

纺织服装海外跟踪系列五十

耐克一季度收入符合预期，因 CEO 交接撤回全年指引

◆ 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：2024年10月2日，耐克披露截至2024年8月31日的2025财年第一季度业绩：公司实现收入115.9亿美元，同比-10.4%。

国信纺服观点：1) **业绩和指引核心观点：** FY2025Q1 收入基本符合管理层和市场预期，盈利好于市场预期，本次因新旧 CEO 交接撤回全年指引、给出二季度指引；2) **FY2025Q1 业绩：** 一季度销售额下降主要由于直营客流下降幅度超出预期，以及三款经典鞋类 IP 与去年同期相比下降，公司主动减少经典鞋款影响短期收入；毛利率提升幅度好于彭博预期和管理层指引，净利润超彭博一致预期；各地区收入均有下滑，电商渠道下滑幅度较大，EMEA、亚太拉美地区自营商店收入正向增长；3) **管理层业绩指引：** 本次因新旧 CEO 交接撤回 2025 全财年指引，给出二季度指引、收入及毛利率预期下滑、低于市场一致预期。4) **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。5) **投资建议：** 供应商今年订单恢复确定性强，后续增长看好客户结构优质、有持续拓展客户和扩张产能能力的制造商。耐克 FY2025Q1 收入下滑，各地区、各渠道收入增长均有压力，尤其电商渠道下滑幅度较大，一方面受消费需求影响，另一方面公司自身处于调整期、尤其公司主动减少部分经典鞋款 IP 对短期业绩产生较大冲击；Q2 收入预期仍维持 Q1 趋势，下半财年随新品推出趋势有望改善。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，近期宣布 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，我们看好公司经历调整后重新恢复增长。尽管当前销售增长较弱，但基于健康的库存水平，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：

◆ **业绩和指引核心观点：** FY2025Q1 收入基本符合管理层和市场预期，盈利好于市场预期，本次因新旧 CEO 交接撤回全年指引、给出二季度指引

FY2025Q1 收入同比-10%，基本符合彭博一致预期和公司此前指引，不变汇率收入同比-9%，略低于彭博一致预期（-8%）。分区域看，大中华区、亚太拉美地区收入增速超彭博一致预期。毛利率、营业利润、净利润好于彭博一致预期。

展望未来，鉴于新旧 CEO 交接，且本财年还剩三个季度，撤回全年业绩指引，提供季度指引。预计第二季度收入将下降 8%~10%，低于彭博一致预期。

图1：耐克 FY2025Q1（截至 2024/8/31）业绩和指引

耐克 FY2025Q1业绩和指引速览									
单位：百万美元		2024Q1-实际	2025Q1-实际	彭博预期	Beat/Miss	2025Q2指引	2025Q2	2025财年指引	
类型	项目	2024/5/31	2024/8/31			2024/11/30	彭博预期	2025/5/31	
	金额						12491	彭博预期	
总收入	金额	12,606	11,589	11,653	-0.5%			48,845	
	YOY	-2%	-10%	-10%		收入将下降8%-10%	-7%	撤回全年指引 此前下调：25财年收入下降中位数，上半年下降高个位数，一季度下降10%	-5%
	货币中性YOY	0%	-9%	-8%			-6%		-4%
分品牌收入									
NIKE	金额	12,149	11,111	10,672	4.1%				
	YOY	-1%	-10%	-14%					
	货币中性YOY	1%	-9%	-8%					
Converse	金额	480	501	524	-4.4%				
	YOY	-18%	-15%	-11%					
	货币中性YOY	-17%	-14%	-11%					
分地区收入									
北美	金额	5,278	4,826	4,830	-0.1%				
	YOY	-1%	-11%	-11%					
	货币中性YOY	-1%	-11%	-11%					
EMEA	金额	3,292	3,143	3,268	-3.8%				
	YOY	-2%	-13%	-9%					
	货币中性YOY	1%	-12%	-8%					
大中华区	金额	1,863	1,666	1,619	2.9%				
	YOY	3%	-4%	-7%					
	货币中性YOY	7%	-3%	-6%					
亚太拉美	金额	1,705	1,462	1,448	0.9%				
	YOY	1%	-7%	-8%					
	货币中性YOY	4%	-2%	-2%					
分品类收入									
鞋	金额	8,237	7,462	7,615	-2.0%				
	货币中性YOY	-2%	-10%	-10%					
服	金额	3,323	3,032	3,013	0.6%				
	货币中性YOY	4%	-9%	-9%					
分渠道收入									
NIKE Direct	货币中性YOY	-7%	-12%	-14%					
-NIKE Digital	货币中性YOY	-10%	-20%	-14%					
批发	货币中性YOY	8%	-7%	-7%					
财务比率									
	毛利率	44.7%	45.4%	44.4%	1.0%	毛利率将下降约150个基点	44.7%	此前：增长10~30bps (一季度与全年预期一致)	44.8%
	同比	1.1%	1.2%	0.2%			0.1%		0.2%
	SG&A	32.4%	34.9%			SG&A与上年基本持平		此前：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	1,591	1,209	888	36.1%				
	YOY	31%	-25%	-45%					
	营业利润率	12.6%	10.4%	7.6%					
	营业利润率同比	3.1%	-2.0%	-4.9%					
北美	金额	1,462	1,216	1,097	10.9%				
	YOY	5%	-15%	-24%					
	营业利润率	27.7%	25.2%	22.7%					
	营业利润率同比	1.7%	-1.2%	-3.7%					
EMEA	金额	797	792	771	2.7%				
	YOY	2%	-15%	-17%					
	营业利润率	24.2%	25.2%	23.6%					
	营业利润率同比	0.9%	-0.6%	-2.2%					
大中华区	金额	548	502	454	10.7%				
	YOY	4%	-4%	-14%					
	营业利润率	29.4%	30.1%	28.0%					
	营业利润率同比	0.2%	-0.1%	-2.2%					
亚太拉美	金额	479	402	367	9.5%				
	YOY	4%	-3%	-11%					
	营业利润率	28.1%	27.5%	25.4%					
	营业利润率同比	0.9%	1.2%	-1.0%					
净利润	金额	1,500	1,051	790	33.1%				
	YOY	45%	-28%	-46%					
经调整摊薄EPS	数值	1.01	0.70	0.52	34.6%				
	YOY	53%	-26%	-45%					
库存	金额	7,519	8,253	8,119	1.7%				
	YOY	-11%	-5%	-7%					

资料来源：公司公告，Bloomberg，国信证券经济研究所整理

◆ FY2025Q1 业绩：一季度收入基本符合彭博一致预期与管理层指引，线下客流下滑及主动减少经典鞋款影响收入，盈利情况好于预期

FY2025Q1 收入 115.9 亿美元，同比-10.4%，基本符合彭博一致预期与管理层此前指引，但销量低于管理层预期，部分被更高的平均销售价格所抵消；不变汇率收入-9.0%，略低于彭博一致预期（-8.5%）。销售额下降主要由于直营客流下降幅度超出预期，返校季的业绩低于市场表现、以及三款经典鞋类 IP 与去年同期相比下降。

收入拆分来看：

分渠道看：电商渠道下滑拖累 DTC 表现，自有门店收入有所增长。不变汇率口径，DTC 渠道收入下滑 12%，主要受电商渠道收入下滑 20%拖累，自有门店收入增长 1%。批发渠道本季度收入下滑 7%。

分区域看：各地区收入均有下滑，大中华区、亚太拉美地区下滑幅度较小、好于彭博一致预期。不变汇率口径，大中华区、亚太拉美地区收入分别-3%/-2%，好于彭博一致预期；北美地区/EMEA 地区收入分别-11%/-12%，均低于彭博一致预期。

分品牌看：Nike 品牌收入降幅好于彭博一致预期，Converse 下滑幅度大。不变汇率口径，NIKE 品牌收入下滑 9%；Converse 品牌收入下滑 14%；乔丹品牌在一季度出现双位数的下滑

分产品看：鞋类加强产品生命周期管理和新品推进，主动减少经典鞋款影响短期收入。不变汇率口径，服装收入下降 9%，鞋类收入下降 10%。从鞋类产品组合来看，为了保持较好的产品生命周期和推进新品，公司主动减少经典鞋款 Air Force 1、Air Jordan 1 和 Dunk 所占比例，第一季度来自这些经典鞋款 IP 的收入有所下降，降幅超过总业务的降幅，对第一季度收入造成了中个位数的不利影响，但利于长期品牌发展。此外，男装和女装生活方式业务在第一季度下降双位数。

图2: 公司单季度收入与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季度净利润与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

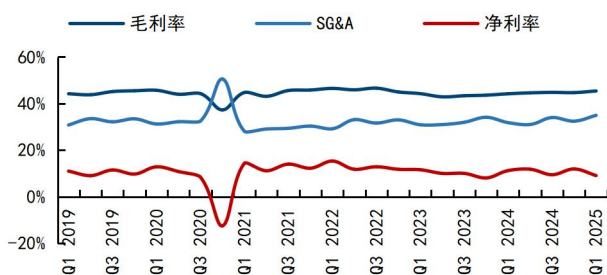
毛利率提升幅度好于彭博预期和管理层指引，净利润超彭博一致预期

毛利率：毛利率同比增长 120 个基点至 45.4%，好于彭博预期和此前管理层指引（+10-30bps）。主要得益于 NIKE 产品成本的降低、仓储和物流成本的降低，以及上一财年战略定价行动带来的收益。

SG&A：SG&A 费用下降 2%，投资和需求创造费用的增长被管理费用的减少所抵消，而管理费用的减少主要是由工资节约所驱动；费用率 34.9%，同比+3.1 百分点。

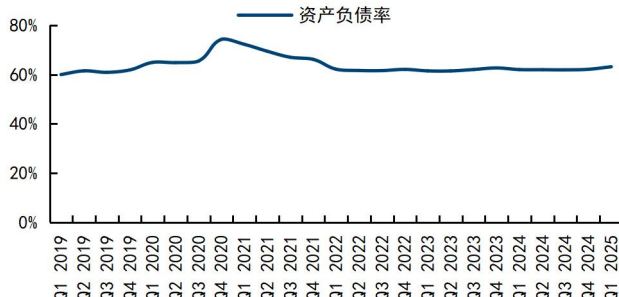
净利润：净利润同比下降28%至10.5亿美元，好于彭博一致预期的7.9亿美元；稀释后每股收益为0.70美元，好于彭博一致预期的0.52美元。

图4: 公司单季度毛利率、费用率与净利率水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

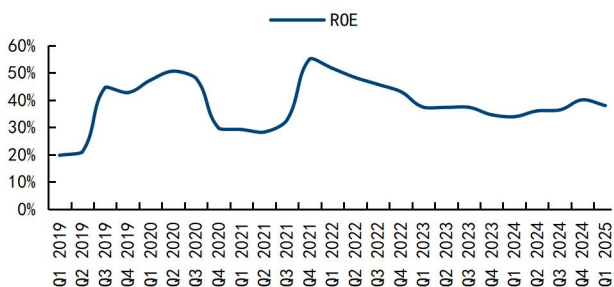
图5: 公司季度资产负债率水平



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

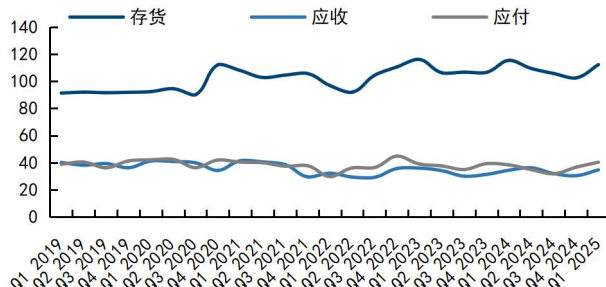
库存金额同比下降、环比上升。截至8月末，库存金额同比下降5.1%至82.5亿美元，环比上季度末+9.8%。第一季度由于零售实际情况弱于预期，库存略有增加，公司将加大促销力度来处理库存。在大中华区考虑到客流量趋势和整个行业的普遍情况，公司在促销活动方面将更加积极。存货周转率同比改善，存货周转天数为112天，同比-3天。ROE为38.0%，同比上升4.1个百分点。

图6: 公司单季度ROE与变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司单季度运营资金周转情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 分地区: FY2025Q1 各地区收入均有下滑, 电商渠道下滑幅度较大, EMEA、亚太拉美地区自营商店收入正向增长

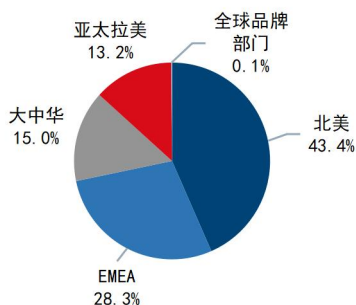
1) **北美:** FY2025Q1 收入同比-11%至 48.3 亿美元, 不变汇率收入-11%; 息税前利润同比-15%, 息税前利润率同比-1.2pp, 毛利率的提升被需求创造的投入所抵消。分渠道看, Nike Direct 下降 11%, 其中 Nike Digital 下降 15%, NIKE 商店下降 1%; 批发业务下降 11%。分品类看, 鞋类收入下降 14%, 服装收入下降 10%。

2) **EMEA:** FY2025Q1 收入同比-13%至 31.4 亿美元, 不变汇率收入-12%; 息税前利润同比-15%, 息税前利润率同比小幅-0.6pp。分渠道看, NIKE Direct 下滑 12%, 其中 NIKE Digital 下滑 24%, NIKE 商店增长 3%; 批发渠道下降 11%。分品类看, 鞋类收入下滑 14%, 服装收入下滑 13%。

3) **大中华区:** FY2025Q1 收入同比-4%至 16.7 亿美元, 不变汇率收入-3%。息税前利润同比-4%, 息税前利润率同比小幅-0.1pp。分渠道看, NIKE Direct 下滑 16%, NIKE Digital 下滑 34%, NIKE 商店下滑 4%; 批发渠道增长 10%。分品类看, 鞋类收入下降 3%, 服装收入下降 10%。

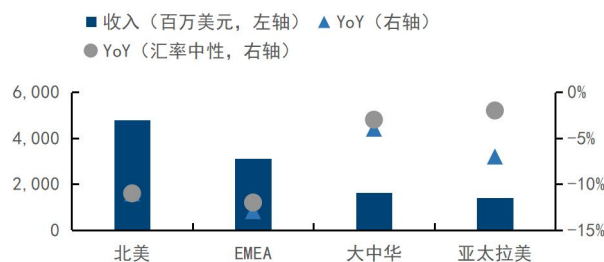
4) **亚太拉美地区:** FY2025Q1 收入同比-7%至 14.6 亿美元, 不变汇率收入-2%。息税前利润同比-3%, 息税前利润率同比上升 1.2pp。分渠道看, NIKE Direct 下降 4%, 其中 NIKE Digital 下降 15%, NIKE 商店增长 9%; 批发渠道下降 1%。分品类看, 鞋类收入同比下降 8%, 服装收入下降 6%。

图8: FY2025第一季度分地区收入结构



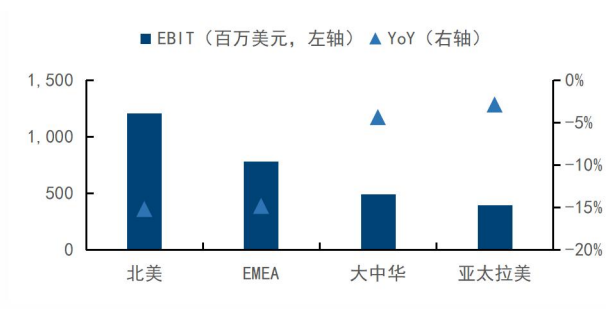
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: FY2025第一季度分地区收入规模与变化



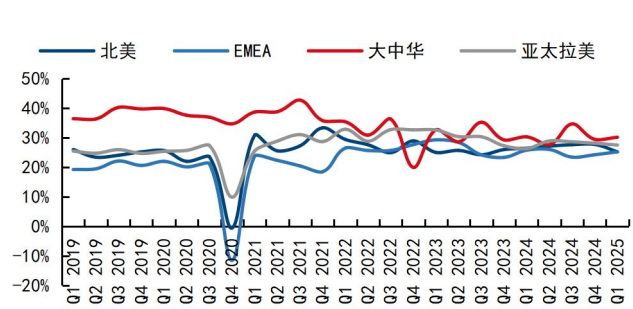
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: FY2025第一季度分地区EBIT规模与变化



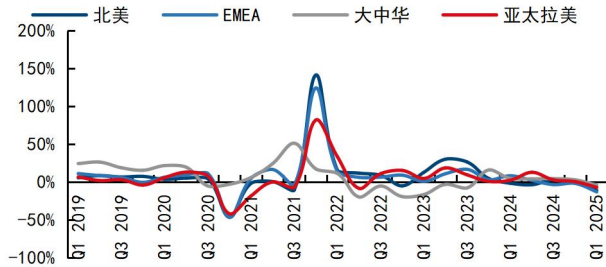
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司单季度各地区经营利润率



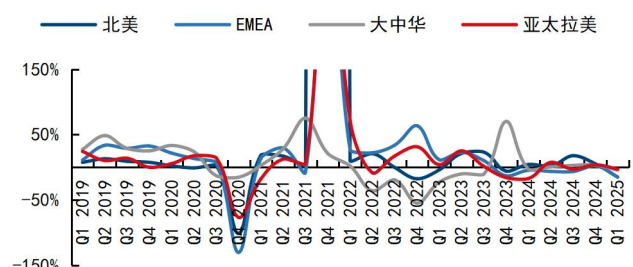
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司单季度各地区报告收入增长



资料来源: 公司公告, 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: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 公司单季度各地区收入拆分及增速

	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1
收入 (百万美元)						YOY				
北美	5,423	5,625	5,070	5,278	4,826	-1.58%	-3.52%	3.20%	-1.44%	-11.01%
分渠道										
批发	2,772	2,897	2,439	2,904	2,467	-8.42%	-9.00%	5.00%	6.00%	-11.00%
直营	2,651	2,726	2,642	2,380	2,359	6.77%	3.00%	2.00%	-9.00%	-11.00%
-直营店						7.00%	4.00%	3.00%	-5.00%	-1.00%
-电商						4.00%	2.00%	1.00%	-11.00%	-15.00%
分品类										
鞋	3733	3757	3460	3587	3212	-1.89%	-5.20%	4.15%	-5.78%	-13.96%
服	1479	1668	1408	1398	1331	-1.00%	-1.01%	-0.78%	3.63%	-10.01%
配件	211	200	202	293	283	0.00%	9.89%	17.44%	47.24%	34.12%
EMEA	3,610	3,567	3,138	3,292	3,143	8.31%	2.24%	-3.33%	-1.73%	-12.94%
分渠道										
批发	2,379	2,063	1,958	2,157	2,117	7.99%	-8.00%	-5.00%	7.00%	-11.00%
直营	1,231	1,334	1,138	1,227	1,083	8.94%	7.00%	-4.00%	-8.00%	-12.00%
-直营店						6.00%	8.00%	6.00%	1.00%	3.00%
-电商						-2.00%	7.00%	-10.00%	-14.00%	-24.00%
分品类										
鞋	2260	2186	1960	2067	1952	12.33%	5.96%	-2.54%	-4.92%	-13.63%
服	1137	1200	994	1049	993	-1.39%	-6.32%	-9.14%	1.06%	-12.66%
配件	213	181	184	176	198	26.79%	24.83%	30.50%	27.54%	-7.04%
大中华	1,735	1,863	2,084	1,863	1,666	4.77%	4.19%	4.51%	2.93%	-3.98%
分渠道										
批发	895	1,067	1,261	1,155	985	6.67%	19.00%	12.00%	15.00%	10.00%
直营	840	855	859	790	706	2.82%	-4.00%	-1.00%	-2.00%	-16.00%
-直营店						10.00%	16.00%	6.00%	-6.00%	-4.00%
-电商						6.00%	-22.00%	-13.00%	8.00%	-34.00%
分品类										
鞋	1287	1361	1547	1357	1246	4.38%	-0.66%	3.41%	1.57%	-3.19%
服	401	469	498	460	360	7.22%	19.34%	8.03%	5.02%	-10.22%
配件	47	33	39	46	60	-4.08%	32.00%	5.41%	27.78%	27.66%
亚太拉美	1,572	1,805	1,647	1,705	1,462	2.41%	12.88%	2.87%	0.53%	-7.00%
分渠道										
批发	937	1,033	940	1,029	928	2.52%	7.00%	3.00%	9.00%	-1.00%
直营	635	729	716	729	610	2.25%	15.00%	4.00%	-3.00%	-4.00%
-直营店						3.00%	17.00%	18.00%	11.00%	9.00%
-电商						-3.00%	14.00%	-6.00%	-12.00%	-15.00%
分品类										
鞋	1141	1303	1195	1226	1052	7.24%	17.60%	4.73%	-0.33%	-7.80%
服	371	437	390	416	348	-10.17%	0.46%	-4.18%	1.71%	-6.20%
配件	60	65	62	63	62	3.45%	16.07%	16.98%	10.53%	3.33%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 管理层业绩指引: 本次因新旧 CEO 交接撤回 2025 全财年指引, 给出二季度指引、低于市场一致预期
2025 财年 Q2 指引:

- 1) 收入指引: Q2 收入将下降约 8%~10%, 低于彭博一致预期。
- 2) 毛利率指引: 将下降约 150 个基点, 低于彭博一致预期, 原因是促销活动增加、渠道组合不利和供应

链去杠杆化，抵消了较低的产品成本，以及战略定价行动带来的收益减少。

3) 费用指引：SG&A 与上年基本持平，需求创造投资增加，但大部分被运营管理费用收紧所抵消。预计其他收入和支出（包括净利息收入）将达到 3000 万至 4000 万美元，反映出较低的利率。

2025 财年指引：

考虑到新旧 CEO 交接，以及本财年还剩三个季度，公司撤回了全年指引。预计未来经典鞋款 IP 业务收入下降将继续影响报告收入，影响规模与一季度类似，也考虑到 NIKE Digital、整个市场的零售趋势以及春季订单，公司的收入预期自年初以来有所放缓；但由于公司计划在市场上推出和扩大新产品和创新产品，将看到下半财年的收入趋势相比上半年略有改善的迹象。预计毛利率与上年同期相比将有所下降，主要由于公司需要加大促销力度来处理较高库存等因素。

订单情况：

2025 年春季订单与上一年基本持平，低于公司预期。春季鞋类的订单来看，男士和女士跑步鞋类的订单有双位数增长，新颖创新鞋类产品（指已推出的新产品以及在过去八季内推出的产品）在下半年尤其在春季，预计有中到高个位数的增长。

◆ **投资建议：供应商今年订单恢复确定性强，后续增长看好客户结构优质、有持续拓展客户和扩张产能能力的制造商**

耐克 FY2025Q1 收入下滑，各地区、各渠道收入增长均有压力，尤其电商渠道下滑较大，一方面受消费需求影响，另一方面公司自身处于调整期、尤其公司主动减少部分经典鞋款 IP 对短期业绩产生较大冲击；Q2 收入预期仍维持 Q1 趋势，下半财年随新品推出趋势有望改善。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，近期宣布 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，我们看好公司经历调整期后重新恢复增长。尽管当前销售增长较弱，但基于健康的库存水平，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2: 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	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
NKE.N	耐克	无评级	567.47	23.16	26.19	21.86	24.5	21.7	26.0	-2.8%	-7.64
可比公司											
ADS.DY	阿迪达斯	无评级	1836.39	-3.30	26.78	55.90	-556.3	68.6	32.8	-	-
2313.HK	申洲国际	优于大市	60.20	3.03	3.93	4.57	19.9	15.3	13.2	22.8%	0.67
300979.SZ	华利集团	优于大市	73.91	2.74	3.35	3.89	27.0	22.1	19.0	19.2%	1.15
6110.HK	滔搏	优于大市	3.32	0.30	0.36	0.37	11.2	9.3	8.9	12.0%	0.77

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 10 月投资策略暨三季度业绩前瞻-运动及大众休闲标的领涨，窗口期关注业绩稳健低估值标的》——2024-09-30

《纺织服装品牌力跟踪月报 202409 期-休闲品牌搜索热度提升，安踏欧文中国行讨论度高》——2024-09-30

《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》——2024-09-20

《纺织服装双周报（2409 期）-8 月服装社零降幅收窄，越南纺织品出口增长提速》——2024-09-20

《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

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