

志邦家居 (603801.SH)

2022 年净利润稳健增长 6%，净利率持续提升

买入

核心观点

全年业绩稳健增长。 FY2022 实现营业收入 53.89 亿元，同比+4.58%。归母净利润 5.37 亿元，同比+6.17%；扣非后归母净利润 4.98 亿元，同比+8.15%。成本费用控制良好，利润率提升。FY2022 毛利率为 37.7%，同比+1.4pp。费用率总体保持稳定。扣非净利率同比+0.3pp 至 9.2%。计提减值损失 0.84 亿元，相较 2021 年增长 52%，若剔除减值影响净利率提升 0.6pp。**四季度收入增速放缓，利润率逐季提升。** FY2022Q4 实现营收 18.72 亿元，同比增长 2.25%；归母净利润 2.22 亿元，同比增长 7.96%；扣非归母净利润 2.01 亿元，同比增长 17.87%。毛利率、净利率在原材料成本下行的情况下逐季提升。**分品类看，衣柜、木门业务收入增速快。** 公司自 2015 年起从厨柜业务向衣柜业务拓展，后拓展木门业务，目前衣柜和木门业务带动整体收入增长，2022 年分别同比+19%和 34%，成为新的业绩贡献增长点。公司逐步完善全屋定制家居品类，多元产品品类共享渠道资源，定制厨衣柜、木门墙板等品类协同效应逐渐显现。毛利率方面，橱柜和衣柜毛利率分别提升 0.8pp 和 4.1pp，衣柜业务规模效应带来的盈利能力的提升尚在爬坡期；木门业务由于开拓精装修工程业务渠道，受大宗渠道价格低、毛利低影响，毛利率下滑 2.7pp。**分渠道看，直营、海外渠道增速快。** 2022 年直营渠道收入同比+23%，直营渠道收入快速增长是基于广州、合肥直营店的持续发力，同时毛利率有所提升；大宗业务收入前三季度下滑较大，四季度受益于“保交付”政策，同比转正，四季度同比+10.8%，全年同比持平；毛利率提升；未来工程渠道公司一方面巩固和拓展与优质地产客户的合作，另一方面积极培育与激活工程业务新增增长点，例如适老公寓、企事业公寓、人才公寓等项目。海外渠道全年收入 1.13 亿元，同比+88%，毛利率大幅改善，与境内业务毛利率仍有较大差距。**零售渠道保持扩张，驶向整家销售新征程。** 报告期内，公司拥有各品类经销商共 2500+家，各品类店面共 4000+家，覆盖全国 1300+个城市，全国门店数量净增加 489 家。整装渠道通过与全国性、区域性头部整装企业合作的方式拓展整装渠道，一方面顺应消费者对家装一站式解决方案的需求，另一方面也可以提升企业前端获客能力。2022 年实现整装渠道营收同比近 20%的增长。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

投资建议：看好公司多渠道全品类增长潜力。 看好公司衣柜木门等多品类成长性；以及零售和整装渠道快速发展。基于交付与订单存在时间差小幅下调盈利预测，预计 2023-2025 年净利润分别为 6.2/7.4/8.6 亿元。基于公司的业绩稳定性、兑现度较高，今年经营环境逐步改善下业绩确定性增强，维持“买入”评级，上调合理估值区间至 33.4~38.1 元，对应 2024 年 14-16x PE。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,153	5,389	6,147	7,038	7,954
(+/-%)	34.2%	4.6%	14.1%	14.5%	13.0%
净利润(百万元)	506	537	625	743	860
(+/-%)	27.8%	6.2%	16.4%	18.9%	15.7%
每股收益(元)	1.62	1.72	2.00	2.38	2.76
EBIT Margin	10.8%	11.3%	11.4%	11.4%	11.7%
净资产收益率 (ROE)	19.5%	18.6%	19.2%	20.0%	20.3%
市盈率 (PE)	19.7	18.5	15.9	13.4	11.6
EV/EBITDA	18.5	16.7	14.8	13.0	11.8
市净率 (PB)	3.84	3.45	3.05	2.68	2.35

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

轻工制造·家居用品

证券分析师：丁诗洁

联系人：刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

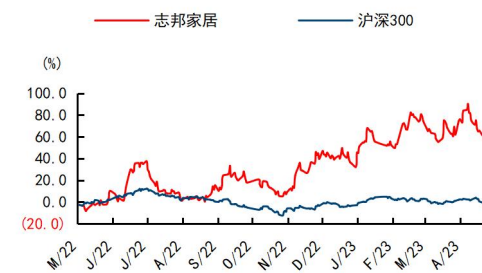
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	33.40 - 38.10 元
收盘价	33.57 元
总市值/流通市值	10468/10468 百万元
52 周最高价/最低价	38.18/18.40 元
近 3 个月日均成交额	114.78 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

《志邦家居 (603801.SH) - 三季度净利润增长 6%，精益管理下毛利率提升》——2022-11-01

《志邦家居 (603801.SH) - 上半年净利润增长 4%，零售渠道保持扩张》——2022-08-30

《志邦家居 (603801.SH) - 衣柜和木门业务快速增长，致力多渠道全品类发展》——2022-04-28

全年业绩稳健增长，利润率逐季环比提升

全年业绩稳健增长。FY2022 实现营业收入 53.89 亿元，同比+4.58%。归母净利润 5.37 亿元，同比+6.17%；扣非后归母净利润 4.98 亿元，同比+8.15%。

成本费用控制良好，利润率提升。FY2022 毛利率为 37.7%，同比+1.4pp。费用率总体保持稳定，销售费用率同比+0.8pp 至 15.4%；管理费用率同比+0.5pp 至 5.0%；研发费用率同比-0.3pp 至 5.2%；财务费用率同比-0.2pp 至-0.3%。

盈利水平同比提升。FY2022 营业利润率为 10.7%，同比持平；净利润率同比+0.1pp 至 10.0%；扣非净利润率同比+0.3pp 至 9.2%。计提减值损失 0.84 亿元，相较 2021 年增长 52%，其中坏账损失占 90%，其次有小部分存货跌价损失及合同履约成本减值损失，若剔除减值影响，净利率提升 0.6pp。

图1：公司营业收入及增速



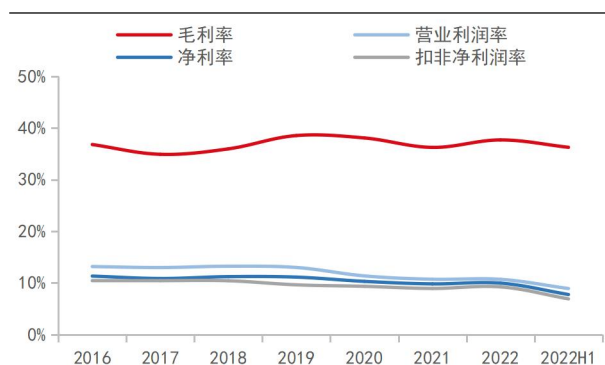
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司扣非归母净利润及增速



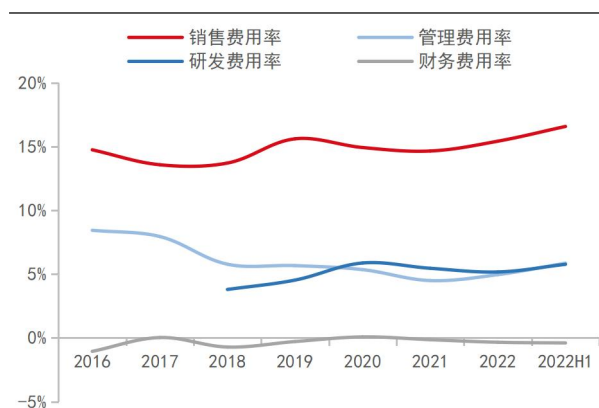
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：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4：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

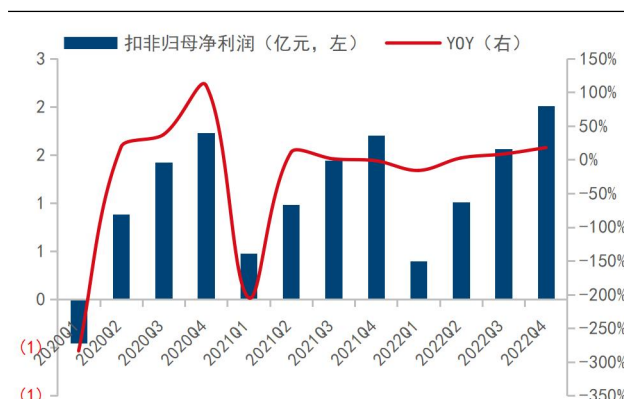
四季度收入增速放缓，利润率逐季提升。FY2022Q4 公司实现营业收入 18.72 亿元，同比增长 2.25%；归母净利润 2.22 亿元，同比增长 7.96%；扣非归母净利润 2.01 亿元，同比增长 17.87%。毛利率、净利率在原材料成本下行的情况下逐季提升。

图5：公司单季度营业收入及增速



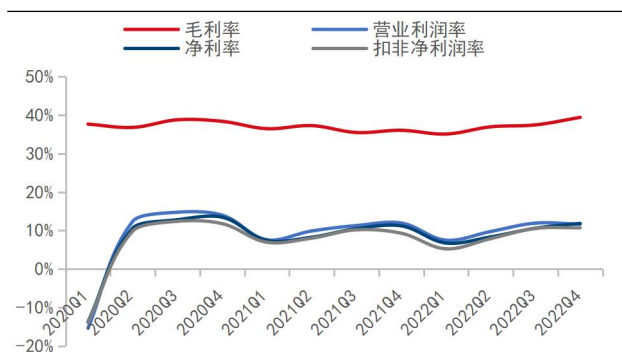
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度扣非归母净利润及增速



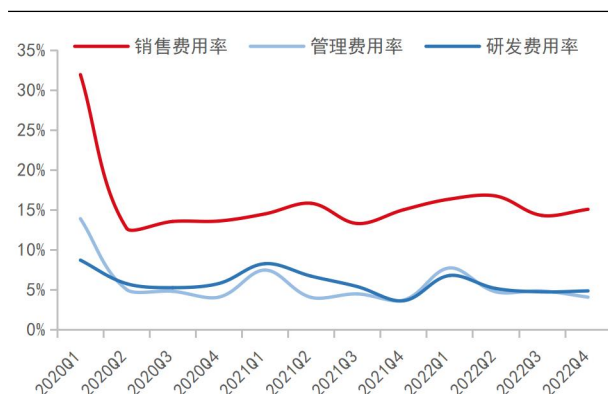
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司单季度利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品类看，衣柜、木门业务收入增速快。公司自2015年起从厨柜业务向衣柜业务拓展，后继续拓展木门业务，目前衣柜和木门业务带动整体收入增长，2022年分别同比+19%和34%，成为新的业绩贡献增长点。公司逐步完善全屋定制家居品类，多元产品品类共享渠道资源，定制厨柜、定制衣柜、木门墙板等品类协同效应逐渐显现。毛利率方面，橱柜和衣柜毛利率分别提升0.8pp和4.1pp，衣柜业务规模效应带来的盈利能力的提升尚在爬坡期；木门业务由于开拓精装修工程业务渠道，受大宗渠道价格低、毛利低影响，毛利率下滑2.7pp。

分渠道看，直营、海外渠道增速快。2022年直营渠道收入同比+23%，直营渠道收入快速增长是基于广州、合肥直营店的持续发力，同时毛利率有所提升；大宗业务收入前三季度下滑较大，四季度受益于“保交付”政策，同比转正，四季度同比+10.8%，全年同比持平；毛利率提升；未来工程渠道公司一方面巩固和拓展与优质地产客户的合作，另一方面积极培育与激活工程业务新增长点，例如适老公寓、企事业公寓、人才公寓等项目。海外渠道全年收入1.13亿元，同比+88%，占整体收入规模2%；海外业务不断探索新模式，产品已遍布澳大利亚、美国、加拿大、中东、东南亚等地区，海外合作加盟已覆盖泰国、柬埔寨、菲律宾、马尔代夫、缅甸等地区；毛利率大幅改善，与境内业务毛利率仍有较大差距。

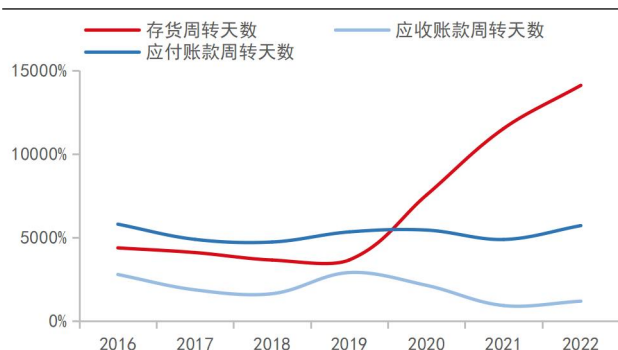
表1：志邦家居分品类/渠道收入及毛利率

	2019	2020	2021	2022	2022H1	2022H2	2022Q4
分产品	2,962.14	3,840.44	5,152.80	5,388.78	2,035.25	3,353.53	1,871.82
整体厨柜	2,117.11	2,498.60	2,934.17	2,736.61	1,016.68	1,719.93	984.90
定制衣柜	734.44	1,140.87	1,759.78	2,102.74	834.28	1,268.46	661.09
木门	27.63	43.37	169.82	227.86	74.06	153.80	104.03
YOY	22%	30%	34%	5%	7%	3%	2%
整体厨柜	10%	18%	17%	-7%	-6%	-7%	-7%
定制衣柜	71%	55%	54%	19%	23%	18%	15%
木门	255%	57%	292%	34%	147%	10%	12%
毛利率	38.5%	38.1%	36.2%	37.7%	36.3%	38.6%	39.4%
整体厨柜	42.4%	41.8%	40.5%	41.3%	41.2%	41.3%	42.2%
定制衣柜	31.6%	33.4%	34.4%	38.5%	35.4%	40.6%	41.8%
木门	-3.6%	16.0%	13.0%	10.4%	10.7%	10.2%	6.9%
分渠道	2,962.14	3,840.44	5,152.80	5,388.78	2,035.25	3,353.53	1,871.82
门店合计	2,100.00	2,357.00	3,152.02	3,296.37	1,410.00	1,886.37	904.92
直营店	182.00	232.00	322.38	396.65	169.00	227.65	105.12
经销店	1,918.00	2,125.00	2,829.64	2,899.85	1,241.00	1,658.85	799.80
大宗业务	639.00	1,175.00	1,651.25	1,657.27	474.00	1,183.27	801.45
海外			60.50	113.45			
YOY	22%	30%	34%	5%	7%	3%	2%
门店合计	13%	12%	34%	5%	12%	0%	-7%
直营店	16%	27%	39%	23%	35%	16%	5%
经销店	13%	11%	33%	2%	10%	-2%	-9%
大宗业务	64%	84%	41%	0%	-9%	5%	11%
海外				88%			
毛利率	38.5%	38.1%	36.2%	37.7%	36.3%	38.6%	39.4%
门店合计	39.4%	38.4%	37.6%	38.8%	37.7%	39.5%	37.6%
直营店	62.9%	63.0%	65.8%	67.5%	66.2%	68.4%	70.8%
经销店	37.2%	35.8%	34.3%	34.8%	33.9%	35.5%	33.3%
大宗业务	42.0%	41.5%	38.5%	40.5%	38.8%	41.2%	44.1%
海外			-4.9%	12.1%			

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

净营业周期增加。FY2022 存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 141/12/57 天，同比+25.8/+2.6/+8.3 天，存货周转周期延长；净营业周期同比增加 20 天。**经营性现金流充足。**FY2022 经营性净现金流 7.66 亿，同比+54.4%。

图9：公司存货应收/应付账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司经营性净现金流



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

零售渠道保持扩张，驶向整家销售新征程

报告期内，公司拥有各品类经销商共 2500+家，各品类店面共 4000+家，覆盖全国 1300+个城市，全国门店数量净增加 489 家。店面已形成“全屋定制”发展格局。

公司向下游延伸，通过与全国性、区域性头部整装企业合作的方式拓展整装渠道，一方面顺应消费者对家装一站式解决方案的需求，另一方面也可以提升企业前端获客能力。公司近年识别到整装蓝海机会，通过提前布局，快速完善整装渠道产品线，并在报告期内寻求全国核心区域整装合作机会，实现整装渠道营收同比近 20% 的增长。

表2：公司门店数量

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
橱柜	1,112	1,335	1,487	1,535	1,576	1,691	1,722
衣柜	153	395	726	1,078	1,366	1,619	1,726
木门			88	156	203	399	748
直营店					29	33	35
合计	1,265	1,730	2,301	2,827	3,232	3,742	4,231

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好公司多渠道、全品类增长潜力

公司橱柜业务在业内享有高知名度；衣柜近年来快速发展成为公司第二增长曲线；木门、其它成品家具等品类持续扩充，多元化平台搭建日趋完善。随公司品类逐渐补全，多品类产生协同效益；同时随整装模式的发展，以及南下战略的推进，零售端业务逐步释放业绩；大宗渠道目前处于调整阶段，比起增长更加关注控制风险、健康稳定发展。

基于交付与订单存在时间差，2023 年一季度仍受 2022 年底疫情影响，小幅下调对公司 2023-2024 年的盈利预测。预计 2023-2025 年的收入分别为 61.47、70.38 和 79.54 亿元（前值为 64.2 和 73.8 亿元），同比增速 14.1%、14.5%、13.0%；预计 2023-2025 年的净利润分别为 6.25、7.43 和 8.6 亿元（前值为 6.42 和 7.56 亿元），同比增速 16.4%、18.9%、15.7%。基于公司的业绩稳定性、兑现度和成长性相对较高，以及今年经营环境逐步改善，公司业绩确定性增强，我们维持“买入”评级，上调合理估值区间至 33.4~38.1 元（前值为 28.5~30.4 元），合理估值对应 2024 年 14-16x PE。

表3：盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,153	5,389	6,147	7,038	7,954
(+/-%)	34.2%	4.6%	14.1%	14.5%	13.0%
净利润(百万元)	506	537	625	743	860
(+/-%)	27.8%	6.2%	16.4%	18.9%	15.7%
每股收益(元)	1.62	1.72	2.00	2.38	2.76
经营利润率	10.8%	11.3%	11.4%	11.4%	11.7%
净资产收益率(ROE)	19.5%	18.6%	19.2%	20.0%	20.3%
市盈率(PE)	19.7	18.5	15.9	13.4	11.6
EV/EBITDA	18.5	16.7	14.8	13.0	11.8
市净率(PB)	3.84	3.45	3.05	2.68	2.35

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

表4: 可比公司估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
603801	志邦家居	买入	31.9	1.6	1.7	2.0	2.4	19.7	18.5	15.9	13.4
同类公司											
603833	欧派家居	买入	112.7	4.4	4.4	5.2	6.0	25.6	25.6	21.8	18.9
'001322	箭牌家居	买入	17.8	0.7	0.6	0.7	0.9	27.0	29.0	24.4	19.6
603195	公牛集团	买入	148.7	4.6	5.2	6.0	7.0	32.1	28.9	24.7	21.3
603816	顾家家居	买入	36.9	2.7	2.2	2.5	2.9	13.9	16.9	14.9	12.7
002572	索菲亚	买入	19.2	0.1	1.2	1.4	1.6	147.5	16.4	13.5	11.7
300616	尚品宅配	买入	21.3	0.5	0.7	1.1	1.3	47.4	29.3	20.3	16.2
603008	喜临门	买入	24.4	1.5	1.5	1.7	2.1	16.8	16.7	14.1	11.7
603208	江山欧派	增持	54.8	2.5	0.7	2.7	3.2	22.4	83.1	20.6	17.2
1999	敏华控股	无评级	5.8	0.5	0.7	0.8	0.9	12.6	8.7	7.2	6.8
603313	梦百合	无评级	9.9	-0.6	0.4	0.7	1.0	-17.3	27.6	14.0	6.8
603818	曲美家居	无评级	5.9	0.3	0.4	0.7	0.9	19.1	15.3	8.7	6.5
301061	匠心家居	无评级	30.3	4.6	2.6	2.8	3.5	6.6	11.7	10.7	8.6
603180	金牌厨柜	无评级	34.5	2.3	2.4	2.7	3.3	14.9	14.5	12.6	10.4
603898	好莱客	无评级	10.4	0.2	1.4	1.0	1.2	49.4	7.3	9.9	8.7
603992	松霖科技	无评级	15.5	0.8	0.8	0.9	1.0	20.7	19.4	17.0	15.8
603408	建霖家居	无评级	11.5	0.8	1.0	1.2	1.3	13.7	11.4	9.9	8.6

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理估算

注: 无评级公司盈利预测来自 wind 和彭博一致预期

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	668	705	705	705	1319	营业收入	5153	5389	6147	7038	7954
应收款项	405	340	436	499	543	营业成本	3285	3358	3839	4408	4980
存货净额	388	305	441	474	519	营业税金及附加	40	44	50	57	64
其他流动资产	1123	1084	1182	1434	1583	销售费用	756	832	939	1065	1191
流动资产合计	2787	2957	3286	3635	4488	管理费用	241	280	312	353	393
固定资产	1548	1609	1841	2079	2265	研发费用	282	279	318	364	408
无形资产及其他	232	255	245	235	224	财务费用	(7)	(18)	(6)	(7)	(8)
投资性房地产	695	822	822	822	822	投资收益	(1)	16	3	4	4
长期股权投资	36	134	168	211	269	资产减值及公允价值变动	(32)	(50)	(95)	(37)	(14)
资产总计	5298	5777	6362	6981	8068	其他收入	(37)	(105)	(110)	(27)	(4)
短期借款及交易性金融负债	305	375	309	100	200	营业利润	552	576	684	813	940
应付款项	801	1088	1069	1239	1465	营业外净收支	(2)	1	(5)	(5)	(6)
其他流动负债	1320	1312	1581	1767	1984	利润总额	550	577	679	808	934
流动负债合计	2426	2775	2959	3105	3649	所得税费用	44	40	54	65	75
长期借款及应付债券	200	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	81	124	144	164	184	归属于母公司净利润	506	537	625	743	860
长期负债合计	281	124	144	164	184	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2707	2899	3103	3270	3833	净利润	506	537	625	743	860
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	22	4	9	6	6
股东权益	2591	2879	3259	3712	4235	折旧摊销	125	159	180	210	238
负债和股东权益总计	5298	5777	6362	6981	8068	公允价值变动损失	(49)	32	37	14	16
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(7)	(18)	(6)	(7)	(8)
每股收益	1.62	1.72	2.00	2.38	2.76	营运资本变动	(602)	384	(50)	33	230
每股红利	0.63	0.65	0.78	0.93	1.08	其它	(22)	(4)	(9)	(6)	(6)
每股净资产	8.30	9.23	10.45	11.90	13.58	经营活动现金流	(20)	1112	792	1000	1343
ROIC	32%	30%	34%	36%	40%	资本开支	0	(178)	(448)	(457)	(435)
ROE	20%	19%	19%	20%	20%	其它投资现金流	123	(319)	0	0	0
毛利率	36%	38%	38%	37%	37%	投资活动现金流	125	(596)	(482)	(500)	(493)
EBIT Margin	11%	11%	11%	11%	12%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	14%	14%	14%	15%	负债净变化	200	(200)	0	0	0
收入增长	34%	5%	14%	14%	13%	支付股利、利息	(198)	(204)	(244)	(290)	(336)
净利润增长率	28%	6%	16%	19%	16%	其它融资现金流	(265)	328	(66)	(209)	100
资产负债率	51%	50%	49%	47%	48%	融资活动现金流	(262)	(479)	(310)	(499)	(236)
息率	2.0%	2.0%	2.5%	2.9%	3.4%	现金净变动	(157)	37	0	1	614
P/E	19.7	18.5	15.9	13.4	11.6	货币资金的期初余额	825	668	705	705	705
P/B	3.8	3.5	3.0	2.7	2.3	货币资金的期末余额	668	705	705	705	1319
EV/EBITDA	18.5	16.7	14.8	13.0	11.8	企业自由现金流	0	931	326	524	886
						权益自由现金流	0	1060	260	319	996

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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