

首旅酒店 (600258.SH)

2022 年承压筑底，期待激励优化全新启航

买入

核心观点

2022 年归母净利润亏损 5.8 亿，处于预告区间，疫情下承压。2022 年公司营收 50.89 亿元/-17.29%，全年 RevPAR 恢复至 2019 年的 61%；归母与扣非净利润各亏 5.82 和 6.74 亿元，同比转亏，处于预告区间内。酒店收入 49.03 亿元/-15.93%，净亏损 6.02 亿元/去年亏 0.40 亿元；景区收入 1.86 亿元/-42.03%，净亏损 0.13 亿元/去年盈利 0.89 亿元。**单 Q4 营收 12.52 亿元/-12.30%，归母与扣非净利润各亏 2.51、2.77 亿，增亏 1.82 和 1.95 亿。**

2022 年新开 879 家，2023 计划新开 1500-1600 家。2022 年新开店 879 家（目标 1300-1400）/净增 67 家，经济型/中高端/轻管理/其他各新开 97/200/582/0 家，净增-298/+133/+754/-522 家。公司 2022 年对主要管理输出合作公司进行了收购，其中有 363 家转入华驿轻管理，其他则多数清退，同时经济型减少较多预计主要系疫情等因素闭店、升级改造等影响。2022 年末，公司酒店共 5983 家，中高端房间量占比提至 35%，期间中高端占酒店收入比达 53%；2022 年末，公司储备店为 2,085 家，其中经济型/中高端/轻管理各占比 16%/28%/56%，为 2023 年新开 1500-1600 家店提供基础。期末公司直营客房占比 17.39%，加盟客房占比 82.61%，加盟持续提升，但直营占比仍高于同行。

刚性成本拖累毛利率及管理费率，销售费率有所改善。2022 年，公司毛利率 15.7%/-10.5pct，折摊及人工刚性；公司期间费用率 29.6%/+2.6pct，其中管理/财务/研发费率同比各+2.3/0.4/0.3pct，销售费率同比-0.4pct，主要系销售佣金减少且其他费用控制良好。**全年资产和信用减值损失 1.80 亿元也拖累业绩。**截至报告期末，会员总数已达 1.38 亿，同比增长 3.76%。2022 年，线上中央预订贡献 48.5%/+5.5%。

今年一季度 RevPAR 恢复约 95%+，高端资产注入方案落地。今年 1-3 月，公司 REVPAR 分别恢复 77%、118%、99%，估算一季度 REVPAR 恢复 95%，逐步复苏。在国企改革背景下，公司拟全面加大开发与运营激励，强化收益管理，助力规模成长和盈利提升。公司也公告拟分别以 1.99 亿元、5061 万元、623 万元收购诺金 100%股权（含环球影城诺金管理权）、首旅日航 50%股权、安麓 40%股权，对应 36 家酒店/13654 间客房，对应 2021 年净利润贡献 1900 万元，PE 估值 13x（其中诺金收购估值 11x），未来出行复苏和环球影城项目客流潜力释放下盈利有望进一步扩容（2021.9 底环球影城项目开业）。伴随上述高端资产管理权注入，公司高端品牌矩阵和管理能力有望全面丰富，进而助力中线发展。

风险提示：疫情反复、出行复苏、门店扩张及国企改革低于预期等。

投资建议：期待复苏和激励变化，维持“买入”评级。考虑高端资产整合注入，但兼顾公司过往开店和恢复节奏差异，预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.71/1.05/1.23 元（23-34 年较此前 0.73/1.09 元略下调），对应 23-25 年 PE 估值 34/23/20x。但综合来看，公司未来一看直营店占比较高下，RevPAR 全面复苏下仍有一定的业绩弹性；二看公司三年承压后，在国企改革强化做大做强背景下，公司未来经营和开发激励有望全面强化，从而提振中线成长空间，维持“买入”评级。

公司研究·财报点评

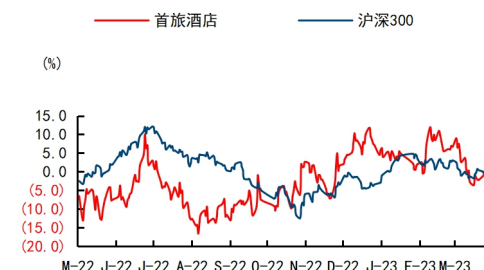
社会服务·酒店餐饮

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	23.91 元
总市值/流通市值	26752/25594 百万元
52 周最高价/最低价	26.68/19.21 元
近 3 个月日均成交额	264.88 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

- 《首旅酒店 (600258.SH) - 第三季度经营环比改善，未来看点仍多》——2022-10-30
- 《首旅酒店 (600258.SH) - 短期经营承压开店放缓 后市仍有看点》——2022-08-30
- 《首旅酒店 (600258.SH) - 一季报增亏，关注后续疫情与复苏预期变化》——2022-04-29
- 《首旅酒店 (600258.SH) - 2021 年扭亏为盈，2022 年开店目标提速》——2022-03-31
- 《首旅酒店 (600258.SH) - 21 年业绩扭亏开店加快 出行复苏预期强化》——2022-03-06

盈利预测和财务指标

	2019	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	6,153	5,089	8,108	9,156	10,277
(+/-%)	16.5%	-17.3%	59.3%	12.9%	12.2%
净利润(百万元)	56	-582	801	1176	1374
(+/-%)	-111.2%	-1145.6%	-237.6%	46.9%	16.8%
每股收益(元)	0.05	-0.52	0.71	1.05	1.23
EBIT Margin	8.8%	-3.4%	12.5%	16.3%	17.7%
净资产收益率(ROE)	0.5%	-5.6%	7.3%	10.1%	11.0%
市盈率(PE)	481.6	-46.1	33.5	22.8	19.5
EV/EBITDA	51.1	302.1	30.2	22.3	18.9
市净率(PB)	2.42	2.56	2.44	2.30	2.15

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

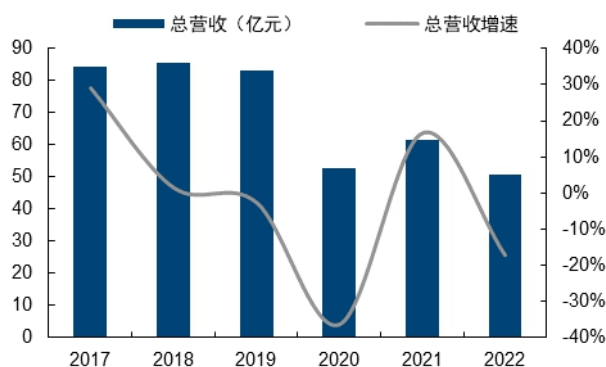
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

2022 年归母净利润亏损 5.8 亿，处于预告期间，疫情扰动下整体承压。2022 年公司实现营业收入 50.89 亿元，同比下降 17.29%，为 2019 年的 61%；归母与扣非业绩各亏损 5.82 和 6.74 亿元，同比均转亏，处于此前业绩预告区间内（归母净利润亏损 5.2~6.0 亿元，扣非净利润亏损 6.2~7.0 亿元）。

其中公司 2022 年酒店业务收入 49.03 亿元，同比下滑 15.93%，净亏损 6.02 亿元，同比增亏（去年亏损 0.40 亿元）；景区业务收入 1.86 亿元，同比下滑 42.03%，净亏损 0.13 亿元，同比转亏（去年盈利 0.89 亿元）。

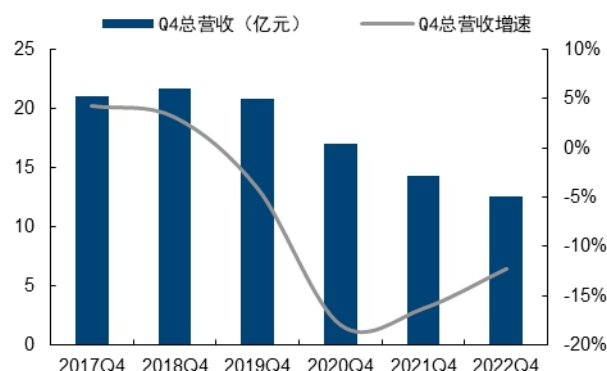
Q4 营收恢复放缓，受疫情影响同比下滑 12%。2022Q4，公司实现营业收入 12.52 亿元，同比下滑 12.30%，仅为疫情前的 60%（21Q4 为疫情前同期的 69%），业绩与扣非业绩各亏 2.51 亿元和 2.77 亿元，同比各增亏 1.82 亿元和 1.95 亿元，承压严重，主要系 Q4 疫情反复。

图1：首旅酒店营业收入及增速（单位：亿元、%）



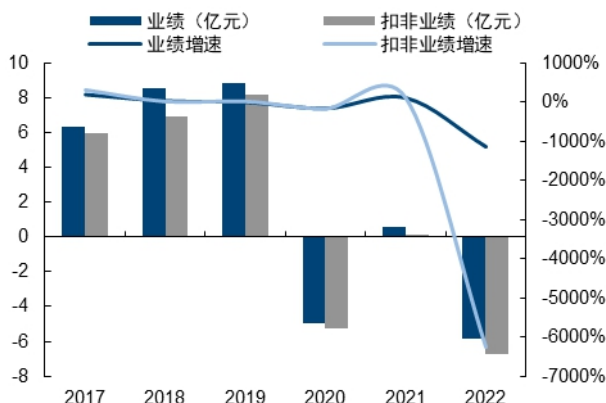
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：首旅酒店 Q4 营业收入及增速（单位：亿元、%）



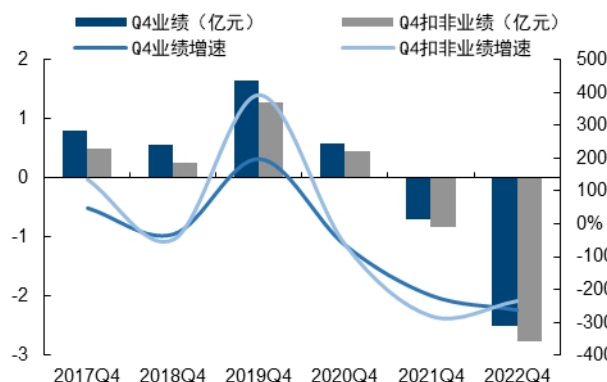
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：首旅酒店归母净利润及增速（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4：首旅酒店 Q4 归母净利润及增速（单位：亿元、%）



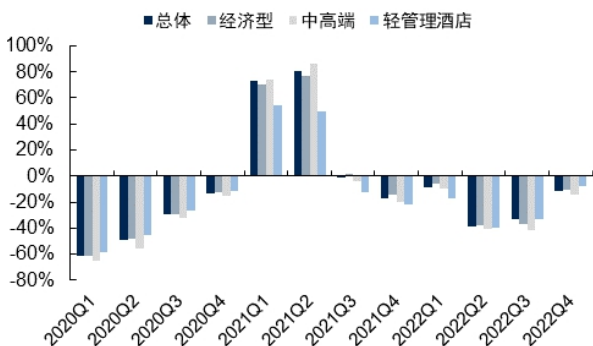
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 全年酒店 RevPAR 恢复 61%，整体承压。2022 年全年，公司酒店 RevPAR-17.9%，恢复至 2019 年 61.4%，其中经济型/中高端酒店/云酒店分别恢复 62.7%/55.9%/56.5%，同店 RevPAR-20.6%（ADR-7.4%，OCC-9.1pct），恢复 59.3%（ADR-13.5%，OCC-25.1pct），经济型/中高端酒店/云酒店分别恢复 60.4%/56.1%/61.9%。同时，分季度来看，相比锦江酒店和华住集团，公司恢复相

对较缓，22 年 Q4 公司 RevPAR 仅恢复至疫情前的 63%。

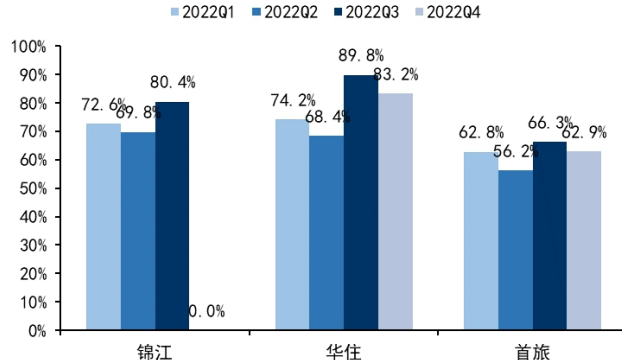
其中，22Q4 酒店整体 RevPAR 95 元/-11.6% (ADR-2%/OCC-5.7pct)，较疫前恢复 63% (ADR-6.5%/OCC-25.3pct)。Q4 经济型/中高端酒店/轻管理酒店 RevPAR 分别恢复 65.8%/56.2%/62.9%。Q4 同店（开业 42 个月以上）RevPAR96 元/-14.6% (ADR-4.3%,OCC-6.5pct)，恢复至 2019 年同期的 60.9% (ADR-11.7%,OCC-24.1pct)，经济型/中高端酒店/轻管理酒店 RevPAR 分别恢复 65.0%/54.4%/69.5%。

图5：首旅各档次酒店季度 RevPAR 同比变化



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

图6：三大龙头境内酒店 2022 年各季度 RevPAR 恢复情况

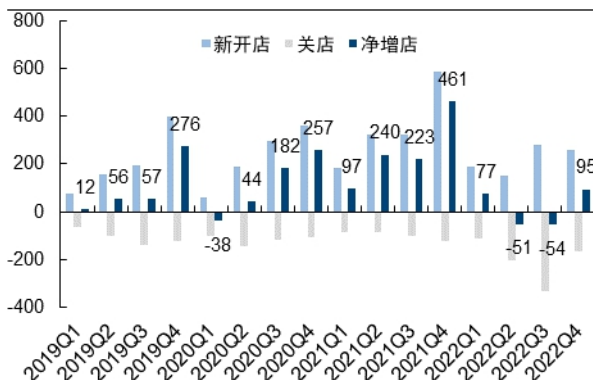


资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

2022 年新开 879 家，轻管理占比超 6 成。2022 年新开酒店 879 家（目标 1300-1400）/净增 67 家，经济型/中高端/轻管理/其他各新开 97/200/582/0 家，净增 -298/+133/+754/-522 家。2022 年第三季度，公司完成对管理输出业务的一家主要合作公司 70% 股权的收购，将该合作公司旗下管理的 363 家满足“华驿”标准的管理输出酒店转入“轻管理-华驿”进行管理，对剩余 124 家酒店终止提供管理输出服务。同时经济型酒店减少主要系疫情、物业到期关店、升级改造等综合影响所致。

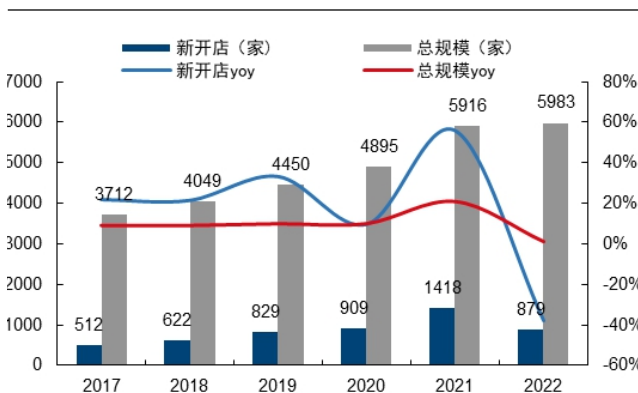
截至 2022 年底，公司酒店数量达到 5983 家/+1.13%。按房间量计，公司中高端有所强化，占比由 2021 年 31.6% 提升至 35%，期间中高端占酒店收入比达 53%。直营店占比由 2021 年 18.8% 进一步下降为 17.4%。

图7：首旅酒店季度开店情况



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

图8：公司 2016-2022 年新开酒店和门店总规模变化



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

2022 年公司计划新开酒店 1500-1600 家，预计中高端与软品牌仍为主力。截止 2022 年末，公司储备店 2085 家，助力 2023 年提速拓店，其中经济型/中高端/轻

管理各占比 16%/28%/56%，为 2023 年新开 1500-1600 家店提供基础。2022 年末公司直营占比 11.32%，按客房占比 17.39%，加盟酒店占比 88.68%，按客房占比 82.61%，加盟持续提升。但横向来看，公司直营占比仍相对高于行业同行。

表1：公司过去几年开店目标及完成情况

	计划新增开业	实际新开	实际净增	年底签约酒店
2018	不低于 450 家	622	337	530
2019	不低于 800 家	829	401	660
2020	800-100 家	909	445	1,219
2021	1400-1600 家	1,418	1,021	1,791
2022	1800-2000 家 后调至 1300-1400	879（疫情影响）	67	2085
2023	1500-1600 家			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注意：2022 年主要是疫情影响持续 3 年后关店等影响较大，同时公司对管理输出门店进行清理所致。

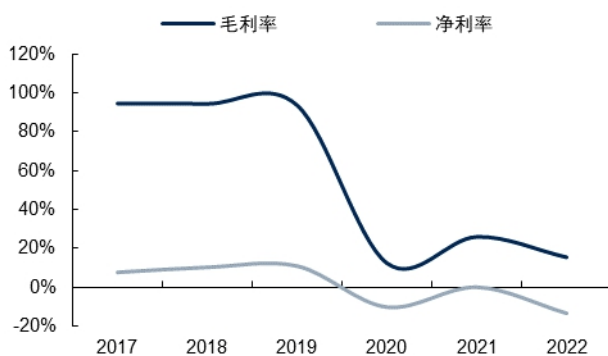
表2：截止 2022 年公司新增及在营酒店情况

	2022 年新开酒店家数		在营酒店家数		在营客房间数		截止 2022.12.31 储备店	
	酒店家数	占比	酒店家数	占比	客房间数	占比	酒店家数	占比
经济型酒店	97	11.04%	1,993	33.31%	183,401	39.19%	337	16.16%
中高端酒店	200	22.75%	1,517	25.36%	165,181	35.30%	586	28.11%
轻管理酒店	582	66.21%	2,451	40.97%	118,142	25.24%	1160	55.64%
其他（含管理输出）	-	-	22	0.37%	1,259	0.27%	2	0.10%
合计	879	100.00%	5,983	100.00%	467,983	100.00%	2,085	100.00%
其中：直营	29	3.30%	677	11.32%	81,382	17.39%	1	0.05%
特许	850	96.70%	5,306	88.68%	386,601	82.61%	2,084	99.95%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

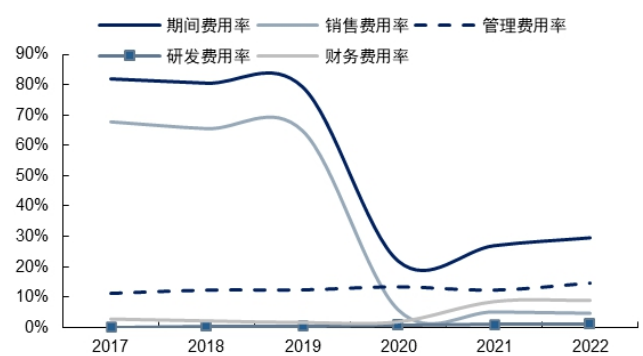
刚性成本拖累毛利率及管理费率，销售费率有所改善。2022 年，公司毛利率 15.7%/-10.5pct，主要系折摊及人工刚性；公司期间费用率 29.6%/+2.6pct，其中管理/财务/研发费率同比各+2.3/0.4/0.3pct，销售费率同比-0.4pct，主要系销售佣金减少且其他费用控制良好。截至报告期末，会员总数已达 1.38 亿，同比增长 3.76%。**全年资产和信用减值损失 1.80 亿元也拖累业绩。**2022 年，公司自有渠道入住间夜数占比为 76.18%，较 2021 年 75.7%略有提升。2022 年，线上中央预订贡献 48.5%/+5.5%。

图9：首旅酒店毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：首旅酒店期间费用率变化情况

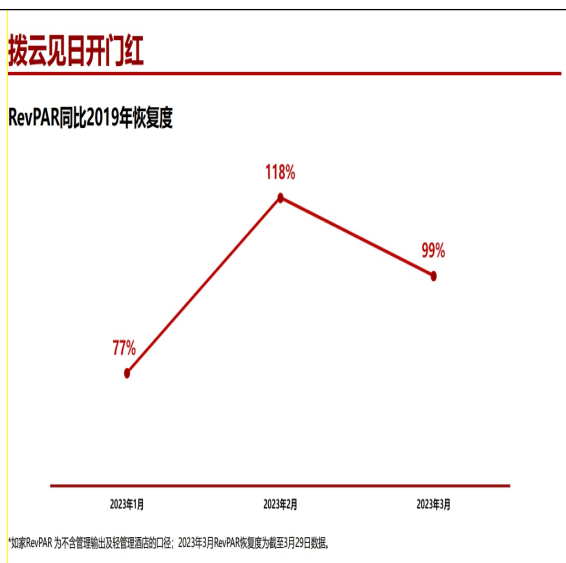


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

今年一季度 RevPAR 恢复约 95%+，高端资产注入方案落地

今年 1-3 月，公司 REVPAR 分别恢复 77%、118%、99%，估算一季度 REVPAR 恢复 95%，逐步复苏。如家 Neo 等持续升级，中高端占比提升也助力其持续成长。同时，公司公告拟分别以 1.99 亿元、5061 万元、623 万元收购诺金 100%股权（含环球影城诺金管理权）、首旅日航 50%股权、安麓 40%股权，共管理约 36 家酒店/13654 间客房，核心城市为主，对应 2021 年净利润贡献 1900 万元，对应 PE13x（其中最主要的诺金收购估值 11x，考虑其后续环球影城等门店潜力，上述估值相对不高），未来出行复苏和环球影城项目客流潜力释放下盈利有望进一步扩容（2021.9 底环球影城项目开业）。公司于 2021 年聘任刘晨军出任首旅安诺酒店 CEO，负责公司奢华酒店发展。伴随上述高端资产管理权注入，公司高端品牌矩阵和管理能力有望全面丰富，进而助力中线发展。

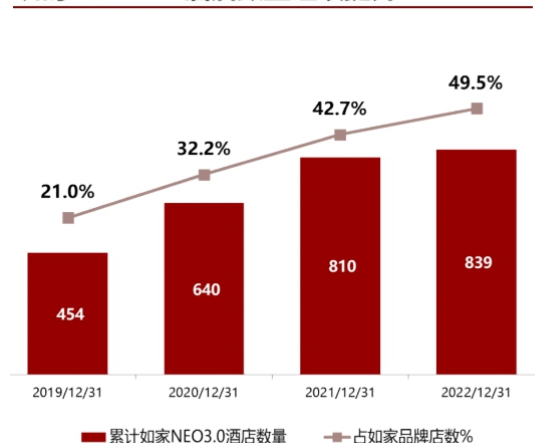
图 11：首旅酒店今年一季度 REVPAR 恢复



资料来源：公司公开业绩交流，wind，国信证券经济研究所整理

图 12：公司如家 NEO3.0 占比持续提升

如家 NEO3.0 酒店数量持续提升



资料来源：公司公开业绩交流会，wind，国信证券经济研究所整理

表 3：首旅酒店拟收购集团高端酒店管理资产汇总

标的	收购比例	转让价格（万元）	净利润（万元）	PE	标的概况
诺金公司	100%	19,921.78	1,767.68	11.27	目前有三家诺金酒店在运营中，由凯燕国际进行管理，分别是商务型燕翔诺金酒店、传承型北京饭店诺金酒店、北京环球度假区诺金度假酒店。此外，诺金持股凯燕国际 50% 股权，而目前凯燕国际共管理 24 家酒店，共计约 10,050 间（套）客房，品牌涵盖凯宾斯基、诺金等，酒店分布在国内一、二线城市。
首旅日航	50%	5,060.65	259.76	38.96	主要业务为在国内开发、管理五星级国际酒店品牌“日航饭店”，目前在北京、上海、广州等地共管理 8 家已开业运营酒店，客房总数共计 3,363 间（套），并有部分已签约待开业酒店。
安麓公司	40%	622.83	2.57	605.87	主营业务为酒店管理，是为中国创建的高品质生活方式度假酒店品牌，在门户城市和自然文化胜地选址，主要集中在长三角、珠三角和西南等区域，在高端度假酒店市场有一定的影响力，截至 2022 年底，安麓已开业酒店 4 家，主要分布在上海、杭州及成都，共有客房 241 间（套），并有部分已签约待开业酒店
综合		25,605.26	1,898.59	13	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：期待复苏和激励变化，维持“买入”评级

考虑高端资产整合注入，但兼顾公司过往开店和恢复节奏差异，预计公司2023-2025年EPS为0.71/1.05/1.23元(23-34年较此前0.73/1.09元有所下调)，对应23-25年PE估值34/23/20x。综合来看，公司未来一看直营店占比较高下，RevPAR全面复苏下的经营弹性；二看公司三年承压后，在国企改革强化做大做强背景下，公司未来经营和开发激励有望全面强化，维持“买入”评级。

风险提示

防控政策边际放松节奏低于预期；

加速开店未达预期、国企改革进度低于预期；

行业供给过剩及竞争格局加剧等风险。

表4：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2022/3/30	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
600258.SH	首旅酒店	23.9	267.5	-0.08	-0.43	0.71	1.05	-	-	33.5	22.8	买入
600754.SH	锦江酒店	64.0	684.8	0.10	0.15	1.51	2.12	640.0	426.7	42.4	30.2	买入
1179.HK	华住集团-S	37.4	974.9	-0.08	-0.43	0.80	1.14	-	-	46.8	32.8	买入
301073.SZ	君亭酒店	69.0	89.4	0.46	0.37	1.13	1.64	150.0	186.5	61.1	42.1	增持

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	3181	1007	1663	2434	3469	营业收入	6153	5089	8108	9156	10277
应收款项	387	631	333	376	422	营业成本	4544	4291	5765	6254	6906
存货净额	45	36	76	83	91	营业税金及附加	41	38	54	61	69
其他流动资产	231	191	568	641	719	销售费用	323	244	349	380	421
流动资产合计	3952	3357	4133	5056	6255	管理费用	705	689	930	973	1065
固定资产	2431	2270	2678	2938	3168	财务费用	522	452	95	80	76
无形资产及其他	3524	3493	3353	3214	3074	投资收益	1	(18)	(10)	10	10
投资性房地产	16716	15985	15985	15985	15985	资产减值及公允价值变动	41	224	48	48	48
长期股权投资	382	343	363	363	363	其他收入	(55)	(325)	0	0	0
资产总计	27006	25448	26512	27556	28844	营业利润	4	(745)	953	1466	1798
短期借款及交易性金融负债	1935	2482	2000	2000	2000	营业外净收支	2	17	2	10	10
应付款项	97	115	1526	1653	1825	利润总额	6	(728)	955	1476	1808
其他流动负债	3148	2715	2348	2536	2803	所得税费用	(4)	(53)	124	266	398
流动负债合计	5180	5313	5874	6189	6628	少数股东损益	(46)	(93)	30	34	36
长期借款及应付债券	398	10	10	10	10	归属于母公司净利润	56	(582)	801	1176	1374
其他长期负债	10107	9516	9516	9516	9516						
长期负债合计	10505	9526	9526	9526	9526	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	15684	14838	15400	15714	16153	净利润	56	(582)	801	1176	1374
少数股东权益	221	122	143	167	192	资产减值准备	(129)	137	(109)	5	5
股东权益	11101	10488	10969	11674	12499	折旧摊销	291	311	389	422	453
负债和股东权益总计	27006	25448	26512	27556	28844	公允价值变动损失	(41)	(224)	(48)	(48)	(48)
						财务费用	522	452	95	80	76
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1135)	(333)	817	197	311
每股收益	0.05	(0.52)	0.71	1.05	1.23	其它	516	(300)	130	19	20
每股红利	0.47	0.40	0.29	0.42	0.49	经营活动现金流	(442)	(991)	1979	1771	2116
每股净资产	9.90	9.35	9.78	10.41	11.15	资本开支	0	(449)	(500)	(500)	(500)
ROIC	9%	-1%	9%	12%	14%	其它投资现金流	259	(1384)	0	(30)	(30)
ROE	1%	-6%	7%	10%	11%	投资活动现金流	269	(1793)	(520)	(530)	(530)
毛利率	26%	16%	29%	32%	33%	权益性融资	(11)	10	0	0	0
EBIT Margin	9%	-3%	12%	16%	18%	负债净变化	(630)	(388)	0	0	0
EBITDA Margin	14%	3%	17%	21%	22%	支付股利、利息	(528)	(445)	(320)	(471)	(550)
收入增长	16%	-17%	59%	13%	12%	其它融资现金流	4307	2267	(482)	0	0
净利润增长率	-111%	-1146%	-238%	47%	17%	融资活动现金流	1979	610	(802)	(471)	(550)
资产负债率	59%	59%	59%	58%	57%	现金净变动	1806	(2174)	657	770	1036
息率	2.0%	1.7%	1.2%	1.8%	2.1%	货币资金的期初余额	1375	3181	1007	1663	2434
P/E	481.6	(46.1)	33.5	22.8	19.5	货币资金的期末余额	3181	1007	1663	2434	3469
P/B	2.4	2.6	2.4	2.3	2.1	企业自由现金流	61	(631)	1584	1339	1681
EV/EBITDA	51.1	302.1	30.2	22.3	18.9	权益自由现金流	3738	1248	1019	1273	1622

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