



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 05 月 28 日

基础数据

5 月 27 日收盘价(美元)	17.41
总市值(亿美元)	54.46
总股本(亿股)	12.51

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外消费】名创优品(MNSO.N)
持续全球扩张, 海外利润率提升可期
-2025.03.31

【兴证海外消费】名创优品(MNSO.N)
2024Q4 业绩指引符合预期, 海外市场仍
引领增长-2025.02.26

【兴证海外消费】名创优品(MNSO.N)
Q3 业绩符合预期, 重视谷子品类开发
-2024.12.04

分析师: 宋婧茹

S0190520050002

BQI321

songjingru@xyzq.com.cn

分析师: 陈雅雯

S0190524010001

请注意: 陈雅雯并非香港证券及期货事务
监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从
事受监管的活动。

chenyawen@xyzq.com.cn

名创优品(MNSO.N)

国内同店有望回暖, 海外结构调整利润短暂承压

投资要点:

- **2025Q1 收入增速超过指引上限:** 2025Q1 公司实现总销售额 44.27 亿元人民币, 同比增长 18.9%。MINISO 品牌中, 中国大陆销售额为 24.94 亿元人民币, 同比增长 9.1%。增长主要得益于同店销售的改善(同店销售额同比降幅为 Middle 位数), 以及新店的持续开设。海外市场销售额为 15.92 亿元人民币, 同比增长 30.3%。海外市场销售额占 MINISO 品牌总销售额的 39.0%, 较去年同期的 34.8% 有所提升。TOP TOY 品牌销售额为 3.40 亿元人民币, 同比增长 58.9%。
- **短期利润受结构调整影响, 长期盈利韧性强:** 尽管直营占比上升带来短期利润稀释, 但公司预计全年利润率将逐步改善。尽管短期费用端承压, 公司仍持续加码直营投资, 以中长期利润率提升为目标。2025Q1 毛利率为 44.2%, 同比提升了 0.8 个百分点, 主要因为海外市场销售额占比增加。2025Q1 调整后的净利润率为 13.3%, 同比下降了 3.3 个百分点。费用端, 销售和分销费用同比增长 46.7%; 一般和行政费用同比增长 26.6%。2025Q1 调整后的净利润为 5.87 亿元人民币, 同比下降 4.8%。
- **IP 策略和直营能力构建护城河, 门店结构调整带动同店回暖:** 截至 2025 年 3 月 31 日, MINISO 全球门店总数达到 7,768 家, 同比净新增 978 家。国内/国外分别同比净增加 241 家/617 家。TOP TOY 品牌门店数量同比增加了 120 家, 总计 280 家。公司通过持续深化 IP 策略, 强化与全球头部 IP 合作, 同时发力自有 IP, 带动一线城市 IP Land 和旗舰店集群效应初显, 同店表现改善, 2025 年五一期间国内同店收入增速转正, 全年同店收入增速有望回正。同时, 公司聚焦“关小开大”, 为后续持续增长奠定基础。
- **维持“增持”评级:** 我们认为公司当前在海外直营地区进入放量期、国内存量盘进入效率提升与门店优化阶段。国内市场门店结构调整与 IP 策略带动同店回暖; 外市场全球运营能力不断提升, 美国市场发展稳扎稳打。我们预计 2025-2027 年收入分别同比增长 21.3%/18.9%/20.8%, 2025-2027 年 Non-IFRS 净利润分别同比增长 -3.1%/35.5%/20.7%。
- **风险提示:** 1) 关税政策变化; 2) 供应链及库存变化; 3) 海运及原材料价格波动; 4) 市场竞争加剧; 5) 汇率变动; 6) 永辉相关变化。

主要财务指标

会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元人民币)	16,994	20,616	24,506	29,595
同比增长(%)	22.8	21.3	18.9	20.8
Non-IFRS 净利润(百万元人民币)	2,721	2,637	3,572	4,314
同比增长(%)	15.4	-3.1	35.5	20.7
毛利率(%)	44.9	44.4	44.5	44.5
Non-IFRS 净利润率(%)	16.0	12.8	14.6	14.6
净资产收益率(%)	27.0	18.2	24.1	27.6
每股收益(元)	2.15	2.11	2.85	3.45

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

2025Q1 收入增速超过指引上限：2025Q1 公司实现总销售额 44.27 亿元人民币，同比增长 18.9%。MINISO 品牌中，中国大陆销售额为 24.94 亿元人民币，同比增长 9.1%。增长主要得益于同店销售的改善（同店销售额同比降幅为中个位数），以及新店的持续开设。海外市场销售额为 15.92 亿元人民币，同比增长 30.3%。海外市场销售额占 MINISO 品牌总销售额的 39.0%，较去年同期的 34.8% 有所提升。TOP TOY 品牌销售额为 3.40 亿元人民币，同比增长 58.9%。

短期利润受结构调整影响，长期盈利韧性强：尽管直营占比上升带来短期利润稀释，但公司预计全年利润率将逐步改善。尽管短期费用端承压，公司仍持续加码直营投资，以中长期利润率提升为目标。2025Q1 毛利率为 44.2%，同比提升了 0.8 个百分点，主要因为海外市场销售额占比增加。2025Q1 调整后的净利润率为 13.3%，同比下降了 3.3 个百分点。费用端，销售和分销费用同比增长 46.7%；一般和行政费用同比增长 26.6%。2025Q1 调整后的净利润为 5.87 亿元人民币，同比下降 4.8%。

IP 策略和直营能力构建护城河，门店结构调整带动同店回暖：截至 2025 年 3 月 31 日，MINISO 全球门店总数达到 7,768 家，同比净新增 978 家。国内/国外分别同比净增加 241 家/617 家。TOP TOY 品牌门店数量同比增加了 120 家，总计 280 家。公司通过持续深化 IP 策略，强化与全球头部 IP 合作，同时发力自有 IP，带动一线城市 IP Land 和旗舰店集群效应初显，同店表现改善，2025 年五一期间国内同店收入增速转正，全年同店收入增速有望回正。同时，公司聚焦“关小开大”，为后续持续增长奠定基础。

维持“增持”评级：我们认为公司当前在海外直营地区进入放量期、国内存量盘进入效率提升与门店优化阶段。国内市场门店结构调整与 IP 策略带动同店回暖；外市场全球运营能力不断提升，美国市场发展稳扎稳打。我们预计 2025-2027 年收入分别同比增长 21.3%/18.9%/20.8%，2025-2027 年 Non-IFRS 净利润分别同比增长-3.1%/35.5%/20.7%。

风险提示：1) 关税政策变化：或导致公司利润不及预期；2) 供应链及库存变化：或导致公司销售不及预期；3) 海运及原材料价格波动：或导致公司利润不及预期；4) 市场竞争加剧：或导致公司业绩不及预期；5) 汇率变动：或导致公司利润不及预期；6) 永辉相关变化。

附表

资产负债表					单位：百万元人民币				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E					
流动资产	11,656	13,675	16,032	18,954					
存货	2,750	2,895	3,438	4,152					
应收贸易账款净额	2,207	2,715	3,227	3,897					
其他投资	100	100	100	100					
受限制现金	1.0	1.0	1.0	1.0					
现金及现金等价物	6,328	7,695	8,997	10,535					
非流动资产	6,465	6,074	5,817	5,644					
物业、厂房及设备	1,437	1,162	997	898					
使用权资产	4,172	4,057	3,964	3,890					
商誉	21	21	21	21					
无形资产	9	9	9	9					
资产合计	18,120	19,749	21,850	24,599					
流动负债	5,727	6,634	7,550	8,747					
应付贸易账款	3,944	4,851	5,766	6,964					
合约负债	323	323	323	323					
租赁负债	635	635	635	635					
贷款与借款	567	567	567	567					
非流动负债	2,037	2,037	2,037	2,037					
租赁负债	1,903	1,903	1,903	1,903					
合约负债	35	35	35	35					
负债合计	7,765	8,672	9,587	10,784					
总权益	10,356	11,078	12,262	13,814					
资本公积	4,684	4,684	4,684	4,684					
其他储备	1,329	1,329	1,329	1,329					
(累计亏损)/保留盈利	4,302	5,004	6,161	7,680					
本公司权益股东应占权益/(亏损)	10,315	11,017	12,174	13,693					
非控股权益	41	61	88	121					
负债及权益合计	18,120	19,749	21,850	24,599					

现金流量表					单位：百万元人民币				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E					
除所得税开支前溢利	3,348	2,663	3,827	4,902					
折旧、摊销及减值	-	693	560	475					
存货减少/(增加)	-	-145	-543	-714					
贸易应收款项减少/(增加)	-	-508	-512	-670					
经营活动产生现金流量	2,168	3,002	3,410	4,019					
投资活动产生现金流量	-533	-303	-303	-303					
融资活动产生现金流量	-1,721	-1,332	-1,804	-2,179					
现金净变动	-86	1,367	1,302	1,538					
现金的期初余额	6,415	6,328	7,695	8,997					
现金的期末余额	6,328	7,695	8,997	10,535					

利润表					单位：百万元人民币				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E					
营业收入	16,994	20,616	24,506	29,595					
营业成本	-9,357	-11,454	-13,601	-16,425					
毛利润	7,637	9,162	10,905	13,170					
销售费用	-3,520	-4,715	-5,226	-6,215					
管理费用	-932	-1,193	-1,470	-1,776					
其他收入	22	19	25	30					
营业利润	3,316	3,286	4,234	5,209					
财务费用	-93	-400	-476	-575					
税前盈利	3,348	2,663	3,827	4,902					
所得税	-712	-709	-1,018	-1,304					
Non-IFRS净利润	2,721	2,637	3,572	4,314					
少数股东损益	18	20	27	33					
归母净利润	2,618	1,934	2,782	3,565					
EPS (元)	2.15	2.11	2.85	3.45					

主要财务比率					单位：百万元人民币				
会计年度	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E					
成长性 (%)									
营业收入增长率	22.8	21.3	18.9	20.8					
营业利润增长率	17.6		28.9	23.0					
Non-IFRS净利润增长率	15.4	-3.1	35.5	20.7					
盈利能力 (%)									
毛利率	44.9	44.4	44.5	44.5					
Non-IFRS净利润率	16.0	12.8	14.6	14.6					
ROE	27.0	18.2	24.1	27.6					
偿债能力									
资产负债率 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4					
流动比率	2.0	2.1	2.1	2.2					
速动比率	1.6	1.7	1.7	1.7					
营运能力 (次)									
资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3					
应收账款周转率	7.6	7.6	7.6	7.6					
每股资料 (元)									
每股收益	2.15	2.11	2.85	3.45					
估值比率 (倍)									
PE (收盘价)	15	15	11	9					
PB (收盘价)	4.4	3.8	3.6	3.2					

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与天津临港投资发展集团有限公司、天津临港投资控股集团有限公司、中泰国际财务（英属维京群岛）有限公司、中泰金融国际有限公司、中泰证券、广西交通投资集团有限公司、鲁南（枣庄）经济开发投资有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、成都银行股份有限公司、山东沂河控股集团有限公司、泰州国控投资集团有限公司、泰州鑫泰集团有限公司、青岛蓝谷国际有限公司、工商银行、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、国能环保投资集团有限公司、济南能源集团有限公司、江苏立怡实业发展有限公司、咸宁城市发展(集团)有限责任公司、开封市发展投资集团有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、博兴县财金投资集团有限公司、福建漳龙集团有限公司、焦作市国有资本运营（控股）集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、成都天府大港集团有限公司、山东黄金集团有限公司、双城(重庆)信用增进股份有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、成都兴锦建设投资集团有限责任公司、贵溪经开控股发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、金峰有限公司、越秀房产信托基金、越秀房托资产管理有限公司、福建省晋尚控股集团有限公司、唐山国际投资(香港)有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、淮安开发控股有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省中豫融资担保有限公司、济源济康科技有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、兰溪市国有资本运营有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、福建石狮国有资本运营集团有限责任公司、福建红树林投资集团有限公司、漳州市龙海区国有资产投资经营有限公司、泰州港城投资集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、滨江国投有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛（维尔京）国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团（开曼群岛）有限公司、山东能源集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资有限责任公司、江门高新技术工业园有限公司、稠州国际投资有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、天长市农业发展有限公司、徽商银行股份有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、浙江德盛（BVI）有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、三水国际发展有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁波市宁阳控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、郑州地铁集团有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、徽商银行、怀远县新型城镇化建设有限公司、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、新沂市交通文旅集团有限公司、XD 民生银行、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、赤壁城市发展集团有限公司、黄石产投控股集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、江苏银行、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、中国信达(香港)控股有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、南京银行、淄博市城市资产运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、中原豫资投资控股集团有限公司、

南昌金开集团有限公司、九江银行、保定市国控集团有限责任公司、海翼（香港）有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、青岛军民融合发展集团有限公司、山东高速集团、FUJIAN JINJIANG CONSTRUCTION INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD、Yixin Innovation Technology Company Limited、Xin Fu (BVI) Co., Limited、Qingdao Oceantec Valley Investment Development Group Co., Ltd、QINGDAO JIMO DISTRICT URBAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD、Huangshi Chantou Holding Group Co., Ltd、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD、SDG Finance Limited、China Great Wall International Holdings VI Limited、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD、XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd、Hubei Financing Guarantee Group Co., Ltd、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd、Chongqing Sanxia Financing Guarantee Group Corporation、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd、Mixin International Trading Co., Limited、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD、China Cinda 2020 I Management Ltd、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd、Coastal Emerald Limited、Shanghai Investment Co., Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意

见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：200135	邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn
深 圳	香 港（兴证国际）
地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼	地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：ir@xyzq.com.hk