

纺织服装海外跟踪系列四十九

耐克宣布更换 CEO，关注运动产业链投资机会

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 纺织服装

◆ 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：北美时间2024年9月19日，耐克宣布Elliott Hill将接替John Donahoe出任集团总裁兼首席执行官，自2024年10月14日起生效，同时Elliott Hill也将成为耐克集团董事会成员和执行委员会成员。

国信纺服观点：1) **两位 CEO 履历：**Elliott Hill 是耐克资深员工和领导者，从 1988 年实习到 2020 年退休，曾在耐克工作 32 年，且任高管期间获得优异成绩；John Donahoe 曾在贝恩咨询公司工作近二十年，2020 年正式担任耐克 CEO。2) **市场观点：**对于 Elliott Hill 的回归市场一致保持积极态度。市场观点认为 Hill 曾在耐克工作 32 年，他的回归有助于重振耐克活力，耐克重回专注于产品创新和营销的竞争优势。Donahoe 推动渠道直营化缩减分销网络、沿用受欢迎的鞋类产品线而非创新，可能对市场份额丢失留下隐患。3) **Nike 最新业绩和指引核心观点：**FY2024Q4 业绩不及预期，大中华区收入增长超预期，库存好于预期，下调 FY2025 及上半财年收入指引。4) **港股/A 股耐克相关标的梳理：**港股和 A 股上市公司中，有 Nike 头部运动服供应商申洲国际、运动鞋供应商华利集团、下游零售商滔搏，Nike 均为其第一大客户，收入占比均在 30%以上。从历史股价和估值来看，Nike 上下游与品牌估值和股价变动强相关，基本保持同涨同跌。5) **风险提示：**下游需求不及预期，海外经济衰退，国际政治经济风险。6) **投资建议：**耐克此次更换 CEO 释放积极信号，有望带动品牌上下游企业基本面和估值提升。耐克 FY2024 收入增速放缓，第四季度业绩低于管理层指引和彭博一致预期，同时对 FY2025 指引不甚乐观，预期收入下降中个位数。耐克近年来发展面临细分赛道新兴品牌冲击，以及产品创新动力不足的问题，本次 CEO 更换为曾在公司工作 32 年的 Elliott Hill，有望重振公司产品创新和营销动力。从公司管理层和市场观点来看，一致预期积极。品牌库存健康，在 2023 年供应商订单低基数的基础上，今年供应商订单恢复确定性强，重点推荐与公司深度绑定、具备长期市场份额提升能力的核心供应商申洲国际、华利集团；以及看好 Nike 经历短期调整、增长恢复后，带动核心零售商滔搏销售增长。

评论：

◆ 耐克宣布更换 CEO 为前资深高管 Elliott Hill，公司董事长与市场对此表示积极态度，股价一度上涨 10%

9月19日，耐克宣布 Elliott Hill 将接替 John Donahoe 出任集团总裁兼首席执行官，自 2024 年 10 月 14 日起生效，同时 Elliott Hill 也将成为耐克集团董事会成员和执行委员会成员。而 John Donahoe 将于 10 月 13 日退休，继续担任公司顾问，以确保平稳过渡至 2025 年 1 月 31 日。该消息发布后，股价在盘后交易中一度上涨了 10%至 89.1 美元。

耐克公司执行董事长 Mark Parker 表示：“我很高兴欢迎 Elliott 重返 NIKE。考虑到我们对未来的需求和过去的业务表现，并经过深思熟虑的继任程序，董事会认为 Elliott 的全球专业知识、领导风格以及对我们行业和合作伙伴的深刻理解，再加上他对体育、我们的品牌、产品、消费者、运动员和员工的热情，使他成为领导耐克下一阶段发展的合适人选。就我个人而言，我与 Elliott 共事了 30 多年，我期待着支持他和他的高级管理团队抓住未来的机遇。”同时董事长表示：“我要感谢 John 作为总裁兼首席执行官以及董事会成员为耐克公司做出的贡献。我尤其要感谢他在新冠疫情期间领导公司所发挥的作用，以及他对耐克在全球社区所做投资的坚定支持。”

从两位 CEO 过去履历来看：Elliott Hill 是耐克资深员工和领导者，从 1988 年实习到 2020 年退休，曾在耐克工作 32 年，且任高管期间获得优异成绩；John Donahoe 曾在贝恩咨询公司工作近二十年，2020 年正式担任耐克 CEO。

Elliott Hill 此前曾在公司工作 32 年，并于 2020 年退休。1986 年至 1987 年他在北美四大职业体育大联盟之首的 NFL 达拉斯牛仔队担任训练师。1988 年加入耐克之后，主要在销售部门工作，直至 2000 年，Hill 成为耐克 EMEA（欧洲、中东和非洲）销售和零售副总裁。2003 年担任耐克美国的零售副总裁和总经理。2006 年，Hill 升任耐克全球零售副总裁。离开耐克之前的 2018 年至 2020 年，他的最后一个职位是消费者和市场总裁，领导 Nike 和 Jordan 品牌的所有商业和营销业务，包括公司四个地区的损益。

John Donahoe 于 2014 年加入耐克董事会，2020 年 1 月正式从耐克老臣 Mark Parker 手中接过了耐克集团 CEO 一职。此前，他曾担任 Service Now 和 eBay 公司的总裁兼首席执行官，并继续担任 PayPal 董事会主席。在职业生涯早期，他曾在贝恩公司工作了近二十年，并于 1999 年成为该公司的总裁兼首席执行官。John 曾是一名篮球运动员，终生热爱体育运动，拥有斯坦福大学商学院工商管理硕士学位和达特茅斯学院经济学学士学位。

表1: 两位 CEO 履历

Elliott Hill	John Donahoe
1988 年以实习生身份加入耐克，拥有超过 32 年在耐克的工作经历。	贝恩咨询公司工作 20 年，从助理顾问开始做起逐步晋升，于 1999 年成为该公司的总裁兼首席执行官。
1998 - 2000 年：担任团队体育部门总监两年。	2005 年 3 月，被聘为 eBay Marketplaces 总裁，负责专注于 eBay 的核心业务，该业务占公司收入的很大一部分。
2000 - 2003 年：担任耐克 EMEA 地区销售和零售副总裁三年。	2008 年，被任命为 eBay 的首席执行官，在职期间进行了多次收购，包括 Shopping.com 和 StubHub，以及分类广告网站 Gumtree 和 Loquo，还有 Shut! 等。2015 年离开 eBay 后。
2003 - 2004 年：回到美国市场，担任耐克美国零售副总裁兼总经理一年。	2017 年 2 月，被宣布为 ServiceNow 的总裁兼首席执行官，这是一家他在 eBay 工作时熟悉的软件公司。
2004 - 2005 年：担任耐克美国商务部副总裁。	
2006 - 2010 年：出任耐克全球零售副总裁。	
2010 - 2013 年：担任耐克北美地区副总裁兼总经理。	
2013 - 2016 年：担任耐克地区和销售总裁。	
2016 - 2018 年：担任耐克地区与综合市场总裁。	在 2014 年加入耐克董事会，于 2020 年 1 月出任公司 CEO。在他的领导下，公司年销售额从约 370 亿美元大幅增长至 2024 财年的超过 510 亿美元。但由于决定沿用受欢迎的鞋类产品线而非进行创新，公司股价在今年大幅下滑。
2018 - 2020 年：担任耐克消费者与市场部总裁，领导耐克和乔丹品牌的所有商业和市场运营。2020 年从耐克退休。	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从市场观点来看：对于 Elliott Hill 的回归市场一致保持积极态度。市场观点认为 Hill 曾在耐克工作 32 年，他的回归有助于重振耐克活力，耐克重回专注于产品创新和营销的竞争优势。Donahoe 推动渠道直营化缩减分销网络、沿用受欢迎的鞋类产品线而非创新，可能对市场份额丢失留下隐患。

表2: 市场观点

分析师	观点
Barrons 作者 Sabrina Escobar & Ben Levisohn	整个运动服装行业在疫情年份的强劲增长后出现了放缓。但 On 和 Hoka 最近的成功表明，耐克的一些问题是自找的。例如，在 Donahoe 的领导下，耐克缩减了其批发分销网络，选择更专注于直销业务。在此过程中，公司与许多长期合作的实体零售合作伙伴（如 Foot Locker、DSW 和 Macy's）切断了联系，这为竞争对手窃取了部分耐克的市场份额创造了机会。
BMO 资本市场分析师 Simeon Siegel	Elliott Hill 在内部和零售合作伙伴中为人熟知并受欢迎，可能会带来即时的士气提升。显然，成功需要激动人心的产品和时间但我们预计希尔将带领耐克重回 NIKE 的竞争优势（专注于产品/营销）与近年的变化。
巴克莱银行分析师 Adrienne Yih	我们看好耐克的公告，尤其是 Elliot Hill 的回归。虽然结果需要时间来显现，但我们相信聘请一位在耐克工作了 32 年之久的退休老将将有助于重新点燃全公司对产品创新的关注。
威廉姆斯交易公司分析师 Sam Poser	这一消息非常积极，耐克公司和整个组织都会充满活力，然而要实现真正的产品和品牌进化，至少还需要 15-18 个月的时间。
Bloomberg Intelligence 分析师 Poonam Goyal	考虑到他之前在耐克公司 32 年的职业生涯中担任过各种职务，这一消息很可能是一个积极的催化剂。在他 32 年的职业生涯中，他曾在耐克公司担任过各种职务。Hill 上一次担任耐克消费者和市场总裁是在 2018-2020 年间，这为他执行扭亏为盈奠定了良好的基础。
Bernstein 分析师 Aneasha Sherman	Hill 是这一职位的理想人选，他在耐克工作了 32 年，直到 2020 年退休，其中包括在 EMEA 地区担任高级零售职务。

资料来源：Barrons, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

◆ Nike 最新业绩和指引核心观点：FY2024Q4 业绩不及预期，大中华区收入增长超预期，库存好于预期，下调 FY2025 及上半财年收入指引

FY2024Q4 收入同比-2%，不及彭博一致预期（+1%）和公司此前指引（小幅增长）。分区域看，大中华区收入增速超彭博一致预期，主要受益于电商 618 大促活动提前、增厚电商渠道收入。公司净利润好于彭博一致预期，库存降幅好于彭博一致预期；市场库存恢复健康，批发渠道收入增长提速。

展望未来，公司下调对 2025 财年及上半年的收入指引，收入下调的原因包括：①电商渠道生活方式业务下滑较多，趋势从 4、5 月延续到 6 月。②汇率影响，美元比之前预期更强势。③对大中华区市场预期更弱。④优化核心 ip 从之前计划的上半年延续到下半年。⑤618 延长到 5 月增厚 FY24Q4 业绩但影响 FY25Q1。⑥北美船运时间提前发货，影响 FY25Q1。

图1：耐克 FY2024（截至 2024/5/31）业绩和指引

耐克 FY2024业绩和指引速览										
单位：百万美元	项目	2024财年-实际	2024财年-彭博预期	Beat/Miss	2024财年指引	2024Q4-实际	彭博预期	Beat/Miss	2025财年指引	彭博预期
类型	2024/5/31	2024/5/31			2024/5/31	2024/5/31			2025/5/31	2025/5/31
总收入	金额	51,362	51,674	-0.6%		12,606	12,898	-2.3%		52,397
	YTD	0%	1%		全年：维持：增长1% Q4：维持：小幅增长（此前：低个位数增长） （美元走强对第四季度报告收入产生1个百分点的负面影响）	-2%	1%		下调：25财年收入下降中位数，上半财年下降高个位数，一季度下降10% （此前：全财年收入有所增长，上半财年下降低个位数）	2%
	货币中性YTD	1%	2%			0%	2%			2%
分品牌收入										
NIKE	金额	49,322	49,512	-0.4%		12,149	12,341	-1.6%		
	YTD	1%	2%			-1%	1%			
	货币中性YTD	1%	0%			1%	0%			
Converse	金额	2,082	2,153	-3.3%		480	551	-12.8%		
	YTD	-14%	-11%			-18%	-6%			
	货币中性YTD	-15%	-17%			-17%	-17%			
分地区收入										
北美	金额	21,396	21,577	-0.8%		5,278	5,459	-3.3%	52.8	
	YTD	-1%	0%			-1%	2%			
	货币中性YTD	-1%	0%			-1%	2%			
EMEA	金额	13,607	13,624	-0.1%		3,292	3,305	-0.4%	32.9	
	YTD	1%	2%			-2%	-1%			
	货币中性YTD	0%	0%			1%	1%			
大中华区	金额	7,545	7,514	0.4%		1,863	1,832	1.7%	18.6	
	YTD	4%	4%			3%	1%			
	货币中性YTD	8%	7%			7%	4%			
亚太拉美	金额	6,729	6,772	-0.6%		1,705	1,748	-2.5%	17.1	
	YTD	5%	5%			1%	3%			
	货币中性YTD	5%	7%			4%	7%			
分品类收入										
鞋	金额	33,427	33,846	-1.2%		8,237	8,651	-4.8%		
	货币中性YTD	1%				-2%				
服	金额	13,775	13,700	0.5%		3,323	3,249	2.3%		
	货币中性YTD	0%				4%				
分渠道收入										
NIKE Direct	货币中性YTD	1%				-7%				
NIKE Digital	货币中性YTD	-3%	2%			-10%	4%			
批发	货币中性YTD	2%				8%				
财务比率										
毛利率		44.6%	44.8%	-0.2%	全年：下调：同比增长1.2pp（此前：1.4-1.6pp）（包含大约60个基点的汇率不利因素影响，重组费用带来15个基点不利影响） Q4：下调：将扩大1.6-1.8pp（此前：2.25-2.5pp）	44.7%	45.3%	-0.6%	增长10-30bps（一季度与全年预期一致）	45.5%
同比		1.1%	1.3%			1.1%	1.7%			
SG&A		32.3%			全年：上调：SG&A费用增长低个位数 Q4：上调：将略有下降（此前为高于上半年增长率） 下半年约4.5亿美元的重组费用，三季度产生了4.03亿美元，这主要影响SG&A，对全年毛利率产生约15个基点的影响 若剔除重组费用，SG&A费用同比持平	34.1%			费用增长将略高于上年（一季度费用增长中位数）	
营业利润	金额	6,755	6,536	3.3%		1,591	1,555	2.3%		
	YTD	14%	11%			31%	28%			
	营业利润率	13.2%	12.6%			12.6%	12.1%			
	营业利润率同比	1.6%	1.1%			3.1%	2.6%			
北美	金额	5822	5896	-1.3%		1,462	1,601	-8.7%	14.6	
	YTD	7%	8%			5%	15%			
	营业利润率	27.2%	27.3%			27.7%	29.3%			
	营业利润率同比	2.0%	2.1%			1.7%	3.4%			
EMEA	金额	3388	3488	-2.9%		797	823	-3.2%		
	YTD	-4%	-1%			2%	5%			
	营业利润率	24.9%	25.6%			24.2%	24.9%			
	营业利润率同比	-1.4%	-0.7%			0.9%	1.6%			
大中华区	金额	2309	2362	-2.3%		548	555	-1.2%		
	YTD	1%	3%			4%	5%			
	营业利润率	30.6%	31.4%			29.4%	30.3%			
	营业利润率同比	-0.9%	-0.1%			0.2%	1.1%			
亚太拉美	金额	1888	1894	-0.5%		479	497	-3.5%		
	YTD	-2%	-2%			4%	7%			
	营业利润率	28.0%	28.0%			28.1%	28.4%			
	营业利润率同比	-2.0%	-2.1%			0.9%	1.2%			
净利润	金额	5,700	5,615	1.5%	全年：此前：强劲的毛利率执行和严格的成本控制使我们能够抵消下半年收入的疲软，推动盈利增长。如果不计入重组费用，预计全年盈利将达到之前的预期。	1,500	1,296	15.8%		
	YTD	12%	11%			45%	26%			
经调整摊薄EPS	数值	3.95	3.7	6.8%		1.01	0.85	18.8%		
	YTD	22%	15%			53%	29%			
库存	金额	7,519	7,975	-5.7%		7,519	7,992	-5.9%		
	YTD	-11%	-6%			-11%	-5%			

资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

◆ 港股/A股耐克相关标的梳理

港股和A股上市公司中，有Nike头部运动服供应商**申洲国际**、运动鞋供应商**华利集团**、下游零售商**滔搏**。

1) Nike是申洲国际第一大客户，申洲国际为Nike第一大服装供应商，为耐克提供面料到成衣一体化的运动服生产制造，合作长达20年，为Nike开发的代表性面料产品有鞋面flyknit等。近年来Nike在申洲收入占比稳定在30%左右，近期耐克表现较差压制申洲估值。

2) Nike是华利集团第一大客户，华利为Nike旗下的Nike、AJ、Converse品牌提供运动鞋，近年来基于合作关系紧密，华利在Nike供应商中订单份额提升、叠加产品结构变化带来的价格提升，Nike在华利收入占比从2017年的28%提升至2023年的38%；近期虽Nike表现较差，但有高景气跑鞋客户如HOKA、On和切入阿迪供应链的预期对冲影响。

3) 滔搏是耐克在中国最大的经销商，耐克是滔搏最大主力品牌，滔搏为耐克打造标杆旗舰店，终端销售直接相关。滔搏的主力品牌为耐克和阿迪达斯，近年来一方面主要由于阿迪达斯大中华区表现较弱，另一方面由于公司不断拓展新品牌，主力品牌收入占比从FY2017的90%下降至FY2023的86%。

表3: 申洲/华利/滔搏 Nike 收入占比及同比

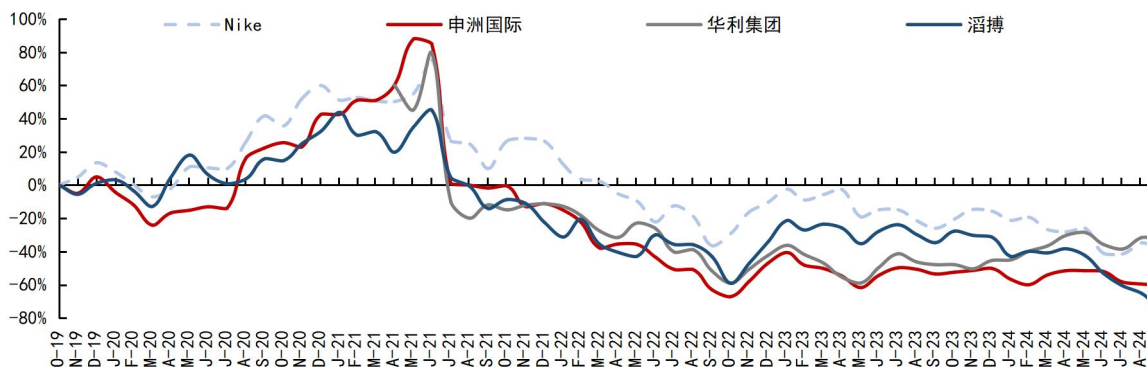
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
申洲国际							
营收（百万元）	18,085.30	20,950.20	22,665.30	23,030.70	23,845.00	27,781.40	24,969.80
Nike收入（百万元）	5,256.06	6,258.78	6,780.54	6,168.40	7,077.24	8,630.51	7,696.60
Nike占比	29.1%	29.9%	29.9%	26.8%	29.7%	31.1%	30.8%
Nike同比		19.1%	8.3%	-9.0%	14.7%	21.9%	-10.8%
华利集团							
营收（百万元）	10,009.18	12,388.48	15,165.66	13,931.14	17,469.58	20,569.27	20,113.74
Nike收入（百万元）	2,776.02	3,150.81	4,132.07	4,595.68	6,181.01	7,921.94	7,608.70
Nike占比	27.7%	25.4%	27.2%	33.0%	35.4%	38.5%	37.8%
Nike同比		13.5%	31.1%	11.2%	34.5%	28.2%	-4.0%
滔搏							
营收（百万元）	26,549.90	32,564.40	33,690.20	36,009.00	31,876.50	27,073.20	28,933.20
Nike+Adidas收入（百万元）	23,537.70	28,253.40	29,489.50	31,421.20	27,569.30	23,324.00	24,834.10
Nike+Adidas占比	88.7%	86.8%	87.5%	87.3%	86.5%	86.2%	85.8%
Nike+Adidas同比		20.0%	4.4%	6.6%	-12.3%	-15.4%	6.5%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：对应滔搏FY2018-2024

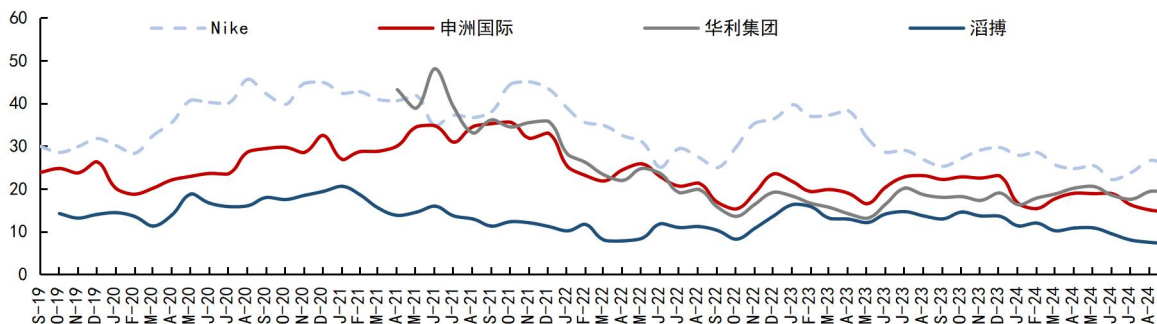
从历史股价和估值来看，Nike上下游与品牌估值和股价变动强相关，基本保持同涨同跌。

图2: 耐克/申洲/华利/滔搏股价



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

图3：耐克/申洲/华利/滔搏估值



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：耐克此次更换 CEO 释放积极信号，有望带动品牌上下游企业基本面和估值提升

耐克 FY2024 收入增速放缓，第四季度业绩低于管理层指引和彭博一致预期，同时对 FY2025 指引不甚乐观，预期收入下降中个位数。耐克近年来发展面临细分赛道新兴品牌冲击，以及产品创新动力不足的问题，本次 CEO 更换为曾在公司工作 32 年的 Elliott Hill，有望重振公司产品创新和营销动力。从公司管理层和市场观点来看，一致预期积极。品牌库存健康，在 2023 年供应商订单低基数的基础上，今年供应商订单恢复确定性强，重点推荐与公司深度绑定、具备长期市场份额提升能力的核心供应商申洲国际、华利集团；以及看好 Nike 经历短期调整、增长恢复后，带动核心零售商滔搏销售增长。

表4：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价		EPS			PE			PEG
			人民币	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023-2025	
NKE.N	耐克	无评级	572.27	23.16	26.36	22.01	24.7	21.7	26.0	-2.5%	-8.63
可比公司											
ADS.DY	阿迪达斯	无评级	1788.44	-3.30	27.37	57.13	-541.8	65.3	31.3	-	-
2313.HK	申洲国际	优于大市	53.90	3.03	3.93	4.57	17.8	13.7	11.8	22.8%	0.60
300979.SZ	华利集团	优于大市	65.12	2.74	3.35	3.89	23.8	19.4	16.7	19.2%	1.02
6110.HK	滔搏	优于大市	2.14	0.30	0.36	0.37	7.2	6.0	5.8	12.0%	0.50

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。

风险提示

下游需求不及预期，海外经济衰退，国际政治经济风险

相关研究报告：

- 《纺织服装 2024 中报总结-制造出口业绩反弹，运动消费相对占优》——2024-09-11
- 《纺织服装 9 月投资策略-头部制造企业中报亮眼，看好下半年景气度延续》——2024-09-07
- 《纺织服装品牌力跟踪月报 202408 期-8 月运动品牌热度全面提升，识货平台整体折扣改善》——2024-09-07
- 《纺织服装海外跟踪系列四十八-露露乐檬第二季度收入不及预期，管理层下调全年业绩指引》——2024-09-03
- 《纺织服装海外跟踪系列四十七-亚玛芬二季度收入增长 16%，上调全年收入和利润指引》——2024-08-25

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显观点
	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（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