

海澜之家 (600398.SH)

上半年收入增长 1.5%，中期分红率 67.5%

优于大市

核心观点

2024 上半年收入增长 1.5%，盈利水平平稳，增加中期分红。海澜之家是国内大众男装龙头品牌公司。2024 上半年服装零售整体承压、叠加公司去年同期基数较高，公司仍实现较为稳健的收入增长和盈利水平，公司收入同比增长 1.5% 至 113.7 亿元，归母净利润同比-2.5% 至 16.4 亿元。毛利率同比+0.1 个百分点至 45.2%；销售费用率同比+2.3 个百分点至 21.0%，其中主要系广告宣传费用增加所致；财务费用率同比-1.0 个百分点至-0.7%，主要系可转债转股利息支出减少所致。其他损益中，投资收益占收入比率较去年同期增加 1 个百分点，主要因斯搏兹并表所致；归母净利率同比-0.6 个百分点至 14.4%。存货金额同比增长 22.1% 至 95.5 亿元，存货周转天数同比+20 天至 273 天，存货上升主要受斯搏兹并表后进货增加影响。增加中期分红，公司中期拟每 10 股派发现金红利 2.3 元，总派息额 11.0 亿元，分红率约 67.5%。

第二季度零售承压，收入及净利润下滑。第二季度零售环境环比变差，公司收入同比-5.9% 至 51.9 亿元，归母净利润同比-14.4% 至 7.5 亿元。受经营负杠杆及渠道结构变化影响，毛利率同比-2.2 个百分点至 43.4%；销售费用率同比+2.3 个百分点；财务费用率同比-1.1 百分点。受益于斯搏兹并表，投资收益占收入比率同比增加 2 个百分点。归母净利率同比-0.6 个百分点至 14.4%。

电商渠道带动增长，斯搏兹完成并表。1) **分品牌看**，海澜之家/团购/其他品牌收入分别+3%/-1%/-15%，其中海澜主品牌收入增长预计主要受线上渠道带动；团购业务较为稳健，但一季度增速较好，二季度相对承压。2) **分渠道看**，直营/加盟收入分别+7%/-1%，若剔除电商，直营、加盟线下门店预计收入均有下滑，线下整体-6%，电商增长 47%。从门店数量看，由于街边店较商场店面临更大客流下滑压力，加盟店相较去年年底进一步减少 10 家，直营店净增加 60 家。3) **斯搏兹并表**：斯搏兹主营授权代理阿迪达斯等一线国际运动品牌鞋服国内的拓展和零售业务，报告期公司全资子公司上海海澜以自有资金人民币 8800 万元收购斯搏兹 11% 股权，本次收购完成后，上海海澜持有斯搏兹 51% 股权，于本报告期完成并表。

风险提示：线下消费持续疲软、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

投资建议：预期稳健增长，关注高分红优质男装龙头投资机遇。公司现金流充裕、分红率高，长期拥有良好的现金回报。基于下半年消费复苏趋势仍然较弱，我们下调盈利预测，预计 2024~2026 年归母净利润分别为 28.5/32.7/36.2 亿元（前值为 33.2/37.1/41.1 亿元）。基于盈利预测下调以及行业估值中枢下移，下调目标价至 7.7-8.3 元（前值为 9.7-10.4 元），对应 2024 年 13-14x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 18,562 | 21,528 | 22,022 | 24,766 | 27,527 |
| (+/-%) | -8.1% | 16.0% | 2.3% | 12.5% | 11.1% |
| 净利润(百万元) | 2155 | 2952 | 2848 | 3270 | 3624 |
| (+/-%) | -13.5% | 37.0% | -3.5% | 14.8% | 10.8% |
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.67 | 0.59 | 0.68 | 0.75 |
| EBIT Margin | 19.3% | 19.2% | 17.1% | 17.8% | 17.8% |
| 净资产收益率 (ROE) | 14.8% | 18.4% | 17.4% | 19.6% | 21.3% |
| 市盈率 (PE) | 12.5 | 9.2 | 10.5 | 9.2 | 8.3 |
| EV/EBITDA | 9.6 | 8.4 | 12.0 | 10.8 | 10.3 |
| 市净率 (PB) | 1.8 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |

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·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 | 7.70 - 8.30 元 |
| 收盘价 | 6.23 元 |
| 总市值/流通市值 | 29921/29921 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 10.04/6.08 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 221.48 百万元 |

市场走势

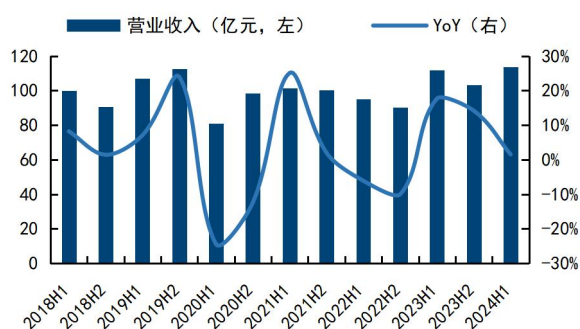


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

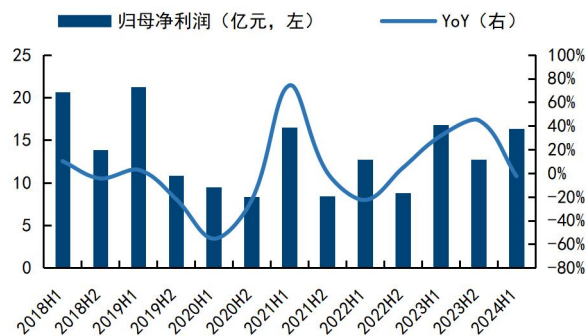
- 《海澜之家 (600398.SH) - 第一季度净利润增长 10%，电商表现亮眼》——2024-05-04
- 《海澜之家 (600398.SH) - 第三季度净利润增长 63%，电商表现亮眼》——2023-11-01
- 《海澜之家 (600398.SH) - 二季度归母净利润增长 58%，库存健康度较高》——2023-09-01
- 《海澜之家 (600398.SH) - 2023 年一季度净利润增长 11%，库存周转改善》——2023-04-29
- 《海澜之家 (600398.SH) - 二季度收入下滑 7%，品牌升级稳步推进》——2022-08-27

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



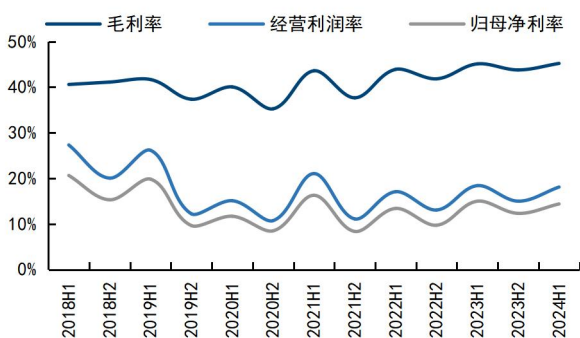
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润和增长 (亿元, %)



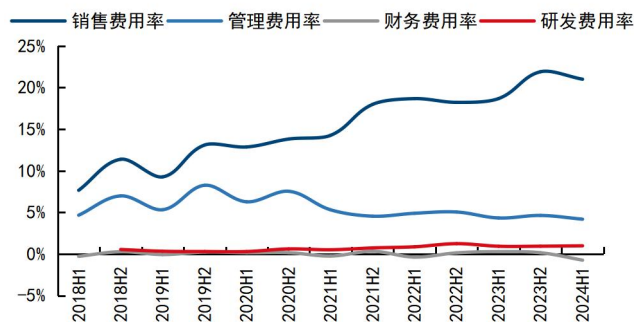
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率 (%)



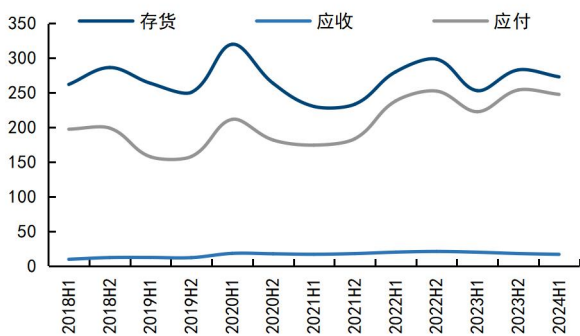
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司费用率变动 (%)



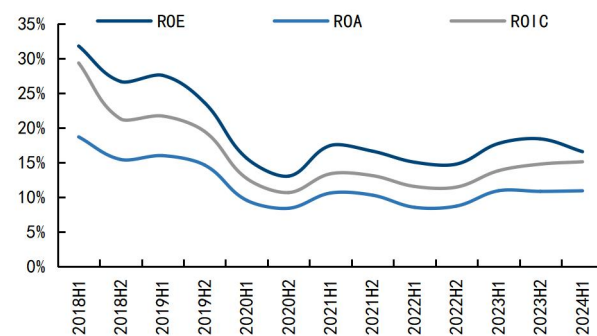
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司营运资金周转 (天)



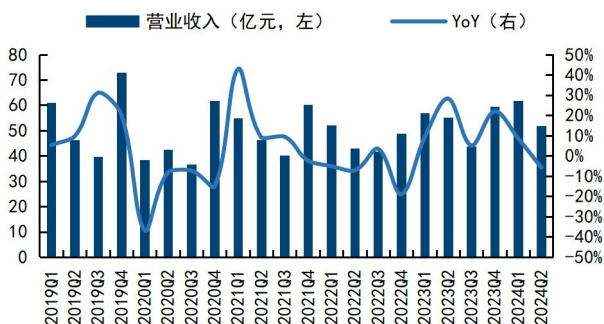
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司 ROE/ROA/ROIC



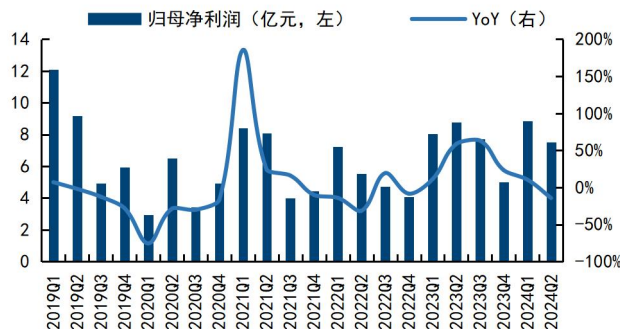
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业收入及增速 (亿元, %)



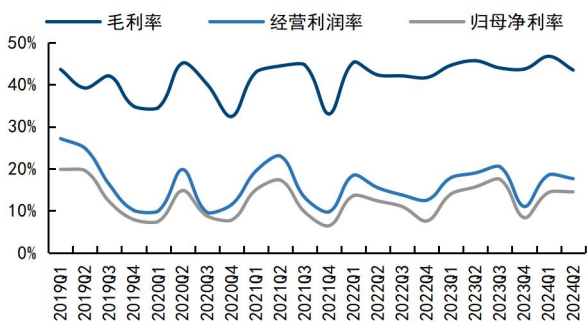
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度归母净利润和增长 (亿元, %)



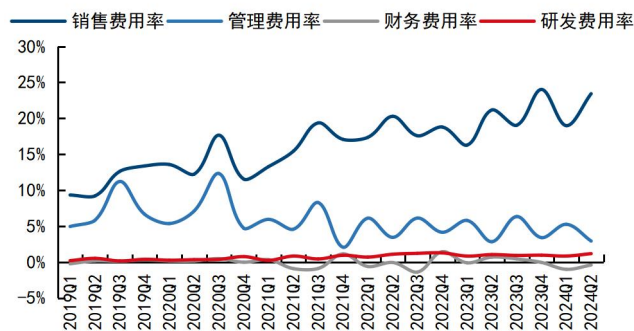
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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

盈利预测调整说明

预计2024-2026年归母净利润分别为28.5/32.7/36.2亿元（前值为33.2/37.1/41.1亿元），同比-3.5%/+14.8%/+10.8%，盈利预测下调的主要原因说明：1）收入端受今年宏观消费环境疲软影响，线下客流量减少，尤其公司以街边店为主的加盟渠道占比较大，受客流下滑影响较多，三季度截至目前仍未出现改善趋势，7月服装社零进一步下滑。2）受经营负杠杆影响、固定成本费用支出刚性，尤其销售费用开支较大，导致费用率上升、利润率下降。具体调整细节如下：

1、收入：预计2024-2026年收入分别为220.2/247.7/275.3亿元（前值为238.1/262/286.8亿元），同比+2.3%/12.5%/11.1%。主要对2024年营收增速下调，一方面由于上半年尤其二季度零售环境不及此前预期，公司收入同比增长1.5%；另一方面下半年消费环境仍存在不确定性，尤其公司加盟渠道压力较大，我们预计下半年营收增长低单位数。

2、毛利率：预计2024-2026年毛利率分别为44.6%/45.0%/45.3%（前值为45.6%/46.2%/46.8%）。下调毛利率主要基于渠道结构变化，毛利率较低的线上渠道增速较快、收入占比提升。

3、销售费用率：预计2024-2026年销售费用率分别为21.5%/21.2%/21.6%（前值为20.7%/21.2%/21.6%）。主要对2024年销售费用率进行上调，由于负向经营杠杆影响，以及直营占比提升，收入下调后刚性费用占比提升。

4、其他收益：受斯搏兹并表影响，上调2024年投资收益占收入占比至0.7%（前值为

0.2%)。

5、归母净利润率：主要受毛利率下调、销售费用率上调影响，预计2024-2026年归母净利润率分别为12.9%/13.2%/13.2%（前值为13.9%/14.2%/14.3%）。

图11：盈利预测假设拆分

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023H1 | 2023H2 | 2024H1 | 2024H2 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入金额 | 18,562 | 21,528 | 22,022 | 24,766 | 27,527 | 11,199 | 10,329 | 11,370 | 10,652 |
| 海澜之家及其他 | 15,658 | 18,474 | 18,845 | 21,153 | 23,603 | 9,709 | 8,765 | 9,824 | 9,021 |
| - 直营 | 2,483 | 3,734 | 3,683 | 4,252 | 4,835 | 1,960 | 1,773 | 1,919 | 1,764 |
| - 加盟及其他 | 10,318 | 11,482 | 10,763 | 11,193 | 11,619 | 6,244 | 5,238 | 5,692 | 5,071 |
| - 线上 | 2,856 | 3,258 | 4,398 | 5,707 | 7,150 | 1,505 | 1,753 | 2,212 | 2,186 |
| 圣凯诺品牌 | 2,247 | 2,281 | 2,281 | 2,577 | 2,732 | 1,093 | 1,188 | 1,086 | 1,195 |
| 收入YoY | -8.1% | 16.0% | 2.3% | 12.5% | 11.1% | 17.7% | 14.2% | 1.5% | 3.1% |
| 海澜之家及其他 | -8.8% | 18.0% | 2.0% | 12.2% | 11.6% | 16.9% | 19.2% | 1.2% | 2.9% |
| - 直营 | 19.3% | 50.4% | -1.3% | 15.5% | 13.7% | 57.6% | 43.1% | -2.1% | -0.5% |
| - 加盟及其他 | -16.6% | 11.3% | -6.3% | 4.0% | 3.8% | 9.7% | 13.3% | -8.8% | -3.2% |
| - 线上 | 4.8% | 14.1% | 35.0% | 29.8% | 25.3% | 9.9% | 17.9% | 47.0% | 24.7% |
| 圣凯诺品牌 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利率 | 42.9% | 44.5% | 44.6% | 45.0% | 45.3% | 45.1% | 43.8% | 45.2% | 43.9% |
| 海澜之家及其他品牌 | 43.5% | 45.7% | 46.3% | 46.8% | 47.3% | 46.4% | 45.0% | 47.3% | 45.2% |
| - 直营 | 68.4% | 65.7% | 66.7% | 66.8% | 66.8% | 65.4% | 66.1% | 66.6% | 66.9% |
| - 加盟及其他 | 38.4% | 38.6% | 38.6% | 38.6% | 38.6% | 39.8% | 37.1% | 40.0% | 37.0% |
| - 线上 | 39.9% | 48.2% | 48.2% | 48.2% | 48.2% | 49.1% | 47.4% | 49.3% | 47.0% |
| 圣凯诺品牌 | 48.6% | 46.8% | 46.0% | 46.0% | 46.1% | 44.8% | 48.7% | 43.6% | 48.2% |
| 费用率 | 19.4% | 21.4% | 22.1% | 21.8% | 22.2% | 19.9% | 23.0% | 21.2% | 23.1% |
| 销售费用 | 18.5% | 20.2% | 21.5% | 21.2% | 21.6% | 18.7% | 21.9% | 21.0% | 22.0% |
| 管理费用 | 5.0% | 4.5% | 4.4% | 4.4% | 4.4% | 4.3% | 4.6% | 4.2% | 4.6% |
| 研发费用 | 1.0% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 1.0% | 0.9% |
| 财务费用 | -0.1% | 0.2% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | 0.3% | 0.1% | -0.7% | 0.2% |
| 其他经营收益占比 | -2.7% | -1.2% | -1.2% | -1.6% | -1.6% | -1.9% | -0.4% | -1.2% | -1.2% |
| - 资产减值损失比率 | -2.7% | -2.1% | -2.0% | -1.9% | -1.9% | -2.2% | -2.0% | -2.5% | -1.4% |
| - 投资收益比率 | 0.0% | 0.9% | 0.7% | 0.2% | 0.2% | 0.1% | 1.7% | 1.1% | 0.3% |
| 所得税率 | 28.8% | 19.5% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 19.4% | 19.5% | 20.3% | 19.6% |
| 归母净利润合计 | 2,155 | 2,952 | 2,848 | 3,270 | 3,624 | 1,679 | 1,273 | 1,636 | 1,212 |
| YOY | -13.5% | 37.0% | -3.5% | 14.8% | 10.8% | 31.6% | 44.7% | -2.5% | -4.8% |
| 净利润率 | 11.6% | 13.7% | 12.9% | 13.2% | 13.2% | 15.0% | 12.3% | 14.4% | 11.4% |

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：预期稳健增长，关注高分红优质男装龙头投资机遇

上半年公司在去年较高基数上保持稳健的收入增长和盈利水平，电商渠道引领增长。展望未来，公司的购物中心和电商渠道仍有较大的增长潜力，同时斯搏兹并表后，公司拓展运动品类，随门店快速扩张，短期有望增厚公司收入，未来逐渐随门店店效爬坡，有望逐步增厚利润。公司现金流充裕、分红率高，长期拥有良好的现金回报。基于下半年消费复苏趋势仍然较弱，我们下调盈利预测，预计2024~2026年归母净利润分别为28.5/32.7/36.2亿元（前值为33.2/37.1/41.1亿元），同比-3.5%/+14.8%/+10.8%。基于盈利预测下调以及行业估值中枢下移，下调目标价至7.7-8.3元（前值为9.7-10.4元），对应2024年13-14x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 18,562 | 21,528 | 22,022 | 24,766 | 27,527 |
| (+/-%) | -8.1% | 16.0% | 2.3% | 12.5% | 11.1% |
| 净利润(百万元) | 2155 | 2952 | 2848 | 3270 | 3624 |
| (+/-%) | -13.5% | 37.0% | -3.5% | 14.8% | 10.8% |
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.67 | 0.59 | 0.68 | 0.75 |
| EBIT Margin | 19.3% | 19.2% | 17.1% | 17.8% | 17.8% |
| 净资产收益率 (ROE) | 14.8% | 18.4% | 17.4% | 19.6% | 21.3% |
| 市盈率(PE) | 12.5 | 9.2 | 10.5 | 9.2 | 8.3 |
| EV/EBITDA | 9.6 | 8.4 | 12.0 | 10.8 | 10.3 |
| 市净率(PB) | 1.8 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值

| 公司 名称 | 投资 评级 | 收盘价 人民币 | EPS | | | PE | | | g | PEG |
|----------|----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| | | | 2023A | 2024E | 2025E | 2023A | 2024E | 2025E | | |
| 海澜之家 | 优于大市 | 6.2 | 0.67 | 0.59 | 0.68 | 9.3 | 10.6 | 9.2 | 15.3% | 0.69 |
| 可比公司 | | | | | | | | | | |
| 报喜鸟 | 优于大市 | 3.7 | 0.48 | 0.45 | 0.51 | 7.6 | 8.2 | 7.2 | 13.3% | 0.61 |
| 比音勒芬 | 优于大市 | 19.0 | 1.60 | 1.97 | 2.35 | 11.9 | 9.6 | 8.1 | 19.3% | 0.50 |
| 平均值 | | | | | | 9.8 | 8.9 | 7.6 | | 0.6 |

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 12505 | 11901 | 14203 | 15828 | 17592 | 营业收入 | 18562 | 21528 | 22022 | 24766 | 27527 |
| 应收款项 | 1616 | 1398 | 1430 | 1609 | 1788 | 营业成本 | 10600 | 11954 | 12211 | 13633 | 15065 |
| 存货净额 | 9455 | 9337 | 10205 | 11406 | 12615 | 营业税金及附加 | 131 | 150 | 132 | 147 | 162 |
| 其他流动资产 | 825 | 568 | 582 | 654 | 727 | 销售费用 | 3425 | 4353 | 4735 | 5250 | 5946 |
| 流动资产合计 | 24563 | 25005 | 28220 | 31296 | 34522 | 管理费用 | 931 | 1034 | 1201 | 1345 | 1489 |
| 固定资产 | 3140 | 3017 | 2327 | 1989 | 1595 | 财务费用 | (23) | 47 | (66) | (79) | (88) |
| 无形资产及其他 | 908 | 688 | 661 | 633 | 606 | 投资收益 | (0) | 186 | 154 | 50 | 55 |
| 投资性房地产 | 4138 | 4809 | 4809 | 4809 | 4809 | 资产减值及公允价值变动 | (603) | (548) | (446) | (476) | (524) |
| 长期股权投资 | 0 | 194 | 194 | 194 | 194 | 其他收入 | (89) | (17) | 50 | 53 | 56 |
| 资产总计 | 32749 | 33713 | 36210 | 38921 | 41726 | 营业利润 | 2806 | 3611 | 3568 | 4097 | 4541 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 655 | 3312 | 3388 | 3810 | 4235 | 营业外净收支 | 91 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 9536 | 10085 | 11023 | 12320 | 13626 | 利润总额 | 2897 | 3624 | 3568 | 4097 | 4541 |
| 其他流动负债 | 3995 | 3371 | 4417 | 4928 | 5486 | 所得税费用 | 835 | 705 | 714 | 819 | 908 |
| 流动负债合计 | 14186 | 16768 | 18828 | 21058 | 23347 | 少数股东损益 | (93) | (34) | 7 | 7 | 8 |
| 长期借款及应付债券 | 2777 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 2155 | 2952 | 2848 | 3270 | 3624 |
| 其他长期负债 | 1264 | 907 | 1060 | 1212 | 1365 | | | | | | |
| 长期负债合计 | 4041 | 907 | 1060 | 1212 | 1365 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 18227 | 17675 | 19887 | 22270 | 24712 | 净利润 | 2155 | 2952 | 2848 | 3270 | 3624 |
| 少数股东权益 | (79) | (12) | (11) | (11) | (10) | 资产减值准备 | (47) | (69) | 293 | (116) | (135) |
| 股东权益 | 14601 | 16050 | 16334 | 16661 | 17024 | 折旧摊销 | 1120 | 1232 | 380 | 406 | 431 |
| 负债和股东权益总计 | 32749 | 33713 | 36210 | 38921 | 41726 | 公允价值变动损失 | 603 | 548 | 446 | 476 | 524 |
| | | | | | | 财务费用 | (23) | 47 | (66) | (79) | (88) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 营运资本变动 | (296) | (579) | 1515 | 393 | 420 |
| 每股收益 | 0.50 | 0.67 | 0.59 | 0.68 | 0.75 | 其它 | 50 | 57 | (292) | 117 | 135 |
| 每股红利 | 0.52 | 0.43 | 0.53 | 0.61 | 0.68 | 经营活动现金流 | 3585 | 4141 | 5189 | 4545 | 5001 |
| 每股净资产 | 3.38 | 3.66 | 3.40 | 3.47 | 3.54 | 资本开支 | 0 | (394) | (400) | (400) | (400) |
| ROIC | 14% | 19% | 20% | 27% | 32% | 其它投资现金流 | 15 | (1638) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 15% | 18% | 17% | 20% | 21% | 投资活动现金流 | 15 | (2226) | (400) | (400) | (400) |
| 毛利率 | 43% | 44% | 45% | 45% | 45% | 权益性融资 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 19% | 19% | 17% | 18% | 18% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 25% | 25% | 19% | 19% | 19% | 支付股利、利息 | (2232) | (1896) | (2563) | (2943) | (3262) |
| 收入增长 | -8% | 16% | 2% | 12% | 11% | 其它融资现金流 | 595 | 1272 | 76 | 422 | 425 |
| 净利润增长率 | -13% | 37% | -4% | 15% | 11% | 融资活动现金流 | (3862) | (2519) | (2487) | (2521) | (2837) |
| 资产负债率 | 55% | 52% | 55% | 57% | 59% | 现金净变动 | (262) | (604) | 2302 | 1624 | 1764 |
| 息率 | 8.2% | 6.9% | 9.4% | 10.8% | 12.0% | 货币资金的期初余额 | 12768 | 12505 | 11901 | 14203 | 15828 |
| P/E | 12.5 | 9.2 | 10.5 | 9.2 | 8.3 | 货币资金的期末余额 | 12505 | 11901 | 14203 | 15828 | 17592 |
| P/B | 1.8 | 1.7 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 企业自由现金流 | 3375 | 3589 | 4512 | 3933 | 4367 |
| EV/EBITDA | 9.6 | 8.4 | 12.0 | 10.8 | 10.3 | 权益自由现金流 | 3970 | 4862 | 4627 | 4403 | 4844 |

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