

波司登 (03998.HK)

2026 上半财年归母净利润增长 5%，品牌羽绒服引领增长

优于大市

核心观点

2025/26 上半财年公司收入增长 1%，归母净利润增长 5%。公司是国内羽绒服龙头品牌集团。截至 9/30 的 2025/26 上半财年收入增长 1.4%至 89.3 亿元，归母净利润增长 5.3%至 11.9 亿元，品牌羽绒服/贴牌加工/女装/多元化服装收入分别同比+8.3%/-11.7%/-18.6%/-45.3%至 65.7/20.4/2.5/0.6 亿元。集团毛利率同比提升 0.1 个百分点至 50.0%，其中品牌羽绒服/贴牌加工毛利率分别同比-2.0/+0.4 个百分点至 59.1%/20.5%，品牌羽绒服业务毛利率小幅下降主要因毛利率较低的经销渠道销售增速高于自营渠道增速；细分品牌看，波司登/雪中飞毛利率分别同比减少 1.5/2.2 个百分点至 64.8%/47.9%，冰洁毛利率减少 82.5 个百分点至-63.4%，主要因对老款库存的拨备计提。销售费用率同比上升 1.7 个百分点；管理费用率同比下降 1.5 个百分点，主因员工股权激励摊销的减少与上半年咨询费用的下降；经营利润率提升 0.3 个百分点至 17.0%，归母净利率同比增加 0.5 个百分点至 13.3%。

库存管理表现优异，现金流充裕保持稳健派息。由于去年冬季经历暖冬，公司存在一定库存压力，上半财年公司积极开展去库策略，4-9 月帮助加盟商设定月度去库存目标，配套店铺规划及货品置换政策并取得良好效果，库存金额同比减少 20.3%；库存周转天数同比大幅下降 11 天。现金流充裕且较去年同期更为健康，保持稳健派息，派发中期股息 6.3 港仙，同比增长 5%。

品牌领航、深耕优势品类、数字化赋能、渠道优化、提升线上经营能力实现高质量发展。1) **品牌领航+深耕优势品类+数字化赋能：**通过与国际顶尖设计师深度合作，持续推动“专业功能+时尚设计”的融合创新，致力于打造具备奢侈品质级品质的高价值产品，强化品牌高端形象与市场认知，为品牌销售增量贡献力量；拓展春夏季产品，丰富产品结构；产品创新方面通过与浙江大学合作打造人工智能创新应用实验室，建立设计数据库及“波司登 AI 美学大脑”，实现设计全流程数字化循环体系，提升创新效率。2) **渠道优化+提升线上平台经营能力：**2025/26 财年品牌羽绒服线上收入同比增长 2.4%，积极推动创新平台 IP 与品牌战役相结合；线下门店拓展头部势能门店，巩固拓展 Top 店体系，重构渠道分类标准，定制“一店一设”、“一店一策”。较上一财年同期品牌羽绒服自营店/经销店同比净增加 85/285 家，自营/经销渠道收入分别+6.6%/+7.9%。

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：看好下半财年增长提速，及中长期现金回报。

公司上半年品牌羽绒服主业维持高单位数稳健增长，贴牌加工业务受关税政策、海外消费力低迷等宏观不确定性因素影响形成拖累；盈利能力稳步提升，净利润增速快于收入增速；同时基于充裕的现金流，维持较高的分红水平。下半财年为公司销售旺季，10 月以来公司羽绒服主业销售表现良好，下半财年增长有望提速，我们看好公司作为行业龙头的产品创新能力，未来通过新品和经典爆款带动增长。

我们维持盈利预测，预计公司 FY2026~2028 净利润分别为 39.1/43.0/47.3 亿元，同比增长 11.1%/10.2%/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。

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

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

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	4.96 港元
总市值/流通市值	57684/57684 百万港元
52 周最高价/最低价	5.37/3.30 港元
近 3 个月日均成交额	116.92 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) - 2025 财年净利润增长 14%，分红率达 84%》——2025-06-30
- 《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

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	28,484	31,378	34,564
(+/-%)	38.4%	11.6%	10.0%	10.2%	10.2%
净利润(百万元)	3074	3514	3905	4304	4734
(+/-%)	43.7%	14.3%	11.1%	10.2%	10.0%
每股收益(元)	0.27	0.30	0.34	0.37	0.41
EBIT Margin	18.4%	18.0%	18.1%	18.1%	18.0%
净资产收益率(ROE)	22.4%	20.8%	22.1%	23.2%	24.3%
市盈率(PE)	17.4	15.3	13.8	12.5	11.4
EV/EBITDA	12.7	11.6	11.8	11.0	10.2
市净率(PB)	3.90	3.18	3.04	2.90	2.76

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

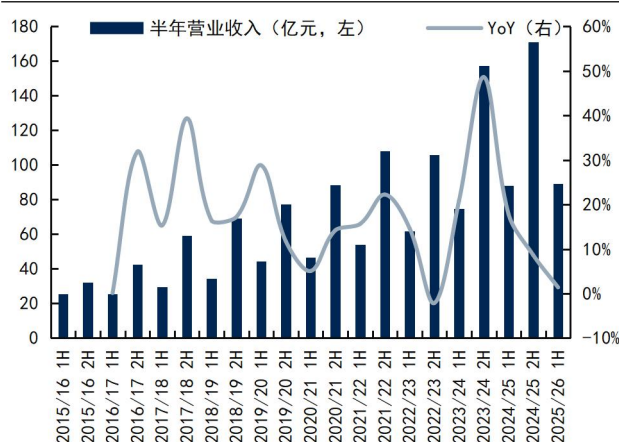
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2025/26 上半财年公司收入增长 1%，归母净利润增长 5%

在整体市场环境承压及外部诸多不确定性因素影响下，公司 2025/26 上半财年收入和净利润均实现高质量增长。截至 2025/9/30 的 2025/26 上半财年，波司登集团收入同比增长 1.4%至 89.3 亿元，归母净利润同比增长 5.3%至 11.9 亿元。

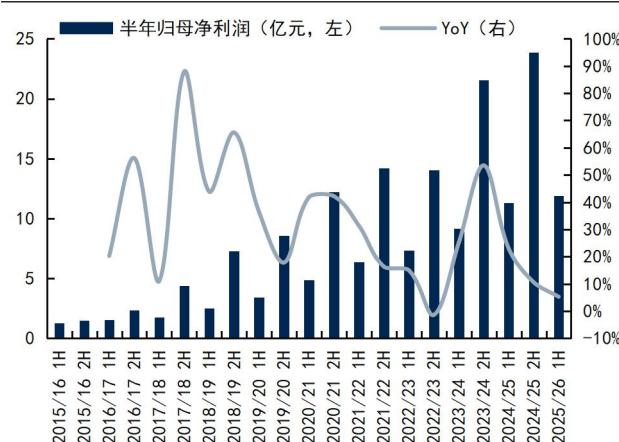
毛利率同比上升 0.1 个百分点至 50.0%，主要因羽绒服业务收入增速快于贴牌加工业务带来的结构性影响所致；经营利润率在毛利率小幅提升的情况下同比提升 0.3 个百分点至 17.0%，主要得益于管理费用率和财务费用率下降。

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：2025/26 上半财年收入增长 8.3%至 65.7 亿元，毛利率同比下降 2.0 个百分点至 59.1%，其中：波司登/雪中飞收入分别+8.3%/-3.2%至 57.2/3.8 亿元，主品牌波司登坚持品牌领航战略，2025 年与国际顶尖设计师 Errolson Hugh、Kim Jones 深度合作，实现快速增长。

2、贴牌加工：2025/26 上半财年收入下降 11.8%至 20.4 亿元。主因受到关税政策、地缘政治和海外消费力低迷等不确定因素影响所致。但由于供应链的管理提质增效及锁定产能的有效落实，贴牌管理加工业务毛利率在上半财年同比上升 0.4 个百分点至 20.5%。面对压力，贴牌加工业务坚持品质与交期，并通过以下策略提升竞争力：聚焦核心客户，快速响应需求；强化 ODM 能力，主动开发产品以争取订单；把握户外机遇，并依托海外工厂布局，增强客户粘性与订单确定性。

3、女装：高端女装业务持续承压，2025/26 上半财年收入同比减少 18.5%至 2.5 亿元，占集团总收入占比持续下跌，门店较上财年末下降 44 家至 329 家。

4、多元化服装：2025/26 财年多元化服装收入减少 45.3%至 0.6 亿元，主因学龄人口下降趋势明显，不同年龄层级的学生数量均呈现一定的下降趋势使校服业务缩减所致。

其中，品牌羽绒服分渠道看：

1、自营收入 24.1 亿元，同增 6.6%。

2、批发收入 37.0 亿元，同增 7.9%，增速高于直营。

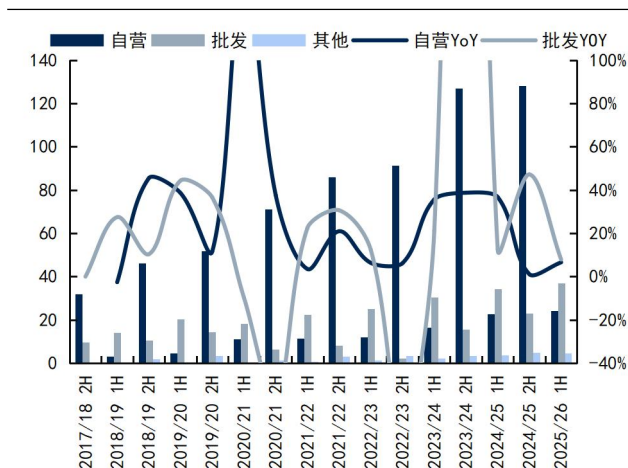
3、其他业务收入 4.6 亿元，同增 22.8%。主要为羽绒服相关的原材料销售。

表1: 公司各项业务收入（亿元）、增长和毛利率

	2021/22 财年	2022/23 财年	2023/24 财年	2024/25 财年	FY2025 1H	FY2025 2H	FY2026 1H
品牌羽绒服	132.2	135.7	195.2	216.7	60.63	156.06	65.68
YoY	21.4%	2.7%	43.8%	11.0%	22.73%	7.02%	8.33%
毛利率	65.7%	66.2%	65.0%	63.4%	61.1%	63.4%	59.1%
贴牌加工管理	19.0	22.9	26.7	33.7	23.16	10.57	20.44
YoY	23.8%	20.7%	16.4%	26.4%	13.39%	68.63%	-11.76%
毛利率	18.6%	19.9%	20.6%	19.1%	20.1%	19.1%	20.5%
女装	9.0	7.0	8.2	6.5	3.08	3.43	2.51
YoY	-4.5%	-22.2%	16.6%	-20.6%	-21.54%	-19.70%	-18.54%
毛利率	72.4%	68.6%	67.5%	63.2%	61.8%	63.2%	59.9%
多元化服装	1.9	2.0	2.0	2.1	1.17	0.92	0.64
YoY	28.3%	9.2%	0.3%	2.9%	21.30%	-13.79%	-45.26%
毛利率	25.7%	25.7%	20.2%	21.7%	27.6%	21.7%	27.8%

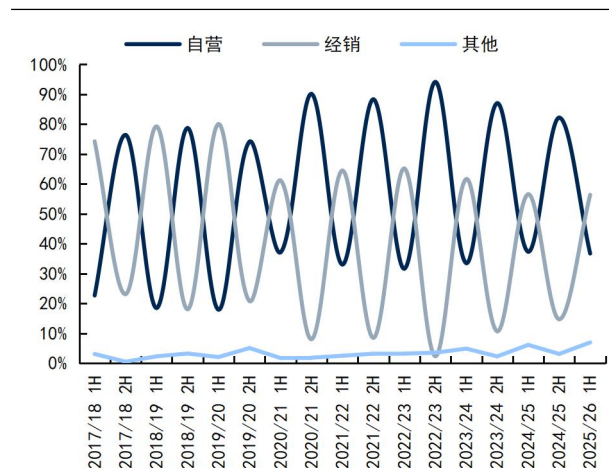
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

集团整体毛利率小幅上升，渠道结构的变动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 2.0 百分点至 59.1%，主要由于经销商渠道的销售增速高于自营渠道，且经销商的毛利率较自营渠道较低所致。贴牌加工管理业务毛利率同比增加 0.4 百分点，女装业务毛利率同比减少 1.9 百分点至 59.9%，多元化服装业务毛利率同比增加 0.2 百分点至 27.8%。综合各业务变化，集团整体毛利率同比上升 0.1 百分点至 50.0%。

1) **品牌羽绒服**：毛利率为 59.1%，同比减少 2.0 百分点，其中波司登毛利率同比减少 1.5 百分点至 64.8%，降幅相对较小；雪中飞毛利率-2.2 百分点至 47.9%；冰洁毛利率-82.5 百分点至-63.4%。

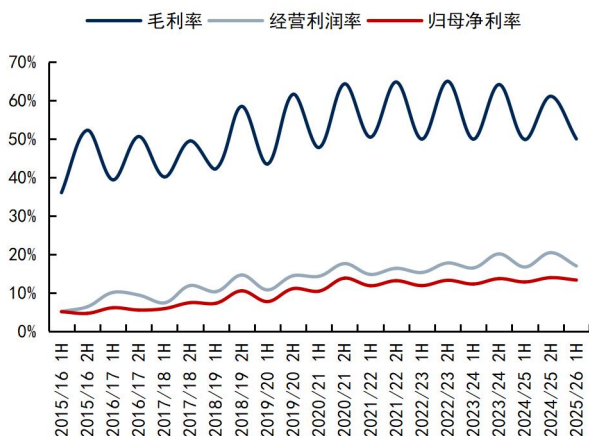
2) **贴牌加工管理业务**：毛利率同比增加 0.4 百分点至 20.5%。

3) **女装业务**：毛利率为 59.9%，同比减少 1.9 百分点，主要由于上半年对库存的积极去化。

4) **多元化服装业务**：毛利率为 27.8%，同比增加 0.2 百分点。

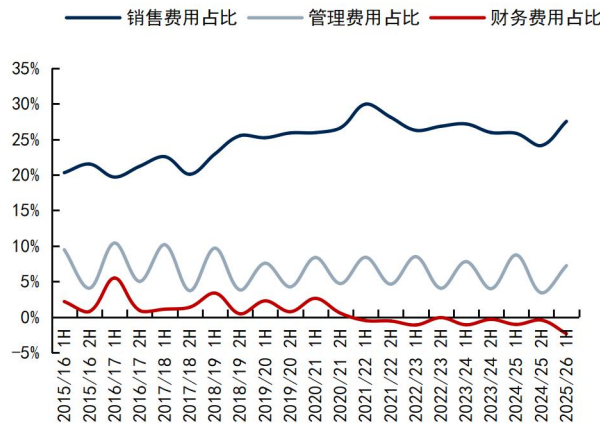
由于员工股权激励摊销的减少与上半年咨询费用的下降，管理费用率下降。2025/26 上半财年集团销售费用率/管理费用率分别+1.7/-1.5 百分点至 27.5%/7.2%，管理费用率下降主要因员工股权激励摊销的减少与上半年咨询费用的下降所致。

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

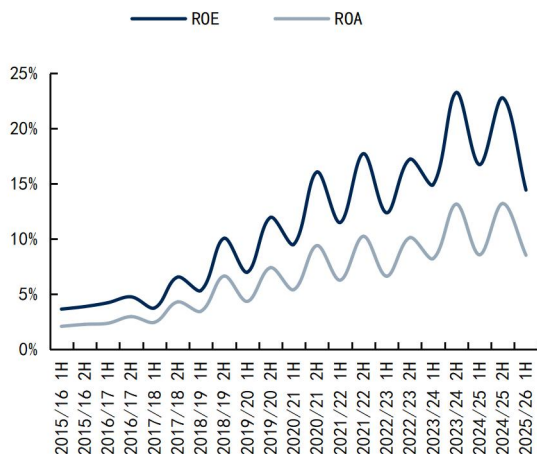
图6：公司费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

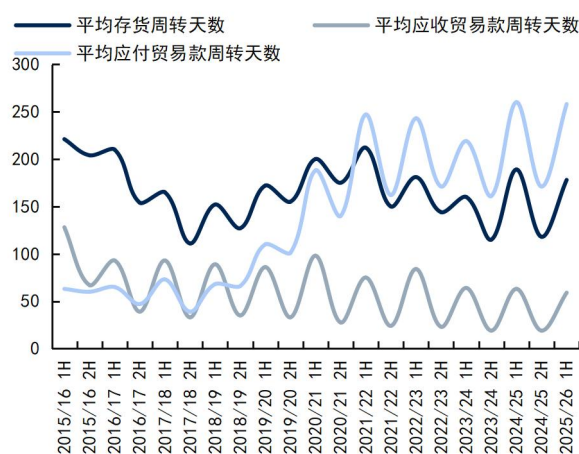
平均存货周转天数大幅下降，库存管理表现优异。由于去年冬季经历暖冬，公司存在一定库存压力，上半财年公司积极开展去库策略，4-9 月帮助加盟商设定月度去库存目标，配套店铺规划及货品置换政策并取得良好效果，库存金额同比减少 20.3%；库存周转天数同比大幅下降 11 天。

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

品牌领航、深耕优势品类、渠道优化、提升线上经营能力实现高质量发展

（一）品牌领航+深耕优势品类+数字化赋能

品牌领航，通过与国际顶尖设计师深度合作，持续推动“专业功能+时尚设计”的融合创新，致力于打造具备奢侈品类品质的高价值产品，强化品牌高端形象与市场认知，为品牌销售增量贡献力量；

深耕优势品类，通过拓展冲锋衣功能外套等春夏季产品，丰富产品结构和组合；数字化赋能，通过与浙江大学合作打造人工智能创新应用实验室，建立设计数据库及“波司登 AI 美学大脑”，实现设计全流程数字化循环体系，提升创新效率。

图9：波司登品牌领航战略



9月，2025“叠变新品”升级发布



10月，上海南京东路登峰旗舰店焕装启幕



10月，于巴黎时装周成功发布“大师泡芙”系列



10月，与顶级英国设计师Kim Jones合作，推出高级产品线波司登AREAL



10月，再度联手“机能教父”Errolson Hugh，推出VERTEX叠变三合一羽绒系列

资料来源：公司公告、Wind、公司官网、国信证券经济研究所整理

（二）渠道：提升线上平台经营能力，线下渠道质量优化

线上增长 2.4%，实现线上渠道高质量发展。公司通过创新平台 IP 结合品牌战役，跨界营销联动外部资源，放大声量与新客触达，实现声量与业绩的同步提升。2025/26 品牌羽绒服线上收入同比增长 2.4%至 13.8 亿元；通过跨品类营销，吸引高价值新用户、扩大会员基础，增强粉丝粘性。

线下继续优化渠道质量，巩固拓展 Top 店体系，重构渠道分类标准。线下门店拓展头部势能门店；巩固和拓展 Top 店体系，重构渠道分类标准；定制“一店一设”、“一店一策”；不断提升终端服务水平和管理能力，提高店铺运营效率；优化购物体验，提升消费者复购率。2025/26 财年，品牌羽绒服自营店/经销店同比净增加 85/285 家。

表2：公司品牌羽绒服业务门店数量及电商收入（万元）

	2021/22 财年	2022/23 财年	2023/24 财年	2024/25 财年	FY2025 1H	FY2025 2H	FY2025 1H
自营店数	1726	1399	1136	1236	1154	1236	1239
YOY	-20.13%	-18.95%	-18.80%	8.80%	-4.31%	8.80%	7.37%
经销店数	2083	2024	2081	2234	2034	2234	2319
YOY	-15.53%	-2.83%	2.82%	7.35%	-3.46%	7.35%	14.01%
电商收入(百万元)	3931.0	4838.7	6836.2	7478.2	1350.6	6127.6	1383.2
YOY	12.67%	23.09%	41.28%	24.77%	24.09%	6.61%	2.41%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好下半财年增长提速，及中长期现金回报

公司上半年品牌羽绒服主业维持高单位数稳健增长，贴牌加工业务受关税政策、海外消费力低迷等宏观不确定性因素影响形成拖累；盈利能力稳步提升，净利润增速快于收入增速；同时基于充裕的现金流，维持较高的分红水平。下半财年公司销售旺季，10月以来公司羽绒服主业销售表现良好，下半财年增长有望提速，我们看好公司作为行业龙头的产品创新能力，未来通过新品和经典爆款带动增长。

我们维持盈利预测，预计公司 FY2026~2028 净利润分别为 39.1/43.0/47.3 亿元，同比增长 11.1%/10.2%/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	28,484	31,378	34,564
(+/-%)	38.4%	11.6%	10.0%	10.2%	10.2%
净利润(百万元)	3074	3514	3905	4304	4734
(+/-%)	43.7%	14.3%	11.1%	10.2%	10.0%
每股收益(元)	0.27	0.30	0.34	0.37	0.41
EBIT Margin	18.4%	18.0%	18.1%	18.1%	18.0%
净资产收益率(ROE)	22.4%	20.8%	22.1%	23.2%	24.3%
市盈率(PE)	17.4	15.3	13.8	12.5	11.4
EV/EBITDA	12.7	11.6	11.8	11.0	10.2
市净率(PB)	3.90	3.18	3.04	2.90	2.76

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	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2024~2026 CAGR	PEG 2025
3998.HK	波司登	优于大市	4.6	0.30	0.34	0.37	15.3	13.8	12.5	10.7%	1.17
可比公司											
2331.HK	李宁	优于大市	16.2	1.17	0.97	1.09	13.9	16.6	14.8	-3.2%	-4.68
2020.HK	安踏体育	优于大市	79.1	4.25	4.72	5.42	14.2	16.8	14.6	13.0%	1.12

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	5854	7300	8884	营业收入	23214	25902	28484	31378	34564
应收款项	2879	3217	3352	3693	4068	营业成本	9380	11062	12208	13477	14892
存货净额	3197	3951	4355	4807	5312	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	653	443	728	802	884	销售费用	8055	8524	9345	10263	11271
流动资产合计	19019	19222	21716	24029	26574	管理费用	1508	1652	1789	1970	2170
固定资产	1544	1919	2094	2246	2371	财务费用	216	167	142	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	712	784	864
资产总计	25771	27403	29802	31725	33855	营业利润	4541	5149	5711	6295	6923
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	6874	7589	8385	利润总额	4541	5149	5711	6295	6923
其他流动负债	3017	3016	3347	3686	4062	所得税费用	1421	1596	1763	1943	2137
流动负债合计	11183	9508	11117	12171	13343	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	归属于母公司净利润	3074	3514	3905	4304	4734
其他长期负债	769	865	865	865	865	现金流量表(百万元)					
长期负债合计	769	865	865	865	865	净利润	3074	3514	3905	4304	4734
负债合计	11952	10373	11982	13035	14208	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	84	111	120	129	139	折旧摊销	1217	1226	765	789	816
股东权益	13735	16919	17700	18561	19508	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	25771	27403	29802	31725	33855	财务费用	216	167	142	157	173
关键财务与估值指标	FY2024	FY2025	FY2026E	FY2027E	FY2028E	营运资本变动	2330	(973)	784	187	211
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	经营活动现金流	6668	3806	5463	5290	5771
每股净资产	1.18	1.45	1.52	1.60	1.68	资本开支	(1033)	(1601)	(400)	(400)	(400)
ROIC	30%	32%	38%	46%	54%	其它投资现金流	(1427)	(1933)	0	0	0
ROE	22%	21%	22%	23%	24%	投资活动现金流	(2478)	(3804)	(670)	(400)	(400)
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%	23%	21%	21%	20%	支付股利、利息	(1461)	(1959)	(3124)	(3444)	(3787)
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%	融资活动现金流	(1680)	(2044)	(3124)	(3444)	(3787)
资产负债率	47%	38%	41%	41%	42%	现金净变动	2509	(2042)	1669	1446	1584
息率	2.5%	3.4%	5.4%	6.0%	6.6%	货币资金的期初余额	3718	6227	4185	5854	7300
P/E	17.4	15.3	13.8	12.5	11.4	货币资金的期末余额	6227	4185	5854	7300	8884
P/B	3.9	3.2	3.0	2.9	2.8	企业自由现金流	5448	1870	4704	4494	4935
EV/EBITDA	12.7	11.6	11.8	11.0	10.2	权益自由现金流	8144	3629	4823	4624	5090

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