

尚品宅配 (300616.SZ)

2021 收入增长 12%，2022 一季度受疫情冲击业绩转亏

买入

核心观点

FY2021 收入增速恢复，定制、整装业务系主要推动力。2021 年度收入增长转正。公司实现营业收入 73.1 亿元，同比增长 12.2%；归母净利润 0.9 亿元，同比下滑 11.5%；扣非归母净利润 0.42 亿元，同比增长 6.2%。毛利率为 33.2%，同比-0.1pp，毛利率下降主要受原材料价格上涨影响。除财务费用率外其他费用率基本持平，财务费用率同比+0.4pp 至 0.4%。盈利仍处低位有待好转。营业利润率为 0.8%，同比-1.0pp；净利率 1.2%，同比-0.3pp。净营业周期同比增加 6.1 天；现金流充足，经营性净现金流 5.39 亿，同比翻三倍。

分品类：定制家具/配套家具/整装业务收入分别为 51.4/10.4/7.9 亿元，同比分别+8.4%/12.2%/46.1%。毛利率仍有提升空间。**分渠道：**直营/加盟/整装模式营收分别为 19.0/37.8/11.1 亿元，同比+1%/9.3%/53.7%。

2022Q1 疫情冲击影响较大，业绩下滑。2022Q1 收入下滑，盈利转亏。公司实现营业收入 10.86 亿元，同比下滑 22.9%；归母净利润亏损 1.0 亿元；扣非归母净利润亏损 1.1 亿元。销售费用率同比+5.7pp 至 30.8%，增幅较大。盈利下滑较大，毛利率/营业利润率/净利率分别同比-3.8/-12.7/-9.8pp。2022Q1 年各项业务下滑约 20%~30%，一方面因为 2021Q1 获得历史上最好表现，基数高；另一方面 2022Q1 受疫情影响较大。

整装业务发力，数字化技术赋能。公司凭借自身的数字化能力，依托“看着 BIM 做装修”的战略定位，进一步提升施工标准化的程度，最终实现工业化整装。自营整装将“装 2 次”理念（试装 1 次、实装 1 次）引入到家装；持续赋能装企会员转型整装模式，助力会员提升对消费者的服务能力。

采取“1+N+Z”开店策略，门店日益多样化。截至 2021 年末，公司直营门店数量为 90 家，自营城市加盟店数量为 289 家，加盟店合计 2236 家。创新性开出京东合作店，以及面向年轻人的潮流时尚店铺“小橙店”。

风险提示：疫情反复；竞争恶化；品牌形象受损；系统性风险。

投资建议：看好公司信息化优势及整装业务成长潜力。短期内公司利润由于公司传统零售渠道受到疫情和地产压力下需求下行，以及公司全面转型整装对零售渠道资源支持有所下降双重影响而表现承压。我们下调收入和盈利预测，预测 2022-2024 年的净利润分别为 2.42、3.11 和 3.87 亿元。我们考虑到转型阵痛期利润端压力短期内较难缓解，下调合理估值区间至 32.9~34.2 元，合理估值对应 2022 年 27~28x PE，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,513	7,310	7,837	8,823	9,877
(+/-%)	-10.3%	12.2%	7.2%	12.6%	11.9%
净利润(百万元)	101	90	242	311	387
(+/-%)	-80.8%	-11.5%	169.2%	28.8%	24.5%
每股收益(元)	0.51	0.45	1.22	1.57	1.95
EBIT Margin	0.7%	0.6%	2.8%	3.3%	3.7%
净资产收益率 (ROE)	2.9%	2.5%	6.4%	7.7%	8.9%
市盈率 (PE)	49.1	55.5	20.6	16.0	12.8
EV/EBITDA	39.8	36.4	19.5	16.0	13.9
市净率 (PB)	1.42	1.39	1.32	1.24	1.15

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

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(上调)
合理估值	32.90 - 34.20 元
收盘价	25.04 元
总市值/流通市值	4983/3255 百万元
52 周最高价/最低价	98.22/23.10 元
近 3 个月日均成交额	34.53 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

《尚品宅配-300616-2019 年半年报点评：降本增效显著，砥砺前行》——2019-08-28
 《尚品宅配-300616-重大事件快评：业绩符合预期，全屋 2.0 及加盟扩张助力增长》——2019-07-15
 《尚品宅配-300616-家居业变革的领导者》——2019-06-12

FY2021 收入增速恢复，定制、整装业务系主要推动力

2021 年度收入增长转正。公司实现营业收入 73.1 亿元，同比增长 12.2%；归母净利润 0.9 亿元，同比下滑 11.5%；扣非归母净利润 0.42 亿元，同比增长 6.2%。

毛利率基本稳定，财务费用大幅增加。毛利率为 33.2%，同比-0.1pp，毛利率下降主要受原材料价格上涨影响。除财务费用率外其他费用率基本持平，其中销售费用率同比-0.1pp 至 24.1%；管理费用率持平在 5.1%；研发费用率同比+0.1pp 至 2.5%；财务费用率同比+0.4pp 至 0.4%。

盈利仍处低位有待好转。营业利润率为 0.8%，同比-1.0pp；净利率 1.2%，同比-0.3pp。

图1：公司营业收入及增速



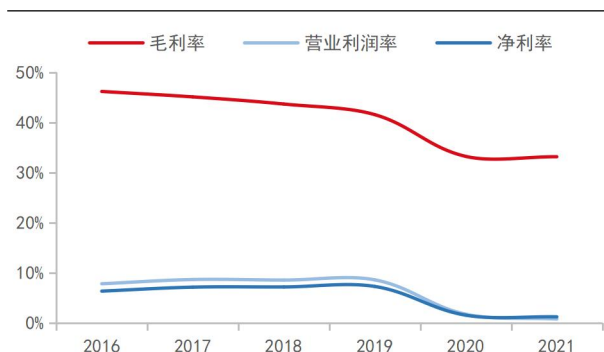
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及增速



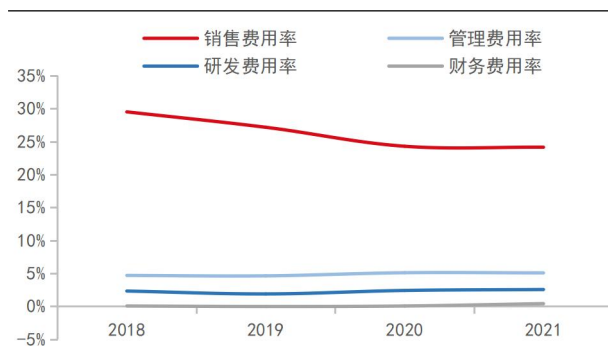
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

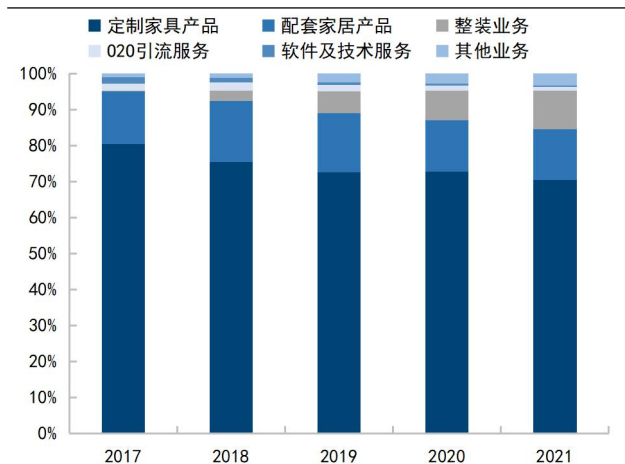


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分品类看，整装业务收入增速快。定制家具/配套家具/整装/O2O 引流/软件及技术服务业务收入分别为 51.4/10.4/7.9/0.7/0.3 亿元，同比分别+8.4%/12.2%/46.1%/-23.7%/-3.3%。按产品细分来看，定制家具中衣柜营收 11.0 亿，同比-5%；橱柜 5.6 亿，同比+12%；其他柜体约 34.0 亿，同比+13%。业绩增长主要由包含定制、配套、整装家居业务所贡献，其他业务占比逐渐缩小。从增长贡献率来看，定制家具业务增长恢复，对收入增长贡献 50%；配套家具贡献 14%；整装业务持续增长，贡献 31%。

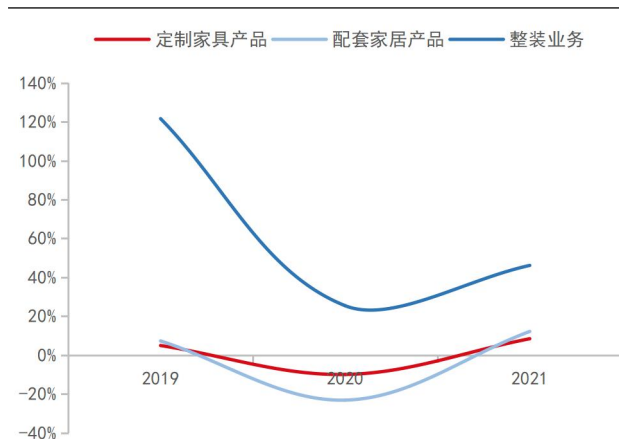
毛利仍有较大增长空间。定制家具/配套家具/整装业务毛利分别为 34.6%/25.8%/23.9%，同比-0.5pp/+2.8pp/+3.8pp。整装毛利改善较多，但仍有较大提升空间。

图5：公司品类营收占比



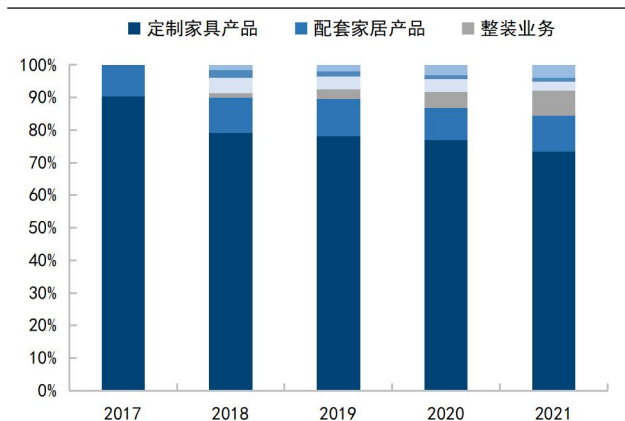
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理
注：FY2019-2019 为纯衣柜品类；FY2020-2021 为衣柜品

图6：公司品类营收增速



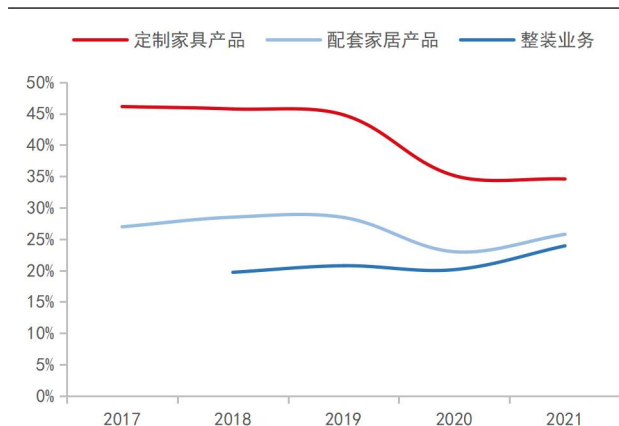
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司品类分部毛利润占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司品类毛利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：定制收入对整体收入增长贡献率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

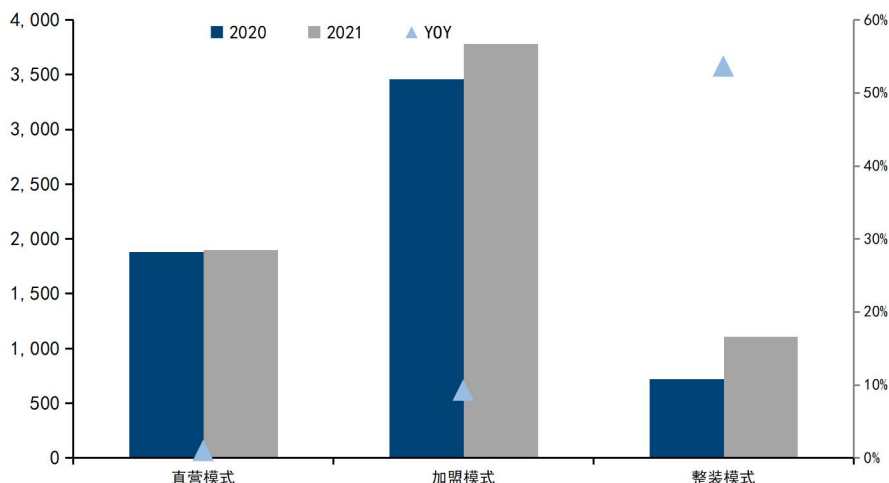
图10：配套收入对整体收入增长贡献率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分渠道看，整装渠道高速成长。2021 年直营模式营收 19.0 亿元，同比+1%；加盟模式营收 37.8 亿，同比+9.3%；整装全渠道，包括整装云和圣诞鸟合计 11.1 亿，同比+53.7%。其中自营整装，在 2021 年交付公寓数是 2700 多个，同比 2020 年+35%。

图 11：公司渠道营收占比

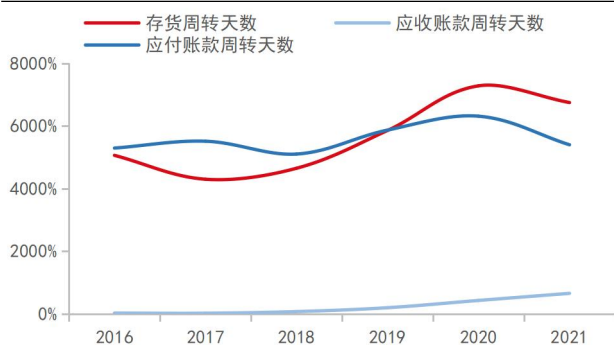


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

营运效率有较为稳定。2021 年存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 67.5/6.5/54 天，同比-5.3/+2.3/-9.1 天，净营业周期同比增加 6.1 天。

现金流充足。经营性净现金流 5.39 亿，同比翻三倍，较 2019 年-78.7%。

图 12：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 13：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

2022Q1 受疫情冲击影响较大，业绩有所下滑

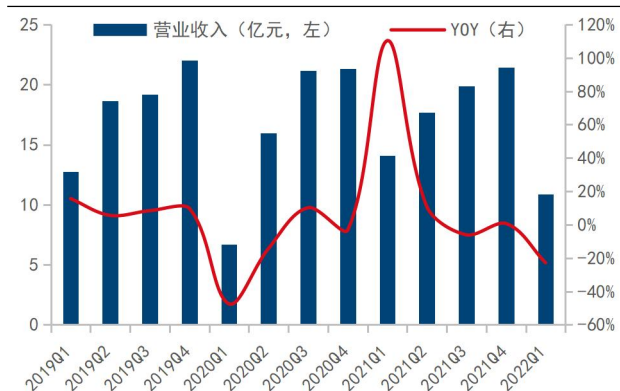
2022Q1 收入下滑，盈利转亏。公司实现营业收入 10.86 亿元，同比下滑 22.9%；归母净利润亏损 1.0 亿元；扣非归母净利润亏损 1.1 亿元。

销售费用大幅提升。相较 2021Q1，销售费用率同比+5.7pp 至 30.8%；管理费用率同比+0.7pp 至 7.9%；研发费用率同比+1.0pp 至 4.1%；财务费用率同比+1.6pp 至 1.3%。

盈利下滑幅度较大。相较 2021Q1，毛利率为 31.6%，同比-3.8pp；营业利润率为 -11.9%，同比-12.7pp；净利率-9.3%，同比-9.8pp。

2022Q1 年各项业务下滑约 20%-30%，一方面因为 2021Q1 获得历史上最好表现，基数高；另一方面 2022Q1 受疫情影响较大。

图 14：公司营业收入及增速



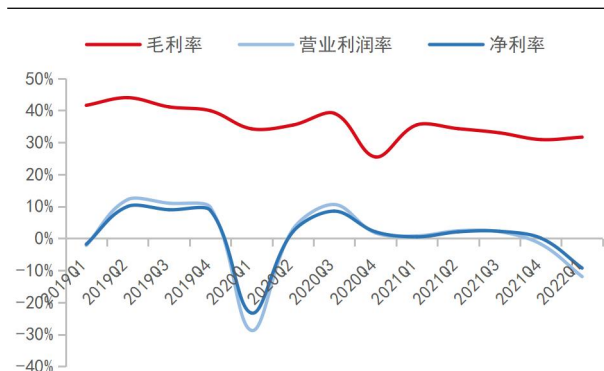
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 15：公司净利润及增速



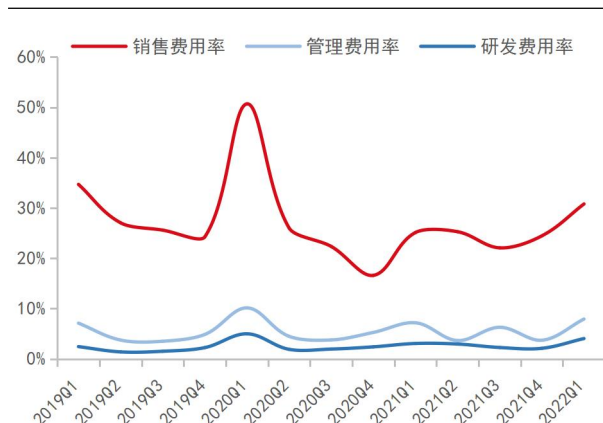
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 16：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 17：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

整装业务发力，数字化技术赋能

整装业务快速增长。公司凭借自身的数字化能力，依托“看着 BIM 做装修”的战略定位，借助与北京京东建立的中央厨房式供应链及物流合作，随着干法施工工艺的应用和装配式产品的逐步成熟，进一步提升施工标准化的程度，最终实现工业化整装。报告期内，公司整装模式实现营业收入约 11.09 亿元，同比增长 53.69%。过自研家装 BIM 系统“装 2 次”，解决传统装修中消费者的各种痛点

自营整装将“装 2 次”理念（试装 1 次、实装 1 次）引入到家装。自营整装主打“圣诞鸟整装装两次，先试装再实装，试装不花钱，实装不喊累”。装两次的概念就第一次是凭借公司技术优势，进行虚拟市场的装修；第二次装修即到客户家的实地的交付的装修。试装通过 BIM 系统，用电脑全程模拟先试装（虚拟装修）一遍，实现预先排雷避坑、精准报价及智能排班开工等，解决传统装修中频频出

现的“质量返工、增项加价、效果偏差、工期延误”等问题。借鉴导航思路，公司开发了圣诞鸟装修导航系统，实现装修数字化、信息化及系统化。导航系统可以获取每日施工进度、施工人数等工地情况，实施精准的全程管理，真正实现透明装修，让消费者更放心。

报告期内，广州、佛山、成都、南京、深圳五地圣诞鸟整装交付 2703 户，同比增长约 35%。

持续赋能装企会员转型整装模式，助力会员提升对消费者的服务能力。HOMKOO 整装云持续赋能装企会员转型整装模式，为装企会员提供丰富多样的全品类供应链产品。为配合好装企会员的销售，HOMKOO 整装云推出各类套餐，形成 2B 及 B2C 的套餐矩阵，并搭配 V3.0 销售工作法、软装规划师培养认证等，有力提升装企会员终端销售能力，助力会员提升对消费者的服务能力。

HOMKOO 整装云也同步向装企会员推进 BIM 系统，通过系统提前模拟装修全流程，为客户带来“试装不花钱、实装不喊累”的装修装 2 次体验；同时让装企会员实现装修过程全流程数字化管理，实现施工工艺标准化、施工进度可控化、施工成本少浪费运作体系的升级。

图 18：尚品宅配 BIM 整装模式



资料来源：HOMKOO 整装云官网，国信证券经济研究所整理

采取“1+N+Z”开店策略，门店日益多样化

“1+N+Z”开店策略：对于自营城市，坚定执行1个大店（O店）+N个标准直营店/加盟店+装企深度融合店（Z）的城市发展策略，持续推进“直营门店”“直销020”“自营加盟”“拓展（拎包）”“整装（全案）”五大业务。

对于加盟业务，不断下沉市场，大力招商，加快步伐去占据空白市场，坚定执行1个大店（总经销）+N个标准加盟店（分销）+装企深度融合店（Z）等多个销售渠道共存发展的城市发展策略。

报告期内，公司在自营城市仍全面执行以“直营门店”“直销020”“自营加盟”“拓展（拎包）”“整装（全案）”五大业务模块为核心的发展战略，并通过实施直营店门店合伙人持续激发前线队伍的战斗热情，增强直营门店的核心竞争力。同时，公司加大自营城市招商力度，将直营门店积累的销售策略、服务与口碑、营销获客方式、套餐工作法等分享复制给自营城市加盟商，以此提升自营城市门店整体的竞争实力和优势。

截至2021年末，公司直营门店数量为90家，自营城市加盟店数量为289家（含正在装修门店），合计较2020年末净增加56家。公司加盟店数量为2236家（含正在装修门店）。

表1：公司各品牌/品类门店数量

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
加盟店	1081	1557	2100	2327	2235	2,236
其中：自营城市			78	177	232	289
加盟店						
直营店	76	85	101	94	91	90
合计	1157	1642	2201	2421	2326	2326

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

开设多种创新形式门店：公司与北京京东合作开设了首个线下试点门店。首个试点门店位于西安京东超级店，该试点门店已于2021年9月份开始试营业。公司的直营门店也将陆续尝试融入京东元素，将结合消费者需求和动线来做产品融合和展厅设计。同时公司推出定位年轻人的潮流时尚店铺小橙店，图通过潮牌家居店，撬动年轻化消费市场，激活时尚家居经济。目前主打四线及以下城市，投资规模相对传统店铺低40%~50%，定价约低于现有产品10%。

图19：尚品宅配小橙店



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好公司信息化优势及整装业务成长潜力

尚品宅配在家居领域具有独特的信息化优势，在整装业务上是唯一一家有自营整装经验的公司，未来整装业务将成为推动公司业绩增长的一大重要增长引擎。同时公司在家居行业的产品、渠道布局已逐渐成熟，未来通过经验复用使得网点扩张提速、利润率逐渐爬坡，收入和利润规模都有望加速增长。尚品宅配通过多年的线上运营和营销，线上引流效果好，品牌具备高知名度。未来凭借其独有的信息化优势、供应链优势以及整装领域的经验，我们看好其中长期整装业务成果的显现。

短期内公司利润由于公司传统零售渠道受到疫情和地产压力下需求下行，以及公司全面转型整装对零售渠道资源支持有所下降双重影响而表现承压。我们下调收入预测和盈利预测，预测 2022-2024 年的收入分别为 78.4、88.2 和 98.8 亿元（2022-2023 前值分别为 80.4 和 90.6 亿元），同比增速 7.2%、12.6%、11.9%；净利润分别为 2.42、3.11 和 3.87 亿元（2022-2023 前值分别为 2.87 和 3.59 亿元），同比增速 169.2%、28.8%、24.5%。我们考虑到转型阵痛期利润端压力短期内较难缓解，下调合理估值区间至 32.9~34.2 元（前值为 39.0~40.4 元），合理估值对应 2022 年 27~28x PE。维持“买入”评级。

表2：盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,513	7,310	7,837	8,823	9,877
(+/-%)	-10.3%	12.2%	7.2%	12.6%	11.9%
净利润(百万元)	101	90	242	311	387
(+/-%)	-80.8%	-11.5%	169.2%	28.8%	24.5%
每股收益(元)	0.51	0.45	1.22	1.57	1.95
经营利润率	0.7%	0.6%	2.8%	3.3%	3.7%
净资产收益率(ROE)	2.9%	2.5%	6.4%	7.7%	8.9%
市盈率(PE)	49.1	55.5	20.6	16.0	12.8
EV/EBITDA	39.8	36.4	19.5	16.0	13.9
市净率(PB)	1.42	1.39	1.32	1.24	1.15

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

表3：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
300616	尚品宅配	买入	25.04	0.45	1.22	1.57	1.95	55.6	20.5	15.9	12.8
同类公司	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
603833	欧派家居	买入	116.48	4.40	5.18	6.17	7.11	26.5	22.5	18.9	16.4
002572	索菲亚	买入	20.40	0.13	1.45	1.78	2.11	156.9	14.1	11.4	9.7
603801	志邦家居	买入	20.49	1.62	1.90	2.27	2.71	12.1	10.3	8.6	7.2
603208	江山欧派	买入	46.40	2.45	6.40	7.60	8.64	18.9	7.3	6.1	5.4
603816	顾家家居	无评级	58.20	2.65	3.28	4.02	4.84	22.0	17.7	14.5	12.0
1999	敏华控股	无评级	6.30	-	0.64	0.77	-	-	9.9	8.1	-
603008	喜临门	无评级	23.48	1.45	1.86	2.41	3.11	16.2	12.6	9.7	7.5
603313	梦百合	无评级	9.93	-0.57	1.03	1.58	-	-	9.7	6.3	-
603818	曲美家居	无评级	9.68	0.31	0.80	1.06	1.28	31.2	12.2	9.2	7.6
000910	大亚圣象	无评级	8.52	1.09	1.23	1.38	1.58	7.8	6.9	6.2	5.4
603610	麒盛科技	无评级	17.05	1.28	1.57	1.88	2.23	13.3	10.9	9.1	7.6
301061	匠心家居	无评级	50.07	4.59	4.43	5.51	-	10.9	11.3	9.1	-
603180	金牌厨柜	无评级	25.83	2.31	2.72	3.33	4.00	11.2	9.5	7.8	6.5
603898	好莱客	无评级	8.86	0.21	1.21	1.49	1.91	-	7.3	6.0	-

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）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1039	1393	1000	1000	1155	营业收入	6513	7310	7837	8823	9877
应收款项	177	247	239	269	312	营业成本	4349	4885	5111	5742	6394
存货净额	944	887	987	1118	1206	营业税金及附加	53	61	63	72	81
其他流动资产	188	87	155	178	171	销售费用	1581	1764	1872	2087	2336
流动资产合计	3477	3745	3512	3696	3975	管理费用	371	433	402	442	492
固定资产	2021	2348	2613	2842	3039	研发费用	156	186	187	207	231
无形资产及其他	481	531	510	489	468	财务费用	3	30	27	20	14
投资性房地产	250	1360	1360	1360	1360	投资收益	36	14	16	4	5
长期股权投资	11	6	7	10	9	资产减值及公允价值变动	(8)	(19)	(2)	(2)	(2)
资产总计	6239	7990	8003	8397	8851	其他收入	69	73	73	79	86
短期借款及交易性金融负债	28	1008	537	361	200	营业利润	113	57	264	339	422
应付款项	691	996	935	1031	1199	营业外净收支	(4)	(6)	(3)	(3)	(4)
其他流动负债	1836	1525	1868	2083	2210	利润总额	109	51	261	336	418
流动负债合计	2556	3529	3340	3475	3610	所得税费用	8	(38)	21	27	33
长期借款及应付债券	111	407	407	407	407	少数股东损益	(1)	(0)	(2)	(2)	(3)
其他长期负债	67	476	486	496	506	归属于母公司净利润	101	90	242	311	387
长期负债合计	179	883	893	903	913	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2734	4412	4233	4378	4523	净利润	101	90	242	311	387
少数股东权益	0	(0)	(1)	(1)	(2)	资产减值准备	3	13	5	2	2
股东权益	3505	3578	3771	4020	4330	折旧摊销	151	215	250	289	321
负债和股东权益总计	6239	7990	8003	8397	8851	公允价值变动损失	(0)	(0)	2	2	2
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	3	30	27	20	14
每股收益	0.51	0.45	1.22	1.57	1.95	营运资本变动	(210)	(605)	136	139	184
每股红利	0.60	0.29	0.24	0.31	0.39	其它	(3)	(13)	(5)	(2)	(3)
每股净资产	17.64	18.01	18.98	20.23	21.79	经营活动现金流	43	(301)	628	740	893
ROIC	8%	13%	10%	13%	15%	资本开支	0	(492)	(500)	(500)	(500)
ROE	3%	3%	6%	8%	9%	其它投资现金流	23	(4)	0	0	0
毛利率	33%	33%	35%	35%	35%	投资活动现金流	12	(491)	(502)	(502)	(499)
EBIT Margin	1%	1%	3%	3%	4%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	3%	4%	6%	7%	7%	负债净变化	111	296	0	0	0
收入增长	-10%	12%	7%	13%	12%	支付股利、利息	(120)	(57)	(48)	(62)	(77)
净利润增长率	-81%	-12%	169%	29%	25%	其它融资现金流	(515)	669	(471)	(175)	(161)
资产负债率	44%	55%	53%	52%	51%	融资活动现金流	(537)	1145	(520)	(237)	(239)
息率	2.4%	1.2%	1.0%	1.3%	1.6%	现金净变动	(483)	354	(393)	0	155
P/E	49.1	55.5	20.6	16.0	12.8	货币资金的期初余额	1522	1039	1393	1000	1000
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	货币资金的期末余额	1039	1393	1000	1000	1155
EV/EBITDA	39.8	36.4	19.5	16.0	13.9	企业自由现金流	0	(807)	89	199	339
						权益自由现金流	0	158	(407)	5	165

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