

# 纺织服装海外跟踪系列三十九

## 阿迪达斯库存下降 24%，四季度大中华区收入增长 37%

### ◆ 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
证券分析师:	关竣尹	0755-81982834	guanjunyin@guosen.com.cn	执证编码: S0980523110002
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:** 2024年3月13日, 阿迪达斯披露2023财年及第四季度业绩。全年收入214.3亿欧元, 同比-4.8%, 不变汇率收入持平; 净利润亏损0.75亿欧元。四季度收入48.1亿欧元, 同比-7.6%, 不变汇率收入-2.0%; 净利润亏损3.8亿欧元, 相较2022年同期亏幅收窄。

**国信纺服观点:** 1) **业绩和指引核心观点:** 大中华区四季度收入超预期, 库存降幅超预期, 2024年基本业务收入预计增长高个位数, 大中华区预计增长双位数; 2) **2023财年业绩:** 不变汇率收入同比持平, 库存金额同比下降24%, 降幅超预期; 分地区看拉美/亚太/大中华区收入增长领先, 同时大中华区营业利润率同比大幅提升; 分品类看鞋类保持较快增速; 分渠道看自有商店强劲增长12%。3) **2023财年四季度:** 不变汇率收入-2%, 大中华区收入强劲增长37%, 超彭博预期; 鞋类仍保持稳健增长; 毛利率大幅提升5.5个百分点, 主要受益于运费降低、折扣水平改善、更有利的业务组合、更低的库存补贴。4) **业绩指引:** 维持此前预告对2024财年指引, 预计不变汇率收入中个位数增长, 剔除Yeezy影响阿迪基本业务收入将以高个位数增长, 营业利润达5亿欧元; 给出分地区增长指引, 大中华区预计双位数增长。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: 大中华区持续表现亮眼、库存改善效果明显且略好于管理层预期, 看好供应商订单与零售商销售恢复确定性。** 1. **供应商:** 阿迪达斯2023年加大库存清理力度, 截至2023年末, 库存金额同比下降24%, 降幅超彭博一致预期; 公司通过控制批发渠道发货, 零售商库存水平也在改善, 当前仅北美市场仍存在库存问题, 公司表示2024年上半年仍将收紧北美地区批发渠道发货, 预计北美库存问题有望在2024年年中缓解。耐克、Deckers、Puma等其他国际运动品牌库存基本均恢复健康水平, 看好随品牌商去库陆续完成、上游供应商订单回暖, 且下游边际改善有望率先提振核心供应商估值, 重点推荐**申洲国际、华利集团**。2. **品牌商:** 阿迪达斯第四季度大中华区收入增长亮眼, 客流回暖, 终端销售势头良好; 折扣率水平逐季改善, 本土品牌在消费复苏与促销环境改善的情况下有望加速增长, 继续看好本土品牌份额提升, 重点推荐**安踏体育、李宁**。3. **零售商:** 品牌大中华区销售势头良好, 尤其四季度收入大幅增长, 2024年大中华区预计双位数增长, 重视批发渠道本土化运营, 建议关注库存去化后客流回暖趋势下的基本面加速修复, 重点推荐**滔搏、宝胜国际**。

### 评论:

◆ **业绩和指引核心观点:** 大中华区四季度收入超预期, 库存降幅超预期, 2024年基本业务收入预计增长高个位数, 大中华区预计增长双位数

阿迪达斯披露2023年报符合此前预告, 不变汇率收入同比持平, 毛利率提高0.2个百分点至47.5%, 营业利润2.68亿欧元。大中华区四季度增长37%, 超彭博预期; 库存金额同比下降24%, 降幅好于预期。2024年指引与此前预告一致, 预计不变汇率收入中个位数增长, 剔除Yeezy基本业务收入预计高个位数增长, 并且下半年增长达到双位数, 营业利润达5亿欧元; 本次给出各区域增长指引, 其中大中华区收入预计双位数增长。

**图1：阿迪达斯 FY2023Q4（截至 2023/12/31）业绩和指引**

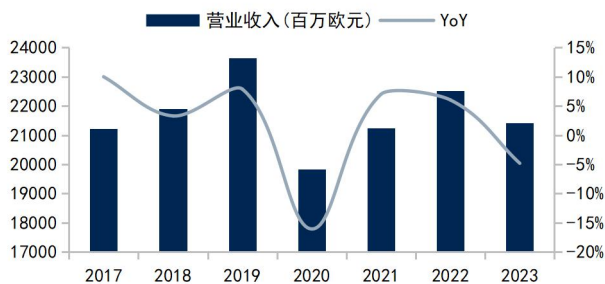
阿迪达斯 FY2023 业绩和指引速览										
单位：百万欧元		FY2023-实际	彭博预期	Beat/Miss	2023财年-指引	2023Q4-实际	彭博预期	Beat/Miss	2024财年-指引	彭博预期
类型	项目	2023/12/31	2023/12/31		2023/12/31	2023/12/31	2023/12/31		2024/12/31	2024/12/31
总收入	金额	21,427	21,441	-0.1%		4,812	4,811	0.0%		22,439
	YOY	-5%	-5%		指引上调:货币中性低位数下滑 (此前: 中位数下滑)	-8%	-8%		货币中性收入中位数增长 (剔除Yeezy, 阿迪基本业务全年将以货币中性高位数增长, Q1就能看到增长, 下半年将更加强劲以两位数增长)	5%
	货币中性YOY	0%	-0.3%			-2%	-2.9%			7%
<b>分地区收入</b>										
EMEA	金额	8,235	8,313	-0.9%		1,863	1,962	-5.1%		
	YOY	-4%	-3%			-10%	-5%			
	货币中性YOY	0%	0.3%			-7%	-4%		欧洲、新兴市场高位数增长	6%
北美	金额	5,219	5,347	-2.4%		1,159	1,330	-12.9%		
	YOY	-18%	-16%			-25%	-14%		上半年收入增长仍受北美去库存影响, 预计全年货币中性收入中位数下降	7%
	货币中性YOY	-16%	-13%			-21%	-12%			
大中华区	金额	3,190	3,112	2.5%		670	581	15.4%		
	YOY	0%	-2%			29%	12%			
	货币中性YOY	8%	6%			37%	23%		两位数增长	14%
亚太地区	金额	2,254	2,274	-0.9%		570	576	-1.0%		
	YOY	1%	1%			-6%	-5%			
	货币中性YOY	7%	8%			0%	4%		日本/韩国高位数增长	9%
拉美	金额	2,291	2,202	4.0%		479	480	-0.2%		
	YOY	9%	4%			-12%	-12%			
	货币中性YOY	22%	21%			1%	7%		两位数增长	10%
<b>分品类收入</b>										
鞋	金额	12,139	11,981	1.3%		2,551	2,561	-0.4%		
	货币中性YOY	4%	8%			8%	8%			
服	金额	7,806	8,208	-4.9%		1,910	2,127	-10.2%		
	货币中性YOY	-6%	-13%			-13%	-13%			
配饰	金额	1,483	1,257	18.0%		350	188	86.3%		
	货币中性YOY	3%	-1%			-1%	-1%			
<b>分渠道收入</b>										
DTC	货币中性YOY	3%	8%			-2%	2%			
电商	货币中性YOY	-5%	-1%			-12%	4%			
自有商店	货币中性YOY	12%	9%			9%	9%			
批发	货币中性YOY	-4%	-8%			-8%	-8%			
<b>财务比率</b>										
	毛利率	47.5%	47.5%	0.0%		44.6%	45.0%	-0.4%		
	同比	0.2%	0.2%	0.0%		5.5%	5.9%			
	SG&A/收入	47.0%	46.7%	0.3%		53.0%	55.0%	-2.0%		
营业利润	金额	268	264	1.6%	指引上调: 1) 基本营业利润预计达到约1亿欧元的水平 (此前: 将接近盈亏平衡水平) 2) 若包含以上因素, 目前预计2023年的营业亏损为1亿欧元 (之前为亏损4.5亿欧元)	-377	-372	-1.2%	营业利润预计为5亿元 (预计不利的货币影响将对公司2024年的盈利能力产生重大影响; 目前假定Yeezy剩余存货的销售是按成本进行的, 因此该产品的销售预计不会对营业利润产生影响)	852.84
	YOY	-60%	-61%			48%	49%			
	营业利润率	1.3%	1.2%	0.0%		-7.8%	-7.7%	-0.1%		
	营业利润率同比	-1.7%	-1.7%			6.1%	6.2%			
EMEA	金额	1280	1327	-3.5%		209	379	-44.9%		
	YOY	-24%	-21%			-39%	12%			
	营业利润率	15.5%	16.0%	-0.4%		11.2%	19.3%	-8.1%		
	营业利润率同比	-4.1%	-3.7%			-5.2%	2.9%			
北美	金额	273	475	-42.5%		-9	256	-103.5%		
	YOY	-72%	-52%			-121%	495%			
	营业利润率	5.2%	8.9%	-3.6%		-0.8%	19.2%	-20.0%		
	营业利润率同比	-10.2%	-6.6%			-3.6%	16.4%			
大中华区	金额	553	563	-1.9%		2	153	-98.7%		
	YOY	72%	75%			101%	171%			
	营业利润率	17.3%	18.1%	-0.8%		0.3%	26.3%	-26.0%		
	营业利润率同比	7.2%	8.0%			41.6%	67.6%			
亚太地区	金额	472	430	9.8%		120	108	11.4%		
	YOY	-3%	-12%			18.8%	6.7%			
	营业利润率	20.9%	18.9%	2.0%		21.1%	18.7%	2.3%		
	营业利润率同比	-0.7%	-2.8%			4.5%	2.1%			
拉美	金额	482	490	-1.7%		72	84	-14.7%		
	YOY	179%	4%			-27%	-14%			
	营业利润率	21.0%	22.3%	-1.2%		15.0%	17.6%	-2.6%		
	营业利润率同比	-1.4%	-0.2%			-3.0%	-0.4%			
净利润	金额	-75	-11	-591.2%		-379	-301	-25.8%		
	YOY	-112%	-102%			26%	41%			
摊薄EPS	数值	-0.4	-0.1	-600.0%		-2.13	-1.99	-7.0%		
	YOY	-113%	-102%			26%	31%			
库存	金额	4,525	5,079	-10.9%		4,525	5,079	-10.9%		
	YOY	-24%	-15%			-24%	-15%			

资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

### ◆ 2023 财年业绩：不变汇率收入同比持平，库存金额同比下降 24%降幅超预期

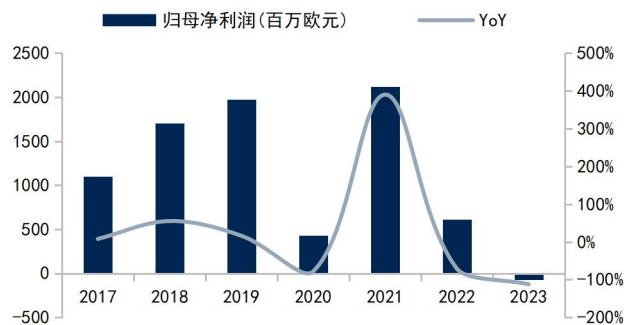
2023 财年公司实现收入 214.3 亿欧元，不变汇率收入与上年持平。2023 财年收入受到负面影响包括：1) 批发渠道库存高企，公司控制发货进而导致批发收入下滑；2) Yeezy 业务终止导致相较 2022 年销售额下滑约 5 亿，剔除 Yeezy 影响不变汇率收入增长 2%。

图2: 公司历年收入与变化情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司历年归母净利润与变化情况



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:** 不变汇率角度, 1) 拉美、大中华区、亚太地区表现较好, 收入分别增长 22%/8%/7%, 其中大中华区全年批发和自有商店渠道均强劲增长双位数; 2) EMEA 地区收入持平, 全年自有商店渠道增长双位数, 但收入增长被批发渠道下滑所抵消; 3) 北美市场受到 Yeezy 和批发渠道控制发货的负面影响较大, 收入下滑 16%。

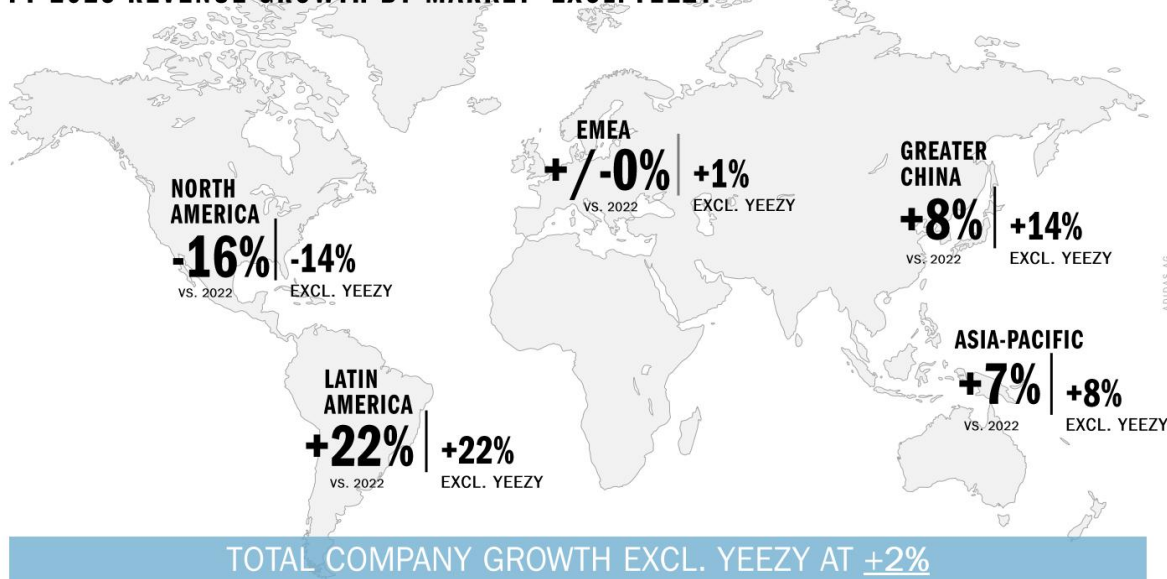
大中华区营业利润率同比大幅提升, 全年营业利润率同比提升 7.2 个百分点至 17.3%。

**分品类:** 不变汇率角度, 鞋、配饰收入分别增长 4%和 3%, 服饰收入下滑 6%。尽管受到 Yeezy 影响, 鞋类依然保持较快增长; 服饰收入下滑, 主要受控制批发渠道发货影响较大。

**分渠道:** 不变汇率角度, 1) **批发渠道:** 收入下滑 4%, 主要因公司采取降低市场高库存水平的措施而控制发货, 其中拉美和大中华区批发渠道收入仍然实现双位数增长。2) **DTC 渠道:** 收入增长 3%, 主要受自有商店强劲增长 12%所带动, 除北美以外的所有市场自有商店渠道均实现双位数的强劲增长; 电商渠道收入下滑 5%, 主要受 Yeezy 和公司减少打折活动影响, 在自有电商平台全价销售额增长双位数。

图4: 阿迪达斯 2023 年分地区不变汇率收入增速

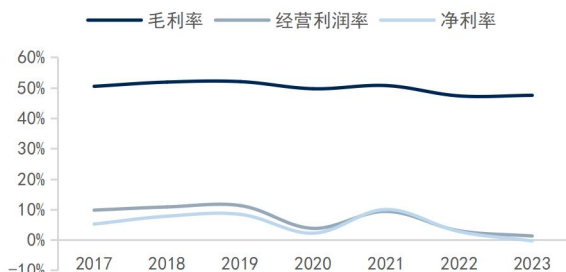
FY 2023 REVENUE GROWTH BY MARKET- EXCL. YEEZY



资料来源: 阿迪达斯官网, 国信证券经济研究所整理

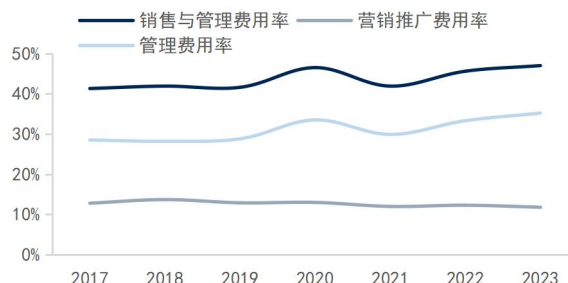
毛利率提高 0.2 百分点至 47.5%；营业利润 2.68 亿欧元。业绩超此前指引的原因是第四季度的运营好于预期，带来约 1 亿欧元的业绩增长；以及公司决定不注销绝大部分现有的 Yeezy 库存，2023 仅注销了小几千万欧元，剩余约 2.68 亿欧元库存未注销，公司计划在 2024 年至少按成本价出售剩余的 Yeezy 产品。

图5：公司历年利润率变化情况



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图6：公司历年费用率与变化情况

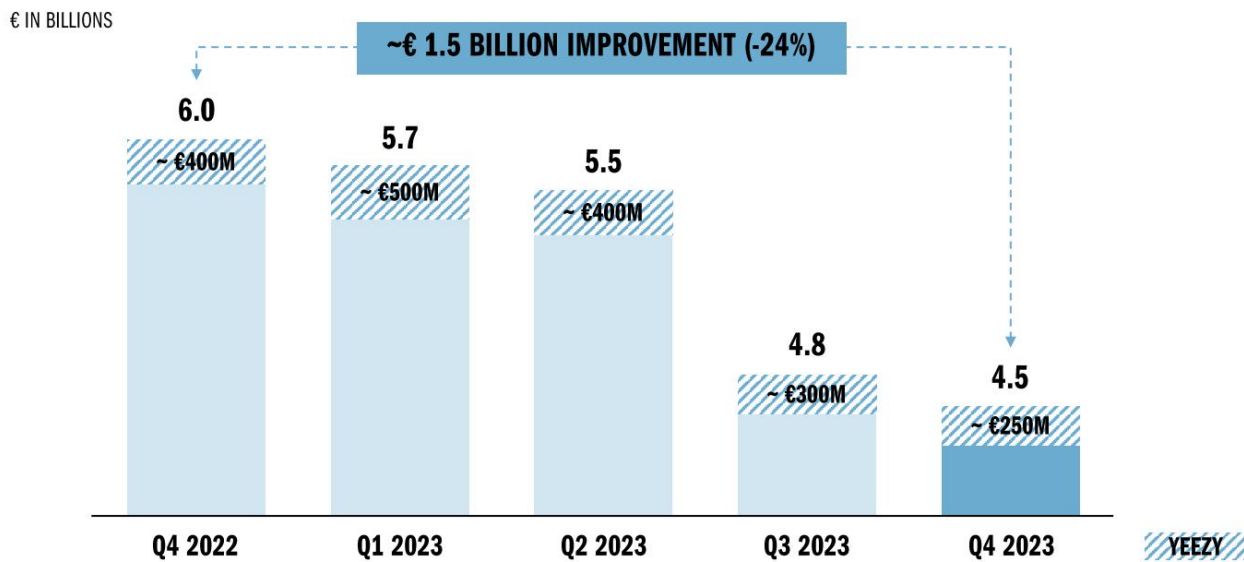


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

库存金额同比大幅下降 24%至 45.25 亿欧元，相较 2022 年年末减少近 15 亿欧元，降幅超彭博一致预期。公司库存管理举措包括大幅减少采购量，以及战术性地重新利用现有库存。

图7：阿迪达斯库存变动

## INVENTORY DEVELOPMENT



资料来源：阿迪达斯官网，国信证券经济研究所整理

◆ 2023 财年四季度：不变汇率收入-2%，大中华区收入强劲增长 37%超彭博一致预期，鞋类仍保持稳健增长，毛利率大幅提升 5.5 百分点

FY23Q4 公司收入 48.1 亿欧元，同比-7.6%，不变汇率收入-2.0%，其中包括阿根廷比索贬值带来约 5%的负面影响。在四季度公司还继续控制批发渠道发货以降低库存水平，尤其是在北美地区。

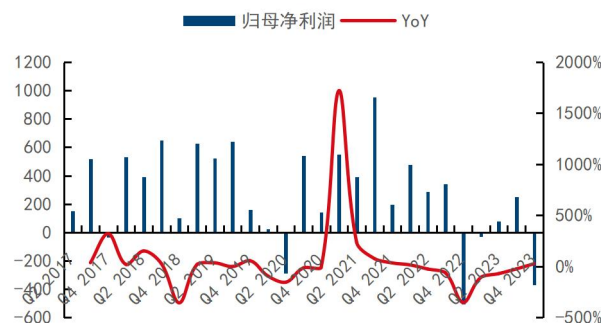


图8: 公司单季度收入与增长情况



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司单季度净利润与增长情况

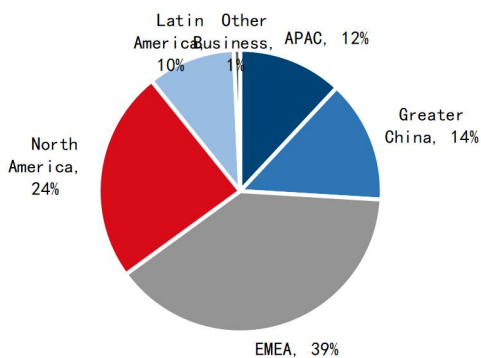


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

收入拆分来看:

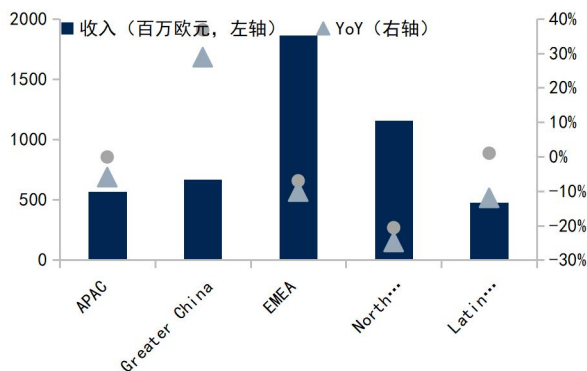
- **分地区:** 不变汇率角度, 1) 大中华区收入强劲增长 37%, 超彭博一致预期; 2) 拉美、亚太地区收入分别+1%和持平; 3) EMEA 和北美收入分别下滑 7%和 21%, 北美地区收入大幅下滑主要受批发渠道控制发货影响; EMEA 地区收入下滑, 主要受 2022 年同期世界杯足球赛带动下基数较高影响。
- **分品类:** 不变汇率角度, 1) **鞋类:** 尽管受到 Yeezy 的重大影响, 第四季度鞋类收入仍增长 8%, 主要受 Originals 和 Skateboarding 系列两位数强劲增长的推动 2) **服饰:** 第四季度收入下降 13%, 主要由于 2022 年同期世界杯足球赛带动下球衣销售强劲, 基数较高。此外, 由于服装市场尤其北美地区面临较高的库存水平, 公司继续对批发渠道采取保守的销售策略。
- **分渠道:** 不变汇率角度, 批发和 DTC 渠道收入分别下降 8%和 2%。其中自有商店渠道收入增长 9%, 主要受 EMEA 地区以及大中华区该渠道双位数增长带动; 电商渠道收入下滑 12%, 主要受 Yeezy 和公司减少打折活动影响, 在自有电商平台全价销售份额同比增加约 10%。

图10: 2023 年第四季度分地区收入占比



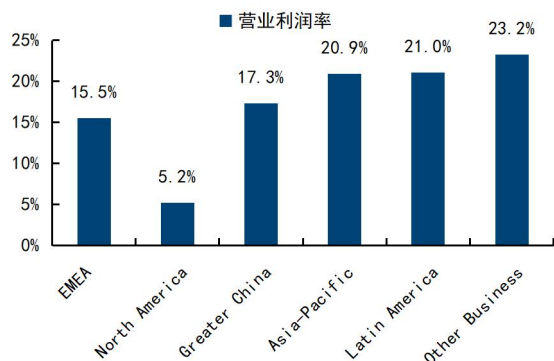
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图11: 2023 年第四季度分地区收入及同比情况



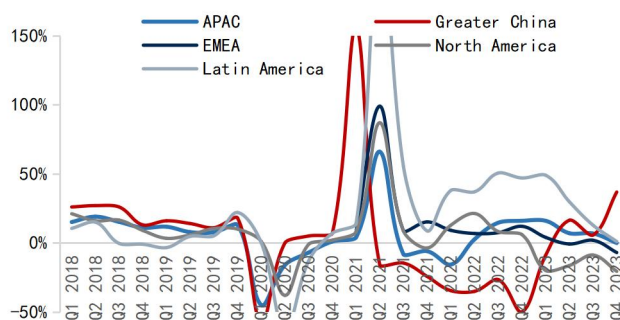
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图12: 2023 年分地区营业利润率



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司历年分地区单季度不变汇率收入增速



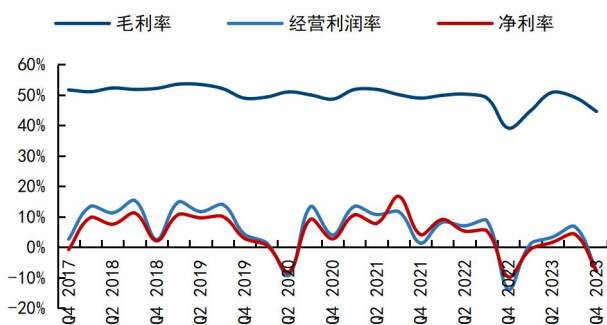
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

运费降低、折扣水平改善、更有利的业务组合、更低的库存补贴致毛利率同比提升。FY23Q4 毛利率大幅提升 5.5 个百分点至 44.6%，毛利率提升主要得益于运费降低、折扣水平改善、更有利的业务组合、更低的库存补贴；同时不利的汇率变动、更高的产品成本、Yeezy 业务终止对毛利率产生负面影响。

SG&A 费用率同比下降 1.3%至 53%，其中包括约 5000 万欧元的一次性费用。

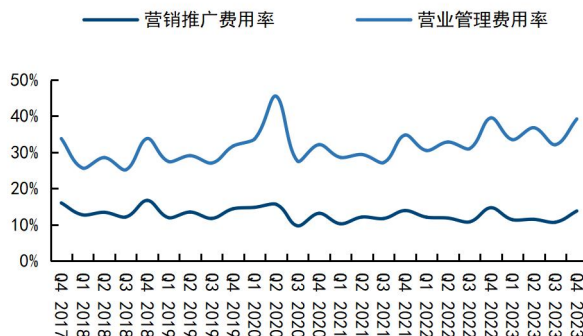
本季度公司营业亏损为 3.77 亿欧元，其中包括因阿根廷货币大幅贬值造成的约 1 亿欧元的负面影响；净利润亏损 3.8 亿欧元，相较 2022 年同期亏幅收窄。

图14: 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15: 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

◆ 业绩指引：维持此前预告对 2024 财年指引，预计不变汇率收入中个位数增长，营业利润达 5 亿欧元，给出分地区增长指引，大中华区预计双位数增长

➢ 收入：预计不变汇率收入中个位数增长，剔除 Yeezy 影响阿迪基本业务收入将以高个位数增长

阿迪达斯预计 2024 年的不变汇率收入将以中个位数增长，指引包含假设将按成本价出售剩余的 Yeezy 库存，销售额达到约 2.5 亿欧元。

如果不考虑 Yeezy 在这两年的收入，指引反映的是阿迪达斯基本业务不变汇率收入高个位数增长，预计一季度就能看到增长，下半年将更加强劲以两位数增长。

分地区看：1) 北美地区上半年仍将继续控制批发渠道发货，预计全年不变汇率收入中个位数下降；2)

大中华区和拉美地区收入预计双位数增长；3) 欧洲、新兴市场、日本、韩国预计高个位数增长。

➤ **营业利润：预计为 5 亿欧元**

预计 2024 年的营业利润约为 5 亿欧元。由于目前假定 Yeezy 剩余库存的销售是按成本进行的，因此目前预计该产品的销售计划不会对公司今年的营业利润产生影响。不利的汇率影响预计将对公司 2024 年的盈利能力产生重大影响，将持续影响 2024 年的收入和毛利率。

图16: 阿迪达斯 2024 全年指引

### FY 2024 GUIDANCE OVERVIEW

FY 2024 GUIDANCE		ASSUMPTIONS
<b>NET SALES GROWTH</b>	MID-SINGLE-DIGIT GROWTH	<b>SELLING REMAINING YEEZY INVENTORY AT COST</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ €250m top-line contribution</li> <li>▪ No operating profit contribution</li> </ul>
CURRENCY-NEUTRAL	(EXCL. YEEZY: HIGH-SINGLE-DIGIT GROWTH)	
<b>OPERATING PROFIT REPORTED</b>	€500M	<b>SIGNIFICANT FX HEADWIND</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Translational on top-line</li> <li>▪ Transactional on gross margin</li> </ul>
		<b>CONTINUED INVESTMENT IN MARKETING AND SALES</b>

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：大中华区持续表现亮眼、库存改善效果明显，看好供应商订单与零售商销售恢复确定性**

1. **供应商**：阿迪达斯 2023 年加大库存清理力度，截至 2023 年末，库存金额同比下降 24%，降幅超彭博一致预期；公司通过控制批发渠道发货，零售商库存水平也在改善，当前仅北美市场仍存在库存问题，公司表示 2024 年上半年仍将收紧北美地区批发渠道发货，预计北美库存问题有望在 2024 年年中缓解。耐克、Deckers、Puma 等其他国际运动品牌库存基本均恢复健康水平，看好随品牌商去库陆续完成、上游供应商订单回暖，且下游边际改善有望率先提振核心供应商估值，重点推荐**申洲国际、华利集团**。
2. **品牌商**：阿迪达斯第四季度大中华区收入增长亮眼，客流回暖，终端销售势头良好；折扣率水平逐季改善，本土品牌在消费复苏与促销环境改善的情况下有望加速增长，继续看好本土品牌份额提升，重点推荐**安踏体育、李宁**。
3. **零售商**：品牌大中华区销售势头良好，尤其四季度收入大幅增长，重视批发渠道本土化运营，建议关注库存去化后客流回暖趋势下的基本面加速修复，重点推荐**滔搏、宝胜国际**。

◆ **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：

- 《纺织服装海外跟踪系列三十八-亚玛芬 2023 收入增长 23%，首次给出 2024 全年指引》——2024-03-07
- 《纺织服装 3 月投资策略-1-2 月越南纺织出口大幅转正，品牌消费表现稳健》——2024-03-04
- 《纺织服装品牌力跟踪月报 202402 期-2 月运动品牌虎扑热度提升，识货平台折扣收窄》——2024-03-04
- 《纺织服装双周报（2402 期）-国内春节消费较景气，代工台企数据改善》——2024-02-20
- 《国际品牌财报总结专题-品牌库存去化进展明显，看好供应商订单恢复确定性》——2024-02-07



## 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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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（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所提及的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