

# 德业股份 (605117.SH)

优于大市

## 储能业务出货快速增长，公司发布员工持股计划草案提升凝聚力

### 核心观点

**2025Q2 实现归母净利润 8.17 亿元，同比+2%，环比+16%。**公司 2025 上半年实现营收 55.3 亿元，同比+16.6%，实现归母净利润 15.22 亿元，同比+23%，2025 上半年毛利率 37.5%，同比+0.3pct，净利率 27.5%，同比+1.5pct。2025Q2 营收 29.7 亿元，同比+4%，环比+15.6%，2025Q2 实现归母净利润 8.17 亿元，同比+2%，环比+16%，Q2 毛利率 37.7%，同比持平，环比+0.5pct；Q2 净利率 27.5%，同比-0.5pct，环比持平。

**储能业务出货快速增长，盈利能力稳定。**公司 2025 上半年储能逆变器实现出货 31.6 万台，同比+48%，其中户用储能出货 27.3 万台，工商业储能实现出货 4.3 万台。我们估算对应 2025Q2 实现储能逆变器出货 18.4 万台，同比+39%，环比+39%，其中户用储能出货 15.7 万台，工商业储能出货 2.7 万台，出货占比约 15%，环比+2.5pct。储能电池包业务 2025 上半年实现收入 14.22 亿元，同比+86%，毛利率 35%，我们估算对应 2025Q2 储能电池包业务实现收入 7.4 亿元，同比+56%，环比+9%，储能逆变器与电池包业务毛利率整体稳定。展望全年，伴随欧洲市场工商储应用需求提升，新兴市场工商储及户储需求景气延续，我们预计公司储能业务延续增长，预计 2025 全年公司储能逆变器出货 70-75 万台，同比+30%-39%；预计 2025 全年储能电池包业务收入达到 30-35 亿元，同比+22%-43%。

**组串式逆变器稳健增长，环境电器业务营收承压。**公司 2025 上半年组串式逆变器出货 30.9 万台，同比+21%，微型逆变器实现出货 13.9 万台，同比-43%。环境电器方面，除湿机 2025 上半年营收 4.07 亿，同比-10%，主要受到相关市场梅雨天气周期缩短、出口不确定因素增多等影响，热交换器 2025 上半年营收 8.7 亿，同比-18%，主要系下游客户需求收缩导致的下滑。

**公司发布员工持股计划草案，增强员工凝聚力。**公司发布员工持股计划草案，计划不超过 800 人认购不超过 190.72 万股，占总股本 0.21%，认购价格为 30.19 元/股，2025/2026 年股份支付费用为 0.15/0.45 亿元，考核目标为 2025 年扣非归母净利润 31 亿元，员工持股计划草案推出有望激励核心员工，提升员工凝聚力。

**风险提示：**海外市场开拓不及预期；下游需求不及预期；行业竞争加剧。

**投资建议：**考虑到欧洲市场工商储应用需求提升，新兴市场工商储及户储需求景气延续，公司业绩有望延续稳健增长，我们给予公司 2025-2027 年盈利预测 32.06/35.33/38.95 亿元，同比+8.3%/+10%/+10%。当前股价对应 PE 分别为 22/20/18 倍，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,480	11,206	12,671	14,200	15,435
(+/-%)	25.6%	49.8%	13.1%	12.1%	8.7%
净利润(百万元)	1791	2960	3206	3533	3895
(+/-%)	18.0%	65.3%	8.3%	10.2%	10.3%
每股收益(元)	1.98	3.27	3.54	3.91	4.31
EBIT Margin	26.9%	27.9%	27.0%	27.1%	27.7%
净资产收益率 (ROE)	38.5%	40.3%	30.0%	26.8%	24.5%
市盈率 (PE)	38.6	23.4	21.6	19.6	17.8
EV/EBITDA	35.3	22.8	19.4	17.0	15.2
市净率 (PB)	13.23	7.32	5.82	4.79	4.00

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

#### 电力设备·光伏设备

证券分析师：王蔚祺

证券分析师：徐文辉

010-88005313

021-60375426

wangweiqi2@guosen.com.cn xuwenhui@guosen.com.cn

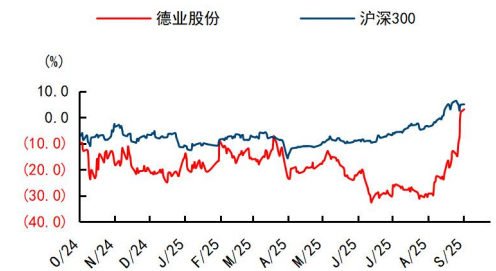
S0980520080003

S0980524030001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	76.50 元
总市值/流通市值	69190/69190 百万元
52 周最高价/最低价	111.80/49.88 元
近 3 个月日均成交额	988.56 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

《德业股份(605117.SH)——2023 年三季报业绩点评—储能出货环比下降，微逆出货改善》——2023-11-03

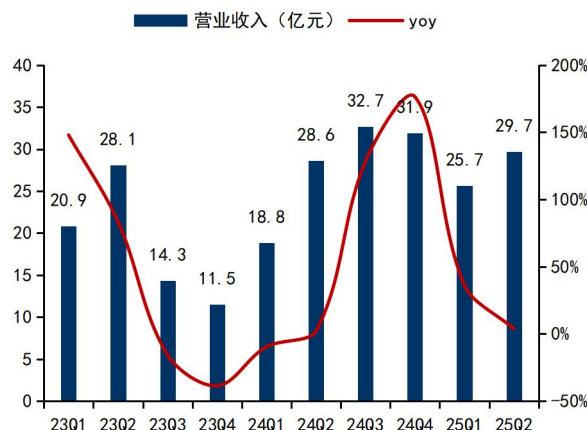
**2025Q2 实现归母净利润 8.17 亿元，同比+2%，环比+16%。**公司 2025 上半年实现营收 55.3 亿元，同比+16.6%，实现归母净利润 15.22 亿元，同比+23%，2025 上半年毛利率 37.5%，同比+0.3pct，净利率 27.5%，同比+1.5pct。2025Q2 营收 29.7 亿元，同比+4%，环比+15.6%，2025Q2 实现归母净利润 8.17 亿元，同比+2%，环比+16%，Q2 毛利率 37.7%，同比持平，环比+0.5pct；Q2 净利率 27.5%，同比-0.5pct，环比持平。

图1：公司年度营业收入及同比增速（亿元、%）



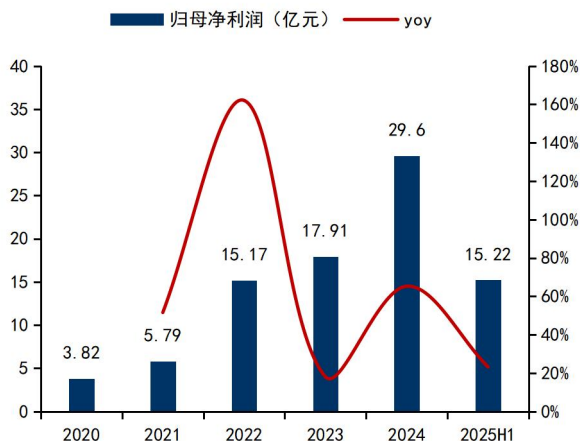
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及同比增速（亿元、%）



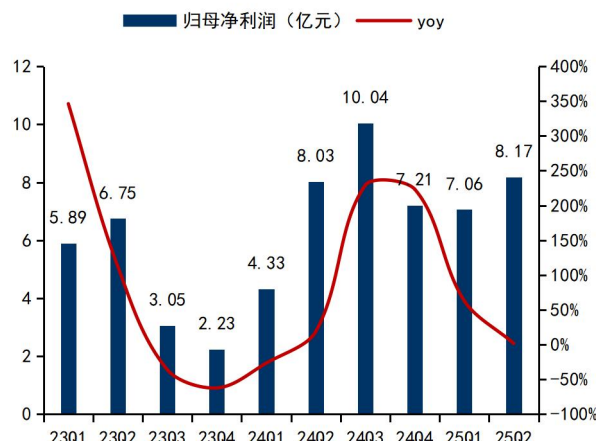
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及同比增速（亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及同比增速（亿元、%）



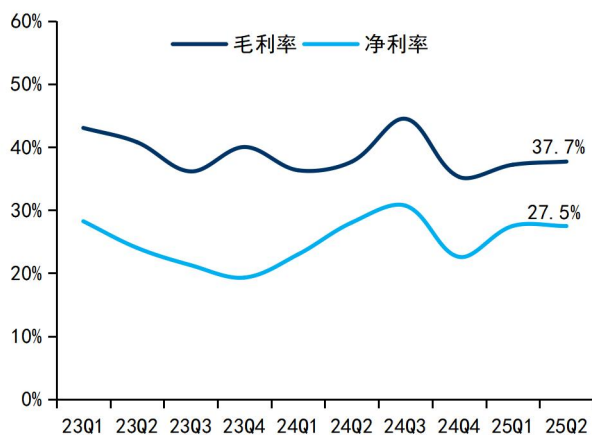
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

**储能业务出货快速增长，盈利能力稳定。**公司 2025 上半年储能逆变器实现出货 31.6 万台，同比+48%，其中户用储能出货 27.3 万台，工商业储能实现出货 4.3 万台。我们估算对应 2025Q2 实现储能逆变器出货 18.4 万台，同比+39%，环比+39%，其中户用储能出货 15.7 万台，工商业储能出货 2.7 万台，出货占比约 15%，环比+2.5pct。储能电池包业务 2025 上半年实现收入 14.22 亿元，同比+86%，毛利率 35%，我们估算对应 2025Q2 储能电池包业务实现收入 7.4 亿元，同比+56%，环比+9%，储能逆变器与电池包业务毛利率整体稳定。展望全年，伴随欧洲市场工商储应用需求提升，新兴市场工商储及户储需求景气延续，我们预计公司储能业务延续增长，预计 2025 全年公司储能逆变器出货 70-75 万台，同比+30%-39%；预计 2025 全年储能电池包业务收入达到 30-35 亿元，同比+22%-43%。

**组串式逆变器稳健增长，环境电器业务营收承压。**公司 2025 上半年组串式逆变器出货 30.9 万台，同比+21%，微型逆变器实现出货 13.9 万台，同比-43%。环境电器方面，除湿机 2025 上半年营收 4.07 亿，同比-10%，主要受到相关市场梅雨天气周期缩短、出口不确定因素增多等影响，热交换器 2025 上半年营收 8.7 亿，同比-18%，主要系下游客户需求收缩导致的下滑。

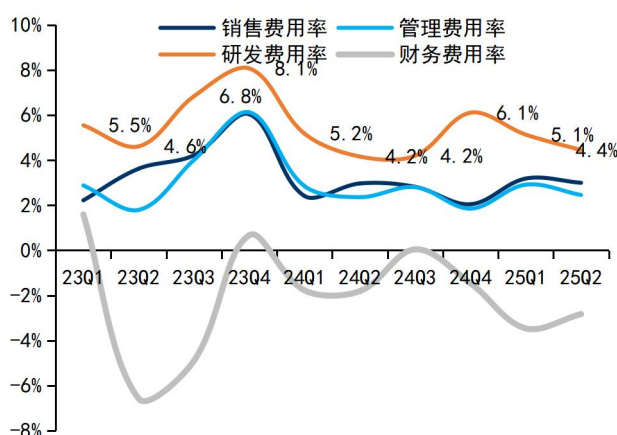
**公司发布员工持股计划草案，增强员工凝聚力。**公司发布员工持股计划草案，计划不超过 800 人认购不超过 190.72 万股，占总股本 0.21%，认购价格为 30.19 元/股，2025/2026 年股份支付费用为 0.15/0.45 亿元，考核目标为 2025 年扣非归母净利润 31 亿元，员工持股计划草案推出有望激励核心员工，提升员工凝聚力。

图5：公司季度毛利率、净利率（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图6：公司费用率情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 1. 组串逆变器业务

**销量：**全球光伏装机平稳增长，分布式占比持稳，推动公司组串逆变器业务销量稳步增长。我们预计公司 2025-2027 年并网逆变器销量为 56/60/65 万台，增速分别为+36%/+7%/+8%。

**营收：**我们预计公司 2025-2027 年组串逆变器业务营收为 8.5/9.0/9.8 亿元，增速分别为+7.8%/+5.4%/+8.3%。

**毛利率：**公司逆变器一体化程度逐渐提高，公司成本端管控能力逐渐增强，我们预计逆变器成本端变动基本趋向于稳定。我们预计公司 2025-2027 年组串逆变器业务毛利率为 20.5%/20%/20%。

### 2. 储能逆变器业务

**销量：**全球新兴市场户用储能景气延续，公司不断拓宽海外客户和渠道，推动公司储能逆变器业务销量高速增长。我们预计公司 2025-2027 年储能逆变器销量为 74/82/90 万台，增速分别为+36%/+11%/+10%。

**营收：**我们预计公司 2025-2027 年储能逆变器业务营收为 50.4/57.4/63 亿元，增速分别为+14%/+14%/+10%。

**毛利率：**公司产品一体化程度逐渐提高，公司成本端管控能力逐渐增强，我们预计储能逆变器成本端变动基本趋向于稳定。我们预计公司 2025-2027 年储能逆变器

器业务毛利率为 39%/33%/33%

### 3. 微型逆变器业务

**销量：**公司微逆业务后续保持稳定发展。我们预计公司 2025-2027 年微型逆变器销量为 34/35/35 万台，增速分别为-19%/+3%/0%。

**营收：**我们预计公司 2025-2027 年微型逆变器业务营收为 2.0/2.1/2.1 亿元，增速分别为-41%/+4%/0%。

**毛利率：**公司产品一体化程度逐渐提高，公司成本端管控能力逐渐增强，我们预计微型逆变器成本端变动基本趋向于稳定。我们预计公司 2025-2027 年微型逆变器业务毛利率为 39%/33%/33%。

### 4. 储能电池包业务

**营收：**公司储能电池包业务增长迅速，伴随新兴市场储能景气延续，公司储能电池包需求也随之提升，我们预计公司 2025-2027 年储能电池包业务营收为 33.2/40/45 亿元，增速分别为+35.5%/+20%/+12.5%。

**毛利率：**我们预计公司 2025-2027 年储能电池包业务毛利率为 35%/35%/35%。

### 5. 热交换器业务

**营收：**我们预计公司 2025-2027 年热交换器业务营收为 18.7/19/19 亿元，增速分别为-4.4%/+1.7%/0%。

**毛利率：**我们预计公司 2025-2027 年热交换器业务毛利率为 12.3%/12%/12%。

### 6. 除湿机业务

**营收：**我们预计公司 2025-2027 年除湿器业务营收为 10/11/12 亿元，增速分别为+4%/+9%/+9%。

**毛利率：**我们预计公司 2025-2027 年除湿器业务毛利率为 33.6%/30%/30%。

### 7. 其他业务

**营收：**我们预计公司 2025-2027 年其他业务营收为 3.7/3.5/3.5 亿元，增速分别为+36%/-6%/0%。

**毛利率：**我们预计公司 2025-2027 年其他业务毛利率为 29%/30%/30%。

表1: 德业股份分产品业务预测

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>组串逆变器</b>				
营业收入 (亿元)	7.9	8.5	9.0	9.8
Yoy	21.0%	7.8%	5.4%	8.3%
销量 (万台)	41	56	60	65
毛利率	32.6%	20.5%	20.0%	20.0%
<b>储能逆变器</b>				
营业收入 (亿元)	44.2	50.4	57.4	63.0
Yoy	27.3%	14.2%	13.8%	9.8%
销量 (万台)	54	74	82	90
毛利率	51.8%	52.3%	51.4%	51.4%
<b>微型逆变器</b>				
营业收入 (亿元)	3.5	2.0	2.10	2.1
Yoy	13.9%	-41.7%	4.2%	0.0%
销量 (万台)	42	34	35	35
毛利率	32.2%	39.1%	33.3%	33.3%
<b>储能电池包</b>				
营业收入 (亿元)	24.5	33.2	40.0	45.0
Yoy	177.2%	35.5%	20.4%	12.5%
毛利率	41.30%	35.01%	35.00%	35.00%
<b>热交换器</b>				
营业收入 (亿元)	19.6	18.7	19.0	19.0
Yoy	45.4%	-4.4%	1.7%	0.0%
毛利率	12.12%	12.26%	12.00%	12.00%
<b>除湿机</b>				
营业收入 (亿元)	9.7	10.1	11	12
Yoy	37.7%	4.0%	9.1%	9.1%
毛利率	34.4%	33.6%	30.0%	30.0%
<b>其他业务</b>				
营业收入 (亿元)	2.8	3.7	3.5	3.5
Yoy	133.8%	35.9%	-6.3%	0.0%
毛利率	38.0%	29.4%	30.0%	30.0%
<b>合计</b>				
营业收入 (亿元)	112.1	126.7	142.0	154.4
Yoy	49.8%	13.1%	12.1%	8.7%
毛利率	38.8%	37.4%	37.1%	37.4%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

综上所述, 我们预计 2025-2027 年实现营收 126.7/142/154.4 亿元, 同比 +13%/12%/8.7%, 毛利率 37.4%/37.1%/37.4%。

费用率方面, 我们假设 2025-2027 年销售费用率为 2.5%/2.4%/2.3%, 管理费用率为 2.3%/2.2%/2.1%, 研发费用率为 4.8%/4.6%/4.5%, 所得税税率为 13%/13%/13%。

表2: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	42.9%	25.6%	49.8%	13.1%	12.1%	8.7%	5.0%	4.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%
营业成本/营业收入	62.0%	59.6%	61.2%	62.6%	62.9%	62.6%	63.0%	63.0%	63.0%	63.0%	63.0%	63.0%
销售费用率	2.6%	3.7%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用率	2.5%	3.2%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用率	4.8%	5.8%	4.9%	4.8%	4.6%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
营业税金及附加/营业收入	0.4%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
所得税税率	13.1%	14.6%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
股利分配比率	35.6%	50.4%	26.2%	30.0%	30.0%	40.0%	40.0%	50.0%	50.0%	60.0%	70.0%	80.0%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

## 未来三年业绩预测

表3: 德业股份未来三年业绩预测

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	112.06	126.71	142.00	154.35
营业成本 (亿元)	68.62	79.38	89.35	96.62
销售费用 (亿元)	2.88	3.17	3.41	3.55
管理费用 (亿元)	2.72	2.91	3.12	3.24
研发费用 (亿元)	5.49	6.08	6.53	6.95
财务费用 (亿元)	-1.31	-2.29	-2.26	-2.52
营业利润 (亿元)	34.04	36.85	40.61	44.78
利润总额 (亿元)	34.01	36.85	40.61	44.78
归属于母公司净利润 (亿元)	29.60	32.06	35.33	38.95
EPS (元)	3.27	3.54	3.91	4.31
ROE	40%	30%	27%	25%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

按照上述假设条件, 我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 32.06/35.33/38.95 亿元, 同比增长 8%/10%/10%。

**投资建议:** 考虑到欧洲市场工商储应用需求提升, 新兴市场工商储及户储需求景气延续, 公司业绩有望延续稳健增长, 我们给予公司 2025-2027 年盈利预测 32.06/35.33/38.95 亿元, 同比+8.3%/+10%/+10%。当前股价对应 PE 分别为 22/20/18 倍, 维持“优于大市”评级。

表 3: 可比公司估值表 (2025 年 9 月 8 日)

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
605117.SH	德业股份	76.5	692	3.27	3.54	3.91	23.4	21.6	19.6	优于大市
300274.SZ	阳光电源	136.98	2840	5.32	6.74	7.04	25.7	20.3	19.5	优于大市
300693.SZ	盛弘股份	38.95	122	1.37	1.76	2.09	28.4	22.2	18.7	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理与预测

## 风险提示

海外市场开拓不及预期; 下游需求不及预期; 行业竞争加剧

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2978	3554	4364	5783	7780	营业收入	7480	11206	12671	14200	15435
应收款项	571	1729	1041	1167	1142	营业成本	4457	6862	7938	8935	9662
存货净额	754	1360	979	1102	1191	营业税金及附加	57	104	101	114	123
其他流动资产	1756	1076	119	89	97	销售费用	278	288	317	341	355
<b>流动资产合计</b>	<b>7932</b>	<b>10815</b>	<b>9601</b>	<b>11258</b>	<b>13347</b>	管理费用	239	272	291	312	324
固定资产	2011	2360	3642	4638	5457	研发费用	436	549	608	653	695
无形资产及其他	200	143	133	124	114	财务费用	(214)	(131)	(229)	(226)	(252)
其他长期资产	674	1797	127	142	154	投资收益	(121)	92	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(60)	(99)	(40)	(70)	(90)
<b>资产总计</b>	<b>10817</b>	<b>15114</b>	<b>13504</b>	<b>16162</b>	<b>19073</b>	其他收入	112	249	120	130	130
短期借款及交易性金融负债	2919	1013	0	0	0	营业利润	2098	3404	3685	4061	4478
应付款项	1691	3705	1087	1224	1324	营业外净收支	(1)	(4)	0	0	0
其他流动负债	370	528	256	192	155	<b>利润总额</b>	<b>2096</b>	<b>3401</b>	<b>3685</b>	<b>4061</b>	<b>4478</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5170</b>	<b>5510</b>	<b>1470</b>	<b>1558</b>	<b>1633</b>	所得税费用	305	440	479	528	582
长期借款及应付债券	300	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	116	149	147	147	147	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1791</b>	<b>2960</b>	<b>3206</b>	<b>3533</b>	<b>3895</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>416</b>	<b>149</b>	<b>147</b>	<b>147</b>	<b>147</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>5586</b>	<b>5660</b>	<b>1617</b>	<b>1705</b>	<b>1780</b>	净利润	1791	2960	3206	3533	3895
少数股东权益	0	1	1	1	1	资产减值准备	(50)	(15)	(30)	(30)	(30)
股东权益	5231	9454	11886	14457	17292	折旧摊销	107	157	227	314	390
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10817</b>	<b>15114</b>	<b>13504</b>	<b>16162</b>	<b>19073</b>	公允价值变动损失	(3)	(50)	(20)	(20)	(20)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(214)	(131)	(229)	(226)	(252)
每股收益	1.98	3.27	3.54	3.91	4.31	营运资本变动	(81)	1161	(982)	(132)	4
每股红利	1.00	0.86	1.06	1.17	1.72	其它	318	(847)	(181)	(176)	(202)
每股净资产	5.78	10.45	13.14	15.99	19.12	<b>经营活动现金流</b>	<b>2081</b>	<b>3367</b>	<b>2220</b>	<b>3489</b>	<b>4038</b>
ROIC	22%	30%	27%	25%	23%	资本开支	(749)	(469)	(1500)	(1300)	(1200)
ROE	39%	40%	30%	27%	25%	其它投资现金流	(975)	(1336)	1650	(35)	(32)
毛利率	40%	39%	37%	37%	37%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1724)</b>	<b>(1805)</b>	<b>150</b>	<b>(1335)</b>	<b>(1232)</b>
EBIT Margin	27%	28%	27%	27%	28%	权益性融资	(84)	2940	0	0	0
EBITDA Margin	28%	29%	29%	29%	30%	负债净变化	232	(2827)	(1013)	0	0
收入增长	26%	50%	13%	12%	9%	支付股利、利息	(540)	(903)	(774)	(962)	(1060)
净利润增长率	18%	65%	8%	10%	10%	其它融资现金流	462	(2527)	(1013)	0	0
资产负债率	52%	37%	12%	11%	9%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(178)</b>	<b>(660)</b>	<b>(1559)</b>	<b>(736)</b>	<b>(808)</b>
息率	1.3%	1.1%	1.4%	1.5%	2.3%	<b>现金净变动</b>	<b>179</b>	<b>901</b>	<b>811</b>	<b>1418</b>	<b>1997</b>
P/E	38.6	23.4	21.6	19.6	17.8	货币资金的期初余额	2176	2978	3554	4364	5783
P/B	13.2	7.3	5.8	4.8	4.0	货币资金的期末余额	2978	3554	4364	5783	7780
EV/EBITDA	35.3	22.8	19.4	17.0	15.2	企业自由现金流	996	3576	717	2227	2914
						权益自由现金流	1411	862	(97)	2424	3133

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 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 ±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 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 ±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

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