

歌力思 (603808.SH)

净利润持续受海外亏损影响，国内业务高质量增长

增持

核心观点

门店持续扩张、多品牌发力推动下，2023 年收入增长 22%，归母净利润受商誉减值影响。公司是国内高端女装品牌集团。受益于旗下多品牌矩阵协同发展策略、线上多品牌多平台策略成效显著以及成长期品牌的高效拓展，2023 年公司收入同比+21.7%至 29.2 亿元，毛利率增长 4.0 个百分点至 67.8%；费用率合计下降 2.8 个百分点。归母净利润同比+416.6%至 1.1 亿元，净利率提升 3.2 个百分点至 5.6%。此外由于海外业务亏损较多，计提商誉减值约 1.2 亿元，若剔除商誉减值影响，归母净利润为 2.25 亿元，符合此前预期。经营性现金流净额同比+52.7%至 4.8 亿元，现金流充裕，分红率达 82.6%。

2024 年第一季度收入增长 12%，主要受海外业务拖累归母净利润下滑。一季度海外需求持续疲软，海外收入预计下滑约 20%，但得益于国内总体经营良好，整体收入增长 12.5%至 7.5 亿元。归母净利润同比下降 32.2%至 0.3 亿元，归母净利率下降 3.2 个百分点至 3.9%，主要原因系海外业务亏损加大、新增股权激励费用与政府补助减少导致百秋贡献的投资收益减少。毛利率上升 1.7 个百分点至 67.3%。四大费用率合计上升 2.6 个百分点至 58.4%，主要由于海外业务下滑以及国内店铺扩张导致销售费用率上升 2.2 个百分点。

全年各品牌收入、毛利率、总门店数均实现增长。主品牌歌力思收入同比增长 21%；三大成长期品牌表现优异，SP、IRO 中国区、LAUREL 同比分别增长 50%/58%/47%；IRO 品牌约 80%收入在海外，虽然海外经营业绩受到较大冲击，但品牌综合仍获得了 10%的增长；Ed HARDY 同比增长 3%。门店数量逆势增长，较 2022 年末净增加 39 家。毛利率分品牌看，各品牌毛利率均实现不同幅度提升；分渠道看直营/加盟渠道毛利率同比分别+4.7/3.2 个百分点，预计随新店店效爬坡、成长期品牌规模效益逐渐体现，毛利率、净利率有望持续提升。

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：国内业务支撑收入增长，盈利短期受海外业务影响。公司近年来逆势扩张门店，继续看好公司主品牌稳健增长，以及成长期子品牌的增长潜力。利润端由于 2023 年海外业务亏损、计提大额商誉减值，导致 2023 年净利润不及预期，同时 2024 年一季度海外业务持续亏损，预计对 2024 年全年净利润仍有负面影响，我们维持收入预期，下调净利润预测，预计 2024-2026 年净利润分别为 2.3/3.1/3.7 亿元（2024-2025 年前值为 3.5/4.1 亿元），同比增长 118.8%/35.9%/17.8%。由于盈利预测下调，下调目标价至 8.6-9.2 元（原为 13.2-14.1 元），对应 2024 年 PE 14-15x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,395 | 2,915 | 3,243 | 3,654 | 4,095 |
| (+/-%) | 1.4% | 21.7% | 11.2% | 12.7% | 12.1% |
| 净利润(百万元) | 20 | 106 | 231 | 314 | 370 |
| (+/-%) | -93.3% | 416.6% | 118.8% | 35.9% | 17.8% |
| 每股收益(元) | 0.06 | 0.29 | 0.61 | 0.83 | 0.98 |
| EBIT Margin | 7.2% | 13.5% | 12.0% | 14.1% | 14.8% |
| 净资产收益率 (ROE) | 0.7% | 3.6% | 7.8% | 10.3% | 11.7% |
| 市盈率 (PE) | 146.4 | 28.3 | 13.2 | 9.7 | 8.3 |
| EV/EBITDA | 19.7 | 10.3 | 10.5 | 8.3 | 7.2 |
| 市净率 (PB) | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |

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 | 增持(维持) |
| 合理估值 | 8.60 - 9.20 元 |
| 收盘价 | 8.11 元 |
| 总市值/流通市值 | 2993/2993 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 14.59/6.16 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 32.99 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

- 《歌力思 (603808.SH) - 第三季度收入增长 21%，投资收益下降拖累净利率》——2023-11-02
- 《歌力思 (603808.SH) - 上半年收入增长 17%，各品牌毛利率提升》——2023-08-30
- 《歌力思 (603808.SH) - 2023 年一季度收入增长 6%，股权激励彰显增长信心》——2023-04-30
- 《歌力思 (603808.SH) - 2022 年收入预增 3%，近期复苏势头较好》——2023-02-03
- 《歌力思 (603808.SH) - 三季度净利润降幅环比收窄，开店速度加快》——2022-11-06

图1：公司年度营业收入及增速（单位：亿元）



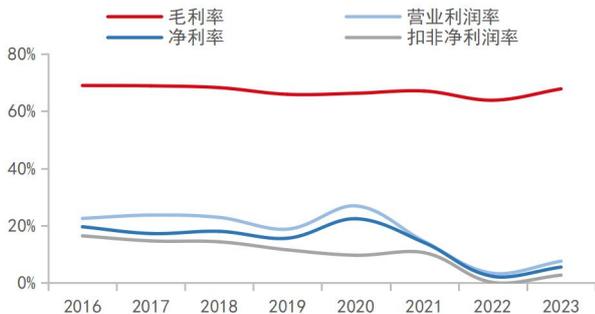
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司年度归母净利润及增速（单位：亿元）



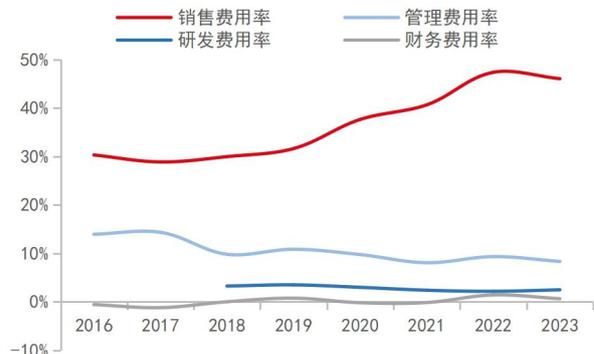
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司年度利润率（%）



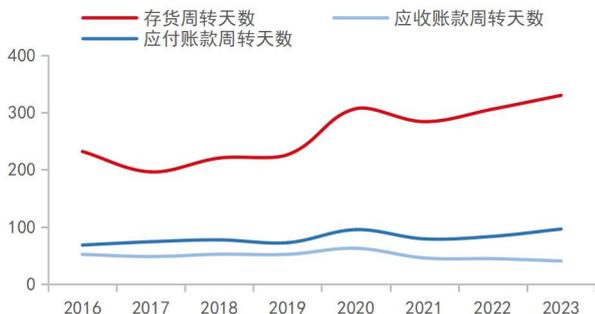
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司年度费用率变动（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：公司年度营运资金周转天数（天）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司年度经营性现金流净额（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司分季度营业收入及增速（单位：亿元）



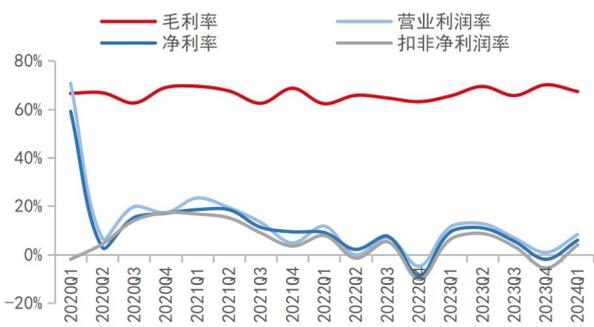
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司分季度归母净利润及增速（单位：亿元）



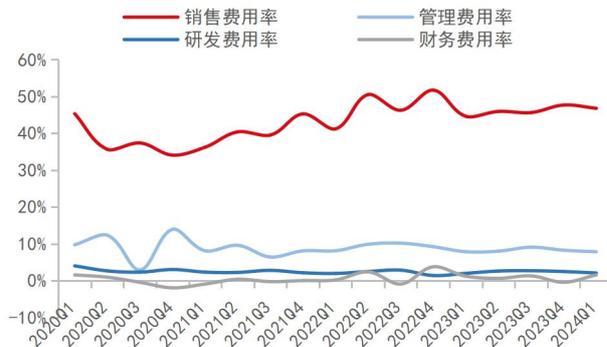
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度利润率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度费用率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：歌力思一图业绩概览

| 金额单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023 | 2022H1 | 2022H2 | 2023H1 | 2023H2 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 2023Q4 | 2024Q1 | |
|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|----------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|
| 营收 | 合计 | 2,362.75 | 2,394.74 | 2,915.18 | 1,170.83 | 1,223.91 | 1,372.47 | 1,542.71 | 665.56 | 706.91 | 693.12 | 849.59 | 748.55 |
| | 店数 | 550 | 613 | 652 | 571 | 613 | 631 | 652 | 625 | 631 | 658 | 652 | 655 |
| | 单店收入 | 4.30 | 3.91 | 4.47 | 2.05 | 2.00 | 2.18 | 2.37 | 1.08 | 1.13 | 1.08 | 1.30 | 1.14 |
| 按品牌分 | | | | | | | | | | | | | |
| | 歌力思 | 1,011.99 | 888.51 | 1,072.26 | 453.05 | 435.46 | 477.21 | 595.05 | 236.23 | 240.98 | 241.05 | 354.00 | 305.85 |
| | 门店数 | 276 | 297 | 301 | 286 | 297 | 300 | 301 | 299 | 300 | 305 | 301 | 303 |
| | 单店收入 | 3.67 | 2.99 | 3.56 | 1.58 | 1.47 | 1.59 | 1.98 | 0.79 | 0.80 | 0.80 | 1.17 | 1.01 |
| | IRO | 591.80 | 660.57 | 729.82 | 311.90 | 348.67 | 350.89 | 378.93 | 169.12 | 181.77 | 209.96 | 168.97 | 155.83 |
| | 门店数 | 80 | 97 | 112 | 86 | 97 | 105 | 112 | 101 | 105 | 111 | 112 | 109 |
| | 单店收入 | 7.40 | 6.81 | 6.52 | 3.63 | 3.59 | 3.34 | 3.38 | 1.71 | 1.76 | 1.94 | 1.52 | 1.41 |
| | EdHardy | 307.60 | 299.49 | 308.42 | 154.92 | 144.58 | 161.54 | 146.87 | 80.29 | 81.25 | 64.03 | 82.85 | 69.01 |
| | 门店数 | 106 | 101 | 95 | 94 | 101 | 99 | 95 | 101 | 99 | 103 | 95 | 96 |
| | 单店收入 | 2.90 | 2.97 | 3.25 | 1.65 | 1.43 | 1.63 | 1.55 | 0.79 | 0.81 | 0.63 | 0.84 | 0.72 |
| | Laurel | 240.74 | 236.52 | 348.22 | 111.56 | 124.95 | 153.64 | 194.57 | 67.61 | 86.03 | 78.92 | 115.65 | 94.79 |
| | 门店数 | 68 | 78 | 87 | 75 | 78 | 82 | 87 | 80 | 82 | 87 | 87 | 85 |
| | 单店收入 | 3.54 | 3.03 | 4.00 | 1.49 | 1.60 | 1.87 | 2.24 | 0.86 | 1.06 | 0.93 | 1.33 | 1.10 |
| | self-portrai | 175.35 | 278.53 | 417.57 | 123.59 | 154.93 | 210.04 | 207.52 | 103.38 | 106.66 | 90.33 | 117.20 | 115.71 |
| | 门店数 | 20 | 40 | 56 | 30 | 40 | 45 | 56 | 44 | 45 | 52 | 56 | 60 |
| | 单店收入 | 8.77 | 6.96 | 7.46 | 4.12 | 3.87 | 4.67 | 3.71 | 2.46 | 2.40 | 1.86 | 2.17 | 1.99 |
| 按渠道分 | | | | | | | | | | | | | |
| | 直营 | 1798.74 | 1935.44 | 2398.26 | 928.36 | 1007.08 | 1096.20 | 1302.06 | 544.38 | 551.82 | 546.74 | 755.33 | 633.01 |
| | 分销 | 528.74 | 428.17 | 480.53 | 226.66 | 201.51 | 257.13 | 223.40 | 112.26 | 144.87 | 137.55 | 85.85 | 109.80 |
| | 线上 | 272.00 | 350.92 | 393.17 | 180.35 | 170.57 | 192.24 | 200.93 | 84.47 | 107.77 | 75.26 | 125.67 | 112.93 |
| | 线下 | 2055.48 | 2012.70 | 2485.62 | 974.67 | 1038.03 | 1161.09 | 1324.54 | 572.17 | 588.91 | 609.03 | 715.51 | 629.88 |
| YOY | | | | | | | | | | | | | |
| | 直营 | 28.9% | 7.6% | 23.9% | 13.5% | 2.7% | 18.1% | 29.3% | 16.0% | 20.2% | 19.8% | 37.1% | 16.3% |
| | 分销 | 6.0% | -19.0% | 12.2% | -15.3% | -22.8% | 13.4% | 10.9% | -25.7% | 91.6% | 25.2% | -6.3% | -2.2% |
| | 线上 | 9.2% | 29.0% | 12.0% | 63.7% | 5.4% | 6.6% | 17.8% | -5.1% | 18.0% | 8.4% | 24.2% | 33.7% |
| | 线下 | 25.0% | -2.1% | 23.5% | -0.1% | -3.9% | 19.1% | 27.6% | 7.7% | 32.8% | 22.6% | 32.2% | 10.1% |
| 毛利率 | 合计 | 67.0% | 63.8% | 67.8% | 63.8% | 63.8% | 67.5% | 69.3% | 65.5% | 69.4% | 65.6% | 71.9% | 67.3% |
| | 歌力思 | 72.2% | 67.1% | 71.3% | 67.6% | 66.5% | 70.2% | 72.2% | 70.8% | 69.7% | 73.0% | 71.6% | 67.9% |
| | IRO | 65.3% | 58.7% | 60.9% | 56.1% | 61.0% | 59.9% | 61.8% | 54.6% | 64.9% | 49.9% | 76.4% | 56.2% |
| | EdHardy | 48.1% | 46.6% | 55.8% | 52.8% | 39.9% | 58.9% | 52.4% | 59.8% | 57.9% | 57.9% | 48.2% | 64.2% |
| | Laurel | 70.9% | 71.7% | 74.4% | 72.5% | 70.9% | 75.8% | 73.3% | 75.1% | 76.3% | 74.9% | 72.3% | 68.6% |
| | self-portrai | 82.9% | 82.5% | 82.8% | 83.1% | 82.1% | 82.6% | 83.0% | 83.2% | 82.1% | 83.5% | 82.7% | 82.7% |
| 费用率 | | | | | | | | | | | | | |
| | 营业税金及附 | 0.6% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.5% | 0.7% | 0.6% | 0.9% | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.8% |
| | 销售费用 | 40.7% | 47.4% | 46.1% | 45.5% | 49.2% | 45.3% | 46.8% | 44.6% | 46.0% | 45.6% | 47.7% | 46.8% |
| | 管理费用 | 8.1% | 9.3% | 8.3% | 9.0% | 9.7% | 8.0% | 8.7% | 7.9% | 8.0% | 9.1% | 8.3% | 7.9% |
| | 研发费用 | 2.4% | 2.2% | 2.5% | 2.2% | 2.1% | 2.3% | 2.6% | 2.0% | 2.6% | 2.7% | 2.5% | 2.1% |
| | 财务费用 | -0.1% | 1.4% | 0.6% | 1.2% | 1.6% | 0.9% | 0.4% | 1.2% | 0.7% | 1.3% | -0.4% | 1.6% |
| 所得税率 | | 17.3% | 39.7% | 26.6% | 19.5% | 283.1% | 14.6% | 61.7% | 15.9% | 13.5% | 19.1% | 282.5% | 28.5% |
| 归母净利润 | | 303.86 | 20.45 | 105.65 | 50.40 | (29.95) | 109.65 | (4.00) | 47.28 | 62.37 | 26.73 | (30.73) | 29.19 |
| | 净利率 | 12.9% | 0.9% | 3.6% | 4.3% | -2.4% | 8.0% | -0.3% | 7.1% | 8.8% | 3.9% | -3.6% | 3.9% |
| YOY | | -31.7% | -93.3% | 416.6% | -73.0% | -125.5% | 117.6% | 亏损收窄 | 0.4% | 1784.3% | -14.4% | 亏损收窄 | -38.3% |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：国内业务支撑收入增长，盈利短期受海外业务影响

公司近年来逆势扩张门店，在收入贡献及毛利率提升方面效果显著；三大成长期品牌国内收入增速亮眼，继续看好公司主品牌稳健增长，以及成长期子品牌的增长潜力。利润端由于2023年海外业务亏损、计提大额商誉减值，导致2023年净利润不及预期，同时2024年一季度海外业务持续亏损，预计对2024年全年净利润仍有负面影响，我们维持收入预期，下调净利润预测，预计2024-2026年收入为32.4/36.5/41.0亿元，同比+11.2%/12.7%/12.1%；净利润分别为2.3/3.1/3.7亿元（2024-2025年前值为3.5/4.1亿元），同比增长118.8%/35.9%/17.8%。由于盈利预测下调，下调目标价至8.6-9.2元（原为13.2-14.1元），对应2024年PE 14-15x，维持“增持”评级。

表1：盈利预测和估值

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,395 | 2,915 | 3,243 | 3,654 | 4,095 |
| (+/-%) | 1.4% | 21.7% | 11.2% | 12.7% | 12.1% |
| 净利润(百万元) | 20 | 106 | 231 | 314 | 370 |
| (+/-%) | -93.3% | 416.6% | 118.8% | 35.9% | 17.8% |
| 每股收益(元) | 0.06 | 0.29 | 0.61 | 0.83 | 0.98 |
| EBIT Margin | 7.2% | 13.5% | 12.0% | 14.1% | 14.8% |
| 净资产收益率(ROE) | 0.7% | 3.6% | 7.8% | 10.3% | 11.7% |
| 市盈率(PE) | 146.4 | 28.3 | 13.2 | 9.7 | 8.3 |
| EV/EBITDA | 19.7 | 10.3 | 10.5 | 8.3 | 7.2 |
| 市净率(PB) | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

| 公司 名称 | 投资 评级 | 收盘价 人民币 | EPS | | | | PE | | | | g | PEG |
|-------------|----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | |
| 歌力思 | 增持 | 8.11 | 0.06 | 0.29 | 0.61 | 0.83 | 135.2 | 28.0 | 13.3 | 9.8 | 69.2% | 0.19 |
| 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 |
| 地素时尚 | 买入 | 12.85 | 0.80 | 1.03 | 1.08 | 1.23 | 16.1 | 12.5 | 11.9 | 10.4 | 9.3% | 1.28 |
| 森马服饰 | 增持 | 6.58 | 0.24 | 0.42 | 0.48 | 0.54 | 27.4 | 15.8 | 13.7 | 12.1 | 14.2% | 0.96 |

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） | | | | | | 利润表（百万元） | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 518 | 585 | 585 | 585 | 585 | 营业收入 | 2395 | 2915 | 3243 | 3654 | 4095 |
| 应收款项 | 387 | 481 | 535 | 603 | 676 | 营业成本 | 867 | 939 | 1033 | 1132 | 1242 |
| 存货净额 | 775 | 945 | 1038 | 1137 | 1245 | 营业税金及附加 | 15 | 19 | 21 | 23 | 26 |
| 其他流动资产 | 75 | 62 | 69 | 78 | 87 | 销售费用 | 1135 | 1343 | 1459 | 1608 | 1802 |
| 流动资产合计 | 1757 | 2074 | 2228 | 2403 | 2594 | 管理费用 | 228 | 238 | 363 | 400 | 441 |
| 固定资产 | 185 | 176 | 179 | 180 | 170 | 财务费用 | 34 | 19 | 13 | 11 | 12 |
| 无形资产及其他 | 627 | 581 | 558 | 535 | 512 | 投资收益 | 43 | 71 | 63 | 72 | 75 |
| 投资性房地产 | 1327 | 1268 | 1268 | 1268 | 1268 | 资产减值及公允价值变动 | 26 | (141) | (54) | (66) | (74) |
| 长期股权投资 | 448 | 523 | 523 | 523 | 523 | 其他收入 | (104) | (65) | 39 | 42 | 44 |
| 资产总计 | 4343 | 4622 | 4756 | 4908 | 5066 | 营业利润 | 81 | 222 | 403 | 528 | 617 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 214 | 235 | 329 | 338 | 326 | 营业外净收支 | 11 | (2) | (2) | (2) | (2) |
| 应付款项 | 212 | 290 | 229 | 251 | 274 | 利润总额 | 92 | 221 | 401 | 526 | 615 |
| 其他流动负债 | 372 | 435 | 485 | 534 | 593 | 所得税费用 | 37 | 59 | 106 | 140 | 163 |
| 流动负债合计 | 799 | 959 | 1043 | 1123 | 1193 | 少数股东损益 | 35 | 56 | (63) | (72) | (81) |
| 长期借款及应付债券 | 102 | 56 | 56 | 56 | 56 | 归属于母公司净利润 | 20 | 106 | 231 | 314 | 370 |
| 其他长期负债 | 578 | 547 | 547 | 547 | 547 | | | | | | |
| 长期负债合计 | 680 | 603 | 603 | 603 | 603 | 现金流量表（百万元） | | | | | |
| 负债合计 | 1479 | 1562 | 1646 | 1726 | 1796 | 净利润 | 20 | 106 | 231 | 314 | 370 |
| 少数股东权益 | 114 | 163 | 144 | 123 | 98 | 资产减值准备 | (5) | 111 | 5 | (9) | (13) |
| 股东权益 | 2751 | 2896 | 2966 | 3060 | 3171 | 折旧摊销 | 54 | 49 | 58 | 63 | 69 |
| 负债和股东权益总计 | 4343 | 4622 | 4756 | 4908 | 5066 | 公允价值变动损失 | (26) | 141 | 54 | 66 | 74 |
| | | | | | | 财务费用 | 34 | 19 | 13 | 11 | 12 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 营运资本变动 | (80) | 30 | (160) | (114) | (120) |
| 每股收益 | 0.06 | 0.29 | 0.61 | 0.83 | 0.98 | 其它 | (164) | (59) | (24) | (12) | (12) |
| 每股红利 | 0.32 | 0.02 | 0.43 | 0.58 | 0.69 | 经营活动现金流 | (200) | 378 | 164 | 307 | 368 |
| 每股净资产 | 7.45 | 7.85 | 7.86 | 8.11 | 8.41 | 资本开支 | 0 | 8 | (97) | (97) | (97) |
| ROIC | 4% | 10% | 10% | 13% | 14% | 其它投资现金流 | 39 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 1% | 4% | 8% | 10% | 12% | 投资活动现金流 | (7) | (67) | (97) | (97) | (97) |
| 毛利率 | 64% | 68% | 68% | 69% | 70% | 权益性融资 | 7 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 7% | 14% | 12% | 14% | 15% | 负债净变化 | (19) | (47) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 10% | 15% | 14% | 16% | 17% | 支付股利、利息 | (119) | (7) | (162) | (220) | (259) |
| 收入增长 | 1% | 22% | 11% | 13% | 12% | 其它融资现金流 | 159 | (137) | 94 | 10 | (12) |
| 净利润增长率 | -93% | 417% | 119% | 36% | 18% | 融资活动现金流 | (110) | (245) | (68) | (210) | (271) |
| 资产负债率 | 37% | 37% | 38% | 38% | 37% | 现金净变动 | (317) | 67 | 0 | 0 | 0 |
| 息率 | 4.0% | 0.2% | 5.4% | 7.3% | 8.7% | 货币资金的期初余额 | 835 | 518 | 585 | 585 | 585 |
| P/E | 146.4 | 28.3 | 13.2 | 9.7 | 8.3 | 货币资金的期末余额 | 518 | 585 | 585 | 585 | 585 |
| P/B | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 企业自由现金流 | 0 | 377 | 88 | 230 | 299 |
| EV/EBITDA | 19.7 | 10.3 | 10.5 | 8.3 | 7.2 | 权益自由现金流 | 0 | 194 | 170 | 225 | 272 |

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