

广州酒家 (603043.SH)

买入

1-4 月经营良好增长，国企改革深化有望助力发展提速

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 社会服务 · 酒店餐饮

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

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

事项:

公司公告: 2023 年 1-4 月, 公司实现营收 11.52 亿元/+24.2%, 归母业绩 7,108.48 万元/+63.4%。

国信社服观点:

1) 公司 1-4 月实现良好增长, 全年餐饮复苏+中秋国庆相连有望利好月饼销售, 构筑良好基本盘。

2) 国企改革利润考核强化下, 公司主观有望更加积极进取, 助力跨区域、多品类成长提速。今年以来, 伴随央国企改革“一利五率”考核明确下, 有现金流支撑的利润增长考核成为国企考核重点, 有望助力国资更积极谋发展。公司系广州市属国资企业, 过往保持稳健发展。伴随国企改革持续深化, 我们预计公司经营主观动能有望持续强化, 跨区域(粤港澳大湾区加速渗透, 加速省外尤其华东突破)、多品类(月饼、速冻、餐饮)、多品牌(广州酒家+陶陶居等两大老字号品牌)共同驱动, 未来中线成长有望提速。此外, 上一轮股权激励到期后, 公司也不排除寻求更适合公司发展的激励方式, 进一步助力其中线成长。

3) 餐饮华东扩张, 有望助力食品业务省外拓展提速。公司聚焦“餐饮树品牌、食品做规模”, 此前依托餐饮深圳门店扩张提升品牌势能, 其深圳等食品业务销售也逐步起量。去年广州酒家省外首店开业, 今年上海有望开业 2 家“广州酒家”, 其中上海首店 4 月 24 日已开业, 叠加陶陶居持续异地扩张, 餐饮门店省外影响力提升有望为公司食品业务省外扩张尤其华东布局奠基。同时在渠道端, 公司此前 KA 渠道布局已开始取得突破, 今年其部分产品现已进入华东地区的盒马、永辉、沃尔玛、Costco 等超市。此外, 后续如与宏辉果蔬合作推进, 也有望进一步加速其华东区域产能扩张。

4) 中线成长测算: 跨区域+强品牌+扩产能, 我们预计速冻业务未来 3 年收入有望比肩月饼, “广州酒家+陶陶居”双品牌共同驱动公司“食品+餐饮”业务成长。伴随产能扩张及省内外扩张提速等, 我们预计未来 3 年月饼保持 10%左右的稳健增长, 速冻伴随跨区域扩张未来 2-3 年收入增长有望 20-30%, 2025 年收入规模预计有望看齐月饼。

5) 投资建议: 月饼&餐饮构筑基本盘, 国企改革强化成为加速器, 双品牌+跨区域+扩产能助力成长, 维持“买入”。维持公司 2023-2025 年 EPS 为 1.28/1.54/1.81 元, 对应 23-25 年 PE 估值 23/19/16x。今年中秋和国庆相连按历史规律有望利好月饼销售, 叠加餐饮复苏, 有望构筑业绩基本盘。同时, 依托其“餐饮树品牌、食品做规模”战略, 公司餐饮加速异地扩张树品牌, 助力其食品业务省外成长, 华东若今年明显突破有望打开公司全国扩张空间。国企改革利润考核强化下, 公司主观动能有望更加积极, 全面助力公司主业跨区域、多品类、多品牌扩张, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观、疫情等风险, 食品卫生安全, 收购整合、产能释放不足、异地扩张节奏不及预期。

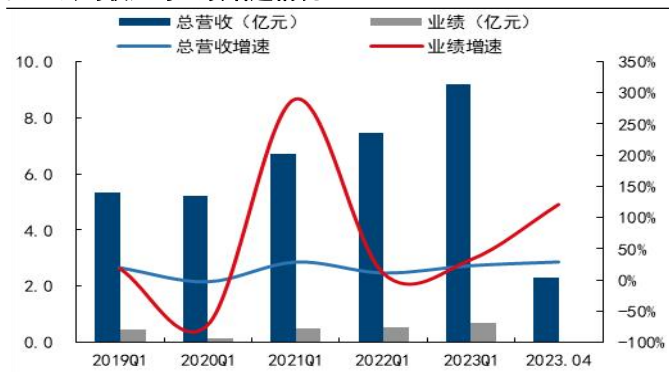
评论：

◆ 公司1-4月实现良好增长，全年餐饮复苏+月饼预期大年（行业规律判断）构筑良好基础

1-4月公司营收和净利润实现良好增长。2023年1-4月，公司实现营收11.52亿元/+24.2%，归母业绩7,108.48万元/+63.4%。据此计算，单4月公司收入2.3亿元/+29%，归母业绩184万元/去年同期亏损901万元，预计主要系餐饮承压亏损，今年餐饮经营业绩扭亏贡献。客观而言，Q2系公司食品和餐饮业务的双淡季，本身绝对数较低，去年也有疫情等因素影响。但整体来看，公司1-4月仍然体现了良好的经营趋势。

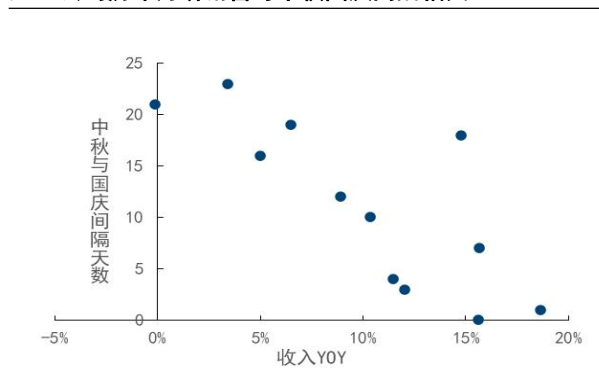
餐饮复苏全年可期。2019年底，公司拥有“广州酒家”、“陶陶居”等20家直营门店。2020-2022年，公司通过收购海越陶陶居100%股权（涉及6家陶陶居门店成为公司直营店，其余仍系授权经营）和自身门店稳步扩张（每个品牌每年新开2-3家店，部分因装修节奏因素带来年度差异），截止2022年底，公司拥有餐饮直营门店36家（广州酒家22家/陶陶居11家/星樾城3家），授权第三方经营陶陶居23家，整体餐饮直营门店较疫情前增长90%，助力复苏。因此，虽然今年有广州酒家文昌店3月底后改造影响，但综合来看，公司餐饮业务仍有望复苏成长，我们预计公司今年餐饮收入有望较疫情前增长60%+。

图1：公司收入与业绩增速情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司历年月饼销售与中秋国庆间隔相关



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

聚焦月饼主业，今年因中秋和国庆相连，按历史规律相对利好月饼主业销售，而广酒品牌与陶陶居品牌双轮驱动下也有望助力公司月饼主业成长。公司月饼主业构筑基本盘，收入占比超4成，毛利率50-60%，是公司盈利能力最高的业务（主要在三季度体现）。2021-2022年其月饼毛利占比在55-60%左右，是公司利润的核心。从过往季节性规律来看（如图2），在整体外部环境相对稳定的情况下，当年中秋节越晚，越靠近国庆节，则一般月饼销售时间通常可增加，销售表现也相对更好。今年中秋与国庆相连，参考历史规律，预计今年月饼销售相对有良好支撑，当然也需要兼顾整体环境影响。但考虑公司广州酒家月饼品牌也持续在加速大湾区扩张，深圳等区域伴随近两年餐饮品牌开店月饼销售逐步起量，而陶陶居品牌还处于成长周期。同时，从过去多年的运营来看，公司始终注重与经销商共同成长，与经销商形成了持续良好的合作，也是经销商月饼销售时的首选品牌之一。故综合来看，我们预计公司今年月饼主业销售相对有支撑，预计有望增长12-13%。

◆ 国企改革侧重“一利五率”考核，利润考核明显强化，有望强化公司主观动能释放

近两年时代背景推动下，央国企考核持续升级，做大做优国有资产成为核心。从2019年到2023年，国资委将中央企业主要经营指标由原来的“两利一率”调整为“一利五率”，即“一增一稳四提升”，引导国有企业更加注重投入产出效率和经营活动现金流，不断提升资本回报质量和经营业绩“含金量”。

在上述国企考核调整下，利润总额的增长考核成为财务指标中核心考核考核指标，且配合ROE、营业现金比例等，核心要求有现金的利润增长，从而也有助于国企经营改革更求实效，更加积极主动谋发展。聚焦广州酒家，公司实控人为广州市国资委，系广州市属国资企业，过往经营相对稳健。伴随国企改革持续深化，我们预计公司经营主观动能有望持续强化，跨区域（粤港澳大湾区加速渗透，省外尤其华东区域提）、多品类（月饼、速冻、餐饮积极成长）、多品牌（广州酒家+陶陶居等老字号品牌双驱动）成长，未来中

线成长有望提速。

表1: 历年央企考核指标变化

年份	考核指标	备注
2019	净利润、利润总额、资产负债率、营收利润率、研发经费投入率	简称“两利三率”
2020	同上	
2021	净利润、利润总额、资产负债率、营收利润率、研发经费投入率、全员劳动生产率, 2022年基本一致	简称“两利四率”, 新增全员劳动生产率, 2020年12月提出
2023	利润总额、资产负债率、营业现金比率、净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率	简称“一利五率”, 减少净利润和营收利润率, 增加营业现金比率和净资产收益率, 在2023年1月5日提出

资料来源: 中国政府网, 国信证券经济研究所

此外, 此前公司第一期股票期权激励计划已经完成。结合公司投资者交流日志, “未来公司将提前做好规划, 根据相关政策寻找合适机会, 探索适合公司, 且能切实产生激励效果的方案”, 未来公司管理激励中线也有望更加全面积极优化。

◆ 跨区域: 今年重点突破华东市场, 省外扩张有望明显提速

公司一直聚焦“餐饮树品牌, 食品做规模”的战略。公司最早以广州酒家餐饮门店起家, 具有良好品牌基础。但餐饮酒楼业务过往标准相对较低, 大规模快速连锁扩张相对受制。鉴于此, 公司依托餐饮品牌基础, 以食品业务做规模实现餐饮品牌势能的良好变现, 月饼、速冻等业务成为公司利润的核心基石。

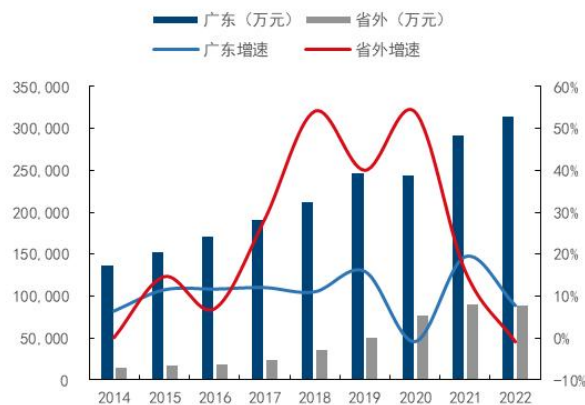
公司此前聚焦广州, 此后开始深圳等大湾区扩张。其中近两年伴随广州酒家、陶陶居等深圳开店, 其食品业务深圳销售也开始逐步起量。但总体而言, 公司省外占比近20%, 但近三年增速有所放缓(2017-2020年CAGR=49%, 2020-2022CAGR=5%), 主要与疫情因素影响相关, 同时公司发展风格相对稳健。

图3: 公司省内外销售占比情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司省内外销售规模及同比增速情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

但是, 公司通过前2-3年的摸索, 在华东区域餐饮品牌、产能和渠道推广上也积累了一定基础, 为今年开始华东区域突破奠定了有利基础。

1、餐饮去年下半年以来加速省外扩张, 今年华东广州酒家门店开立, 餐饮树品牌下为其食品华东扩张奠定基础。去年广州酒家省外首店长沙店开业, 陶陶居成都店开业。今年上海有望开业2家“广州酒家”, 其中上海首店今年4月24日已开业, 今年下半年上海二店有望开业, 叠加陶陶居后续进一步异地扩张, 有望为公司食品加速省外开拓尤其华东布局奠定基础。

2、渠道方面, 公司华东等区域的KA渠道布局已开始取得部分突破, 今年其部分产品现已进入华东地区的盒马、永辉、沃尔玛、Costco等超市。同时, 公司华东营销队伍也持续扩张, 经销渠道也在积极拓展中。

3、产能方面, 除了公司既有产能支持等外, 2022年3月, 公司公告与宏辉果蔬宏辉家家唛全资子公司签

订协议，为加快推进双方在华东地区的食品业务发展，就在上海市合资设立公司、厂房租赁及业务有意进行合作。去年因疫情反复节奏受制，后续预计公司也会继续推进，以助推华东区域产能的进一步扩张。

总体来看，目前公司集中餐饮资源、营销渠道等重点支持华东突破，如果今年华东突破取得实质进展，则有望提振公司未来全国成长想象空间，从聚焦广州——广东——全国，公司全国扩张有望迎来新期待。

◆ 设立并购产业基金，加码预制菜等中线布局

公司今年3月29日公告拟参与投资设立广东广梅预制菜产业投资基金（公司作为有限合伙人拟出资6000万元，占30%份额），截止目前已完成工商登记并取得营业执照，**预计有望加速公司预制菜布局，未来或与公司食品业务更好协同。**同时，公司于4月24日公告拟与广州产投私募、广州国资并购基金、广州老字号基金共同出资设立基金（公司作为有限合伙人出资4.5亿元，占45%份额），拟股权投资全国连锁餐饮、休闲食品、食材供应链、速冻、团餐等细分产业赛道项目，“**资本+产业**”有机结合，**公司有望借助投资基金模式加速外延扩张，持续加速预制菜等孵化布局。**此外，今年5月9日，盒马宣布首批13家企业和3家高校以及老板电器加入盒马发起的预制菜生态联盟，公司为其中之一，后续预制菜也有望增长。

◆ 未来成长：跨区域餐饮布局强品牌，四地产能支撑扩规模，中线业绩稳健增长

我们分业务展望未来3年经营表现、并对业绩进行测算：

1) 食品业务方面，目前产能制约已经逐步解除，梅州一期产能爬坡，去年广州新增一条速冻生产线，湘潭二期速冻基地在建，未来还有梅州二期产能以及可能与上海宏辉等合作，其产能扩张有望持续支持公司成长。

月饼业务：考虑到广酒品牌目前以省内广州为主，未来有望依托大湾区加速渗透等，预计保持稳定增长。陶陶居月饼品牌目前仍处于加速成长期，性价比更高，且依托餐饮陶陶居扩张在广州以外有一定品牌知名度，后续预计伴随餐饮扩张有望保持较快增长。综合预计2023-2025年月饼收入有望实现12%/9%/8%增长。

速冻业务：伴随产能扩张及省内外扩张提速等，预计未来3年收入增速有望实现28%/25%/23%。**我们预计公司速冻业务2025年规模或有望看齐月饼，达到20亿元+。**

表2：广州酒家四地产能布局情况

基地	生产类别	产能规模	产能利用率	投产时间
广州	全品类综合食品	产能规模约为3.9万吨年，其中月饼0.8万吨、速冻2.6万吨。 2022年新扩一条速冻生产线，停一条生产线维修	基本满产	
梅州	速冻食品	一期4条产线(1条为备用)，速冻产能2.4万吨/年	70%（部分配套设施及SKU还未完善）	2021年三季度
湘潭	月饼及速冻	一期月饼/馅料产能0.2/0.6万吨/年； 二期速冻产能3.85万吨/年	-	一期：2019年8月完毕； 二期：预计2023年
茂名	速冻食品、月饼及烘焙食品	速冻及月饼产能约为0.4万吨	基本满产	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2) **餐饮业务：**综合餐饮稳健扩张，但去年相对低基数，预计2023-2025年收入分别增长25%/18%/16%。

综合来看，预计公司2023-2025年收入分别有望48.59/56.07/64.18亿元，同比分别+18.1%/15.4%/14.5%，归母业绩有望7.14/8.44/9.79亿元，同比分别+37.3%/18.1%/16.0%，整体2023-2025CAGR=17%，稳健增长有支撑，且若华东突破好于预期，则公司增长还有望进一步提速。

表3: 广州酒家主营业务拆分及预测表

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
月饼业务								
收入 (亿元)	10.38	11.92	13.78	15.21	15.19	17.01	18.54	20.02
yoy	15.7%	14.8%	15.6%	10.4%	-0.1%	12.0%	9.0%	8.0%
毛利率 (%)	63.2%	62.3%	58.4%	56.5%	54.2%	57.0%	57.2%	57.5%
速冻业务								
收入 (亿元)	4.10	5.53	7.75	8.48	10.58	13.54	16.92	20.81
yoy	29.9%	34.8%	40.1%	9.4%	24.0%	28.0%	25.0%	23.0%
毛利率 (%)	36.9%	37.1%	35.4%	36.2%	36.6%	36.6%	36.9%	37.2%
其他食品								
收入 (万元)	3.96	5.45	5.43	6.84	6.77	7.45	8.19	9.01
毛利率 (%)	31.6%	35.3%	26.5%	27.6%	29.5%	27.8%	27.8%	27.8%
食品业务合计								
收入 (亿元)	18.44	22.91	26.96	30.52	32.53	37.99	43.65	49.85
yoy	14.6%	24.2%	17.7%	13.2%	6.6%	16.8%	14.9%	14.2%
毛利率 (%)	50.6%	49.8%	45.4%	44.4%	43.3%	44.0%	43.8%	43.7%
餐饮业务								
收入 (亿元)	6.01	6.67	4.89	7.25	7.62	9.53	11.24	13.04
yoy	7.5%	10.9%	-26.7%	48.3%	5.1%	25.0%	18.0%	16.0%
毛利率 (%)	62.7%	62.6%	5.4%	9.4%	1.9%	18.0%	19.0%	19.0%
其他业务								
收入 (亿元)	0.17	0.71	1.03	1.13	0.97	1.07	1.17	1.29
毛利率 (%)	16.8%	59.7%	42.5%	43.8%	44.0%	44.0%	44.0%	44.0%
总收入 (亿元)	24.63	30.29	32.87	38.90	41.12	48.59	56.07	64.18
yoy	12.5%	23.0%	8.5%	18.3%	5.7%	18.1%	15.4%	14.5%
归母业绩 (亿元)	3.84	3.84	4.64	5.58	5.20	7.14	8.44	9.79
yoy	12.8%	0.1%	20.7%	20.3%	-6.7%	37.3%	18.1%	16.0%
归母净利率 (%)	15.6%	12.7%	14.1%	14.3%	12.7%	14.7%	15.0%	15.3%

资料来源: 公司公告, wind, , 国信证券经济研究所整理估算

◆ 投资建议: 月饼与餐饮全年可期, 华东有望迎突破, 国企改革提供加速器, 维持“买入”评级

维持公司 2023-2025 年 EPS 为 1.28/1.54/1.81 元, 对应 23-25 年 PE 估值 23/19/16x。今年月饼预期有望大年, 叠加餐饮复苏, 有望构筑业绩基本盘。同时, 今年餐饮门店加速异地扩张有望提升品牌全国影响力, 助力公司食品业务省外成长, 华东若今年明显突破有望助力公司全国扩张成长。国企改革利润考核强化下, 公司主观动能有望更加积极, 全面助力跨区域、多品类、多品牌扩张, 维持“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观、疫情等风险, 食品卫生安全, 收购整合、产能释放不足、异地扩张节奏不及预期。

表4: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
603043.sh	广州酒家	29.16	165.85	0.92	1.28	1.54	1.81	31.70	22.78	18.94	16.11	买入
605108.sh	同庆楼	32.63	84.84	0.36	1.06	1.46	1.89	90.64	30.84	22.42	17.30	买入
605089.sh	味知香	63.44	63.44	1.43	1.83	2.28	2.79	44.36	34.64	27.80	22.74	无
603345.sh	安井食品	163.5	479.54	3.75	4.99	6.27	7.78	43.60	32.75	26.10	21.01	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 安井食品、味知香为 Wind 一致预测

相关研究报告：

- 《广州酒家（603043.SH）——一季度净利润增长超三成，省外扩张提速》——2023-04-27
- 《广州酒家（603043.SH）-2022 年业绩承压，期待食品增长与餐饮复苏》——2023-03-30
- 《广州酒家（603043.SH）-中秋月饼增长平稳，餐饮异地扩张提速》——2022-10-28
- 《广州酒家（603043.SH）-速冻产能释放支撑业绩增长 月饼销售势头良好》——2022-08-30
- 《广州酒家（603043.SH）——季报增长稳健，产能释放省外扩张助成长》——2022-04-28

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1937	915	1600	2054	2796	营业收入	3890	4112	4993	5832	6698
应收款项	174	197	205	240	275	营业成本	2418	2647	3041	3548	4062
存货净额	310	309	382	448	515	营业税金及附加	35	38	44	52	60
其他流动资产	80	103	100	87	100	销售费用	363	442	480	548	618
流动资产合计	2521	1662	2426	2968	3825	管理费用	379	380	458	533	610
固定资产	1224	1776	1812	1785	1879	研发费用	77	84	99	117	135
无形资产及其他	157	157	152	147	141	财务费用	(24)	(48)	(0)	(20)	(43)
投资性房地产	887	2212	2212	2212	2212	投资收益	16	3	14	14	14
长期股权投资	41	40	45	46	47	资产减值及公允价值变动	38	39	15	15	0
资产总计	4829	5847	6647	7157	8105	其他收入	(92)	(56)	(99)	(117)	(135)
短期借款及交易性金融负债	88	358	455	100	100	营业利润	681	640	899	1084	1270
应付款项	247	297	318	373	429	营业外净收支	2	5	1	1	1
其他流动负债	750	782	921	1076	1233	利润总额	683	644	900	1085	1271
流动负债合计	1085	1436	1694	1549	1762	所得税费用	118	111	155	188	220
长期借款及应付债券	0	245	245	245	245	少数股东损益	7	12	17	21	25
其他长期负债	553	633	655	685	687	归属于母公司净利润	558	520	727	876	1027
长期负债合计	553	878	900	930	932	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1638	2314	2595	2479	2694	净利润	558	520	727	876	1027
少数股东权益	205	210	220	233	247	资产减值准备	19	(19)	0	0	0
股东权益	2987	3323	3832	4445	5164	折旧摊销	81	100	185	198	212
负债和股东权益总计	4829	5847	6647	7157	8105	公允价值变动损失	(38)	(39)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	(24)	(48)	(0)	(20)	(43)
每股收益	0.99	0.92	1.28	1.54	1.81	营运资本变动	(318)	(1226)	105	151	99
每股红利	0.28	0.42	0.38	0.46	0.54	其它	(13)	25	10	13	15
每股净资产	5.28	5.85	6.74	7.82	9.09	经营活动现金流	288	(638)	1013	1224	1352
ROIC	21%	14%	19%	21%	26%	资本开支	0	(667)	(201)	(151)	(301)
ROE	19%	16%	19%	20%	20%	其它投资现金流	203	(119)	0	0	0
毛利率	38%	36%	39%	39%	39%	投资活动现金流	173	(786)	(206)	(152)	(302)
EBIT Margin	16%	13%	17%	18%	18%	权益性融资	(0)	34	0	0	0
EBITDA Margin	18%	15%	21%	21%	21%	负债净变化	0	245	0	0	0
收入增长	18%	6%	21%	17%	15%	支付股利、利息	(160)	(237)	(218)	(263)	(308)
净利润增长率	20%	-7%	40%	20%	17%	其它融资现金流	131	351	97	(355)	0
资产负债率	38%	43%	42%	38%	36%	融资活动现金流	(189)	402	(122)	(618)	(308)
息率	1.0%	1.4%	1.3%	1.6%	1.9%	现金净变动	271	(1022)	685	454	742
P/E	29.6	31.8	22.8	18.9	16.1	货币资金的期初余额	1665	1937	915	1600	2054
P/B	5.5	5.0	4.3	3.7	3.2	货币资金的期末余额	1937	915	1600	2054	2796
EV/EBITDA	26.0	30.4	18.2	15.5	13.5	企业自由现金流	0	(1362)	809	1054	1013
						权益自由现金流	0	(766)	906	716	1049

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