

富安娜（002327.SZ）

第二季度收入降幅收窄，利润压力延续

优于大市

核心观点

上半年收入下滑 16.6%，利润承压明显。2025 年上半年，在消费环境整体疲软背景下，公司收入同比下降 16.6%至 10.91 亿元，负向经营杠杆下利润承压，归母净利润同比下滑 51.3%至 1.06 亿元。毛利率同比减少 1.4 个百分点至 53.6%，主要受库存清理影响；销售费用率同比上升 7.3 个百分点至 36.1%，主要受平台扣点费用增加，促销活动模式调整及营销活动影响；研发费用率同比-1.0 个百分点，其他费用率相对稳定；信用减值损益占收入比例较去年同期改善 1.2 个百分点，主要因应收账款坏账损失的转回。主要受销售费用率提升影响，归母净利率同比下滑 6.9 个百分点至 9.7%。营运效率方面，存货/应收周转天数分别同比增加 39/24 天，存货周转延长预计主要因积极帮助加盟商退换货，促进提货；经营活动现金流净额同比大幅改善 210.8%至 2.9 亿元，预计主因原材料备货充足、采购商品现金支出减少。

第二季度收入降幅收窄，利润压力延续。第二季度公司收入同比下降 15.3%至 5.55 亿元（Q1：-17.8%），归母净利润降幅收窄至 47.7%（Q1：-54.1%）。单季毛利率同比下降 3.1 个百分点至 52.8%，销售费用率同比上升 4.9 个百分点至 35.7%，归母净利率同比下滑 5.6 个百分点至 9.0%。

线上渠道韧性凸显，加盟收入大幅收缩。1) **分渠道看：**线上渠道收入同比降幅最小（-5.0%），毛利率优化 2.9 个百分点至 49.4%。加盟渠道压力最大，收入同比下滑 43.3%，毛利率下降 3.9 个百分点至 49.3%，主要系经销商在去年四季度末集中备货后，终端动销不佳导致库存积压；直营渠道收入下降 9.1%，毛利率微降 1.8 个百分点至 66.3%。线下门店相较于去年年末，直营门店净增 1 家，加盟门店净减少 59 家。2) **分品类看：**上半年核心品类均出现下滑。套件、被芯、枕芯收入分别同比下降 21.6%、13.3%、14.7%。从毛利率来看，核心品类套件和被芯毛利率也分别下降 3.3 和 2.1 个百分点。3) **展望下半年：**公司将动态调整库存结构，平衡库存清理及毛利率的调整；费用管控方面，加强线上精准投放与线下渠道协同，严格控制低效费用支出，提升整体运营效率。

风险提示：市场竞争加剧；存货大幅减值；渠道拓展不及预期。

投资建议：看好库存改善后明年业绩企稳，长期保持高分红水平。2025 上半年公司收入下滑、盈利承压，加盟商存在库存压力，导致公司加盟收入下滑明显，同时由于帮助加盟商回收和清理库存影响了公司整体毛利率和存货周转；此外销售费用受平台扣点费用增加、以及负向经营杠杆影响，费用率显著提升。我们预计公司在库存动态管理和销售费用精准投放的策略下，明年伴随库存改善，加盟商进货恢复正常，公司有望重回业绩增长正轨。长期来看，公司历史业绩证明了经营韧性，且公司重视股东回报，近三年分红率在 90%以上。

主要基于上半年加盟商库存压力和销售费用增幅超出此前预期，以及后续宏观环境仍存在不确定性，我们下调盈利预测，预计 2025~2027 年净利润分别为 3.9/4.1/4.3 亿元（前值为 5.5/5.9/6.2 亿元），同比 -28.5%/+5.2%/+5.1%。维持“优于大市”评级。

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

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

7.34 元

总市值/流通市值

6153/3580 百万元

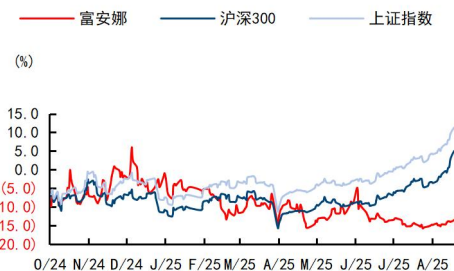
52 周最高价/最低价

10.27/7.05 元

近 3 个月日均成交额

50.21 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

《富安娜（002327.SZ）-2024 年业绩表现稳健，分红率维持 95% 以上》——2025-04-28

《富安娜（002327.SZ）-第三季度收入同比下滑 11%，销售费用率增长致净利率承压》——2024-10-28

《富安娜（002327.SZ）-上半年收入增长 3%，盈利保持稳定》——2024-08-25

《富安娜（002327.SZ）-2023 年利润率稳步提升，分红率达 95%》——2024-04-27

《富安娜（002327.SZ）-第三季度净利润增长 9%，利润率持续提升》——2023-10-28

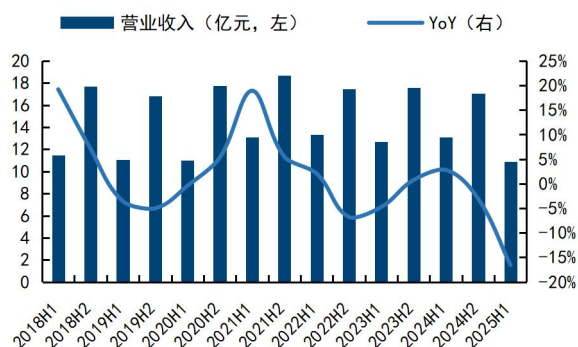
盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,030	3,011	2,665	2,726	2,789
(+/-%)	-1.6%	-0.6%	-11.5%	2.3%	2.3%
净利润(百万元)	572	542	388	408	429
(+/-%)	7.2%	-5.2%	-28.5%	5.2%	5.1%
每股收益(元)	0.68	0.65	0.46	0.49	0.51
EBIT Margin	21.0%	20.7%	15.5%	16.0%	16.6%
净资产收益率(ROE)	14.8%	13.9%	9.9%	10.3%	10.7%
市盈率(PE)	10.7	11.4	15.9	15.1	14.3
EV/EBITDA	10.2	10.4	13.6	12.9	12.1
市净率(PB)	1.59	1.58	1.57	1.55	1.53

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

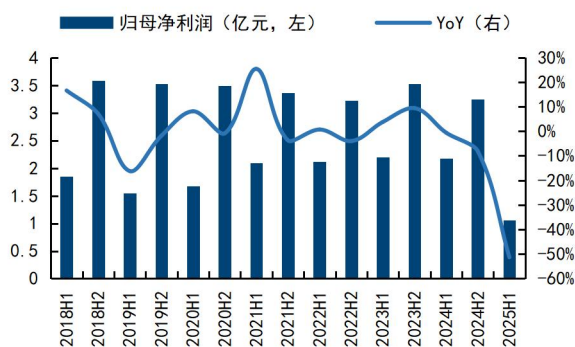
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



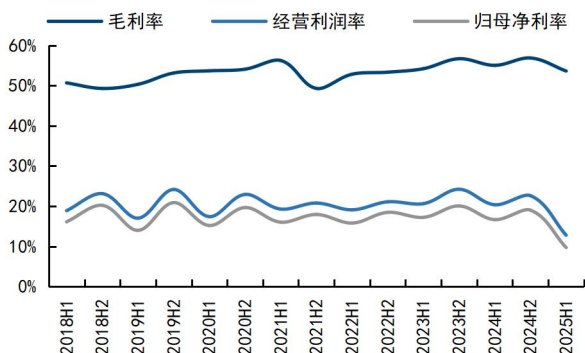
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



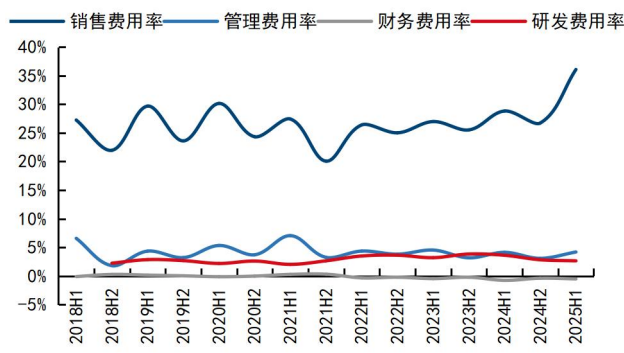
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率/营业利润率/净利率



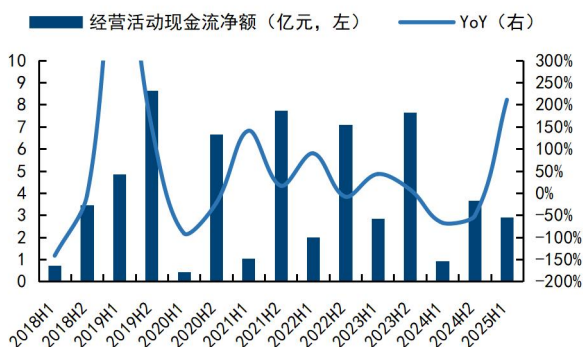
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司期间费用率



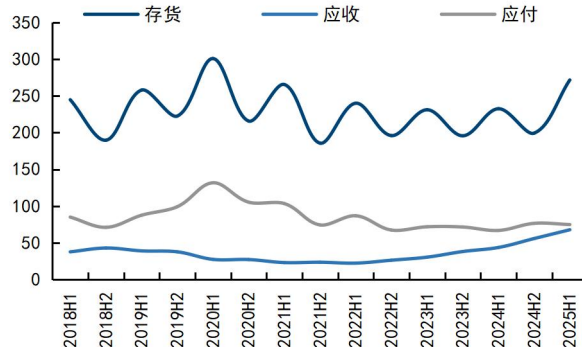
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司经营性现金流净额 (单位: 亿元)



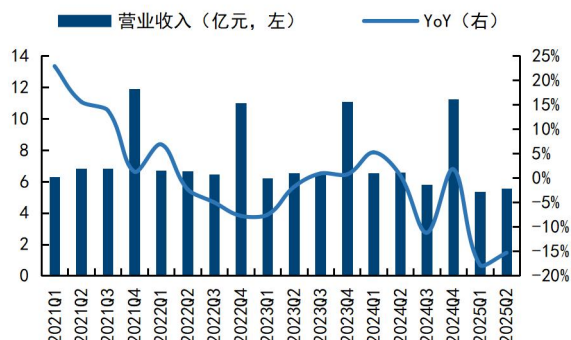
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



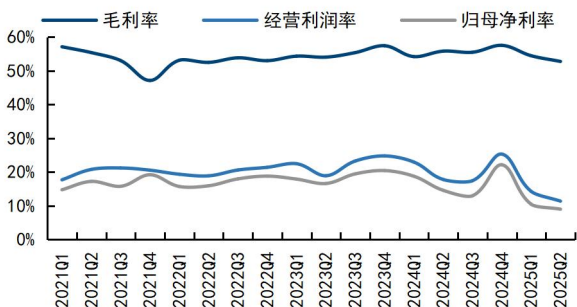
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



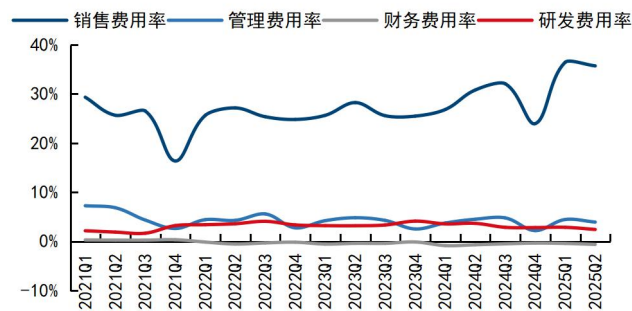
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司季度利润率



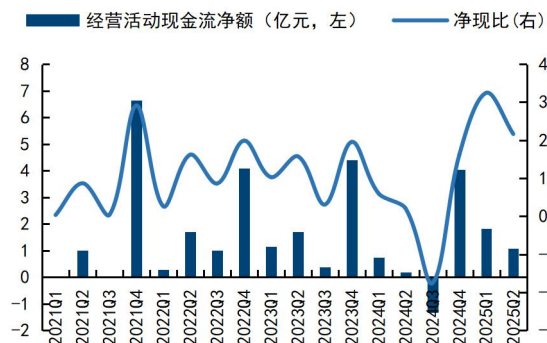
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度费用率



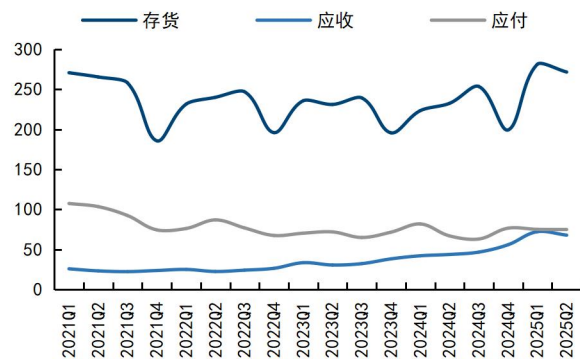
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司经营活动现金流净额及增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表1: 富安娜业务拆分（按渠道分）

	2021	2022	2023	2024	2023 H2	2024 H1	2024 H2	2025 H1
收入（百万元）	3179	3080	3030	3011	1757	1308	1704	1091
直营	767.09	731.21	722.89	735.75	410.51	309.48	426.27	281.32
店数	470	470	484	485	484	498	485	486
单店收入	169.15	155.58	151.55	151.86	85.79	63.03	86.73	57.94
加盟	814.33	827.73	824.19	835.75	501.58	328.90	506.86	186.35
店数	1,055	999	1,010	987	1,010	1,033	987	928
单店收入	78.15	80.60	82.05	83.70	49.66	31.84	51.35	20.08
电商	1,323.41	1,280.49	1,210.19	1,120.61	679.31	527.60	593.01	501.16
天猫	440.08	384.00	296.97					
京东	453.50	444.65	474.68					
唯品会	191.61	175.97	173.83					
团购	176.36	137.32	164.07	172.49				
其他	98.08	102.84	108.22	146.64				
收入 YOY	10.6%	-3.1%	-1.6%	-0.6%	0.8%	2.8%	-3.1%	-16.6%
直营	10.4%	-4.7%	-1.1%	1.8%	3.2%	-0.9%	3.8%	-9.1%
店数	7.6%	0.0%	3.0%	0.2%	3.0%	5.3%	0.2%	-2.4%
单店收入	8.4%	-8.0%	-2.6%	0.2%	1.3%	-4.9%	1.1%	-8.1%
加盟	5.0%	1.6%	-0.4%	1.4%	0.9%	1.9%	1.1%	-43.3%
店数	2.5%	-5.3%	1.1%	-2.3%	1.1%	4.2%	-2.3%	-10.2%
单店收入	7.0%	3.1%	1.8%	2.0%	-0.2%	-2.2%	3.4%	-36.9%
电商	16.6%	-3.2%	-5.5%	-7.4%	-5.1%	-0.6%	-12.7%	-5.0%
天猫	3.2%	-12.7%	-22.7%					
京东	9.2%	-2.0%	6.8%					
唯品会	13.4%	-8.2%	-1.2%					
团购	-9.2%	-22.1%	19.5%	5.1%				
其他	31.2%	4.9%	5.2%	35.5%				
毛利率	52.1%	53.1%	55.6%	56.1%	56.7%	55.0%	56.8%	53.6%
直营	65.3%	66.5%	70.1%	67.9%	71.4%	68.0%	67.7%	66.3%
加盟	50.0%	52.7%	56.2%	55.6%	59.4%	53.2%	57.1%	49.3%
电商	46.2%	46.3%	48.0%	50.3%	50.7%	46.5%	53.6%	49.4%
团购	42.4%	44.5%	43.8%	41.6%				
其他	64.7%	57.2%	57.5%	60.8%				

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测调整说明

预计 2025~2027 年归母净利润分别为 3.9/4.1/4.3 亿元（前值为 5.5/5.9/6.2 亿元），同比-28.5%/+5.2%/+5.1%；盈利预测下调的主要原因说明：1）收入端，一方面终端受今年宏观消费需求疲软影响，另一方面加盟商库存压力较大影响进货积极性。2）毛利率，主要受库存清理影响，毛利率下滑；3）受线上平台扣点费用增加，以及经营负杠杆影响，销售费用率显著上升、利润率下降。具体调整细节如下：

1、收入：预计 2025-2027 年收入分别为 26.7/27.3/27.9 亿元（前值为 31.7/33.3/34.7 亿元），同比变动-11.5%/+2.3%/+2.3%。主要对加盟渠道收入进行下调。

2、毛利率：预计 2025-2027 年毛利率分别为 54.7%/54.8%/55.0%（前值为 55.5%/55.5%/55.6%），毛利率受清库影响小幅下调。

3、销售费用率：预计 2025-2027 年销售费用率分别为 32.0%/31.7%/31.4%（前值为 28.0%/27.7%/27.4%），主要由于线上平台扣点费用增加影响持续。

4、归母净利率：主要受销售费用率提升影响，预计 2025-2027 年归母净利率分别为 14.6%/15.0%/15.4%（前值为 17.3%/17.6%/17.9%）。

图13: 盈利预测假设拆分

	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E	2024 H1	2024 H2	2025 H1	2025 H2
收入 (百万元)	3030	3011	3173	3328	3473	1308	1704	1091	2082
直营	722.89	735.75	775.80	808.83	842.86	309.48	426.27	281.32	494.47
店数	484	485	495	505	515	498	485	486	495
单店收入	151.55	151.86	156.73	160.16	163.66	63.03	86.73	57.94	100.81
加盟	824.19	835.75	885.40	938.60	980.48	328.90	506.86	186.35	699.05
店数	1,010	987	1,027	1,057	1,072	1,033	987	928	1,027
单店收入	82.05	83.70	86.21	88.80	91.46	31.84	51.35	20.08	68.07
电商	1,210.19	1,120.61	1,176.64	1,229.59	1,279.39	527.60	593.01	501.16	675.49
天猫	296.97								
京东	474.68								
唯品会	173.83								
团购	164.07	172.49	181.12	189.27	196.94				
其他	108.22	146.64	153.97	161.67	172.99				
收入YOY	-1.6%	-0.6%	5.4%	4.9%	4.3%	2.8%	-3.1%	-16.6%	22.2%
直营	-1.1%	1.8%	5.4%	4.3%	4.2%	-0.9%	3.8%	-9.1%	16.0%
店数	3.0%	0.2%	2.1%	2.0%	2.0%	5.3%	0.2%	-2.4%	2.1%
单店收入	-2.6%	0.2%	3.2%	2.2%	2.2%	-4.9%	1.1%	-8.1%	16.2%
加盟	-0.4%	1.4%	5.9%	6.0%	4.5%	1.9%	1.1%	-43.3%	37.9%
店数	1.1%	-2.3%	4.1%	2.9%	1.4%	4.2%	-2.3%	-10.2%	4.1%
单店收入	1.8%	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-2.2%	3.4%	-36.9%	32.5%
电商	-5.5%	-7.4%	5.0%	4.5%	4.1%	-0.6%	-12.7%	-5.0%	13.9%
天猫	-22.7%								
京东	6.8%								
唯品会	-1.2%								
团购	19.5%	5.1%	5.0%	4.5%	4.1%				
其他	5.2%	35.5%	5.0%	5.0%	7.0%				
收入占比									
直营	23.9%	24.4%	24.5%	24.3%	24.3%	23.7%	25.0%	25.8%	23.8%
加盟	27.2%	27.8%	27.9%	28.2%	28.2%	25.2%	29.8%	17.1%	33.6%
电商	39.9%	37.2%	37.1%	36.9%	36.8%	40.3%	34.8%	45.9%	32.4%
团购	5.4%	5.7%	5.7%	5.7%	5.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	3.6%	4.9%	4.9%	4.9%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	55.6%	56.1%	55.5%	55.5%	55.6%	55.0%	56.8%	53.6%	56.4%
直营	70.1%	67.9%	67.9%	67.9%	68.0%	68.0%	67.7%	66.3%	68.8%
加盟	56.2%	55.6%	55.6%	55.6%	55.7%	53.2%	57.1%	49.3%	57.2%
电商	48.0%	50.3%	49.0%	49.0%	49.1%	46.5%	53.6%	49.4%	48.7%
团购	43.8%	41.6%	41.6%	41.6%	41.7%				
其他	57.5%	60.8%	58.0%	58.0%	58.1%				
费用率									
销售费用率	26.1%	27.6%	28.0%	27.7%	27.4%	28.8%	26.7%	36.1%	23.8%
管理费用率	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.4%	4.1%	3.1%	4.2%	3.1%
研发费用率	3.6%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%	3.6%	2.8%	2.6%	3.4%
财务费用率	-0.3%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.8%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
所得税率	17%	17%	17%	17%	17%	20%	16%	25%	15%
归母净利润 (百万元)	572.10	542.25	550.07	586.59	622.49	218.01	324.24	106.15	443.92
YOY	7.2%	-5.2%	1.4%	6.6%	6.1%	-0.6%	-8.1%	-51.3%	36.9%
归母净利率	18.9%	18.0%	17.3%	17.6%	17.9%	16.7%	19.0%	9.7%	21.3%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：看好库存改善后明年业绩企稳，长期保持高分红水平

2025 上半年公司收入下滑、盈利承压，加盟商存在库存压力，导致公司加盟收入下滑明显，同时由于帮助加盟商回收和清理库存影响了公司整体毛利率和存货周转；此外销售费用受平台扣点费用增加、以及负向经营杠杆影响，费用率显著提升。我们预计公司在库存动态管理和销售费用精准投放的策略下，明年伴随库存改善，加盟商进货恢复正常，公司有望重回业绩增长正轨。长期来看，公司历史

业绩证明了经营韧性，且公司重视股东回报，近三年分红率在 90%以上。

主要基于上半年加盟商库存压力和销售费用增幅超出此前预期，以及后续宏观环境仍存在不确定性，我们下调盈利预测，预计 2025~2027 年净利润分别为 3.9/4.1/4.3 亿元（前值为 5.5/5.9/6.2 亿元），同比-28.5%/+5.2%/+5.1%。维持“优于大市”评级。

表2: 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,030	3,011	2,665	2,726	2,789
(+/-%)	-1.6%	-0.6%	-11.5%	2.3%	2.3%
净利润(百万元)	572	542	388	408	429
(+/-%)	7.2%	-5.2%	-28.5%	5.2%	5.1%
每股收益(元)	0.68	0.65	0.46	0.49	0.51
EBIT Margin	21.0%	20.7%	15.5%	16.0%	16.6%
净资产收益率(ROE)	14.8%	13.9%	9.9%	10.3%	10.7%
市盈率(PE)	10.7	11.4	15.9	15.1	14.3
EV/EBITDA	10.2	10.4	13.6	12.9	12.1
市净率(PB)	1.59	1.58	1.57	1.55	1.53

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	公司	投资	收盘价	EPS			PE			g	PEG	总市值
代码	名称	评级	人民币	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024~2026	2026	(人民币亿元)
002327.SZ	富安娜	优于大市	7.3	0.65	0.46	0.49	11.4	15.9	15.1	-13.2%	(1.14)	61.5
可比公司												
002293.SZ	罗莱生活	无评级	8.6	0.52	0.60	0.67	16.5	14.3	12.8	13.4%	0.96	71.6
603365.SH	水星家纺	无评级	17.2	1.40	1.48	1.62	12.3	11.6	10.6	7.4%	1.43	45.1

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

注: 无评级公司为 wind 一致预期

风险提示

市场竞争加剧、存货大幅减值、渠道拓展不及预期。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	390	470	1144	1169	1175	营业收入	3030	3011	2665	2726	2789
应收款项	429	600	219	224	229	营业成本	1344	1323	1208	1233	1256
存货净额	701	763	640	619	626	营业税金及附加	36	32	28	29	30
其他流动资产	545	467	413	422	432	销售费用	792	832	853	864	875
流动资产合计	2980	2949	3065	3083	3111	管理费用	113	106	97	98	99
固定资产	1205	1166	1225	1257	1280	研发费用	108	95	69	70	71
无形资产及其他	96	93	90	87	85	财务费用	(10)	(17)	(15)	(15)	(16)
投资性房地产	663	748	748	748	748	投资收益	35	20	17	18	18
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	2	11	14	15	15
资产总计	4945	4956	5128	5176	5224	其他收入	(103)	(112)	(60)	(61)	(65)
短期借款及交易性金融负债	100	181	161	161	161	营业利润	688	652	465	489	514
应付款项	393	325	335	340	344	营业外净收支	5	3	4	4	4
其他流动负债	444	413	563	570	577	利润总额	693	655	469	493	518
流动负债合计	937	919	1059	1071	1082	所得税费用	121	113	81	85	90
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	149	145	139	133	127	归属于母公司净利润	572	542	388	408	429
长期负债合计	149	145	139	133	127	现金流量表（百万元）					
负债合计	1086	1064	1198	1204	1210	净利润	572	542	388	408	429
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	4	14	(18)	0	0
股东权益	3859	3892	3930	3971	4014	折旧摊销	72	72	127	137	146
负债和股东权益总计	4945	4956	5128	5176	5224	公允价值变动损失	(2)	(11)	(14)	(15)	(15)
关键财务与估值指标						财务费用	(10)	(17)	(15)	(15)	(16)
每股收益	0.68	0.65	0.46	0.49	0.51	营运资本变动	(310)	(328)	694	14	(17)
每股红利	0.60	0.64	0.42	0.44	0.46	其它	(4)	(14)	18	(0)	(0)
每股净资产	4.61	4.64	4.69	4.74	4.79	经营活动现金流	332	275	1195	544	543
ROIC	21%	18%	13%	15%	16%	资本开支	(60)	(53)	(151)	(151)	(151)
ROE	15%	14%	10%	10%	11%	其它投资现金流	95	267	0	0	0
毛利率	56%	56%	55%	55%	55%	投资活动现金流	35	214	(151)	(151)	(151)
EBIT Margin	21%	21%	16%	16%	17%	权益性融资	0	11	0	0	0
EBITDA Margin	23%	23%	20%	21%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-2%	-1%	-11%	2%	2%	支付股利、利息	(499)	(537)	(349)	(367)	(386)
净利润增长率	7%	-5%	-28%	5%	5%	其它融资现金流	525	654	(21)	0	0
资产负债率	22%	21%	23%	23%	23%	融资活动现金流	(473)	(409)	(370)	(367)	(386)
息率	8.1%	8.7%	5.7%	6.0%	6.3%	现金净变动	(105)	80	674	25	5
P/E	10.7	11.4	15.9	15.1	14.3	货币资金的期初余额	495	390	470	1144	1169
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	货币资金的期末余额	390	470	1144	1169	1175
EV/EBITDA	10.2	10.4	13.6	12.9	12.1	企业自由现金流	228	205	1012	360	361
						权益自由现金流	753	859	990	360	360

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

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