

纺织服装海外跟踪系列五十七

耐克产品调整和清库措施增大四季度压力，影响有望在下一财年缓解

◆ 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: 2025年3月21日，耐克披露截至2025年2月28日的2025财年第三季度业绩：公司实现收入112.69亿美元，同比-9%，不变汇率口径-7%。

国信纺服观点: 1) **业绩和指引核心观点:** FY2025Q3 收入超出彭博一致预期和管理层指引，Q4 收入指引预计下滑中双位数低于彭博一致预期，调整期负面影响在四季度持续，但预计将在 26 财年减弱；2) **FY2025Q3 业绩:** 不变汇率口径收入-7%，主动减少经典鞋款供应及大中华区客流下滑影响收入；分渠道看，电商渠道下滑拖累 DTC 表现，自有门店和批发渠道收入小幅下滑；分区域看，各地区收入均有下滑，北美、EMEA 地区收入好于彭博一致预期，大中华区收入降幅较大；分品牌看，Nike 品牌收入降幅好于彭博一致预期，Converse 下滑幅度仍较大；分产品看，主动减少经典鞋款的影响延续，跑鞋新品表现亮眼；3) **管理层业绩指引:** 根据公司官网，第四季度收入将下降中双位数，毛利率下降 400~500 个基点；未来将加速产品组合调整、经典款占比将进一步下降；对于库存清理策略主要以 Nike 工厂店折扣增加以及对批发合作伙伴加大返利进行；电商渠道将减少促销天数和折扣。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:** 看好下一财年耐克恢复良性增长，重点推荐产业链优质供应商和零售商。耐克 FY2025Q3 收入好于公司此前指引和市场一致预期，虽然自 FY2025Q1 以来公司收入下滑，各地区、各渠道收入增长均面临较大压力，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，主动减少部分经典鞋款 IP 供应对短期业绩产生较大冲击。四季度公司将加速产品线调整和库存清理，预计收入和毛利率将面临更大压力。但 FY2026 公司有望轻装上阵，在库存健康基础上，以及经典产品平稳的基数上，伴随公司在专业运动赛道的发力、新品的推出，FY2026 Nike 业绩压力有望缓和。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，并且耐克对零售商加大返利有望带动滔搏利润率向上。

评论:

◆ 业绩和指引核心观点: FY2025Q3 收入超出彭博一致预期和管理层指引，Q4 收入指引预计下滑中双位数低于彭博一致预期，调整期负面影响在四季度持续，但预计将在 26 财年减弱

FY2025Q3 收入 112.7 亿美元，同比-9%，不变汇率口径-7%，超出彭博一致预期与管理层此前指引。分区域看，北美、EMEA 地区收入增速超彭博一致预期，大中华区、亚太拉美地区表现低于彭博一致预期，管理层表示大中华区客流量下滑双位数导致销售未达公司目标。毛利率符合管理层此前指引但略低于彭博一致预期，营业利润、净利润均好于彭博一致预期。

展望未来，公司提供四季度指引，预计第四季度收入将下降中双位数，低于彭博一致预期；毛利率下降 400~500 个基点；调整期一系列措施预计影响短期业绩表现，但对收入和毛利率的负面影响将在 2026 财年有望减弱。

图1: 耐克 FY2025Q3 (截至 2025/2/28) 业绩和指引速览

耐克 FY2025Q3业绩和指引速览						
单位: 百万美元	2025Q2-实际	2025Q3-实际	彭博预期	2025Q3指引	Beat/Miss	2025Q4指引
类型	项目	2024/11/30	2025/2/28	2025/2/28	2025/2/28	2025/5/31
总收入	金额	12,354	11,269	11,029	2.2%	11,122
	YOY	-7.7%	-9.3%	-11.3%	收入将下降双位数	中双位数下滑,含不利汇率影响约2个百分点
	货币中性YOY	-9.0%	-7.0%	-9.1%		-10.5%
分品牌收入						
NIKE	金额	11,950	10,890	10,599	2.7%	
	YOY	-7%	-9%	-11%		
	货币中性YOY	-8%	-6%	-10%		
Converse	金额	429	405	446	-9.2%	
	YOY	-17%	-18%	-10%		
	货币中性YOY	-18%	-16%	-11%		
分地区收入						
北美	金额	5,179	4,864	4,466	8.9%	
	YOY	-8%	-4%	-12%		
	货币中性YOY	-8%	-4%	-11%		
EMEA	金额	3,303	2,811	2,776	1.3%	
	YOY	-7%	-10%	-12%		
	货币中性YOY	-10%	-6%	-9%		
大中华区	金额	1,711	1,733	1,836	-5.6%	
	YOY	-8%	-17%	-12%		
	货币中性YOY	-11%	-15%	-10%		
亚太拉美	金额	1,744	1,470	1,509	-2.6%	
	YOY	-3%	-11%	-8%		
	货币中性YOY	-2%	-4%	-3%		
分品类收入						
鞋	金额	7,655	7,208	7,105	1.4%	
	货币中性YOY	-12%	-9%	-12%		
服	金额	3,738	3,193	3,004	6.3%	
	货币中性YOY	-2%	-1%	-7%		
分渠道收入						
NIKE Direct	货币中性YOY	-14%	-10%	-17%		
-NIKE Digital	货币中性YOY	-21%	-15%	-14%		
批发	货币中性YOY	-4%	-4%	-2%		
财务比率						
	毛利率	43.6%	41.5%	41.9%	毛利率将下降约300-350个基点	
	同比	-1.0%	-3.3%	-2.9%		
	SG&A	32.4%	34.5%	SG&A费用同比略有下降	SG&A费用增长低至中个位数	
营业利润						
	金额	1,384	788	502	57.1%	
	YOY	-24%	-41%	-62%		
	营业利润率	11.2%	7.0%	4.5%		
	营业利润率同比	-2.4%	-3.8%	-6.2%		
北美	金额	1,371	1,103	911	21.1%	
	YOY	-10%	-21%	-35%		
	营业利润率	26.5%	22.7%	20.4%		
	营业利润率同比	-0.7%	-4.9%	-7.2%		
EMEA	金额	831	480	583	-17.7%	
	YOY	-10%	-35%	-21%		
	营业利润率	25.2%	17.1%	21.0%		
	营业利润率同比	-0.8%	-6.3%	-2.4%		
大中华区	金额	375	421	559	-24.7%	
	YOY	-27%	-42%	-23%		
	营业利润率	21.9%	24.3%	30.5%		
	营业利润率同比	-5.7%	-10.4%	-4.2%		
亚太拉美	金额	460	346	392	-11.7%	
	YOY	-12%	-27%	-17%		
	营业利润率	26.4%	23.5%	26.0%		
	营业利润率同比	-2.5%	-5.1%	-2.6%		
净利润	金额	1,163	794	479	65.7%	
	YOY	-26%	-32%	-59%		
经调整EPS	数值	0.78	0.54	0.30	82.8%	
	YOY	-24%	-30%	-62%		
库存	金额	7,981	7,539	7,431	1.5%	
	YOY	0%	-2%	-4%		

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

◆ **FY2025Q3 业绩：三季度收入好于彭博一致预期与管理层指引，主动减少经典鞋款供应及大中华区客流下滑影响收入**

FY2025Q3收入112.7亿美元，同比-9%，不变汇率口径-7%，超出彭博一致预期与管理层此前指引。收入降幅环比扩大，主要因经典鞋款主动缩减供应策略深化、大中华区消费疲软、北美线上渠道促销收紧。

收入拆分来看：

分渠道看：电商渠道下滑拖累 DTC 表现，自有门店和批发渠道收入小幅下滑。不变汇率口径，DTC 渠道收入下滑 10%，主要受电商渠道收入下滑 15% 拖累，反映促销天数大幅减少（北美 1-2 月电商促销日从去年 30 天降至 0 天）对短期流量的冲击；自有门店收入小幅下滑 2%。批发渠道本季度收入下滑 4%，部分区域订单回暖。

分区域看：各地区收入均有下滑，北美、EMEA 地区收入好于彭博一致预期，大中华区收入降幅较大。不变汇率口径，北美收入-4%，EMEA 收入-6%，表现好于彭博一致预期；大中华区收入-15%，亚太拉美收入-4%，低于彭博一致预期。大中华区客流量下滑双位数，导致销售未达到公司目标，同时促销环境激烈，公司加速清理市场库存，对收入和毛利率都产生了负面影响。

分品牌看：Nike 品牌收入降幅好于彭博一致预期，Converse 下滑幅度仍较大。不变汇率口径，Nike 品牌收入下滑 6%；Converse 品牌收入下滑 16%。

分产品看：主动减少经典鞋款的影响延续，跑鞋新品表现亮眼。不变汇率口径，服装收入下降-1%，鞋类收入下降-9%。鞋子方面，综训和跑步产品表现较好，但被经典鞋款供应收缩所导致的销售双位数下滑所抵消，四季度预计经典款占鞋类占比将下降超过 10 个百分点，并计划在 2026 财政年度进一步降低这一比例，尤其是在 dunk 系列预计销量双位数下滑。新品方面 Peg 41 以中个位数的增长继续带动所有地区销量，刚开始推广的两款创新产品是 Pegasus Premium 和 Vomero 18。

图2：公司单季度收入与变化情况



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

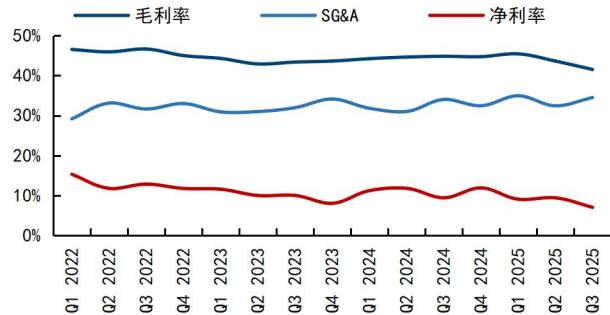
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

毛利率下降幅度符合管理层指引，净利润受益于一次性税收优惠超彭博一致预期

毛利率：毛利率同比下降 330bps 至 41.5%，略低于彭博预期（41.9%），符合管理层此前下降 300~350bps 的指引；毛利率下滑主要因耐克零售折扣增加、批发折扣上升、库存清理、以及产品成本和渠道组合的负面影响。

SG&A：SG&A 费用下降 8%，营销费用+8%，部分被管理费用优化（-13%）抵消，SG&A 费用率小幅增长 0.5 百分点至 34.5%。

净利润：净利润同比下降 32% 至 7.9 亿美元；经调整稀释 EPS 0.54 美元，同比-30%，均好于彭博一致预期。有效税率为 5.9%，而去年同期为 16.5%，主要收益于美国税收法规中与外汇收益和损失相关的一次性税收优惠。

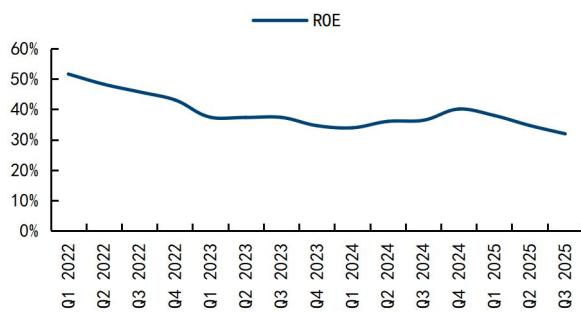
图4: 公司单季度毛利率、费用率与净利率水平


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

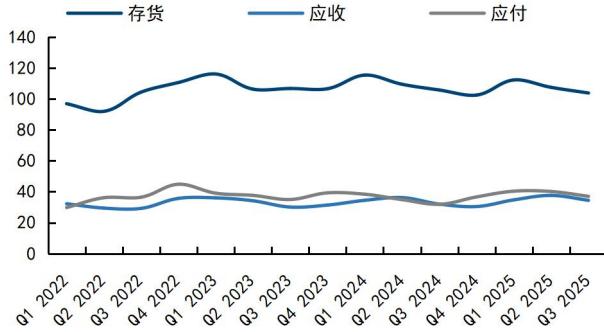
图5: 公司季度资产负债率水平


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

库存金额同环比下降，计划通过加大工厂店折扣以及加大对批发合作伙伴返利进一步清理库存。截至2月末，库存75.4亿美元，同比-2.4%，环比-5.5%。库存周转天数104天，同环比小幅下降。库存所有地区仍然处于高位，管理层指出AF1库存和零售保持稳定，AJ1、Dunk库存仍偏高。对于未来库存清理措施，对于Nike工厂店，正在增加减价以促进更多清仓库存的周转速度；对于批发合作伙伴加大销售返利，减少前置供应，并提供更高的批发折扣以清理陈年库存。预计这些行动将持续到2026财年上半年。

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：FY2025Q3 各地区收入均有下滑，电商渠道下滑幅度较大，北美、EMEA 地区批发渠道表现好于直营

1) 北美：FY2025Q3 收入同比-4%至48.6亿美元，不变汇率收入-4%；息税前利润同比-21%，息税前利润率同比-4.9pp。分渠道看，Nike Direct 下降10%（线下门店-6%，电商-12%）；批发业务+3%，主要由于有利的发货时机，以及在第三季度向价值合作伙伴增加了发货。分品类看，鞋类收入下降9%，服装收入增长7%。综训推动了业绩增长，跑步类产品增长高个位数；经典鞋款拖累整体表现。

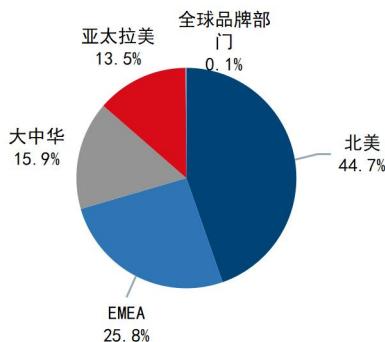
2) EMEA：FY2025Q3 收入同比-10%至28.1亿美元，不变汇率收入-6%；息税前利润同比-35%，息税前利润率同比-6.3pp。分渠道看，Nike Direct 下滑12%（线下门店+9%，电商-25%）；批发渠道下降3%。分品类看，鞋类收入下滑11%，服装收入下滑8%，足球（Mercurial系列）和跑步新品推动增长。

3) 大中华区：FY2025Q3 收入同比-17%至17.3亿美元，不变汇率收入-15%。息税前利润同比-42%，息税前利润率同比-10.4pp。分渠道看，Nike Direct 下滑11%（线下门店-6%，电商-20%）；批发渠道下降18%。分品类看，鞋类和服装收入均下降17%。大中华区收入下降幅度较大，主要因客流下滑双位数，同时促销环境激烈，公司加速清理市场库存，对收入和毛利率都产生了负面影响；跑步（Peg Premium、Vomero 18）

和, Kobe Protro 表现亮眼。

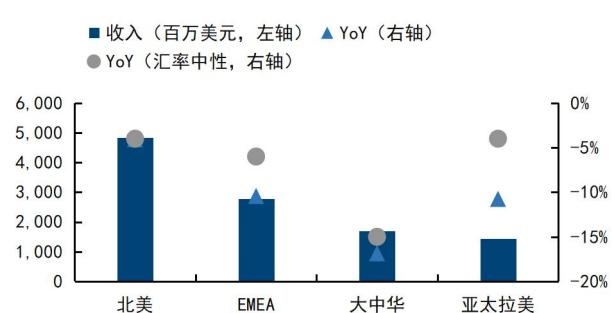
4) **亚太拉美地区:** FY2025Q3 收入同比-11%至 14.7 亿美元, 不变汇率收入-4%。息税前利润同比-27%, 息税前利润率同比下滑 5.1pp。分渠道看, Nike Direct 下降 4% (线下门店+1%, 电商-8%) ; 批发渠道下降 4%, 各地区表现有差异, 日本与拉美恢复增长。分品类看, 鞋类收入下降 12%, 服装收入下降 8%, 通过马拉松赛事激活女性跑步市场。

图8: FY2025第三季度分地区收入结构



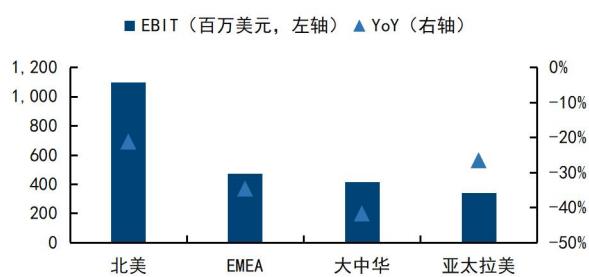
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: FY2025第三季度分地区收入规模与变化



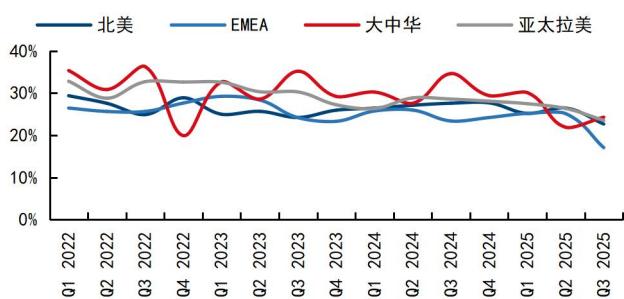
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: FY2025第三季度分地区EBIT规模与变化



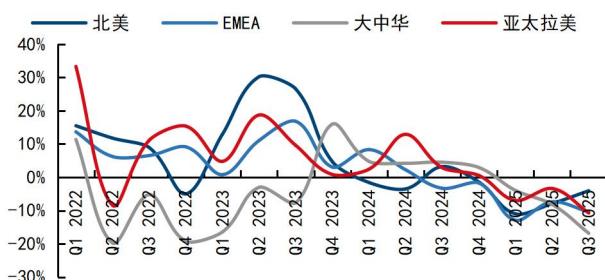
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司单季度各地区经营利润率



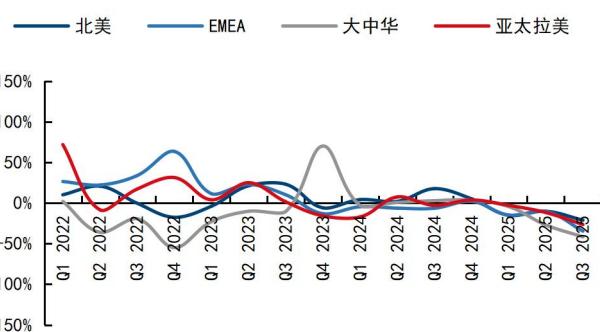
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

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 Q3	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3
	收入 (百万美元)					YOY				
北美	5,070	5,278	4,826	5,179	4,864	3.20%	-1.44%	-11.01%	-7.93%	-4.06%
分渠道										
批发	2,439	2,904	2,467	2,868	2,512	5.00%	6.00%	-11.00%	-1.00%	3.00%
直营	2,642	2,380	2,359	2,317	2,378	2.00%	-9.00%	-11.00%	-15.00%	-10.00%
-直营店						3.00%	-5.00%	-1.00%	-3.00%	-6.00%
-电商						1.00%	-11.00%	-15.00%	-22.00%	-12.00%
分品类										
鞋	3460	3587	3212	3236	3132	4.15%	-5.78%	-13.96%	-13.87%	-9.48%
服	1408	1398	1331	1693	1510	-0.78%	3.63%	-10.01%	1.50%	7.24%
配件	202	293	283	250	222	17.44%	47.24%	34.12%	25.00%	9.90%
EMEA	3,138	3,292	3,143	3,303	2,811	-3.33%	-1.73%	-12.94%	-7.40%	-10.42%
分渠道										
批发	1,958	2,157	2,117	1,980	1,899	-5.00%	7.00%	-11.00%	-4.00%	-3.00%
直营	1,138	1,227	1,083	1,067	1,001	-4.00%	-8.00%	-12.00%	-20.00%	-12.00%
-直营店						6.00%	1.00%	3.00%	3.00%	9.00%
-电商						-10.00%	-14.00%	-24.00%	-32.00%	-25.00%
分品类										
鞋	1960	2067	1952	1982	1742	-2.54%	-4.92%	-13.63%	-9.33%	-11.12%
服	994	1049	993	1136	913	-9.14%	1.06%	-12.66%	-5.33%	-8.15%
配件	184	176	198	185	156	30.50%	27.54%	-7.04%	2.21%	-15.22%
大中华	2,084	1,863	1,666	1,711	1,733	4.51%	2.93%	-3.98%	-8.16%	-16.84%
分渠道										
批发	1,261	1,155	985	907	1,034	12.00%	15.00%	10.00%	-15.00%	-18.00%
直营	859	790	706	795	765	-1.00%	-2.00%	-16.00%	-7.00%	-11.00%
-直营店						6.00%	-6.00%	-4.00%	-8.00%	-6.00%
-电商						-13.00%	8.00%	-34.00%	-4.00%	-20.00%
分品类										
鞋	1547	1357	1246	1203	1282	3.41%	1.57%	-3.19%	-11.61%	-17.13%
服	498	460	360	472	412	8.03%	5.02%	-10.22%	0.64%	-17.27%
配件	39	46	60	36	39	5.41%	27.78%	27.66%	9.09%	0.00%
亚太拉美	1,647	1,705	1,462	1,744	1,470	2.87%	0.53%	-7.00%	-3.38%	-10.75%
分渠道										
批发	940	1,029	928	1,022	903	3.00%	9.00%	-1.00%	-1.00%	-4.00%
直营	716	729	610	700	687	4.00%	-3.00%	-4.00%	-4.00%	-4.00%
-直营店						18.00%	11.00%	9.00%	2.00%	1.00%
-电商						-6.00%	-12.00%	-15.00%	-8.00%	-8.00%
分品类										
鞋	1195	1226	1052	1234	1052	4.73%	-0.33%	-7.80%	-5.30%	-11.97%
服	390	416	348	437	358	-4.18%	1.71%	-6.20%	0.00%	-8.21%
配件	62	63	62	73	60	16.98%	10.53%	3.33%	12.31%	-3.23%

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：Q4 收入预计下滑中双位数低于彭博一致预期，调整期一系列措施预计影响短期业绩表现，但负面影响将在 2026 财年有望减弱

2025 财年 Q4 指引：

收入：预计中双位数下降（含外汇拖累 2 个百分点）；

毛利率：预计下降 400-500 基点，包括去年同期的重组费用，并且已考虑到新实施的关税对来自中国和墨西哥进口的预计影响；

费用：SG&A 增长低至中个位数，继续控费但加大品牌营销投入。

Nike 当前“Win Now Actions”举措对收入和毛利率的负面影响预计在四季度后减弱。

未来策略：

- 1) 产品组合调整：加速推出运动性能新品（如 Peg Premium、Vomero 18），四季度预计经典款占鞋类占比将下降超过 10 个百分点，并计划在 2026 财政年度进一步降低这一比例，尤其是在 dunk 系列预计销量双位数下滑。
- 2) 清库策略：对于 NIKE Digital，正在收紧购买以支持全价业务模式。对于 Nike 工厂店，正在增加减价以促进更多清仓库库存的周转速度。对于我们的批发合作伙伴我们正在对销售返利进行投资，减少前置供应，并提供更高的批发折扣以清理陈年库存。预计这些行动将持续到 2026 财年上半年。
- 3) 电商渠道策略：减少促销天数，降低折扣率，并将清仓处理转移到耐克工厂店。由于这些措施，以及继续减少对付费媒体的投资，预计 2026 财年的电商流量将下降双位数，预计有机流量将在新产品发布和增加的品牌营销投资的推动下稳定增长。

◆ 投资建议：看好下一财年耐克恢复良性增长，重点推荐产业链优质供应商和零售商

耐克 FY2025Q3 收入好于公司此前指引和市场一致预期，虽然自 FY2025Q1 以来公司收入下滑，各地区、各渠道收入增长均面临较大压力，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，主动减少部分经典鞋款 IP 供应对短期业绩产生较大冲击。四季度公司将加速产品线调整和库存清理，预计收入和毛利率将面临更大压力。但 FY2026 公司有望轻装上阵，在库存健康基础上，以及经典产品平稳的基数上，伴随公司在专业运动赛道的发力、新品的推出，FY2026 Nike 业绩压力有望缓和。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，并且耐克对零售商加大返利有望带动滔搏利润率向上。

表2：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE 2025E	g 2023-2025	PEG 2024
				2023A	2024E	2025E	2023A			
NKE. N	耐克	无评级	521.31	23.16	20.49	23.77	22.5	25.4	21.9	1.3%
可比公司										19.38
ADS. DY	阿迪达斯	无评级	1697.86	-3.30	27.53	56.66	-514.4	61.7	30.0	-
2313. HK	申洲国际	优于大市	55.08	3.03	3.93	4.57	18.2	14.0	12.1	22.8%
300979. SZ	华利集团	优于大市	64.82	2.74	3.29	3.69	23.6	19.7	17.6	16.0%
6110. HK	滔搏	优于大市	3.45	0.30	0.36	0.23	11.5	9.6	15.0	-12.4%
										-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：

《纺织服装双周报（2503 期）-1-2 月服装社零增速回暖，2 月越南纺织出口增长提速》——2025-03-20

《纺织服装品牌力跟踪月报 202502 期-2 月全棉时代热度领先，识货平台本土运动品牌销量提升》——2025-03-14

《纺织服装海外跟踪系列五十六-阿迪达斯品牌 2024 年收入增长 13%，2025 年指引维持双位数增长》——2025-03-11

《纺织服装海外跟踪系列五十五-亚玛芬 2024 年收入增长 18%，经调净利率扭亏》——2025-03-05

《纺织服装 3 月投资策略-机器人概念上涨，关注港股业绩期行情》——2025-03-04

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.CSI）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确观点
	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