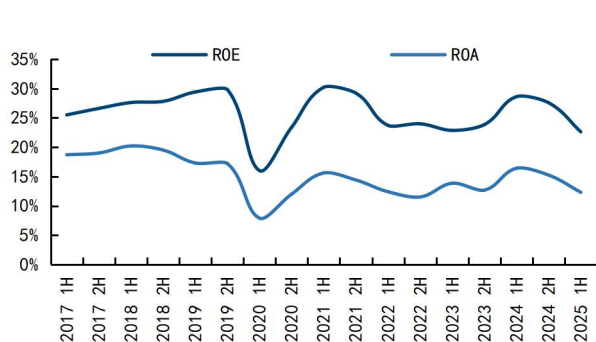
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、Wind、国信证券经济研究所整理

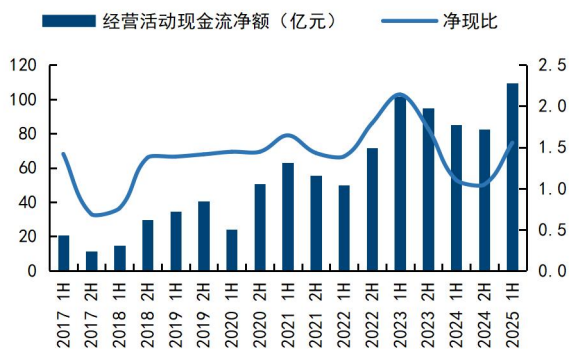
图7: 公司 ROE、ROA



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

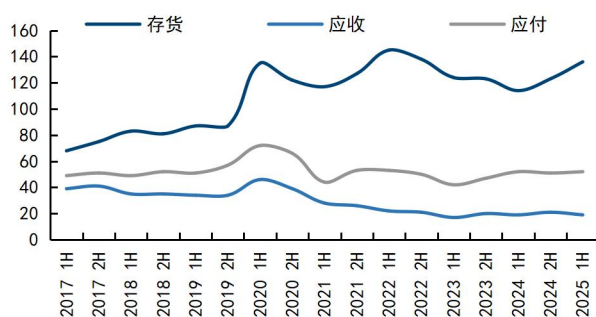
营运资金方面，受收购 JACK WOLFSKIN 业务等影响，平均存货周转日数增加 22 天至 136 天，但应收及应付贸易账款周转天数保持稳定。期内经营活动现金流入净额达 109.3 亿元，净现金为 315.4 亿元，财务状况稳健。公司宣派中期股息每股港币 137 分，派息率达 50.2%。去年下半年股份回购计划宣布以来，截至 6 月底已回购并注销近 20 亿港元股份。

图8：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9：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

安踏品牌：盈利能力提升，专业化与全球化稳步推进

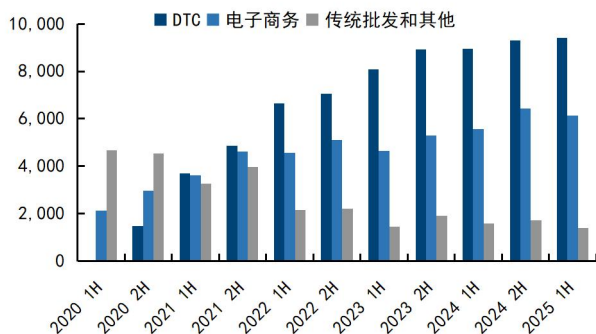
2025 年上半年，安踏主品牌收入为人民币 169.5 亿元，同比增长 5.4%。毛利率为 54.9%，较去年同期下降 1.7 个百分点，主要由于加大专业产品的成本投入及电商业务占比上升。经营溢利率为 23.3%，较去年同期提升 1.5 个百分点，主要得益于精细化运营及资源优化配置带来的效率提升。

分渠道看，电商渠道收入同比增长 10.1%，DTC 渠道同比增长 5.3%。品牌持续推进“千店千面”战略，新业态如“安踏竞技场级”、“安踏殿堂级”、“安踏作品集”及“超级安踏”等表现良好。其中“超级安踏”店效突出，部分门店可达传统门店三倍。

产品方面，安踏坚持科技驱动，PG7 跑鞋和 C202 马拉松跑鞋等专业产品销量表现突出，市场反馈热烈。安踏儿童则通过与国家骨科医学中心合作等方式，提升产品专业性。

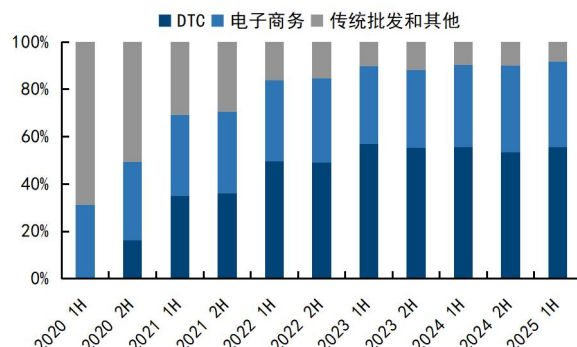
全球化战略方面，品牌在深耕东南亚市场的同时，加快拓展美国及中东市场，并计划于下半年在北美开设首家零售门店，借助代言人凯里·欧文的影响力提升国际知名度。

图10: 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11: 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：增长稳健，聚焦高端运动时尚与专业突破

2025 年上半年，FILA 分部收入为人民币 141.8 亿元，同比增长 8.6%。

毛利率为 68.0%，同比下降 2.2 个百分点；经营溢利率为 27.7%，同比下降 0.9 个百分点。利润率的下滑主要源于品牌为提升产品功能与质量而进行的战略性投入，以及主动提升鞋类产品占比所致。

品牌建设方面，FILA 致力于打造“One FILA”的整体形象，并从追求“快速上新”转向“深度经营”，更注重消费者体验与产品精研。在新负责人带领下，品牌在产品、渠道和品牌力上均有提升，利润率有望企稳。

专业运动方面，品牌聚焦高尔夫与网球两大“菁英运动”赛道，通过赞助顶级赛事和签约冠军运动员，持续巩固其在高端运动领域的专业形象和影响力。

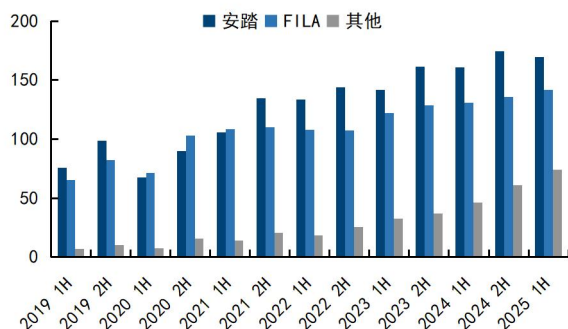
其他品牌：户外业务高速增长，JACK WOLFSKIN 并表开启新篇章

2025 年上半年，所有其他品牌收入同比高增 61.1%至 74.1 亿元，毛利率同比提升 1.3 个百分点至 73.9%，经营溢利率也大幅增加 3.3 个百分点至 33.2%，成为集团强劲的增长引擎。

DESCENTE 和 KOLON SPORT 是增长的主要驱动力。DESCENTE 通过持续的商品创新和高店效模式，在线上及线下均实现满意增长，正向集团第三个百亿品牌的目标迈进。KOLON SPORT 把握户外市场消费升级趋势，聚焦徒步与露营场景，成为期内集团增长最快的品牌。

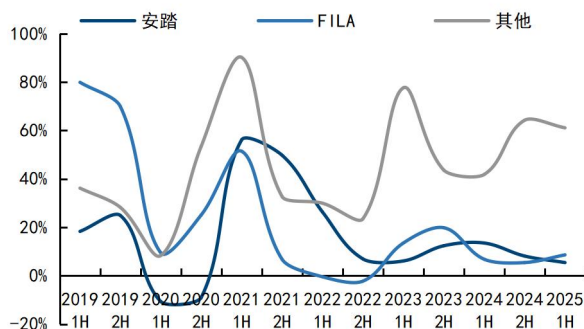
JACK WOLFSKIN 的收购于 2025 年 5 月完成，该品牌将完善集团现有的品牌矩阵，将户外产品线从高端延伸至大众市场。集团已组建联合管理团队，并计划在今年内制定三至五年的复兴计划，围绕其核心价值重塑产品与品牌体系。安踏将利用其成熟的零售运营经验和供应链优势，重点调整产品线并提升渠道效率，以释放品牌增长潜力。

图12: 分品牌收入规模（亿元）



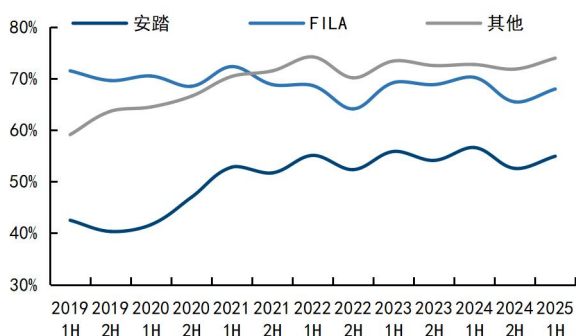
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 分品牌收入增速



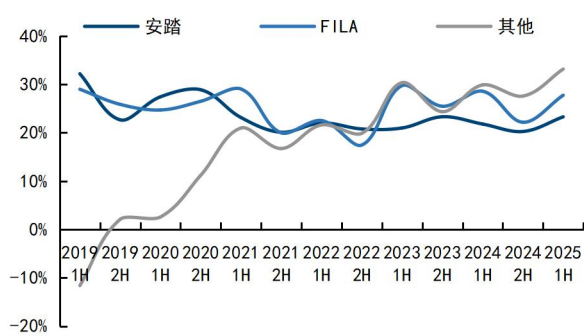
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 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15: 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

管理层对公司的发展保持信心

管理层针对上半年业绩和下半年至今的发展情况更新全年指引：

1. 安踏：中单位数增长；我们预计利润率稳定；
2. FILA：中单位数增长；我们预计利润率稳定或略降；
3. 其他品牌（迪桑特/可隆等）：增长+40%以上；我们预计利润率稳定；加上狼爪品牌后预计利润率有所下降；
4. 亚玛芬集团：全球收入增长 20-21%，我们预计 2025 净利润贡献 12 亿元人民币。

投资建议：看好集团持续好于行业的成长潜力

看好集团整体持续好于行业的成长潜力。2025 年以来消费行业仍存压力，安踏集团凭借出色的运营能力进行品牌矩阵和全球化布局，有望持续增强竞争力。基于收购品牌的并入与未来发展的前景，我们维持 2025-2026 年盈利预测，小幅上调 2027 盈利预测，

预计 2025-2027 年归母净利润分别为 134.8/154.6/173.6 亿元（原为 134.8/154.6/170.0 亿元），可比口径的利润增长分别为 13.0%/14.6%/12.3%。我们上调合理估值至 119-124 港元（原为 113-118 港元），对应 2025PE23-24X，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测与市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	62,356	70,826	80,832	91,177	103,705
(+/-%)	16.2%	13.6%	14.1%	12.8%	13.7%
净利润(百万元)	10236	15596	13480	15454	17358
(+/-%)	34.9%	52.4%	-13.6%	14.6%	12.3%
每股收益(元)	3.65	5.56	4.80	5.50	6.18
EBIT Margin	21.9%	20.0%	20.0%	20.4%	20.0%
净资产收益率 (ROE)	19.9%	25.3%	19.7%	20.3%	20.5%
市盈率 (PE)	26.0	17.0	19.7	17.2	15.3
EV/EBITDA	17.2	16.8	17.2	15.4	14.1
市净率 (PB)	5.17	4.31	3.88	3.49	3.13

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	2024A	EPS 2025E	2026E	2024A	PE 2025E	2026E
2020. HK	安踏体育	优于大市	94.69	5.56	4.80	5.50	17.0	19.7	17.2
可比公司									
2331. HK	李宁	优于大市	17.71	1.17	0.97	1.09	15.2	18.2	16.2
1368. HK	特步国际	优于大市	6.13	0.45	0.50	0.53	13.8	12.2	11.5
NKE. N	耐克	无评级	570.57	27.06	15.67	12.18	21.1	36.4	46.9
平均值							16.7	22.3	24.8

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

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	15228	11390	21044	33425	46204	营业收入	62356	70826	80832	91177	103705
应收款项	5575	6723	7018	7916	9004	营业成本	23328	26794	30550	34181	38518
存货净额	7210	10760	10629	10988	12394	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1346	703	1209	1363	1551	销售费用	21673	25647	29315	33032	38254
流动资产合计	52140	52482	62805	76597	92058	管理费用	3693	4198	7151	7764	8507
固定资产	4965	6152	6444	6784	7173	财务费用	(991)	(1388)	(1349)	(1309)	(1340)
无形资产及其他	8771	9439	7079	4720	2360	投资收益	28	(718)	1268	1789	2211
投资性房地产	17069	29873	29873	29873	29873	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	9283	14669	14669	14669	14669	其他收入	959	7027	4381	4639	4952
资产总计	92228	112615	120870	132643	146133	营业利润	15640	21884	20815	23936	26929
短期借款及交易性金融负债	3996	8583	4292	4077	3669	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	6859	8552	10784	12077	13623	利润总额	15640	21884	20815	23936	26929
其他流动负债	9736	11458	14021	15755	18001	所得税费用	4363	4895	5311	6017	6716
流动负债合计	20591	28593	29096	31909	35293	少数股东损益	1041	1393	2024	2465	2856
长期借款及应付债券	10948	12233	12233	12233	12233	归属于母公司净利润	10236	15596	13480	15454	17358
其他长期负债	4679	5050	5050	5050	5050	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	15627	17283	17283	17283	17283	净利润	10236	15596	13480	15454	17358
负债合计	36218	45876	46379	49192	52576	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	4550	5010	6022	7255	8682	折旧摊销	4987	5471	3068	3120	3180
股东权益	51460	61729	68469	76196	84875	折旧摊销	4987	5471	3068	3120	3180
负债和股东权益总计	92228	112615	120870	132643	146133	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	(991)	(1388)	(1349)	(1309)	(1340)
每股收益	3.65	5.56	4.80	5.50	6.18	营运资本变动	2750	(640)	4126	1616	1110
每股红利	2.33	2.55	2.40	2.75	3.09	其它	1041	1393	1012	1233	1428
每股净资产	18.33	21.99	24.39	27.14	30.23	经营活动现金流	19014	21820	21686	21422	23076
ROIC	28%	25%	25%	31%	38%	资本开支	(5178)	(6658)	(1000)	(1100)	(1210)
ROE	20%	25%	20%	20%	20%	其它投资现金流	(24537)	(12558)	0	0	0
毛利率	63%	62%	62%	63%	63%	投资活动现金流	(29655)	(24602)	(1000)	(1100)	(1210)
EBIT Margin	22%	20%	20%	20%	20%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	30%	28%	24%	24%	23%	负债净变化	10456	1285	0	0	0
收入增长	16%	14%	14%	13%	14%	支付股利、利息	(5580)	(6655)	(6740)	(7727)	(8679)
净利润增长率	35%	52%	-14%	15%	12%	其它融资现金流	(1260)	9684	(4292)	(215)	(408)
资产负债率	44%	45%	43%	43%	42%	融资活动现金流	8491	(1056)	(11032)	(7941)	(9087)
息率	2.0%	2.3%	2.4%	2.7%	3.0%	现金净变动	(2150)	(3838)	9654	12381	12779
P/E	26.0	17.0	19.7	17.2	15.3	货币资金的期初余额	17378	15228	11390	21044	33425
P/B	5.2	4.3	3.9	3.5	3.1	货币资金的期末余额	15228	11390	21044	33425	46204
EV/EBITDA	17.2	16.8	17.2	15.4	14.1	企业自由现金流	12430	8629	19187	18868	20342
						权益自由现金流	22340	20676	14917	18853	20325

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

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