

纺织服装海外跟踪系列十七

阿迪达斯 2021 年收入增长 16%，货品短缺有望在二季度改善

超配

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 纺织服饰

◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师： 丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040004

事项：

公司公告：2022 年 3 月 9 日，Adidas 披露 2021 年及第四季度业绩。2021 全年实现收入 212.3 亿欧元，货币中性收入增加 16%；归母净利润 21.2 亿欧元，同比增加 390%。第四季度实现剔除锐步收入 51.4 亿欧元，同比下降 0.1%；归母净利润 2.0 亿欧元，剔除锐步后同增 33.6%。

国信纺织观点：1) 2021 年业绩：全年收入增长 16%，业绩增长 390%，多重不利因素影响下利润率恢复；2) 2021 年第四季度业绩：西方市场货品短缺影响下，收入基本持平，业绩同比增长 34%；3) 2021 年分地区：EMEA、北美、拉美增长势头强劲，中国及亚太地区增长低迷，俄乌业务暂停；4) 2021 年第四季度分地区：西方市场缺货但需求强劲，多数地区收入增长放缓、营业利润率表现强劲，东方市场受多重因素影响收入和营业利润率表现较为低迷；5) 未来展望：预计 2022 全年收入同增 11%-13%，货品供应短缺拖累下预计 2022 年第一季度收入将下降中单位数；6) 投资建议：2022 年本土品牌有望继续实现份额提升，国际品牌产品供应逐步恢复，我们看好运动产业链核心供应商及中国头部运动品牌集团。大中华区业务方面，2021 年 Adidas 受新疆棉、消费环境、疫情影响下滑，2022 年大中华区有望恢复增长但增幅仍较本土品牌明显略低，我们继续看好中国本土运动品牌份额提升，重点推荐李宁、安踏体育、特步国际，同时建议关注低基数到来后增长迎来改善的国际品牌核心零售商滔搏、宝胜国际。全球业务方面，2021 年 Adidas 的业绩显示出西方市场强劲的需求及严峻的供应链短缺挑战，2022 年二季度开始供应问题逐步解决，全年销售增长预期乐观，我们看好未来业绩增长确定性强的国际品牌的核心供应商，重点推荐申洲国际、华利集团。7) 风险提示：疫情反复，下游需求不及预期，市场的系统性风险，国际政治经济风险。

评论：

◆ 2021 年业绩：全年收入增长 16%，业绩增长 390%，多重不利因素影响下利润率有所恢复

全年收入 212.3 亿欧元，在货币中性条件下实现 16%增速；归母净利润同比增加 390%。中国具有挑战性的市场环境、与 COVID-19 相关的限制以及供应链的挑战，对收入造成逾 15 亿欧元的影响，尽管如此，公司 2021 年实现收入 212.3 亿元，剔除锐步同比增长 15.0%，货币中性口径同比增加 16%；分品类看，户外训练和跑步、足球和生活方式，都取得强劲的两位数增长，主要归功于在跑步领域引入了行业领先的中底技术，以及女性专用训练产品。归母净利润 21.2 亿，同比增长 390.0%。

图1：公司历年收入与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

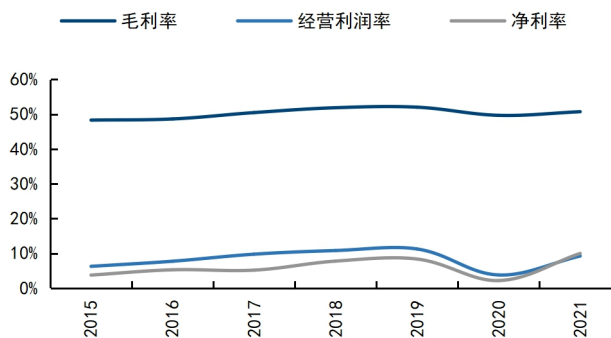
图2：公司历年归母净利润与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

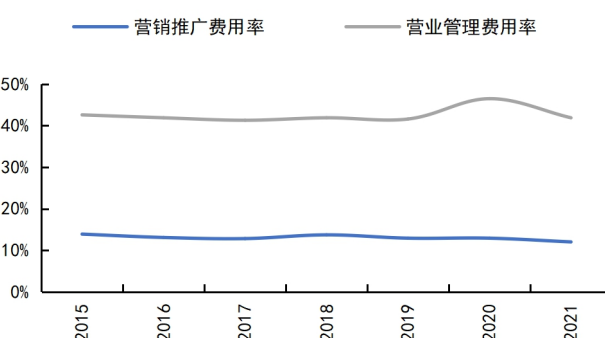
多重不利因素影响下毛利率仍有所恢复,费用率恢复正常水平。公司2021年毛利率上升0.7 p.p.至50.7%，更高定价、全价销售占比提升以及D2C占比增加对毛利率均存在正面贡献，但被采购和运费成本抵消约1 p.p.，货币的不利影响也依然存在，到2022年外汇对公司的影响将会转为正面。费用率方面，营业管理费用率为41.9%，同比减少4.6 p.p.；营销推广费用率为12.0%，同比减少0.9 p.p.，其中仍然包括公司因拟剥离锐步而产生的超过2.2亿欧元临时搁置成本。

图3：公司历年利润率与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

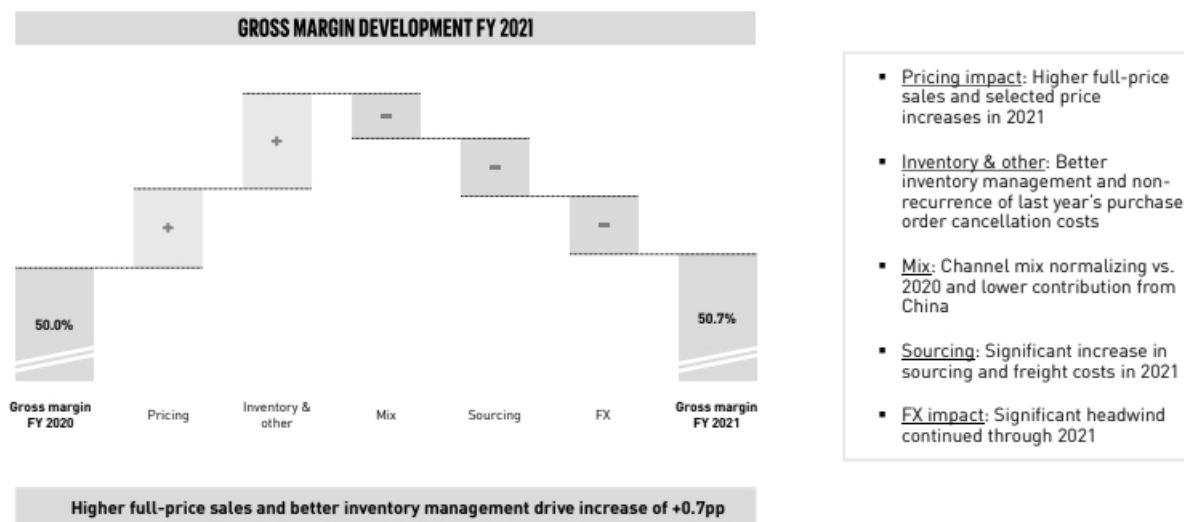
图4：公司历年费用率与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 阿迪达斯 2021 年毛利率影响分拆与 2022 年预期

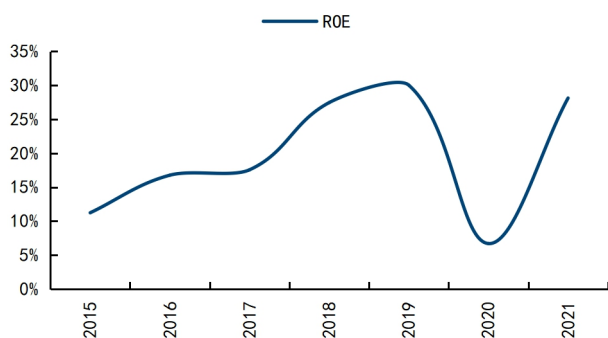
GROSS MARGIN DEVELOPMENT FY 2021 DECOMPOSED



资料来源: 阿迪达斯官网, 国信证券经济研究所整理

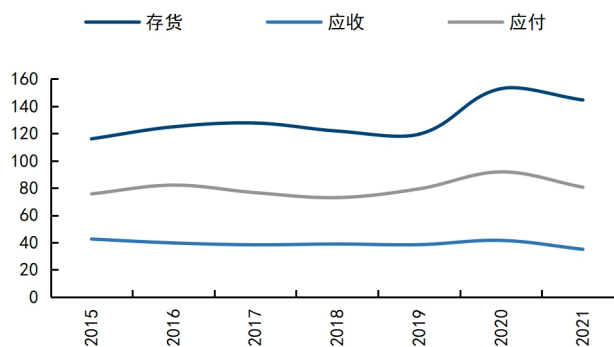
ROE 恢复至历史较高水平, 供应链影响仍在但库存周转开始趋于健康, 应付款支付正常化。公司 2021 年的 ROE 为 28.1%, 同比提升 21.4 p.p., 恢复至接近 2019 年的水平。周转方面, 公司 2021 年的存货周转天数为 145 天, 同比减少 8 天, 货币中性库存金额下降 12%, 主要由于产品销售强劲、库存管理良好以及供应链的影响; 应收账款周转天数为 35 天, 同比减少 7 天; 应付账款周转天数为 81 天, 同比减少 11 天, 主要是由于支付款项的正常化。

图6: 公司历年 ROE 与变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司历年营运资金周转天数与变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

◆ 2021 年第四季度业绩: 西方市场货品短缺影响下, 收入基本持平, 业绩同比增长 34%

单看第四季度, 收入基本维持去年同期水平, 业绩同比增长 33.6%。公司 2021 年 Q4 实现营收 51.4 亿欧元, 剔除已剥离的锐步, 同比下降 0.1%, 基本维持去年同期水平, 比 2021 年第三季度的同比增速减少 3.1 p.p.。公司第四季度实现归母净利润 2.0 亿欧元, 同比增长 33.6%, 比 2021 年第三季度的同比增速减少 42.4 p.p.

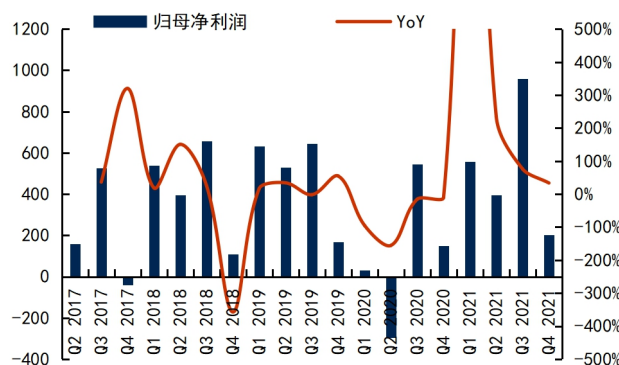
毛利率增加 0.4 p. p. 至 49.0%，排除外汇的不利影响已经回到 2019 年的水平；营业管理费用率增加 2.6 p. p. 至 34.8%；营销推广费用率增加 2.1 p. p. 至 11.7%。

图8：单季度收入与增长情况（Q1 增速按剔除锐步计算）



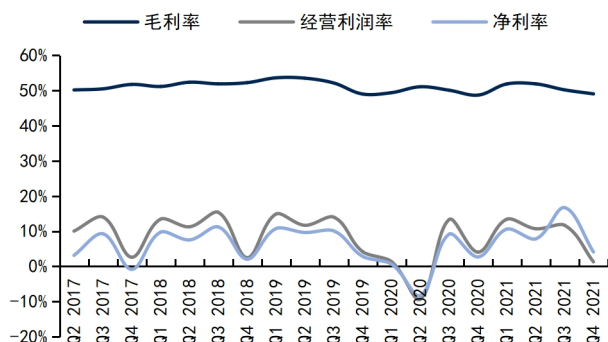
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图9：单季度净利润与增长情况（Q1 增速按剔除锐步计算）



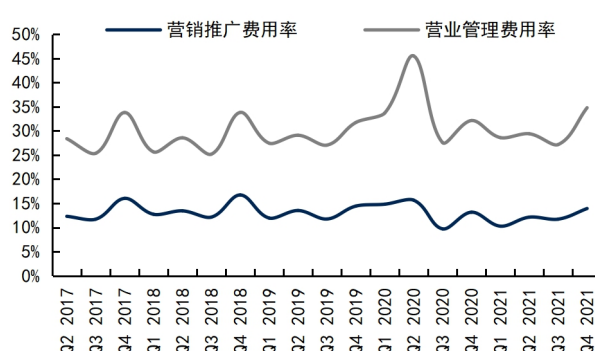
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图10：公司历年分季度利润率与变化情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

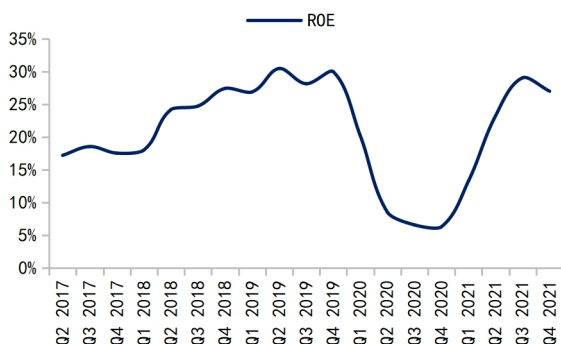
图11：公司历年费用率与变化情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

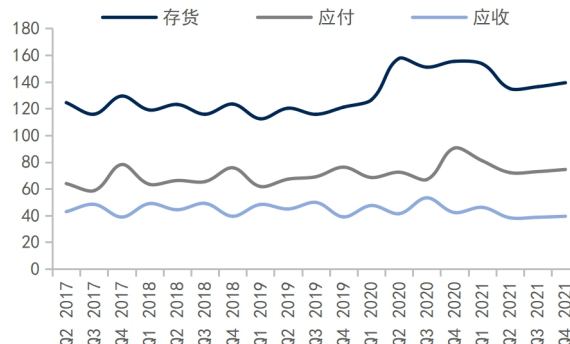
第四季度大量存货在途，应收账款随销售的强劲增长而增加，应付款项支付情况正常化。在 2021 年底，约 40% 存货在途。在受供应链限制影响大的北美和 EMEA 地区，在途存货比例在 50% 左右。Q4 季度末存货周转天数为 139 天，环比基本持平，第四季度约有 4 亿欧元的货品供应短缺；应收账款周转天数增加 3 天至 42 天，环比保持不变，应收账款金额上升 6%，主要由于 EMEA 和拉美地区销售增长强劲所致。应付账款周转天数上升 6 天至 73 天，应付账款金额同比下降 6%，主要是由于支付款项的正常化。

图12: 单季度 ROE 情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图13: 单季度营运资金周转天数



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

◆ 2021 年分地区: EMEA、北美、拉美增长势头强劲, 中国及亚太地区增长低迷, 俄乌业务暂停

西方市场占比接近七成, 在 2021 年未受到重大干扰, EMEA、北美、拉美地区增长十分强劲, 这部分市场货币中性收入同比提升 23%; 中国、亚太地区由于疫情封锁、地缘政治等原因增长较为缓慢; 多数地区的折扣有改善, 对毛利率有积极作用, 而更高的采购成本和汇率对多数地区的毛利率产生不利影响。分地区看:

EMEA: 收入 77.6 亿欧元 (占比 37%), 同比增长 23%, 货币中性收入增长 24%, 主要是由训练、跑步、足球品类的强劲双位数增长驱动的。该地区的毛利率上升 0.8 p.p. 至 50.8%, 其中包括零售折扣减小的积极作用、汇率的不利影响和采购成本较高的不利影响。营业利润率上升 5.5 p.p. 至 21.4%。

北美: 收入 51.1 亿欧元 (占比 24%), 同比增长 13%, 货币中性收入增长 17%, 主要是由训练、跑步、足球、户外品类的双位数增长驱动的。该地区的毛利率增长 3.4 p.p. 至 46.2%, 其中包括折扣改善的积极作用、较高采购成本和不利渠道组合造成的不利影响。营业利润率上升 7.6 p.p. 至 11.2%。

拉丁美洲: 收入 14.5 亿欧元 (占比 7%), 同比增长 40%, 货币中性收入增长 47%, 主要是由于训练、跑步、足球和户外品类十分强劲的双位数成长。该地区的毛利率提升 3.9 p.p. 至 48.2%, 其中包括折扣改善的积极作用和汇率、不利渠道组合、更高采购成本的积极作用。

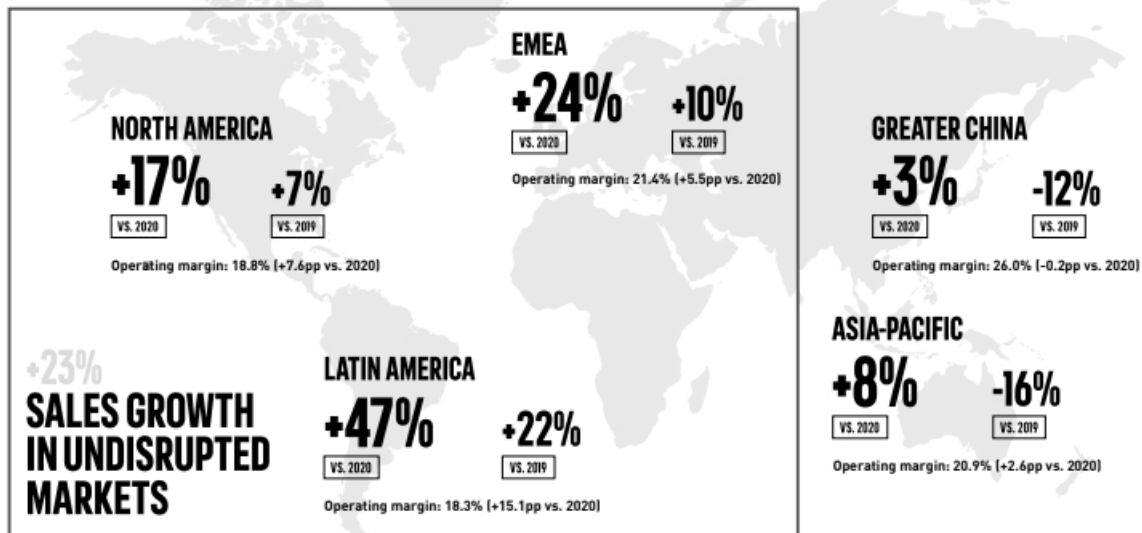
大中华区: 收入 46.0 亿欧元 (占比 22%), 同比增长 6%, 货币中性收入增长 3%, 生活方式品类增长中双位数。该地区的毛利率减少 0.5 p.p. 至 51.8%, 主要是由于汇率和采购成本的不利影响, 部分被有利的渠道组合抵消。营业利润率下降 0.2 p.p. 至 26.0%。

亚太地区: 收入 21.8 亿欧元 (占比 10%), 同比增长 5%, 货币中性收入增长 8%, 运动表现品类 (训练、跑步) 增长中双位数。该地区的毛利率减少 0.7 p.p. 至 51.3%, 主要是由于汇率、更高的采购成本、更不利的渠道组合的影响。营业利润率上升 2.6 p.p. 至 20.9%。

俄乌地区: 乌克兰的所有办公室和商店都关闭了; 俄罗斯暂停零售和电子商务业务并停止向俄罗斯运送货物。2021 年该市场收入约 5 亿元, 占总收入 2% 左右, 其中 75% 是通过公司 D2C 业务, 包括 500 家自有商店以及我们自己的数字平台获得的, 但是租约灵活可成本相当高。另外, 公司对产品提价 20%, 以补偿卢布的贬值。

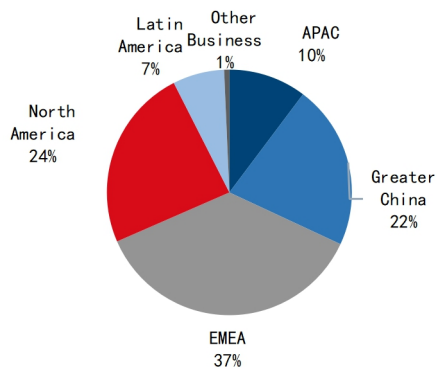
图 14: 2021 年阿迪达斯分地区货币中性收入增速

FY 2021 REVENUE GROWTH BY MARKET SEGMENT



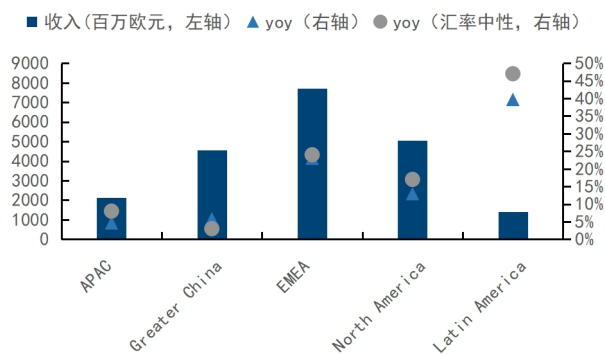
资料来源：阿迪达斯官网，国信证券经济研究所整理

图 15: 2021 年分地区收入占比



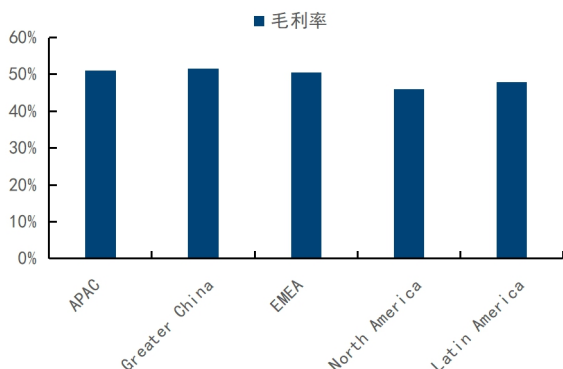
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 16: 2021 年分地区收入及同比情况



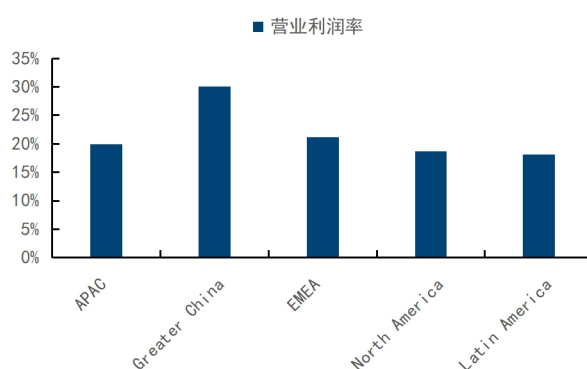
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图 17: 2021 年分地区毛利率及变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 18: 2021 年分地区营业利润率与变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

◆ 2021 年第四季度分地区：西方市场缺货但需求强劲，多数地区收入增长放缓、营业利润率表现强劲，东方市场受多重因素影响收入和营业利润率表现较为低迷

单看第四季度，除 EMEA 地区外其他地区的收入增速均放缓，西方市场主要受缺货影响，东方市场主要受疫情、区域封锁、地缘政治等因素影响。营业利润率方面，西方市场表现强劲，均实现同比增长；东方市场表现相对疲软。具体看：

EMEA: 收入 18.3 亿欧元（占比 36%），同比增长 18%；货币中性收入同比增长 15%，比第三季度的增幅加快 6 p.p.；营业利润率表现强劲，为 18.2%。

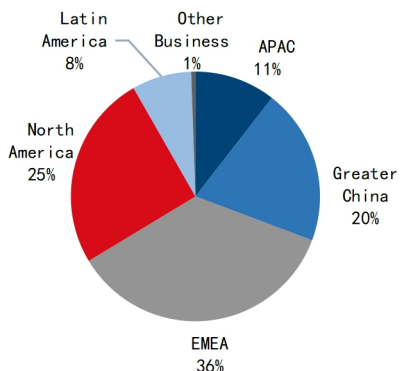
北美：收入 13.0 亿欧元（占比 25%），同比减少 1%；货币中性收入同比减少 4%，比第三季度 9% 的同比增速下降 12 p.p.；营业利润率较高，为 17.7%，同比增加 1.1 p.p.。

拉丁美洲：收入 4.0 亿欧元（占比 8%），同比增加 9%；货币中性收入同比增加 9%，比第三季度的增速放缓 47 p.p.；营业利润率为 15.4%，大幅增加 7.0 p.p.。

大中华区：收入 10.4 亿欧元（占比 20%），同比减少 19%；货币中性收入同比减少 24%，比第三季度的降幅加大 10 p.p.；营业利润率为 12.5%。

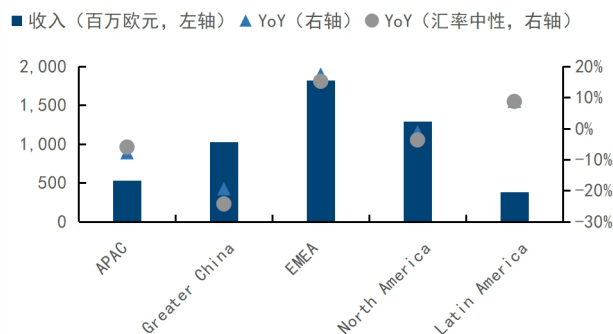
亚太地区：收入 5.4 亿欧元（占比 11%），同比减少 8%；货币中性收入同比减少 6%，比第三季度的降幅收窄 2 p.p.；营业利润率为 15.5%，同比减少 0.6 p.p.。

图19：2021年第四季度分地区收入占比



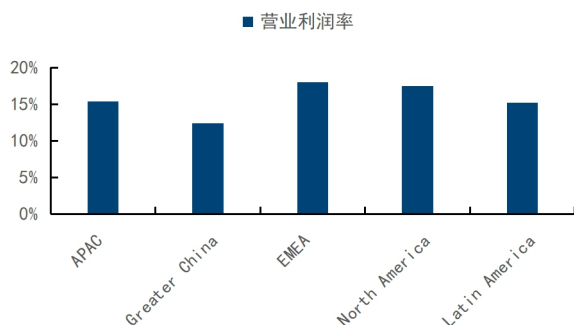
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图20：2021年第四季度分地区收入及同比情况



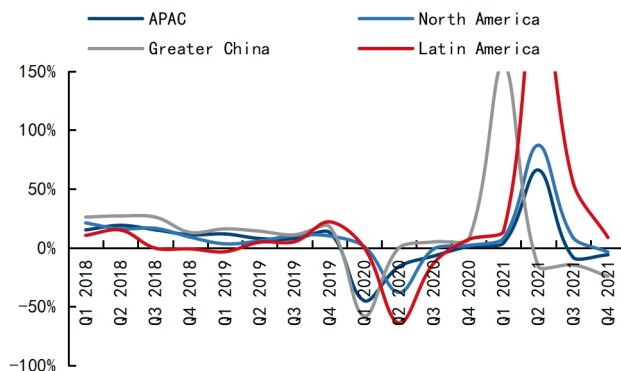
资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图21：2021年第四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22：公司历年分地区单季度收入同比增速



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

◆ 未来展望：预计 2022 全年收入同增 11%-13%，货品供应短缺拖累下预计 2022 年第一季度收入将下降中单位数

1、2022 年财务指引：

收入：预计 2022 全年货币中性收入同比增长 11%-13%，这一增长假设反映了由于乌克兰战争，公司的俄罗斯业务有高达 2.5 亿欧元或约 1 个百分点的风险，并反映了公司在俄罗斯暂停零售收入业务。分地区来看，EMEA 地区预计增长中双位数；北美地区预计增长中高双位数；拉美地区预计增长中高双位数；大中华区预计增长中单位数；亚太区预计增长中双位数。

毛利率：预计毛利率将达到 51.5%至 52%的水平，随着 D2C 业务推进，特别是电子商业，渠道组合的改善，以及积极的外汇影响将推动今年的毛利率大幅提高；但是较高的供应链成本将会对毛利率产生负面影响。

营业利润率：预计将大幅增加到 10.5%至 11%的水平，其中包括与锐步相关 7%的一次性搁置费用的积极影响。

持续经营净利润：预计增加至 18-19 亿欧元之间。

平均运营资本：预计减少至 20%以下的水平。

资本开支：预计增加至月 9 亿欧元的水平。

图 23: 阿迪达斯 2021 年财务指标与 2022 年预期

 2022 OUTLOOK¹

	2021	2022 Outlook
Net sales (€ in millions)	21,234	to increase at a rate between 12% and 14% ²
EMEA	7,760	mid-teens growth ²
North America	5,105	mid- to high-teens growth ²
Greater China	4,597	mid-single-digit growth ²
Asia-Pacific	2,180	mid-teens growth ²
Latin America	1,446	mid- to high-teens growth ²
Gross margin	50.7%	to increase to a level of between 51.5% and 52.0%
Operating margin	9.4%	to increase to a level of between 10.5% and 11.0%
Net income from continuing operations (€ in millions)	1,492	to increase to a level of between € 1.8 billion and € 1.9 billion
Average operating working capital (in % of sales)³	20.0%	to decrease to a level below 20%
Capital expenditure (€ in millions)³	667	to increase to a level of up to € 900 million

¹ Figures reflect continuing operations as a result of the reclassification of the Reebok business to discontinued operations.

² Currency-neutral.

³ 2021 figures reflect the reclassification of the Reebok business to assets or liabilities held for sale.

资料来源: 阿迪达斯官网, 国信证券经济研究所整理

2、其他指引:

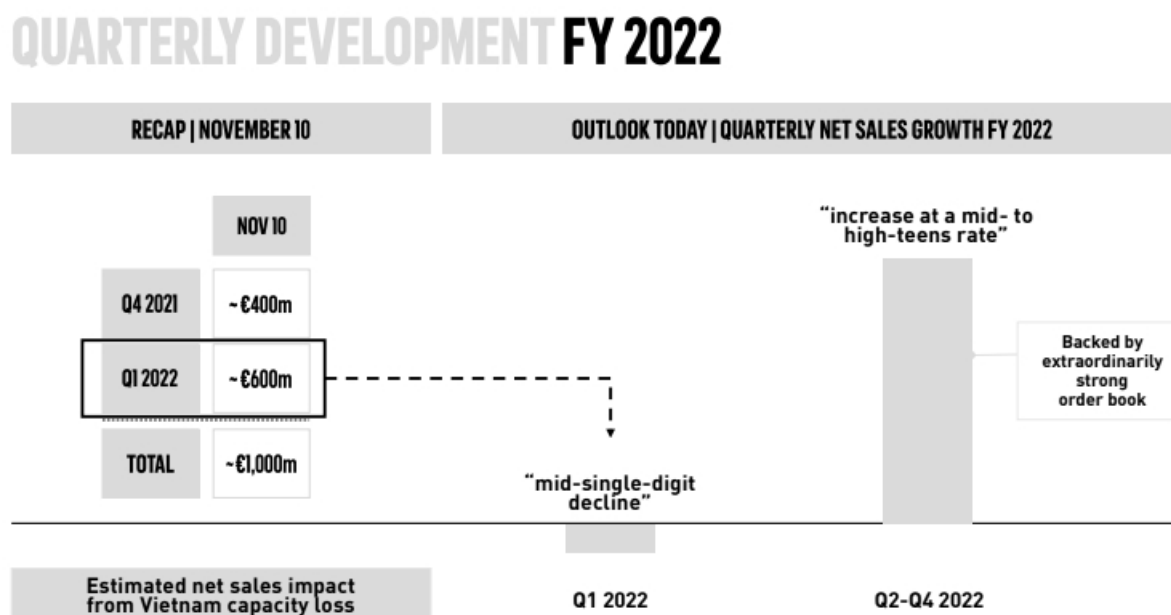
供应链对 2022 年分季度收入的影响: 虽然 EMEA、北美、拉美的需求强劲, 但这些市场将在 2022 年第一季度有 6 亿欧元的货品供应短缺, 预计 2022 年第一季度收入将下降中等个位数(货品短缺将造成 10% 的收入下降), 2022 年第二季度, 预计任何重大的供应短缺都不会再对公司在这些市场的业务造成影响, 因此预计 2022 年第二至第四季度收入增速将为中高双位数。

产品提价: 较高的供应链成本已经并将持续拖累公司的毛利率, 为了补偿较高的成本, 公司正在实施大幅提价。在 2022 年上半年, 提价将局限于 D2C 独家产品, 在 2022 年下半年, 价格将以中高个位数的百分比增加。

运费: 公司预计 2022 年运费将不会缓解, 并表示将在 2023 年等待运费缓解。

中国市场: 公司认为中国现在的市场力量将有利于中国本土品牌, 在中国公司首先要稳定下来, 在 2021 年 3% 的增长和 2022 年稍高的增长(中单位数)之后, 将在中长期恢复较为稳定的增长。

图24：阿迪达斯 2021 年供应链情况回顾与 2022 年分季度预期



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：2022 年本土品牌有望继续实现份额提升，国际品牌产品供应逐步恢复，我们看好运动产业链核心供应商及中国头部运动品牌集团**

大中华区业务方面，2021 年 Adidas 受新疆棉、消费环境、疫情影响下滑，2022 年大中华区有望恢复增长但增幅仍较本土品牌明显略低，我们继续看好中国本土运动品牌份额提升，重点推荐**李宁、安踏体育、特步国际**，同时建议关注低基数到来后增长迎来改善的国际品牌核心零售商**滔搏、宝胜国际**。

全球业务方面，2021 年 Adidas 的业绩显示出西方市场强劲的需求及严峻的供应链短缺挑战，2022 年二季度开始供应问题逐步解决，全年销售增长预期乐观，我们看好未来业绩增长确定性强的国际品牌的核心供应商，重点推荐**申洲国际、华利集团**。

◆ **风险提示**

疫情反复，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：

- 《纺织服装海外跟踪系列十六：耐克二季度供应短缺影响收入，预计 23 财年供应正常化》——2021-12-23
- 《纺织服装海外跟踪系列十五：阿迪达斯三季度中国收入降 15%，供应短缺影响持续》——2021-11-17
- 《纺织服装海外跟踪系列十四：NikeQ1：供应短缺下调全年指引，预计 FY23 供应改善》——2021-09-27
- 《纺织服装海外跟踪系列十三：AdidasQ2：大中华下降 16%，供应链 8 月下旬恢复，业绩指引上调》——2021-08-09
- 《纺织服装海外跟踪系列十二：Nike？FY21：大中华区逐步恢复，新 5 年增长目标提速》——2021-06-27

附表：相关公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
02020	安踏体育	买入	79.25	1.92	2.89	3.59	41.3	27.5	22.1	8.9
02331	李宁	买入	47.66	0.69	1.50	1.82	68.9	31.7	26.2	13.7
06110	滔搏	买入	5.54	0.45	0.43	0.49	12.4	12.8	11.2	3.5
03813	宝胜国际	买入	0.76	0.06	0.12	0.16	13.2	6.6	4.6	0.5
01368	特步国际	买入	8.52	0.21	0.34	0.45	40.9	25.1	19.0	3.0
01361	361度	无评级	2.66	0.20	0.29	0.33	13.2	9.2	8.0	0.8
03818	中国动向	无评级	0.40	0.31	0.16	0.10	1.3	2.6	4.0	0.2
NKE	耐克	无评级	794.46	23.06	24.45	31.24	34.4	32.5	25.4	23.7
LULU	露露柠檬	无评级	1888.81	29.25	58.90	71.66	64.6	32.1	26.4	14.9
ADS	阿迪达斯	无评级	1415.80	17.25	55.23	69.00	82.1	25.6	20.5	5.9
02313	申洲国际	买入	79.37	3.40	2.20	3.88	23.3	36.0	20.4	4.4
00551	裕元集团	无评级	9.35	-0.37	1.05	1.46	-25.4	8.9	6.4	0.6
02232	晶苑国际	无评级	1.91	0.25	0.36	0.40	7.7	5.3	4.8	0.7
02678	天虹纺织	买入	7.39	0.57	2.82	3.27	13.0	2.6	2.3	0.9
300979	华利集团	买入	71.20	1.79	2.37	3.04	39.8	30.0	23.4	7.5
603055	台华新材	买入	11.98	0.16	0.55	0.72	74.9	21.6	16.6	3.4
002003	伟星股份	买入	14.20	0.52	0.59	0.68	27.3	23.9	20.9	4.4
605138	盛泰集团	买入	11.01	0.59	0.55	0.73	18.7	20.0	15.1	3.8
601339	百隆东方	增持	6.34	0.25	0.91	0.88	25.4	7.0	7.2	1.2
000726	鲁泰A	无评级	6.58	0.11	0.41	0.74	59.8	16.1	8.8	0.7
300577	开润股份	买入	16.10	0.36	0.71	1.09	44.7	22.8	14.8	2.6
603558	健盛集团	无评级	11.26	-1.31	0.56	0.80	-8.6	20.0	14.0	2.0
002042	华孚时尚	无评级	4.28	-0.31	0.33	0.38	-13.8	12.8	11.2	1.2
1476	儒鸿	无评级	100.76	3.57	4.90	5.83	28.2	20.6	17.3	6.6
1477	聚阳实业	无评级	45.37	2.10	2.55	3.00	21.6	17.8	15.1	8.7
9910	丰泰企业	无评级	43.41	1.27	1.40	2.06	34.1	31.0	21.1	8.3
300888	稳健医疗	买入	71.24	9.80	3.16	3.84	7.3	22.5	18.5	2.9
002563	森马服饰	买入	6.74	0.30	0.55	0.64	22.5	12.2	10.5	1.6
600398	海澜之家	增持	5.64	0.41	0.66	0.74	13.8	8.5	7.6	1.9
603877	太平鸟	买入	22.36	1.51	1.38	1.73	14.8	16.2	12.9	2.7
002029	七匹狼	无评级	5.32	0.28	0.33	0.00	19.0	16.2	-	0.7
601566	九牧王	无评级	10.52	0.64	0.50	0.64	16.4	21.2	16.4	1.4
002293	罗莱生活	无评级	13.14	0.71	0.86	1.00	18.6	15.3	13.1	2.5
01234	中国利郎	买入	3.31	0.47	0.51	0.59	7.1	6.5	5.6	1.1
03998	波司登	买入	2.99	0.16	0.19	0.24	18.9	15.7	12.3	-
ITX.MA	Inditex	无评级	149.88	8.12	8.11	9.12	18.5	18.5	16.4	4.5
9983	迅销	无评级	3478.59	52.40	116.28	130.81	66.4	29.9	26.6	6.3
002832	比音勒芬	买入	24.97	0.95	1.17	1.43	26.3	21.4	17.4	5.6
603808	歌力思	增持	12.63	1.34	1.09	1.32	9.4	11.6	9.6	1.9
603587	地素时尚	买入	16.50	1.31	1.52	1.76	12.6	10.9	9.4	2.3
603839	安正时尚	无评级	9.67	0.50	0.00	0.00	19.3	-	-	1.4
03306	江南布衣	买入	7.26	1.25	1.31	1.48	5.8	5.6	4.9	2.5
03709	赢家时尚	无评级	9.64	0.67	0.89	1.11	14.3	10.8	8.7	1.9
01913	普拉达	无评级	32.03	-0.17	0.63	0.93	-190.1	51.0	34.3	3.6
MC.PA	LVMH	无评级	4085.14	99.02	142.71	158.86	41.3	28.6	25.7	7.9
KER.PA	Kering	无评级	3834.29	127.86	175.21	203.83	30.0	21.9	18.8	5.8
CFR.SIX	历峰集团	无评级	776.17	34.28	15.95	24.89	22.6	48.6	31.2	67.9
RMS.PA	Hermes	无评级	7813.81	139.53	126.72	145.24	56.0	61.7	53.8	16.1

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理。注：无评级公司盈利预测来自Bloomberg、Wind一致预期。

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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