

# 拓普集团 (601689.SH)

**买入**
**高管增持彰显经营信心，车端与机器人业务带来业绩确定性和成长性**
**◆ 公司研究 · 公司快评**
**◆ 汽车 · 汽车零部件**
**◆ 投资评级: 买入(维持评级)**

**证券分析师:** 唐旭霞 0755-81981814 tangxx@guosen.com.cn 执证编码: S0980519080002  
**联系人:** 孙树林 0755-81982598 sunshulin@guosen.com.cn

**事项:**

12月21日晚,拓普集团发布公告,拓普集团副董事长邬好年先生于12月21日通过集中竞价交易系统合计增持公司股份1354200股,占公司总股份数0.12%,成交金额99009646元,成交均价73.11元/股,计划3个月内,以自有或自筹资金继续择机增持股份,增持价格不高于90元/股,累计增持金额不低于人民币8000万元且不高于人民币12000万元(含本次已增持部分)。增持主体邬好年先生为公司副董事长,系公司实际控制人邬建树先生之子,为邬建树先生一致行动人。

12月13日,拓普集团通过官方咨询公众号发布电控减震器的相关招聘信息。2023年11月以来,公司陆续发布了针对泵阀研发中心、电驱事业部、智能表皮研发中心、电控减震器业务的相关招聘信息。另外,根据公司官方公众号,拓普闭式空悬产品、智能刹车系统IBS以及电动调节转向管柱陆续量产下线。

**国信汽车观点:**公司实控人邬建树先生的一致行动人邬好年增持公司股票,高管和公司利益的深度绑定,同时彰显对公司后续经营发展的信心及对长期成长价值的认可,同时本次增持有利于提振投资者对公司信心,促进公司稳定长远发展。公司近期线控制动、空气悬架、电调管柱等产品陆续量产下线,X-Y-Z线控底盘体系逐步完善,助力公司汽车电子业务进入放量周期;另外,公司近期陆续发布针对泵阀研发中心、电驱事业部、智能表皮研发中心、电控减震器的人才招聘信息,后续有望持续夯实公司研发、设计、生产等多维能力,预估公司空气悬架、热管理系统、内外饰等潜在相关业务有望受益。我们持续看好拓普集团产品拓展、客户突破、产能扩张带来的业绩确定性和成长性,维持盈利预测,预计23/24/25年归母净利润分别为23.5/31.3/42.4亿元,对应PE为34/26/19x,对应EPS为2.14/2.84/3.84元,参考可比公司估值,同时考虑到拓普车端主业的确定性及智能化业务放量、机器人业务的潜在催化,给予2024年30-32x PE,更新一年期目标价为85.2-90.9元,相较于当下仍有16.4%-24.1%的估值空间,维持“买入”评级。

**评论:**
**◆ 高管积极增持股份,彰显经营发展信心**

拓普集团副董事长邬好年先生(副董事长,系公司实际控制人邬建树先生之子,为邬建树先生一致行动人)通过集中竞价交易系统合计增持公司股份135.42万股(占总股份数0.12%),成交金额0.99亿元,均价73.11元/股,并计划3个月内,以自有或自筹资金继续择机增持股份,增持价格不高于90元/股,累计增持金额人民币8000~12000万元(含本次已增持部分)。我们认为本次增持一方面有望加深高管和公司利益的深度绑定,并彰显公司对后续经营发展的信心,以及对长期成长价值的认可,同时本次增持有利于提振投资者对公司信心,促进公司稳定长远发展。

表1: 拓普集团控股股东历次增持情况

时间区间	增持主体	金额
1 2015年7月9日起6个月内	控股股东、实际控制人邬建树先生,	不低于人民币1000万元
2 2018年9月20日起6个月内	拓普集团控股股东迈科国际控股(香港)之一致行动人宁波筑悦	累计增持金额不低于人民币6,000万元且不高于20000万元
3 2023年12月21日起3个月内	实控人一致行动人副董事长邬好年先生	累计增持金额不低于人民币8000万元且不高于12000万元(含本次已增持部分)。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：公司控股股东持股变动情况

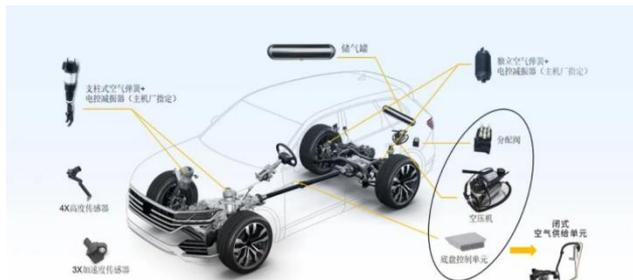
序号	股东名称	本次增持前股数（股）	本次增持数量（股）	本次增持股份占总股份比例	本次增持后数量（股）	增持后股份占总股份比例
1	迈科香港	693,680,000	-	-	693,680,000	62.94%
2	宁波筑悦	5,407,630	-	-	5,407,630	0.49%
3	邬建树	7,210,308	-	-	7,210,308	0.65%
4	邬好年	-	1,354,200	0.12%	1,354,200	0.12%
	合计	706,297,938	1,354,200	0.12%	707,652,138	64.21%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ X-Y-Z 底盘产品陆续量产，汽车电子业务进入放量收获期

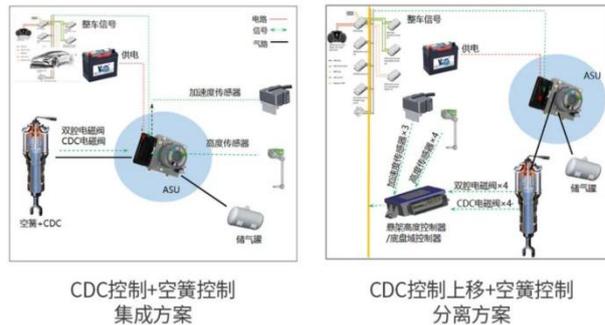
**空气悬架**：2023年11月拓普国内首个自主研发的闭式空气悬架系统（C-ECAS）建立，并正式量产下线。目前获得8个定点项目，预计于2023年Q4陆续投入量产，后续投产有望超40万台。拓普2021年进军空气悬架领域，主要供应空悬总成。依托在IBS研发过程中形成的机械、电控、软件能力以及底盘调校能力，结合在橡胶、真空泵方面多年经验积累，公司21年迅速开发空悬系统项目，包括集成式供气单元、空气弹簧、高度传感器等。在空悬方面具备集设计、研发、制造于一体的综合配套能力。

图1：空悬系统



资料来源：公司官网公众号，国信证券经济研究所整理

图2：拓普集团空悬配套方案



资料来源：公司官网公众号，国信证券经济研究所整理

表3：拓普集团空悬关键部件

产品类型	序号	空气悬架关键部件	研发能力	制造能力
机械部件	1	前空气弹簧总成	✓	✓
	2	后空气弹簧总成	✓	✓
电控部件	3	闭式空气供给单元（气泵、阀体、ECU一体化）	✓	✓
控制算法	4	空气弹簧高度控制算法	✓	
	5	CDC减震器控制算法	✓	

资料来源：公司官网公众号，国信证券经济研究所整理

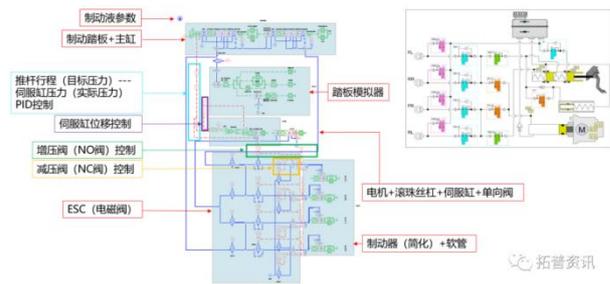
**线控制动**：11月拓普线控制动产品正式量产下线。拓普IBS数字化工厂具备SMT、ECU组装、传感器组装、电磁阀装配、总成自动化装配、智能仓储等先进制造设施，可满产每年30万辆车IBS产品配套能力，目前实现6个项目定点。2023年12月拓普完成IBS1.0升级版IBS2.0设计，广泛应用于不同车型上。IBS2.0属于线控制动控制系统，采用全解耦式制动技术。在结构上IBS2.0高度集成化，优化制动主缸、电磁阀。IBS2.0重新布置液压管路，使布局更简化，所需组装的零件更少，实现产品更小、更轻、更经济的目标。

图3: 拓普集团 IBS 产品



资料来源: 公司官方公众号, 国信证券经济研究所整理

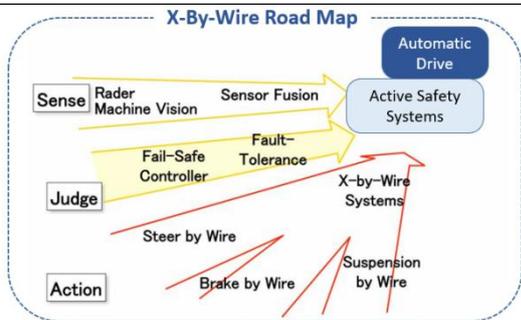
图4: IBS 智能刹车系统 AMESim 系统仿真



资料来源: 公司官方公众号, 国信证券经济研究所整理

**电调管柱:** 11月拓普电动调节转向管柱(EASC)量产下线, 实现软硬件自主研发, 转向管柱设计、验证、生产制造一体化配套服务; 目前已定点9个项目, 实现年订单量60万套。

图5: 线控系统发展趋势



资料来源: HITACHI, 国信证券经济研究所整理

图6: 拓普电动调节转向管柱 (EASC)



资料来源: 公司官方公众号, 国信证券经济研究所整理

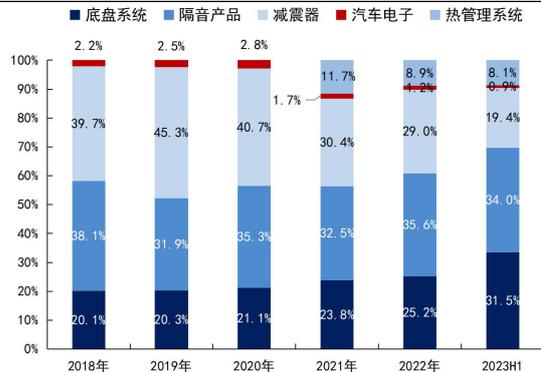
**X-Y-Z 线控底盘贡献增长势能, 2024 年有望为汽车电子业务提速起点。** 23H1 拓普集团汽车电子业务营收 0.8 亿元, 同比-10.2%, 体量相对较小, 预计主要系电子真空泵产品增长相对乏力所致。我们认为随 23Q4 公司空气悬架(8个项目定点)+线控制动(6个项目定点)+电调管柱(9个项目定点)的陆续量产, 以及后续潜在新定点的落地, 公司汽车电子业务有望进入加速成长的通道。

图7: 公司分业务营收(亿元)及整体增速



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司分业务营收占比(%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图9：拥有全球首家乘用车滑板底盘核心零部件系统大规模量产经验



资料来源：公司官网，公司官方公众号，国信证券经济研究所整理

### ◆ 招贤纳士厉兵秣马，坚定正向研发发展战略

拓普发布针对智能表皮研发等多领域招聘信息，预计多业务板块有望得到补强。11月以来拓普集团陆续发布针对泵阀研发中心、电驱事业部、智能表皮研发中心、电控减震器等相关招聘信息，涉及的产品包括智能表皮、电驱执行器、电控减震器、泵阀等，公司聚焦核心部件的研发、设计、生产、合作能力，预估空悬、热管理系统、内外饰、机器人等潜在相关业务有望受益，从而持续夯实公司长期竞争力。

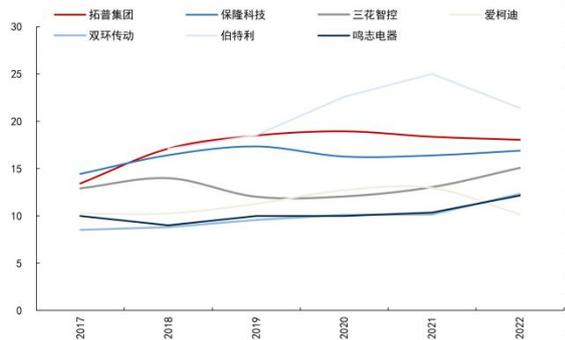
表4：拓普集团近期招聘信息

相关部门	核心产品	相关岗位
智能表皮研发中心	智能表皮	项目经理、智能表皮工艺工程师、产品设计工程师、材料开发工程师、SQE、采购工程师、质量工程师、产品开发工程师、电气工程师、设备工程师。
电驱事业部	电驱执行器	项目经理、电驱执行器设计主管、齿轮及丝杠设计主管、机械结构设计工程师、电子工程师、产品工程师、工艺工程师、设备工程师、质量工程师、SQE、样板工程师、采购工程师、测试工程师。
空悬研发中心	电控减震器	电控减震器研发经理、电控减震器结构设计工程师、电控减震器阀系设计工程师、电控减震器阀系调试专家、电控减震器调试工程师、电控减震器 CAE 分析工程师、产品开发工程师、电控减震器工艺开发经理、工艺工程师等
泵阀研发中心	阀、泵相关	软件工程师、测试工程师、项目工程师、工艺工程师、硬件工程师系统工程师、设计工程师

资料来源：公司官方公众号，国信证券经济研究所整理

**架构清晰、重视人才，坚定正向研发的发展战略。**拓普在体系建设、人才引进、实验能力等方面持续投入：1) 每年研发投入占比保持在约 5%；2) 在北美、欧洲、上海、深圳、宁波等地设研发中心，建立起由两百多名硕士、博士组成近 2000 人的科研团队；3) 设立实验中心，具备材料级、产品级、系统级和整车级试验及验证能力，通过 CNAS 的 ISO/IEC17025 认证，较多汽车厂整车级实验已交由公司完成。依托正向研发能力，有利于公司继续扩展产品线，提升单车配套价值，为客户提供 T0.5 级服务提供保障。架构方面，2023 年 7 月，经公司战略分析及决策，决定拆分设立机器人事业部，建立独立管理架构，配置优秀专业团队，同时整合各项优势资源，从而为该项业务的快速发展创造充分条件。

图10: 拓普研发人员数量占比处于可比公司中领先



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

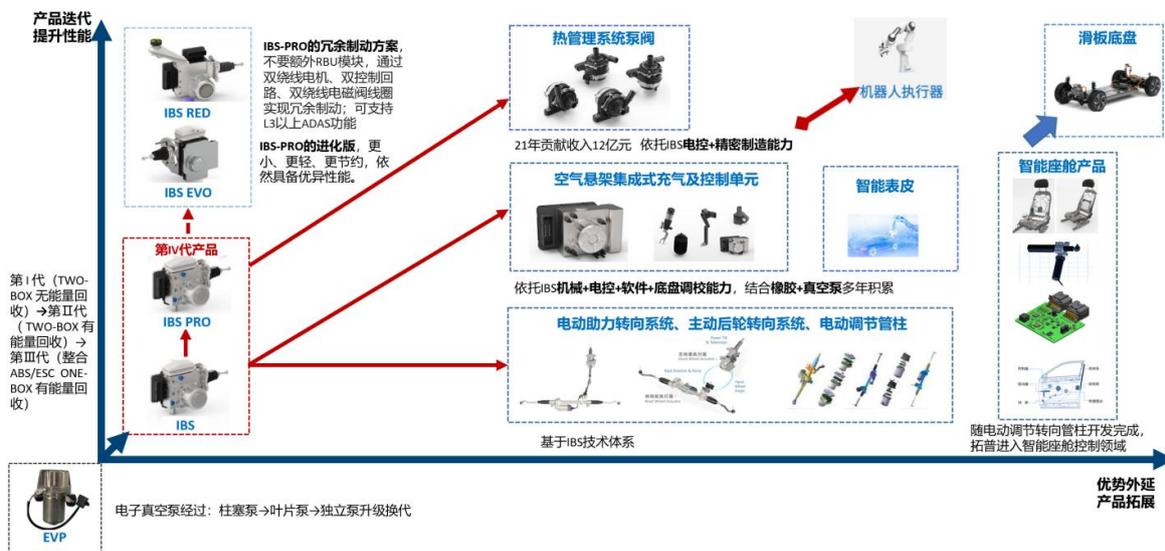
图11: 拓普设计机器人事业部



资料来源: 公司官方公众号, 国信证券经济研究所整理

研发综合实力强、效率高, 在研发、实验过程中拓普善于聚焦产业链关键产品和核心技术, 并将所积累技术、经验沿用到新品研发上, 提升研发效率。依托长期基础的开发和技术突破所积累出机、电、液、软等综合开发和系统集成能力, 拓普逐步建立完整的产品开发体系。以 IBS 为例, IBS 是高度集成安全系统, 集成机械、电子、液压、控制、算法等多学科内容, 公司在快速变化的汽车市场环境下: 1) 纵向迭代产品: IBS→IBS PRO→IBS RED 和 IBS EVO; 2) 横向拓宽产品线: 基于电控、软件、制造、底盘调教等能力拓展线控转向系统(电动助力转向系统、主动后轮转向系统、电调管柱等)、热管理系统泵阀、空悬集成式充气及控制单元、智能座舱产品、机器人执行器等, 为公司保持快速发展奠定基础。

图12: 拓普集团产品拓展图谱



资料来源: 公司官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 全球扩产夯实长期竞争力, 加码智能制造保驾护航

产能布局全球范围布局, 实现全方位就近供货。拓普生产基地横跨国内、欧洲、美洲与东南亚, 共计 70 多家工厂。公司 1) 围绕国内主要汽车产业集群, 已在宁波、重庆、武汉、安徽等地建立基地; 2) 海外为服务国际客户, 在美国、加拿大、巴西、马来西亚等国家分别设立制造工厂或仓储中心, 波兰工厂已经开始批量生产, 墨西哥有序推进, 可为客户提供更加快捷高效的服务, 也为深入拓展全球平台业务提供保障。

募集扩产巩固长期竞争力, 投入产出比逐渐提升, 有望持续优化公司经营条件。22 年 12 月拓普推出非公开发行募集预案, 募集总额不超 40 亿元, 总投资 78 亿元, 用于轻量化底盘+内饰+热管理+智能驾驶等项



◆ **投资建议：特斯拉产业链核心标的，维持“买入”评级**

我们认为拓普集团近期一方面汽车电子板块中的线控制动、空气悬架、电调管柱等产品陆续量产下线，X-Y-Z 线控底盘体系逐步完善，助力公司汽车电子业务进入放量周期；另一方面，公司近期陆续发布针对泵阀研发中心、电驱事业部、智能表皮研发中心、电控减震器的人才招聘信息，后续有望持续夯实公司研发、设计、生产、合作能力，预估公司空气悬架、热管理系统、机器人等潜在相关业务有望受益。我们持续看好拓普集团产品拓展、客户突破、产能扩张带来的业绩确定性和成长性，维持盈利预测，预计 23/24/25 年归母净利润分别为 23.5/31.3/42.4 亿元，对应 PE 为 34/26/19x，对应 EPS 为 2.14/2.84/3.84 元。我们选取同样作为特斯拉核心供应商的三花智控，以及市值水平接近的汽车电子供应商德赛西威、同样布局线控制动及轻量化底盘的伯特利作为可比公司，参考可比公司估值，同时考虑到公司车端主业的确定性以及智能化业务放量、机器人业务的潜在催化，给予 2024 年 30-32x PE，更新一年期目标价为 85.2-90.9 元，相较于当下仍有 16.4%-24.1% 的估值空间，维持“买入”评级。

表5: 可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
603596.SH	伯特利	买入	64.78	281	1.7	2.09	2.92	38	31	22
002920.SZ	德赛西威	买入	123.38	685	2.13	2.85	3.87	58	43	32
002050.SZ	三花智控	买入	28.56	1066	0.72	0.84	1.03	40	34	28
	平均							45	36	27
601689.SH	拓普集团	买入	73.21	807	1.54	2.14	2.84	48	34	26

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测；注：数据时间为 12 月 21 日收盘价；

◆ **风险提示：行业竞争加剧风险、终端汽车销量波动风险、研发进展不及预期风险等。**

### 相关研究报告：

- 《拓普集团（601689.SH）-三季度营收逆势稳增，车与机器人带来确定性和成长性》——2023-11-01
- 《拓普集团（601689.SH）-二季度净利润创季度新高，机器人业务放量在即》——2023-09-02
- 《拓普集团（601689.SH）-单二季度净利润同比增长 86%-108%，设立机器人事业部》——2023-07-17
- 《拓普集团（601689.SH）-产品放量驱动营收稳定增长，2023 年一季度毛利率同环比提升》——2023-04-24
- 《拓普集团（601689.SH）-2022 年净利润同比增长 67%，平台化体系优势持续兑现》——2023-04-19

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1271	2796	2796	2796	2796	营业收入	11463	15993	21661	28999	39323
应收款项	3573	4899	6635	8883	12046	营业成本	9184	12536	16895	22620	30751
存货净额	2297	3256	4355	5821	7978	营业税金及附加	70	94	128	171	232
其他流动资产	1327	1483	1949	2610	3539	销售费用	157	220	282	386	523
<b>流动资产合计</b>	<b>8790</b>	<b>12435</b>	<b>15736</b>	<b>20111</b>	<b>26360</b>	管理费用	295	423	547	716	954
固定资产	7822	12280	16594	20084	23256	研发费用	502	751	975	1305	1770
无形资产及其他	855	1228	1180	1132	1083	财务费用	36	(12)	223	316	347
投资性房地产	1086	1427	1427	1427	1427	投资收益	35	39	35	35	35
长期股权投资	129	142	142	142	142	资产减值及公允价值变动	69	32	45	45	45
<b>资产总计</b>	<b>18683</b>	<b>27510</b>	<b>35078</b>	<b>42895</b>	<b>52267</b>	其他收入	(680)	(824)	(975)	(1305)	(1770)
短期借款及交易性金融负债	1234	1156	3887	4869	5145	营业利润	1145	1978	2691	3567	4827
应付款项	5559	7815	10452	14553	19946	营业外净收支	2	(18)	(18)	(18)	(18)
其他流动负债	574	650	867	1160	1589	<b>利润总额</b>	<b>1146</b>	<b>1960</b>	<b>2673</b>	<b>3549</b>	<b>4809</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7367</b>	<b>9621</b>	<b>15206</b>	<b>20581</b>	<b>26679</b>	所得税费用	128	261	321	426	577
长期借款及应付债券	310	5182	5182	5182	5182	少数股东损益	1	(1)	(2)	(2)	(3)
其他长期负债	386	547	647	747	847	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1017</b>	<b>1700</b>	<b>2354</b>	<b>3125</b>	<b>4235</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>696</b>	<b>5730</b>	<b>5830</b>	<b>5930</b>	<b>6030</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>8062</b>	<b>15350</b>	<b>21036</b>	<b>26511</b>	<b>32709</b>	净利润	1017	1700	2354	3125	4235
少数股东权益	32	31	29	28	26	资产减值准备	47	(37)	24	12	11
股东权益	10589	12129	14013	16356	19533	折旧摊销	550	781	1182	1592	1911
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18683</b>	<b>27510</b>	<b>35078</b>	<b>42895</b>	<b>52267</b>	公允价值变动损失	(69)	(32)	(45)	(45)	(45)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	36	(12)	223	316	347
每股收益	0.92	1.54	2.14	2.84	3.84	营运资本变动	(308)	(325)	(322)	130	(315)
每股红利	0.19	0.36	0.43	0.71	0.96	其它	(46)	36	(26)	(13)	(14)
每股净资产	9.61	11.01	12.72	14.84	17.72	<b>经营活动现金流</b>	<b>1191</b>	<b>2123</b>	<b>3167</b>	<b>4800</b>	<b>5783</b>
ROIC	11.16%	11.60%	11%	13%	15%	资本开支	0	(5202)	(5427)	(5001)	(5001)
ROE	9.61%	14.02%	17%	19%	22%	其它投资现金流	(321)	321	0	0	0
毛利率	20%	22%	22.00%	22.00%	21.80%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(301)</b>	<b>(4893)</b>	<b>(5427)</b>	<b>(5001)</b>	<b>(5001)</b>
EBIT Margin	11%	12%	13%	13%	13%	权益性融资	(13)	0	0	0	0
EBITDA Margin	16%	17%	19%	19%	18%	负债净变化	310	2515	0	0	0
收入增长	76%	40%	35%	34%	36%	支付股利、利息	(207)	(397)	(471)	(781)	(1059)
净利润增长率	62%	67%	38%	33%	36%	其它融资现金流	(599)	57	2731	982	276
资产负债率	43%	56%	60%	62%	63%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(406)</b>	<b>4294</b>	<b>2260</b>	<b>201</b>	<b>(782)</b>
股息率	0.3%	0.5%	0.6%	1.0%	1.3%	<b>现金净变动</b>	<b>484</b>	<b>1524</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	79.3	47.5	34.3	25.8	19.1	货币资金的期初余额	787	1271	2796	2796	2796
P/B	7.6	6.7	5.8	4.9	4.1	货币资金的期末余额	1271	2796	2796	2796	2796
EV/EBITDA	49.2	34.9	25.3	19.9	16.2	企业自由现金流	0	(3039)	(2073)	67	1078
						权益自由现金流	0	(467)	461	771	1048

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

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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
		低配	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