

华利集团 (300979.SZ)

关税与订单波动致业绩承压，二季度环比改善

优于大市

核心观点

收入同比下滑，产能利用率下降叠加关税让利致利润承压。2026年上半年公司收入109.25亿元，同比-13.71%，美元口径收入同比-9.9%；主要受消费需求疲软、贸易争端及地缘政治动荡影响下品牌方下单谨慎、部分老客户订单下滑影响。归母净利润同比下滑42.98%至9.53亿元，扣非归母净利润同比下滑50.27%至8.37亿元。盈利能力明显承压，其中毛利率同比-4.1pct至17.7%，主要因新工厂产能释放进度未达预期、产能调配及生产排程调整频次加大导致整体效率下降，叠加关税让利因素；经营利润率同比-5.0pct至12.1%，归母净利率同比-4.5pct至8.7%。期间费用率同比+1.9pct至6.1%，主要系汇率变动致汇兑损失增加、财务费用率同比+1.2pct至0.6%；所得税率同比+5.1pct至27.5%。营运资金周转保持健康，存货周转天数60.8天（2025年末为56天），存货余额同比+7.2%至31.4亿元，主要因期末在手订单增加带动原材料及在产品增加。资本开支12.16亿元（同比-11.7%），主要用于越南、印度尼西亚及四川工厂的产能建设。

二季度降幅收窄，中期分红率达122.5%。二季度单季公司收入同比-9.5%至66.11亿元，美元口径收入同比-4.9%；归母净利润同比-37.4%至5.68亿元，毛利率17.6%，经营利润率13.1%，归母净利率8.6%；环比一季度收入和净利润均增长约50%，同比降幅较一季度（收入-19.4%、归母净利润-49.6%）明显收窄，经营边际改善。中期拟派发现金分红11.67亿元（每10股派10元），占上半年归母净利润的比例约为122.5%，延续高分红回报。

销量同比下滑9%，美元单价基本稳定。拆分量价来看，公司上半年销售运动鞋1.04亿双，同比-9.0%；人民币单价约为104.72元/双，同比-5.2%；美金单价同比约-1.0%至约15.2美元/双，人民币单价降幅大于美金单价主要受人民币升值影响。销量下滑主要受部分以美国市场为主的老客户订单波动影响，品牌方在需求疲软和关税不确定性下下单更为谨慎；同时关税让利亦对单价和毛利率形成一定压制。

北美市场明显承压，欧洲市场企稳，新客户合作持续推进。分区域看（按客户总部所在地），北美市场收入同比-18.2%至80.84亿元，是收入下滑的主要拖累；欧洲市场收入同比+1.4%至24.30亿元；其他区域收入同比+9.6%至3.99亿元。分区域毛利率看，北美/欧洲/其他分别同比-2.8/-6.7/-8.8pct至20.3%/10.2%/10.4%。公司持续推进客户结构优化和产能布局调整，上半年总产能1.13亿双、产量1.02亿双，产能利用率90.3%（同比-5.5pct）；印度尼西亚量产工厂逐步投产，四川新工厂逐步投产，公司将继续在印尼新建工厂、在越南扩建或新建工厂，并深化与Adidas等战略新客户的合作，以对冲老客户订单波动。

风险提示：产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险。

投资建议：静待订单回暖与效率修复，高分红提供安全边际。下半年伴随新工厂爬坡成熟、新客户订单放量，销量和利润率有望环比修复；中长期公司作为全球领先的运动鞋制造商，产能扩张和客户结构优化逻辑未变，利润率修复弹性较大，高分红与基本面边际改善构成估值底部支撑。基于上半年美国老客户订单下滑幅度较大、关税让利及产能利用率下降导致毛利率承压、叠加所得税率上升和汇兑损失影响，我们下调盈利预测，预计公司2026~2028年净利润分别为23.0/29.1/31.6亿元（前值为29.9/38.7/43.5亿元），同比-28.2%/+26.4%/+8.5%。基于盈利预

公司研究·财报点评

纺织服饰·纺织制造

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	39.90 - 42.40 元
收盘价	33.24 元
总市值/流通市值	38791/38791 百万元
52 周最高价/最低价	64.36/29.02 元
近 3 个月日均成交额	104.92 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

- 《华利集团 (300979.SZ)——一季度订单延迟及新厂爬坡拖累业绩，毛利率有望逐季回升》——2026-04-29
- 《华利集团 (300979.SZ)——全年收入增长4%，新客户拓展成效显著》——2026-04-14
- 《华利集团 (300979.SZ)——2025 年收入增长4%，分红率进一步提升至76%》——2026-03-11
- 《华利集团 (300979.SZ)——三季度收入增速放缓，毛利率环比改善拐点已现》——2025-10-30
- 《华利集团 (300979.SZ)——新客户与欧洲市场驱动收入增长，盈利短期承压》——2025-08-25

测下调，下调目标价至 39.9~42.4 元（前值为 49.8~53.1 元），对应 2027 年 16~17x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,006	24,980	23,505	25,070	26,333
(+/-%)	19.4%	4.1%	-5.9%	6.7%	5.0%
净利润(百万元)	3840	3207	2301	2908	3156
(+/-%)	20.0%	-16.5%	-28.2%	26.4%	8.5%
每股收益(元)	3.29	2.75	1.97	2.49	2.70
EBIT Margin	20.6%	17.2%	13.3%	14.9%	15.4%
净资产收益率(ROE)	22.0%	19.7%	13.7%	16.6%	17.2%
市盈率(PE)	10.1	12.1	16.9	13.3	12.3
EV/EBITDA	7.9	8.9	12.1	10.3	9.5
市净率(PB)	2.23	2.39	2.31	2.21	2.12

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

订单下滑叠加关税让利，利润承压，中期分红率 122.5%

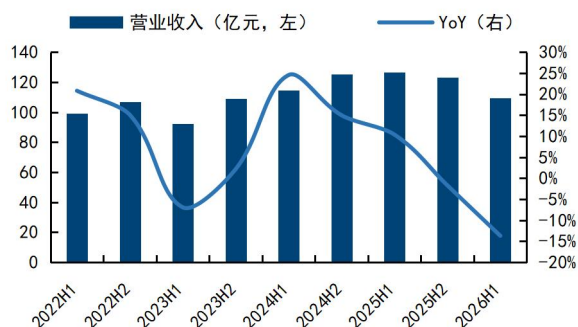
收入同比下滑，老客户订单波动、新产能爬坡叠加关税让利致利润承压。2026 年上半年，公司实现营业收入 109.25 亿元，同比下滑 13.71%，美元口径收入同比下滑 9.9%；主要受消费需求疲软、贸易争端及地缘政治动荡影响下品牌方下单谨慎、部分老客户订单下滑影响。归母净利润同比下滑 42.98%至 9.53 亿元，扣非归母净利润同比下滑 50.27%至 8.37 亿元。

利润下滑幅度大于收入，主要由于毛利率同比下降 4.1 个百分点至 17.7%，受新工厂产能释放进度未达预期、产能调配及生产排程调整频次加大导致整体效率下降、叠加关税让利因素影响，上半年产能利用率 90.3%，同比-5.5pp。

所得税率同比上升 5.1 个百分点至 27.5%，汇率变动致汇兑损失增加、财务费用率同比上升 1.2 个百分点。期末存货余额 30.85 亿元，较年初+7.2%，主要系期末在手订单增加，以致原材料及在产品增加。

公司持续重视股东回报，拟进行中期分红 11.67 亿元（每 10 股派 10 元），分红率约为 122.5%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



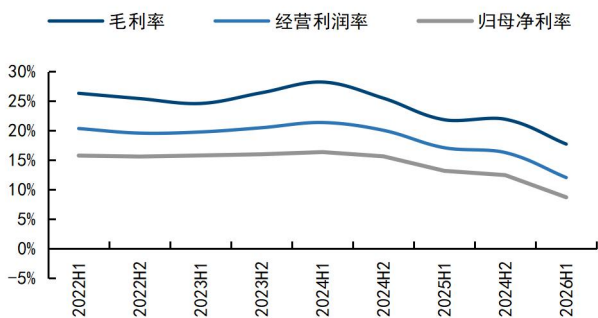
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



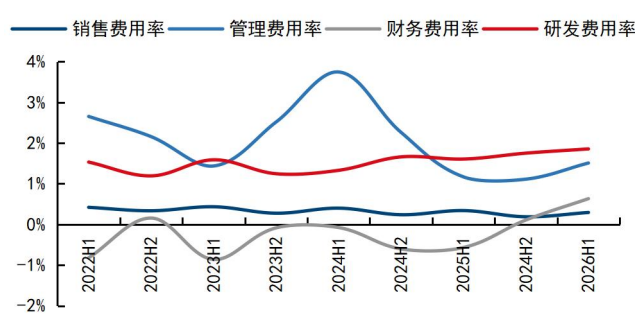
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

量价齐跌致收入下滑，美元单价基本稳定。拆分量价来看，公司上半年销售运动鞋 1.04 亿双，同比下滑 9.0%；人民币均价约为 104.72 元，同比下滑约 5.2%；美元均价同比约-1.0%，人民币单价降幅大于美元单价主要受人民币升值影响，关税让利亦对单价形成一定压制。

北美市场明显承压，欧洲市场企稳。分区域看（按客户总部所在地），北美市场收入同比下滑 18.2%至 80.84 亿元，是收入下滑的主要拖累，主要受部分美国老客户订单波动影响；欧洲市场收入同比增长 1.4%至 24.30 亿元；其他区域收入同比增长 9.6%至 3.99 亿元。公司持续推进客户结构优化，深化与 Adidas 等战略新客户合作，以对冲老客户订单波动。

产能利用率同比下降，新工厂爬坡仍影响毛利率。上半年公司总产能 1.13 亿双、产量 1.02 亿双，产能利用率 90.3%，同比下降 5.5 个百分点。印度尼西亚量产工厂逐步投产，四川新工厂逐步投产，公司将继续在印尼新建工厂、在越南扩建或新建工厂。受订单因素影响新工厂产能释放进度未达预期，产能调配及生产排程调整频次加大导致整体效率下降，毛利率承压；但公司大力开展降本增效举措，成本下降幅度与产能降幅相匹配，二季度经营情况环比一季度明显改善。

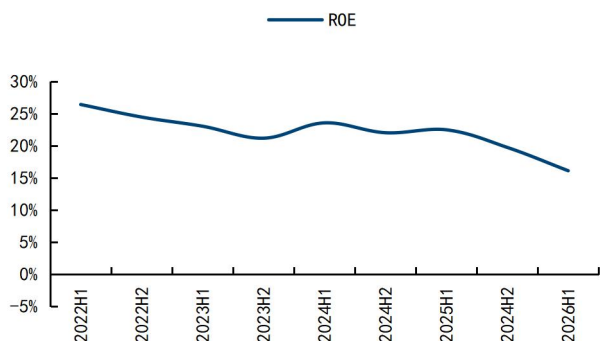
图5：华利集团业绩一图概览

	2024	2025	2025 1H	2025 2H	2026 1H	2026Q1	2026Q2
总收入(亿元)	240.06	249.80	126.61	123.19	109.25	43.15	66.11
分量价							
销量(百万双)	223.43	226.99	114.63	112.36	104.33	42.96	61.37
单价(人民币口径)	107.23	109.96	110.45	109.64	104.72	100.44	107.72
总收入YOY	19.4%	4.1%	10.4%	-1.7%	-13.7%	-19.4%	-9.5%
分量价							
销量	17.5%	1.6%	6.1%	-2.7%	-9.0%	-13.0%	-5.9%
单价	1.5%	2.5%	4.2%	1.2%	-5.2%	-7.3%	-3.8%
单价(美元口径)	0.5%	2.2%	2.8%	1.8%	-1.0%	-4.3%	1.1%
分客户							
客户一	4.7%	-17.7%					
客户二	26.4%	-0.1%					
客户三	26.4%	-15.3%					
分地区(客户所在地)							
美洲	18.1%	-4.9%	-0.4%	-9.1%	-18.2%		
欧洲	24.3%	56.7%	88.9%	33.9%	1.4%		
其他	44.4%	52.8%	45.9%	60.0%	9.6%		
毛利润	64.34	54.68	27.66	27.02	19.37	7.71	11.65
毛利率	26.8%	21.9%	21.8%	21.9%	17.7%	17.9%	17.6%
美洲	27.2%	23.3%	23.1%	23.4%	20.3%		
欧洲	24.2%	16.8%	16.9%	16.6%	10.2%		
其他	20.8%	18.7%	19.1%	18.3%	10.4%		
费用率	6.0%	4.5%	4.2%	4.9%	6.1%	7.6%	5.2%
销售费用	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.2%
管理费用	4.5%	2.8%	2.8%	2.9%	3.4%	4.2%	2.8%
研发费用	1.6%	1.7%	1.6%	1.7%	1.9%	2.3%	1.6%
财务费用	-0.4%	-0.2%	-0.6%	0.1%	0.6%	0.6%	0.6%
经营利润	49.67	41.73	21.66	20.07	13.17	4.51	8.67
比率	20.7%	16.7%	17.1%	16.3%	12.1%	10.4%	13.1%
营业外收支	-0.19	-0.16	-0.13	-0.03	-0.02	-0.05	0.03
比率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%
利润总额	49.48	41.57	21.53	20.04	13.15	4.46	8.69
比率	20.6%	16.6%	17.0%	16.3%	12.0%	10.3%	13.1%
所得税	11.12	9.50	4.82	4.68	3.61	0.61	3.00
所得税率	22.5%	22.9%	22.4%	23.4%	27.5%	13.7%	34.5%
净利润	38.40	32.07	16.71	15.36	9.53	3.84	5.68
比率	16.0%	12.8%	13.2%	12.5%	8.7%	8.9%	8.6%
YoY	20.0%	-16.5%	-11.1%	-21.7%	-43.0%	-49.6%	-37.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

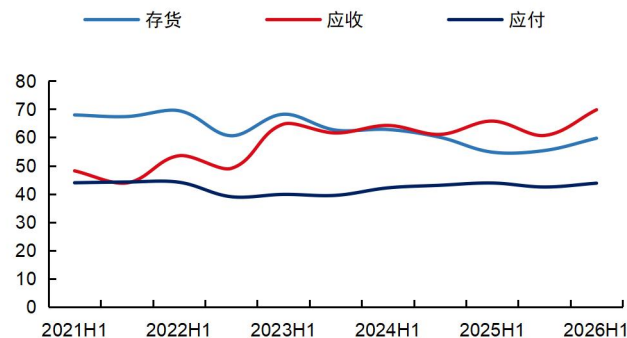
ROE 水平下降，资本开支同比收窄。2026H1 公司加权平均 ROE 为 5.86%，同比下降 3.58 个百分点；存货/应收/应付周转天数同比变化+6/+4/0 天至 61/70/44 天，存货余额同比增长 7.2%至 31.4 亿元，主要因期末在手订单增加带动原材料及在产品增加。资本开支 12.16 亿元，同比下降 11.7%，主要用于越南、印度尼西亚及四川工厂的产能建设。

图6：公司净资产收益率（ROE）情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

二季度收入降幅收窄，经营利润率环比改善。2026Q2 公司收入同比下滑 9.5%至 66.11 亿元，降幅较一季度（-19.4%）明显收窄，美元口径收入同比-4.9%；归母净利润同比下滑 37.4%至 5.68 亿元，环比一季度增长约 50%。毛利率同比下降 3.5 个百分点至 17.6%，环比一季度基本持平（-0.3 个百分点），老客户订单下滑、新工厂爬坡及关税让利影响仍在，但降本增效下成本下降幅度与产能降幅相匹配，毛利率环比企稳。营业利润率同比下降 3.6 个百分点至 13.1%，环比一季度提升 2.7 个百分点；归母净利率同比下降 3.8 个百分点至 8.6%。费用率方面，二季度销售/管理/研发/财务费用率合计 5.2%，环比一季度的 7.6%明显改善，费用管控见效。

拆分量价来看，二季度销量/人民币单价分别同比-5.9%/-3.8%，美元单价同比+1.1%，量、价降幅均较一季度（销量/人民币单价-13.0%/-7.3%）收窄，订单边际改善。

图8：公司季度收入与变化情况



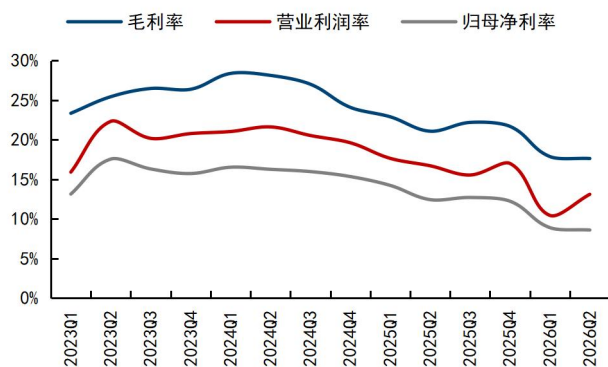
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司季度归母净利润与变化情况



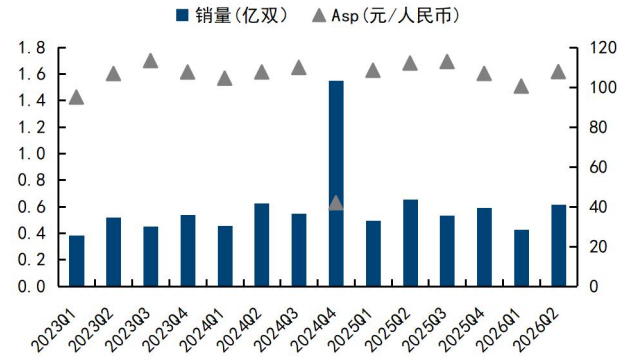
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 公司季度毛利率/营业利润率/净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司季度鞋销量及鞋单价



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：静待订单回暖与效率修复，高分红提供安全边际

2026 年上半年在复杂多变的外部环境下，公司收入下滑 14%，主要受部分老客户订单波动、品牌方在需求疲软及关税不确定性下下单谨慎影响；盈利端受产能利用率下降、关税让利、所得税率上升及汇兑损失多重压制。积极信号在于：二季度经营环比改善、同比降幅收窄，期末在手订单增加，下半年随着新工厂爬坡成熟、新客户订单放量，销量和利润率有望环比修复；中长期公司作为全球领先的运动鞋制造商，产能扩张和客户结构优化逻辑未变，利润率修复弹性较大，高分红与基本面边际改善构成估值底部支撑。

基于上半年美国老客户订单下滑幅度较大、关税让利及产能利用率下降导致毛利率承压、叠加所得税率上升和汇兑损失影响，我们下调盈利预测，预计公司 2026~2028 年净利润分别为 23.0/29.1/31.6 亿元（前值为 29.9/38.7/43.5 亿元），同比-28.2%/+26.4%/+8.5%。基于盈利预测下调，下调目标价至 39.9~42.4 元（前值为 49.8~53.1 元），对应 2027 年 16-17x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,006	24,980	23,505	25,070	26,333
(+/-%)	19.4%	4.1%	-5.9%	6.7%	5.0%
净利润(百万元)	3840	3207	2301	2908	3156
(+/-%)	20.0%	-16.5%	-28.2%	26.4%	8.5%
每股收益(元)	3.29	2.75	1.97	2.49	2.70
EBITMargin	20.6%	17.2%	13.3%	14.9%	15.4%
净资产收益率 (ROE)	22.0%	19.7%	13.7%	16.6%	17.2%
市盈率 (PE)	10.1	12.1	16.9	13.3	12.3
EV/EBITDA	7.9	8.9	12.1	10.3	9.5
市净率 (PB)	2.23	2.39	2.31	2.21	2.12

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值情况

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS 2025A	2026E	2027E	PE 2025A	2026E	2027E	g 2025~2027	PEG 2027	总市值 人民币亿元
300979.SZ	华利集团	优于大市	33.24	2.75	1.97	2.49	12.1	16.9	13.3	-4.8%	-2.798	499.6
可比公司												
2313.HK	申洲国际	优于大市	35.87	3.88	3.15	4.07	9.3	11.4	8.8	2.4%	3.645	539.2
1476.TW	儒鸿	无评级	76.54	4.84	5.85	6.52	15.8	13.1	11.7	16.1%	0.731	184.2
NKE.N	耐克	无评级	270.37	14.52	14.12	12.16	18.6	19.1	22.2	-8.5%	-2.619	4004.2

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

注: 无评级公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期

风险提示

产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	5588	5818	5818	5818	5818	营业收入	24006	24980	23505	25070	26333
应收款项	4445	4198	4241	4459	4620	营业成本	17572	19513	19143	20056	20935
存货净额	3121	2878	3250	3284	3321	营业税金及附加	4	6	6	6	6
其他流动资产	460	583	478	525	567	销售费用	76	66	62	66	70
流动资产合计	15389	13871	14181	14480	14720	管理费用	1074	704	783	783	821
固定资产	5495	6627	8536	10283	11860	研发费用	375	414	423	451	474
无形资产及其他	671	765	736	706	677	财务费用	(84)	(58)	118	(50)	(53)
投资性房地产	1210	1173	1173	1173	1173	投资收益	78	33	31	33	35
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(143)	(208)	(38)	(40)	(42)
资产总计	22765	22437	24627	26642	28429	其他收入	42	13	33	33	33
短期借款及交易性金融负债	333	2100	3174	4275	5308	营业利润	4967	4173	2997	3784	4106
应付款项	2410	2191	2360	2473	2477	营业外净收支	(19)	(16)	(15)	(16)	(17)
其他流动负债	2193	1630	1991	2054	2004	利润总额	4948	4157	2981	3768	4089
流动负债合计	4935	5920	7525	8803	9789	所得税费用	1112	950	680	859	933
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	386	266	276	287	299	归属于母公司净利润	3840	3207	2301	2908	3156
长期负债合计	386	266	276	287	299	现金流量表（百万元）					
负债合计	5321	6186	7801	9090	10088	净利润	3840	3207	2301	2908	3156
少数股东权益	11	11	11	11	11	资产减值准备	(37)	12	48	30	32
股东权益	17432	16239	16814	17542	18331	折旧摊销	641	771	725	904	1069
负债和股东权益总计	22765	22437	24627	26642	28429	公允价值变动损失	143	208	38	40	42
关键财务与估值指标						财务费用	(84)	(58)	118	(50)	(53)
每股收益	3.29	2.75	1.97	2.49	2.70	营运资本变动	49	(487)	278	(82)	(242)
每股红利	1.22	3.35	1.48	1.87	2.03	其它	35	(12)	(48)	(30)	(32)
每股净资产	14.94	13.92	14.41	15.03	15.71	经营活动现金流	4671	3698	3343	3771	4025
ROIC	28%	21%	15%	16%	16%	资本开支	0	(1677)	(2691)	(2691)	(2691)
ROE	22%	20%	14%	17%	17%	其它投资现金流	567	1381	0	0	0
毛利率	27%	22%	19%	20%	20%	投资活动现金流	567	(296)	(2691)	(2691)	(2691)
EBIT Margin	21%	17%	13%	15%	15%	权益性融资	35	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	20%	16%	19%	19%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	19%	4%	-6%	7%	5%	支付股利、利息	(1427)	(3906)	(1726)	(2181)	(2367)
净利润增长率	20%	-17%	-28%	26%	9%	其它融资现金流	(709)	4640	1074	1101	1032
资产负债率	23%	28%	32%	34%	36%	融资活动现金流	(3529)	(3173)	(652)	(1080)	(1335)
息率	3.7%	10.1%	4.4%	5.6%	6.1%	现金净变动	1709	230	0	0	0
P/E	10.1	12.1	16.9	13.3	12.3	货币资金的期初余额	3879	5588	5818	5818	5818
P/B	2.2	2.4	2.3	2.2	2.1	货币资金的期末余额	5588	5818	5818	5818	5818
EV/EBITDA	7.9	8.9	12.1	10.3	9.5	企业自由现金流	0	1927	720	1017	1269
						权益自由现金流	0	6568	1864	2086	2225

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