

地素时尚 (603587.SH)

2023 年延续稳定分红，2024 年一季度业绩承压

买入

核心观点

2023 全年公司收入增长 10%，费用率改善带动净利率提升。地素时尚是一家多品牌运作的高端时尚服装品牌公司。2023 年收入同比+10.4%至 26.5 亿元；归母净利润同比+28.4%至 4.9 亿元。毛利率基本维持稳定，小幅下滑 0.9 个百分点至 74.5%；费用率方面受正向经营杠杆作用均有所改善，尤其销售费用率改善明显，同比下降 3.2 个百分点至 40.5%。主要受益于费用率改善，净利率提升 2.6 个百分点至 18.6%。**现金流充足，分红率稳定。**经营性现金流充足，同比+41.6%至 7.0 亿元，净现比达 1.42；公司继续保持稳定较高的分红水平，派发现金分红 3.8 亿元，分红率达 77%。营运效率方面，存货周转天数同比下降 10 天至 204 天，应收账款周转天数维持稳定。受益于盈利能力改善，ROE 同比提升 3 个百分点至 13.4%，但仍未恢复历史较高水平。

2024 年一季度宏观消费疲软，公司业绩下滑。2024 年一季度在行业整体消费需求增速放缓的情况下，公司营收同比-12.0%至 5.4 亿元；归母净利润同比-33.0%至 1.1 亿元。预计主要受收入下滑、固定成本费用占比提升的负向经营杠杆影响，毛利率同比下降 1.1 个百分点至 75.6%；销售、管理费用率分别增长 1.5 和 2.5 个百分点至 41.8%和 9.2%，研发和财务费用率基本保持稳定。在毛利率和费用率的共同影响下，净利率同比下降 6.4 个百分点至 20.5%。

线下渠道稳健增长，电商渠道增速亮眼。1) 分渠道看，三大渠道均正向增长，电商渠道增速较快。2023 年直营/经销/电商收入分别同比+10.6%/4.8%/29.5%，电商主要增长动力来自于：①新品驱动增长，全年多个系列上市首日 GMV 突破 100 万+，拉动收入利润同时高速增长；②全面发力内容渠道，抖音渠道收入接近翻番，同时积极探索小红书、得物等新兴渠道接触潜力年轻客群。2) 分品牌看，DA/DZ/DM/RA 收入分别+8.9%/+14.5%/-7.4%/+56.1%，其中男装品牌 RA (RAZZLE) 基数小、增速快；前两大品牌 DA (DAZZLE) 和 DZ (d'zzit) 收入增长稳健。基于高端品牌的塑造，各品牌毛利率均在 72%以上，展现优秀的盈利水平和品牌溢价实力。门店方面，直营和经销分别净闭店 36 和 50 家，但单店店效有所提升，推动线下收入增长。

风险提示：品牌形象受损；存货大幅减值；市场竞争加剧。

投资建议：看好公司优秀的品牌竞争力，中长期有望保持稳健增长。由于 2024 年宏观消费疲软、行业趋势较弱，我们下调对公司 2024-2025 年的盈利预测，预计公司 2024-2026 年净利润分别为 5.2/5.9/6.5 亿元（2024-2025 年前值为 6.5/7.4 亿元），同比+4.4%/13.6%/11.1%，维持“买入”评级，下调合理估值区间至 14.0-15.1 元（前值为 16.5-17.1 元），对应 2024 年 13-14x PE。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,400	2,649	2,728	3,029	3,303
(+/-%)	-17.2%	10.4%	3.0%	11.0%	9.1%
净利润(百万元)	385	494	515	585	650
(+/-%)	-44.2%	28.4%	4.4%	13.6%	11.1%
每股收益(元)	0.80	1.03	1.08	1.23	1.36
EBIT Margin	23.7%	25.9%	23.8%	24.4%	24.9%
净资产收益率 (ROE)	10.7%	13.2%	13.2%	14.4%	15.2%
市盈率 (PE)	15.9	12.3	11.8	10.4	9.3
EV/EBITDA	11.2	9.5	9.8	8.8	8.0
市净率 (PB)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4

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

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

14.00 - 15.10 元

收盘价

12.70 元

总市值/流通市值

6063/5987 百万元

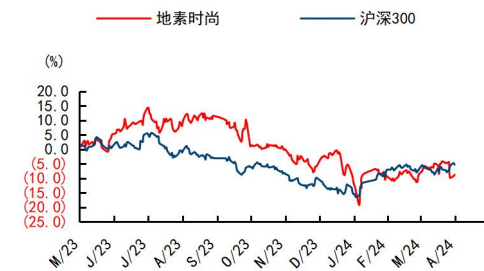
52 周最高价/最低价

17.35/10.98 元

近 3 个月日均成交额

27.50 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

《地素时尚 (603587.SH) - 第三季度收入下滑 3%，各品牌店效持续提升》——2023-10-28

《地素时尚 (603587.SH) - 二季度业绩增长环比提速，电商渠道增速亮眼》——2023-08-27

《地素时尚 (603587.SH) - 2023 年一季度净利润增长 9%，费用率改善》——2023-04-30

《地素时尚 (603587.SH) - 三季度收入降幅环比收窄，店铺结构持续调整》——2022-11-04

《地素时尚 (603587.SH) - 上半年净利润下降 35%，数字化推动品牌力提升》——2022-09-01

图1：公司收入与变化情况



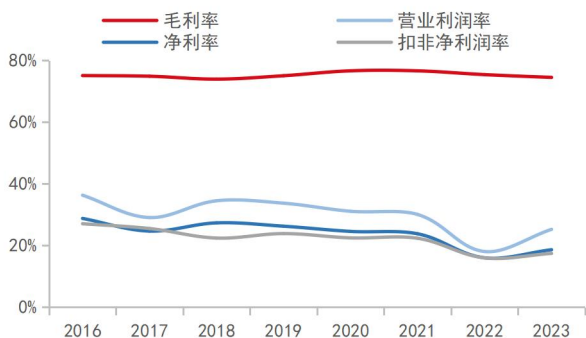
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润与变化情况



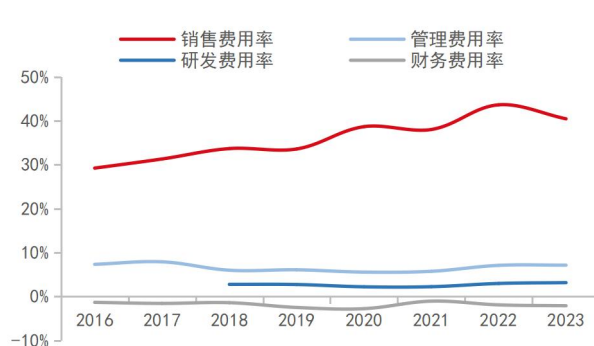
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司毛利率、经营利润率与归母净利率



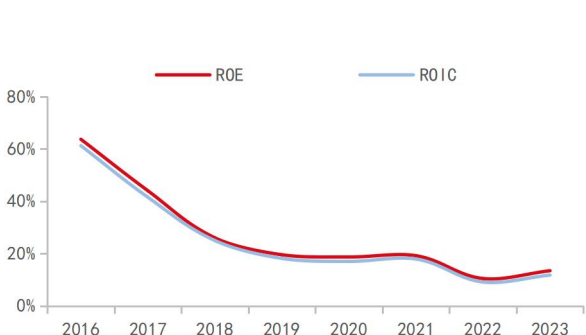
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司四项费用率



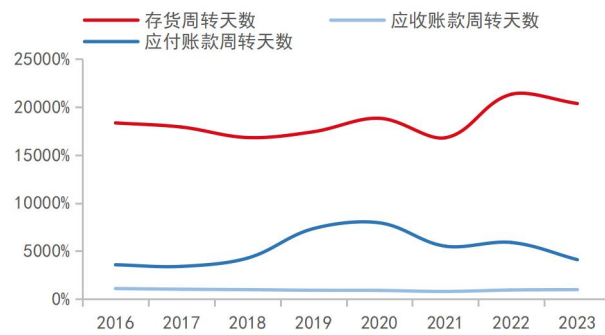
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司 ROE 变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司营运资金周转天数



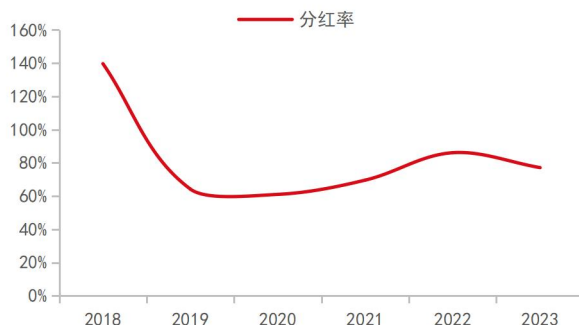
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：公司经营现金流净额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司分红率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：公司单季度收入与变化情况



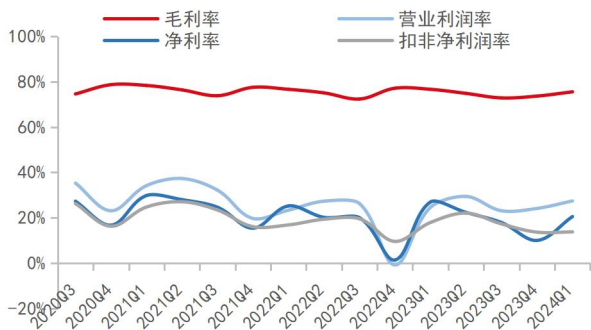
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司单季度归母净利润与变化情况



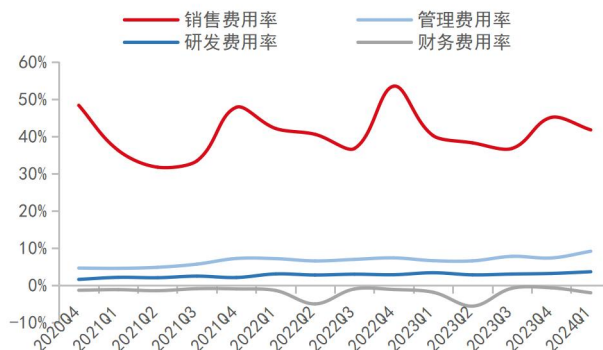
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：公司单季度毛利率、经营利润率与归母净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：公司单季度四项费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表1：地素时尚业务拆分（按品牌分）

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
收入拆分	595.83	503.07	617.12	677.71	608.84	636.48	597.07	801.97	536.85
DA	315.91	262.38	364.50	365.87	313.58	347.70	332.50	431.83	262.73
店铺数量	658.00	656.00	660.00	616.00	598.00	590.00	575.00	541.00	529.00
收入端店效 (百万)	0.48	0.40	0.55	0.57	0.52	0.59	0.57	0.77	0.49
DM	47.82	30.00	37.72	48.61	40.69	32.44	30.77	48.12	36.58
店铺数量	50.00	47.00	50.00	30.00	26.00	24.00	22.00	24.00	24.00
收入端店效 (百万)	0.96	0.62	0.78	1.22	1.45	1.30	1.34	2.09	1.52
DZ	220.71	206.53	210.19	253.51	241.71	247.82	227.24	303.18	224.38
店铺数量	473.00	484.00	474.00	463.00	458.00	465.00	469.00	450.00	438.00
收入端店效 (百万)	0.47	0.43	0.44	0.54	0.52	0.54	0.49	0.66	0.51
RA	11.39	4.16	4.70	9.72	12.86	8.53	6.55	18.84	13.16
店铺数量	16.00	18.00	15.00	14.00	16.00	18.00	20.00	22.00	23.00
收入端店效 (百万)	0.73	0.24	0.29	0.67	0.86	0.50	0.34	0.90	0.58
收入 YOY									
DA	-19.0%	-32.4%	0.4%	-25.5%	-0.7%	32.5%	-8.8%	18.0%	-16.2%
店铺数量	5.8%	3.3%	5.3%	-6.7%	-9.1%	-10.1%	-12.9%	-12.2%	-11.5%
收入端店效	-23.3%	-35.3%	-3.7%	-24.9%	7.8%	46.6%	3.0%	34.9%	-4.9%
DM	-2.2%	-35.1%	-8.5%	-26.3%	-14.9%	8.1%	-18.4%	-1.0%	-10.1%
店铺数量	-2.0%	-6.0%	-5.7%	-40.0%	-48.0%	-48.9%	-56.0%	-20.0%	-7.7%
收入端店效	1.7%	-32.5%	-2.8%	-5.2%	51.9%	109.8%	72.0%	72.2%	4.9%
DZ	5.8%	-18.2%	-19.1%	-16.8%	9.5%	20.0%	8.1%	19.6%	-7.2%
店铺数量	2.4%	5.2%	2.2%	-2.3%	-3.2%	-3.9%	-1.1%	-2.8%	-4.4%
收入端店效	3.5%	-21.2%	-22.0%	-16.7%	12.6%	24.4%	10.9%	21.9%	-3.7%
RA	40.6%	-49.1%	-16.5%	-11.5%	12.9%	105.1%	39.3%	93.9%	2.3%
店铺数量	60.0%	50.0%	50.0%	-6.7%	0.0%	0.0%	33.3%	57.1%	43.8%
收入端店效	-9.3%	-67.1%	-44.3%	-23.7%	16.6%	105.1%	21.0%	33.9%	-31.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

由于一季度销售恢复不及预期，下调盈利预测

由于 2024 年一季度女装行业消费需求疲软，线下客流或受出行分流影响，线下流水普遍表现较差；公司一季度业绩表现低于预期，同时消费趋势暂未出现明确拐点，因此我们下调公司未来开店和收入预期。同时由于收入增速下滑、固定成本费用占比提升的负向经营杠杆影响，我们下调毛利率预期、上调费用率预期。调整后假设如下：

1) 预计 2024-2026 年收入同比变动+3.0%/11.0%/9.1%至 27.3/30.3/33.0 亿元（原 2024-2025 年为 29.3/32.6 亿元）。

2) 预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 74.5%/74.5%/74.5%（原 2024-2025 年为 75.7%/76.0%）。

3) 预计 2024-2026 年期间费用率分别为 47.6%/47.1%/46.7%（原 2024-2025 年为 46.4%/45.8%）。

综上所述，预计 2024-2026 年归母净利润为 5.2/5.9/6.5 亿元（原 2024-2025 年为 6.5/7.4 亿元），同比增 4.4%/13.6%/11.1%。

图 13：公司盈利预测拆分假设

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入（百万元）	2,378.4	2,564.2	2,897.6	2,400.4	2,648.8	2,727.6	3,028.9	3,303.3
YoY	13.2%	7.8%	13.0%	-17.2%	10.4%	3.0%	11.0%	9.1%
DA	1,371.6	1,483.9	1,632.4	1,308.7	1,425.6	1,468.4	1,622.6	1,752.4
YoY	11.4%	8.2%	10.0%	-19.8%	8.9%	3.0%	10.5%	8.0%
占比	57.7%	57.9%	56.3%	54.5%	53.8%	53.8%	53.6%	53.0%
DM	179.1	196.4	202.4	164.1	152.0	155.1	157.8	160.5
YoY	5.2%	9.7%	3.0%	-18.9%	-7.4%	2.0%	1.8%	1.7%
占比	7.5%	7.7%	7.0%	6.8%	5.7%	5.7%	5.2%	4.9%
DZ	813.3	864.7	1025.6	891.0	1020.0	1050.6	1187.1	1310.6
YoY	18.8%	6.3%	18.6%	-13.1%	14.5%	3.0%	13.0%	10.4%
占比	34.2%	33.7%	35.4%	37.1%	38.5%	38.5%	39.2%	39.7%
RA	10.0	15.3	32.9	30.0	46.8	49.1	61.4	79.8
YoY	8.8%	52.9%	114.7%	-8.9%	56.1%	5.0%	25.0%	30.0%
占比	0.4%	0.6%	1.1%	1.2%	1.8%	1.8%	2.0%	2.4%
毛利率	75.0%	76.6%	76.6%	75.4%	74.5%	74.5%	74.5%	74.5%
DA	75.8%	77.7%	78.1%	76.3%	75.2%	75.2%	75.2%	75.2%
DM	78.5%	80.6%	80.3%	80.7%	80.8%	80.8%	80.8%	80.8%
DZ	73.3%	74.0%	73.6%	72.9%	72.3%	72.3%	72.3%	72.3%
RA	72.6%	77.7%	80.8%	82.1%	81.9%	81.9%	81.9%	81.9%
费用率	39.9%	43.7%	44.9%	51.8%	48.6%	47.6%	47.1%	46.7%
销售费用	33.6%	38.7%	38.0%	43.6%	40.5%	39.5%	39.1%	38.7%
管理费用	6.1%	5.6%	5.7%	7.1%	7.1%	7.1%	7.0%	6.9%
研发费用	2.7%	2.2%	2.2%	3.0%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%
财务费用	-2.5%	-2.8%	-1.1%	-1.9%	-2.1%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
其他								
其他经营收益率	-0.3%	-0.8%	-0.6%	-4.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
所得税率	26.3%	26.0%	24.3%	22.8%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%
归母净利润	624.4	629.9	689.5	384.5	493.6	515.2	585.4	650.4
YoY	8.8%	0.9%	9.5%	-44.2%	28.4%	4.4%	13.6%	11.1%
归母净利率	26.3%	24.6%	23.8%	16.0%	18.6%	18.9%	19.3%	19.7%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：看好公司优秀的品牌竞争力，中长期有望保持稳健增长

公司 2023 年业绩表现出色，收入与净利润增长均超出此前股权激励目标（2023 年收入同比增长不低于 10%；或净利润同比增长不低于 20%）；2024 年一季度受大环境影响收入增速下滑，同时净利率主要受负经营杠杆影响下滑幅度超过收入降幅。中长期看，公司成功塑造高端品牌基因，拥有优秀的品牌溢价实力和盈利能力，现金流充裕、拥有稳定较高的分红水平。

由于 2024 年宏观消费疲软、行业趋势较弱，我们下调对公司 2024-2025 年的盈利预测，预计公司 2024-2026 年净利润分别为 5.2/5.9/6.5 亿元（2024-2025 年前值为 6.5/7.4 亿元），同比增长 4.4%/13.6%/11.1%，维持“买入”评级，由于盈利预测下调，下调合理估值区间至 14.0-15.1 元（前值为 16.5-17.1 元），对应 2024 年 13-14x PE。

表2: 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,400	2,649	2,728	3,029	3,303
(+/-%)	-17.2%	10.4%	3.0%	11.0%	9.1%
净利润(百万元)	385	494	515	585	650
(+/-%)	-44.2%	28.4%	4.4%	13.6%	11.1%
每股收益 (元)	0.80	1.03	1.08	1.23	1.36
EBIT Margin	23.7%	25.9%	23.8%	24.4%	24.9%
净资产收益率 (ROE)	10.7%	13.2%	13.2%	14.4%	15.2%
市盈率 (PE)	15.9	12.3	11.8	10.4	9.3
EV/EBITDA	11.2	9.5	9.8	8.8	8.0
市净率 (PB)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表3: 可比公司估值表

公司	投资	收盘价	EPS				PE				g	PEG
名称	评级	人民币	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2022-2024	2023
地素时尚	买入	12.70	0.80	1.03	1.08	1.23	15.9	12.3	11.8	10.4	8.9%	1.32
可比公司												
江南布衣	买入	13.42	1.08	1.20	1.61	1.81	12.4	11.2	8.4	7.4	23.0%	0.36
歌力思	增持	7.78	0.06	0.59	0.94	1.09	140.4	13.3	8.3	7.1	36.2%	0.23
森马服饰	增持	6.52	0.24	0.42	0.48	0.54	27.2	15.7	13.6	12.0	14.2%	0.95

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1976	2478	2865	3061	3278	营业收入	2400	2649	2728	3029	3303
应收款项	147	162	167	186	202	营业成本	591	677	697	771	841
存货净额	378	388	391	434	475	营业税金及附加	24	26	26	29	31
其他流动资产	84	115	119	132	144	销售费用	1048	1072	1076	1183	1277
流动资产合计	3551	3773	4171	4443	4729	管理费用	171	190	279	307	331
固定资产	521	488	263	240	214	财务费用	(46)	(56)	(55)	(61)	(66)
无形资产及其他	30	28	26	25	23	投资收益	6	(20)	(20)	(23)	(25)
投资性房地产	258	341	341	341	341	资产减值及公允价值变动	(14)	(42)	(25)	(28)	(30)
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(171)	(10)	56	62	67
资产总计	4360	4630	4801	5048	5308	营业利润	433	669	714	811	901
短期借款及交易性金融负债	80	99	99	99	99	营业外净收支	65	(3)	(19)	(21)	(23)
应付款项	91	63	64	71	78	利润总额	498	666	695	790	878
其他流动负债	522	605	621	685	743	所得税费用	114	172	180	204	227
流动负债合计	693	768	784	856	920	少数股东损益	0	(0)	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	385	494	515	585	650
其他长期负债	28	29	117	117	117						
长期负债合计	28	29	117	117	117	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	721	797	901	973	1037	净利润	385	494	515	585	650
少数股东权益	2	0	0	0	0	资产减值准备	1	8	185	(23)	(25)
股东权益	3610	3745	3900	4076	4271	折旧摊销	43	43	57	60	62
负债和股东权益总计	4332	4542	4801	5048	5308	公允价值变动损失	14	42	25	28	30
						财务费用	(46)	(56)	(55)	(61)	(66)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(135)	(15)	191	(27)	(30)
每股收益	0.80	1.03	1.08	1.23	1.36	其它	(1)	(8)	(185)	23	25
每股红利	1.01	0.70	0.76	0.86	0.95	经营活动现金流	307	563	788	646	713
每股净资产	7.50	7.85	8.17	8.54	8.95	资本开支	0	27	(40)	(40)	(40)
ROIC	16%	17%	16%	18%	21%	其它投资现金流	205	336	0	0	0
ROE	11%	13%	13%	14%	15%	投资活动现金流	205	363	(40)	(40)	(40)
毛利率	75%	74%	74%	75%	75%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBIT Margin	24%	26%	24%	24%	25%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	28%	26%	26%	27%	支付股利、利息	(484)	(333)	(361)	(410)	(455)
收入增长	-17%	10%	3%	11%	9%	其它融资现金流	354	242	0	0	0
净利润增长率	-44%	28%	4%	14%	11%	融资活动现金流	(610)	(425)	(361)	(410)	(455)
资产负债率	17%	19%	19%	19%	20%	现金净变动	(99)	502	387	196	217
息率	8.0%	5.5%	5.9%	6.8%	7.5%	货币资金的期初余额	2075	1976	2478	2865	3061
P/E	15.9	12.3	11.8	10.4	9.3	货币资金的期末余额	1976	2478	2865	3061	3278
P/B	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	0	564	690	541	602
EV/EBITDA	11.2	9.5	9.8	8.8	8.0	权益自由现金流	0	806	733	585	652

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