

# 纺织服装海外跟踪系列六十六

优于大市

## 阿迪达斯品牌三季度收入增长 12%，管理层再次上调全年业绩指引

### ◆ 行业研究 · 行业快评

### ◆ 纺织服饰

### ◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004

证券分析师： 刘佳琪 010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码：S0980523070003

### 事项：

**公司公告：**2025年10月29日，阿迪达斯披露2025财年第三季度业绩。三季度收入66.30亿欧元，同比+3.0%，不变汇率收入+8.0%，主品牌不变汇率收入+12.0%；净利润4.85亿欧元。前三季度收入187.35亿欧元，同比+5.7%，不变汇率收入+10.0%，主品牌不变汇率收入+14.0%；净利润12.95亿欧元。

### 国信纺织观点：

**1) 业绩和指引核心观点：**第三季度收入不及彭博一致预期，营业利润好于彭博一致预期但净利润不及彭博一致预期；前三季度所有区域和渠道均实现双位数增长（剔除 Yeezy 影响），受益于公司持续向上的品牌势头、优于预期的业务表现，以及成功部分抵消了因美国关税提高带来的额外成本，管理层上调全年指引。**2) 2025 财年第三季度：**阿迪达斯品牌不变汇率收入增长 12%，公司毛利率提升 0.5 个百分点。**分地区看：**三季度除北美外，剔除 Yeezy 其他地区均实现双位数增长，北美主因配饰收入下滑，剔除 Yeezy 仅增长 8%；前三季度全部地区双位数增长；**分品类看：**三季度服装增长领先（+16%），公司专业和生活品类均实现双位数增长；**分渠道看：**渠道均衡增长，电商渠道增长领先，前三季度各渠道剔除 Yeezy 均实现双位数增长。**3) 管理层业绩指引：**根据公司官网，管理层上调全年指引，收入预计增长约 9%（此前为：高单位数增长），主品牌双位数增长，营业利润目标增至约 20 亿欧元（此前为：17 亿-18 亿欧元）。**4) 净财务费用：**财务净支出达 8600 万欧元（2024 年同期收入 400 万欧元），其变化主要受汇率和恶性通胀驱动。**5) 风险提示：**下游需求不及预期，市场的系统性风险，国际政治经济风险。**6) 投资建议：**阿迪达斯品牌双位数增长指引及业绩指引上调彰显增长信心。阿迪达斯品牌 2025 三季度/前三季度收入分别增长 12%/14%，三季度所有区域、渠道、品类实现增长，除北美受配饰收入下降拖累外、其他地区均双位数增长，服装延续二季度趋势引领增长，DTC 和批发均双位数增长。受益于公司持续向上的品牌势头、优于预期的业务表现，以及成功部分抵消了因美国关税提高带来的额外成本，管理层上调全年指引。从产业链角度，重点推荐阿迪达斯核心供应商申洲国际，以及新切入阿迪达斯供应链、订单增量显著的华利集团。阿迪达斯品牌大中华区销售势头良好，全年预期乐观，重视批发渠道本土化运营，重点推荐核心零售商滔搏。

### 评论：

◆ **业绩和指引核心观点：**第三季度收入不及彭博一致预期，营业利润好于彭博一致预期但净利润不及彭博一致预期；前三季度所有区域和渠道均实现双位数增长（剔除 Yeezy 影响），受益于公司持续向上的品牌势头、优于预期的业务表现，以及成功部分抵消了因美国关税提高带来的额外成本，管理层上调全年指引

阿迪达斯 2025Q3 业绩复苏势头延续，阿迪达斯品牌不变汇率收入增长 12%（公司整体+8%），营业利润同比+23%至 7.36 亿欧元，剔除 Yeezy 利润基数影响后主品牌盈利增长更显著。大部分区域、渠道、品类均实现双位数的增长（北美区域仅增长 8%；配饰仅增长 1%），专业和时尚、鞋和服品类共同发力。全年指引上调，主要受益于公司持续向上的品牌势头、优于预期的业务表现，以及成功部分抵消了因美国关税提高带来的额外成本。

图1：阿迪达斯 FY2025Q3（截至 2025/9/30）业绩和指引

单位：百万欧元		2025Q2-实际	2025Q3-实际	彭博预期	Beat/Miss	2025财年-指引	彭博预期
类型	项目	2025/6/30	2025/9/30	2025/9/30		2025/12/31	2025/12/31
总收入	金额	5,952	6,630	6,670	-0.6%		25,562
	YOY	2.2%	3.0%	3.6%			
	货币中性YOY	8.0%	8.0%	8.8%		上调：9%，剔除Yeezy主品牌为双位数增长	10.4%
	剔除Yeezy货币中性YOY	12.0%	12.0%				
分地区收入						此前指引	
欧洲	金额	1,997	2,328	2,310	0.8%		
	YOY	4.4%	8.2%	7.3%			
	货币中性YOY	4.0%	9.0%	9.8%		高个位数	10.1%
	剔除Yeezy货币中性YOY	7.0%	12.0%				
北美	金额	1,339	1,298	1,370	-5.3%		
	YOY	2.8%	-4.7%	0.6%			
	货币中性YOY	8.0%	1.0%	6.6%		双位数	6.5%
	剔除Yeezy货币中性YOY	15.0%	8.0%				
大中华区	金额	798	947	974	-2.8%		
	YOY	-2.9%	0.1%	2.9%			
	货币中性YOY	2.0%	6.0%	7.6%		双位数	10.2%
	剔除Yeezy货币中性YOY	11.0%	10.0%				
新兴市场	金额	762	935	962	-2.8%		
	YOY	1.7%	2.7%	5.7%			
	货币中性YOY	12.0%	11.0%	11.9%		双位数	15.7%
	剔除Yeezy货币中性YOY	14.0%	13.0%				
拉美	金额	673	720	700	2.8%		
	YOY	0.0%	6.4%	3.5%			
	货币中性YOY	22.0%	20.0%	16.7%		双位数	17.8%
	剔除Yeezy货币中性YOY	23.0%	21.0%				
日本/韩国	金额	355	358	380			
	YOY	10.6%	-0.8%	5.2%			
	货币中性YOY	13.0%	6.0%	9.0%		高个位数	10.2%
	剔除Yeezy货币中性YOY	15.0%	11.0%				
分品类收入							
鞋	金额	3,476	3,750	3,958	-5.3%		
	货币中性YOY	3.0%	4.0%	8.2%			
	剔除Yeezy货币中性YOY	9.0%	11.0%				
服	金额	2,029	2,383	2,357	1.1%		
	货币中性YOY	17.0%	16.0%	9.8%			
	剔除Yeezy货币中性YOY	22.0%	20.0%	16.7%			
配饰	金额	447	496	340	46.0%		
	货币中性YOY	7.0%	1.0%	9.0%			
分渠道收入							
DTC	货币中性YOY	3.0%	11.0%	7.4%			
	剔除Yeezy货币中性YOY	9.0%	14.0%				
电商	货币中性YOY	-3.0%	5.0%				
	剔除Yeezy货币中性YOY	9.0%	15.0%				
自有商店	货币中性YOY	8.0%	11.0%	5.0%			
	剔除Yeezy货币中性YOY	9.0%	13.0%				
批发	货币中性YOY	11.0%	7.0%	9.6%			
	剔除Yeezy货币中性YOY	14.0%	10.0%				
财务比率							
	毛利率	51.7%	51.8%	51.4%	0.4%		
	同比	0.9%	0.5%	0.1%			
	SG&A/收入	42.8%	41.3%	41.0%	0.3%		
营业利润	金额	546	736	698	5.4%	上调：2000	2,002
	YOY	57.8%	23.1%	16.8%			
	营业利润率	9.2%	11.1%	10.5%	0.6%		7.8%
	营业利润率同比	3.2%	1.8%	1.2%			
欧洲	金额	438	556	562	-1.1%		
	YOY	23.7%	8.6%	9.8%			
	营业利润率	21.9%	23.9%	24.3%	-0.4%		
	营业利润率同比	3.4%	0.1%	0.5%			
北美	金额	172	161	128	25.7%		
	YOY	10.3%	8.8%	-13.5%			
	营业利润率	12.8%	12.4%	9.3%	3.1%		
	营业利润率同比	0.9%	1.5%	-1.5%			
大中华区	金额	181	258	254	1.7%		
	YOY	-4.2%	1.2%	-0.5%			
	营业利润率	22.7%	27.2%	26.0%	1.2%		
	营业利润率同比	-0.3%	0.3%	-0.9%			
新兴市场	金额	147	212	253	-16.0%		
	YOY	-7.5%	-10.9%	6.1%			
	营业利润率	19.3%	22.7%	26.3%	-3.6%		
	营业利润率同比	-1.9%	-3.5%	0.1%			
拉美	金额	145	144	155	-6.8%		
	YOY	0.0%	-10.6%	-4.0%			
	营业利润率	21.5%	20.0%	22.1%	-2.1%		
	营业利润率同比	0.0%	-3.8%	-1.7%			
日本/韩国	金额	86	94	91			
	YOY	-5.5%	17.5%	13.7%			
	营业利润率	24.2%	26.3%	24.0%			
	营业利润率同比	-4.1%	4.1%	1.8%			
净利润	金额	369	461	475	-2.8%		
	YOY	94.2%	4.1%	7.1%			
经调整摊薄EPS	数值	2.03	2.58	2.72	-5.1%		
	YOY	86.2%	5.7%	11.4%			
库存	金额	5,261	5,471	5,013	9.1%		
	YOY	16%	21%	10.8%			

资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

◆ 2025 财年第三季度：阿迪达斯品牌不变汇率收入增长 12%，除北美外其他地区均实现双位数增长，公司毛利率提升 0.5 个百分点，营业利润好于彭博一致预期但净利润不及彭博一致预期

FY2025Q3 公司整体/阿迪达斯品牌货币中性收入分别增长 8%/12%；毛利率同比提升 0.5 个百分点至 51.8%，营业利润同比增长 23%至 7.36 亿欧元，营业利润率同比提升 1.8 个百分点至 11.1%，净利润同比增长 3%至 4.82 亿欧元。季末库存金额 54.71 亿欧元（同比+21%），库存增长主要与去年的低基数、世界杯相关产品提前的采购以及未来的计划增长有关。

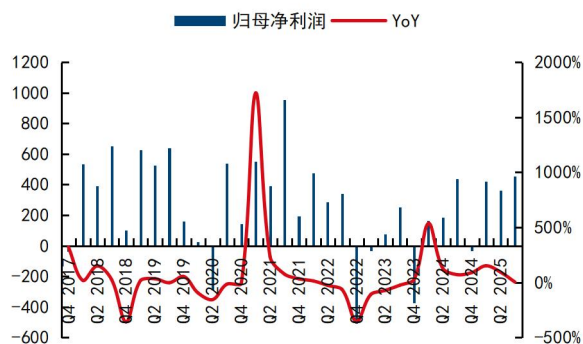
业绩驱动因素：公司第三季度增长主要得益于区域市场均衡发展、DTC 渠道扩张、专业和生活品类双轮驱动以及灵活的供应链管理。管理层通过本地化运营与产品创新持续提升盈利能力。10 月 21 日，公司上调了全年财务指引，得益于持续向上的品牌势头、优于预期的业务表现，以及成功部分抵消了因美国关税提高带来的额外成本。

图2：公司单季度收入与增长情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度净利润与增长情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

收入拆分来看：

● 分地区：三季度除北美受配饰收入下降影响外，剔除 Yeezy 其他地区均实现双位数增长；前三季度全部地区双位数增长

1) 欧洲地区：FY2025Q3 收入增长 12%（包括 Yeezy 影响后为 9%），本季度恢复双位数增长，市场动能增强。自有零售门店和电商渠道表现强劲。

2) 北美地区：FY2025Q3 收入增长 8%（包括 Yeezy 影响后为 1%），配饰业务出现下滑，只是短期波动，不影响整体健康度。鞋类和服装品类均实现双位数增长（分别为 14%和 11%）。

3) 大中华区：FY2025Q3 收入增长 10%（包括 Yeezy 影响后为 6%），逆势双位数增长，深度本地化战略（如产品设计和开设针对低线城市的“高性价比”门店）见效。

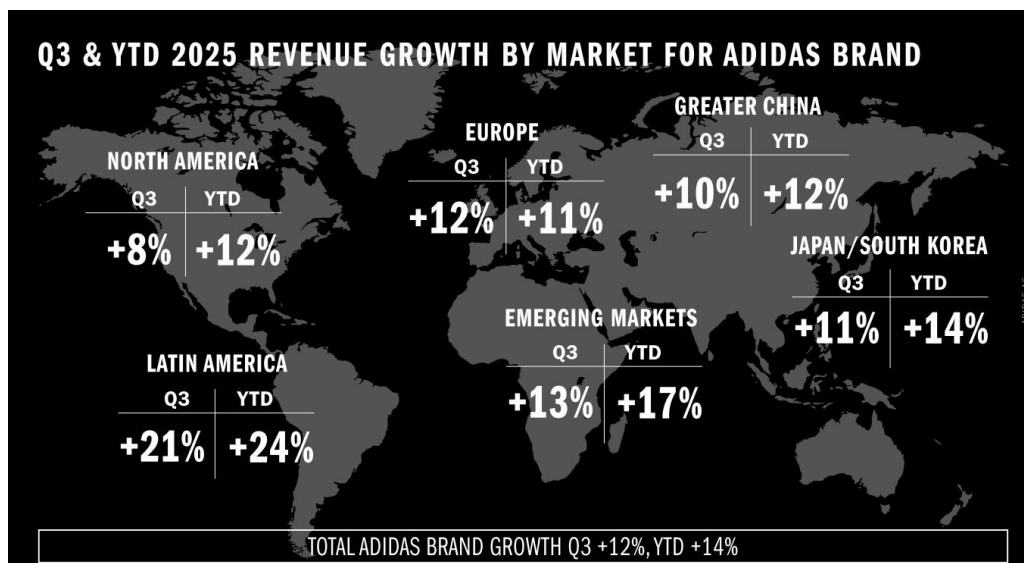
4) 新兴市场：FY2025Q3 收入增长 13%（包括 Yeezy 影响后为 11%），存在局部挑战，但整体双位数增长，体现了业务的多元化抗风险能力。

5) 拉美地区：FY2025Q3 收入增长 21%（包括 Yeezy 影响后为 20%），持续强劲，在包括巴西在内的多个主要市场已占据领导地位。

6) 日本/韩国：FY2025Q3 收入增长 15%（包括 Yeezy 影响后为 13%），更换管理团队后焕发新活力，零售表现出色。

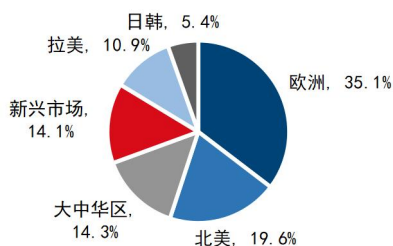
• 前三季度：所有区域均实现双位数货币中性增长，拉丁美洲（+24%）和新兴市场（+17%）领先。

图4: 阿迪达斯 2025Q3/YTD 分地区增速



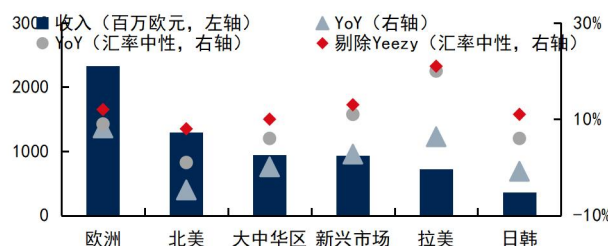
资料来源: 阿迪达斯官网, 国信证券经济研究所整理

图5: 2025 年第三季度分地区收入占比



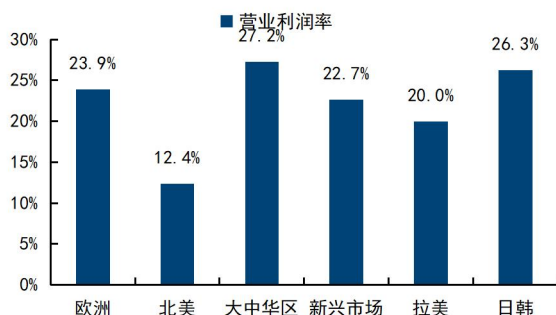
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图6: 2025 年第三季度分地区收入及同比情况



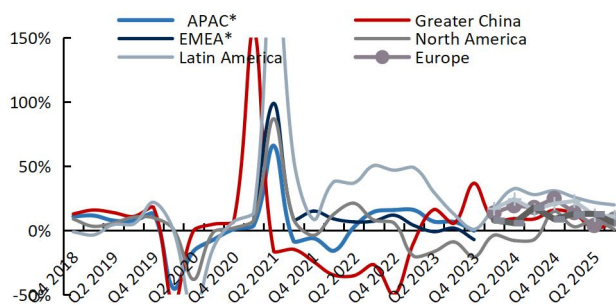
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图7: 2025 年第三季度分地区营业利润率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司历年分地区单季度不变汇率收入增速



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理  
注: 标“\*”地区数据因披露口径更改, 从 FY24Q1 开始停止更新



● 分品类：三季度服装增长领先，公司专业和生活品类均实现双位数增长

1) **鞋类**：Q3 收入+11%（包括 Yeezy 影响后为 4%）至 37.5 亿欧元（占比 57%），更广泛和深度的产品供应推动了包括跑步、足球、训练和专项运动在内的主要运动品类鞋类实现双位数增长。

2) **服饰**：Q3 收入+16%至 23.8 亿欧元（占比 36%），增长动力主要来自运动性能服装以及三叶草系列的时尚运动服装，尤其在女装市场表现突出。差异化且符合本地需求的服装系列推动了三叶草系列、足球、跑步、专项运动和北美运动系列的双位数增长。

3) **配饰**：Q3 收入+1%至 5.0 亿欧元（占比 7%），增长放缓主要由于北美市场供应链和分销渠道的调整所致。管理层强调此为短期问题，且足球业务实际上仍在增长，预计将快速反弹。

● **专业类 (Performance) vs. 生活类 (Lifestyle)：**

1) **专业类 (Performance) 增长 17%：**

- 跑步：增长超 30%，Adizero 系列驱动，Adios Pro Evo 2 和 Adios Pro 4 在包括东京、柏林和芝加哥在内的多个马拉松赛事中夺冠，Prime X Evo 概念鞋创造 100 公里的新世界纪录。

- 训练：稳健增长，结合跑步与力量训练的 Adizero Drop Set 系列获零售商好评；推出全新女子训练系列，需求旺盛。

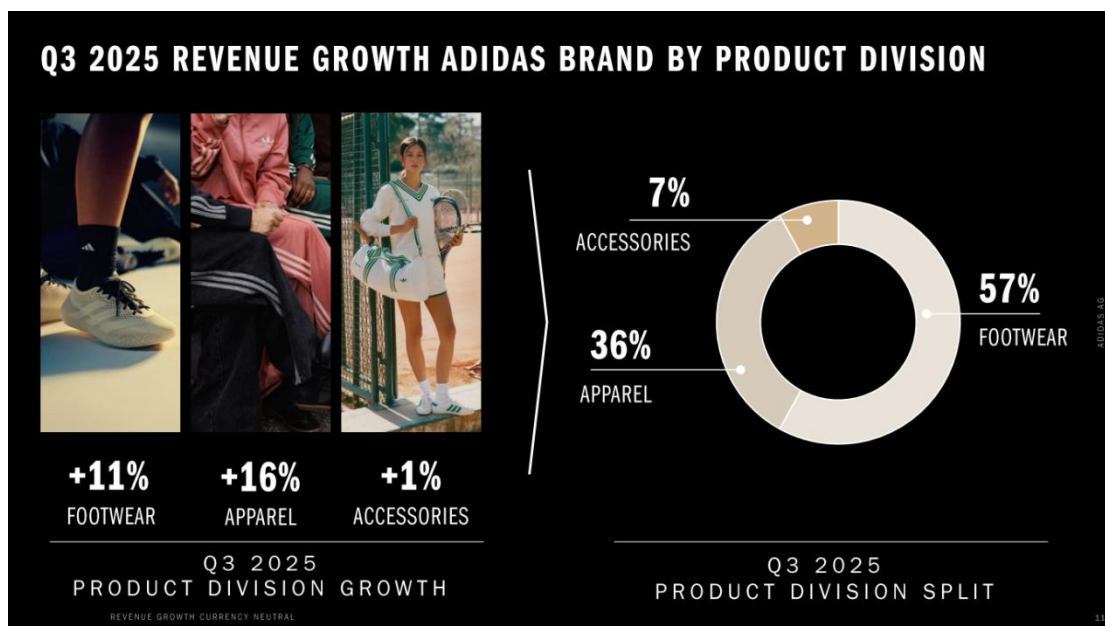
- 篮球：持续改善，签名鞋款销售良好；签约球星（如安东尼·爱德华兹）在全球（尤其中国）进行巡回，提升品牌文化关联度。

- 足球：双位数增长，最新加入的利物浦足球俱乐部的一系列产品在全球发布尤为成功。F50 和 Predator 鞋类系列的更新套装推动了市场热情和增长。

2) **生活类 (Lifestyle) 增长 10%：**

Originals 双位数增长，Terrace 系列因换季更新的配色和迎合本地消费者的新联名合作而保持热度；Low Profile 系列产品线持续扩展，如日本东京和跆拳道系列更新外观，以及受足球和芭蕾启发的款式。三叶草系列的经典款如 Firebird 和 Teamegeist 系列，因其传统底蕴、使用差异化材料和色彩而需求旺盛。

图9：阿迪达斯 2025Q3 分品类增速

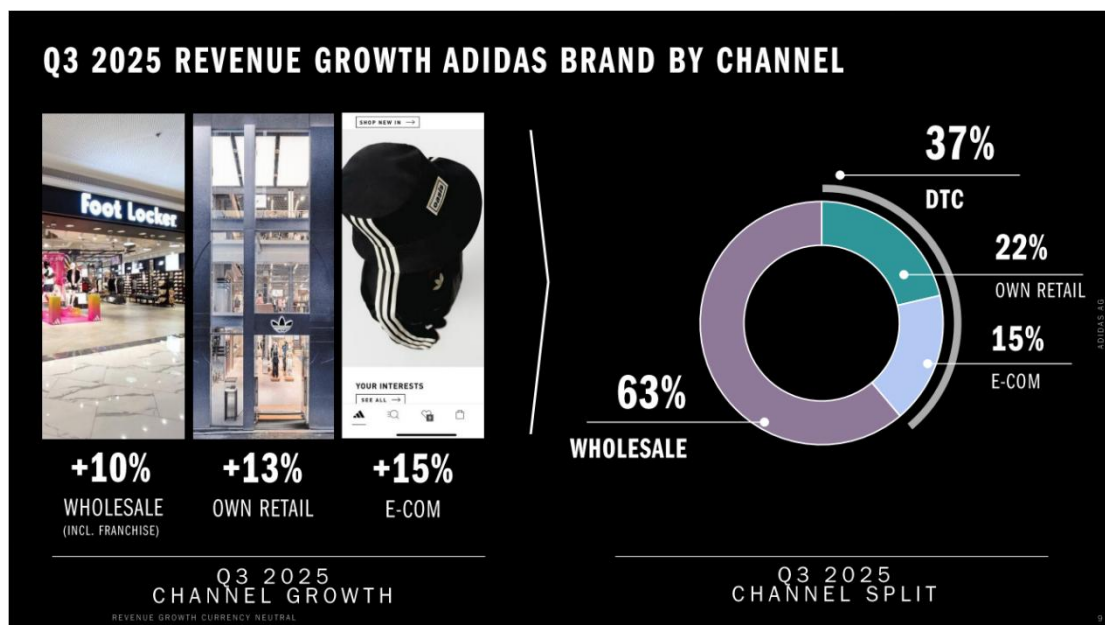


资料来源：阿迪达斯官网，国信证券经济研究所整理

● 分渠道：渠道均衡增长，电商渠道增长领先，前三季度各渠道剔除 Yeezy 均实现双位数增长

- 1) 批发渠道：Q3 收入增长 10%（包括 Yeezy 影响后为 7%）；
  - 2) DTC 渠道：Q3 收入+14%（包括 Yeezy 影响后为 11%）；其中自有商店渠道收入增长 13%（包括 Yeezy 影响后为 11%），得益于公司全球自有门店网络强劲的同店增长以及对零售门店的持续投入；电商渠道收入在去年高基数的基础上增加 15%（包括 Yeezy 影响后为 5%），聚焦全价销售。
- 前三季度：批发增长 14%，DTC 增长 13%（自营零售+12%/电商+14%），渠道增长均衡。

图10：阿迪达斯 2025Q3 分渠道增速



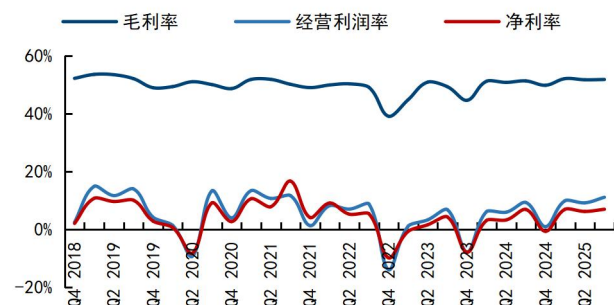
资料来源：阿迪达斯官网，国信证券经济研究所整理

产品和运输成本降低、优化业务组合以及持续强劲的售罄率驱动毛利率提升。Q3 毛利率同比提升 0.5 个百分点至 51.8%。主要得益于产品和运输成本降低、利润率较高的产品系列（如持续热销的 Terrex 系列和高端专业运动产品）销售表现强劲和良好的产品售罄率，这些因素共同抵消了汇率波动和美国关税提高带来的负面影响。

SG&A 费用率同比下降 2.7 个百分点至 41.3%，其中营销费用率小幅+0.8 个百分点至 12.0%，运营管理费用因效率提升同比-3.5 百分点。

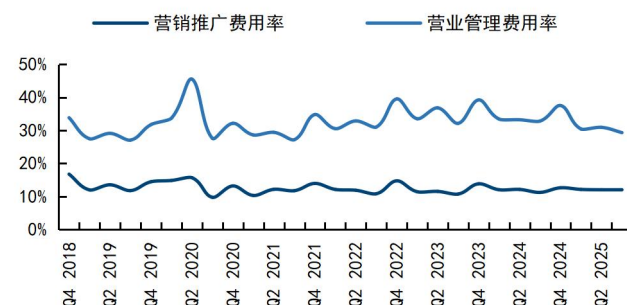
营业利润同比增长 23%至 7.36 亿欧元，营业利润率同比提升 1.8 个百分点至 11.1%，剔除去年同期约 5000 万欧元的 Yeezy 利润贡献后，核心利润提升更强劲；净利润同比增长 3%至 4.82 亿欧元。

图11：公司单季度利润率变化情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图12：公司单季度费用率变化情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

- ◆ **管理层业绩指引：**主要受益于公司持续向上的品牌势头、优于预期的业务表现，以及成功部分抵消了因美国关税提高带来的额外成本，上调全年指引

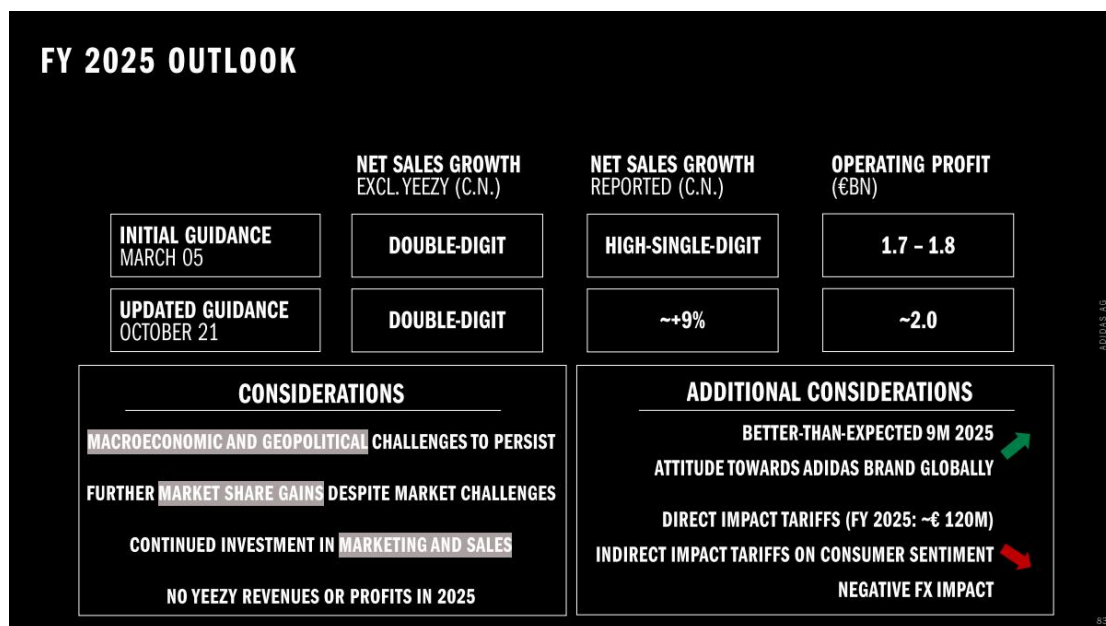
**货币中性收入：**预计增长约 9%（此前为：高单位数增长），阿迪达斯品牌双位数增长；

**营业利润：**预计约 20 亿欧元（此前为：17 亿-18 亿欧元。2024 年为 6.5 亿欧元，不包括 Yeezy 收入和利润）；

**正面因素：**前三季度业绩超预期、品牌热度提升；

**风险因素：**美国关税（潜在成本增加 1.2 亿欧元）、宏观经济波动（如负面汇率、恶性通货膨胀等影响）和地缘冲突；

图13：阿迪达斯 2025 全年展望及未来指引



资料来源：阿迪达斯官网，国信证券经济研究所整理

- ◆ **净财务费用：**受汇率和恶性通胀影响，财务净支出达 8600 万欧元

**关键货币贬值：**阿根廷比索和土耳其里拉这两种货币在报告期内经历了大幅贬值。由于公司在这些新兴市场有业务运营，持有这些货币资产，当其价值折算回欧元时，会产生巨大的汇兑损失。

**美元走弱：**与去年同期相比，美元对欧元的走势相对疲软。公司大部分利润在海外产生（尤其是美元区），在季度末将全球利润换算成欧元进行合并报表时，美元走弱会导致营收和利润的欧元价值“缩水”，从而产生汇兑损失。

**管理层观点：**

- 定性为“正常化”过程：管理层认为这种波动是全球化公司经营中的常态。预计这种极端影响在第四季度将会减弱并“正常化”。例如，阿根廷新政府的政策可能有助于稳定比索，从而减少未来的波动性；

- 不影响核心经营业绩：管理层指出，尽管净财务费用暴增，但公司前九个月的净利润依然增长了 52% 至 12.9 亿欧元，这反而证明了其核心业务的强大；

- 对冲策略：公司会通过外汇对冲策略来减少此类风险，但无法完全消除在汇率剧烈波动时期的短期影响。

图14: 损益项目变化情况

P&L ITEMS			
€ IN MILLIONS	Q3 2024	Q3 2025	Y-0-Y
OPERATING PROFIT % OF NET SALES	598 9.3%	736 11.1%	+23% +1.8PP
NET FINANCIAL RESULT	4	-86	N/A
INCOME TAXES % OF INCOME BEFORE TAXES	133 22.1%	169 25.9%	+27% +3.8PP
NET INCOME FROM CONTINUING OPERATIONS	469	482	+3%
BASIC EPS FROM CONTINUING OPERATIONS	2.44	2.57	+5%

FAVORABLE CURRENCY AND HYPERINFLATION-RELATED EFFECTS PRIOR YEAR VS. SIGNIFICANTLY NEGATIVE EFFECTS NOW

资料来源：阿迪达斯官网，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 投资建议：阿迪达斯品牌双位数增长指引及业绩指引上调彰显增长信心

阿迪达斯品牌 2025 三季度/前三季度收入分别增长 12%/14%，三季度所有区域、渠道、品类实现增长，除北美受配饰收入下降拖累外、其他地区均双位数增长，服装延续二季度趋势引领增长，DTC 和批发均双位数增长。受益于公司持续向上的品牌势头、优于预期的业务表现，以及成功部分抵消了因美国关税提高带来的额外成本，管理层上调全年指引。从产业链角度，重点推荐阿迪达斯核心供应商申洲国际，以及新切入阿迪达斯供应链、订单增量显著的华利集团。阿迪达斯品牌大中华区销售势头良好，全年预期乐观，重视批发渠道本土化运营，重点推荐核心零售商滔搏。

表1: 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	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024-2026	PEG 2025
ADS.DF	阿迪达斯	无评级	1234.56	32.59	56.94	80.57	37.9	21.7	15.3	57.2%	0.38
可比公司											
NKE.N	耐克	无评级	454.49	27.06	15.67	12.18	16.8	29.0	37.3	-32.9%	-0.88
2313.HK	申洲国际	优于大市	62.21	4.15	4.37	4.96	15.0	14.2	12.5	9.3%	1.52
300979.SZ	华利集团	优于大市	59.31	3.29	2.85	3.48	18.0	20.8	17.1	2.8%	7.42
6110.HK	滔搏	优于大市	2.85	0.21	0.21	0.23	13.8	13.7	12.5	4.9%	2.80

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；注：无评级公司的 EPS 预测来自彭博一致预期；Nike FY2025 为实际值。

#### ◆ 风险提示

下游需求不及预期，市场的系统性风险，国际政治经济风险。



**相关研究报告：**

《运动品牌行业专题-2025 年第三季度产品竞争回顾与分析》 ——2025-10-20  
《纺织服装 10 月投资策略-9 月越南纺服出口同比转正，羊毛价格上涨显著》 ——2025-10-10  
《纺织服装海外跟踪系列六十五-耐克一季度展现良好复苏势头，收入和毛利率均好于管理层指引》 ——  
2025-10-10  
《纺织服装 2025 中报总结暨三季报前瞻-品牌趋势企稳，制造订单预期改善》 ——2025-09-16  
《纺织服装海外跟踪系列六十四-露露乐蒙二季度收入低于指引，中国市场持续引领增长》 ——  
2025-09-16

## 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±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±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