纺织服装海外跟踪系列二十五

耐克二季度收入增长17%，库存去化进展良好

超配

◆ 公司研究·公司快评 ◆ 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
联系人： 刘璨 0755-81982887 liucan5@guosen.com.cn

事项：

公司公告：2022年12月20日，耐克披露截至2022年11月30日的2023财年第二季度业绩，第二季度公司收入133.2亿美元，同比增长17.2%；归母净利润13.3亿美元，同比减少-0.4%。

国信纺服观点：1）2023财年第二季度业绩：业绩超预期，单季度收入货币中性增长27%，大中华区增长6%，库存如期回落，去化进展较好；2）分地区：大中华区收入转正、库存回归健康水位，其他地区均实现双位数增长；3）未来展望：上调2023财年收入货币中性至10%~20%低段（low-teens）；4）投资建议：库存如期回落，情绪悲观低点已过，看好板块行情进入上行通道。本次业绩耐克表现超预期，库存如期回落，其中大中华区恢复至健康水平，去化进展较好、符合管理层预期，并且全年收入指引小幅上调，进一步加强市场信心。板块自上季度品牌给予库存见顶的指引后开始反弹，此次业绩进一步印证行情已经进入上行周期，未来半年品牌库存周转率先行回升和供应商订单回暖的利好将持续催化兑现，重点推荐核心供应商**华利集团**、**申洲国际**。大中华区方面，耐克销售转正，但11月末闭店幅度大增且目前正在经历防控政策转型期的客流影响，短期非常谨慎，但长期具备信心。我们看好短期基本面触底后运动高景气赛道的消费复苏机遇，推荐**李宁**、**安踏体育**、**特步国际**。同时建议关注核心零售商**滔搏**低估值反弹机遇。

评论：

◆ 耐克业绩概览：业绩超预期，库存如期回落

FY2023 Q2（2022/9-2022/11）公司实现收入133亿美元，同比增长17%，货币中性增长27%，超出上轮指引和彭博一致预期。其中，大中华区货币中性收入增速转正，其余市场均实现强劲双位数增长。毛利率42.9%，同比下降3个百分点，微好于上轮指引（-3.5%~-4%）。净利润13.3亿美元，同比下降0.4%，摊薄EPS 0.85，同增2%，均超出彭博一致预期。库存方面，二季度库存环比回落3%，库存量和结构均有改善，库存清理进展良好、符合管理层预期。

本轮小幅上调中性货币下的收入指引至10%~20%低段（low-teens），库存已在上季度收紧下半年采购，优先库存健康，预期未来回归正常、可测的供应链。

图1：耐克业绩和指引汇总图

单位：百万美元		2022财年	2023Q1-实际	2023Q2-实际	2023Q2-指引	彭博预期	Beat/Miss	2023Q3-指引	2023财年-指引
类型	项目	2022/5/31	2022/8/31	2022/11/30	2022/11/30	2022/11/30		2023/2/28	2023/5/31
总收入	金额	46,710	12,687	13,315		12,625	5%		
	YOY	5%	4%	17%	低双位数（汇率负面影响900bps）	11%		预计Q3增速高于Q4，因为批发订单节奏不同	上调：中个位数增长（汇率负面影响700bps） 此前：低~中个位数增长（汇率负面影响800bps）
	货币中性YOY	6%	10%	27%		20%			上调：low-teens 此前：low double digit
分品牌收入									
NIKE	金额	44,436	12,048	12,724		11,309	13%		
	YOY	5%	4%	18%		5%			
	货币中性YOY	6%	10%	28%					
Converse	金额	2,346	643	586		577.32	2%		
	YOY	6%	2%	5%		4%			
	货币中性YOY	7%	8%	12%					
分地区收入									
北美	金额	18,353	5,510	5,830		5,348	9%		
	YOY	7%	13%	30%		19%			
	货币中性YOY	7%	13%	31%		22%			
EMEA	金额	12,479	3,333	3,489		3,281	6%		
	YOY	9%	1%	11%		4%			
	货币中性YOY	12%	17%	33%		21%			
大中华区	金额	7,547	1,656	1,788		1,818	-2%		
	YOY	-9%	-16%	-3%		-1%			
	货币中性YOY	-13%	-13%	6%		6%			
亚太拉美	金额	5,955	1,535	1,599		1,551	3%		
	YOY	11%	5%	19%		15%			
	货币中性YOY	16%	16%	34%		29%			
分品类收入									
鞋	金额	29,143	8,114	8,504		7,579	12%		
	货币中性YOY	4%	12%	36%		12%			
服	金额	13,567	3,434	3,794		4,004	-5%		
	货币中性YOY	6%	7%	14%		10%			
分渠道收入									
NIKE Direct	货币中性YOY	15%	14%	25%					
-NIKE Digital	货币中性YOY	18%	23%	34%					
批发	货币中性YOY	-1%	8%	30%					
财务比率									
	毛利率	46.0%	44.3%	42.9%	41.9%~42.4%	42.2%	1%		维持：43.5%~44%
	同比	1.2%	-2.2%	-3%	下跌3.5~4百分点	-3.7%		与Q2跌幅接近（汇率负面影响1.2p.p）	维持：下跌2~2.5p.p（2H持续库存清理）
	SG&A	31.7%	30.9%	31.0%				与Q2金额接近（41亿）	维持：同增高个位数
EBIT	金额	6,856	1,841	1666		1,264	32%		
	YOY	-1%	-15%	7%		-19%			
	EBIT%	14.7%	14.5%	12.50%		10.0%	2.5%		
	EBIT%同比	-0.8%	-3.2%	-1.2%		-3.7%			
北美	金额	5114	1,377	1497		1,168	28%		
	YOY	0%	-4%	21%		-5.4%			
	EBIT%	27.9%	25%	25.7%		21.8%	3.8%		
	EBIT%同比	-1.8%	-4%	-1.9%		-5.7%			
EMEA	金额	3293	975	990		769	29%		
	YOY	35%	11%	23%		-4.5%			
	EBIT%	26.4%	29.3%	28.4%		23.5%	4.9%		
	EBIT%同比	5.1%	2.8%	2.7%		-2.2%			
大中华区	金额	2365	541	511		483	6%		
	YOY	-27%	-23%	-10%		-15.1%			
	EBIT%	31.3%	32.7%	28.6%		26.6%	2.0%		
	EBIT%同比	-7.8%	-2.7%	-2.3%		-4.3%			
亚太拉美	金额	1896	500	485		410	18%		
	YOY	24%	34%	25%		5.7%			
	EBIT%	31.8%	32.6%	30.3%		26.5%	3.9%		
	EBIT%同比	3.2%	-0.3%	1.5%		-2.4%			
净利润	金额	6,046	1,468	1,331		1,056	26%		
	YOY	6%	-22%	-0.4%		-21%			
摊薄EPS	数值	3.75	0.93	0.85		0.67	27%		
	YOY	5%	-20%	2%		-19%			
库存	金额	8,420	9,662	9,326	库存较Q1回落	7,177	30%	更新：上季度收紧2H采购，优先库存健康取得较好进展。预期未来供应会回归正常、具备可测性 此前：Q1达到高峰，后面三季度逐渐回落。	
	YOY	23%	44%	43%		10%			

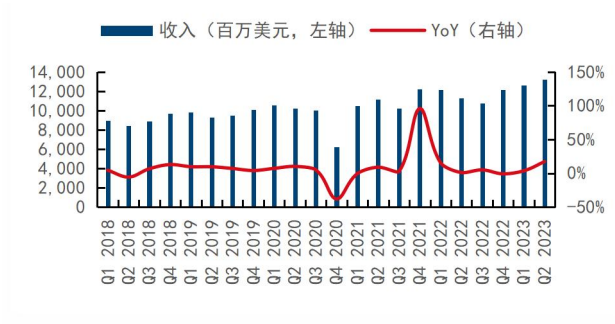
资料来源：公司公告，彭博，国信证券经济研究所整理

◆ **2023 财年第二季度业绩：单季度收入货币中性增长 27%，大中华区增长 6%，库存进展较好**

二季度收入货币中性增长 27%，北美、EMEA、亚太拉美双位数增长，大中华区逆势反弹+6%。耐克 2023 财年第二季度收入为 133.2 亿美元，同比增长 17%，货币中性收入同增 27%，超出公司此前低双位数指引预期。

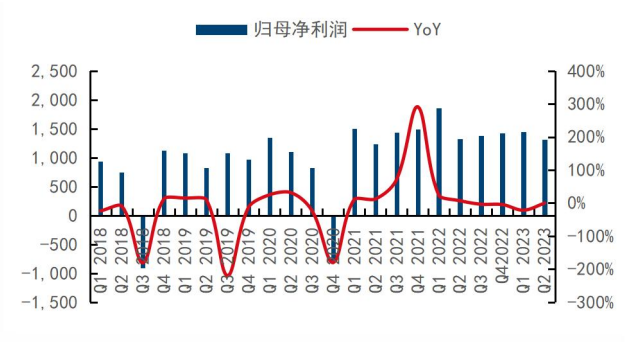
1. 分渠道看，Nike Direct 货币中性收入增长 25%，其中 Nike Digital 货币中性收入增长 34%，会员制成为关键驱动因素（会员参与度双位数增长，目前共计 1.6 亿活跃会员），NIKE 线下同增 11%，主要因当季节日促销需求强劲；批发业务货币中性增长 30%，主要因本季产品需求较好，供应链提前备货（去年供应限制导致供货基数低）。消费需求强劲，假日促销季表现较好势头，北美黑五和 Cyber Week 增长超预期，EMEA Cyber Week 同增 75%，大中华区双十一同增中双位数（mid-teens）优于运动服饰大盘；除促销外，全价销售强劲，各市场平均销售价格（ASP）均有提升，本季度价格实现中单位数增长。
2. 分品牌看，Nike 牌收入 127.2 亿美元，货币中性条件下同比增长 28%，全部市场实现增长，其中北美、EMEA、亚太拉美双位数增速，大中华区转正实现 6%增长；匡威牌收入 5.9 亿美元，同比+5%、货币中性收入同比+12%，主要是北美的双位数增长被亚洲的下降部分所抵消。
3. 分品类看，鞋、服分别同比增长 36%、14%。

图2：公司历年单季度收入与变化情况



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

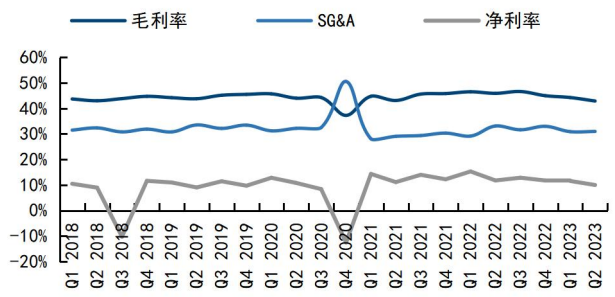
图3：公司历年单季度净利润与变化情况



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

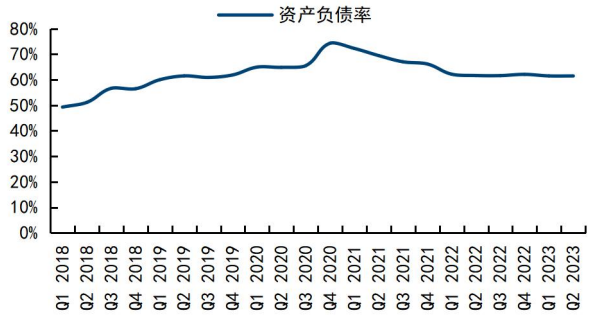
清库存高折扣力度、外汇逆风及生产成本提升致毛利率下降约 3 个百分点，SG&A 费率降低约 2 个百分点。公司第二季度毛利率减少 3 个百分点至 42.9%，微好于上轮指引预期，主要由高折扣力度以清理库存（主要在北美）、外汇逆风、物流及原材料成本上升导致，战略性定价改善抵消部分负面影响。SG&A 费用率减少 2.1 百分点至 31.0%，费用金额同比增长 10%至 41.2 亿美元，其中需求创造费用增长 8%至 11.0 亿美元，主要为广告与营销活动，运营管理费用增加 10%至 30 亿美元，主要由于薪酬费用、战略性技术投资、NIKE Direct 成本增加导致。本季度有效税率 19.3%，同比+8.4p.p，主要是股权激励摊销减少。最终实现净利率 10.0%，同比下降 1.8 个百分点。

图4：公司历年单季度毛利率、费用率与净利率水平



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

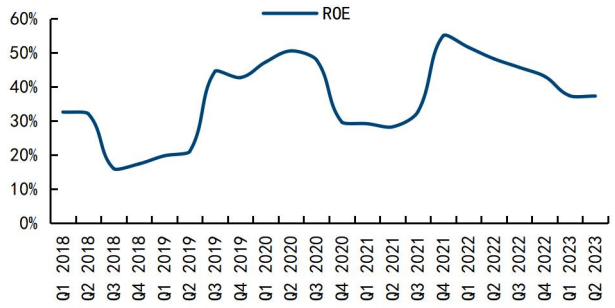
图5：公司历年季度资产负债率水平



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

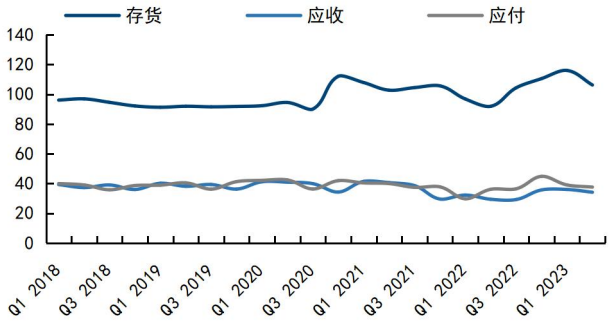
库存因低基数同增 43%，库存清理计划如期进展，环比下降 3%。库存金额为 93.3 亿美元，同比增加 43%，主要因去年越南工厂关闭形成低基数；环比-3%，其中库存量环比下降高单位数。分地区来看，北美库存同比+54%，增幅对比 Q1 下降 11 个百分点，库存结构方面服饰库存量和待出清库存量均环比下降约 10%~20%中段（mid-teens）；大中华区同比-3%，于二季度末回归健康水平。上季度公司收紧下半年采购，优先库存健康，取得较好进展，预期未来供应会回归正常、具备可测性。周转天数方面，存货周转天数为 106 天，同比+14 天，环比-10 天；应收账款周转天数为 34 天，同比+5 天；应付账款周转天数为 38 天，同比+1 天。ROE 为 37.3%，同比下降 10.9p.p.，比 2021 财年第二季度增加 9.0p.p.。

图6：公司历年单季度ROE与变化情况



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图7：公司历年单季度运营资金周转情况



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

◆ 分地区：大中华区收入转正、库存回归健康水位，其他地区均实现双位数增长

收入端，大中华区收入回正；其他地区实现货币中性收入双位数增长，消费需求强劲。利润端，息税前利润率同比-1.2%，主要受大中华区/北美（-2.3/-1.9p.p）影响。营运端，北美地区库存金额、结构环比改善，大中华区库存回归至健康水平。具体看：

1） 大中华区：第二季度收入 17.9 亿美元（占比 14.1%），经历较长疫情扰动（11 月最后一周关闭超 1500 家直营与经销店，是季度平均关店数的 5 倍）后货币中性收入转正，同比增加 6%，因汇率影响报告口径同比减少 3%。分渠道来看，NIKE Direct 货币中性收入增加 4%，其中 NIKE Digital 增加 9%。耐克品牌持续加强与消费者的联系：1.上海马拉松回归，耐克积极营销、提升品牌影响力，跑步业务实现双位数增长；2.年轻消费群体增长，双十一天猫 Z 世代消费增长 45%，天猫孩童鞋品类耐克位列第一，此外二季度孩童休闲鞋头部经销商实现双位数增长。息税前利润 5.1 亿美元，同比下降 10%；息税前利润率为 28.6%，同比下滑 2.3p.p.。库存于二季度回归健康水平，同比下降 3%，待出清库存同比下

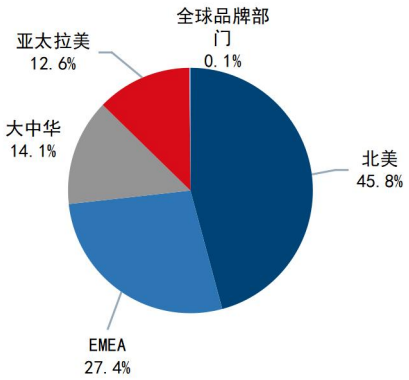
降高双位数且比例恢复疫情前水平。

2) 北美地区：第二季度收入 58.3 亿美元（占比 45.8%），受益于节假促销季的强劲表现和新品的较好需求实现同比增长 30%，货币中性收入增长 31%，市场份额实现增长。分渠道来看，NIKE Direct 增长 23%，其中 NIKE Digital 受客流和会员复购双位数增加推动同比+31%；批发业务增长 37%，主要受经销商订货需求强劲、供应链改善推动。息税前利润 15.0 亿美元，同比+21%；息税前利润率 25.7%，同比下跌 1.9p.p.。库存金额方面，金额同比增加 54%，增幅下滑（Q1 同增 65%），库存量尽管春季产品到货提前仍实现低双位数环比下滑；库存结构方面，服饰库存量和待出清库存量均环比下降约 10%~20%中段（mid-teens）。

3) EMEA 地区：第二季度收入 34.9 亿美元（占 27.4%），同比增长 11%，货币中性收入增长 33%。收入分渠道看，NIKE Direct 货币中性收入增长 44%，其中 NIKE Digital 同比+62%，会员体系成重要驱动因素，Cyber Week 期间会员贡献超 85%的增长，世界杯营销活动期间新增超 100 万会员。EMEA 地区息税前利润 9.9 亿美元，同比增长 23%；息税前利润率 28.4%，同比增加 2.7p.p.。

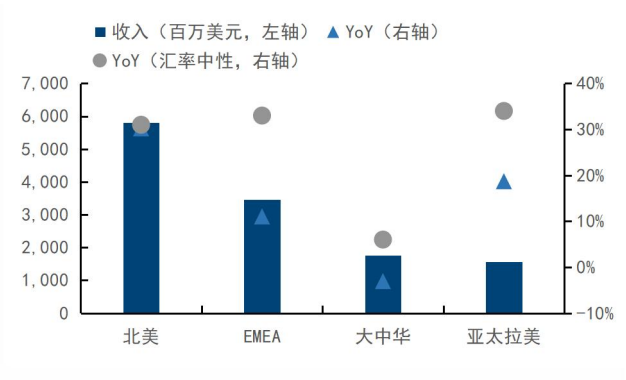
4) 亚太拉美地区：第二季度收入 16.0 亿美元（占比 12.6%），同比增长 19%，货币中性收入增长 34%。分渠道看，NIKE Direct 增长 30%，其中 NIKE Digital 同比+35%。耐克加强与消费者的联系，会员日营收增长坚挺，此外韩国打通了线上平台与耐克全球平台的链接，韩国消费者可使用 NIKE、SNKRS APP 服务。息税前利润 4.9 亿美元，同比增长 25%；息税前利润率为 30.3%，同比增加 1.5p.p。

图8：FY2023第二季度分地区收入结构



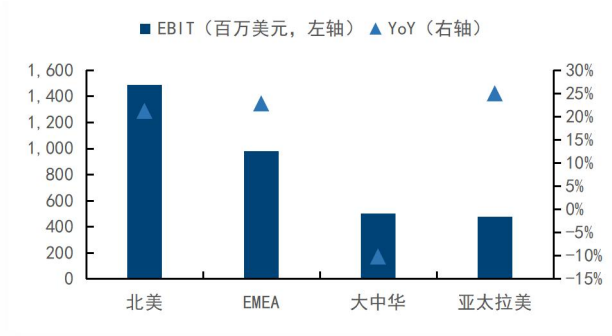
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图9：FY2023第二季度分地区收入规模与变化



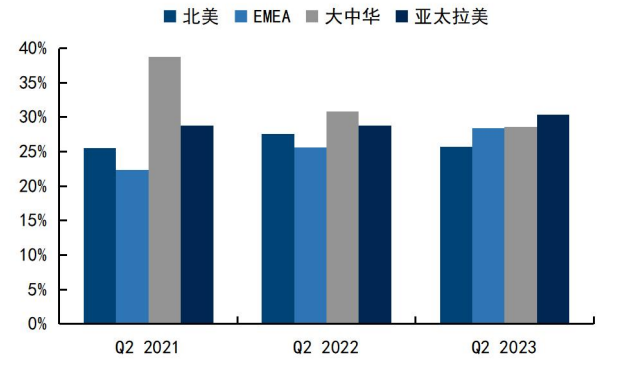
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图10：FY2023第二季度分地区EBIT规模与变化



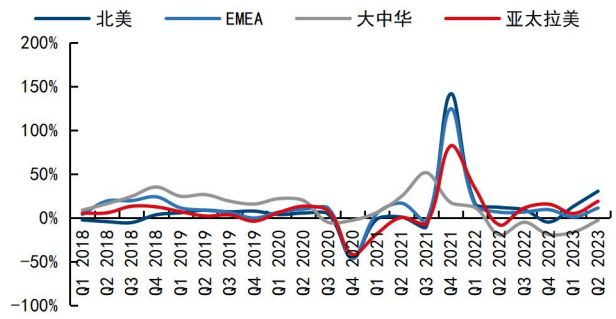
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图11：FY2021-FY2023第二季度分地区经营利润率



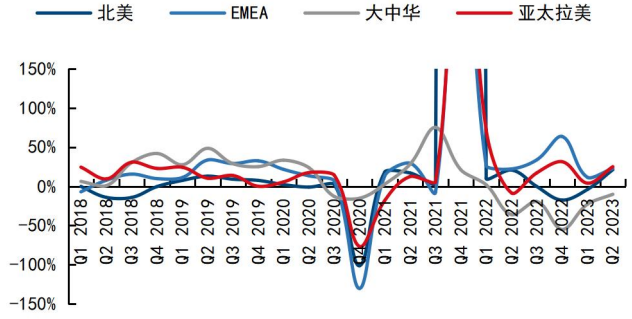
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图12：公司单季度各地区报告收入增长



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图13：公司单季度各地区报告EBIT增速



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

◆ **业绩指引：上调 2023 财年收入货币中性至 10%~20%低段（low-teens）**

2023 财年指引：

- 收入：上调全年货币中性收入增速至 10%~20%低段（low-teens；此前：low double digit）；考虑汇率因素，上调披露口径营收同比中单位数增长（此前：低~中单位数增长），本轮指引预期汇率不利影响减小，由上轮 800 基点下降至 700 基点。
- 毛利率：维持指引，预计全年毛利率同比下降 2~2.5 个百分点；
- SG&A：维持指引，预计全年 SG&A 同比高个位数增长。
- 所得税：维持指引，预计全年有效税率在 10%~20%高段（high-teens），主要由于股权激励摊销本年减少。

2023 财年 Q3 及下半年指引：

- 收入：预期下半年增速较二季度放缓，主要因对宏观不确定性及其对消费不利影响的担忧，采取谨慎预测。分季度表现，预期三季度增速高于四季度，主要因批发出货时间所致。
- 毛利率：预计 Q3 跌幅与 Q2 接近，包括 120 基点的外汇逆风。
- SG&A：预计 Q3 金额与 Q2 保持一致。
- 库存：下半年预计库存增速与收入增速差距将持续缩小。因上季度收紧下半年采购，优先库存健康，预期后续看到更正常、可测的供应链，此外批发渠道因供给不足持续约 6~8 个季度，预期供给充足后能开放经销渠道的采购。

◆ **投资建议：库存如期回落，情绪悲观低点已过，看好板块行情进入上行通道**

本次业绩耐克表现超预期，库存如期回落，其中大中华区恢复至健康水平，去化进展较好、符合管理层预期，并且全年收入指引小幅上调，进一步加强市场信心。板块自上季度品牌给予库存见顶的指引后开始反弹，此次业绩进一步印证行情已经进入上行周期，未来半年品牌库存周转率先行回升和供应商订单回暖的利好将持续催化兑现，重点推荐核心供应商**华利集团**、**申洲国际**。

大中华区方面，耐克销售转正，但 11 月末闭店幅度大增且目前正在经历防控政策转型期的客流影响，短期非常谨慎，但长期具备信心。我们看好短期基本面触底后运动高景气赛道的消费复苏机遇，推荐**李宁**、**安踏体育**、**特步国际**。同时建议关注核心零售商**滔搏**低估值反弹机遇。

◆ **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。

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
				2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2021
02020	安踏体育	买入	87.4	2.87	2.97	3.72	30.5	29.4	23.5	8.2
02331	李宁	买入	54.9	1.60	1.81	2.27	34.3	30.3	24.2	6.8
06110	滔搏	买入	4.9	0.39	0.39	0.39	12.3	12.5	12.5	2.9
03813	宝胜国际	买入	0.6	0.07	0.05	0.12	8.9	12.2	5.1	0.4
01368	特步国际	买入	7.5	0.36	0.42	0.51	20.5	17.8	14.6	2.5
01361	361度	无评级	2.9	0.29	0.32	0.35	10.1	9.2	8.4	0.9
03818	中国动向	无评级	0.3	-0.30	0.16	0.10	-0.9	1.8	2.7	0.2
NKE	耐克	无评级	668.6	24.29	19.69	24.96	27.5	34.0	26.8	10.3
LULU	露露柠檬	无评级	1989.7	48.52	64.16	73.45	41.0	31.0	27.1	14.6
ADS	阿迪达斯	无评级	879.9	55.39	71.01	86.02	15.9	12.4	10.2	3.1
02313	申洲国际	买入	68.0	2.24	3.22	3.53	30.4	21.1	19.3	3.7
00551	裕元集团	无评级	9.3	0.46	1.13	1.38	20.5	8.2	6.8	0.6
02232	晶苑国际	无评级	2.1	0.40	0.41	0.46	5.3	5.1	4.6	0.7
02678	天虹纺织	买入	5.6	2.93	1.97	2.12	1.9	2.8	2.6	0.5
300979	华利集团	买入	53.5	2.45	2.83	3.30	21.8	18.9	16.2	5.7
603055	台华新材	买入	11.2	0.55	0.41	0.79	20.4	27.3	14.2	2.6
002003	伟星股份	买入	10.0	0.58	0.73	0.80	17.2	13.7	12.4	3.0
605138	盛泰集团	买入	11.2	0.57	0.79	0.99	19.7	14.2	11.3	3.0
601339	百隆东方	增持	5.5	0.93	0.87	0.73	5.9	6.3	7.5	0.9
000726	鲁泰A	买入	7.5	0.39	1.02	1.05	19.3	7.4	7.2	0.8
300577	开润股份	增持	16.0	0.75	0.38	0.67	21.4	42.4	23.9	2.4
603558	健盛集团	无评级	8.38	0.43	0.80	0.95	19.5	10.5	8.8	1.4
2199	维珍妮	买入	3.08	0.38	0.35	0.57	8.0	8.8	5.4	1.3
601113	华鼎股份	无评级	3.72	-0.53	-	-	-7.0	-	-	1.2
002042	华孚时尚	无评级	3.2	0.38	0.29	0.37	8.3	10.9	8.5	0.8
1476	儒鸿	无评级	107.5	4.32	6.24	6.01	24.9	17.2	17.9	6.1
1477	聚阳实业	无评级	55.6	2.70	3.21	3.31	20.6	17.3	16.8	4.3
9910	丰泰企业	无评级	44.9	1.19	2.27	2.40	37.9	19.8	18.7	9.5
300888	稳健医疗	买入	71.8	2.91	3.62	4.42	24.7	19.8	16.2	2.9
002563	森马服饰	增持	5.4	0.55	0.34	0.56	9.7	15.8	9.6	1.2
600398	海澜之家	增持	5.5	0.58	0.54	0.63	9.4	10.1	8.7	1.6
603877	太平鸟	增持	18.5	1.44	0.43	0.99	12.9	43.1	18.7	2.1
002154	报喜鸟	买入	4.0	0.32	0.36	0.45	12.6	11.2	9.0	1.2
002029	七匹狼	买入	5.5	0.32	0.34	0.41	17.3	16.3	13.6	0.7
601566	九牧王	无评级	7.8	0.34	0.05	0.43	23.0	160.8	18.4	1.1
002293	罗莱生活	无评级	11.0	0.86	0.77	0.92	12.8	14.2	12.0	2.3
01234	中国利郎	无评级	3.4	0.39	0.49	0.56	8.7	6.9	6.1	1.1
03998	波司登	买入	3.3	0.19	0.22	0.27	17.5	15.1	12.3	3.0
ITX.MA	Inditex	买入	182.0	8.65	9.73	10.53	21.0	18.7	17.3	5.1
9983	迅销	无评级	4696.9	95.46	116.28	130.81	49.2	40.4	35.9	7.6
002832	比音勒芬	无评级	24.8	1.15	1.38	1.71	21.5	17.9	14.5	4.2
603808	歌力思	买入	9.3	0.87	0.58	1.09	10.7	16.0	8.6	1.2
603587	地素时尚	增持	15.3	1.43	1.22	1.52	10.7	12.5	10.1	2.0
603839	安正时尚	买入	7.7	0.18	0.00	0.00	42.6	-	-	1.2
03306	江南布衣	无评级	7.9	1.08	1.15	1.36	7.3	6.8	5.8	2.4
03709	赢家时尚	买入	8.8	0.84	1.11	1.28	10.5	7.9	6.9	1.6
01913	普拉达	无评级	39.2	0.83	1.00	1.19	47.2	39.3	32.9	4.5
MC.PA	LVMH	无评级	5063.7	152.29	169.52	188.49	33.3	29.9	26.9	7.5
KER.PA	Kering	无评级	3465.4	184.03	217.51	243.99	18.8	15.9	14.2	4.5
CFR.SIX	历峰集团	无评级	825.4	17.02	26.56	31.99	48.5	31.1	25.8	3.1
RMS.PA	Hermes	无评级	10870.4	168.22	154.98	172.76	64.6	70.1	62.9	16.9

数据来源：公司公告、国信证券经济研究所整理。注：无评级公司盈利预测来自Bloomberg、公司公告一致预期。

相关研究报告：

《纺织服装双周报（2224 期）-扩大内需战略提振信心，关注消费复苏拐点》 ——2022-12-17
《纺织服装 12 月投资策略-消费复苏提振信心，优质龙头估值修复》 ——2022-12-15
《纺织服装双周报（2223 期）-防控优化鼓励消费，海外库存回落将利好出口》 ——2022-12-11
《纺织服装海外跟踪系列二十四-露露乐檬三季度收入增长 31%，库存指引见顶回落》 ——2022-12-11
《纺织服装 2023 年度投资策略-看好消费活力重现，布局制造格局优化》 ——2022-12-01

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 ±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 ±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