

# 金徽酒 (603919.SH)

## 第三季度收入增长 15.8%，深耕西北初显成效

优于大市

### 核心观点

**2024年第三季度公司收入同比+15.8%，净利润同比+108.8%。**2024年前三季度公司实现营业总收入 23.28 亿元，同比+15.3%；归母净利润 3.33 亿元，同比+22.2%。单三季度营业总收入 5.74 亿元，同比增长 15.77%；归母净利润 0.38 亿元，同比增长 108.84%；利润率提升较多主因基数效应叠加捐赠费用前置。

**产品结构升级，毛利率下降系货折影响。**分产品看，2024Q3 公司 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品收入同比+42.1%/+14.9%/-24.3%；第三季度公司集中进行年份系列和柔和系列订货会，拉动 100 元以上产品合计收占比+6.94pcts 至 85.9%，前三季度产品增速排序为年份>能量>柔和；100 元以下四星挺价后控制节奏，三星以自饮需求为主，预计 Q4 星级系列开展订货会冲刺全年任务。2024Q3 毛利率同比-1.52pcts 至 61.1%，主因 1) 市场竞争加剧加大了品鉴和赠饮力度，赠酒以货折形式计入成本端；2) 采购价格有小幅上涨。

**省外增速高于整体，陕宁转型初显成效。**分区域看，2024Q3 省内/省外收入同比+4.4%/+37.9%。甘肃省内伴随规模增长增速放缓，其中河西地区小基数下品牌力快速提升、增速高于平均；公司积极推动营销模式转型，以用户工程为核心拓展市场，采用“一县一策”形式提升渗透率。单三季度省外市场增速较快，其中陕西、宁夏贡献较多增量，能量系列品牌认知明显提升；甘青新一体化稳步推进；华东、北方市场商务场景受影响较大，仍处于调整阶段。

**净利率提升较多系对外捐赠节奏影响，单三季度扣非后净利润同比+71.9%。**2024Q3 销售费用率同比-3.19pcts，综合毛销差+1.67pcts；管理费用率同比-1.81pcts。2024Q3 整体净利率同比+2.95pcts，其中营业外支出同比减少 0.12 亿元（影响归母净利润 31.64%），主因常规对外捐赠费用前置至上半年（往年集中记入下半年）。2024Q3 公司销售收现 6.10 亿元/同比+12.7%；截至 Q3 末合同负债 4.76 亿元，环比 Q2 末下降 0.07 亿元，系 Q3 订货会后基本完成发货所致。

**投资建议：**当前白酒行业仍处于需求弱复苏阶段，短期消费升级速度承压，省内外竞争面临较大压力，中高端产品培育初期需要维持积极的费用投入水平以培育消费者基础，下调此前收入及净利润预测，预计 2024-2026 年公司收入 29.63/34.23/39.35 亿元，同比 +16.3%/+15.5%/+15.0%（前值为 +17.9%/+19.0%/+17.0%），预计归母净利润 3.88/4.59/5.42 亿元，同比 +18.1%/+18.3%/+18.0%（前值为 +19.3%/+21.2%/+22.7%），当前股价对应 2024/2025 年 26.5/22.4 倍 P/E，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**宏观经济及白酒需求复苏不及预期；省内外竞争加剧等。

### 盈利预测和财务指标

|              | 2022   | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)    | 2,012  | 2,548 | 2,963 | 3,423 | 3,935 |
| (+/-%)       | 12.5%  | 26.6% | 16.3% | 15.5% | 15.0% |
| 净利润(百万元)     | 280    | 329   | 388   | 459   | 542   |
| (+/-%)       | -13.7% | 17.3% | 18.1% | 18.3% | 18.0% |
| 每股收益(元)      | 0.55   | 0.65  | 0.77  | 0.91  | 1.07  |
| EBIT Margin  | 14.0%  | 13.9% | 14.1% | 14.3% | 14.7% |
| 净资产收益率 (ROE) | 8.9%   | 9.9%  | 10.8% | 11.7% | 12.6% |
| 市盈率 (PE)     | 36.8   | 31.3  | 26.5  | 22.4  | 19.0  |
| EV/EBITDA    | 29.1   | 24.6  | 20.4  | 18.3  | 16.3  |
| 市净率 (PB)     | 3.27   | 3.10  | 2.86  | 2.63  | 2.40  |

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

#### 食品饮料·白酒 II

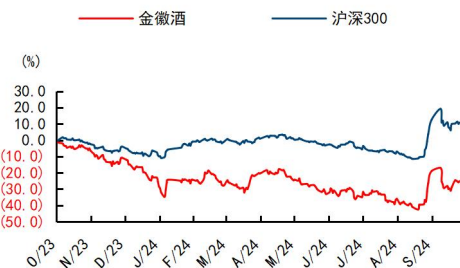
证券分析师：张向伟 联系人：张未艾  
021-61761031

zhangxiangwei@guosen.com.cn zhangweiai@guosen.com.cn  
S0980523090001

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)        |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 20.32 元         |
| 总市值/流通市值    | 10308/10308 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 29.00/15.47 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 78.84 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

- 《金徽酒 (603919.SH) - 二季度收入增长 7.7%，捐赠错期及所得税率提升影响净利率》——2024-08-21
- 《金徽酒 (603919.SH) - 产品结构持续升级，现金流增速优于收入》——2024-04-21
- 《金徽酒 (603919.SH) - 产品结构延续升级，省内一体化取得突破》——2024-03-25
- 《金徽酒 (603919.SH) - 西北区域名酒发展步入快车道》——2024-01-14
- 《金徽酒 (603919.SH) - 三季度高档酒表现突出，产品结构持续向上》——2023-10-21

**2024年第三季度公司收入同比+15.8%，净利润同比+108.8%。**2024年前三季度公司实现营业总收入23.28亿元，同比+15.3%；归母净利润3.33亿元，同比+22.2%。单三季度营业总收入5.74亿元，同比增长15.77%；归母净利润0.38亿元，同比增长108.84%；利润率提升较多主因基数效应叠加捐赠费用前置。

**产品结构升级，毛利率下降系货折影响。**分产品看，2024Q3公司300元以上/100-300元/100元以下产品收入同比+42.1%/+14.9%/-24.3%；Q3公司集中进行年份系列和柔和系列订货会，拉动100元以上产品合计收占比+6.94pcts至85.9%，前三季度产品增速排序为年份>能量>柔和；100元以下四星挺价后控制节奏，三星以自饮需求为主，预计Q4星级系列开展订货会冲刺全年任务。2024Q3毛利率同比-1.52pcts至61.1%，主因1）市场竞争加剧加大了品鉴和赠饮力度，赠酒以货折形式计入成本端；2）采购价格有小幅上涨。

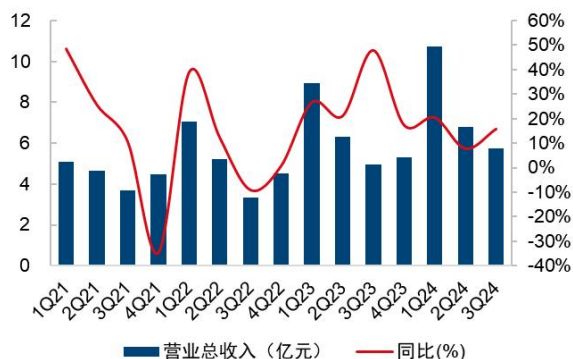
**省外增速高于整体，陕宁转型初显成效。**分区域看，2024Q3省内/省外收入同比+4.4%/+37.9%。甘肃省内伴随规模增长增速放缓，其中河西地区小基数下品牌力快速提升、增速高于平均；公司积极推动营销模式转型，以用户工程为核心拓展市场，采用“一县一策”形式提升渗透率。单三季度省外市场增速较快，其中陕西、宁夏贡献较多增量，能量系列品牌认知明显提升；甘青新一体化稳步推进；华东、北方市场商务场景受影响较大，仍处于调整阶段。截至2024Q3末，省内/省外经销商分别276/752个，环比6月底净增加-10/13个，省内持续优化渠道结构，省外增量系新招商、渠道下沉。

**净利率提升较多系对外捐赠节奏影响，单三季度扣非后净利润同比+71.9%。**2024Q3销售费用率同比-3.19pcts，综合毛销差+1.67pcts；管理费用率同比-1.81pcts。2024Q3整体净利率同比+2.95pcts，其中营业外支出同比减少0.12亿元（影响归母净利润31.64%），主因常规对外捐赠费用前置至上半年（往年集中计入下半年）。2024Q3公司销售收现6.10亿元/同比+12.7%；截至Q3末合同负债4.76亿元，环比Q2末下降0.07亿元，系Q3订货会后基本完成发货所致。

**投资建议：**当前白酒行业仍处于需求弱复苏阶段，短期消费升级速度承压，省内外竞争面临较大压力，中高端产品培育初期需要维持积极的费用投入水平以培育消费者基础，下调此前收入及净利润预测，预计2024-2026年公司收入29.63/34.23/39.35亿元，同比+16.3%/+15.5%/+15.0%（前值为+17.9%/+19.0%/+17.0%），预计归母净利润3.88/4.59/5.42亿元，同比+18.1%/+18.3%/+18.0%（前值为+19.3%/+21.2%/+22.7%），当前股价对应2024/2025年26.5/22.4倍P/E，维持“优于大市”评级。

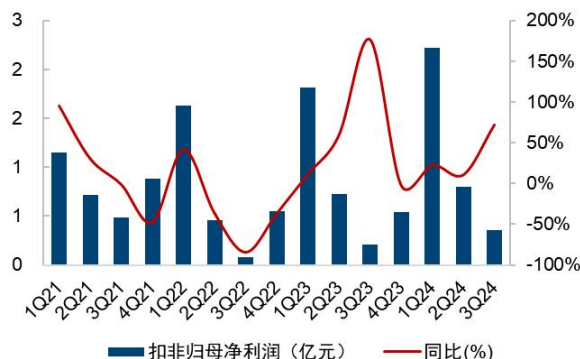
**回购进展及激励计划：**今年3月公司公告拟回购股份用于员工持股计划或股权激励，截至9月底公司已回购股份1041.5万股，占总股本2.05%，支付总金额1.93亿元，伴随今年回购计划稳步完成，预计明年起逐步推进激励方案。

图1: 2021Q1 至今公司单季度营业总收入及同比增速



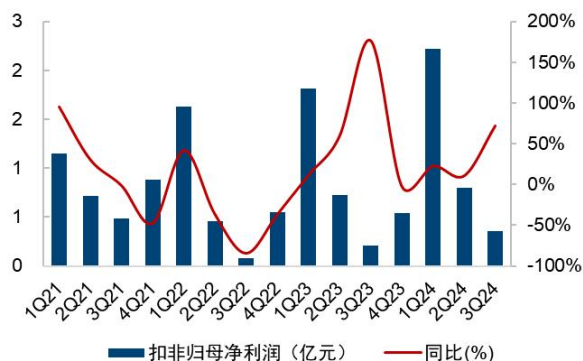
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 2021Q1 至今公司单季度扣非归母净利润及同比增速



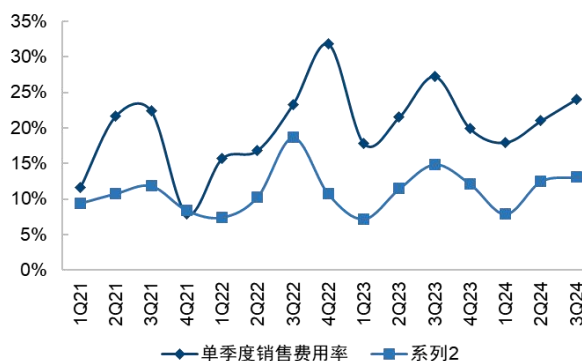
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 2021Q1 至今公司单季度毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 2021Q1 至今公司单季度销售费用率及管理费用率



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

表1: 金徽酒盈利预测调整表

| 项目          | 调整前   |       |       | 调整后   |       | 调整幅度      |           |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-----------|
|             | 2023A | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | 2024E     | 2025E     |
| 营业总收入 (百万元) | 2,548 | 3,005 | 3,577 | 2,963 | 3,423 | -1.4%     | -4.3%     |
| 收入同比增速%     | 26.6% | 17.9% | 19.0% | 16.3% | 15.5% | -1.64pcts | -3.51pcts |
| 毛利率%        | 62.4% | 63.3% | 63.9% | 63.1% | 63.1% | -0.21pcts | -0.78pcts |
| 销售费用率%      | 21.0% | 21.3% | 22.0% | 21.3% | 21.3% | -0.05pcts | -0.7pcts  |
| 管理费用率%      | 10.8% | 11.0% | 11.0% | 11.0% | 11.0% | 0pcts     | 0pcts     |
| 归母净利润 (百万元) | 329   | 392   | 475   | 388   | 459   | -1.0%     | -3.3%     |
| 归母净利润同比增速%  | 17.3% | 19.3% | 21.2% | 18.1% | 18.3% | -1.18pcts | -2.87pcts |
| 净利率%        | 12.9% | 13.1% | 13.3% | 13.1% | 13.4% | 0.05pcts  | 0.13pcts  |
| EPS (元)     | 0.65  | 0.77  | 0.94  | 0.77  | 0.91  | -1.0%     | -3.3%     |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

| 公司代码      | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价 (元)    |            | 总市值 (亿元) |       | 归母净利润 (亿元) |       | PE |  |
|-----------|------|------|------------|------------|----------|-------|------------|-------|----|--|
|           |      |      | 2024/10/25 | 2024/10/25 | 2024E    | 2025E | 2024E      | 2025E |    |  |
| 600519.SH | 贵州茅台 | 优于大市 | 1,558.85   | 19,582.24  | 874      | 1013  | 22.4       | 19.3  |    |  |
| 000858.SZ | 五粮液  | 优于大市 | 148.11     | 5,749.05   | 335      | 379   | 17.2       | 15.2  |    |  |
| 000568.SZ | 泸州老窖 | 优于大市 | 136.62     | 2,011.00   | 158      | 182   | 12.8       | 11.1  |    |  |
| 600809.SH | 山西汾酒 | 优于大市 | 195.00     | 2,378.93   | 131      | 159   | 18.1       | 15.0  |    |  |
| 002304.SZ | 洋河股份 | 优于大市 | 86.34      | 1,300.66   | 113      | 119   | 11.5       | 11.0  |    |  |
| 000799.SZ | 酒鬼酒  | 中性   | 52.52      | 170.65     | 6        | 7     | 28.5       | 25.9  |    |  |

|                  |            |             |              |               |             |             |             |             |
|------------------|------------|-------------|--------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 600702.SH        | 舍得酒业       | 优于大市        | 65.12        | 216.96        | 15          | 17          | 14.4        | 13.1        |
| 000596.SZ        | 古井贡酒       | 优于大市        | 193.21       | 921.76        | 58          | 72          | 16.0        | 12.8        |
| 603369.SH        | 今世缘        | 优于大市        | 47.03        | 589.99        | 38          | 46          | 15.4        | 12.8        |
| 603198.SH        | 迎驾贡酒       | 优于大市        | 65.95        | 527.60        | 28          | 34          | 18.9        | 15.6        |
| 603589.SH        | 口子窖        | 优于大市        | 42.40        | 254.40        | 21          | 24          | 11.9        | 10.4        |
| <b>603919.SH</b> | <b>金徽酒</b> | <b>优于大市</b> | <b>20.32</b> | <b>103.08</b> | <b>3.88</b> | <b>4.59</b> | <b>26.5</b> | <b>22.4</b> |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理；除金徽酒以外其他公司采用 Wind 一致预期

## 风险提示

宏观经济及白酒需求复苏不及预期；省内外竞争加剧等。

## 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         | 810         | 1042        | 1325        | 1607        | 1933        | <b>营业收入</b>        | <b>2012</b>  | <b>2548</b>  | <b>2963</b>  | <b>3423</b>  | <b>3935</b>  |
| 应收款项             | 26          | 43          | 50          | 58          | 66          | 营业成本               | 749          | 957          | 1093         | 1263         | 1452         |
| 存货净额             | 1512        | 1620        | 1834        | 2142        | 2485        | 营业税金及附加            | 294          | 375          | 439          | 507          | 582          |
| 其他流动资产           | 37          | 34          | 39          | 46          | 52          | 销售费用               | 420          | 535          | 630          | 729          | 832          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2386</b> | <b>2739</b> | <b>3248</b> | <b>3852</b> | <b>4536</b> | 管理费用               | 223          | 282          | 334          | 385          | 441          |
| 固定资产             | 1445        | 1366        | 1294        | 1217        | 1136        | 研发费用               | 50           | 51           | 59           | 58           | 58           |
| 无形资产及其他          | 199         | 213         | 204         | 196         | 187         | 财务费用               | (13)         | (20)         | (29)         | (36)         | (43)         |
| 投资性房地产           | 66          | 84          | 84          | 84          | 84          | 投资收益               | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 0           | 0           | (0)         | (0)         | (1)         | 资产减值及公允价值变动        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>4095</b> | <b>4402</b> | <b>4830</b> | <b>5349</b> | <b>5943</b> | 其他收入               | (25)         | (22)         | (29)         | (29)         | (29)         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 21          | 20          | 20          | 20          | 20          | 营业利润               | 314          | 397          | 468          | 547          | 642          |
| 应付款项             | 144         | 175         | 198         | 232         | 269         | 营业外净收支             | (11)         | (17)         | (17)         | (17)         | (17)         |
| 其他流动负债           | 740         | 834         | 960         | 1117        | 1288        | <b>利润总额</b>        | <b>303</b>   | <b>380</b>   | <b>451</b>   | <b>530</b>   | <b>626</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>905</b>  | <b>1029</b> | <b>1178</b> | <b>1368</b> | <b>1577</b> | 所得税费用              | 24           | 57           | 70           | 80           | 94           |
| 长期借款及应付债券        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 少数股东损益             | (1)          | (6)          | (7)          | (9)          | (10)         |
| 其他长期负债           | 39          | 51          | 62          | 74          | 85          | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>280</b>   | <b>329</b>   | <b>388</b>   | <b>459</b>   | <b>542</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>39</b>   | <b>51</b>   | <b>62</b>   | <b>74</b>   | <b>85</b>   | <b>现金流量表 (百万元)</b> |              |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>944</b>  | <b>1080</b> | <b>1240</b> | <b>1442</b> | <b>1662</b> | <b>净利润</b>         | 280          | 329          | 388          | 459          | 542          |
| 少数股东权益           | 1           | (3)         | (7)         | (12)        | (17)        | 资产减值准备             | 0            | 0            | (0)          | (0)          | (0)          |
| 股东权益             | 3150        | 3326        | 3598        | 3919        | 4299        | 折旧摊销               | 106          | 110          | 147          | 152          | 156          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>4095</b> | <b>4402</b> | <b>4830</b> | <b>5349</b> | <b>5943</b> | 公允价值变动损失           | (0)          | (0)          | (0)          | (0)          | (0)          |
| <b>关键财务与估值指标</b> |             |             |             |             |             | 财务费用               | (13)         | (20)         | (29)         | (36)         | (43)         |
| 每股收益             | 0.55        | 0.65        | 0.77        | 0.91        | 1.07        | 营运资本变动             | (71)         | (3)          | (66)         | (120)        | (138)        |
| 每股红利             | 0.22        | 0.30        | 0.23        | 0.27        | 0.32        | 其它                 | (1)          | (3)          | (4)          | (5)          | (6)          |
| 每股净资产            | 6.21        | 6.56        | 7.09        | 7.73        | 8.47        | <b>经营活动现金流</b>     | <b>314</b>   | <b>432</b>   | <b>465</b>   | <b>486</b>   | <b>554</b>   |
| ROIC             | 8.78%       | 9.75%       | 11%         | 13%         | 16%         | 资本开支               | 0            | (24)         | (66)         | (66)         | (66)         |
| ROE              | 8.90%       | 9.89%       | 11%         | 12%         | 13%         | 其它投资现金流            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 毛利率              | 63%         | 62%         | 63%         | 63%         | 63%         | <b>投资活动现金流</b>     | <b>1</b>     | <b>(24)</b>  | <b>(66)</b>  | <b>(66)</b>  | <b>(66)</b>  |
| EBIT Margin      | 14%         | 14%         | 14%         | 14%         | 15%         | 权益性融资              | 0            | 2            | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 19%         | 18%         | 19%         | 19%         | 19%         | 负债净变化              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | 12%         | 27%         | 16%         | 16%         | 15%         | 支付股利、利息            | (112)        | (152)        | (116)        | (138)        | (163)        |
| 净利润增长率           | -14%        | 17%         | 18%         | 18%         | 18%         | 其它融资现金流            | 52           | 126          | 0            | 0            | 0            |
| 资产负债率            | 23%         | 24%         | 26%         | 27%         | 28%         | <b>融资活动现金流</b>     | <b>(172)</b> | <b>(177)</b> | <b>(116)</b> | <b>(138)</b> | <b>(163)</b> |
| 股息率              | 1.1%        | 1.5%        | 1.1%        | 1.3%        | 1.6%        | <b>现金净变动</b>       | <b>143</b>   | <b>232</b>   | <b>283</b>   | <b>282</b>   | <b>325</b>   |
| P/E              | 36.8        | 31.3        | 26.5        | 22.4        | 19.0        | 货币资金的期初余额          | 667          | 810          | 1042         | 1325         | 1607         |
| P/B              | 3.3         | 3.1         | 2.9         | 2.6         | 2.4         | 货币资金的期末余额          | 810          | 1042         | 1325         | 1607         | 1933         |
| EV/EBITDA        | 29.1        | 24.6        | 20.4        | 18.3        | 16.3        | 企业自由现金流            | 0            | 383          | 368          | 382          | 443          |
|                  |             |             |             |             |             | 权益自由现金流            | 0            | 510          | 392          | 412          | 479          |

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<br>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<br>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