

OSL 集团 (00863. HK)

净利润首度转正，外延收购加速全球扩张

优于大市

核心观点

2024 年公司业绩首度转正。1) 公司是目前亚洲唯一上市的持牌合规虚拟资产交易所，提供大宗经纪服务、数字资产托管服务、电子交易平台，并为机构客户提供 SaaS 服务支持其虚拟资产交易系统；2) 截至 2024 年末托管资产规模约 50 亿港元、较上年超过 5 倍增长。全年交易量 1005 亿港元，同比增长 16%；3) 得益于交易量以及 SaaS 服务等业务的快速增长，2024 年公司实现总营业收入 3.75 亿元，同比增长 78.59%；实现净利润 0.56 亿元，扭亏为盈。

行业快速发展带动公司数字资产业务收入大幅增长。1) 根据 Triple-A 的统计数据，2024 年全球数字资产交易预计 1085710 亿美元、同比增长 43%。全球人口中有约 7% 持有数字资产、同比增长 33%；其中亚洲持有数字资产的人数达 3.27 亿、同比增长 22%；2) 2024 年公司数字资产市场业务收入 2.83 亿元，同比增长 73.3%，主要得益于交易价差上升及数字资产 ETF 的推出，显著提升了机构投资者的参与度。

牌照及业务布局持续完善，外延收购加速全球扩张。1) 成功获得香港首张《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》(AML0) 牌照、取得澳洲数字货币交易所牌照，同时与华夏基金（香港）及嘉实国际合作牵头推出亚洲首批数字资产现货 ETF；2) 收购日本持牌数字资产服务提供商 CoinBest 株式会社迈出海外扩张第一步；近期公告计划以 1500 万美元收购收购 Evergreen Crest Holdings Ltd 90% 股权，取得其在印尼持有的加密货币与期货交易牌照。本次收购有望为 OSL 提供快速进入印尼加密市场的合规通道，并拓展海外市场。

风险提示：监管政策风险；Web3 产业发展低于预期风险。

投资建议：首次覆盖，予以“优于大市”评级。

我们持续看好 Web3 产业前景以及公司稀缺的持牌交易平台价值，首次覆盖予以“优于大市”评级。我们预计公司 25/26/27 年营业收入分别为 6.48/10.95/15.49 亿元，净利润分别为 0.59/0.74/1.05 亿元，同期 EPS 分别为 0.09/0.12/0.17 元，对应 PE 125/101/71x，对应同期 PS 分别为 12/7/5x，估值处于 coinbase、香港交易所中间水平；近期美国、中国香港分别通过稳定币相关法案，包括稳定币、RWA 等领域的产业正向政策持续落地；我们持续看好 Web3 产业发展前景，公司作为港股上市的稀缺持牌交易平台，有望享受行业成长红利；考虑到公司更快的成长速度以及持续海外拓展可能，首次覆盖予以“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)	210	375	648	1,095	1,549
(+/-%)	81.1%	78.6%	72.9%	69.0%	41.5%
归母净利润(百万元)	-250	56	59	74	105
(+/-%)	—	-122.4%	6.4%	24.0%	41.9%
每股收益(元)	-0.40	0.09	0.09	0.12	0.17
EBIT Margin	-126.7%	19.6%	2.3%	2.0%	2.6%
净资产收益率(ROE)	-60.6%	4.3%	4.4%	5.2%	6.8%
市盈率(PE)	-29.8	133.2	125.2	101.0	71.1
EV/EBITDA	-48.5	76.8	170.7	143.5	109.0
市净率(PB)	18.09	5.76	5.51	5.22	4.87

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

传媒·数字媒体

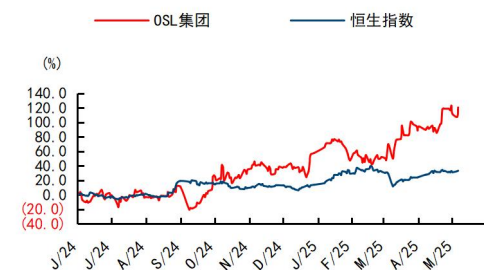
证券分析师：张衡 021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

证券分析师：陈瑶蓉 021-61761058
chenyaorong@guosen.com.cn
S0980523100001

基础数据

投资评级 优于大市(首次)
合理估值
收盘价 12.76 港元
总市值/流通市值 7992/7992 百万港元
52 周最高价/最低价 13.30/4.16 港元
近 3 个月日均成交额 18.61 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

1、公司简介：亚洲唯一上市的持牌合规虚拟资产交易所

OSL 集团是目前亚洲唯一上市的持牌合规虚拟资产交易所，保险覆盖资产以多重保障资产安全，提供大宗经纪服务、数字资产托管服务、电子交易平台，并为机构客户提供 SaaS 服务支持其虚拟资产交易系统。截至 2024 年，托管资产规模约 50 亿港元，较上年超过 5 倍增长。2024 年全年交易量 1005 亿港元，同比增长 16%。账上现金约 6.2 亿港币。OSL 为 3 家虚拟资产现货 ETF 中的 2 家机构（华夏香港、嘉实国际）提供托管服务，截至 2024 年 12 月 31 日，OSL 集团占香港虚拟资产现货 ETF 托管市场份额约 64%。2024 年 5 月 31 日起公司获纳入 MSCI 香港指数。

图1：OSL 集团



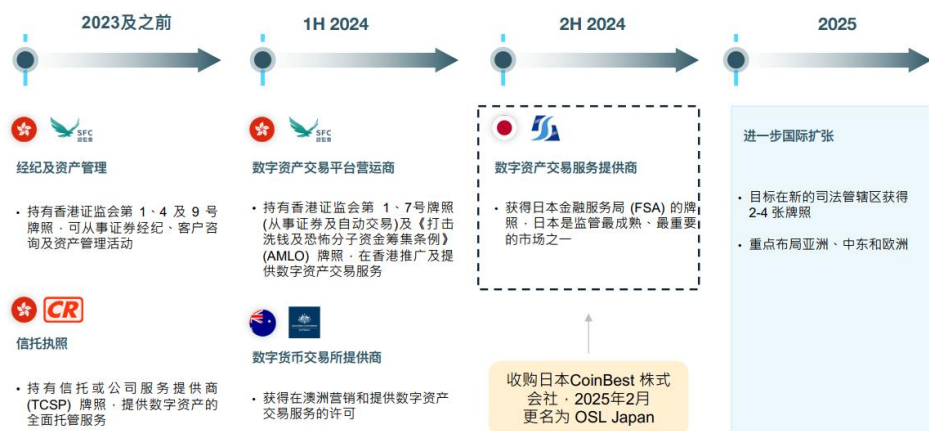
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

1.1 发展历程：快速发展的持牌合规虚拟资产交易平台

OSL 集团的前身为品牌中国集团有限公司。2011 年，品牌中国于开曼群岛设立，2012 年 4 月 27 日于香港联交所创业板上市（8219.HK），为首家海外上市的提供一站式整合营销传播服务的企业服务商。2015 年 9 月 8 日转至联交所主板上市（863.HK），同年业务范围扩展至园区服务、股权投资服务及企业增值服务。

自 2018 年起，公司开始拓展区块链业务，于 2018 年年底开始以 OSL 品牌向专业投资者提供场外数字资产交易便利化服务，2019 年 5 月更名为“BC 科技集团有限公司”；2023 年剥离园区业务，2024 年 1 月更名为 OSL 集团有限公司。

图2: OSL 集团



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

1.2 公司持有牌照较为齐全

持有中国香港地区多元化牌照，正稳步向全球拓展。OSL 集团旗下的全资子公司 OSL Digital 拥有中国香港虚拟资产交易运营平台 (Virtual asset trading platform operators, VATPO) 框架下的 1、7 号牌照以及 AMLO 反洗钱牌照，是最早获批 VATP 牌照的公司。旗下全资子公司 OSL Asset Management 于 2023 年 4 月获批中国香港证监会颁发的 1、4、9 号牌照，可以从事证券经纪、客户顾问及资产管理业务。OSL 集团旗下子公司 2024 年 8 月获得数字货币兑换服务的牌照，2024-2025 年通过收购取得虚拟资产交易服务提供商资质。

将通过 OSL Japan 在日本合规展业。2024 年 11 月 4 日，OSL 集团的全资子公司 OSL Investment (Japan) Ltd，与 4 位独立第三方签订股份购买协议，斥资 8400 万港元（约 1100 万美元）收购 CoinBest 株式会社 81.38% 的股权。收购 95% 以数字资产结算，5% 以现金结算。收购金额占 OSL 集团 2024 年末净资产的 7%。2025 年 1 月 17 日，OSL 宣布成功完成收购 CoinBest，2025 年 2 月将其更名为 OSL Japan。业务将聚焦场外交易 OTC 服务，并推出适合日本市场的零售产品。产品和服务包括开发一个稳健的交易平台、增强托管服务解决方案，以及为日本的机构和零售客户提供量身定制的咨询服务。CoinBest 成立于 2017 年 8 月，从事与区块链相关的业务加密货币交换业务（截至 2025 年 2 月底，日本注册持牌交易所合计 29 个）。截至 2024 年 7 月，OSL Japan 净资产 258,757 千日元（约 13,422 千港元），净利润 41,185 千日元（约 2,136 千港元）。

表1: 公司当前所持牌照

时间	牌照	获得牌照主体	牌照获取方式	用途
2020 年 12 月 15 日	1、7 号牌	OSL Digital Securities Limited	香港证监会颁发	作为合规的持牌虚拟资产交易运营平台运营者
		OSL 数字证券有限公司 (BPJ213)		
2023 年 4 月 25 日	1、4、9 号牌	OSL Asset Management Limited	香港证监会颁发	可从事证券经纪、客户顾问及资产管理业务

		(BTF661)		
		OSL CUSTODY SERVICES LIMITED		
2023 年之前	信托牌照 (TCSP)		香港公司注册处	用以提供全面的数字资产托管服务
		(TC007061)		
	虚拟资产交易平台、反洗钱条例 (AML0) 牌照	OSL Digital Securities Limited		
2024 年 4 月 19 日		OSL 数字证券有限公司 (BPJ213)	香港证监会颁发	在香港营销并提供数字资产交易服务
		OSL AU Pty Ltd		
2024 年 8 月 19 日	数字货币兑换服务提供商		澳大利亚交易报告与分析中心 (Australian Transaction Reports and Analysis Centre, AUSTRAC) 颁发	可在澳大利亚将法币和数字货币双向转换
		(ABN 87 644 584 467)		
2024 年 11 月-2025 年 2 月	虚拟资产交易服务提供商	OSL Japan, 2020 年 9 月在日本注册获牌	通过收购获得, 原公司牌照由日本金融服务局颁发	成为加密资产交易服务提供商。2025 年 1 月 17 日完成收购日本 CoinBest K.K., 2025 年 2 月更名为 OSL Japan。

资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2、股东结构与管理层

股东结构较为分散，管理团队具备 Web 3 领域深厚从业经验

股东结构较为分散。根据彭博，当前持股 5% 以上的唯一股东为刘帅先生，持股为 29.95%。其他持股 3% 以上的股东包括 Zhou Yuchen, Yuen Hoi, Citigroup Inc., FIL Ltd., GIC Pte Ltd, Fidelity China Special Situation。

管理团队具备 Web 3 领域深厚从业经验。2024 年公司引进多位在不同领域兼具专业经验和丰富资源的专业人士做高管。其中，首席执行官 CEO 崔崧和首席机构业务总监张英华曾在 Bybit 担任要职，有望将其在交易所领域深刻的理解、运营经验和业务拓展资源带入 OSL。CFO 黄冠文曾在摩根士丹利专注金融科技领域，在蚂蚁集团拥有丰富的战略投资经验，有望提升 OSL 在资本市场的知名度和活跃度，并为 OSL 在虚拟资产领域的投资决策、投融资方案贡献宝贵经验和资源。市场总监陈德荣曾带领富途全球扩张，建立国际品牌，有望助力 OSL 在全球范围的拓客。法律法规事务和合规方面：刁家骏先生 2019 至今一直担任法规事务主管和董事会中的执行董事；苏国欣女士拥有 20 年以上的加密衍生商品高级法律和合规经验。在技术和信息安全层面，云成和 Marc Newman 拥有多年知名机构和数字资产相关的丰富经验。

表2: 管理团队

管理层	职务	过往经历
崔崧	首席执行官 (CEO)	2024 年 8 月 5 日获委任 CEO。在 Web 2.0 和 Web 3.0 领域拥有超过 20 年的经验，曾在 Bybit、房多多 (Nasdaq: DUO) 和 Google 等公司担任高级领导职务。全球数字资产平台 Bybit 担任领导职位，显著提高了各类产品的交易量，并使 Bybit 成为顶尖交易所之一。管理和领导工程、产品管理及运营的各项计划和创新，曾成功管理早期融资并带领公司完成首次公开募股 (IPO)。崔先生持有上海交通大学的工程学学士和硕士学位。
李金鸿	董事会主席，非执行董事	2024 年 9 月 27 日获委任；曾担任证监会收购及合并委员会、收购上诉委员会 (2020 至 2024 年) 以及香港房屋协会的成员。此外，他也是香港证券及投资学会的资深会员。
黄冠文	首席财务官 (CFO)	2024 年 11 月 15 日获委任。黄先生于资本市场、战略投资及管理咨询方面拥有逾十六年的丰富经验。曾任职于多家领先的跨国投资银行、科技公司及管理顾问公司，包括摩根士丹利、蚂蚁集团及波士顿顾问公司。
张英华	首席机构业务总监	2024 年 9 月 17 日获委任首席机构业务总监。曾担任 Bybit 的副总裁兼机构业务负责人，将公司打造成全球前三大数字资产交易所。在 Tradeweb 担任领导职务，主导了债券通等倡议，带领芝商所 (CME Group) 显著扩大了公司在中国的业务。
陈德荣	市场总监	2024 年 9 月 3 日获委任市场总监。他曾作为全球市场主管领导富途 (国际品牌名为 Moomoo) 的成功营销活动。
刁家骏	执行董事，法规事务主管	2019 年 7 月 11 日获委任执行董事，2019 年 12 月 31 日担任监管事务主管，2020 年 12 月 31 日获委任为法规事务主管。目前同时担任 Reorient Group Limited 的总法律顾问。之前曾担任云锋金融集团有限公司 (376 HK) 的集团总法律顾问以及 Cantor Fitzgerald 及 BGC Partners 的亚洲区法律合规主管。
苏国欣	法务及合规主管	2021 年 10 月加入公司，曾任职于 BitMEX、高盛 (近 15 年)、Slaughter and May (近 7 年)，从事法务合规相关工作，拥有 20 年以上的加密衍生商品高级法律和合规经验。
云成	首席技术官	2024 年 9 月加入公司任职首席技术官。曾任职于 Binance、汇丰和摩根士丹利。

Marc
Newman

首席信息安全官

拥有超过 15 年网路安全领域经验，涉及包括线上游戏、私人防务和数位资产领域在内的多元产业。

资料来源：公司官网、wind、国信证券经济研究所整理

3、主营业务：数字资产交易相关业务是主要收入来源

公司业务主要为两大业务收入、五大产品体系。营收上主要包含数字资产市场、数字资产基础设施两大业务体系。

数字资产市场业务 2019-2024 年占比始终超过 50%，具体产品和服务包括场外（OTC）大宗交易、询价、交易所、托管，收入来源包括交易佣金、交易费用、交易价差以及帐户管理费。其中数字资产交易收入在 2019-2024 年的 5 年中占比 90% 左右。

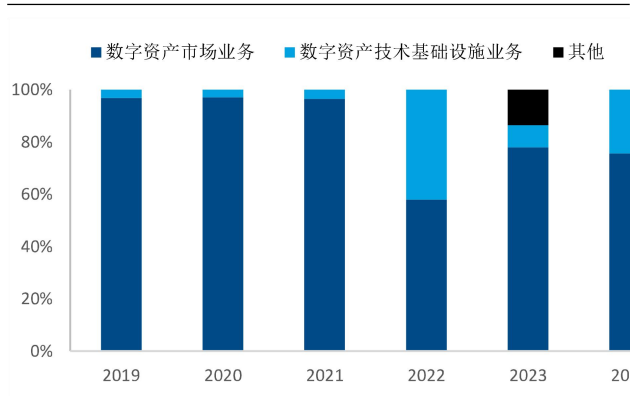
数字资产基础设施业务为银行、资产管理公司、金融机构及零售客户提供技术，使其能够为客户提供数字资产交易服务。收入来自于系统实施费、客制化的收入分成模式、经常性服务费及专业服务费。现有客户包括大型跨国银行、资产管理公司、财务机构及其他为其客户提供数字资产交易平台的的企业。

图3：OSL 集团产品版图



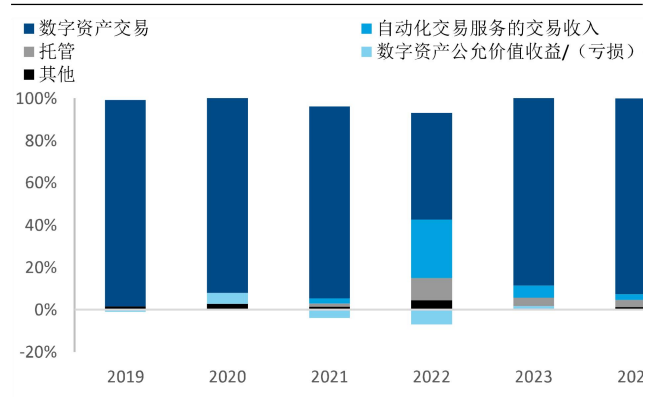
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图4: 数字资产市场业务为最主要收入来源



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 数字资产市场业务中, 交易相关收入贡献最多



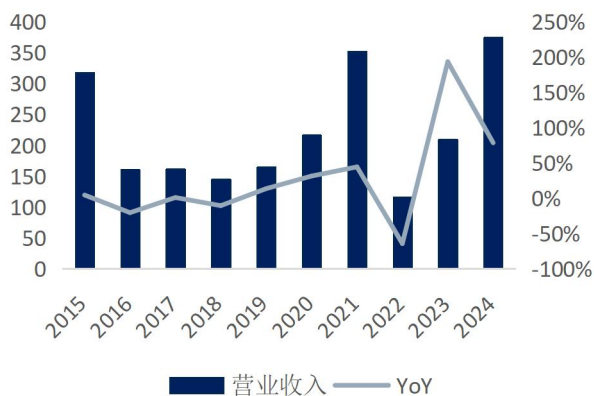
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

4、财务表现及盈利预测

4.1 24 年首次实现盈利转正

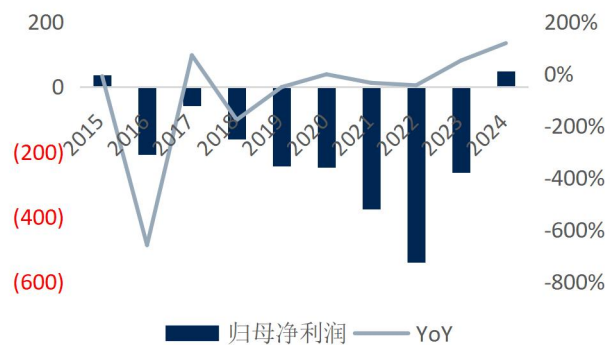
公司营业收入自 2022 年以来持续增长, 从 2022 年的 1.16 亿元增长至 2024 年的 3.75 亿元; 由于较高的费用投入, 23 年公司归母净利润一直处于亏损状态, 24 年实现净利润 0.56 亿元、同比首次实现扭亏为盈。

图6: OSL 集团营业收入及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: OSL 集团归母净利润及增速 (单位: 百万元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

4.2 盈利预测

1) 资产交易端: 我们预计伴随着美国、中国香港为代表的国家或地区在稳定币等领域的正向政策持续落地, 数字货币使用场景有望逐步扩大, 预计公司 25/26/27 数字资产及区块链平台业务交易量分别为 1910/3437/4984 亿元, 同比分别增长 90%/80%/45%; 同时预计手续费率保持稳定;

2) 数字资产技术基础服务 (SaaS) 业务：考虑到稳定币、RWA 等推动之下，银行等客户端对 SaaS 服务需求上升，假设未来三年营收增速保持为 20%/15%/15%；

3) 费用：考虑到公司处于业务加速落地、海外持续拓展时期，预计管理费用率、销售费用率保持在高位；

4) 基于以上假设，我们预计公司 25/26/27 年营业收入分别为 6.48/10.95/15.49 亿元，净利润分别为 0.59/0.74/1.05 亿元，同期 EPS 分别为 0.09/0.12/0.17 元，对应 PE 125/101/71x，对应同期 PS 分别为 12/7/5x。

表3: 营收成本费用拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
平台交易量 (亿元)	2280	864	1005	1910	3437	4984
YoY	49%	-62%	16%	90%	80%	45%
总收入	71.48	210	375	648	1095	1549
其中：市场业务	41.4	163	283	538	968	1404
YoY		295%	73%	90%	80%	45%
技术基础设施业务	30	18	92	110	126	145
YoY		-41%	415%	20.00%	15.00%	15.00%
销售费用	55.00	35.00	25.00	51.83	109.47	154.94
销售费用/营业收入	47%	17%	7%	8%	10%	10%
管理费用	574.80	343.64	205.14	485.90	821.02	1162.02
管理费用/营业收入	496%	164%	55%	75%	75%	75%
净利润	(541)	(250)	56	59	74	105

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

4.3 估值与投资建议

相对估值：相比可比公司具备一定估值优势。我们选取具备相似业务特性的 coinbase（当前全球最大市值的上市加密货币交易所）、香港交易所（传统证券交易所）作为可比对象，考虑到当前公司尚处于业务高速发展阶段且具备持续拓展可能，我们用 PS 作为估值参照；从 PS 上来看，公司 25/26 年 PS 分别为 12/7 倍，估值处于 coinbase、香港交易所中间水平。

表4: 可比公司估值

公司	公司	投资	昨收盘	总市值	营业收入 (亿元)				YoY		PS			
代码	名称	评级	(元)	(亿元)	2023	2024	2025E	2026E	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
COIN.O	COINBASE	无评级	254.94	649	31.08	65.64	76.6	80.62	17%	5%	21	10	8	8
0388.HK	香港交易所	无评级	416.8	5269	205.16	223.07	254.94	271.76	14%	7%	26	24	21	19
0863.HK	OSL 集团	优于大市	12.76	80	2.1	3.75	6.48	10.95	73%	69%	38	21	12	7

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（其中 coinbase、香港交易所营业收入为 wind 一致预期，coinbase 相关货币单位为美元，其他均为港币）

投资建议：看好 Web3 产业前景以及公司稀缺的持牌交易平台价值，首次覆盖予以“优于大市”评级。1) 近期美国、中国香港分别通过稳定币相关法案，包括稳定币、RWA 等领域的产业正向政策持续落地，从解决方案到应用场景加速走向成熟；有望带动从支付到财富管理等领域的快速发展；2) 公司作为港股上市的稀缺持牌交易平台，有望在行业逐步合规化发展中获得更好的成长机会；考虑到公司

更快的成长速度以及持续海外拓展可能，首次覆盖予以“优于大市”评级。

风险提示

Web3 产业发展低于预期风险

公司当前营收主要来自于交易支付及 SaaS 服务，相关业务收入增长受 Web3 产业场景落地速度以及加密货币市场波动影响较为显著；

若 Web3 产业特别是稳定币、RWA 等落地场景低于预期，相关交易支付、SaaS 服务需求将会受到负面影响，进而对公司营收及利润增长带来压力；

监管政策风险

Web3 产业尚处于发展的早期阶段，相关的监管政策处于不断的出台落地或者调整之中；监管政策的变化对行业的发展会带来较大的扰动；

海外拓展风险

根据公司公告，公司未来将持续加大在海外地区的拓展力度；海外扩张之下面临着不同地区的商业运营及监管政策风险。

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	252	635	1641	1947	2285	营业收入	210	375	648	1095	1549
应收款项	38	31	59	99	140	营业成本	18	33	57	96	137
存货净额	824	656	1	1	2	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	250	177	97	164	232	销售费用	35	25	52	109	155
流动资产合计	1363	1499	1797	2211	2659	管理费用	423	243	524	867	1217
固定资产	2	5	59	109	159	财务费用	5	34	(2)	(6)	(8)
无形资产及其他	45	305	367	441	526	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	6	6	6	6	资产减值及公允价值变动	0	0	5	0	0
长期股权投资	30	49	49	99	149	其他收入	46	16	39	48	60
资产总计	1441	1864	2278	2867	3500	营业利润	(225)	56	61	76	108
短期借款及交易性金融负债	17	52	48	39	47	营业外净收支	(26)	0	0	0	0
应付款项	5	0	11	17	22	利润总额	(252)	56	61	76	108
其他流动负债	1023	516	1165	2009	2842	所得税费用	(2)	1	3	4	5
流动负债合计	1046	569	1223	2065	2910	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(2)
长期借款及应付债券	0	7	7	7	7	归属于母公司净利润	(250)	56	59	74	105
其他长期负债	0	4	5	0	30						
长期负债合计	0	11	12	6	36	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	1046	579	1236	2071	2946	净利润	(250)	56	59	74	105
少数股东权益	(17)	(9)	(10)	(11)	(13)	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	412	1293	1352	1426	1531	折旧摊销	79	38	39	48	60
负债和股东权益总计	1441	1864	2578	3487	4464	公允价值变动损失	0	0	(5)	0	0
						财务费用	5	34	(2)	(6)	(8)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(531)	(266)	1367	737	757
每股收益	(0.40)	0.09	0.09	0.12	0.17	其它	(0)	(1)	(1)	(1)	(2)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	(701)	(173)	1459	858	920
每股净资产	0.66	2.06	2.16	2.28	2.44	资本开支	0	(2)	(450)	(493)	(539)
ROIC	-33%	13%	7%	-24%	-11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	-61%	4%	4%	5%	7%	投资活动现金流	43	(21)	(450)	(542)	(589)
毛利率	92%	91%	91%	91%	91%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	-127%	20%	2%	2%	3%	负债净变化	(64)	7	0	0	0
EBITDA Margin	-89%	30%	8%	6%	6%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	81%	79%	73%	69%	42%	其它融资现金流	30	564	(4)	(9)	7
净利润增长率	—	-122%	6%	24%	42%	融资活动现金流	(99)	578	(4)	(9)	7
资产负债率	71%	31%	48%	59%	66%	现金净变动	(757)	383	1006	306	338
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	1009	252	635	1641	1947
P/E	(29.8)	133.2	125.2	101.0	71.1	货币资金的期末余额	252	635	1641	1947	2285
P/B	18.1	5.8	5.5	5.2	4.9	企业自由现金流	0	(158)	970	312	314
EV/EBITDA	(48)	77	171	143	109	权益自由现金流	0	380	968	309	328

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