

波司登 (03998.HK)

2024 财年净利润增长 44%，创新品类扩张成效显著

优于大市

核心观点

2023/24 财年营收利润高质量增长，各业务各渠道收入均实现同比正向增长。

公司是国内羽绒服品牌服饰龙头。2023/24 财年公司收入增长 38.4% 至 232.1 亿元，净利润增长 43.7% 至 30.7 亿元。集团毛利率维持稳定。得益于效率优化和费用管控，销售和管理费用率均有下降，叠加商誉减值降低 0.4 个百分点，经营利润率/净利率提升 2.1/0.5 个百分点至 18.9%/13.2%。得益于公司持续加强存货一体化运营、提升快速补货能力，存货周转天数同比减少 29 天至 115 天。经营现金流维持高健康度，并延续高派息，派息率 81.1%。下半财年，公司收入/净利润同比+48.6%/+53.5% 至 157.4/21.6 亿元，品牌羽绒服经销收入同比增加 580% 至 15.6 亿元，主要由于去年同期公司主动回购加盟商库存，收入低基数，以及加盟商轻装上阵看好品牌发展，并且公司的经销商返利政策优化。**分业务看：**品牌羽绒服收入同增 43.8%，其中核心主品牌波司登+42.7%；贴牌加工管理业务收入同增 16.4%；女装业务收入同增 16.6%；多元化服装业务收入同增 0.3%，主要由校服业务拉动增长。

创新品类收入快速增长，线上增长亮眼，线下店效持续优化。1) **产品创新**，推出新款防晒衣与一衣三穿冲锋衣鹅绒服，轻薄羽绒服第二次迭代升级，防晒服销售额从前一年的 1 亿上升至本财年的 5 亿；三合一冲锋衣羽绒服，9 月份上市后便取得 6 亿以上的销售额；轻薄羽绒服前一年销售额突破 20 亿，本财年突破 30 亿。2) **渠道运营**，线上积极发力新零售，全年电商收入增长 41%；线下门店采用分店态运营模式、优化门店效益，全年净关 206 家门店至 3217 家，开设超 1400 家旺季店，自营店均收入大幅增长 69%。

风险提示：疫情反复；原材料价格波动；渠道改革不及预期；系统性风险。

投资建议：经营韧性强，看好龙头中长期成长性。在不利的的外部环境中，公司业绩实现快速增长和库存优化，彰显龙头强大的经营韧性。公司多年专注羽绒服发展，并持续在高质量营销活动、功能产品研发、渠道运营方面积极发力，看好公司作为羽绒服专家的长远竞争力。基于公司创新品类持续发力，以及各渠道的持续增长动力，我们上调 2025-2026 财年盈利预测，预计公司 FY2025~2027 净利润分别为 36.0/40.9/45.6 亿元（原 FY2025-2026 分别为 33.6/39.2 亿元），同比增长 17.1%/13.5%/11.6%，由于盈利预测上调，上调目标价至 5.1-5.5 港元（原 4.6-4.8 港元），对应 FY2025 15-16x PE，维持“优于大市”评级。建议关注羽绒服龙头低估值、高成长、高分红的配置机遇。

盈利预测和财务指标

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	16,774	23,214	26,409	29,598	32,847
(+/-%)	3.5%	38.4%	13.8%	12.1%	11.0%
净利润(百万元)	2139	3074	3601	4088	4561
(+/-%)	3.7%	43.7%	17.1%	13.5%	11.6%
每股收益(元)	0.20	0.28	0.32	0.36	0.40
EBIT Margin	15.5%	28.0%	18.6%	18.8%	18.9%
净资产收益率 (ROE)	17.0%	22.4%	22.3%	24.1%	25.5%
市盈率 (PE)	21.4	14.9	13.2	11.6	10.4
EV/EBITDA	16.4	9.5	11.0	10.0	9.2
市净率 (PB)	3.64	3.34	2.94	2.80	2.66

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 · 海外公司财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁 证券分析师：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004 S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	5.10 - 5.50 港元
收盘价	4.56 港元
总市值/流通市值	49995/49995 百万港元
52 周最高价/最低价	4.89/2.79 港元
近 3 个月日均成交额	100.14 百万港元

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

- 《波司登 (03998.HK) - 冷冬与泛户外热潮催化，品牌旺季表现积极》——2024-04-21
- 《波司登 (03998.HK) - 冬季降温与泛户外热潮催化，品牌旺季表现良好》——2024-01-17
- 《波司登 (03998.HK) - 上半年财年净利润增长 25%，库存延续改善》——2023-11-29
- 《波司登 (03998.HK) - 2023 财年净利润增长 4%，品牌升级稳步推进》——2023-06-30
- 《波司登 (03998.HK) - 品类创新与渠道优化共振，品牌升级新征程》——2023-02-23

财年营收利润持续高质量增长，各业务各渠道收入均实现同比正向增长

财年收入、净利润增幅超预期。截至 2024/3/31 的 2023/24 财年，波司登集团收入同比增长 38.4%至 232.1 亿元，净利润增长 43.7%至 30.7 亿元，经营利润增长 55.6%至 44 亿元。主营业务四大单元均实现稳定高质量增长，利润增速连续 9 年高于收入增速，体现了公司较强的品牌势能、稳健的经营策略和良好的运营效率。

图1：公司营业收入及增速



图2：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务看：

- 1、品牌羽绒服收入 195.2 亿元，同增 43.8%。其中核心的主品牌波司登+42.7%，雪中飞+65.3%，冰洁+15.9%。雪中飞把握羽绒服中低端价格市场的红利，持续打造具有盈利能力的爆款群，逐步呈现规模化增长。
- 2、贴牌加工管理业务收入 26.7 亿元，同增 16.4%。
- 3、女装业务收入 8.2 亿元，同比增 16.6%，主要得益于品牌引领、产品创新及渠道优化。
- 4、多元化服装业务收入 2.0 亿元，同增 0.3%，主要由校服业务拉动增长。

其中，品牌羽绒服分渠道看：

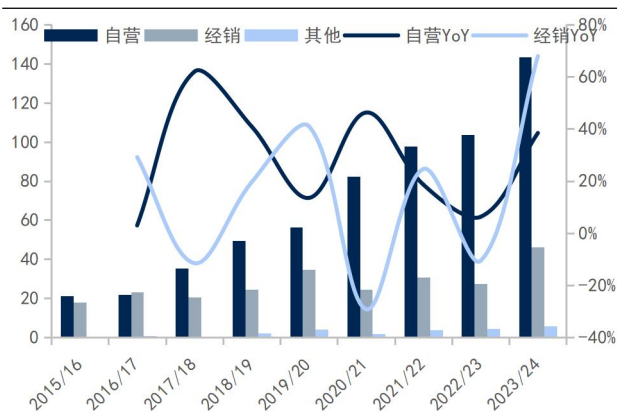
- 1、自营收入 143.5 亿元，同增 38.4%。
- 2、经销业务收入 46 亿元，同增 67.9%。经销业务的上升一方面是由于上一财年公司主动回购加盟商手上库存，加盟商轻装上阵敢于和品牌一起发展；另一方面公司的经销商返利政策优化。从效果来看，本财年公司经销门店净开 57 家，加盟商敢于开新店开大店，同时带动经销业务收入大幅增长。
- 3、其他业务收入 5.7 亿元，同增 23.2%。主要为羽绒服相关的原材料销售。

表1: 公司各项业务收入、增长和毛利率

	2017/18 财年	2018/19 财年	2019/20 财年	2020/21 财年	2021/22 财年	2022/23 财年	2023/24 财年
品牌羽绒服	56.5	76.6	95.1	108.9	132.2	135.7	195.2
YoY	23.4%	35.5%	24.2%	14.5%	21.4%	2.7%	43.8%
毛利率	51.5%	57.4%	59.8%	63.7%	65.7%	66.2%	65.0%
贴牌加工管理	9.4	13.7	16.1	15.4	19.0	22.9	26.7
YoY	20.5%	46.1%	17.8%	-4.7%	23.8%	20.7%	16.4%
毛利率	17.3%	16.3%	18.5%	19.6%	18.6%	19.9%	20.6%
女装	11.5	12.0	9.8	9.5	9.0	7.0	8.2
YoY	85.5%	4.2%	-18.2%	-3.7%	-4.5%	-22.2%	16.6%
毛利率	76.4%	75.5%	74.4%	72.6%	72.4%	68.6%	67.5%
多元化服装	11.4	1.6	0.8	1.4	1.9	2.0	2.0
YoY	36.0%	-86.3%	-46.2%	72.7%	28.3%	9.2%	0.3%
毛利率	14.6%	-6.9%	-16.4%	0.1%	25.7%	25.7%	20.2%

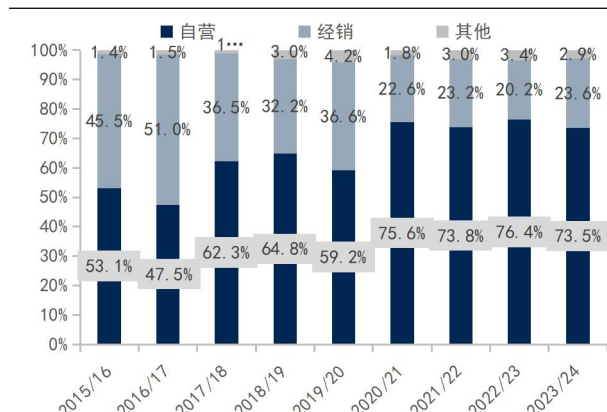
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 品牌羽绒服分渠道收入与增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 品牌羽绒服分渠道收入占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

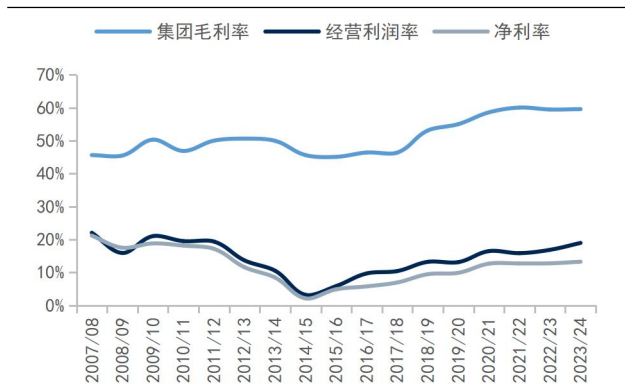
集团毛利率稳健。集团毛利率同比上升0.1个百分点至59.6%，其中核心业务品牌羽绒服毛利率同比下降1.2个百分点至65%，贴牌加工管理业务毛利率同比上升0.7个百分点至20.6%，女装业务与多元化服装业务毛利率分别下降1.1个百分点、5.5个百分点至67.5%、20.2%。

- 1) **品牌羽绒服:** 毛利率为65%，同减1.2p.p.，其中波司登毛利率-1.2p.p.至69.6%，主要因毛利率更低的批发业务占比提升以及新推出防晒服毛利率不及羽绒服产品；雪中飞毛利率同比持平；冰洁毛利率+5.6p.p.至39.2%。
- 2) **贴牌加工管理业务:** 受益于有效的成本管理及汇率变化，毛利率同比稳健上升0.7个百分点至20.6%。
- 3) **女装业务:** 毛利率为67.5%，同比减少1.1p.p.，主要受激烈的市场竞争以及商品结构调整影响。
- 4) **多元化服装业务:** 毛利率为20.2%，同比减少5.5p.p.。

费用管控加强、运营提效、门店数减少促进销售费用率持续优化。全年集团销售费用率/管理费用率分别-1.8pct/-0.7pct至34.7%/6.5%，销售费用率下降主要受益于集团费用管控加强、门店运营提效和门店数的减少，销售费用率回落至以往正常水平。财务费用率受外汇收益上升影响，同比下降0.2个百分点至-0.7%。邦宝

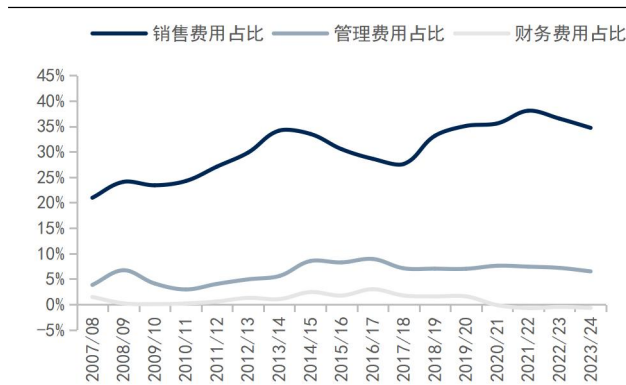
品牌女装业绩表现不佳，全年计提商誉减值 0.7 亿元，占收入比重 0.3%，同比下降 0.4 个百分点。最终经营利润率提升 2.1 个百分点至 18.9%，净利率提升 0.5 个百分点至 13.2%。

图5: 公司利润率水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

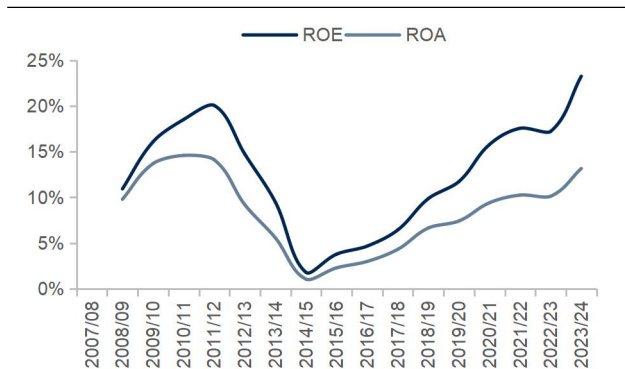
图6: 公司费用率水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

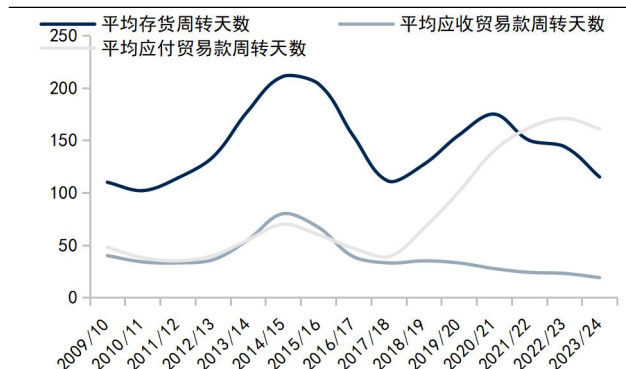
库存周转效率持续优化。截至 3/31，集团平均存货周转天数同比减少 29 天至 115 天，存货周转效率大幅优化，基本恢复至历史最佳水平。平均应收账款周转天数为 19 天，同比减少 4 天，维持高健康度；平均应付账款周转天数为 161 天，同比减少 10 天。从盈利能力看，ROE 同比上升 6 个百分点至 23.3%，为股东创造价值的的能力显著增强。

图7: 公司盈利周转能力



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司存货周转天数



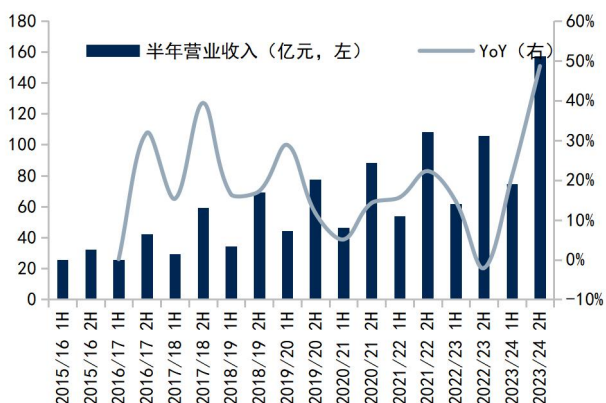
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

下半年财年营收增长提速，毛利率略微下降

下半年财年公司收入/净利润分别同比+48.6%/+53.5%至 157.4/21.6 亿元，经营利润增长 68.3%至 31.7 亿元，业绩表现亮眼。下半年财年经销收入同比增长 580%至 15.6 亿元，主要因上一财年下半年公司主动回收经销商库存，减少经销商压力，经销收入产生低基数同时经销商轻装上阵。

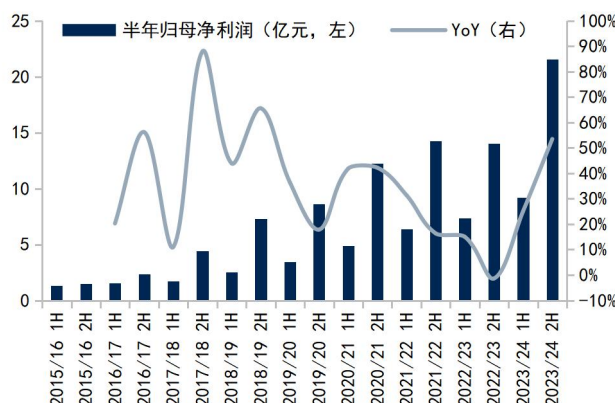
毛利率下降 0.8pct 至 64.2%，销售和管理费用率合计有 0.9pct 的同比优化。经营利润率、净利率分别提升 2.4pct、0.4pct 至 20.1%、13.7%。

图9: 公司半年度营业收入及增长



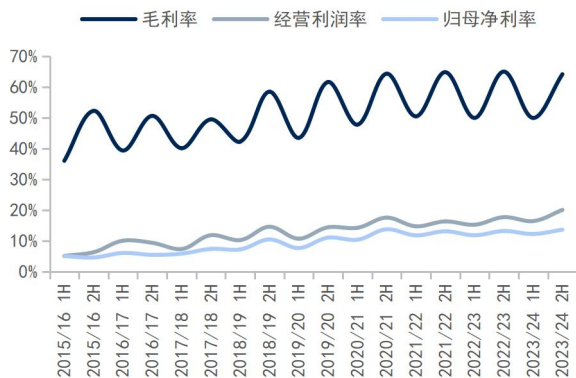
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司半年度净利润及增长



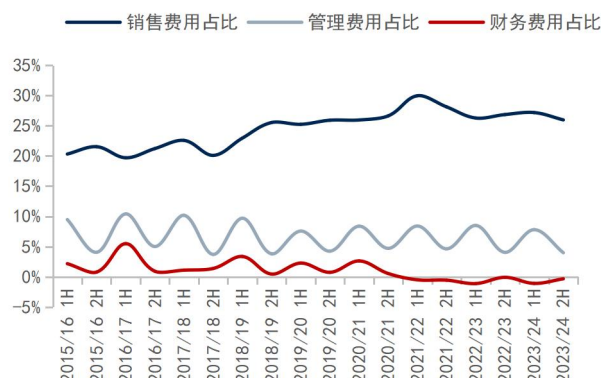
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司半年度利润率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司半年度费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

创新品类收入快速增长，线上增长亮眼，线下店效持续优化

（一）产品创新：推出新款防晒衣与一衣三穿冲锋衣鹅绒服、轻薄羽绒服第二次迭代升级

2023年春夏季，公司推出新款防晒衣，其潮流的风格、良好的防晒性能，上市即引起广泛关注，并得到消费者青睐。波司登通过防晒服面料的创新突破、创新组合式纱线、创新织造结构等方式，在持久防晒、瞬间凉感及透气舒适等功能端予以提升；2023年9月，公司在米兰打造“米兰达芬奇庄园大秀”，以“更多样、更时尚、更轻暖”的设计理念，再一次重新定义轻薄羽绒服，通过不同材质精密组合，真正开启羽绒服跨季节、多场景时尚穿搭自由的新格局。公司在“Brand Finance 2023全球最具价值服饰排行榜50强”榜单中的名次提升至47名。

通过产品持续的迭代创新，公司成功拓展增量业务。防晒服销售额从前一年的 1 亿上升至本财年的 5 亿；三合一冲锋衣羽绒服，9 月份上市后便取得 6 亿多的销售额；轻薄羽绒服前一年销售额突破 20 亿，本财年突破 30 亿。

图13: 波司登 2023 年新款防晒服



资料来源：波司登官网，国信证券经济研究所整理

图14: 波司登 2023 年新款卫衣羽绒服



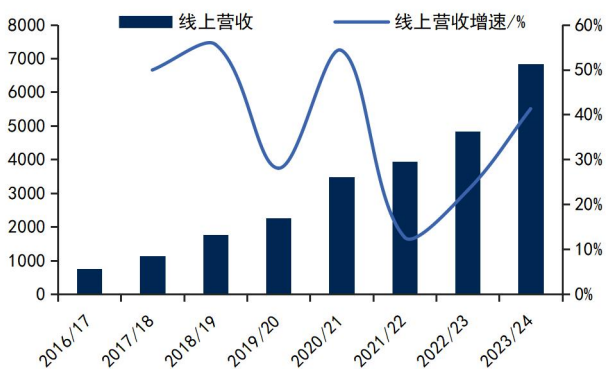
资料来源：波司登官网，国信证券经济研究所整理

(二) 渠道：线上增长亮眼，线下实施分店态运营，店效实现快速成长

1) 线上增长 41%，反映品牌势头强劲。2023/24 财年公司积极开展新零售运营，发力线上渠道，全渠道拓展和会员经营带动时代主流消费者占比稳步提升。全年集团线上收入同比增长 40.6%至 69.3 亿元。同时在双 11 获得天猫服饰品牌、女装店铺销售榜双第一，在 12 月的明星直播与抖音超品日联合活动中打破明星直播及超品日销售双记录。

2) 线下继续关闭低效门店并采用分店态运营模式，自营店效大幅增长 69%。公司进一步升级渠道结构，关注核心城市核心商圈发展，并优化和关闭低效门店，品牌羽绒服同比净关 263 家直营店，净开 57 家加盟店，合计关闭 206 家门店至 3217 家。同时，集团采用分店态运营模式，通过把零售门店根据不同店态进行细致分解，在不同店态的标杆门店中广泛推行畅销款。本财年公司也开设超过 1400 家旺季店，去年为超过 1000 家。以上举措有效推动单店经营效益的提升。2023/24 财年，直营单店收入实现 69%的大幅增长。

图15: 集团线上收入（百万元）及增长



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图16: 集团品牌羽绒服门店和单店收入统计



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：业绩韧性强，看好龙头中长期成长性

在不利的的外部环境中，公司业绩实现快速增长和库存优化，彰显龙头强大的经营韧性。公司多年专注羽绒服发展，并持续在高质量营销活动、功能产品研发、渠道运营方面积极发力，看好公司作为羽绒服专家的长远竞争力。基于公司创新品类持续发力，以及各渠道的持续增长动力，我们上调 2025-2026 财年盈利预测，预计公司 FY2025~2027 净利润分别为 36.0/40.9/45.6 亿元（原 FY2025-2026 分别为 33.6/39.2 亿元），同比增长 17.1%/13.5%/11.6%，由于盈利预测上调，上调目标价至 5.1-5.5 港元（原 4.6-4.8 港元），对应 FY2025 15-16x PE，维持“优于大市”评级。建议关注羽绒服龙头低估值、高成长、高分红的配置机遇。

表2: 盈利预测与市场重要数据

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	16,774	23,214	26,409	29,598	32,847
(+/-%)	3.5%	38.4%	13.8%	12.1%	11.0%
净利润(百万元)	2139	3074	3601	4088	4561
(+/-%)	3.7%	43.7%	17.1%	13.5%	11.6%
每股收益(元)	0.20	0.28	0.32	0.36	0.40
EBIT Margin	15.5%	28.0%	18.6%	18.8%	18.9%
净资产收益率(ROE)	17.0%	22.4%	22.3%	24.1%	25.5%
市盈率(PE)	21.4	14.9	13.2	11.6	10.4
EV/EBITDA	16.4	9.5	11.0	10.0	9.2
市净率(PB)	3.64	3.34	2.94	2.80	2.66

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

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			CAGR 2023~2025	PEG 2024
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
3998.HK	波司登	优于大市	4.2	0.28	0.32	0.36	15.2	13.4	11.8	13.2%	1.01
可比公司											
2331.HK	李宁	优于大市	15.9	1.23	1.32	1.48	12.9	12.1	10.8	9.6%	1.26
2020.HK	安踏体育	优于大市	70.9	3.69	4.75	4.76	19.2	14.9	14.9	13.6%	1.10

资料来源: wind, 彭博, 国信证券经济研究所; 备注: 此处 2023A 对应波司登 FY2024

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	利润表(百万元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
现金及现金等价物	3718	6227	6718	8030	9469	营业收入	16774	23214	26409	29598	32847
应收款项	2421	2879	3015	3379	3750	营业成本	6798	9380	10662	11947	13259
存货净额	2689	3197	3288	3684	4088	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	528	653	624	699	776	销售费用	6171	6125	9137	10211	11299
流动资产合计	14722	19019	19707	21854	24144	管理费用	1203	1204	1689	1863	2068
固定资产	1728	1544	1762	1956	2126	财务费用	199	210	121	148	164
无形资产及其他	2164	2044	1533	1022	511	投资收益	(22)	0	0	0	0
投资性房地产	2093	2912	2912	2912	2912	资产减值及公允价值变动	0	0	0	1	2
长期股权投资	236	253	271	271	271	其他收入	507	(1754)	383	453	503
资产总计	20943	25771	26184	28015	29964	营业利润	2887	4541	5182	5883	6562
短期借款及交易性金融负债	770	2478	2478	2478	2478	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	3789	5688	5294	5931	6581	利润总额	2887	4541	5182	5883	6562
其他流动负债	1494	3017	3093	3457	3832	所得税费用	731	1421	1529	1735	1936
流动负债合计	6054	11183	10865	11867	12890	少数股东损益	18	46	52	59	65
长期借款及应付债券	1603	0	(1715)	(1715)	(1715)	归属于母公司净利润	2139	3074	3601	4088	4561
其他长期负债	681	769	769	769	769						
长期负债合计	2284	769	(946)	(946)	(946)	现金流量表(百万元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
负债合计	8338	11952	9919	10921	11944	净利润	2139	3074	3601	4088	4561
少数股东权益	57	84	95	106	119	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	12547	13735	16170	16988	17900	折旧摊销	949	0	693	717	743
负债和股东权益总计	20943	25771	26184	28015	29964	公允价值变动损失	0	0	0	(1)	(2)
						财务费用	199	210	121	148	164
关键财务与估值指标	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E	营运资本变动	(443)	2330	(515)	166	173
每股收益	0.20	0.28	0.32	0.36	0.40	其它	18	46	10	12	13
每股红利	0.15	0.18	0.25	0.29	0.32	经营活动现金流	2663	5450	3790	4983	5488
每股净资产	1.15	1.25	1.42	1.49	1.57	资本开支	(919)	184	(400)	(400)	(400)
ROIC	22%	46%	34%	39%	46%	其它投资现金流	1218	(1427)	0	0	0
ROE	17%	22%	22%	24%	25%	投资活动现金流	199	(1261)	(418)	(400)	(400)
毛利率	59%	60%	60%	60%	60%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	28%	19%	19%	19%	负债净变化	4	(1603)	0	0	0
EBITDA Margin	21%	28%	21%	21%	21%	支付股利、利息	(1461)	(1959)	(2881)	(3271)	(3649)
收入增长	3%	38%	14%	12%	11%	其它融资现金流	1269	5444	0	0	0
净利润增长率	4%	44%	17%	14%	12%	融资活动现金流	(1646)	(1680)	(2881)	(3271)	(3649)
资产负债率	40%	47%	38%	39%	40%	现金净变动	1216	2509	491	1312	1439
息率	2.9%	3.9%	5.8%	6.5%	7.3%	货币资金的期初余额	2503	3718	6227	6718	8030
P/E	21.4	14.9	13.2	11.6	10.4	货币资金的期末余额	3718	6227	6718	8030	9469
P/B	3.6	3.3	2.9	2.8	2.7	企业自由现金流	1531	6983	3247	4415	4902
EV/EBITDA	16.4	9.5	11.0	10.0	9.2	权益自由现金流	2654	10680	3404	4537	5052

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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