

报喜鸟 (002154.SZ)

上半年收入和业绩增长 1%，库龄优化

买入

核心观点

上半年收入和业绩增长 1%，线上和团购增长强劲，库龄优化。2022 1H 公司收入+1.0%至 20.0 亿元，净利润+1.1%至 2.6 亿元。其中，报喜鸟/哈吉斯/宝鸟收入-1%/-5%/+37%，直营/加盟/线上/团购收入-18%/+5%/+24%/+39%，总体而言，直营线下零售受到疫情影响下滑，团购得益于大订单增长而表现强劲。上半年毛利率-2.5 个百分点至 64.4%，其中直营/加盟/线上/团购分别+0.1/+0.7/-0.7/-4 百分点，零售品牌直营和加盟毛利率均有小幅增长，总体毛利率下滑主要由于渠道结构变化。同时直营占比下降叠加良好控费效果，费用率合计下滑 1.6 百分点。上半年存货金额环比去年末下降 0.4 亿元至 11.1 亿元，1 年内库存金额占比同比/环比增长 7.8/3.0 百分点至 63%。

二季度业绩下滑 27%，展现较好经营韧性。2022 Q2 收入 8.4 亿元，-14.5%，净利润 0.59 亿元，-27%，收入小幅低于预期，净利润符合预期，预计主要是由于高线城市疫情封控，直营零售增长低于预期。Q2 毛利率 62.7%，-4.6 百分点，预计主要是渠道结构变化所致。费用率合计减少 2.7 百分点，疫情期间较好的费用管控措施令二季度净利率仅下滑 0.8 百分点至 7.4%，在疫情压力下展现较好的经营韧性。

近期销售强势恢复，哈吉斯开设高尔夫首店。6 月以来公司零售增长呈现较强的复苏趋势，7 月报喜鸟/哈吉斯在天猫和京东分别同比增长 41%/19%。同时期内报喜鸟主品牌继续执行品牌升级和年轻化策略，与东华大学合作运动西服创新研究，提升消费者对西服专家认知；哈吉斯品牌多维度、多渠道高质量营销，推出产品故事包，强化品牌 IP，并在 6 月于上海开设高尔夫首店，为高端英伦基因注入运动休闲属性。

风险提示：疫情反复、品牌形象受损、渠道拓展不及预期、系统性风险。

投资建议：上半年经营韧性较强，近期销售趋势向好，把握配置良机。二季度在受到严格疫情封控影响下，公司业绩展现较强的韧性，库存水平持续优化，随着 6 月以来销售的快速恢复，我们看好下半年低基数下的业绩弹性。从中长期看，主品牌继续执行品牌升级和年轻化策略，获得超越传统西服的阿尔法增长；哈吉斯凭借稀缺英伦基因，在集团精心培育下强势成长，从中国高净值人群和下沉市场渗透率看，预计仍有广阔成长空间。我们看好公司成长潜力，维持盈利预测，预计 2022~2024 年净利润分别 5.5/6.8/8.0 亿元，同比增长 17%/24%/18%，维持合理估值 5.6~6.0 元，对应 2022 年 PE 15~16x，疫后复苏弹性大，当前估值性价比较高，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)	3,788	4,451	4,919	5,732	6,535
(+/-%)	15.7%	17.5%	10.5%	16.5%	14.0%
净利润(百万元)	366	464	545	677	796
(+/-%)	74.4%	26.7%	17.3%	24.3%	17.5%
每股收益(元)	0.30	0.32	0.37	0.46	0.55
EBIT Margin	14.3%	14.2%	13.7%	14.9%	15.3%
净资产收益率 (ROE)	11.4%	11.2%	12.0%	13.5%	14.3%
市盈率 (PE)	13.2	12.5	10.7	8.6	7.3
EV/EBITDA	9.9	10.6	10.5	8.5	7.5
市净率 (PB)	1.50	1.40	1.28	1.16	1.04

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	5.60 - 6.00 元
收盘价	3.96 元
总市值/流通市值	5778/4411 百万元
52 周最高价/最低价	6.84/3.34 元
近 3 个月日均成交额	71.63 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

《报喜鸟 (002154.SZ) - 变革重焕新生，哈吉斯快速成长打开景气空间》——2022-07-03

上半年收入和业绩增长 1%，线上和团购增长强劲，库龄优化

2022 1H 公司实现收入+1.0%至 20.0 亿元，归母净利润+1.1%至 2.6 亿元。

1) 上半年收入分品牌看：报喜鸟收入 7.0 亿元，-1.1%，门店数同比净开 24 家，环比持平；哈吉斯收入 6.6 亿元，-4.7%，门店数同比净开 10 家，环比净减少 9 家。职业装团购品牌宝鸟收入 4.3 亿元，+37%，其他品牌下滑 21%。

总体而言，零售品牌受到疫情影响而出现小幅下滑，团购品牌宝鸟得益于与大客户良好的合作客户，覆盖从占比较高的金融系统延伸至通信、交通、能源等行业，品牌竞争力进一步提升，因此在上半年表现强劲。

2) 上半年收入分渠道看：直营收入 7.3 亿元，-18.4%，主要受到疫情冲击；加盟收入 3.3 亿元，+4.7%，加盟门店在低线城市占比较高，受到疫情影响较小，零售流水表现好于直营；团购渠道主要包括宝鸟品牌，收入增长 39%至 4.5 亿元；线上在较高基数和受到物流发货影响下仍然实现 23.5%增长至 3.6 亿元，反映良好的品牌势头。

图1：公司半年度营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度净利润和增长（亿元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：公司半年度分品牌经营情况

	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1
报喜鸟	481.3	602.5	592.1	689.4	539.3	720.0	435.1	841.2	711.6	899.9	703.7
yoy			23.0%	14.4%	-8.9%	4.4%	-19.3%	16.8%	63.5%	7.0%	-1.1%
店数	684	718	716	740	734	797	752	779	772	796	796
-直营店数						250		230	224	229	224
-加盟店数						547		549	548	567	572
单店收入/万元	69.8	86.0	82.6	94.7	73.2	94.1	56.2	109.9	91.8	114.8	88.4
直营-单店面积						132		133	134	137	137
加盟-单店面积						240		238	238	236	235
哈吉斯	285.9	368.4	407.8	464.6	461.6	545.4	467.8	764.8	694.2	758.2	661.6
yoy			42.6%	26.1%	13.2%	17.4%	1.4%	40.2%	48.4%	-0.9%	-4.7%
店数	272	303	306	365	376	392	380	393	382	401	392
-直营店数						291		288	290	301	296
-加盟店数						101		105	92	100	96
单店收入/万元	105.9	128.1	133.9	138.5	124.6	142.0	121.2	197.9	179.1	193.7	166.8
直营-单店面积						115		118	118	123	124
加盟-单店面积						113		114	116	117	119
宝鸟	214.1	206.0	196.8	316.6	224.4	341.9	267.2	517.7	314.5	522.3	430.7
yoy			-8.1%	53.7%	14.0%	8.0%	19.1%	51.4%	17.7%	0.9%	37.0%
其他品牌汇总	128.5	175.2	168.0	158.4	167.9	176.4	157.3	239.5	204.8	220.9	161.4
yoy			30.7%	-9.6%	0.0%	11.3%	-6.3%	35.8%	30.2%	-7.8%	-21.2%
总收入	1109.8	1352.2	1364.6	1628.9	1393.2	1783.7	1327.5	2363.2	1925.1	2401.3	1957.3
yoy			23.0%	20.5%	2.1%	9.5%	-4.7%	32.5%	45.0%	1.6%	1.7%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表2：公司半年度分渠道经营情况

	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1
直营	676.8	652.6	686.5	669.6	553.0	983.6	895.3	862.4	731.0
yoy			1.4%	2.6%	-19.4%	46.9%	61.9%	-12.3%	-18.4%
店数		815	796	788	721	746	737	752	734
单店收入/万元		80.1	85.2	84.5	73.3	134.1	120.7	115.8	98.4
单店面积		102	103	105	105	105	106	110	112
毛利率							77.5%	78.7%	77.6%
加盟	296.9	410.5	242.8	418.2	200.1	382.8	313.7	492.7	328.5
yoy			-18.2%	1.9%	-17.6%	-8.5%	56.8%	28.7%	4.7%
店数		761	823	890	868	887	878	924	925
单店收入/万元		53.9	30.7	48.8	22.8	43.6	35.5	54.7	35.5
单店面积		192	180	176	175	177	177	175	175
毛利率							67.0%	64.3%	67.7%
团购	230.2	334.5	247.6	343.3	280.2	521.4	322.9	538.0	450.3
yoy			7.6%	2.6%	13.2%	51.9%	15.3%	3.2%	39.5%
毛利率							48.9%	43.2%	44.8%
线上	139.5	172.1	174.1	248.2	239.4	362.3	292.7	388.4	361.6
yoy			24.8%	44.2%	37.5%	46.0%	22.3%	7.2%	23.5%
毛利率							68.8%	62.9%	68.1%
总收入	1343.4	1569.7	1350.9	1679.3	1272.7	2250.1	1824.6	2281.6	1871.4
yoy			0.6%	7.0%	-5.8%	34.0%	43.4%	1.4%	2.6%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

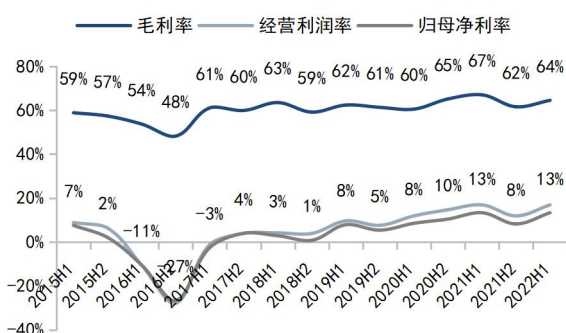
直营和加盟渠道毛利率均有提升，总毛利率下滑主要是因为收入结构变化。上半年公司毛利率下降分渠道毛利率看，上半年毛利率-2.5p.p.至64.4%。分渠道看，直营毛利率77.6%，+0.1pp，加盟毛利率67.7%，+0.7pp，线上毛利率68.1%，-0.7pp，团购毛利率44.7%，-4.1pp，但环比+1.6pp。总体而言，整体毛利率下滑主要是由

于业务结构发生变化，毛利率较低的团购、加盟、线上渠道占比提升。

直营占比下降叠加疫情期间控费效果较好，费用率下滑 1.6 个百分点。2022 1H 公司销售/管理/研发费用率分别为 40.5%/7.2%/1.8%，同比持平/-1.2pp/+0.3pp，费用率合计下降 1.6 个百分点，主要得益于直营占比下降带来销售费用下降，同时疫情期间公司积极控制费用开支。

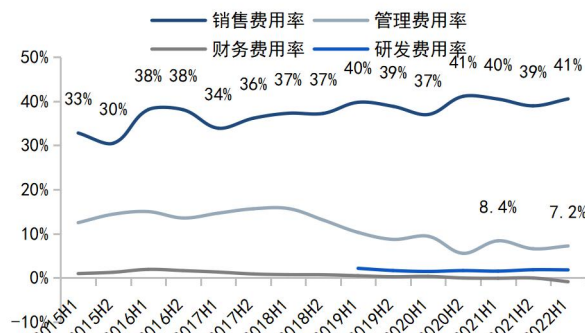
上半年存货周转天数同比小幅提升，存货金额环比去年末下降，库龄优化。2022 1H 末公司存货周转天数 286 天，同比提升 16 天，环比提升 49 天，而从存货金额看，期末存货 11.1 亿元，同比增加 1.1 亿元，环比去年末则下降 0.4 亿元。同时从库龄结构看，1 年内库存占比同比和环比分别增长 8/3 个百分点至 63%，3 年以上库存增长不足 1 个百分点至 4.8%，2-3 年库存占比有所下降，反应库存结构的优化。

图3：公司半年度利润率水平



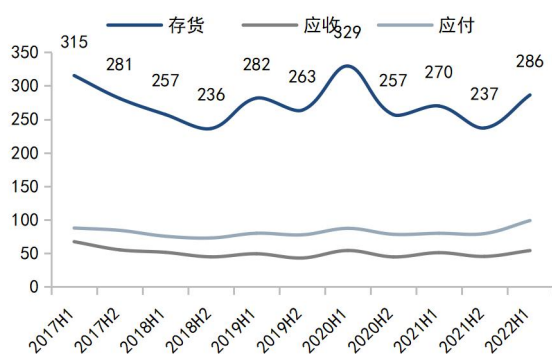
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度费用率水平



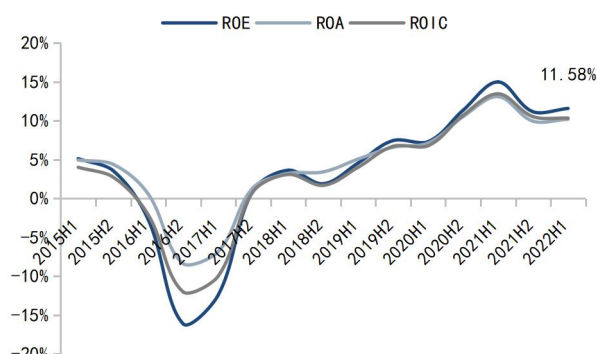
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司半年度营运资金周转天数



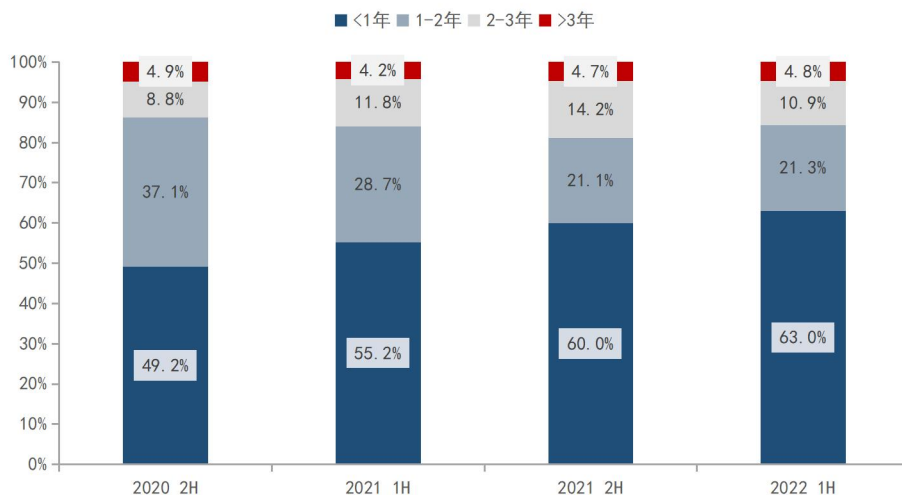
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司半年度盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司库龄结构（按库存金额）



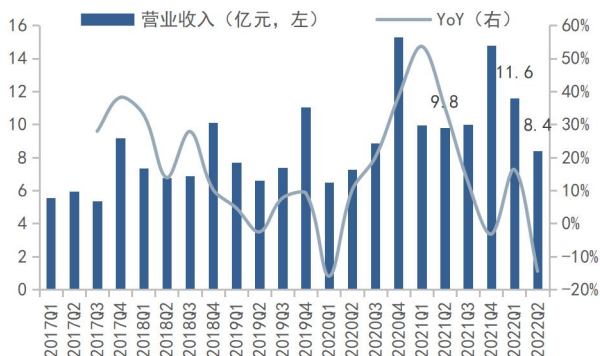
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

二季度业绩下滑 27%，展现较好经营韧性

2022 Q2 公司收入 8.4 亿元，-14.5%，净利润 0.59 亿元，-27%，收入小幅低于预期，净利润符合预期，我们预计主要是由于高线城市受到较为严格的疫情封控，直营零售增长表现低于预期。

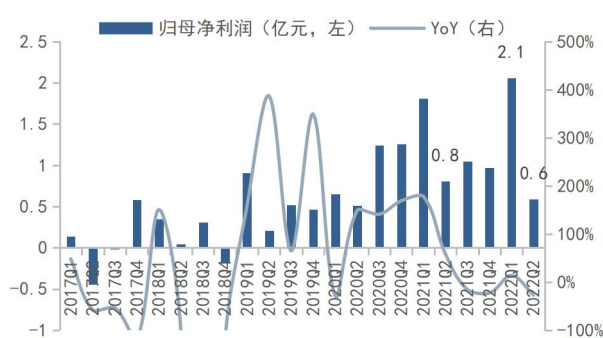
2022 Q2 公司毛利率 62.7%，-4.6 个百分点，我们预计毛利率下降主要是渠道收入结构变化所致。销售/管理/研发费用率分别为 44.1%/8.2%/2.1%，同比 +0.7/-2.4/+0.6 个百分点，费用率合计减少 2.7 个百分点，疫情期间较好的费用管控措施令公司二季度净利率仅下滑 0.8 个百分点至 7.4%。Q2 末存货金额比 Q1 末小幅增加 2000 万至 11.1 亿元，处于可控水平。

图8：公司分季度收入及增速



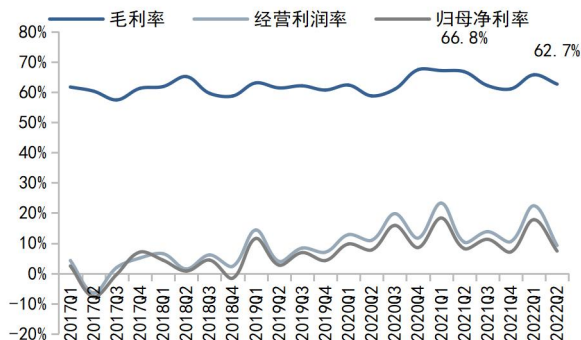
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度净利润及增速



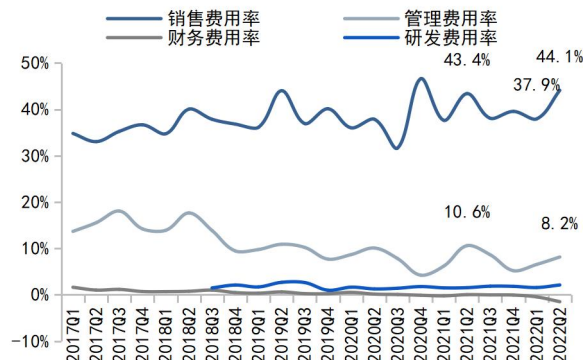
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司分季度费用率水平

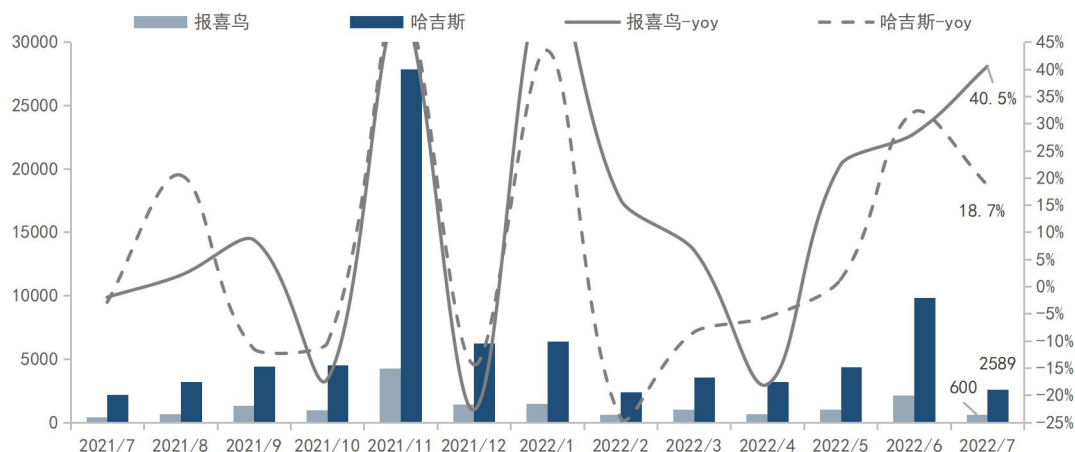


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

近期销售强势恢复，哈吉斯开设高尔夫首店

近期销售强势恢复，看好下半年业绩弹性。6月以来公司零售增长呈现强劲的复苏趋势，从报喜鸟和哈吉斯在天猫和京东平台合计销售的GMV来看，报喜鸟在2022年5~7月分别同比增长22%/28%/41%，哈吉斯分别增长1%/32%/19%，由于去年下半年业绩基数较低，我们预计今年下半年有较好的业绩弹性。

图12：报喜鸟和哈吉斯在天猫和京东平台销售合计GMV和yoy（万元）



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

报喜鸟主品牌“品牌升级”和“年轻化”，与东华大学合作签约运动西服创新研究。上半年报喜鸟继续聚焦西服品类，围绕重大节假日和货品波段等时间节点进行品牌推广，上半年报喜鸟更是与东华大学签约运动西服创新研究合作项目，提升了消费者对报喜鸟西服专家的品类认知。

哈吉斯多维度、多渠道高质量营销，同时开拓高尔夫高端线，凸显品牌英伦基因。哈吉斯期内围绕“英伦都市，品质先行”的沟通主题，继续强化品牌IP，将产品故事化，加强媒介布局。节日推广方面，品牌于情人节、女王节、母亲节等期间分别推出“星

空恋人”、“爱自己终身浪漫的开始”、“只此柔软，方可抵挡多面人生”等主题的包包宣传；植入体坛冠军李娜和武大靖，与陈都灵、梁洁、刘畅等明星签约电商授权，推送风衣、衬衫、POLO、夹克等品类的数字讲解，突出产品的专业性和高品质。

2022 年 6 月 HAZZYS GOLF 中国首店在上海正式启幕，标志着 Hazzys Golf 高端线上市，产品材料采用优质吸湿速干纱线、搭载防紫外线功能的网状面料，版型时尚简约营造优雅美感适配多元穿搭场景，该品类为品牌在中国区开设高尔夫专业系列的尝试，为高端英伦基因注入运动休闲属性。

中长期看，哈吉斯对标风格相近的比音勒芬仍有较大成长潜力。从目前销售规模看，2021 年哈吉斯/比音勒芬销售流水分别约为 18/39 亿元，门店数为 401/1100 家，在下沉市场，哈吉斯距离风格相近的比音勒芬仍有较大的开店空间，随着品牌影响力提升，我们看好哈吉斯中长期成长潜力。

图 13: 东华-报喜鸟运动西服创新研究合作签约仪式



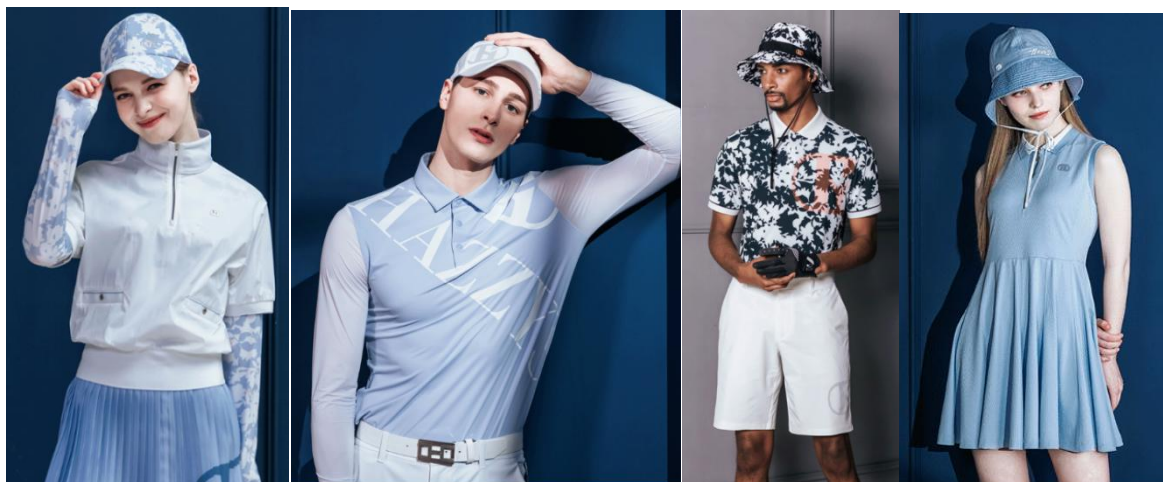
资料来源：报喜鸟微信公众号、国信证券经济研究所整理

图 14: 今年 6 月哈吉斯高尔夫中国首店开设



资料来源：报喜鸟微信公众号、国信证券经济研究所整理

图 15: Hazzys Golf 高端线上市，将时尚、专业、品质融入高尔夫运动



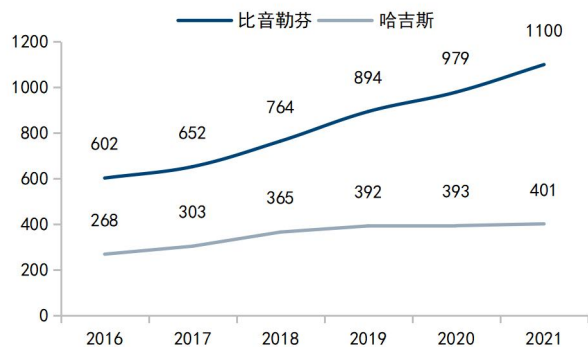
资料来源：报喜鸟微信公众号、国信证券经济研究所整理

图16: 哈吉斯与比音勒芬的零售额对比情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 哈吉斯与比音勒芬的线下门店数对比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：上半年经营韧性较强，近期销售趋势向好，把握配置良机

二季度在受到严格疫情封控影响下，公司业绩展现较强的韧性，库存水平持续优化，随着6月以来销售的快速恢复，我们看好下半年低基数下的业绩弹性。从中长期看，主品牌继续执行品牌升级和年轻化策略，获得超越传统西服的阿尔法增长；哈吉斯凭借稀缺英伦基因，在集团精心培育下强势成长，从中国高净值人群和下沉市场渗透率看，预计仍有广阔成长空间，看好公司成长潜力。维持盈利预测，预计2022~2024年净利润分别5.5/6.8/8.0亿元，同比增长17%/24%/18%，维持合理估值5.6~6.0元，对应2022年PE 15~16x，疫后复苏弹性大，当前估值性价比较高，维持“买入”评级。

表3: 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,788	4,451	4,919	5,732	6,535
(+/-%)	15.7%	17.5%	10.5%	16.5%	14.0%
净利润(百万元)	366	464	545	677	796
(+/-%)	74.4%	26.7%	17.3%	24.3%	17.5%
每股收益(元)	0.30	0.32	0.37	0.46	0.55
EBIT Margin	14.3%	14.2%	13.7%	14.9%	15.3%
净资产收益率(ROE)	11.4%	11.2%	12.0%	13.5%	14.3%
市盈率(PE)	13.2	12.5	10.7	8.6	7.3
EV/EBITDA	9.9	10.6	10.5	8.5	7.5
市净率(PB)	1.50	1.40	1.28	1.16	1.04

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

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	694	1907	2433	2848	3362	营业收入	3788	4451	4919	5732	6535
应收款项	619	635	674	817	931	营业成本	1387	1606	1847	2092	2398
存货净额	965	1149	1054	1133	1297	营业税金及附加	36	44	44	52	58
其他流动资产	101	164	181	211	240	销售费用	1501	1765	1943	2253	2536
流动资产合计	2760	3877	4364	5031	5852	管理费用	264	329	338	393	442
固定资产	489	496	504	565	599	研发费用	60	76	83	95	108
无形资产及其他	228	214	207	199	191	财务费用	4	(3)	(37)	(45)	(53)
投资性房地产	1135	1282	1282	1282	1282	投资收益	25	19	15	17	23
长期股权投资	247	248	248	248	248	资产减值及公允价值变动	82	68	(91)	(105)	(119)
资产总计	4859	6118	6605	7326	8173	其他收入	(188)	(173)	24	11	11
短期借款及交易性金融负债	104	145	160	187	213	营业利润	516	625	732	910	1069
应付款项	391	507	602	663	759	营业外净收支	(3)	(9)	1	0	0
其他流动负债	862	1121	1122	1286	1458	利润总额	513	616	733	910	1069
流动负债合计	1357	1773	1884	2135	2429	所得税费用	123	136	183	228	267
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	24	15	5	6	6
其他长期负债	180	78	70	62	53	归属于母公司净利润	366	464	545	677	796
长期负债合计	180	78	70	62	53	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1536	1851	1954	2197	2483	净利润	366	464	545	677	796
少数股东权益	94	105	108	112	116	资产减值准备	(87)	(14)	92	8	8
股东权益	3228	4161	4543	5017	5573	折旧摊销	102	91	68	84	99
负债和股东权益总计	4859	6118	6605	7326	8173	公允价值变动损失	(82)	(68)	91	105	119
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	4	(3)	(37)	(45)	(53)
每股收益	0.30	0.32	0.37	0.46	0.55	营运资本变动	12	(149)	219	(27)	(40)
每股红利	0.01	0.19	0.11	0.14	0.16	其它	110	20	(89)	(4)	(3)
每股净资产	2.65	2.85	3.11	3.44	3.82	经营活动现金流	422	345	925	843	977
ROIC	17%	16%	16%	24%	27%	资本开支	0	(136)	(251)	(251)	(251)
ROE	11%	11%	12%	13%	14%	其它投资现金流	(278)	358	0	0	0
毛利率	63%	64%	62%	64%	63%	投资活动现金流	(275)	220	(251)	(251)	(251)
EBIT Margin	14%	14%	14%	15%	15%	权益性融资	(1)	734	0	0	0
EBITDA Margin	17%	16%	15%	16%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	16%	18%	11%	17%	14%	支付股利、利息	(11)	(279)	(163)	(203)	(239)
净利润增长率	74%	27%	17%	24%	18%	其它融资现金流	94	472	15	26	26
资产负债率	34%	32%	31%	32%	32%	融资活动现金流	71	647	(148)	(177)	(212)
息率	0.2%	4.8%	2.8%	3.5%	4.1%	现金净变动	217	1213	526	415	514
P/E	13.2	12.5	10.7	8.6	7.3	货币资金的期初余额	477	694	1907	2433	2848
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0	货币资金的期末余额	694	1907	2433	2848	3362
EV/EBITDA	9.9	10.6	10.5	8.5	7.5	企业自由现金流	0	298	540	448	559
						权益自由现金流	0	770	583	508	625

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