

比音勒芬 (002832.SZ)

2022年一季度业绩增长41%，库存优化显著

买入

核心观点

2021年业绩增长25%，平均价格提升驱动毛利率增长。2021年公司收入27.2亿元，+18%，净利润6.2亿元，+25%。收入和净利润的CAGR 5分别为26%/36%，连续多年稳健高增长。全年销售单价提升15%，驱动毛利率提升2.8个百分点至76.7%。全年各项费用率基本持平，期内奥运、传媒、娱乐营销加码，营销费用有所上升。

一季度公司业绩超预期，实现增长41%。2022年一季度，在3月国内疫情反复、去年高基数压力下，公司实现收入增长30%至8.1亿元，毛利率同比减少1.1个百分点至75.5%，费用率总体改善3.4个百分点，净利润增长41%至2.1亿元。我们认为良好的品牌美誉度、精准的高端人群定位、卓越的产品品质、优秀的渠道运营能力是公司逆周期成长的关键竞争力。

经营分析：品牌力持续提升，库存大幅改善。1) 库存：公司利用奥莱和线上渠道处理过季商品，2021年末1年内库存从50%提升至59%，2022Q1存货周转天数环比下滑62天至298天。2) 品牌力：2021年公司加码“东京奥运+高铁传媒+央视+代言人”营销，品牌知名度和美誉度大幅提升，全年“比音勒芬”平均百度指数达3145，同比提升140%，VIP会员突破70万人。

展望：近期疫情影响较小，中长期拓店空间广阔。1) 近期疫情影响：公司分别约有1.4%/2.8%门店位于上海/吉林省，近期吉林省已实现社会面清0，影响可控。2) 中长期：公司未来在深挖一二线城市的高端社区同时，将市场下沉到增长快速的三四线城市。预计公司线下店铺空间有望达到1500~2000家，中长期成长空间广阔。

风险提示：疫情反复、存货大幅减值、品牌形象受损、市场系统性风险。

投资建议：业绩稳健，品牌势头强劲，看好中长期成长空间。在2021年下半年、2022年一季度零售环境疲软和高基数压力下，公司仍实现利润快速增长，展现业绩的稳健性。作为景气赛道的高端品牌，公司已通过早期精准定位、高质量营销、差异化渠道运营以及优秀产品力培育出卓越品牌力，随着品牌影响力持续提升，未来成长空间广阔。由于一季度业绩超预期，小幅上调盈利预测，预计2022-2024年净利润分别7.9/9.8/11.4亿元（原2022~2023年为7.5/9.0亿元），同增27%/23%/19%，给予2022年20~21x PE（维持），小幅上调合理估值为29.2~30.6元（原27.6~28.9元），维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,303	2,720	3,257	3,812	4,365
(+/-%)	26.2%	18.1%	19.7%	17.1%	14.5%
净利润(百万元)	499	625	793	976	1161
(+/-%)	22.7%	25.2%	27.0%	23.1%	19.0%
每股收益(元)	0.95	1.13	1.39	1.71	2.03
EBIT Margin	29.5%	32.0%	28.8%	30.0%	31.0%
净资产收益率(ROE)	20.6%	19.2%	20.9%	21.8%	21.9%
市盈率(PE)	23.4	19.7	16.1	13.0	11.0
EV/EBITDA	18.4	15.4	14.8	12.3	10.5
市净率(PB)	4.8	3.8	3.3	2.8	2.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

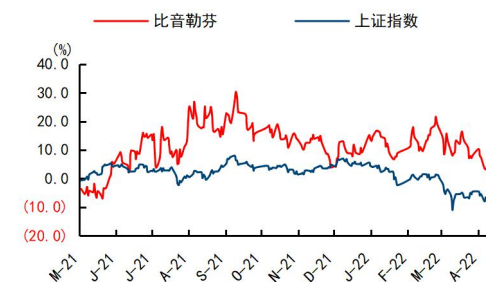
dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	29.20 - 30.60 元
收盘价	22.30 元
总市值/流通市值	12733/8675 百万元
52周最高价/最低价	29.69/18.50 元
近3个月日均成交额	65.67 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《比音勒芬-002832-深度报告：新视角看比音勒芬，品牌力突出的高端运动生活服饰》——2021-11-11
- 《比音勒芬-002832-深度报告：新视角看比音勒芬，品牌力突出的高端运动生活服饰》——2021-11-10
- 《比音勒芬-002832-2021年Q3财报点评：业绩韧性凸显，库存优化》——2021-10-31
- 《比音勒芬-002832-2021年中报点评：业绩稳健增长，毛利率创新高》——2021-08-22
- 《比音勒芬-002832-2020年报&2021年Q1点评：增长持续，扩店积极》——2021-05-05

2021 年业绩增长 25%，平均售价提升驱动毛利率增长

2021 年收入增长 18%，净利润增长 25%，连续多年保持稳健高增长。2021 年公司实现收入 27.2 亿元，同比增长 18.1%，实现归母净利润 6.2 亿元，同比增长 25.2%。收入和净利润的 CAGR 5 分别为 26.4%/36.3%，业绩连续多年稳健高增长，具体分渠道来看：

- 1) 直营：2021 年直营渠道实现收入 19.1 亿元，+17.5%，占收入 70.4%，实现门店净开 46 家至 532 家，多年保持高速增长态势。其中 2021 2H 直营收入增长 0.7%。
- 2) 加盟：2021 年加盟渠道实现收入 6.8 亿元，+18.6%，占收入 25.1%，实现门店净开 75 家至 568 家。其中 2021 下半年加盟收入增长 21.8%。
- 3) 线上：2021 年线上实现收入+24.8%至 1.23 亿元，占收入的 4.5%。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



图2：公司年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理；备注：2020 年和 2021 年财务数据采取新口径，2020 年比 2019 年财务数据变动百分比采用原口径计算（本报告下同）。

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：2015~2021 年公司分渠道收入、毛利率、店数、店效

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2020 1H	2020 2H	2021 1H	2021 2H
直营（百万元）	519.2	593.5	776.1	1029.5	1177.9	1628.8	1914.1	674.5	954.2	953.2	960.9
-店数	280	274	294	365	441	486	532	452	486	500	532
-单店收入（万元）	196	214	273	312	292	351	376	151	203	193	186
收入 yoy	21.3%	14.3%	30.8%	32.7%	14.4%	7.1%	17.5%	-	-	41.3%	0.7%
毛利率	62.9%	62.9%	66.6%	63.8%	71.9%	78.3%	81.1%	74.2%	81.1%	79.4%	82.8%
加盟（百万元）	234.4	248.5	278.4	446.2	631.5	576.3	683.3	179.3	397.0	199.6	483.7
-店数	321	328	358	399	453	493	568	457	493	507	568
-单店收入（万元）	75	77	81	118	148	122	129	39	84	40	90
收入 yoy	5.8%	6.0%	12.0%	60.3%	41.5%	-8.7%	18.6%	-	-	11.3%	21.8%
毛利率	62.1%	62.1%	62.4%	62.0%	60.2%	67.7%	68.9%	63.3%	69.7%	68.7%	69.0%
线上（百万元）	0.0	0.0	0.0	0.0	16.2	98.2	122.6	40.2	58.1	56.7	65.9
收入 yoy						508.0%	24.8%	-	-	41.1%	13.5%
毛利率					60.4%	37.6%	50.9%	26.3%	45.4%	52.2%	49.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

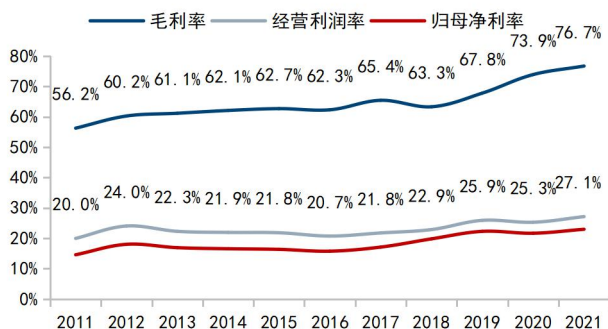
产品平均售价增长 15.5%，毛利率同比提升 2.8 个百分点，创历史新高。2021 年

公司实现毛利率 76.7%，+2.8p.p.，其中直营/加盟/线上毛利率分别为 81.1%/68.9%/50.9%，分别+2.8/+1.2/+13.3p.p.。毛利率同比 2019 年增长较多主要由于 2020 年和 2021 年采取新会计准则，可比口径下，2020 年毛利率同比 2019 年增长 1.3p.p.。

销售单价提升是毛利率提升的主要原因之一，据我们测算，2021 年公司平均销售单价提升 15.5%至 1106 元。

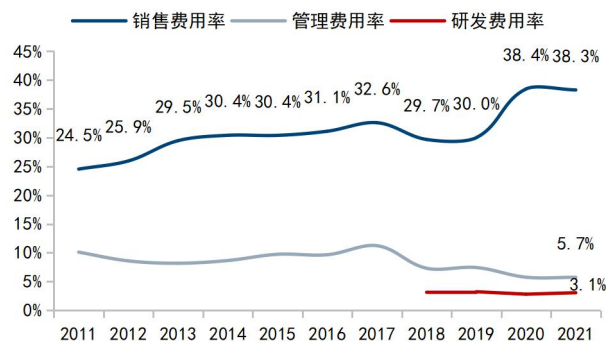
费用率总体持平，期内营销加码，品牌影响力提升显著。2021 年公司销售/管理/研发费用率分别为 38.3%/5.7%/3.1%，分别同比-0.2p.p./持平/+0.3p.p.，销售费用率比 2019 年增长较多主要由于 2020 年和 2021 年采取新会计准则，可比口径下，2020 年销售费用率同比 2019 年下降 1.9p.p.。期内公司加大品牌营销推广，在一系列奥运营销、事件营销、娱乐营销助力下，2021 年“比音勒芬”平均百度搜索指数达到 3145，同比 2020 年的 1320 提升显著。

图3：公司利润率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：2015~2021 年公司产品销售单价测算（元）

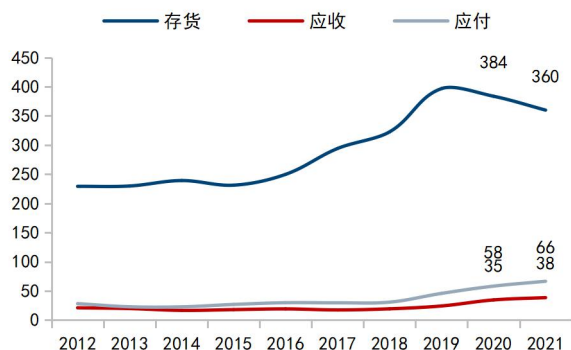


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：单价按照测算的终端含税流水除以销售量计算

存货周转天数连续 2 年下降，ROE 22%。2021 年末公司存货周转天数同比下降 24 天至 360 天，连续两年下降到相对较好水平。应付/应收周转天数分别为 66/38

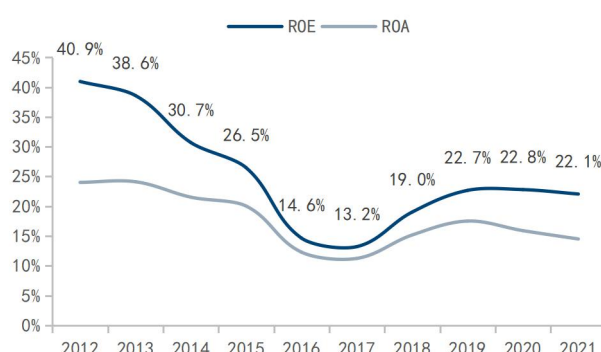
天, 继续保持健康水平。ROE 同比-0.7p.p. 至 22.1%。

图6: 公司营运资金周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司盈利能力



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

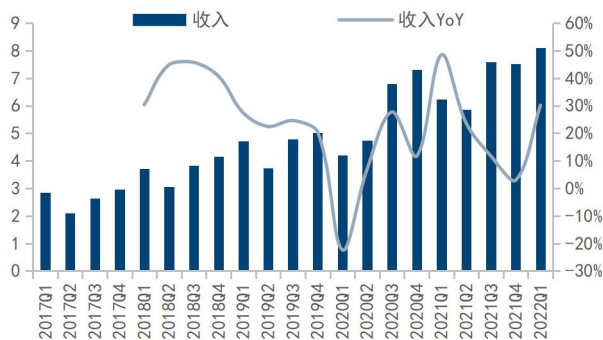
一季度公司业绩超预期，实现增长 41%

2021 年四季度零售环境疲软，收入和业绩增长放缓。2021 年四季度受国内零售环境疲软影响，公司实现收入 8.1 亿元，+3%，实现净利润 1.65 亿元，+10.2%。毛利率+0.5p.p. 至 80.2%，费用率持平，资产减值损失减少，因此净利率+1.4p.p. 至 22.0%。

2022 年一季度在高基数、疫情反复压力下，凭借强大竞争力，公司实现超预期增长。进入 2022 年一季度，1-2 月零售环境相比 2021 年 Q4 回暖，社零增长 5.5%，但进入 3 月，吉林、深圳、上海等地疫情反复，部分地区封城对当地零售产生较大负面影响。同时公司 2021Q1 收入实现 49%增长形成较高基数。

但在零售环境疲软和高基数压力下，公司 Q1 收入实现 30.2%的强劲增长至 8.1 亿元，毛利率同比减少 1.1p.p. 至 75.5%，而在收入规模提升、费用率改善的驱动下，净利润同比增长 41.3%至 2.13 亿元。我们认为强大品牌影响力、良好品牌美誉度、精准高尔夫定位、卓越的产品品质、优秀的渠道运营能力是公司逆周期成长的关键竞争力。

图8: 公司季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



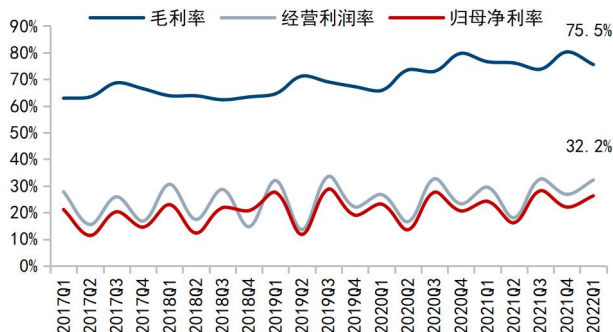
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



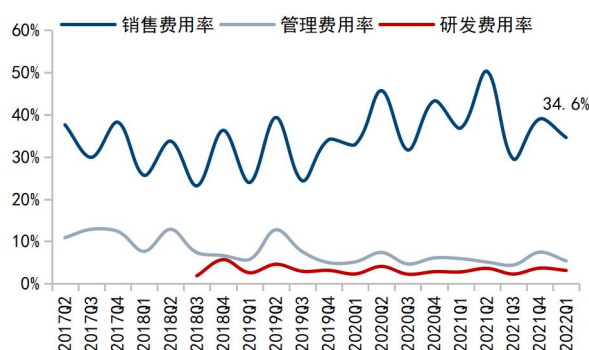
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度利润率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司季度费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营分析：品牌力持续提升，库存大幅改善

（一）库存：高利润率形式处理库存，存货周转和库存结构改善显著

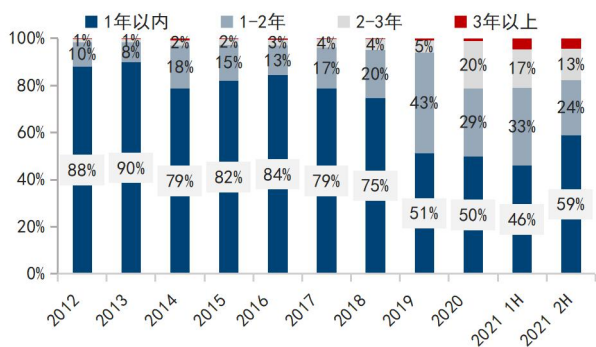
2021 年公司积极利用奥莱和线上渠道处理过季商品，库存周转和库存结构均得到较大幅度的优化，公司奥莱渠道折扣一般为 4-6 折，由于奥莱店单店销售额高、租金扣点低，仍能保障较优的利润率水平，为公司轻装上阵打好基础。

1) **从库龄结构看**，2018 年开始公司库龄结构趋势变差，2020 年公司 1 年内库存减少至 50%，2 年以上库存占比超过 20%，而 2021 年末公司 1 年内库存提升至 59%，2 年以上的库存减少至 18%，同比改善。

2) **从存货周转和金额看**，2016~2019 年公司存货增速超过收入增长，公司存货周转天数变慢，2019 年末存货周转天数高达 397 天。从 2020 年 Q2 开始，公司存货金额增速放缓，且大幅低于收入增速，存货周转也呈现逐步改善的趋势，2022Q1 公司存货周转天数进一步下降至 298 天，同比/环比下滑 64/62 天，改善显著。

3) **从存货减值**，为审慎起见，2021 年三季度公司计提较多存货减值，导致 2021 年下半年存货减值（不含转回转销）占净利润比重达到 20%，存货跌价准备期末余额 1.06 亿元。但此次存货减值（不含转回转销）对全年业绩影响较小，约 14%。

图12：公司库龄结构



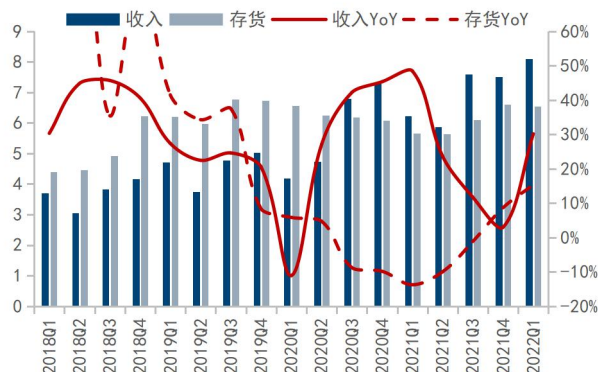
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13：公司存货跌价准备（百万元）



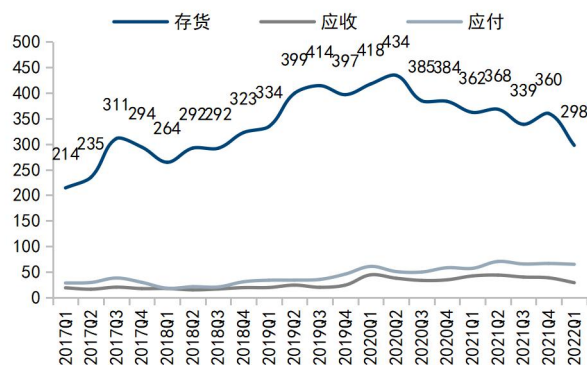
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司分季度末存货绝对金额（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 公司分季度营运资金周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

（二）2021 年高质量营销加码，品牌影响力提升显著

2021 年公司加码“奥运+事件+娱乐”三位一体营销，品牌知名度和美誉度得到提升，全年“比音勒芬”平均百度搜索指数达到 3145，同比 2020 年的 1320 提升显著。具体来看：

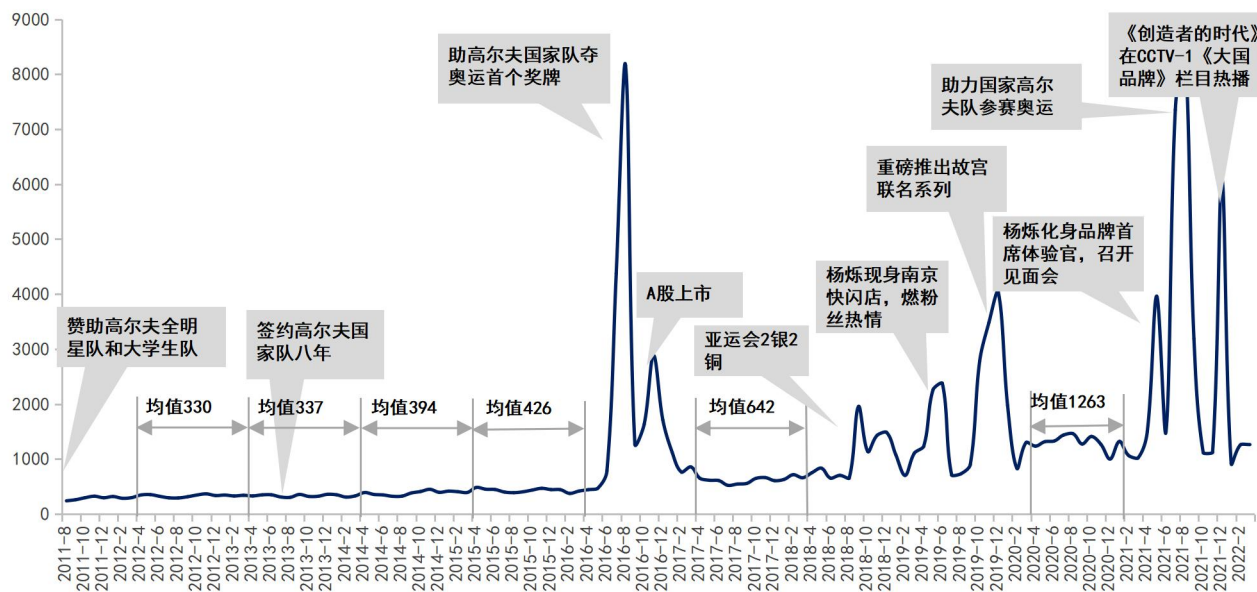
- 1) 奥运营销：**2021 年东京奥运会，公司赞助高尔夫国家队参赛，奥运前后积极通过社交媒体、线下门店宣传，强化高尔夫基因和品牌定位。2021 年 7/8/9 月百度指数均值分别达到 7351/8497/3190（一般情况为 1000+），实现品牌影响力和美誉度提升。
- 2) 与高铁传媒合作：**2021 年 7 月公司与高铁永达传媒签署战略合作协议，通过全国高铁大屏，将品牌理念与价值文化精准传递给数亿级用户。
- 3) 事件营销：**2021 年 12 月 10 日，《创造者的时代》在 CCTV-1《大国品牌》栏目正式热播，讲述比音勒芬传承创新、致敬时代的故事，并在微博、微信等社交媒体大力宣传。12 月百度指数均值达到 6099 水平（一般情况为 1000+）。
- 4) 明星代言人营销：**2021 年 5 月代言人杨烁和江一燕粉丝见面会、2021 年 9 月邀请实力演员刘恺威身穿比音勒芬 21 秋冬新款分享男士穿搭等活动提升品牌影响力，当期百度指数均有较大幅度提升。

（三）继续发力新零售，“线上轻奢”新模式成效显著，VIP 会员突破 70 万人

公司充分利用线下渠道优势，通过营销助手、超级导购、智能寻货系统、万店掌等系统，将线下会员引流线上，全面推进 VIP 精细化管理，线上线下联动，共同发力，新零售营销模式效果显著，销售业绩持续攀升。报告期内，公司 VIP 会员人数突破 70 万人。

目前公司线上销售主要渠道包括天猫、唯品会、京东、微信小程序会员商城等，并于 2021 年 11 月开设抖音渠道。同时公司逐步打造线上线下统一价格体系，开启“线上轻奢”销售新模式，2021 年公司线上收入增长 24.5%，占比 4.5%，而毛利率大幅提升 12.4p.p. 至 50.9%。

图16：2011年至今“比音勒芬”百度搜索指数持续走高（月度平均）



资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

展望：近期疫情影响较小，中长期拓店空间广阔

（一）公司分布在疫情封锁城市的门店数较少，高端品牌抗经济周期能力强

2022年3月中旬以来，国内疫情呈现多点多地爆发，例如，深圳在3月实施约1周“静默期”，吉林省也于3月中旬开始禁止人员跨省流动，其中比音勒芬在深圳和吉林门店数分别约有35/28家（合计占6.3%），但即使如此，公司依然实现一季度收入增长30%、净利润增长41%的靓丽业绩。

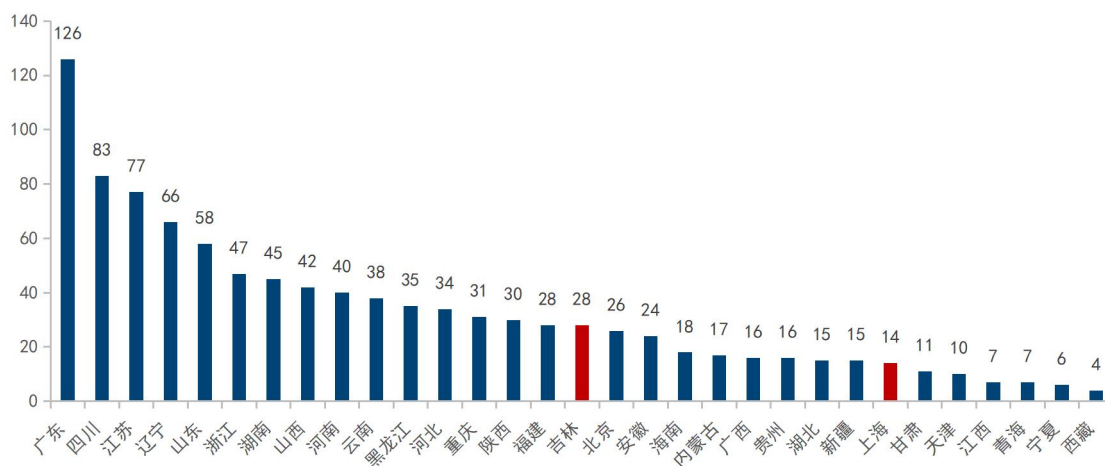
下面我们根据公司官网披露全国门店分布，统计公司所处疫情封锁城市的门店数，来探讨近期疫情封锁对公司二季度销售的影响：

1) 所处“上海+吉林”的门店数合计占4.2%，而上海仅占1.4%。公司共有28家门店位于吉林省和14家门店位于上海市，分别占总门店数的2.8%和1.4%。4月14日，吉林省宣布省内各市州均实现社会面清零，随着4月中下旬开始吉林省逐步解封，吉林省疫情对公司二季度影响将非常少。而上海疫情封锁预计对公司位于上海的门店产生一定影响，但这部分门店仅占全国1.4%。

2) 广东门店数最多，广州近期疫情尚未造成大面积封锁，影响可控。4月上旬广州出现本土疫情，其中白云、番禺、越秀、海珠四个区暂停堂食（公司约有18家门店，占1.8%），目前广州疫情可控尚未造成大面积封锁。

总体而言，由于疫情，国内部分城市和区域暂时封锁或限制人流，但对公司影响范围较小，总体可控。另外虽然疫情等多方面因素令近期国内零售环境疲软，但我们认为高端人群消费能力和消费意愿仍将保持在较高水平，公司作为定位高端精英人士的品牌也有望展现出较强的抗经济周期能力。

图 17: 公司全国各省门店数统计



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理; 备注: 统计时间为 2021 年 9 月, 总门店 1014 家, 与当前门店数分布可能有小幅差异

(二) 店铺空间有望达到 1500~2000 家, 中长期品牌成长空间广阔

2021 年公司净开 121 家门店至 1100 家, 店铺面积约为 160 平米。未来, 公司继续深挖一二线城市的高端社区作为潜在市场, 同时将市场进一步下沉到发展较快的三四线城市, **三四线城市的中产阶层将成为未来占比增长最快的群体**, 居民收入的增长让三四线城市居民消费信心比以往有了显著提高, 尤其对于高端品牌的需求显著增加。根据我们此前测算, **预计公司线下店铺空间能达到 1500~2000 家, 成长空间广阔。**

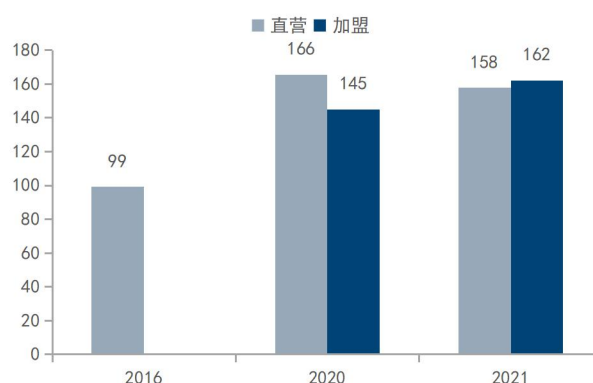
另外, 公司继续积极布局线上渠道, 与电商平台深度合作, 将线下优质 VIP 客户通过直播平台进行线上引流, 通过“线下+线上”渠道布局, 为比音勒芬客户提供更多的消费体验和更便捷的服务, 目前公司已拥有超过 70 万 VIP 会员。

图 18: 公司直营和加盟店铺数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 公司直营和加盟门店单店面积



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：业绩稳健，品牌势头强劲，看好中长期成长空间

在 2021 年下半年、2022 年一季度零售环境疲软、高基数压力下，公司仍实现利润快速增长，展现业绩的稳健性和成长性。作为景气赛道的高端品牌，公司已通过早期精准定位、持续高质量营销、差异化渠道运营以及优秀的产品力培育出卓越品牌力，未来公司计划门店数达到 1500-2000 家，随着品牌影响力持续提升，中长期成长空间广阔。由于一季度业绩超预期，小幅上调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别 7.9/9.8/11.4 亿元（原 2022~2023 年为 7.5/9.0 亿元），同增 27%/23%/19%，给予 2022 年 20~21x PE（维持），小幅上调合理估值为 29.2~30.6 元（原 27.6~28.9 元），维持“买入”评级。

表2：盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,303	2,720	3,257	3,812	4,365
(+/-%)	26.2%	18.1%	19.7%	17.1%	14.5%
净利润(百万元)	499	625	793	976	1161
(+/-%)	22.7%	25.2%	27.0%	23.1%	19.0%
每股收益(元)	0.95	1.13	1.39	1.71	2.03
EBIT Margin	29.5%	32.0%	28.8%	30.0%	31.0%
净资产收益率(ROE)	20.6%	19.2%	20.9%	21.8%	21.9%
市盈率(PE)	23.4	19.7	16.1	13.0	11.0
EV/EBITDA	18.4	15.4	14.8	12.3	10.5
市净率(PB)	4.8	3.8	3.3	2.8	2.4

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	579	1083	1896	2436	3122	营业收入	2303	2720	3257	3812	4365
应收款项	355	370	443	518	593	营业成本	602	634	808	940	1070
存货净额	608	660	742	832	914	营业税金及附加	14	24	28	33	37
其他流动资产	1438	898	1075	1258	1441	销售费用	885	1041	1203	1373	1541
流动资产合计	3079	3645	4355	5244	6270	管理费用	131	162	283	326	368
固定资产	288	393	422	448	464	财务费用	10	22	(2)	(12)	(21)
无形资产及其他	115	120	115	110	105	投资收益	25	39	33	38	44
投资性房地产	266	706	706	706	706	资产减值及公允价值变动	49	(75)	(48)	(56)	(63)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(153)	(63)	18	20	22
资产总计	3749	4863	5598	6507	7545	营业利润	582	738	939	1155	1374
短期借款及交易性金融负债	0	197	197	197	197	营业外净收支	3	(5)	(6)	(7)	(8)
应付款项	135	165	207	239	271	利润总额	585	733	933	1148	1366
其他流动负债	533	720	778	893	1006	所得税费用	86	108	140	172	205
流动负债合计	667	1082	1182	1329	1474	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	631	285	285	285	285	归属于母公司净利润	499	625	793	976	1161
其他长期负债	32	250	330	410	490						
长期负债合计	663	535	615	694	774	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1331	1617	1796	2023	2248	净利润	499	625	793	976	1161
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	20	25	34	16	8
股东权益	2417	3245	3800	4483	5296	折旧摊销	28	34	44	57	68
负债和股东权益总计	3749	4863	5598	6507	7545	公允价值变动损失	(49)	75	48	56	63
						财务费用	10	22	(2)	(12)	(21)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(814)	493	(118)	(106)	(107)
每股收益	0.95	1.13	1.39	1.71	2.03	其它	(21)	(25)	(34)	(16)	(8)
每股红利	0.29	0.30	0.42	0.51	0.61	经营活动现金流	(336)	1226	766	982	1185
每股净资产	4.61	5.90	6.66	7.86	9.28	资本开支	0	(77)	(150)	(150)	(150)
ROIC	24%	25%	27%	33%	37%	其它投资现金流	(100)	(534)	435	0	0
ROE	21%	19%	21%	22%	22%	投资活动现金流	(100)	(611)	285	(150)	(150)
毛利率	74%	77%	75%	75%	75%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	30%	32%	29%	30%	31%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	31%	33%	30%	32%	33%	支付股利、利息	(154)	(166)	(238)	(293)	(348)
收入增长	26%	18%	20%	17%	15%	其它融资现金流	848	222	0	0	0
净利润增长率	23%	25%	27%	23%	19%	融资活动现金流	539	(111)	(238)	(293)	(348)
资产负债率	36%	33%	32%	31%	30%	现金净变动	103	504	813	540	687
息率	1.3%	1.4%	1.9%	2.4%	2.8%	货币资金的期初余额	475	579	1083	1896	2436
P/E	23.4	19.7	16.1	13.0	11.0	货币资金的期末余额	579	1083	1896	2436	3122
P/B	4.8	3.8	3.3	2.8	2.4	企业自由现金流	0	1190	574	774	962
EV/EBITDA	18.4	15.4	14.8	12.3	10.5	权益自由现金流	0	1412	575	784	980

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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