

纺织服装海外跟踪系列七十三

优于大市

阿迪达斯一季度收入增长 14%，所有区域和渠道均实现增长

◆ 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：2026年04月29日，阿迪达斯披露2026财年第一季度业绩。一季度收入65.92亿欧元，同比+7.1%，不变汇率收入+14.0%；净利润4.87亿欧元。

国信纺服观点：

1) **业绩和指引核心观点：**第一季度收入、营业利润与净利润均好于彭博一致预期；一季度所有区域和渠道均实现增长，其中DTC渠道、拉美和日韩增速较快，管理层维持全年指引。2) **2026财年第一季度：**公司不变汇率收入增长14%，公司毛利率下降1个百分点，主因汇率与美国关税抬升成本所致。**分地区看：**一季度除欧洲外，其他地区均实现双位数增长，欧洲主因生活休闲系列鞋类库存过剩，叠加去年同期高基数，仅增长6%；**分品类看：**一季度服装增长领先(+31%)，公司专业运动品类增长29%，足球、跑步、训练均实现双位数增长，生活休闲品类增长6%；**分渠道看：**DTC渠道表现亮眼，增长22%，其中电商渠道增长25%，自有商店增长19%。批发渠道增长8%，主因在欧美市场库存过剩、折扣盛行的环境下，公司刻意收紧对批发客户的发货；3) **管理层业绩指引：**根据公司官网，管理层维持全年指引，收入预计增长高单位数，营业利润目标约23亿欧元。此外，管理层表示有约3亿欧元的潜在关税退款，但公司暂未将其纳入业绩指引。4) **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。5) **投资建议：**一季度业绩好于市场预期，增长质量与韧性凸显，看好公司持续提升份额利好产业链核心合作伙伴。阿迪达斯2026年第一季度业绩表现强劲，不变汇率收入同比增长14%，所有区域和渠道均实现增长，营业利润与净利润均好于市场预期。同时，存在约3亿欧元的潜在关税退款可能（未计入当前指引），为未来业绩提供潜在上行空间。基于阿迪达斯品牌势头的持续向上、优于预期的业务表现以及对宏观成本压力的有效部分抵消，管理层对增长前景保持信心。从产业链角度看，阿迪达斯的稳健增长与积极展望将直接利好其核心合作伙伴：重点推荐阿迪达斯核心供应商**申洲国际**，以及阿迪达斯订单增量显著的**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：**第一季度收入、营业利润与净利润均好于彭博一致预期；一季度所有区域和渠道均实现增长，其中DTC渠道、拉美和日韩增速较快，管理层维持全年指引

阿迪达斯2026Q1业绩表现亮眼，公司不变汇率收入增长14%，营业利润同比+15.6%至7.05亿欧元。大部分区域、渠道、品类实现双位数的增长（欧洲区域增长6%；批发渠道增长8%，鞋类增长4%），DTC渠道、专业和服装品类发力。管理层维持全年指引。

图1：阿迪达斯 FY2026Q1（截至 2026/3/31）业绩和指引

单位：百万欧元		2025Q4-实际	2026Q1-实际	2026Q1	2026Q1	2026财年-指引	2026财年
类型	项目	2025/12/31	2026/3/31	彭博预期	Beat/Miss	2026/12/31	彭博预期
总收入	金额	6,076	6,592	6,296	4.7%	约26,811	26,279
	YOY	1.9%	7.1%	2.3%			5.9%
	货币中性YOY	10.0%	14.0%	8.7%		高单位数, 上半年 高于下半年	10.6%
分地区收入							
欧洲	金额	1,825	2,090	2,087	0.2%		8,622
	YOY	4.0%	5.2%	5.1%			6.0%
	货币中性YOY	5.0%	6.0%	5.4%		中单位数	8.6%
北美	金额	1,266	1,200	1,188	1.0%		5,399
	YOY	-5.7%	1.4%	0.3%			6.1%
	货币中性YOY	3.0%	12.0%	9.9%		双位数	7.1%
大中华区	金额	848	1,135	1,082	4.9%		3,954
	YOY	6.8%	10.3%	5.1%			9.1%
	货币中性YOY	15.0%	17.0%	10.9%		双位数	12.5%
新兴市场	金额	943	869	874	-0.6%		3,699
	YOY	0.3%	-0.1%	0.5%			5.4%
	货币中性YOY	15.0%	10.0%	10.1%		双位数	11.9%
拉美	金额	835	831	796	4.4%		3,439
	YOY	3.5%	19.1%	14.1%			17.5%
	货币中性YOY	18.0%	26.0%	11.8%		双位数	14.2%
日本/韩国	金额	319	405	374	8.2%		1,464
	YOY	0.3%	8.3%	0.1%			4.1%
	货币中性YOY	13.0%	23.0%	9.2%		双位数	9.4%
分品类收入							
鞋	金额	3,246	3,699	3,813	-3.0%		15,041
	货币中性YOY	4.0%	4.0%	6.8%			7.9%
服	金额	2,383	2,442	2,091	16.8%		9,554
	货币中性YOY	20.0%	31.0%	11.9%			13.0%
配饰	金额	447	451	402	12.1%		1,806
	货币中性YOY	7.0%	13.0%	9.1%			5.8%
分渠道收入							
DTC	货币中性YOY	19.0%	22.0%	13.9%			13.7%
电商	货币中性YOY	22.0%	25.0%	0.0%			19.4%
自有商店	货币中性YOY	17.0%	19.0%	2.0%			10.5%
批发	货币中性YOY	1.0%	8.0%	6.7%			7.9%
财务比率							
	毛利率	50.8%	51.1%	51.9%	-0.8%	有约3亿欧元的潜在 关税退款, 但公司 暂未将其纳入业绩 指引	51.6%
	同比	1.0%	-1.0%	-0.2%	-0.8%		0.0%
	SG&A/收入	48.8%	40.7%	41.7%	-1.0%	二季度因世界杯加 大营销投入	42.4%
	同比	-1.4%	-1.8%	-0.8%	-1.0%		-1.4%
营业利润	金额	164	705	651	8.3%	约2300	2,408
	YOY	187.7%	15.6%	6.7%		关税/汇率负面影响 约4亿欧元	17.1%
	营业利润率	2.7%	10.7%	10.3%	0.4%	8.6%	9.2%
	营业利润率同比	1.7%	0.8%	0.4%			0.9%
欧洲	金额	267	438	475	-7.9%		1874
	YOY	-17.8%	1.6%	10.3%			10.8%
	营业利润率	14.6%	21.0%	22.8%	-1.8%		21.7%
	营业利润率同比	-3.9%	-0.7%	1.1%			0.9%
北美	金额	129	88	84	4.5%		568
	YOY	38.7%	7.3%	2.7%			4.4%
	营业利润率	10.2%	7.3%	7.1%	0.2%		10.5%
	营业利润率同比	3.3%	0.4%	0.2%			-0.2%
大中华区	金额	63	358	325	10.0%		930
	YOY	1475.0%	19.3%	8.4%			15.9%
	营业利润率	7.4%	31.5%	30.1%	1.5%		23.5%
	营业利润率同比	6.9%	2.4%	0.9%			1.4%
新兴市场	金额	161	171	193	-11.5%		795
	YOY	-15.7%	-5.5%	6.7%			13.4%
	营业利润率	17.1%	19.7%	22.1%	-2.4%		21.5%
	营业利润率同比	-3.2%	-1.1%	1.3%			1.5%
拉美	金额	176	180	152	18.1%		689
	YOY	-2.8%	25.0%	5.9%			13.1%
	营业利润率	21.1%	21.7%	19.1%	2.5%		20.0%
	营业利润率同比	-1.4%	1.0%	-1.5%			-0.8%
日本/韩国	金额	36	99	93.94	5.4%		321.04
	YOY	-12.2%	11.2%	5.6%			5.3%
	营业利润率	11.3%	24.4%	25.1%	-0.7%		21.9%
	营业利润率同比	-1.6%	0.6%	1.3%			0.2%
净利润	金额	91	487	456	6.8%		1,711
	YOY	333.3%	13.8%	6.5%			23.6%
经调摊薄EPS	数值	0.42	2.7	2.6	4.2%		9.3
	YOY	261.5%	10.7%	6.1%			24.1%
库存	金额	5,832	5,788	5,545	4.4%		5,751
	YOY	16.9%	14.1%	9.3%			-1.4%

资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

◆ 2026 财年第一季度：公司不变汇率收入增长 14%，除欧洲外其他地区均实现双位数增长，毛利率下降 1 个百分点，主因汇率与美国关税抬升成本，营业利润、净利润均好于彭博一致预期

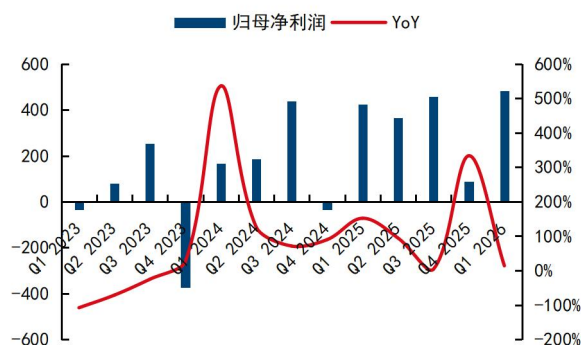
FY2026Q1 公司整体货币中性收入增长 14%；毛利率同比下降 1 个百分点至 51.1%，主因汇率与美国关税抬升成本。营业利润同比增长 15.6%至 7.05 亿欧元，营业利润率同比提升 0.8 个百分点至 10.7%，净利润同比增长 13.8%至 4.87 亿欧元。季末库存金额 57.88 亿欧元（同比+14.1%），库存增长主因战略性提前备货。业绩驱动因素：公司第一季度增长主要得益于差异化区域战略、DTC 渠道高增、专业运动强势引领以及主动的供应链前置管理。管理层通过严格的正价纪律与品类创新，在市场中实现有质量的增长。

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：一季度除欧洲外，其他地区均实现双位数增长，欧洲主因生活休闲系列鞋类库存过剩，叠加去年同期高基数，仅增长 6%；

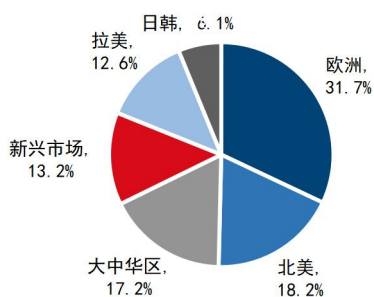
- 1) 欧洲地区：FY2026Q1 收入增长 6%，公司在欧洲继续保持相对审慎的批发销售策略，但 DTC 依然保持双位数增长。
- 2) 北美地区：FY2026Q1 收入增长 12%，尽管面临消费情绪紧张、市场折扣泛滥及关税扰动，公司通过收紧批发发货、主推 DTC 渠道，维持了正价纪律与品牌定位。
- 3) 大中华区：FY2026Q1 收入增长 17%，本土化产品战略与本地团队执行力持续见效，品牌热度与售罄率均保持高位，增长势头不减。
- 4) 新兴市场：FY2026Q1 收入增长 10%，中东 10 个市场受地缘冲突影响拖累约 3,000 万欧元销售，但其余市场与世界杯效应充分对冲风险，该区域展现出多元化的业务抗压能力。
- 5) 拉美地区：FY2026Q1 收入增长 26%，公司已在该区域登顶第一大运动品牌，世界杯狂热进一步点燃全品类需求。
- 6) 日本/韩国：FY2026Q1 收入增长 23%，韩国市场尤为突出，引领鞋类与服饰双线趋势，且该区域折扣环境较轻，零售表现与利润率质量俱佳。

图4: 阿迪达斯 2026Q1/YTD 分地区增速



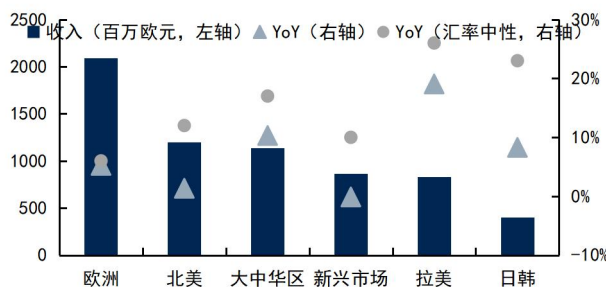
资料来源: 阿迪达斯官网, 国信证券经济研究所整理

图5: 2025 年第三季度分地区收入占比



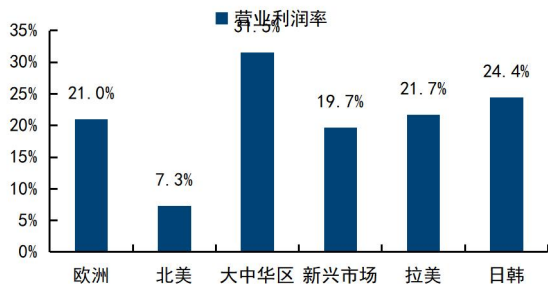
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图6: 2025 年第三季度分地区收入及同比情况



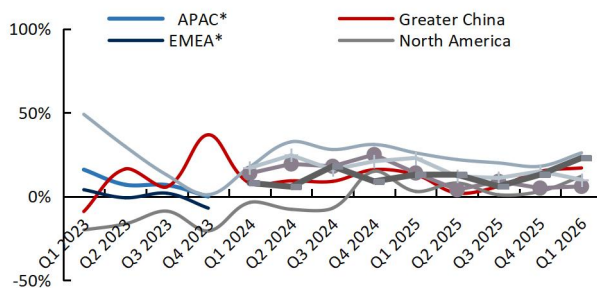
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

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：一季度服装增长领先（+31%），公司专业运动品类增长 29%，足球、跑步、训练均实现双位数增长，生活休闲品类增长 6%**

1) **鞋类**：Q1 收入+4%至 37.0 亿欧元（占比 56%），在欧美生活休闲鞋类市场库存过剩、打折泛滥的环境下，公司主动收紧批发发货、坚守正价纪律。跑步、足球、训练等主要运动品类鞋类实现双位数增长，部分抵消了生活休闲鞋类的疲软。

2) **服饰**：Q1 收入增长 31%至约 24.4 亿欧元（占比 37%），增长动能来自专业运动服装与三叶草系列的时尚运动服装，尤其在女装市场表现突出。管理层过去数年对材料、轮廓和概念的持续投资进入规模化回报期，差异化且符合本地需求的服装系列推动了三叶草、足球、跑步、训练等品类全面爆发，电商渠道的快速上新能力进一步放大了服饰增长势能。

3) **配饰**：Q1 收入增长 13%至约 4.6 亿欧元（占比 7%），此前北美市场因供应链和分销渠道调整导致的拖累已开始修复，加上世界杯相关产品的拉动，业务重回健康增长轨道。管理层预计修复趋势将继续，北美配饰有望进一步改善。

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

1) 专业类（Performance）增长 29%：

- **跑步**：增长近 30%，Adizero 系列持续驱动增长。伦敦马拉松突破 2 小时大关的历史性成就形成强大光环效应，Adizero Prime X Evo 等概念鞋款展示技术领先性。Hyperboost 科技正式上市，补足舒适跑鞋领域的竞争短板。

- **训练**：双位数增长，全新推出的混合训练鞋（Hybrid Training Shoe）市场反响极佳，已形成大量订单储备。该品类在所有区域均实现成功拓展。

- **足球**：双位数增长，世界杯产品提前出货贡献约 2.5 亿欧元销售，且足球文化风潮外溢至生活方式品类，F50 和 Predator 系列持续推动市场热情。公司签约 14 支世界杯参赛球队，品牌在赛事中的曝光度将极为突出。

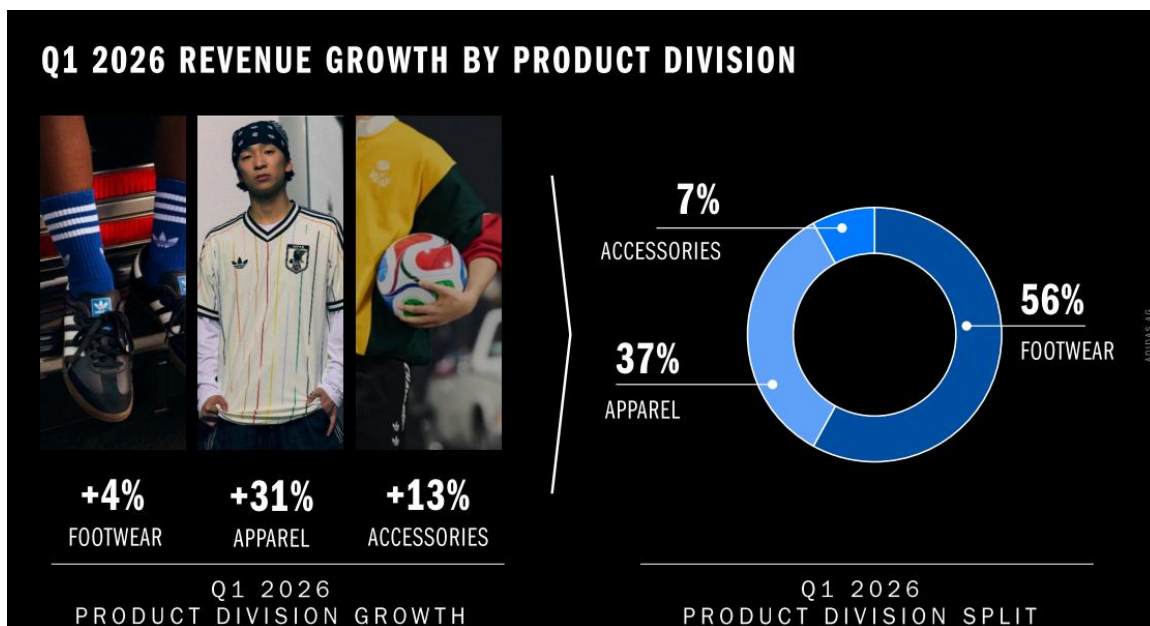
- **赛车运动**：表现远超预期，新增奥迪车队后品牌曝光进一步扩大，奔驰车队重返争冠行列，两位车手对品牌忠诚度极高。车队周边与粉丝服饰需求旺盛，商业潜力超预期。

- **篮球**：Q1 收入同比下滑，属管理层预期内的调整阶段。公司正为 NBA 选秀储备新签约球星与签名鞋，并在美国以外地区签约俱乐部与联合会，同时加大女子篮球投入，篮球仍为长期战略重点。

2) 生活类（Lifestyle）增长 6%：

Originals 与运动休闲系列增速相近（+7%与+5%）。在市场库存过剩、折扣泛滥的环境下，生活休闲鞋类增速受限，但公司主动收紧出货以保证毛利率。Terrace 系列（Samba、Gazelle、Spezial）依然是鞋类支柱，并延伸至 Campus、Superstar 等新模式。Low Profile 系列继续扩展，芭蕾风（Ballerina）和新女鞋轮廓需求极为旺盛。服饰方面表现突出，材料与轮廓创新带动三叶草服饰强劲增长，女性消费者在生活方式服饰中引领趋势。足球文化生活方式产品开始升温，预计在世界杯期间将获得更大曝光。

图9: 阿迪达斯 2026Q1 分品类增速



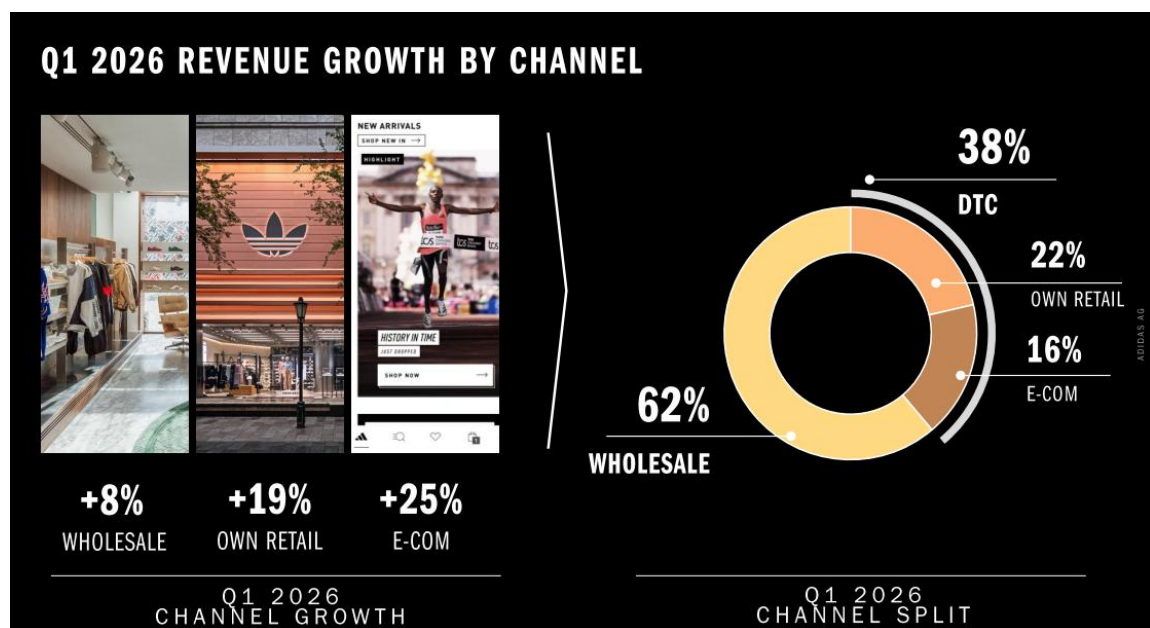
资料来源: 阿迪达斯官网, 国信证券经济研究所整理

- **分渠道: DTC 渠道表现亮眼, 增长 22%, 其中电商渠道增长 25%, 自有商店增长 19%。批发渠道增长 8%, 主因在欧美市场库存过剩、折扣盛行的环境下, 公司刻意收紧对批发客户的发货**

1) **批发渠道:** Q1 收入增长 8%;

2) **DTC 渠道:** Q1 收入增长 22%; 其中自有商店渠道收入增长 19%, 得益于全球自有门店网络强劲的同店增长 (概念店与工厂店均实现双位数增幅) 以及对零售环境的持续投入; 电商渠道收入增长 25%, 得益于系统与 App 体验优化、产品上新速度提升, 以及市场折扣环境下消费者加速向品牌官方正价渠道迁移。管理层强调, DTC 增速超过批发并非长期战略目标, 而是当前市场环境下由防守策略带来的阶段性结果。

图10: 阿迪达斯 2026Q1 分渠道增速



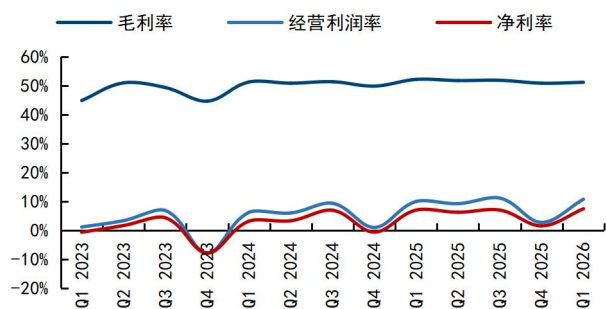
资料来源: 阿迪达斯官网, 国信证券经济研究所整理

严格的折扣纪律、优化的渠道组合以及强劲的销售率支撑毛利率韧性。Q1 毛利率同比下降 1.0 个百分点至 51.1%。基础毛利率（剔除汇率与关税因素）实际同比改善，主要得益于正价销售占比提升、折扣受控以及利润率较高的 DTC 渠道增长强劲；然而，汇率波动（阿根廷、土耳其、日本等货币贬值）和美国新增关税共造成约 5,000 万欧元的负面影响，拖累毛利率约 1 个百分点。

SG&A 费用率控制较好。营销费用率 11.5%，较去年同期下降 0.6%，但管理层明确表示此为阶段性节奏安排，Q2 将显著加大世界杯相关营销投入。运营管理费用率同比下降 1.2%。

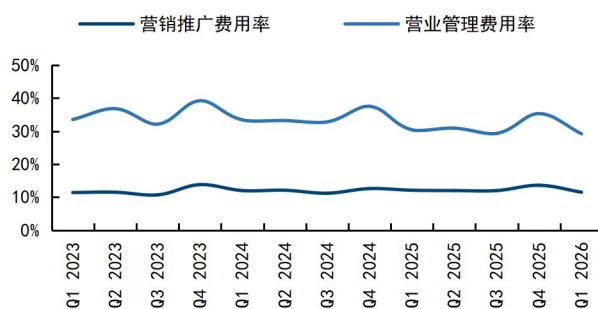
营业利润同比增长约 1 亿欧元至 7.05 亿欧元，营业利润率 10.7%，处于 Q1 历史高位区间。净利润同比增长 11%至 4.84 亿欧元。

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：维持全年业绩指引不变

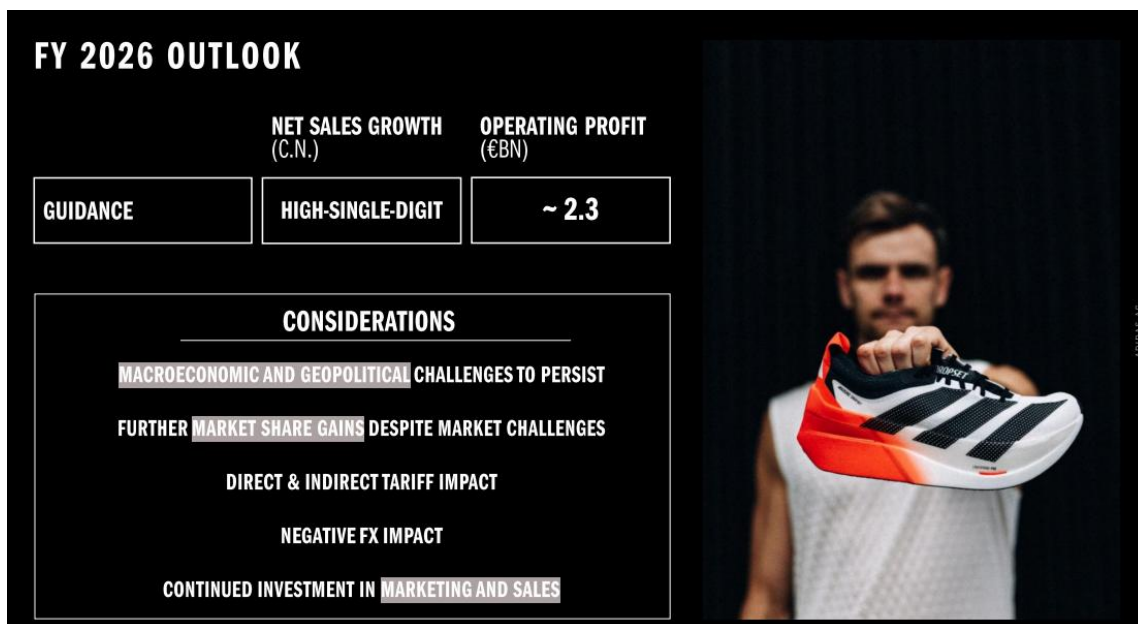
货币中性收入：预计增长约高单位数，世界杯效应下上半年增速预计高于下半年；

营业利润：预计约 23 亿欧元；

正面因素：Q1 业绩超预期、品牌热度持续攀升（伦敦马拉松突破 2 小时大关形成全球光环）、提前备货策略确保世界杯供应无忧；

风险因素：美国关税（Q1 已影响毛利率约 1 个百分点，约 5,000 万欧元，全年潜在影响未明确量化，但最高法院裁定部分非法关税应退还，约 3 亿欧元潜在退款未计入指引）、宏观经济波动（欧洲经济增长停滞、高油价抑制消费需求、汇率波动持续）、地缘冲突（中东 10 个市场受战争影响，Q1 约损失 3,000 万欧元销售，Q2 可能进一步扩大损失）、生活方式鞋类市场库存过剩与折扣周期尚未见底、原材料及运输成本或受油价高企推动而上升；

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

图14: 阿迪达斯中期展望（2026-2028）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

◆ **投资建议：一季度业绩好于市场预期，增长质量与韧性凸显，看好公司持续提升份额利好产业链核心合作伙伴**

阿迪达斯 2026 年第一季度业绩表现强劲，不变汇率收入同比增长 14%，所有区域和渠道均实现增长，营业利润与净利润均好于市场预期。具体来看：1) 增长全面且高质量：除欧洲因库存及高基数增长 6%外，大中华区 (+17%)、拉美 (+26%)、日本/韩国 (+23%) 等主要市场均实现双位数增长。DTC 渠道 (+22%) 表现尤为亮眼，其中电商增长 25%。专业运动品类 (+29%) 和服装 (+31%) 成为核心增长引擎。2) 盈利展现韧性：尽管受汇率波动和美国关税影响，毛利率同比下降 1 个百分点，但公司通过严格的折扣纪律、优化渠道组合及强劲的售罄率，使营业利润同比增长 15.6% 至 7.05 亿欧元，净利润同比增长 13.8% 至 4.87 亿欧元，均超彭博一致预期。3) 管理层信心维持：公司维持全年收入增长高单位数、营业利润约 23 亿欧元的指引。同时，存在约 3 亿欧元的潜在关税退款可能（未计入当前指引），为未来业绩提供潜在上行空间。基于阿迪达斯品牌势头的持续向上、优于预期的业务表现以及对宏观成本压力的有效部分抵消，管理层对增长前景保持信心。从产业链角度看，阿迪达斯的稳健增长与积极展望将直接利好其核心合作伙伴：重点推荐阿迪达斯核心供应商**申洲国际**，以及阿迪达斯订单增量显著的**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		EPS			PE		g	PEG
			人民币	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
ADS.DF	阿迪达斯	无评级	1136.73	57.18	76.27	92.21	34.9	19.9	14.9	27.0%	0.74
可比公司											
NKE.N	耐克	无评级	322.03	15.67	11.47	17.01	11.9	20.6	28.1	4.2%	4.89
2313.HK	申洲国际	优于大市	45.05	3.88	3.95	4.48	10.9	11.6	11.4	7.5%	1.55
300979.SZ	华利集团	优于大市	38.15	2.75	2.56	3.32	11.6	13.9	14.9	9.9%	1.40
6110.HK	滔搏	优于大市	2.83	0.20	0.22	0.24	13.7	14.4	13.2	10.5%	1.37

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：

《纺织服装 4 月投资策略暨一季报前瞻-3 月服装社零同增 7%，一季度品牌服饰及纺纱龙头业绩预期乐观》——2026-04-16

《纺织服装海外跟踪系列七十二-迅销 FY26Q2 收入增长 15%，管理层再次上调 2026 财年预期》——2026-04-10

《纺织制造重大事件点评-美伊停火预期升温，纺织制造龙头估值修复窗口开启》——2026-04-09

《纺织服装海外跟踪系列七十一-耐克 FY26Q3 大中华区复苏承压，跑鞋引领增长，毛利率拐点可期》——2026-04-02

《纺织服装 3 月投资策略-服装社零同比增长 10%，上游原材料价格持续上涨》——2026-03-19

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.GSI）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