

滔搏 (06110.HK)

上半财年收入与净利润下滑，现金流充裕保持高派息率

优于大市

核心观点

上半财年收入与净利润下滑，现金流充裕保持高派息率。2025 上半财年受到宏观需求疲软以及线下客流下滑影响，收入同比-7.9%至 130.5 亿元；主要受毛利率下滑、负向经营杠杆影响，归母净利润同比-34.6%至 8.7 亿元。**分商业模式看：**零售/批发渠道分别同比-8.9%/-2.2%；零售模式分场景看，线上渠道表现好于线下，直营线上占整体直营销售额比例提升至 30%，24 财年底占比为 20-30%中段。**分品牌看：**主力品牌/其他品牌分别同比-8.1%/-6.5%。

上半财年毛利率同比-3.7 个百分点至 41.1%，影响毛利率主要因素包括：折扣率同比加深、毛利率较低的批发渠道占比提升、存货上升产生大约 9000 万左右的存货拨备。同时受负经营杠杆影响，总体费用率小幅提升 0.2 个百分点至 33.1%。净利率同比-2.7 个百分点至 6.7%。公司仍保持良好的现金创收能力，经营活动现金流净额为 26.1 亿元，同比+2.5%，净现比为 3.0。充裕的现金流为派息奠定良好基础，中期派息率 99%，过往 5 年半累计派息率超过 100%。

上半财年零售净关店 300 余家，会员数量持续提升。截至 8 月底，公司共运营 5813 家门店，同比减少 396 家，环比 2024 年 2 月底减少 331 家；总销售面积同比减少 1.9%，单店销售面积同比提升约 4.8%。公司累计用户数达 8100 万人，环比 2 月底增长 6.2%，同比增长 10.8%。会员贡献销售额比例达 93.7%，保持较高且稳健的销售贡献。复购会员对会员整体消费贡献约 60%~70%，同比基本稳定。高价值会员占总消费会员数比例仅中单位数，但占总消费会员的销售比例近四成，消费潜力与粘性较普通会员持续凸显。

二季度销售额下滑符合市场整体表现。财年一季度（2024 年 3~5 月）零售及批发业务之总销售额同比下跌中单位数；第二季度（2024 年 6~8 月）零售及批发业务之总销售额同比录得 10-20%低段下跌。

风险提示：消费复苏不及预期；供应链物流受阻；渠道优化改革不及预期。

投资建议：看好公司经营韧性以及长期现金回报。虽然 2025 财年公司业务短期承压，我们看好公司未来伴随消费回暖以及下游客户调整完成后，业绩增长重回正轨，同时基于充裕的现金基础以及高派息率，看好公司长期现金回报。基于上半财年业绩表现以及短期消费环境仍不明朗，我们下调 2025~2027 财年业绩预测，预计 2025~2027 财年净利润分别为 14.4/17.9/19.2 亿元（前值为 23.0/25.1/27.0 亿元），同比-35.1%/+24.5%/+7.6%。基于盈利预测下调，下调合理估值区间至 3.8~4.0 港元（前值为 6.8~7.2 港元），对应 2025 财年 15~16xPE。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)	27,073	28,933	26,418	28,074	29,746
(+/-%)	-15.1%	6.9%	-8.7%	6.3%	6.0%
净利润(百万元)	1837	2213	1437	1788	1924
(+/-%)	-24.9%	20.5%	-35.1%	24.5%	7.6%
每股收益(元)	0.30	0.36	0.23	0.29	0.31
EBIT Margin	1.4%	4.7%	6.3%	7.4%	7.5%
净资产收益率 (ROE)	18.7%	22.5%	14.1%	16.7%	17.2%
市盈率 (PE)	8.8	7.3	11.2	9.0	8.4
EV/EBITDA	63.7	16.5	9.7	8.3	7.8
市净率 (PB)	1.64	1.64	1.58	1.51	1.44

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·海外公司财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

证券分析师：刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

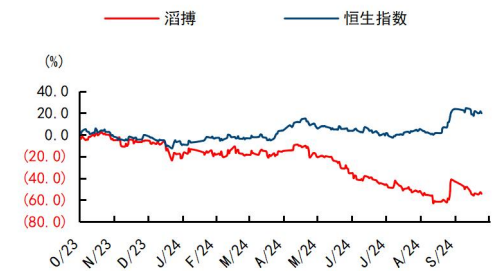
S0980520040004

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	3.80 - 4.00 港元
收盘价	2.76 港元
总市值/流通市值	17115/17115 百万港元
52 周最高价/最低价	6.36/2.11 港元
近 3 个月日均成交额	83.00 百万港元

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

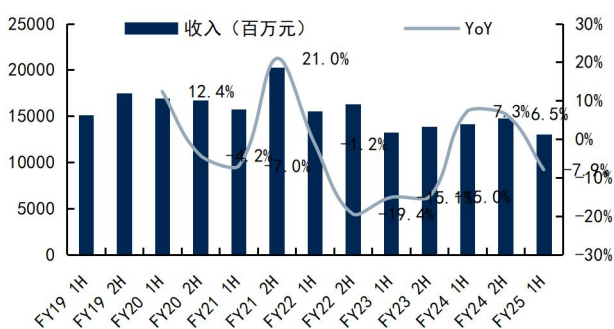
- 《滔搏 (06110.HK) -2024 财年净利润增长 20%，维持 100%以上高分红率》——2024-05-24
- 《滔搏 (06110.HK) -财年三季度销售增长约 10~14%，门店面积环比转正》——2023-12-17
- 《滔搏 (06110.HK) -上半财年净利润增长 17%，效率提升驱动高质量增长》——2023-10-20
- 《滔搏 (06110.HK) -财年一季度销售增长约 20~25%，折扣率单位数改善》——2023-06-27
- 《滔搏 (06110.HK) -全年净利润下滑 24.9%，全域运营强化经营韧性》——2023-05-25

上半财年收入与净利润下滑，现金流充裕保持高派息率

2025 上半财年受到宏观需求疲软以及线下客流下滑影响，收入同比-7.9%至 130.5 亿元；主要受毛利率下滑、负向经营杠杆影响，归母净利润同比-34.6%至 8.7 亿元。

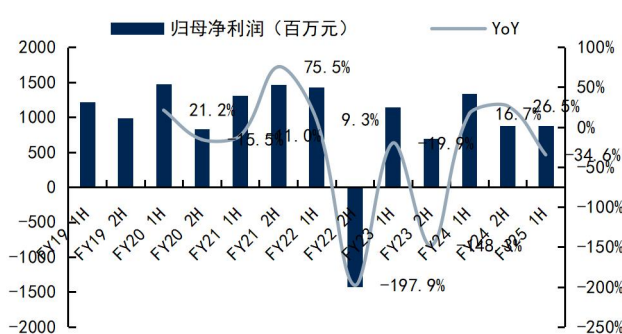
分商业模式看：零售/批发渠道分别同比-8.9%/-2.2%；零售模式分场景看，线上渠道表现好于线下，直营线上占整体直营销销售额比例提升至 30%，24 财年底占比为 20-30%中段。**分品牌看：**主力品牌/其他品牌分别同比-8.1%/-6.5%。

图1：公司营业收入及增速



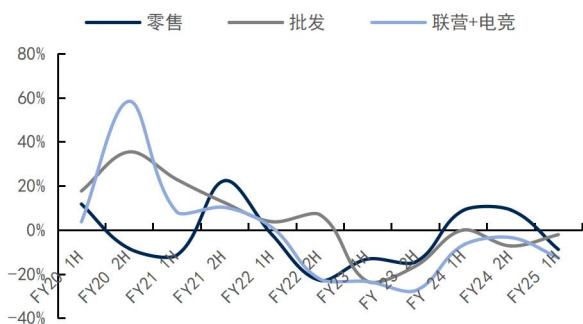
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及增速



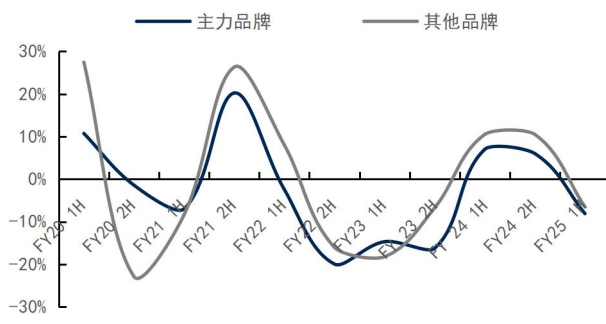
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分商业模式收入增长



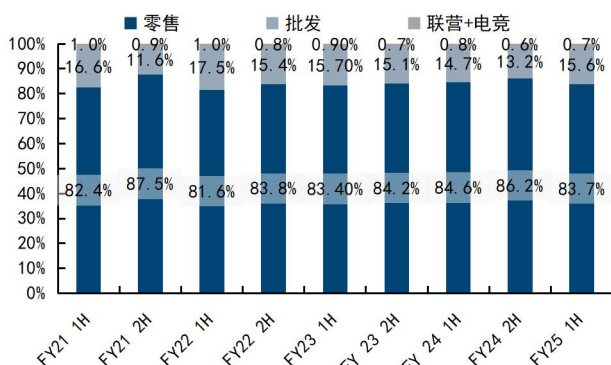
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分品牌收入增长



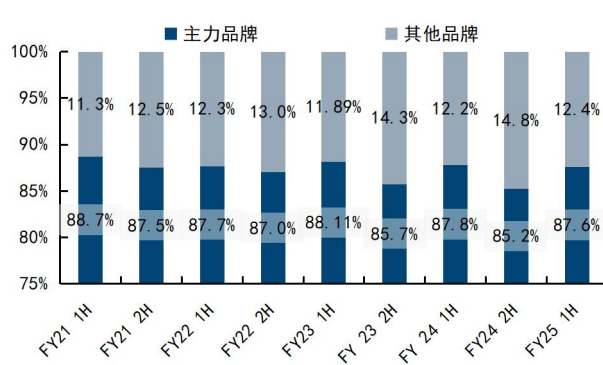
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司分商业模式收入占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司分品牌收入占比



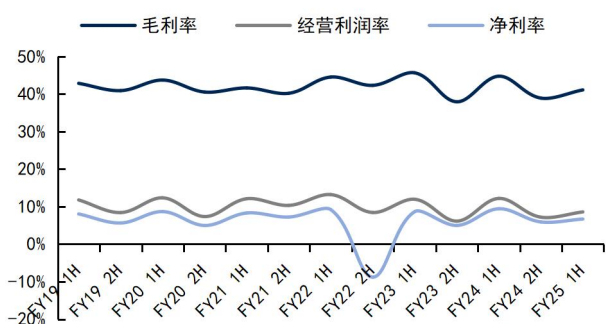
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

销售承压、折扣率加深、渠道结构变化致毛利率下滑。2025 上半财年毛利率同比-3.7 百分点至 41.1%，影响毛利率主要因素包括：1) 折扣率同比加深，一方面由于销售下滑带来库存压力上升，另一方面来自于折扣率较低的线上渠道销售占比提升；2) 毛利率较低的批发渠道占比提升，同时对净利率带来正向影响；3) 由于存货上升产生大约 9000 万左右的存货拨备。

受负经营杠杆影响，总体费用率小幅提升 0.2 百分点至 33.1%。其中，租金费用率同比下降 1.3 百分点至 12.0%，带来正向影响，主要与精简线下零售网络、渠道结构变化、租金费用优化等因素有关；员工费用率同比+0.4 百分点至 10.4%；其他费用率同比+1.1 百分点，主要由于包括私域、直播业务在内的线上平台销售增速快、相关费用有所增长。

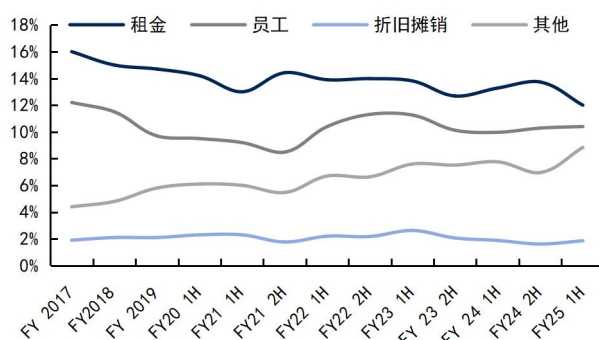
基于毛利率下降、费用率小幅提升，虽然受到政府补贴以及净融资成本及税项支出的正向影响，经营利润率同比-3.6 百分点至 8.6%；净利率同比-2.7 百分点至 6.7%。

图7: 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8: 公司费用开支占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

库存压力加大、库存周转天数增加。由于销售下滑，存货金额同比上升 6.4%，存货周转的天数同比增加 7.4 天至 148.3 天，库销比在 4~5 个月的范围以内，8 月末新品占比同比相对稳定。应收周转天数同比增加 1.3 天至 16.1 天，应付周转天数同比下降 2.3 天至 14.8 天。

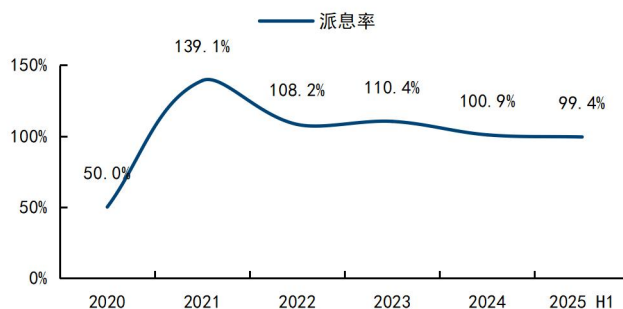
现金流充裕，保持高派息率。公司仍保持良好的现金创收能力，经营活动现金流净额为 26.1 亿元，同比+2.5%，净现比为 3.0。充裕的现金流为派息奠定良好基础，中期派息率 99%，过往 5 年半累计派息率超过 100%。

图9：公司营运资金周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司派息率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

上半财年零售净关店 300 余家，会员数量持续提升

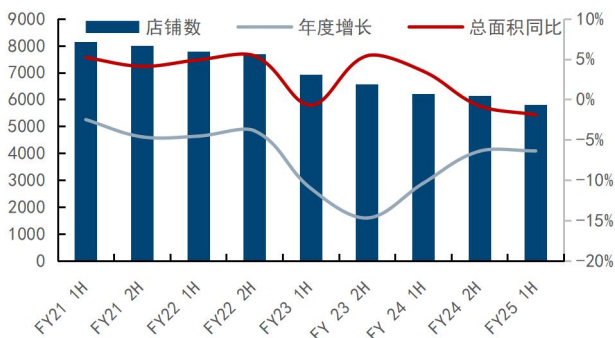
公司以效率为核心调整门店布局，在开店和改造上制定更加严格的标准，谨慎控制新开店和改造店的面积，重视店铺坪效；关店策略上，加速淘汰低效尾部店铺。截至 8 月底，公司共运营 5813 家门店，同比减少 396 家，环比 2024 年 2 月底减少 331 家；总销售面积同比减少 1.9%，单店销售面积同比提升约 4.8%。

表1：公司零售店铺数及变化

	FY20 1H	FY20 2H	FY21 1H	FY21 2H	FY22 1H	FY22 2H	FY23 1H	FY23 2H	FY24 1H	FY24 2H	FY25 1H
期初	8343	8365	8395	8156	8006	7785	7695	6928	6565	6209	6,144
净增加	22	30	-239	-150	-221	-90	-767	-363	-356	-65	-331
期末	8365	8395	8156	8006	7785	7695	6928	6565	6209	6144	5813

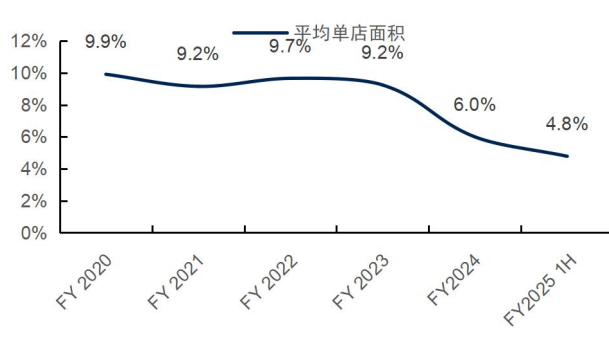
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图11：公司店铺数与总面积同比增长



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

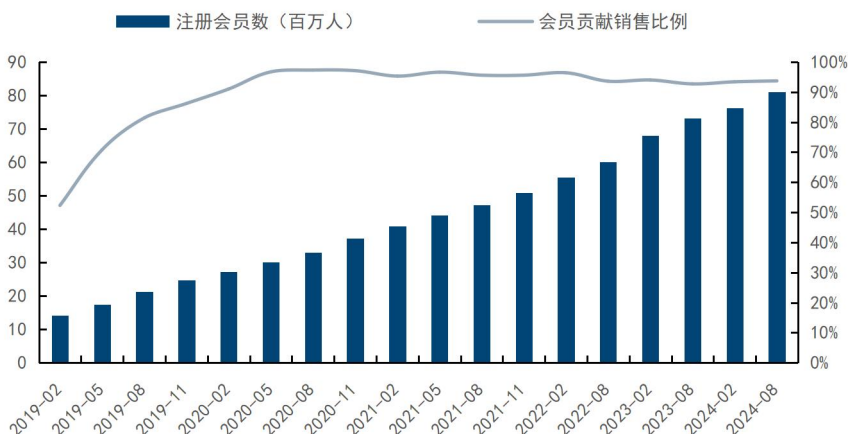
图12：公司单店销售面积同比增长



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

会员数量持续提升。截至 2024 年 8 月底，公司累计用户数达 8100 万人，环比 2 月底增长 6.2%，同比增长 10.8%。会员贡献销售额比例达 93.7%，保持较高且稳健的销售贡献。复购会员对会员整体消费贡献约 60%~70%，同比基本稳定。高价值会员占总消费会员数比例仅中单位数，但占总消费会员的销售比例近四成，消费潜力与粘性较普通会员持续凸显。

图13: 公司注册会员数以及会员贡献销售比例

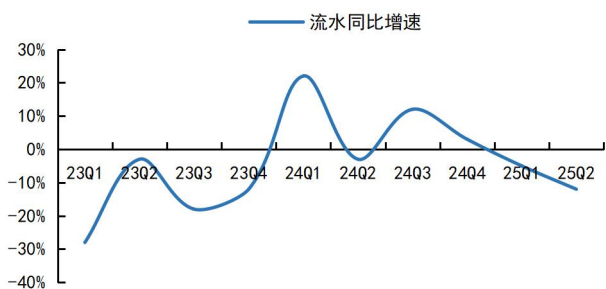


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

二季度销售额下滑符合市场整体表现

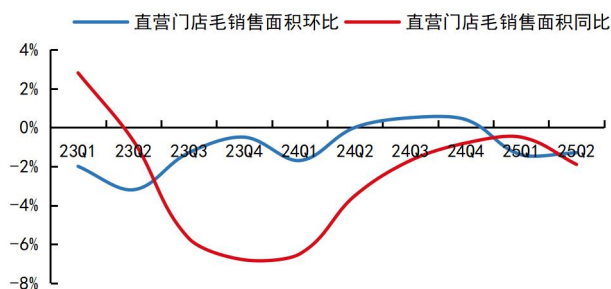
近期零售表现: 财年一季度 (2024 年 3~5 月) 零售及批发业务之总销售额同比下跌中单位数; 第二季度 (2024 年 6~8 月) 零售及批发业务之总销售额同比录得 10-20% 低段下跌。截至 2024 年 8 月 31 日, 直营门店毛销售面积较上一季末减少 1.3%, 较去年同期减少 1.9%。

图14: 公司分季度流水同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 公司分季度直营门店面积变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

盈利预测调整说明

预计 2025-2027 财年归母净利润分别为 14.4/17.9/19.2 亿元 (前值为 23.0/25.1/27.0 亿元), 同比-35.1%/+24.5%/+7.6%, 盈利预测下调的主要原因说明: 1) 收入端受今

年宏观消费环境疲软影响，线下客流量减少，同时公司加速淘汰低效尾部店铺，9-10月以来压力仍然存在。2) 受折扣率加深影响，毛利率承压；受经营负杠杆影响，固定成本费用支出刚性，费用率预计上升、利润率下降。具体调整细节如下：

1、收入：预计 2025-2027 财年收入分别为 264.2/280.7/297.5 亿元（前值为 295.2/314.5/334.2 亿元），同比-8.7%/+6.3%/+6.0%。主要对 2024 年营收增速下调，一方面由于上半财年营收增速不及此前预期；另一方面下半财年消费环境仍存在不确定性。

2、毛利率：预计 2025-2027 财年毛利率分别为 39.3%/40.3%/40.3%（前值为 41.6%/41.7%/41.7%）。基于上半年销售承压、折扣率加深，且 9-10 月仍然维持折扣率加深的趋势，我们预计全年毛利率承压，同比预计下滑。

3、销售费用率：预计 2025-2027 财年销售费用率分别为 29.2%/29.0%/29.0%（前值为 28.6%/28.4%/28.4%）。主要由于负向经营杠杆影响，收入下调后刚性费用占比提升。

4、归母净利润率：主要受毛利率下降、销售费用率提升影响，预计 2025-2027 财年归母净利润率分别为 5.4%/6.4%/6.5%（前值为 7.8%/8.0%/8.1%）。

图16: 盈利预测假设拆分

	2024	2025E	2026E	2027E	2024H1	2024H2	2025H1	2025H2
营收合计	28,933.20	26,417.88	28,073.58	29,746.44	14,176.50	14,756.70	13,054.70	13,363.18
销售货品	28,724.40	26,236.46	27,883.40	29,547.39	14,068.20	14,656.20	12,960.10	13,276.36
零售	24,702.70				11,987.70	12,715.00	10,924.70	
批发	4,021.70				2,080.50	1,941.20	2,035.40	
主力品牌	24,834.10	22,599.03	23,954.97	25,320.41	12,346.80	12,487.30	11,351.30	11,247.73
其他品牌	3,890.30	3,637.43	3,928.42	4,226.99	1,721.40	2,168.90	1,608.80	2,028.63
联营费用	169.90	142.72	151.67	160.73	86.80	83.10	73.20	69.52
其他收入	38.90	38.71	38.51	38.32	21.50	17.40	21.40	17.31
营收增速	6.9%	-8.7%	6.3%	6.0%	7.3%	6.5%	-7.9%	-9.4%
销售货品	7.0%	-8.7%	6.3%	6.0%	7.4%	6.6%	-7.9%	-9.4%
零售	8.9%				8.8%	9.0%	-8.9%	
批发	-3.3%				-0.1%	-6.5%	-2.2%	
主力品牌	6.5%	-9.0%	6.0%	5.7%	7.0%	6.0%	-8.1%	-9.9%
其他品牌	10.5%	-6.5%	8.0%	7.6%	10.5%	10.5%	-6.5%	-6.5%
联营费用	-2.9%	-16.0%	6.3%	6.0%	-4.7%	-0.8%	-15.7%	-16.3%
其他收入	-28.0%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-15.0%	-39.4%	-0.5%	-0.5%
毛利额	12,080.80	10,374.94	11,305.03	11,991.50	6,340.80	5,740.00	5,362.40	5,012.54
销售货品	11,910.90	10,232.22	11,153.36	11,830.78				
联营费用	169.90	142.72	151.67	160.73				
毛利率	41.8%	39.3%	40.3%	40.3%	44.7%	38.9%	41.1%	37.5%
销售货品	41.8%	39.0%	40.0%	40.0%				
联营费用	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%				
销售费用	-8,356.00	-7,705.86	-8,147.87	-8,616.12	-4,110.10	-4,245.90	-3,821.90	-3,883.96
比率	-28.9%	-29.2%	-29.0%	-29.0%	-29.0%	-28.8%	-29.3%	-29.1%
管理费用	-1,115.40	-1,013.34	-1,071.47	-1,129.64	-552.50	-562.90	-495.00	-518.34
比率	-3.9%	-3.8%	-3.8%	-3.8%	-3.9%	-3.8%	-3.8%	-3.9%
其他收入	175.90	160.61	170.67	180.84	46.20	129.70	77.20	83.41
比率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.3%	0.9%	0.6%	0.6%
财务费用	-27.30	-24.93	-26.49	-28.07	-18.30	-9.00	-12.50	-12.43
比率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
税前利润	2,759.20	1,792.51	2,231.04	2,399.75	1,707.60	1,051.60	1,108.40	684.11
比率	9.5%	6.8%	0.0%	0.0%	12.0%	7.1%	8.5%	5.1%
所得税	-547.90	-355.94	-443.02	-476.52	-370.90	-177.00	-234.60	-121.34
比率	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	21.7%	16.8%	21.2%	17.7%
净利润	2,213.00	1,436.57	1,788.02	1,923.23	1,337.20	875.80	873.80	562.77
比率	7.6%	5.4%	6.4%	6.5%	9.4%	5.9%	6.7%	4.2%
YOY	20.5%	-35.1%	24.5%	7.6%	16.7%	26.7%	-34.7%	-35.7%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：看好公司经营韧性以及长期现金回报

2025 上半财年公司收入下滑主要受宏观消费需求疲弱影响，利润端主要受到折扣率加深、毛利率下滑影响，降幅高于收入降幅。同时基于公司良好的现金创收能力，为高派息奠定基础，中期派息率达 99%，全年预计达到 100%。

品牌端，公司主力品牌阿迪达斯今年自身表现较好；耐克处于调整期，随新 CEO 的上任、公司逐渐恢复产品创新的核心竞争力，未来随新品陆续推出，销售有望迎来改善。非主力品牌中，户外赛道品牌维持高景气度。虽然 2025 财年公司业绩短期承压，我们看好公司未来伴随消费回暖以及下游客户调整完成后，业绩增长重回正轨，同时基于充裕的现金基础以及高派息率，看好公司长期现金回报。

基于上半财年业绩表现以及短期消费环境仍不明朗，我们下调 2025~2027 财年业绩预测，预计 2025~2027 财年净利润分别为 14.4/17.9/19.2 亿元（前值为 23.0/25.1/27.0 亿元），同比-35.1%/+24.5%/+7.6%。基于盈利预测下调，下调合理估值区间至 3.8~4.0 港元（前值为 6.8~7.2 港元），对应 2025 财年 15~16xPE。维持“优于大市”评级，

表2: 盈利预测和财务指标

盈利预测及市场重要数据	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	27,073	28,933	26,418	28,074	29,746
(+/-%)	-15.1%	6.9%	-8.7%	6.3%	6.0%
净利润(百万元)	1837	2213	1437	1788	1924
(+/-%)	-24.9%	20.5%	-35.1%	24.5%	7.6%
每股收益(元)	0.30	0.36	0.23	0.29	0.31
EBIT Margin	1.4%	4.7%	6.3%	7.4%	7.5%
净资产收益率(ROE)	18.7%	22.5%	14.1%	16.7%	17.2%
市盈率(PE)	8.8	7.3	11.2	9.0	8.4
EV/EBITDA	63.7	16.5	9.7	8.3	7.8
市净率(PB)	1.64	1.64	1.58	1.51	1.44

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表3: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	g	PEG	总市值(人民币亿元)
6110.HK	滔搏	优于大市	2.6	0.36	0.23	0.29	7.2	11.3	9.0	-10.2%	-0.706	161.4
可比公司												
3813.HK	宝胜国际	优于大市	0.5	0.10	0.12	0.15	5.4	4.3	3.5	23.7%	0.225	28.3

资料来源：wind，国信证券经济研究所

注：滔搏 FY2024 为实际值，财年截至 2024/2/28

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2357	1956	4355	4761	5170	营业收入	27073	28933	26418	28074	29746
应收款项	2191	2193	2001	2127	2254	营业成本	15789	16852	16043	16769	17755
存货净额	6247	6284	5935	6198	6555	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	1286	126	457	485	514	销售费用	9655	9438	7706	8148	8616
流动资产合计	12101	10559	12748	13571	14493	管理费用	1243	1293	1013	1071	1130
固定资产	733	639	1160	1663	2139	财务费用	139	104	25	26	28
无形资产及其他	3498	2881	2161	1440	720	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	488	465	465	465	465	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	2075	1514	161	171	181
资产总计	16821	14544	16535	17139	17818	营业利润	2322	2759	1791	2230	2399
短期借款及交易性金融负债	1545	720	2000	2000	2000	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	1464	649	1001	1045	1105	利润总额	2322	2759	1791	2230	2399
其他流动负债	2260	1978	1963	2059	2177	所得税费用	486	548	356	443	476
流动负债合计	5268	3346	4964	5104	5282	少数股东损益	0	(2)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1837	2213	1437	1788	1924
其他长期负债	1719	1347	1347	1347	1347						
长期负债合计	1719	1347	1347	1347	1347	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	6987	4694	6311	6451	6630	净利润	1837	2213	1437	1788	1924
少数股东权益	0	2	1	1	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	9834	9849	10222	10687	11188	折旧摊销	0	0	799	818	844
负债和股东权益总计	16821	14544	16535	17139	17818	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	139	104	25	26	28
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1127)	24	547	(276)	(334)
每股收益	0.30	0.36	0.23	0.29	0.31	其它	0	(2)	(0)	(0)	(0)
每股红利	0.22	0.00	0.17	0.21	0.23	经营活动现金流	709	2235	2782	2329	2433
每股净资产	1.59	1.59	1.65	1.72	1.80	资本开支	276	94	(600)	(600)	(600)
ROIC	3%	10%	13%	18%	18%	其它投资现金流	483	(329)	0	0	0
ROE	19%	22%	14%	17%	17%	投资活动现金流	759	(234)	(600)	(600)	(600)
毛利率	42%	42%	39%	40%	40%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	1%	5%	6%	7%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	1%	5%	9%	10%	10%	支付股利、利息	(2218)	(2411)	(1063)	(1323)	(1424)
收入增长	-15%	7%	-9%	6%	6%	其它融资现金流	3573	2420	1280	0	0
净利润增长率	-25%	20%	-35%	24%	8%	融资活动现金流	(863)	(2402)	217	(1323)	(1424)
资产负债率	42%	32%	38%	38%	37%	现金净变动	605	(401)	2399	406	410
息率	12.6%	13.7%	6.0%	7.5%	8.1%	货币资金的期初余额	1753	2357	1956	4355	4761
P/E	8.8	7.3	11.2	9.0	8.4	货币资金的期末余额	2357	1956	4355	4761	5170
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4	企业自由现金流	(546)	1200	2073	1613	1710
EV/EBITDA	63.7	16.5	9.7	8.3	7.8	权益自由现金流	2918	3536	3333	1592	1687

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 $\pm 10\%$ 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 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