

纺织服装海外跟踪系列七十一

耐克 FY26Q3 大中华区复苏承压，跑鞋引领增长，毛利率拐点可期

◆ 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：2026年03月31日，耐克披露截至2026年02月28日的2026财年第三季度业绩：公司实现收入113亿美元，同比持平，不变汇率口径-3%。

◆ 国信纺服观点：1) **业绩和指引核心观点：** FY2026Q3 业绩符合管理层此前指引，略好于彭博一致预期，各区域和渠道恢复速度有差异、大中华区压力较大，Q4 指引低于彭博一致预期，管理层表示大中华区仍处于恢复的初期阶段；2) **FY2026Q3 业绩：** 收入整体符合管理层指引，略好于彭博一致预期，北美地区及批发渠道保持增长，鞋类收入小幅下降、跑鞋引领增长、经典鞋款拖累，中国市场和 Converse 品牌持续承压，毛利率下降幅度好于管理层指引；3) **分地区：** 北美表现稳定，大中华区压力显著，除大中华区外各地区批发渠道表现优于直营，大中华区、亚太拉美地区电商渠道下滑幅度较大；4) **管理层业绩指引：** 四季度收入预计下降 2%~4%，毛利率预期将下降 25~75 个基点（包括因北美关税上调导致的 250 个基点下降）；管理层表示 FY27Q1 是关税对毛利率造成大影响的最后一个季度，Q2 开始毛利率有望扩张；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：** **耐克复苏时间可期，看好产业链优质供应商和零售商业绩韧性。** 预计短期大中华区和 Converse 品牌仍然承压，但经典鞋款收缩、关税影响将逐步缓解；管理层表示在 2026 年底前完成 WinNow 行动，并预计 FY27Q1 是关税对毛利率造成大影响的最后一个季度（截至 26 年 8 月末），Q2 开始毛利率有望扩张。重点推荐客户结构多元化、盈利能力强的核心供应商**华利集团、申洲国际**；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，并且未来新品占比增加有望带动滔搏利润率向上。

评论：

◆ 业绩和指引核心观点： FY2026Q3 业绩符合管理层此前指引，略好于彭博一致预期，各区域和渠道恢复速度有差异、大中华区压力较大，Q4 指引低于彭博一致预期，管理层表示大中华区仍处于恢复的初期阶段

FY2026Q3 收入 113 亿美元，同比持平，不变汇率口径-3%，符合管理层此前指引，略好于彭博一致预期。分区域看，北美地区收入保持增长，亚太拉美地区略有下滑，EMEA 地区因运动服装业务双位数下滑拖累整体表现，大中华区收入双位数下滑但降幅收窄。毛利率下降幅度好于管理层此前指引和彭博一致预期。

展望未来，预计 Q4 收入将下降 2%至 4%，毛利率下降约 25~75 个基点；库存清理、渠道优化与组织调整等短期调整举措，叠加北美关税上调影响，持续压制当期盈利表现，但北美市场复苏提速、跑步品类表现亮眼，Win Now 行动在渠道整合、产品创新与库存健康化方面成效逐步显现；本财年批发业务预计实现温和增长，年内剩余时段大中华区与匡威业务仍处于调整阶段、增长承压，关税对毛利率的拖累预计在 2027 财年第一季度后逐步消退，仍是影响短期利润率的关键变量。

图1: 耐克 FY2026Q3 (截至 2026/02/28) 业绩和指引

耐克 FY2026Q3 业绩和指引速览								
单位: 百万美元	2026Q3-实际	彭博预期Q3	Beat/Miss	2026Q3指引	2026Q4指引	彭博预期Q4	26Q3-27Q2指引	
类型	项目	2026/2/28	2026/2/28		2026/2/28	2026/5/31	2026/5/31	2026/11/30
总收入	金额	11,279	11,238	0.4%			11,306	
	YOY	0.1%	-0.3%		同比下降低个百分点	预计营收将下降2%至4%	1.9%	营收将较上年同期出现个位数百分比的下滑
	货币中性YOY	-3.0%	-3.0%				1.2%	
分品牌收入								
NIKE	金额	11,012	10,944	0.6%			11,006	
	YOY	1%	0%				2%	
	货币中性YOY	-2%	-3%				2%	
Converse	金额	264	300	-12.1%	与Q2类似		304	
	YOY	-35%	-26%				-15%	
	货币中性YOY	-37%	-30%				-18%	
分地区收入								
北美	金额	5,026	4,998	0.6%	小幅增长		4,917	
	YOY	3%	3%				5%	
	货币中性YOY	3%	3%				4.5%	
EMEA	金额	2,874	2,976	-3.4%			3,157	
	YOY	2%	6%				5%	
	货币中性YOY	-7%	-1%				2%	
大中华区	金额	1,615	1,490	8.4%	与Q2类似	同比下降约20%	1,357	
	YOY	-7%	-14%				-8%	
	货币中性YOY	-10%	-16%				-10%	
亚太拉美	金额	1,490	1,465	1.7%			1,590	
	YOY	1%	0%				1%	
	货币中性YOY	-2%	-2%				2%	
分品类收入								
鞋	金额	7,353	7,164	2.6%			7,330	
	货币中性YOY	-1%	-3%				0%	
服	金额	3,184	3,268	-2.6%			3,121	
	货币中性YOY	-4%	1%				2%	
分渠道收入								
NIKE Direct	货币中性YOY	-7%	-8%	1.0%			-3%	
-NIKE Digital	货币中性YOY	-9%	-14%	5.0%			-5%	
批发	货币中性YOY	1%	5%	-4.0%			5%	
财务比率								
	毛利率	40.2%	39.8%	0.4%	38.45%-37.95%, 预计下降175-225个基点(若剔除关税影响, 毛利率将实现扩张)	同比下降约25至75个基点, 包括北美关税上调导致的250个基点下降(若剔除关税影响, 毛利率将改善)	40.7%	预计27年Q1对毛利率同比拖累的最后一个季度, 毛利率有望自Q2起开始回升
	同比	-1.3%	-1.7%				0.4%	
	SG&A	35.3%	35.2%		34.5% 预计增长低个百分点	预计同比持平或略有下降	36.8%	
	同比	0.8%	0.7%				-0.6%	
营业利润	金额	553	550	0.5%			459	
	YOY	-30%	-30%				43%	
	营业利润率	4.9%	4.9%				4.1%	
	营业利润率同比	-2.1%	-2.1%				1.2%	
北美	金额	981	1,049	-6.5%			1,040	
	YOY	-11%	-5%				0%	
	营业利润率	19.5%	16.3%				21.2%	
	营业利润率同比	-3.2%	-6.4%				-1.1%	
EMEA	金额	515	498	3.4%			490	
	YOY	7%	4%				4%	
	营业利润率	17.9%	16.7%				15.5%	
	营业利润率同比	0.8%	-0.3%				-0.2%	
大中华区	金额	467	270	73.0%			245	
	YOY	11%	-36%				-19%	
	营业利润率	28.9%	18.1%				18.0%	
	营业利润率同比	4.6%	-6.2%				-2.6%	
亚太拉美	金额	332	274	21.2%			297	
	YOY	-4%	-21%				-7%	
	营业利润率	22.3%	5.7%				18.7%	
	营业利润率同比	-1.3%	-17.8%				-1.6%	
净利润	金额	520	432	20.4%			340	
	YOY	-35%	-46%				61%	
经调摊薄EPS	数值	0.35	0.30	16.7%			0.24	
	YOY	-35%	-44%				68%	
库存	金额	7,487	7,528	-0.5%			7,540	
	YOY	-1%	1%				1%	

资料来源: 公司公告, Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

◆ **FY2026Q3 业绩：收入符合管理层指引，北美地区及批发渠道保持增长，鞋类收入小幅下降、跑鞋引领增长、经典鞋款拖累，中国市场和 Converse 品牌压力持续，毛利率下降幅度好于管理层指引**

FY2026Q3 收入 113 亿美元，同比持平，不变汇率口径-3%，符合管理层此前低个位数下滑的指引，略强于彭博一致预期。收入主要受北美市场、批发渠道的增长推动，但被大中华区、Converse 品牌及直营渠道下滑抵消。

收入拆分来看：

• **分渠道：电商和自有门店收入下滑，批发渠道正向增长。**不变汇率口径，Nike Direct 收入下降 7%，主要因电商渠道（Nike Digital）收入下滑 9%，反映促销减少及流量压力；自有门店收入下降 5%。批发渠道收入增长 1%，主因公司在北美市场拓展新的分销渠道以及与现有合作伙伴在去年同期开展的市场管理合作所致。

• **分区域：北美保持增长，大中华区降幅较大。**不变汇率口径，北美收入+3%，EMEA 收入-7%，大中华区收入-10%，亚太拉美收入-2%。大中华区主因主动实施市场清理、严控批发进货、调整电商渠道折扣策略，叠加运动服装业务表现疲软、区域业务仍处于复苏初期，收入和毛利率产生负面影响。

• **分品牌：主品牌与 Converse 品牌表现均弱于一致预期。**Nike 品牌收入-2%（不变汇率口径）略强于彭博一致预期；Converse 品牌压力较大、收入下滑 37%，反映全区域销售衰退。

• **分产品：跑步品类表现亮眼，经典鞋款继续收缩，但鞋类收入降幅整体显著收窄。**不变汇率口径，跑步业务连续三个季度增长超过 20%，NIKE Mind 等创新产品市场反响热烈；但经典鞋类因主动清库收入同比大幅下滑，拖累整体表现。鞋子整体收入降幅-1%；服装整体收入承压，同比下降 4%。

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

毛利率下降幅度好于管理层指引和彭博一致预期，库存金额同比下降，但区域间表现不均。

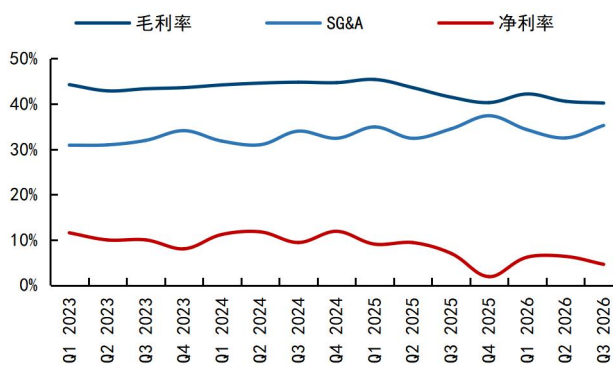
• **毛利率：**毛利率同比下降 130bps 至 40.2%，主要因北美地区关税上调导致毛利率下降 300 个基点，好于管理层此前同比降 175~225bps 的指引。

• **SG&A：**SG&A 费用上升 2.3%，营销费用 11 亿美元，与去年同期持平，体育营销费用上升和外币汇率不利变化被品牌营销费用降低所抵消；运营管理费用 29 亿美元，增长 3%，主要因员工遣散费和外币汇率不利变化，部分被其他行政成本降低所抵消。

• **净利润：**净利润同比下降 35% 至 5.2 亿美元；稀释 EPS 为 0.35 美元，同比下降 35%，主因员工遣散费增加 2.3 亿美元（主要涉及供应链和技术）及毛利率下滑所致，净利润表现整体强于彭博一致预期。

• **库存**：截至 2 月末，库存 75 亿美元，同比-1%，库存单位数量下降中单位数，但部分被产品成本的增加所抵消，主要原因是北美地区关税上涨。分区域看，北美地区库存金额同比增长接近双位数、库存量同比下降接近双位数；EMEA 地区库存金额同比增长双位数，库存量增长中单位数，因中东地区交通中断、市场促销增加，预计 Q4 库存仍偏高；大中华区库存去化最为明显同比下降 15%，库存量下降超 20%；亚太拉美地区库存水平偏高、同比增长高单位数，库存量略有下降，清仓产品比例依然较高，将在未来一个季度重点解决库存过剩问题。

图4：公司单季度毛利率、费用率与净利率水平



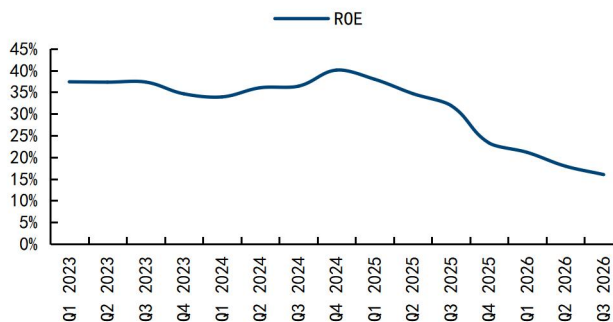
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司季度资产负债率水平



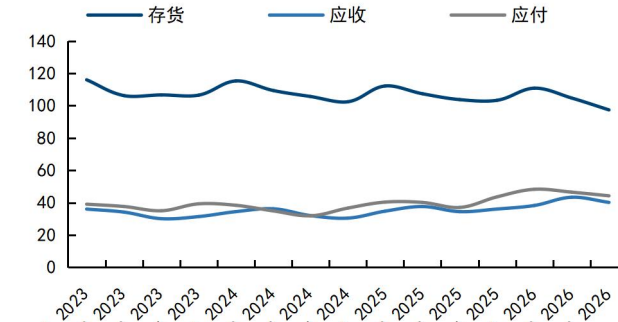
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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：FY2026Q3 北美表现稳定，大中华区压力显著，除大中华区外各地区批发渠道增长优于直营，大中华区、亚太拉美地区电商渠道下滑幅度较大**

1) **北美**：FY2026Q3 收入同比+3%（不变汇率口径，下同）；息税前利润（EBIT）同比下降 11%。分渠道看，Nike Direct 下降 5%（数字渠道-7%，门店-1%）；批发增长 11%，主因拓展新的分销渠道以及与现有合作伙伴在去年同期开展的市场管理合作所致。分品类看，跑步、足球增长双位数，篮球增长接近双位数，运动服饰下降双位数。

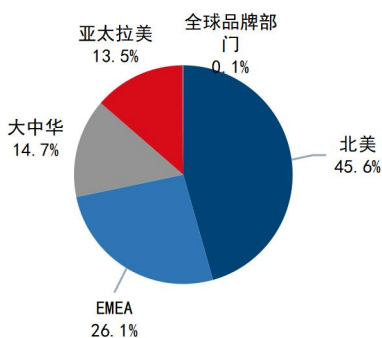
2) **EMEA**：收入同比-7%；EBIT 同比增长 7%。分渠道看，Nike Direct 下降 13%（数字渠道-6%，门店-20%）；批发下降 4%。跑步增长双位数，运动服装下降双位数，库存同比增长双位数，因中东地区交通中断、市场促销增加，预计 Q4 库存仍偏高。

3) **大中华区**：收入同比-10%；EBIT 同比增长 11%。分渠道看，Nike Direct 下降 5%（数字渠道-21%，门店+1%）；批发下降 13%。主因主动实施市场清理、严控批发进货、调整数字渠道折扣策略。分品类看，跑

步在本季度实现了双位数增长，网球、高尔夫和 ACG 产品也实现了增长，童装业务则持平，运动服装双位数下滑。

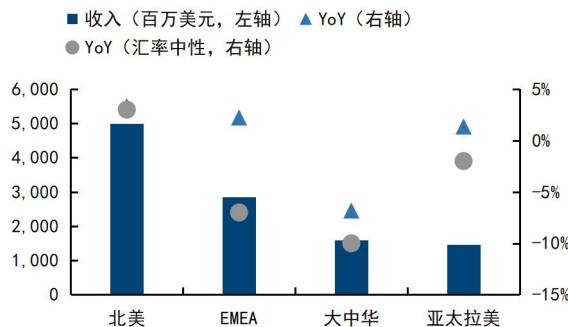
4) 亚太拉美地区：收入同比-2%；EBIT 同比下降 4%。分渠道看，Nike Direct 下降 8%（数字渠道-12%，门店-3%）；批发增长 3%。跑步业务双位数增长，训练和足球产品也有所增长，运动服装双位数下滑。

图8: FY2026第三季度分地区收入结构



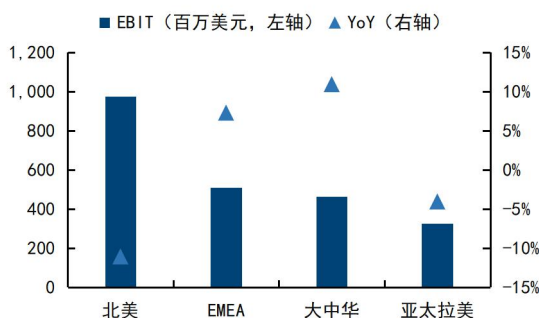
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9: FY2026第三季度分地区收入规模与变化



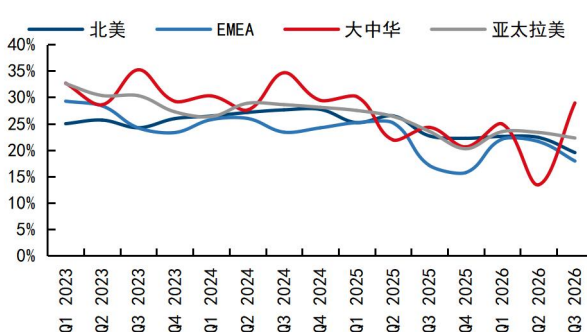
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10: FY2026第三季度分地区EBIT规模与变化



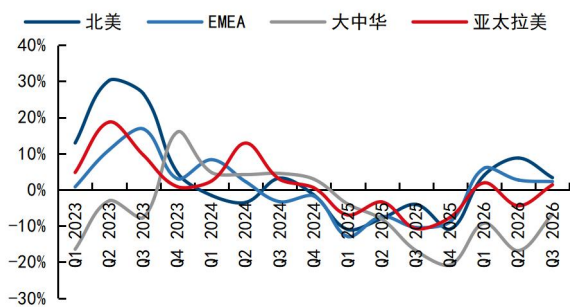
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11: 公司单季度各地区经营利润率



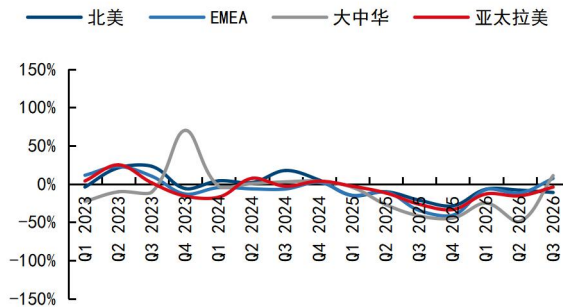
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

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

	2025 Q3	2025 Q4	2026 Q1	2026 Q2	2026 Q3	2025 Q3	2025 Q4	2026 Q1	2026 Q2	2026 Q3
收入 (百万美元)						YOY				
北美	4,864	4,703	5,020	5,633	5,026	-4.06%	-10.89%	4.02%	9.00%	3.00%
分渠道										
批发	2,512	2,672	2,738	3,556	2,789	3.00%	-8.00%	11.00%	24.00%	11.00%
直营	2,378	2,046	2,289	2,086	2,259	-10.00%	-14.00%	-3.00%	-10.00%	-5.00%
-直营店						-6.00%	3.00%	0.00%	-2.00%	-1.00%
-电商						-12.00%	-25.00%	-10.00%	-16.00%	-7.00%
分品类										
鞋	3132	3104	3219	3542	3326	-9.48%	-13.47%	0.22%	9.46%	6.19%
服	1510	1303	1474	1811	1480	7.24%	-6.80%	10.74%	6.97%	-1.99%
配件	222	296	327	280	220	9.90%	1.02%	15.55%	12.00%	-0.90%
EMEA	2,811	3,000	3,331	3,392	2,874	-10.42%	-8.87%	5.98%	-1.00%	-7.00%
分渠道										
批发	1,899	2,071	2,202	1,980	1,823	-3.00%	-4.00%	4.00%	0.00%	-4.00%
直营	1,001	994	1,018	1,035	871	-12.00%	-19.00%	-6.00%	-3.00%	-13.00%
-直营店						9.00%	5.00%	1.00%	-5.00%	-20.00%
-电商						-25.00%	-36.00%	-13.00%	-2.00%	-6.00%
分品类										
鞋	1742	1893	2021	2012	1789	-11.12%	-8.42%	3.53%	1.51%	2.70%
服	913	929	1106	1196	926	-8.15%	-11.44%	11.38%	5.28%	1.42%
配件	156	178	204	184	159	-15.22%	1.14%	3.03%	-0.54%	1.92%
大中华	1,733	1,476	1,512	1,423	1,615	-16.84%	-20.77%	-9.24%	-16.00%	-10.00%
分渠道										
批发	1,034	877	896	771	900	-18.00%	-24.00%	-9.00%	-15.00%	-13.00%
直营	765	671	621	652	727	-11.00%	-15.00%	-12.00%	-18.00%	-5.00%
-直营店						-6.00%	-6.00%	-4.00%	-5.00%	1.00%
-电商						-20.00%	-31.00%	-27.00%	-36.00%	-21.00%
分品类										
鞋	1282	1074	1109	954	1187	-17.13%	-20.85%	-11.00%	-20.70%	-7.41%
服	412	372	362	442	397	-17.27%	-19.13%	0.56%	-6.36%	-3.64%
配件	39	30	41	27	31	0.00%	-34.78%	-31.67%	-25.00%	-20.51%
亚太拉美	1,470	1,575	1,490	1,667	1,490	-10.75%	-7.62%	1.92%	-4.42%	-2.00%
分渠道										
批发	903	978	983	992	930	-4.00%	-5.00%	6.00%	-3.00%	3.00%
直营	687	722	573	665	632	-4.00%	-1.00%	-6.00%	-5.00%	-8.00%
-直营店						1.00%	4.00%	-5.00%	1.00%	-3.00%
-电商						-8.00%	-6.00%	-8.00%	-10.00%	-12.00%
分品类										
鞋	1052	1114	1061	1151	1051	-11.97%	-9.14%	0.86%	-6.73%	-0.10%
服	358	398	371	457	381	-8.21%	-4.33%	6.61%	4.58%	6.42%
配件	60	63	58	59	58	-3.23%	0.00%	-6.45%	-19.18%	-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: FY26Q4 收入预计下降 2%-4%, 毛利率预期将下降 25~75 个基点 (包括因北美关税上调导致的 250 个基点下降), 表示 FY27Q1 是关税对毛利率造成大影响的最后一个季度, Q2 开始毛利率有望扩张**

2026 财年 Q4 指引:

- **营收:** 预计同比下降 2%-4%, 其中大中华区预计下降 20%。
- **毛利率:** 预计同比下降约 25~75 个基点 (包括因北美关税上调导致的 250 个基点下降)。
- **SG&A:** 同比预计持平或微降

2027 财年 Q2 前 (未来 9 个月) 指引:

- **营收:** 同比低单位数下降(北美增长, 大中华区因有意减少销售和市场管理行动导致下降)
- **毛利率:** 假设关税无重大变化, 2027 财年 Q1 是关税对毛利率造成大影响的最后一个季度, Q2 开始毛利率扩张(因关税缓解和 WinNow 行动的过渡影响恢复)。

关税相关表述:

- **影响:** 北美地区关税上调对本季度毛利率带来显著冲击, Q4 预计因北美关税上调将对毛利率带来 250 个基点的负面影响。
- **应对措施:** CFO Matthew Friend 指出, 北美市场在剔除关税影响后, 核心盈利能力已连续三个季度改善, 未来公司将通过供应链结构调整、成本优化与产品创新, 逐步对冲关税带来的毛利压力。

中国市场相关表述:

- **主要问题:** 面临渠道库存偏高、促销力度偏大、零售执行偏弱等结构性挑战, 运动服装业务持续下滑, 整体增长承压。
- **解决措施:** 公司主动推进市场清理、严控进货规模, 优化线上线下商品组合与门店陈列, 强化本土化运营与品牌形象重塑, 扩大优质门店试点并提升货品周转效率。
- **目前进度:** 正处于复苏初期, 跑步、ACG 等品类已实现增长, 库存与售罄率环比改善, 但整体复苏节奏慢于预期, 后续将持续深化渠道调整、优化库存结构, 稳步修复市场健康度。

◆ 投资建议: 耐克复苏时间可期, 看好产业链优质供应商和零售商业绩韧性

耐克复苏进程行至中期, 不同地区和渠道的恢复势头有差异。分地区看, 北美地区恢复最快, 大中华区压力最大, 主因品牌在大中华区专业运动定位不足以及行业价格竞争激烈, 短期面临线上促销力度减少致线上销售下滑, 及线下客流下滑的双重压力。分渠道看, 批发好于直营, 线下好于线上。分品类看, 跑鞋引领增长, 主动收缩经典鞋款供应仍有拖累。展望未来, 预计短期大中华区和 Converse 品牌仍然承压, 但经典鞋款收缩、关税影响将逐步缓解; 管理层表示在 2026 年底前完成 WinNow 行动, 并预计 FY27Q1 是关税对毛利率造成大影响的最后一个季度(截至 26 年 8 月末), Q2 开始毛利率有望扩张。重点推荐客户结构多元化、盈利能力强的核心供应商**华利集团**、**申洲国际**; 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, 并且未来新品占比增加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		EPS			PE		g	PEG
			人民币	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E		
NKE.N	耐克	无评级	323.77	15.67	11.47	17.01	12.0	20.7	28.2	4.2%	4.92
可比公司											
ADS.DY	阿迪达斯	无评级	1042.32	57.18	76.27	92.21	32.0	18.2	13.7	27.0%	0.68
300979.SZ	华利集团	优于大市	44.41	2.75	2.97	3.63	13.5	16.2	15.0	15.0%	1.08
2313.HK	申洲国际	优于大市	44.31	3.88	3.95	4.48	10.7	11.4	11.2	7.5%	1.53
6110.HK	滔搏	优于大市	2.49	0.20	0.22	0.24	12.0	12.7	11.6	10.5%	1.20

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; 滔搏 2025 对应其 FY2026 预测值。

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 3 月投资策略-服装社零同比增长 10%，上游原材料价格持续上涨》 ——2026-03-19
- 《纺织服装海外跟踪系列七十-阿迪达斯品牌 2025 年收入增长 13%，指引未来三年收入均高单增长》 ——
2026-03-07
- 《悦己消费产业链研究之银发经济-关注运动产业和适老化产品企业机会》 ——2026-02-25
- 《纺织服装海外跟踪系列六十九-亚玛芬 2025 年收入增长 27%，2026 管理层指引收入增长 16-18%》 ——
2026-02-25
- 《纺织服装 2 月投资策略-多家纺服公司年报盈利预喜，乐欣户外于港交所上市》 ——2026-02-12

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

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