

# 波司登 (03998.HK)

## 2025 财年净利润增长 14%，分红率达 84%

优于大市

### 核心观点

**2024/25 财年公司收入增长 12%，净利润增长 14%。** 公司是国内羽绒服龙头品牌集团。截至 3/31 的 2024/25 财年收入增长 11.6% 至 259.0 亿元，净利润增长 14.3% 至 35.1 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+11.0%/+26.4%/-20.6%/+2.9% 至 216.7/33.7/6.5/2.1 亿元。集团毛利率同比下降 2.3 个百分点至 57.7%，其中品牌羽绒服/贴牌加工毛利率分别同比变动-1.6/-1.5 个百分点至 63.4%/19.1%，品牌羽绒服业务毛利率小幅下降主要由于渠道结构、产品结构及原材料成本的变动，细分品牌看，波司登/雪中飞毛利率分别同比减少 0.6/3.2 个百分点至 69.0%/42.8%。销售费用率同比下降 1.8 个百分点；管理费用率基本与去年持平，同比下降 0.1 个百分点；经营利润率提升 0.3 个百分点至 19.2%，归母净利率同比增加 0.3 个百分点至 13.6%。

**库存管理表现稳健，现金流充裕保持稳健派息。** 库存金额同比增加 23.6%，一定程度受原材料备货影响；库存周转天数同比+3 天保持稳健。面临暖冬挑战，公司保持较低首次订单比例，采用拉式铺货和小单快反的订货补货调节机制。现金流充裕保持稳健派息，净现比 1.13，派息率 84.1%。

**品类增效、品牌引流、产品创新、渠道优化，多维发力推动增长。** 1) **品类增效+品牌引流+产品创新，寻求全新增长点：** 拓展增量业务，通过积极拓展防晒服、三合一冲锋衣鹅绒服等轻薄羽绒服、升级极寒极地系列羽绒服，为非旺季销售增量提振贡献力量。产品创新方面通过面料升级提升产品功能性，同时结合设计创新与联名打造新品。2) **渠道优化：** 2024/25 财年品牌羽绒服线上收入同比增长 9.4%，积极推动新型平台发展；线下门店深化 Top 店体系并强化分店态运营，较上一财年品牌羽绒服自营店/经销店同比净增加 100/153 家，自营/经销渠道收入分别+5.2%/+24.3%。

**风险提示：** 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。** 2024 年羽绒等原材料成本价格上升，叠加暖冬环境，公司业绩仍然实现稳健高质量增长，同时基于充裕的现金流，维持较高的分红水平。公司旗下品牌形成差异化矩阵，未来雪中飞品牌有望进一步在性价比羽绒服赛道发力；此外防晒服、冲锋衣、轻薄羽绒服等新品类快速增长。基于当前消费环境仍存在较大不确定性，我们下调盈利预测，预计 FY2026~2028 净利润分别为 39.1/43.0/47.3 亿元（FY2026-2027 前值为 40.9/45.6 亿元），同比增长 11.2%/10.0%/10.0%；维持 5.1-5.5 港元目标价，对应 FY2026 14-15x 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

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万元)	23,214	25,902	28,573	31,448	34,603
(+/-%)	38.4%	11.6%	10.3%	10.1%	10.0%
净利润(百万元)	3074	3514	3909	4299	4729
(+/-%)	43.7%	14.3%	11.2%	10.0%	10.0%
每股收益(元)	0.27	0.30	0.34	0.37	0.41
EBIT Margin	18.4%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
净资产收益率 (ROE)	22.4%	20.8%	22.1%	23.2%	24.2%
市盈率 (PE)	15.5	13.5	12.1	11.0	10.0
EV/EBITDA	11.6	13.3	10.6	9.9	9.2
市净率 (PB)	3.46	2.79	2.67	2.55	2.42

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

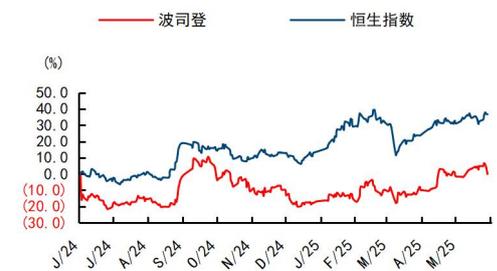
S0980520040004

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	4.46 港元
总市值/流通市值	51487/51487 百万港元
52 周最高价/最低价	5.06/3.46 港元
近 3 个月日均成交额	107.20 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) - 上半财年净利润增长 23%，品牌羽绒服主业表现亮眼》——2024-12-01
- 《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

## 2024/25 财年公司收入增长 12%，净利润增长 14%

原料价格上涨及暖冬环境负面影响下，公司 2024/25 财年收入和净利润均实现高质量增长。截至 2025/3/31 的 2024/25 财年，波司登集团收入同比增长 11.6% 至 259.0 亿元，净利润同比增长 14.3% 至 35.1 亿元。

毛利率同比下降 2.3 个百分点至 57.3%，主要受毛利率较低的贴牌加工业务增速较高的结构影响；经营利润率在毛利率降低的情况下同比提升 0.3 个百分点至 19.2%，主要得益于销售费用率下降。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

### 分业务看：

- 1、品牌羽绒服：2024/25 财年收入增长 11.0% 至 216.7 亿元，毛利率同比下降 1.6 个百分点至 63.4%，其中：波司登/雪中飞收入分别增长 10.1%/9.2% 至 184.8/22.1 亿元，主品牌波司登坚持优化产品并持续创新，2024 年推出全新系列防晒衣、冲锋衣，并积极推动知名 IP 联动吸引不同客群，实现快速增长。
- 2、贴牌加工：2024/25 财年收入增长 26.4% 至 33.7 亿元。贴牌加工业务一方面聚焦核心客户，持续打造 OEM 及 ODM 核心竞争力，一方面积极拓展新客户，寻求优质增量，同时强化订单快反能力并拓展海外产能布局，优化客户体验，提升客户信心。
- 3、女装：高端女装业务持续颓势，2024/25 财年收入同比减少 20.6% 至 6.5 亿元，占集团总收入占比持续下跌，门店同比下降 52 家至 373 家。
- 4、多元化服装：2024/25 财年多元化服装收入增长 2.9% 至 2.1 亿元。

### 其中，品牌羽绒服分渠道看：

- 1、自营收入 150.9 亿元，同增 5.2%。
- 2、批发收入 57.2 亿元，同增 24.3%，增速高于直营。
- 3、其他业务收入 8.6 亿元，同增 49.4%。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**

	2018/19 财年	2019/20 财年	2020/21 财年	2021/22 财年	2022/23 财年	2023/24 财年	2024/25 财年
品牌羽绒服	76.6	95.1	108.9	132.2	135.7	195.2	216.7
YoY	35.5%	24.2%	14.5%	21.4%	2.7%	43.8%	11.0%
毛利率	57.4%	59.8%	63.7%	65.7%	66.2%	65.0%	63.4%
贴牌加工管理	13.7	16.1	15.4	19.0	22.9	26.7	33.7
YoY	46.1%	17.8%	-4.7%	23.8%	20.7%	16.4%	26.4%
毛利率	16.3%	18.5%	19.6%	18.6%	19.9%	20.6%	19.1%
女装	12.0	9.8	9.5	9.0	7.0	8.2	6.5
YoY	4.2%	-18.2%	-3.7%	-4.5%	-22.2%	16.6%	-20.6%
毛利率	75.5%	74.4%	72.6%	72.4%	68.6%	67.5%	63.2%
多元化服装	1.6	0.8	1.4	1.9	2.0	2.0	2.1
YoY	-86.3%	-46.2%	72.7%	28.3%	9.2%	0.3%	2.9%
毛利率	-6.9%	-16.4%	0.1%	25.7%	25.7%	20.2%	21.7%

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**

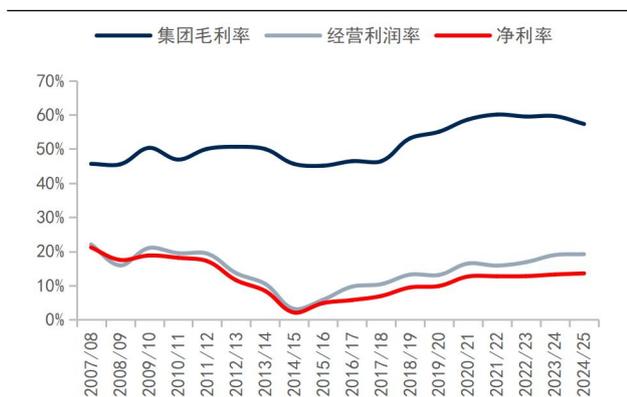

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**集团整体毛利率出现下滑，渠道结构、产品结构及原材料成本的变动共同导致品牌羽绒服业务毛利率小幅下跌。**核心业务品牌羽绒服毛利率同比减少 1.6 个百分点至 63.4%，主要由于毛利率相对较低的经销渠道销售增速较高占比增大、新推出的防晒服等品类毛利率较低以及羽绒等核心原料成本上涨。贴牌加工管理业务毛利率同比减少 1.5 个百分点，女装业务毛利率同比减少 4.3 个百分点至 63.2%，多元化服装业务毛利率同比增加 1.5 个百分点至 21.7%。综合各业务变化，集团整体毛利率同比下滑 2.3 个百分点至 57.3%。

- 1) **品牌羽绒服**：毛利率为 63.4%，同比减少 1.6 个百分点，其中波司登毛利率同比减少 0.6 个百分点至 69.0%，降幅相对较小；雪中飞毛利率-3.2 个百分点至 42.8%；冰洁毛利率-15.0 个百分点至 24.2%。
- 2) **贴牌加工管理业务**：毛利率同比减少 1.5 个百分点至 19.1%。
- 3) **女装业务**：毛利率为 63.2%，同比减少 4.3 个百分点，主要由于市场竞争激烈以及产品结构调整，业务目前仍处于探索阶段的阵痛期。
- 4) **多元化服装业务**：毛利率为 21.7%，同比增加 1.5 个百分点。

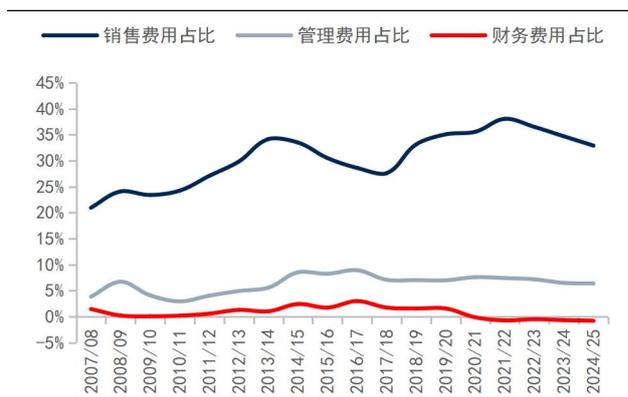
**由于运营效率的提升，销售费用率下降。**2024/25 财年集团销售费用率/管理费用率分别-1.8/-0.1 个百分点至 32.9%/6.4%，销售费用下降主要得益于运营效率的提升，管理费用率基本与去年持平。

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

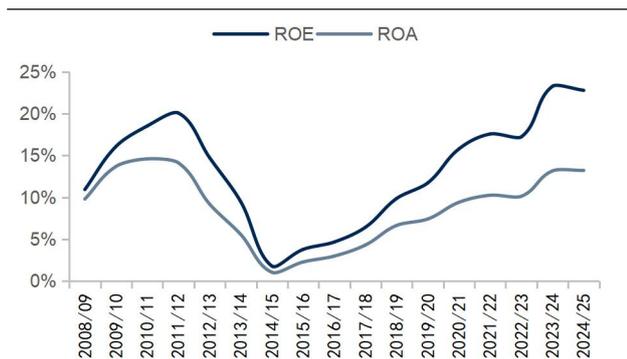
图6: 公司费用率水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

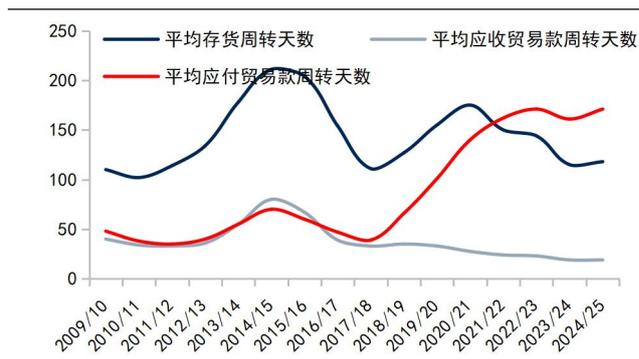
**暖冬环境下平均存货周转天数表现稳健, 库存管理能力优异。**截至 3/31, 集团库存金额同比增加 23.6%, 一定程度受原材料备货影响; 平均存货周转天数为 118 天, 同比增加 3 天。面临暖冬挑战, 公司保持较低首次订单比例, 采用拉式铺货和小单快反的订货补货调节机制, 并有效推进全渠道商品一体化运营管理, 为旺季销售实现动态、灵活支持, 表现出较强的管理能力和运营韧性。

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

## 品类增效、品牌引流、产品创新、渠道优化, 多维发力推动增长

### (一) 品类增效+品牌引流+产品创新, 寻求全新增长点

品类增效, 拓展增量业务, 通过积极拓展防晒服、三合一冲锋衣鹅绒服等轻薄羽绒服、升级极寒极地系列羽绒服, 为非旺季销售增量提振贡献力量。

品牌引领, 开创“尔滨 x 波司登”城市品牌联名、打造“中国好羽绒”IP、南北极科考合作、“新生万物”设计展、“叠变”系列发布等品牌战役。

产品创新, 泡芙系列羽绒服与意大利潮牌 MSGM 合作, 精选超细纤维与轻质耐磨科技面料, 并搭配当下流行色系, 吸引年轻客群。VERTEX 系列则联合具有全球知名度的机能教父 Errolson Hugh, 采用 GORE-TEX Black Label 面料以及创新热湿技术, 注重城市和户外双重场景的穿着体验。新年联名系列则联手艺术家陈鹤丹打造, 将葫芦等吉祥元素融入羽绒服设计。

图9：波司登系产品创新



- 与意大利潮牌MSGM联名
- 精选超细纤维与轻质耐磨科技面料
- 融合天马行空想象力与极致专业工艺
- 联合机能教父Errolson Hugh
- 采用800+ 填充鹅绒、GORE-TEX Black Label 面料以及创新热湿技术
- 适用于城市、户外场景
- 联合艺术家陈粉丸
- 深入新年场景，将葫芦等吉祥元素融入羽绒服设计

资料来源：公司公告、Wind、公司官网、新华网、国信证券经济研究所整理

## （二）渠道：线上全平台发力，线下渠道质量优化

**线上增长 9.4%，积极推动新型平台发展。**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。2024/25 品牌羽绒服线上收入同比增长 9.4%至 75.8 亿元，积极推动新型平台发展；整合平台优质资源，提高线上经营能力和效率。波司登品牌超 80%的抖音收入来源于直播销售。

**线下继续优化渠道质量，深化 Top 店体系，升级渠道分层经营。**线下门店优化渠道质量，扩大打造 Top 店体系、关注战略增量市场、强化分店态资源差异化匹配，满足不同层级顾客需求，坐实单店运营，提升渠道运营效率。2023/24 财年，品牌羽绒服自营店/经销店同比净增加 100/153 家。

表2：公司品牌羽绒服业务门店数量及电商收入

	2020/21 财年	2021/22 财年	2022/23 财年	2023/24 财年	2024/25 财年
自营店数	2161	1726	1399	1136	1236
YOY	-3.27%	-20.13%	-18.95%	-18.80%	8.80%
经销店数	2466	2083	2024	2081	2234
YOY	-21.24%	-15.53%	-2.83%	2.82%	7.35%
电商收入(百万元)	3489.0	3931.0	4838.7	6836.2	7478.2
YOY	54.24%	12.67%	23.09%	41.28%	24.77%

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

2024 年羽绒等原材料成本价格上升，叠加暖冬环境，公司业绩仍然实现稳健高质量增长，同时基于充裕的现金流，维持较高的分红水平。公司多年专注羽绒服发展，旗下品牌形成差异化矩阵，未来雪中飞品牌有望进一步在性价比羽绒服赛道发力；此外公司积极开拓新品类，防晒服、冲锋衣、轻薄羽绒服等新品类快速增长。

基于当前消费环境仍存在较大不确定性，我们下调 FY2026-2027 盈利预测，预计公司 FY2026~2028 净利润分别为 39.1/43.0/47.3 亿元（FY2026-2027 前值为 40.9/45.6 亿

元)，同比增长 11.2%/10.0%/10.0%；维持 5.1–5.5 港元目标价，对应 FY2026 14–15x 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

	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入(百万元)	23,214	25,902	28,573	31,448	34,603
(+/-%)	38.4%	11.6%	10.3%	10.1%	10.0%
净利润(百万元)	3074	3514	3909	4299	4729
(+/-%)	43.7%	14.3%	11.2%	10.0%	10.0%
每股收益(元)	0.27	0.30	0.34	0.37	0.41
EBIT Margin	18.4%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
净资产收益率(ROE)	22.4%	20.8%	22.1%	23.2%	24.2%
市盈率(PE)	15.5	13.5	12.1	11.0	10.0
EV/EBITDA	11.6	13.3	10.6	9.9	9.2
市净率(PB)	3.46	2.79	2.67	2.55	2.42

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			CAGR 2024~2026	PEG 2025
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
3998.HK	波司登	优于大市	4.2	0.30	0.34	0.37	13.7	12.3	11.2	10.6%	1.16
2331.HK	李宁	优于大市	15.5	1.17	0.97	1.09	13.3	16.0	14.2	-3.1%	-5.17
2020.HK	安踏体育	优于大市	87.8	4.25	4.80	5.51	20.7	18.3	16.0	13.8%	1.32

资料来源: wind, 彭博, 国信证券经济研究所; 备注: 此处 2024A 对应波司登 FY2025

# 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	利润表(百万元)	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E
现金及现金等价物	6227	4185	5517	6928	8467	营业收入	23214	25902	28573	31448	34603
应收款项	2879	3217	3363	3701	4072	营业成本	9380	11062	12260	13530	14920
存货净额	3197	3951	3889	4291	4732	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	653	443	731	804	885	销售费用	8055	8524	9374	10286	11287
<b>流动资产合计</b>	<b>19019</b>	<b>19222</b>	<b>20926</b>	<b>23152</b>	<b>25583</b>	管理费用	1508	1652	1794	1975	2173
固定资产	1544	1919	2094	2246	2371	财务费用	216	167	143	157	173
无形资产及其他	2044	2164	1623	1082	541	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	2912	3575	3575	3575	3575	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	253	524	794	794	794	其他收入	487	653	714	786	865
<b>资产总计</b>	<b>25771</b>	<b>27403</b>	<b>29012</b>	<b>30848</b>	<b>32863</b>	营业利润	4541	5149	5716	6287	6916
短期借款及交易性金融负债	2478	896	896	896	896	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	5688	5597	6139	6774	7470	<b>利润总额</b>	<b>4541</b>	<b>5149</b>	<b>5716</b>	<b>6287</b>	<b>6916</b>
其他流动负债	3017	3016	3292	3624	3987	所得税费用	1421	1596	1765	1941	2135
<b>流动负债合计</b>	<b>11183</b>	<b>9508</b>	<b>10326</b>	<b>11294</b>	<b>12353</b>	少数股东损益	46	39	43	47	52
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3074</b>	<b>3514</b>	<b>3909</b>	<b>4299</b>	<b>4729</b>
其他长期负债	769	865	865	865	865	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>FY2024</b>	<b>FY2025</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>	<b>FY2028E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>769</b>	<b>865</b>	<b>865</b>	<b>865</b>	<b>865</b>	净利润	3074	3514	3909	4299	4729
<b>负债合计</b>	<b>11952</b>	<b>10373</b>	<b>11191</b>	<b>12158</b>	<b>13218</b>	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	84	111	120	129	140	折旧摊销	1217	0	765	789	816
股东权益	13735	16919	17701	18560	19506	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>25771</b>	<b>27403</b>	<b>29012</b>	<b>30848</b>	<b>32863</b>	财务费用	216	167	143	157	173
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>FY2024</b>	<b>FY2025</b>	<b>FY2026E</b>	<b>FY2027E</b>	<b>FY2028E</b>	营运资本变动	2330	(973)	447	153	167
每股收益	0.27	0.30	0.34	0.37	0.41	其它	46	39	9	9	10
每股红利	0.14	0.18	0.27	0.30	0.33	<b>经营活动现金流</b>	<b>6668</b>	<b>2580</b>	<b>5129</b>	<b>5250</b>	<b>5721</b>
每股净资产	1.18	1.47	1.53	1.61	1.69	资本开支	(1033)	(375)	(400)	(400)	(400)
ROIC	30%	32%	37%	44%	52%	其它投资现金流	(1427)	(1933)	0	0	0
ROE	22%	21%	22%	23%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2478)</b>	<b>(2578)</b>	<b>(670)</b>	<b>(400)</b>	<b>(400)</b>
毛利率	60%	57%	57%	57%	57%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	18%	18%	18%	18%	负债净变化	(1603)	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	18%	21%	21%	20%	支付股利、利息	(1461)	(1959)	(3127)	(3439)	(3783)
收入增长	38%	12%	10%	10%	10%	其它融资现金流	4448	1875	0	0	0
净利润增长率	44%	14%	11%	10%	10%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1680)</b>	<b>(2044)</b>	<b>(3127)</b>	<b>(3439)</b>	<b>(3783)</b>
资产负债率	47%	38%	39%	40%	41%	<b>现金净变动</b>	<b>2509</b>	<b>(2042)</b>	<b>1332</b>	<b>1411</b>	<b>1538</b>
息率	2.8%	3.8%	6.1%	6.7%	7.3%	货币资金的期初余额	3718	6227	4185	5517	6928
P/E	15.5	13.5	12.1	11.0	10.0	货币资金的期末余额	6227	4185	5517	6928	8467
P/B	3.5	2.8	2.7	2.5	2.4	企业自由现金流	5448	1870	4369	4453	4884
EV/EBITDA	11.6	13.3	10.6	9.9	9.2	权益自由现金流	8144	3629	4484	4575	5032

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