

双环传动（002472.SZ）

毛利率环比提升彰显经营韧性，全球化进程持续推进

买入

核心观点

2023 年三季度归母净利润同比增长 39%。2023 年前三季度双环实现营收 58.7 亿元，同比+21.7%，实现归母净利润 5.9 亿元，同比+43.9%，实现扣非净利润 5.5 亿元，同比+45.2%；23Q3 双环实现营收 21.9 亿元，同比+26.5%，环比+15.4%，实现归母净利润 2.2 亿元，同比+39.3%，环比+11.8%，扣非净利润 2.1 亿元，同比+41.6%，环比+12.4%；我们认为公司业绩的增长主要系 1) 重卡 AMT 齿轮业务、机器人精密减速器业务及新能源车齿轮业务增长良好；2) 推动内部降本增效+自主创新工作，提升制造能力，降低单位成本。

毛利率环比提升彰显经营韧性，拟出资 1-2 亿元回购公司股份。2023Q3 双环传动销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.9%/3.5%/4.4%/0.6%，同比分别 -0.2%/-0.9%/+0.1%/-0.1%，环比分别 -0.1%/-0.2%/-0.5%/+1.2%，其中财务费用提升主要系汇兑收益减少所致；23Q3 双环毛利率 21.7%，同比+0.3pct，环比+0.2pct，净利率 10.1%，同比+0.9pct，环比-0.3pct，盈利能力同比提升预计主要系 1) 产品放量拉动产能利用率提升，促进规模效益持续释放；2) 降本增效持续推进（柔性制造、数字化推进等）；3) 费用管理能力加强。同时双环拟以 1.0-2.0 亿元规模以集中竞价方式回购公司部分社会公众股份，回购股份将全部予以注销并减少公司注册资本。本次回购资金总额不低于人民币 1.0-2.0 亿元（按照金额测算对应公司总股本 0.42%-0.84%），回购价格不超过 28.00 元/股（含），彰显公司经营信心。

展望未来，全球化战略推进与品类矩阵延展有望打开增长空间。双环已抓住两轮升级机遇，第 1 轮：齿轮外包趋势带来第三方供应商订单机遇；第 2 轮：新能源车爆发拉高准入壁垒+催生齿轮需求，双环依托产能前瞻布局+批量供货能力等优势锁定厂订单实现深度绑定。我们认为当下双环适逢第三轮升级机遇，即①出海：全球化战略推进，海外建厂（匈牙利投资 1.2 亿欧元）与客户突破并举，后续有望承接国内增长打开远期空间；②平台化：我们认为双环的核心优势在于产品（一致性+性能）、管理（降本增效）、研发（技术与开发能力）三大维度，构筑车端齿轮+机器人减速器等产品加持的平台化供应体系，后续依托于此优势有望持续延展品系开辟新增长曲线。

风险提示：汽车销量不及预期、行业竞争加剧、产品研发不及预期风险。

投资建议：国内高精齿轮专家，维持“买入”评级。看好双环出海打开长期成长空间及产品线开拓带来的业绩增量，微幅上调盈利预测，预计 23/24/25 年归母净利润为 8.21/10.45/13.53 亿元（原 8.05/10.39/13.53 亿元），对应 EPS 为 0.97/1.23/1.59 元（原 0.95/1.22/1.59 元），维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,391	6,838	8,651	10,743	12,684
(+/-%)	47.1%	26.8%	26.5%	24.2%	18.1%
净利润(百万元)	326	582	821	1045	1353
(+/-%)	537.0%	78.4%	41.0%	27.2%	29.6%
每股收益(元)	0.42	0.68	0.97	1.23	1.59
EBIT Margin	9.4%	10.8%	11.1%	11.6%	12.5%
净资产收益率 (ROE)	6.7%	7.9%	10.6%	12.6%	15.1%
市盈率 (PE)	79.2	48.5	34.4	27.1	20.9
EV/EBITDA	32.1	26.3	22.4	18.3	15.5
市净率 (PB)	5.30	3.84	3.63	3.41	3.15

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

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

联系人：孙树林
0755-81982598
sunshulin@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	25.02 元
总市值/流通市值	21339/18946 百万元
52 周最高价/最低价	37.53/21.77 元
近 3 个月日均成交额	756.63 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

《双环传动（002472.SZ）-盈利能力同环比提升，全球化战略持续推进》——2023-09-01
《双环传动（002472.SZ）-以车端与机器人业务为核，打造精密齿轮平台型供应体系》——2023-08-11

业绩概述：2023 年前三季度双环实现营收 58.7 亿元，同比+21.7%，实现归母净利润 5.9 亿元，同比+43.9%，实现扣非净利润 5.5 亿元，同比+45.2%；23Q3 双环实现营收 21.9 亿元，同比+26.5%，环比+15.4%，实现归母净利润 2.2 亿元，同比+39.3%，环比+11.8%，扣非净利润 2.1 亿元，同比+41.6%，环比+12.4%；我们认为公司业绩的增长主要系 1) 重卡 AMT 齿轮业务、机器人精密减速器业务及新能源车齿轮业务增长良好；2) 推动内部降本增效+自主创新工作，提升制造能力，降低单位成本。

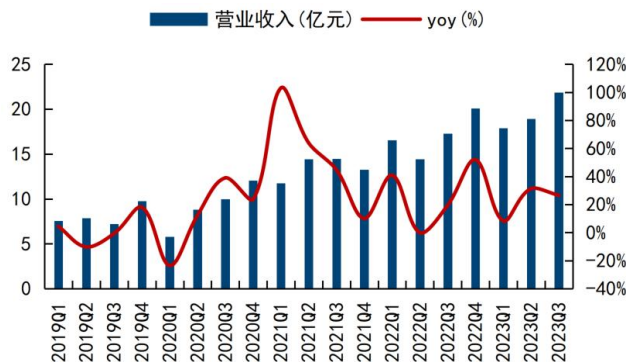
2023Q3 双环传动销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.9%/3.5%/4.4%/0.6%，同比分别-0.2%/-0.9%/+0.1%/-0.1%，环比分别-0.1%/-0.2%/-0.5%/+1.2%，其中财务费用提升主要系汇兑收益减少所致；23Q3 双环毛利率 21.7%，同比+0.3pct，环比+0.2pct，净利率 10.1%，同比+0.9pct，环比-0.3pct，盈利能力同比提升预计主要系 1) 产品放量拉动产能利用率提升，促进规模效益持续释放；2) 降本增效持续推进（柔性制造、数字化推进等）；3) 费用管理能力加强。同时双环拟以 1.0-2.0 亿元规模以集中竞价方式回购公司部分社会公众股份，回购股份将全部予以注销并减少公司注册资本。本次回购资金总额不低于人民币 1.0-2.0 亿元（按照金额测算对应公司总股本 0.42%-0.84%），回购价格不超过 28.00 元/股（含），彰显公司经营信心。

图1：公司营业收入及增速



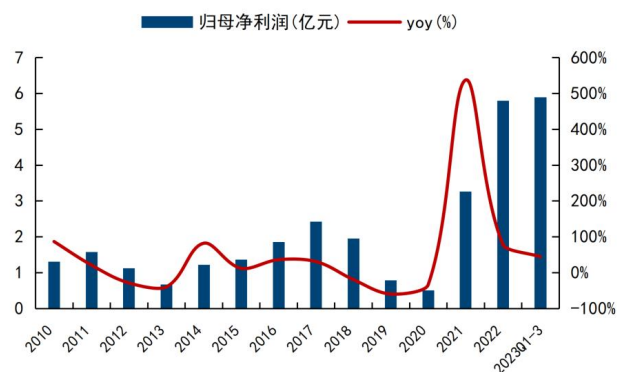
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司净利润及增速



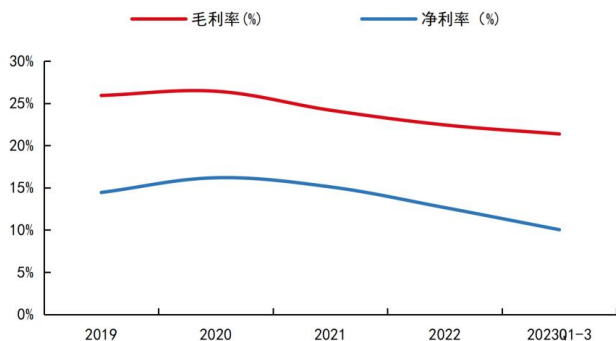
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度净利润及增速



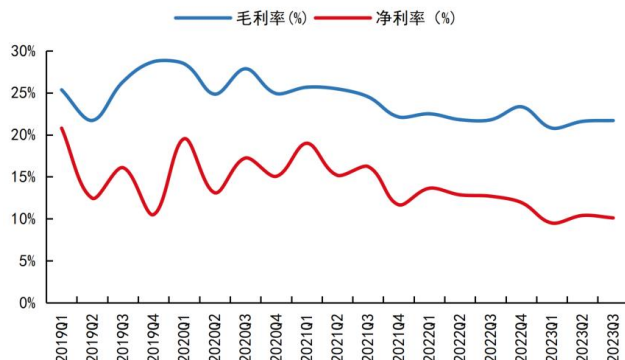
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司毛利率和净利率



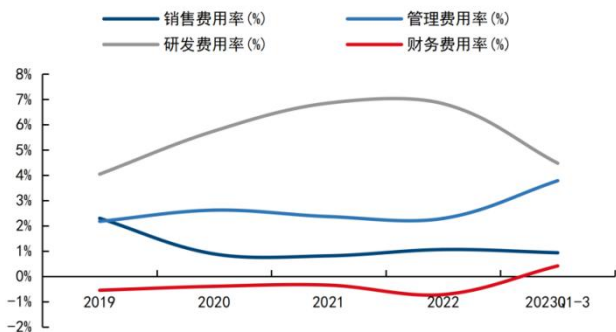
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率和净利率



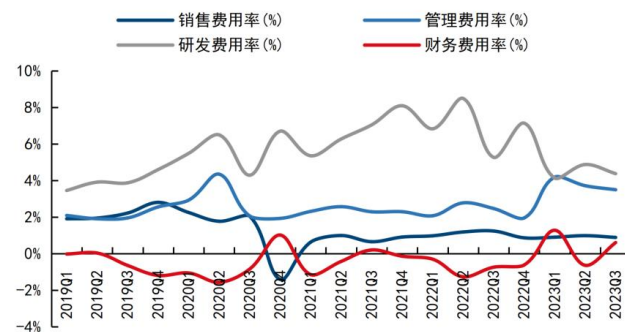
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：年度四费费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：季度四费费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2023 年双环传动核心进展梳理：

- ✓ **研发投入：**公司加速建设环研传动研究院（嘉兴）有限公司，目前已形成较为完整的研发体系，包括量产支持、新产品开发和前瞻性科研，软件开发、涂层研究、精密成形研究、制造装备研究等。环研致力于打造零件和分总成产品设计、仿真分析、快速交样、试验验证、量产落地的全链条能力。目前项目已覆盖新能源汽车、船舶、工程机械、智能出行等领域。
- ✓ **定点突破：**报告期内，双环获得全球知名零部件 Z 客户定点，被选定为该客户某欧洲高端品牌新能源汽车电驱动系统齿轮项目的开发和批量供应商。据客户规划，项目预计 2024 年开始供货，生命周期 9 年，预计销售金额为人民币 10 亿元以上。另外嘉兴双环与全球新能源汽车系统集成与制造头部厂商舍弗勒签署深度合作意向书，约定在齿轮及相关产品市场开发和合作，基于各自优势共同开发具有市场竞争力的产品。目前子公司已陆续获得该客户的优质项目定点。
- ✓ **海外布局：**国内外具备高精密齿轮的研发能力和大批量生产制造能力的专业厂商较为稀缺，双环规划在匈牙利选址并设立新能源汽车齿轮传动部件生产基地。此外，子公司环驱科技通过其下属子公司环驱香港收购越南三多乐，助力公司在海外发展战略上的初步实施，进一步推动公司产品和服务的国际化进程。
- ✓ **减速机推进：**控股子公司环动科技不断补齐重载工业机器人所需 RV 减速机产品，

快速迭代优化产品性能，助力国产机器人头部企业提升市场竞争力。随光伏、锂电及新能源车等需求增加，环动科技机器人 RV 减速机业务产销量同比、环比均有显著增长，市场占有率进一步提升。得益于产业链战略协同深化，谐波减速器业务已实现多型号稳定供货，产能得以释放并快速提升。

图9：双环传动机器人精密减速器产品



资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

分产品看，公司乘用车齿轮营收 18.4 亿元，同比+14%，电动工具齿轮营收 0.6 亿元，同比-27%，工程机械齿轮营收 3.5 亿元，同比-14%，商用车齿轮营收 4.4 亿元，同比+78%，民生齿轮营收 1.5 亿元，减速器及其他营收 3.2 亿元，同比+66%，毛利率来看，乘用车业务毛利率同比持平略增，商用车业务毛利率同比+7.2pct，工程机械业务毛利率同比+2.4pct。

表1：双环传动主要产品及客户情况

应用领域	具体产品	图示	主要客户
乘用车	纯电动减速器齿轮		全球领先电动车制造企业、比亚迪、广汽集团、丰田、采埃孚、蔚来、日电产、舍弗勒、汇川、博格华纳等；
	混合动力 DHT 变速箱齿轮		
	新能源(电机轴、同轴电驱动齿轮)		
	燃油车 AT 自动变速箱齿轮		大众、采埃孚、通用、福特、丰田、爱信、上汽、一汽、广汽等；
	DCT 双离合变速箱		
	CVT 无级变速箱		
商用车	小总成(差速器、行星排、同步器)		商用车核心零部件企业：采埃孚、康明斯、伊顿、玉柴等；
	商用车 AT 自动变速箱齿轴		
	发动机齿轮		
摩托车沙滩车	摩托车豪迈 50 齿轮		大长江、春风动力、雅马哈、法国标致、摩特动力等
	全地形车齿轮		
工程机械	轨道交通、非道路机械、风力发电齿轮		卡特彼勒、约翰迪尔等
电动工具	蜗伞齿轮、伞齿轴		牧田、Dewalt、史丹利百得
机器人减速器	高精密摆线减速机		广州数控、埃夫特、新松、万丰奥特
	谐波减速器		

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

双环传动创立至今 40 余年持续专注于机械传动，当下在国内纯电汽车大功率市场占据 70%+份额，我们认为双环当下已实现两轮“蜕变”：第一轮是齿轮外包趋势带来第三方供应商的订单机遇，第二轮是新能源车爆发催生大量齿轮需求+大幅提升制造壁垒，双环依托产能前瞻布局+批量供货能力锁定主机厂订单并达成深度合作，持续巩固市场地位；我们认为当下双环传动面临第三轮成长机遇，即①出海：技术与产品出口打开成长天花板；与②平台：打造齿轮领域平台化供应体系，品类持续延展开辟新增长曲线。

核心看点一：车端齿轮 Know how 为基，打造齿轮（减速器）平台型供货体系

多年来，依托材料、工艺、设备、设计、产业技术等多方位加持的精密制造能力及 Know how，以及一致性、大批量供货能力，助力双环向高精度、高品质、高附加值的齿轮及其相关产品的业务拓展，逐渐打造出较为完备的高精齿轮供货矩阵：

- 1) 车端：新能源车齿轮、电机轴、商用车齿轮、传统乘用车齿轮等；
- 2) 机器人：RV 减速器、谐波减速器等；
- 3) 其他：摩托车齿轮、民生齿轮、工程机械齿轮等；

展望未来，我们认为双环传动的核心能力在于①产能（产品性能+批量供货一致性+响应速度）；②管理（降本增效+产线自动化）；③研发（技术工艺+新品开发能力）三个层面，依托车端在技术、工艺、客户、开发能力积累，有望在当下车端、机器人端产品基础上不断开发延展，实现产品矩阵突破，打开全新增长曲线。

图10：双环传动研发投入（亿元）及占比（%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：双环传动部分核心技术



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

核心看点二：产品、技术、产能出口，积极出海打开增长天花板

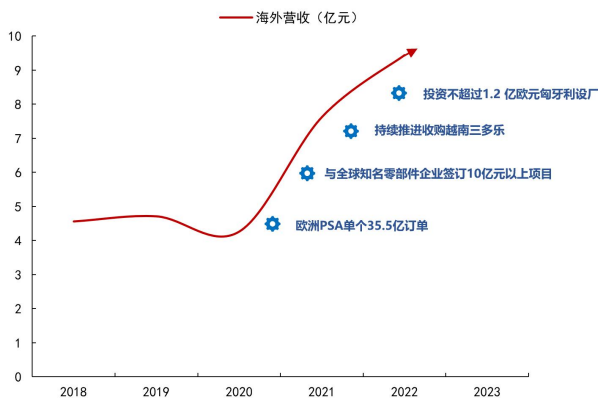
出海扩张是零部件企业打开成长天花板的有效途径。国内汽配承接全球汽车工业数十年，生产工艺和控本能力优秀，近年来逐步随客户属地化供货（美国、墨西哥、欧洲等）以开拓增量市场。福耀玻璃是国内零部件出海典范，其 2016 年国内汽车玻璃 OEM 份额 60%，在全球 23%份额（其中美国市占率 16%、欧洲 9%），后续福耀积极进行海外布局，逐步锁定全球各大主机厂订单，全球份额持续向上突破（当下全球份额 33%+）；双环国内大功率新能源车齿轮市占率 70%+，凭借当下规模与技术优势进行出海，有望打开新的增长空间。

步步为营，全球化战略持续推进，产品、技术、产能出口，海外订单持续突破。随海外新能源汽车渗透率快速提升，叠加产业变革带来的齿轮外包趋势深化，市场对

高速低噪的高精密齿轮及其相关零部件需求将持续释放，我们测算 2025 年全球新能源车端传动齿轮市场空间约 300 亿元，且后续随新能源汽车持续放量及双电机车型的持续渗透，市场需求有望持续增长。双环 2022 年海外营收 9.4 亿元，同比+24%，海外销售毛利率 19.9%，同比+3.2pct，公司积极制定全球化战略框架，在技术、人才、产能、客户皆有深度布局，有望获得中长期持续增长的动力：

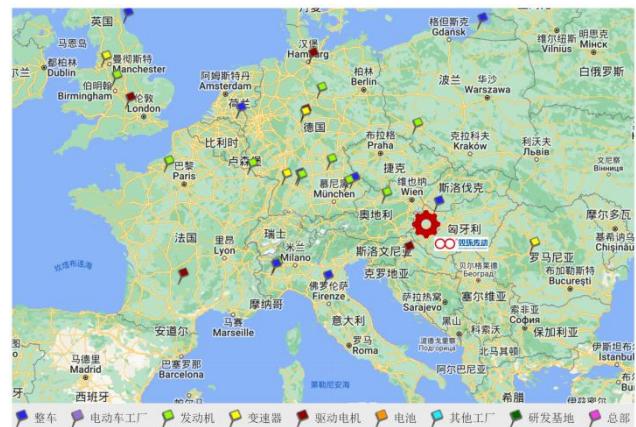
- **技术端：**依靠多年研发积累和精密加工技术，双环已成为国际顶级企业齿轮供应商，质量标准已达世界级水平，多种产品满足国际及各国质量品质标准；
- **人才端：**人才搭建+人才引进+人才培养并举，公司国际化人才数量逐步增加；
- **客户端：**持续与国外车企对接，已导入全球领先电动车企、邦奇标致雪铁龙、舍弗勒、博格华纳等新能源车企及减速器领域供应链，出货量稳步提升；
- **产能端：**拟通过下属公司在匈牙利投资建设新能源汽车齿轮传动部件生产基地，该项目计划投资总金额不超过 1.2 亿欧元（后续保留追究投资的可能）；

图12：双环海外营收（亿元）及海外近期进展



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：双环欧洲工厂有望辐射周边客户



资料来源：公司公告，Marklines，国信证券经济研究所整理

投资建议：国内高精齿轮专家，维持“买入”评级

双环传动座位系国内车端减速器齿轮的行业龙头，后续看点在于 1）车端业务出海获得更大增长空间；2）机器人业务持续推进打开全新增长曲线；3）以及公司持续降本增效带来的盈利能力边际改善，看好公司国内地位持续夯实、出海打开成长空间及产品线推进带来的增量，微幅上调盈利预测，预计 23/24/25 年归母净利润为 8.21/10.45/13.53 亿元（原 8.05/10.39/13.53 亿元），对应 EPS 为 0.97/1.23/1.59 元（原 0.95/1.22/1.59 元），维持“买入”评级。

表2：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					2022	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
300258.SZ	精锻科技	买入	12.34	59	0.51	0.55	0.68	24	22	18
002050.SZ	三花智控	买入	27.28	1,018	0.72	0.87	1.04	38	31	26
601689.SH	拓普集团	买入	62.90	693	1.54	2.13	2.97	41	30	21
	平均			0				34	28	22
002472.SZ	双环传动	买入	25.02	213	0.68	0.97	1.23	37	26	20

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	463	1605	1500	1500	1500	营业收入	5391	6838	8651	10743	12684
应收款项	1303	1773	2370	2943	3475	营业成本	4338	5397	6809	8370	9899
存货净额	1531	1823	2379	2933	3493	营业税金及附加	33	33	41	59	70
其他流动资产	464	445	654	812	959	销售费用	70	69	87	129	127
流动资产合计	3761	5646	6903	8189	9427	管理费用	229	304	384	479	511
固定资产	5547	6543	7557	7832	7934	研发费用	214	298	372	462	495
无形资产及其他	259	416	400	384	369	财务费用	124	71	115	146	148
投资性房地产	154	271	271	271	271	投资收益	(4)	0	15	8	8
长期股权投资	102	19	19	19	19	资产减值及公允价值变动	37	42	14	12	6
资产总计	9823	12895	15149	16694	18020	其他收入	(252)	(383)	(372)	(462)	(495)
短期借款及交易性金融负债	2238	1509	2616	2845	2701	营业利润	377	623	872	1118	1449
应付款项	1480	1881	2375	2929	3488	营业外净收支	2	(4)	0	0	0
其他流动负债	261	453	576	713	842	利润总额	379	619	872	1118	1449
流动负债合计	3979	3843	5568	6487	7032	所得税费用	25	33	46	67	87
长期借款及应付债券	524	1143	1143	1143	1143	少数股东损益	28	4	5	7	9
其他长期负债	328	426	526	626	726	归属于母公司净利润	326	582	821	1045	1353
长期负债合计	852	1569	1669	1769	1869	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	4831	5411	7236	8255	8900	净利润	326	582	821	1045	1353
少数股东权益	119	134	137	140	144	资产减值准备	2	19	27	5	2
股东权益	4874	7350	7776	8299	8975	折旧摊销	450	542	625	749	818
负债和股东权益总计	9823	12895	15149	16694	18020	公允价值变动损失	(37)	(42)	(14)	(12)	(6)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	124	71	115	146	148
每股收益	0.42	0.68	0.97	1.23	1.59	营运资本变动	(60)	(150)	(616)	(490)	(448)
每股红利	0.18	0.23	0.46	0.61	0.80	其它	13	(17)	(25)	(2)	2
每股净资产	6.27	8.64	9.14	9.76	10.55	经营活动现金流	695	934	817	1294	1721
ROIC	5%	7%	7%	9%	11%	资本开支	0	(1590)	(1635)	(1001)	(901)
ROE	7%	8%	11%	13%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	20%	21%	21%	22%	22%	投资活动现金流	(0)	(1507)	(1635)	(1001)	(901)
EBIT Margin	9%	11%	11%	12%	12%	权益性融资	(15)	2002	0	0	0
EBITDA Margin	18%	19%	18%	19%	19%	负债净变化	(212)	620	0	0	0
收入增长	47%	27%	27%	24%	18%	支付股利、利息	(142)	(193)	(394)	(522)	(677)
净利润增长率	537%	78%	41%	27%	30%	其它融资现金流	93	(1141)	1107	229	(144)
资产负债率	50%	43%	49%	50%	50%	融资活动现金流	(631)	1715	713	(293)	(820)
股息率	0.5%	0.7%	1.4%	1.8%	2.4%	现金净变动	64	1142	(105)	0	0
P/E	79.2	48.5	34.4	27.1	20.9	货币资金的期初余额	399	463	1605	1500	1500
P/B	5.3	3.8	3.6	3.4	3.1	货币资金的期末余额	463	1605	1500	1500	1500
EV/EBITDA	32.1	26.3	22.4	18.3	15.5	企业自由现金流	0	(500)	(720)	427	957
						权益自由现金流	0	(1021)	278	519	674

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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