

波司登 (03998.HK)

上半财年净利润增长 23%，品牌羽绒服主业表现亮眼

优于大市

核心观点

上半财年公司收入增长 18%，品牌羽绒服主业收入增长 23%。公司是国内羽绒服龙头品牌集团。截至 9/30 的上半财年收入增长 17.8% 至 88.0 亿元，净利润增长 23.0% 至 11.3 亿元，品牌羽绒服/贴牌加工/女装/多元化服装收入分别同比变动+23%/+13%/-22%/+21% 至 61/23/3/1 亿元。

集团毛利率基本稳定，同比小幅下降 0.1 个百分点至 49.9%，其中品牌羽绒服/贴牌加工毛利率分别同比变动-0.1/-0.3 个百分点至 61.1%/20.1%，品牌羽绒服业务毛利率小幅下降主要由于销售结构变化，性价比羽绒服雪中飞同比增速达到 47% 占比提升，拉低了整体毛利率，细分品牌看，波司登/雪中飞均实现毛利率同比增长 0.9/6.0 个百分点。得益于公司有效的费用管控，销售费用率同比下降 1.4 个百分点；管理费用率同比增加 0.9 个百分点，主要由于授予员工的期权费用摊销增加。经营利润率提升 0.2 个百分点至 16.7%，归母净利率同比增加 0.5 个百分点至 12.8%。

库存金额增加，现金流充裕保持稳健派息。存货金额同比增加 53.4%，库存周转天数同比+29 天，主要由于羽绒价格上涨，为管控成本公司进行提前备货，同时公司上半财年放缓给经销商的发货节奏，计划在下半年不确定的市场环境下以小单快反的供应链管理体系统应对消费需求。公司现金流充裕，保持稳健派息，拟派发中期股息每股 6.0 港仙。

新品类快速增长贡献增量，线上渠道表现亮眼，线下渠道质量持续优化。1) **品类迭代创新成效显著：**公司针对防晒服进行推新迭代，开发融合功能性和时尚需求的冲锋衣，新品类营收快速增长。2) **渠道质量提升：**上半财年品牌羽绒服线上收入增长 24%，双 11 表现亮眼；线下持续优化门店效益，较财年初净关 29 家门店至 3188 家，夯实打造 Top 店体系，拉升品牌势能，在渠道优化下，自营/加盟单店收入分别同比+34%/21%。

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。今年宏观消费环境疲软，在不利的的外部环境下，公司业绩仍然实现领先行业的持续快速增长，上半财年业绩创同期历史新高。看好公司作为羽绒服专家的长远竞争力；同时公司创新品类持续发力，防晒服、冲锋衣等新品类快速增长、贡献销售占比不断提升。我们维持盈利预测，预计公司 FY2025~2027 净利润分别为 36.0/40.9/45.6 亿元，同比增长 17.1%/13.5%/11.6%；维持 5.1-5.5 港元目标价，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	0.31	0.35	0.39
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)	19.0	13.4	11.9	10.5	9.4
EV/EBITDA	14.8	8.7	10.1	9.2	8.4
市净率 (PB)	3.23	3.00	2.66	2.53	2.40

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	4.05 港元
总市值/流通市值	44936/44936 百万港元
52 周最高价/最低价	5.14/2.94 港元
近 3 个月日均成交额	177.54 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) - 2024 财年净利润增长 44%，创新品类扩张成效显著》——2024-06-30
- 《波司登 (03998.HK) - 2024 财年净利润增长 44%，创新品类扩张成效显著》——2024-06-28
- 《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) - 上半财年净利润增长 25%，库存延续改善》——2023-11-29

上半财年公司收入增长 18%，品牌羽绒服主业收入增长 23%

整体消费环境疲软情况下，公司上半财年收入和净利润均实现高质量快速增长。截至 2024/9/30 的 2024/25 上半年财年，波司登集团收入同比增长 17.8%至 88.0 亿元，净利润同比增长 23.0%至 11.3 亿元。

毛利率保持稳定，同比小幅下降 0.1 个百分点至 49.9%；在有效的费用管控下，销售费用率同比下降 1.4 个百分点；管理费用率同比增加 0.9 个百分点，主要系公司去年进行新一期的股权激励计划，今年上半年授予员工的期权费用摊销增加所致。经营利润率同比提升 0.2 个百分点至 16.7%。

图1：公司营业收入及增速

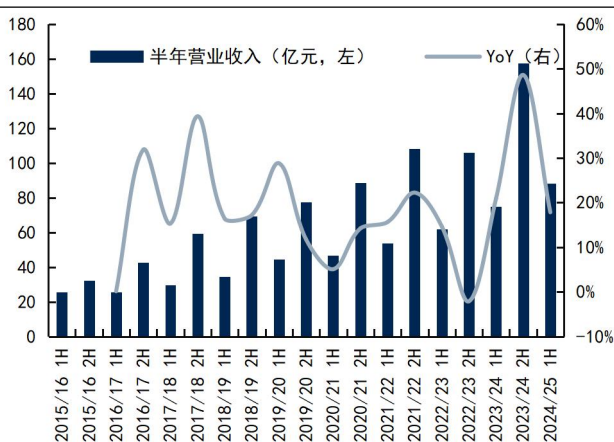
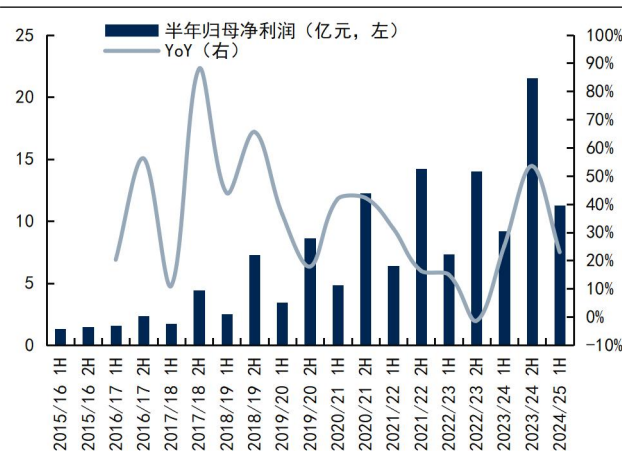


图2：公司净利润及增速



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：上半财年收入增长 22.7%至 60.6 亿元，毛利率同比小幅下降 0.1 个百分点至 61.1%，其中：波司登/雪中飞收入分别增长 19.4%/47.1%至 52.8/3.9 亿元，通过迎合主流消费者偏好、在高性价比羽绒服赛道进行发力，雪中飞实现快速增长。
- 2、贴牌加工：上半财年收入增长 13.4%至 23.2 亿元。贴牌加工业务聚焦核心客户，持续打造 OEM 及 ODM 核心竞争力，打造订单快反能力和拓展海外产能布局。
- 3、女装：高端女装消费较为疲软，上半财年女装收入同比减少 21.5%至 3.1 亿元，公司关闭低效女装门店，店铺数量较财年初净关 29 家。
- 4、多元化服装：上半财年多元化服装收入增长 21.3%至 1.7 亿元。

其中，品牌羽绒服分渠道看：

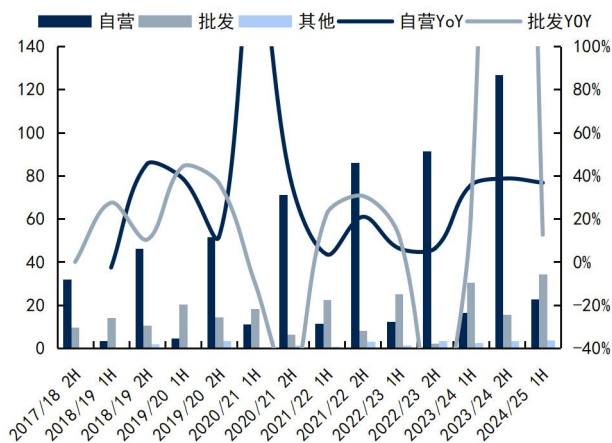
- 1、自营收入 22.6 亿元，同增 36.7%。
- 2、批发收入 34.3 亿元，同增 12.6%。经销增速慢于直营，主要由于公司主动控制给经销商发货。
- 3、其他业务收入 3.7 亿元，同增 54.6%。主要为羽绒服相关的原材料销售。

表1: 公司各项业务收入(亿元)、增长和毛利率

	2020/21 财年	2021/22 财年	2022/23 财年	2023/24 财年	FY2024 1H	FY2024 2H	FY2025 1H
品牌羽绒服	108.9	132.2	135.7	195.2	49.40	145.82	60.63
YoY	14.5%	21.4%	2.7%	43.8%	28.07%	50.06%	22.73%
毛利率	63.7%	65.7%	66.2%	65.0%	61.2%	65.0%	61.1%
贴牌加工管理	15.4	19.0	22.9	26.7	20.43	6.27	23.16
YoY	-4.7%	23.8%	20.7%	16.4%	7.78%	57.22%	13.39%
毛利率	19.6%	18.6%	19.9%	20.6%	20.4%	20.6%	20.1%
女装	9.5	9.0	7.0	8.2	3.93	4.27	3.08
YoY	-3.7%	-4.5%	-22.2%	16.6%	15.44%	17.72%	-21.54%
毛利率	72.6%	72.4%	68.6%	67.5%	67.7%	67.5%	61.8%
多元化服装	1.4	1.9	2.0	2.0	0.96	1.07	1.17
YoY	72.7%	28.3%	9.2%	0.3%	9.77%	-6.95%	21.30%
毛利率	0.1%	25.7%	25.7%	20.2%	26.3%	20.2%	27.6%

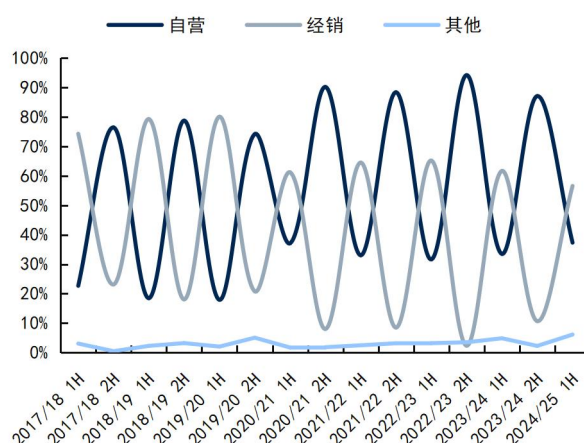
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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



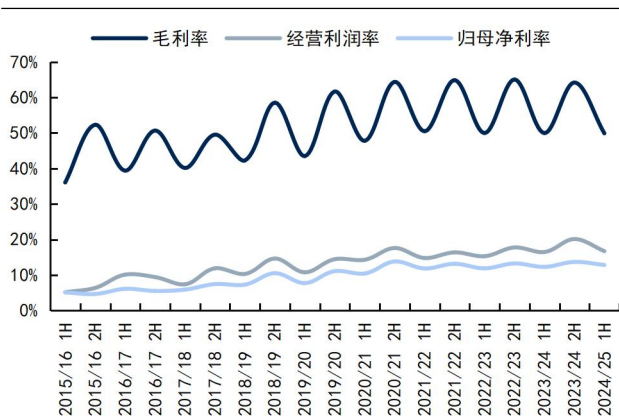
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

集团整体以及品牌羽绒服业务毛利率保持稳定。核心业务品牌羽绒服毛利率同比减少0.1个百分点至61.2%，主要由于毛利率相对较低的雪中飞增速较高占比增大。贴牌加工管理业务毛利率同比减少0.3个百分点，女装业务毛利率同比减少5.9个百分点至61.8%，多元化服装业务毛利率同比增加1.3个百分点至27.6%。综合各业务变化，集团整体毛利率同比小幅下滑0.1个百分点至49.9%。

- 1) **品牌羽绒服:** 毛利率为61.1%，同减0.1个百分点，其中波司登品牌虽然受毛利较低的防晒服占比增加影响，但毛利率仍实现0.9个百分点的增长至66.3%；雪中飞毛利率+6.0个百分点至50.1%；冰洁毛利率+0.9p.p至26.7%。
- 2) **贴牌加工管理业务:** 毛利率同比减少0.3个百分点至20.1%。
- 3) **女装业务:** 毛利率为61.8%，同比减少5.9个百分点。
- 4) **多元化服装业务:** 毛利率为27.6%，同比减少1.3p.p。

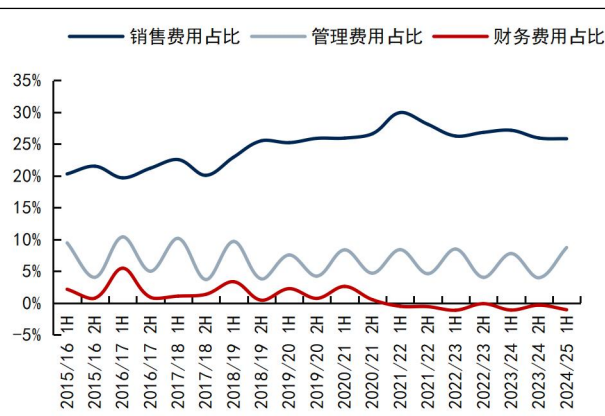
费用管控下销售费用率下降，由于去年授予员工的期权费用摊销增加管理费用率增加。上半年集团销售费用率/管理费用率分别-1.4/+0.9个百分点至25.8%/8.7%，管理费用率较去年上升，主要系集团2023年11月授予员工的期权费用摊销增加所致。

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

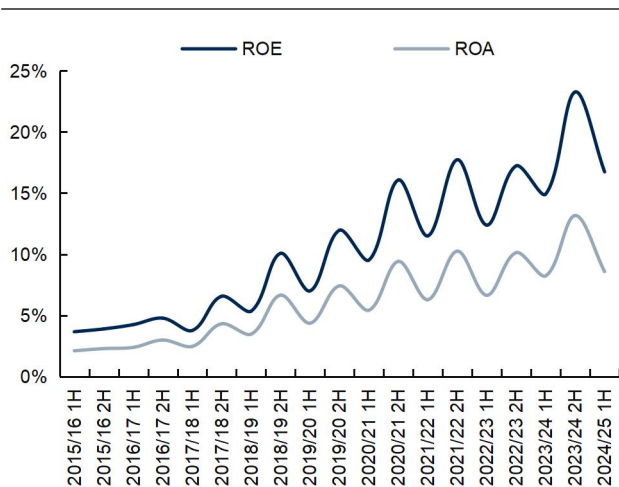
图6: 公司费用率水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

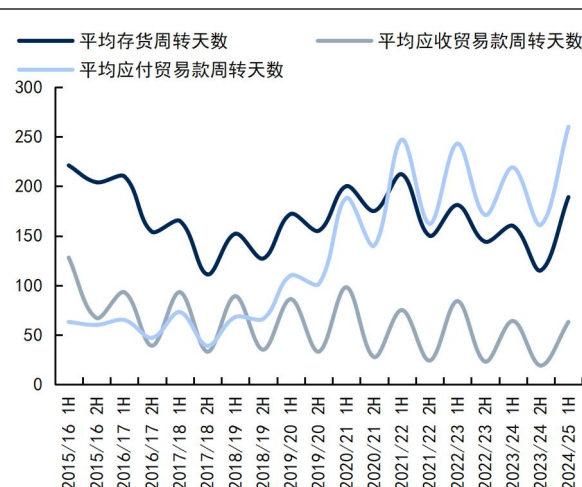
原材料提前备货以及放缓给经销商发货节奏, 导致库存金额同比上升。截至 9/30, 集团库存金额同比增加 53.4%, 平均存货周转天数为 189 天, 同比增加 29 天。存货金额上升一方面由于羽绒价格上涨, 为管控成本公司进行了提前备货; 另一方面公司上半财年放缓给经销商的发货节奏, 计划在下半年不确定的市场环境下以小单快反的供应链管理体系应对消费需求。

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

新品类快速增长贡献增量, 线上渠道表现亮眼, 线下渠道质量持续优化

(一) 新品迭代创新: 防晒衣、冲锋衣羽绒创新迭代适应多种应用场景, 助力营收快速增长

积极迭代创新品类, 寻找增量业务。公司对防晒衣面料进行升级, 产品更加轻薄舒适, 改善消费者穿着体验。上半财年公司拓展防晒衣亲子装和男装, 并且搭配冰爽裤及配件进行销售。同时公司还积极拓展防晒衣的运用场景, 创新都市轻户外系列, 满足消费者的多元化户外穿着需求, 在透气度提升下增加产品时尚感迎合年轻消费者的需求。冲锋衣鹅绒服系列可一衣多穿, 能够应用多变气温, 满足消费者在各种场景自由切换。

图9：波司登品类迭代创新实现快速增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

(二) 渠道：线上增长亮眼，线下渠道质量优化，单店收入快速增长

2) 渠道质量提升：上半财年品牌羽绒服线上收入增长 24%，双 11 表现亮眼；线下门店持续优化门店效益，较财年初净关 29 家门店至 3188 家，夯实扩大打造 Top 店体系，拉升品牌势能，在渠道优化下，自营/加盟单店收入分别同比+34%/21%左右。

1) 线上增长 24%，双 11 表现亮眼。公司通过聚焦内容创新、发力核心品类、聚合品牌战役和精细化管理来提升线上平台经营能力和运营效率。上半年品牌羽绒服线上收入同比增长 24.1%至 13.5 亿元。双 11 活动期间累计 GMV 在服饰店铺、女装、男装店铺销售榜上均位列前二。

2) 线下继续优化渠道质量，打造 Top 店体系，上半财年单店收入显著增长。公司进一步升级渠道结构，夯实扩大打造标杆门店（TOP 店），拉升品牌势能，凸显头部效应，并优化和关闭低效门店，品牌羽绒服同比净关 52 家直营店，净关 73 家加盟店，合计关闭 125 家门店至 3188 家。同时，集团以高目标为牵引，以顾客需求为原点，实现闭环单店运营策略有效落地，进一步实现单店经营效益的提升。渠道质量优化，2023/24 财年上半年，直营单店收入实现 34.3%增长至 111.0 万元，经销单店收入也实现 21.3%的增长，经销增速慢于直营，主要由于公司主动控制给经销商发货，计划在下半年不确定的市场环境下以小单快反的供应链管理体系应对消费需求，在 6 月经销商首次订货会上首次订单比例实现至少 40%的目标。

表2：公司品牌羽绒服业务门店数量、单店收入（万元）

	2020/21 财年	2021/22 财年	2022/23 财年	2023/24 财年	FY2024 1H	FY2024 2H	FY2025 1H
自营店数	2161	1726	1399	1136	1206	1136	1154
YOY	-3.27%	-20.13%	-18.95%	-18.80%	-22.84%	-18.80%	-4.31%
自营单店收入	253.0	364.7	430.8	726.7	82.6	638.9	111.0
YOY	46.36%	44.14%	18.13%	68.69%	85.01%	68.07%	34.28%
经销店数	2466	2083	2024	2081	2107	2081	2034
YOY	-21.24%	-15.53%	-2.83%	2.82%	0.00%	2.82%	-3.46%
经销单店收入	70.4	124.9	110.9	185.4	124.1	59.7	150.4
YOY	-26.11%	77.43%	-11.22%	67.14%	20.87%	1218.28%	21.25%
电商收入(百万元)	3489.0	3931.0	4838.7	6836.2	1088.4	5747.8	1350.6
YOY	54.24%	12.67%	23.09%	41.28%	24.77%	44.91%	24.09%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：经营韧性强，看好龙头中长期成长性

今年宏观消费环境疲软，在不利的的外部环境下，公司业绩仍然实现领先行业的持续快速增长，上半财年业绩创同期历史新高。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；同时公司创新品类持续发力，防晒服、冲锋衣等新品类快速增长、贡献销售占比不断提升。我们维持盈利预测，预计公司 FY2025~2027 净利润分别为 36.0/40.9/45.6 亿元，同比增长 17.1%/13.5%/11.6%；维持 5.1-5.5 港元目标价，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3: 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	0.31	0.35	0.39
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)	19.0	13.4	11.9	10.5	9.4
EV/EBITDA	14.8	8.7	10.1	9.2	8.4
市净率(PB)	3.23	3.00	2.66	2.53	2.40

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表4: 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			GAGR 2023~2025	PEG 2024
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
3998.HK	波司登	优于大市	3.8	0.28	0.32	0.36	13.4	11.9	10.5	13.2%	0.91
可比公司											
2331.HK	李宁	优于大市	14.9	1.23	1.22	1.37	12.0	12.2	10.8	5.6%	2.18
2020.HK	安踏体育	优于大市	71.6	3.61	4.82	4.76	19.8	14.8	15.0	14.8%	1.00

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	763	763	763	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	9150	10152	11176	少数股东损益	18	46	52	59	65
长期借款及应付债券	1603	0	0	0	0	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	现金流量表(百万元)	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
长期负债合计	2284	769	769	769	769	净利润	2139	3074	3601	4088	4561
负债合计	8338	11952	9919	10921	11944	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	57	84	95	106	119	折旧摊销	949	0	693	717	743
股东权益	12547	13735	16170	16988	17900	折旧摊销	0	0	0	(1)	(2)
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	0.31	0.35	0.39	其它	18	46	10	12	13
每股红利	0.15	0.18	0.25	0.28	0.32	经营活动现金流	2663	5450	3790	4983	5488
每股净资产	1.15	1.24	1.40	1.47	1.55	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	3.3%	4.4%	6.4%	7.3%	8.1%	货币资金的期初余额	2503	3718	6227	6718	8030
P/E	19.0	13.4	11.9	10.5	9.4	货币资金的期末余额	3718	6227	6718	8030	9469
P/B	3.2	3.0	2.7	2.5	2.4	企业自由现金流	1531	6983	3247	4415	4902
EV/EBITDA	14.8	8.7	10.1	9.2	8.4	权益自由现金流	2654	10680	3386	4568	5076

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