

2026 年 07 月 31 日

小商品城(600415.SH)

投资评级： 买入（首次）

——锚定“全球知名的国际贸易综合服务商”战略定位,数字化生态成型

投资要点:

- **锚定“全球知名的国际贸易综合服务商”战略定位。**公司致力于构建一个赋能全球中小微企业的数字化贸易基础设施平台，通过系统化构建商品展示交易、市场配套服务、贸易履约服务三大核心生态系统，重塑全球小商品流通体系。公司深耕行业三十余载，义乌作为全球最大小商品集散中心，继 2025 年 10 月新一代市场全球数贸中心正式开业，义乌市场汇集 28 个大类、超 220 万种商品，持续巩固“世界小商品之都”的核心优势。近年来，公司积极发展数字贸易，打通内外贸供应链各环节，为小商品产业链与生态圈赋能，推动实体市场向全球中小微企业贸易服务平台转型，促进公司实现由市场管理者向贸易综合服务商的跨越。
- **持续聚焦招商引流与创新赋能,夯实义乌市场核心竞争力。**持续聚焦招商引流与创新赋能，打造“创新驱动、品牌引领、标准支撑”的良好发展格局。25 年举办“市场万里行”、行业垂直展、营销与体验类活动、供需对接会、商贸洽谈会等促贸活动 60 场，成功招引全球采购商超 109 万人；顺利举办第 8 届“商城杯”创意设计大赛，累计对接全球院校超 470 所，征集作品数量持续增长。搭建“创客空间”新产品开发平台，截至 2025 年底，已成功连接创客 300 位，服务经营户开发 500 款原创设计产品，为市场持续注入创新活力。此外，公司积极推进标准化建设，制定并发布团体标准 7 项，累计 36 项，鼓励小商品标准应用，25 年累计新增用标商品 39000 个。截至 2025 年底，64.13%的市场商户在商品创新设计上有投入，超 54.83%的商户每月上架新品，约 52.38%的商户拥有自己的工厂，约 46.01%的商户拥有自有品牌，形成了“创新驱动、品牌引领、标准支撑”的良好发展格局，进一步夯实了义乌市场的核心竞争力。
- **以数实融合为抓手，重塑数贸履约生态。**Chinagoods 平台能级跃升。基于数字经济与传统产业深度融合的背景下，Chinagoods 平台以贸易数据整合为核心驱动，定位“全场景、数智化、全链路贸易履约生态圈”，贯穿义乌数字外贸的“展示交易”和“贸易履约”两大生态、深入供应链产业带变革、赋能传统小商品贸易市场，为市场的繁荣发展奠定坚实基础。截至 2025 年底，Chinagoods 平台累计在架商品数超 1,702 万个；全年新增注册采购商 70 万人，累计注册采购商超 550 万人。公司与阿里云等国内头部科技企业深度合作，推出全球首个商贸领域“世界义乌”AI 大模型，其聚焦生产设计、内容生成等 6 大核心板块。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 53.7/65.0/74.6 亿元，同比增速分别为 27.6%/21.2%/14.7%，当前股价对应的 PE 分别为 13/11/9X。我们选取同为商贸零售赛道的百联股份、王府井、重百集团及汇嘉时代作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值为 32 倍（以 7 月 30 日股价计），公司作为全球国际贸易综合服务领域的优质企业，基于实体市场集群优势叠加全链路数字化服务生态，在复杂的全球贸易环境中维持领先地位，竞争壁垒深厚，且其转型路径较为清晰，数智化与国际化双轮驱动成长动能强劲，未来或打造覆盖贸易、支付、物流、金融的全球商贸生态体系，看好公司未来业绩端或实现稳健增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

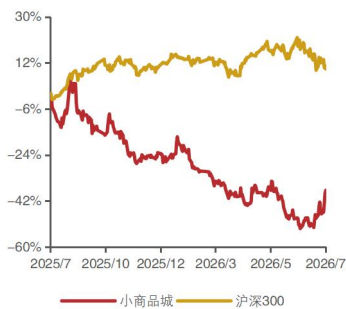
- **风险提示：**数智转型不及预期风险；新业务人才储备风险；外部不确定性风险。

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com
李俏
SAC: S1350526070004
liqiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2026 年 07 月 30 日

收盘价(元)	12.86
一年内最高/最低(元)	23.40/9.46
总市值(百万元)	70,518.57
流通市值(百万元)	70,518.57
总股本(百万股)	5,483.56
资产负债率(%)	45.73
每股净资产(元/股)	4.35

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	15,737	19,927	24,054	27,626	30,735
同比增长率(%)	39.27%	26.62%	20.71%	14.85%	11.25%
归母净利润(百万元)	3,074	4,204	5,365	6,503	7,457
同比增长率(%)	14.85%	36.76%	27.64%	21.21%	14.67%
每股收益(元/股)	0.56	0.77	0.98	1.19	1.36
ROE(%)	14.99%	18.32%	21.15%	22.99%	23.57%
市盈率(P/E)	22.94	16.78	13.14	10.84	9.46

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 53.7/65.0/74.6 亿元，同比增速分别为 27.6%/21.2%/14.7%，当前股价对应的 PE 分别为 13/11/9X，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 市场经营：核心收入为市场商位使用费，目前运营市场包括国际商贸城一至五区、篁园市场、国际生产资料市场及全球数贸中心。且公司 23 年年报预计未来 3 年租金增长率将不低于 5%，预计市场经营业务 2026–2028 年收入分别同比增长 27%/17%/13%；

2) 商品销售：义乌新一轮国际贸易改革方案落地，公司作为新一轮国贸改革试点或将充分受益于政策与资源优势，预计商品销售业务 2026–2028 年收入分别同比增长 14%/11%/9%；

3) 贸易服务：公司以 Chinagoods、YiwuPay 的贸易服务业务迅速发展，或将进一步驱动公司营收增长，预计贸易服务业务 2026–2028 年收入分别同比增长 65%/35%/20%。

投资逻辑要点

公司作为全球国际贸易综合服务领域的优质企业，基于实体市场集群优势叠加全链路数字化服务生态，在复杂的全球贸易环境中维持领先地位，竞争壁垒深厚，且其转型路径较为清晰，数智化与国际化双轮驱动成长动能强劲，未来或打造覆盖贸易、支付、物流、金融的全球商贸生态体系，看好公司未来业绩端或实现稳健增长。

核心风险提示

数智转型不及预期风险；新业务人才储备风险；外部不确定性风险。

内容目录

1. 深耕行业三十余载，锚定“全球知名的国际贸易综合服务商”战略定位	5
2. 持续聚焦招商引流与创新赋能,夯实义乌市场核心竞争力	7
3. 以数实融合为抓手，重塑数贸履约生态	8
4. 盈利预测与评级	10
4.1. 盈利预测	10
4.2. 投资评级	10
5. 风险提示	11

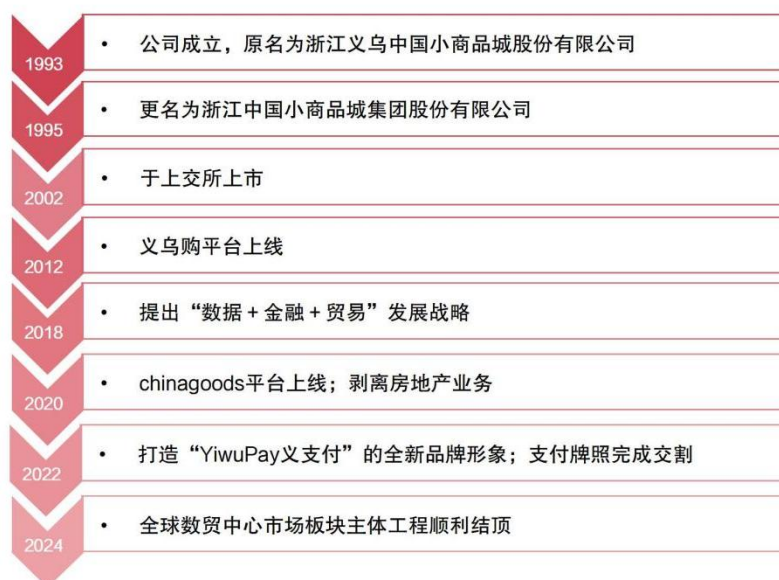
图表目录

图表 1： 公司发展历程	5
图表 2： 2016–2026Q1 公司营收（亿元）及 yoy	6
图表 3： 2016–2026Q1 公司归母净利润（亿元）及 yoy	6
图表 4： 2016–2026Q1 公司毛利率及净利率情况	6
图表 5： 2018–2026Q1 公司期间费用率情况	6
图表 6： 2023–2025 年按业务拆分收入（亿元）	6
图表 7： 2023–2025 年按业务拆分毛利率	7
图表 8： 2021–2025 年义乌国际商贸城日均客流与外商客流量	8
图表 9： 2021–2025 年义乌国际商贸市场抽样成交额	8
图表 10： 义乌第六代市场标志项目——全球数贸中心	8
图表 11： chinagoods 国际布局情况	9
图表 12： 世界义乌商贸大模型	10
图表 13： 可比公司估值表	11

1. 深耕行业三十余载，锚定“全球知名的国际贸易综合服务商”战略定位

深耕行业三十余载，锚定“全球知名的国际贸易综合服务商”战略定位。浙江义乌中国小商品城股份有限公司成立于1993年，1995年更名为浙江中国小商品城集团股份有限公司，2002年公司于上海证券交易所上市。公司致力于构建一个赋能全球中小微企业的数字化贸易基础设施平台，通过系统化构建商品展示交易、市场配套服务、贸易履约服务三大核心生态系统，重塑全球小商品流通体系。公司深耕行业三十余载，义乌作为全球最大小商品集散中心，继2025年10月新一代市场全球数贸中心正式开业，义乌市场汇集28个大类、超220万种商品，持续巩固“世界小商品之都”的核心优势。近年来，公司积极发展数字贸易，打通内外贸供应链各环节，为小商品产业链与生态圈赋能，推动实体市场向全球中小微企业贸易服务平台转型，促进公司实现由市场管理者向贸易综合服务商的跨越。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

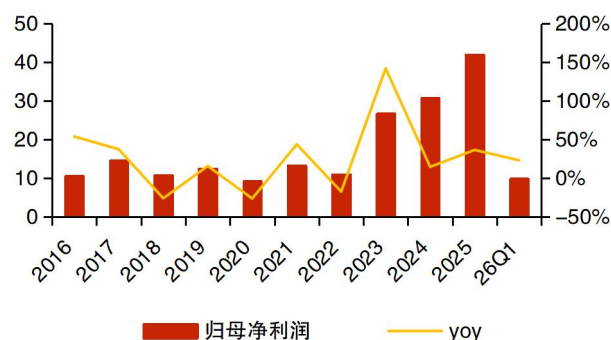
21-25 年营收稳健增长，利润有所波动。21-25 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 34.8%/33.2%，22 年归母净利润较 21 年减少 2.29 亿元，主要系实施减租政策等致营业毛利润减少 8.4 亿元。25 年营收及归母净利润分别为 199.3/42.0 亿元，分别同比 26.6%/36.8%，营收大幅增长主系 25 年 10 月全球数贸中心市场开业、12 月 5 幢写字楼交付，以及数字市场 1.0 上线贸易履约服务收入同比增长所致；归母净利润增长系 25 年市场经营及贸易履约服务等收入增长营业毛利同比增加 13.27 亿元，财务费用同比减少 1.13 亿元，公允价值变动损益同比增加 2.35 亿元。

图表 2：2016-2026Q1 公司营收（亿元）及 yoy



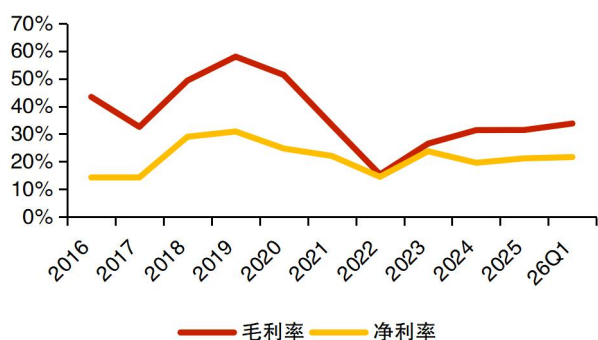
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 3：2016-2026Q1 公司归母净利润（亿元）及 yoy



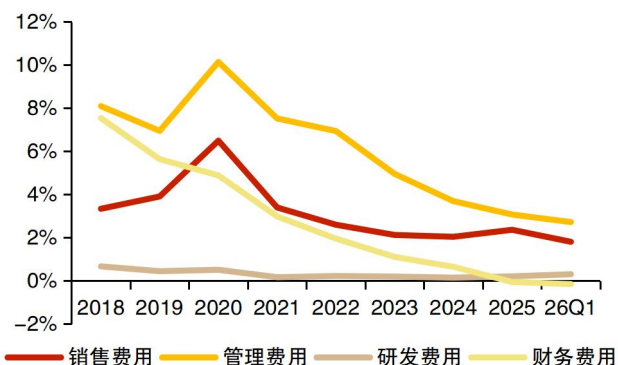
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：2016-2026Q1 公司毛利率及净利率情况



资料来源：wind，华源证券研究所

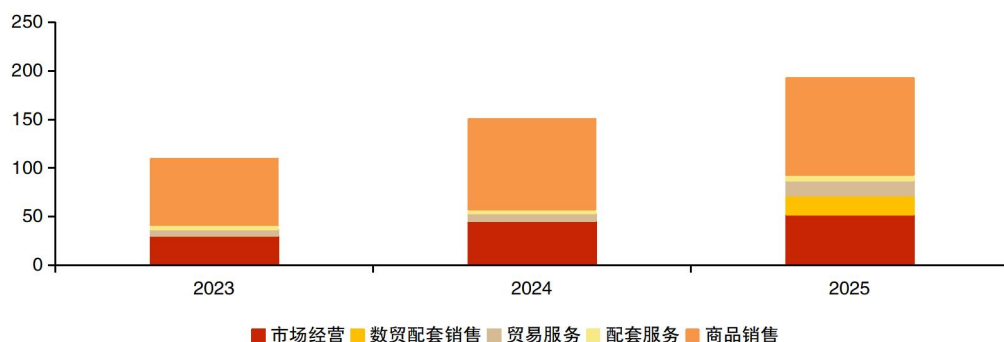
图表 5：2018-2026Q1 公司期间费用率情况



资料来源：wind，华源证券研究所

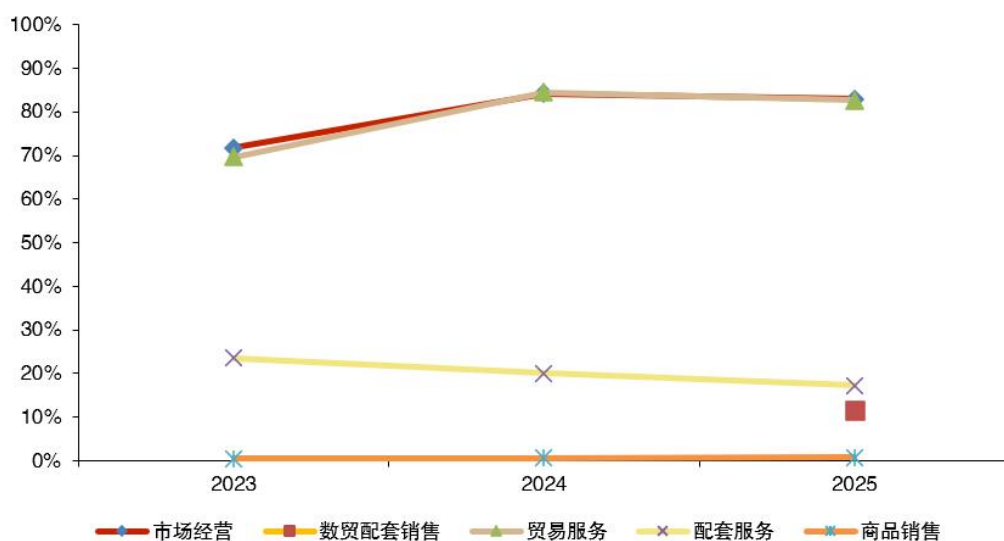
拆分业务来看，25 年市场营销/数贸配套销售/贸易服务/配套服务/商品销售分别贡献营收 52.6/19.5/15.3/5.4/99.8 亿元，除数码配套销售以外，其他业务分别同比变动 +14.8%/+106.8%/+21.1%/+7.9%，其对应毛利率分别为 82.9%/11.7%/82.7%/17.3%/0.7%。

图表 6：2023-2025 年按业务拆分收入（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：2023-2025 年按业务拆分毛利率



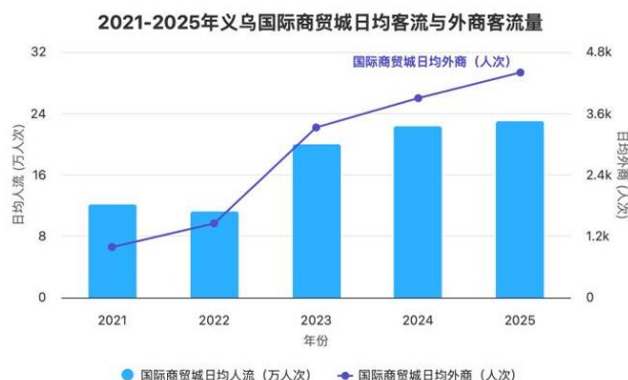
资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 持续聚焦招商引流与创新赋能, 夯实义乌市场核心竞争力

义乌市场繁荣态势稳固，商贸活力持续迸发。2025 年，义乌中国小商品市场实现成交额超 3,200 亿元，日均客流量超 23 万人次，日均外商到访量超 4,000 人次，外商数量创下近 10 年新高，人气聚集效应显著。义乌市场商户凭借敏锐的商业洞察力，提前布局全球市场，多渠道开拓贸易版图，在实现市场平稳有序发展的同时新兴市场快速成长，彰显义乌市场在全球供应链中的重要地位。

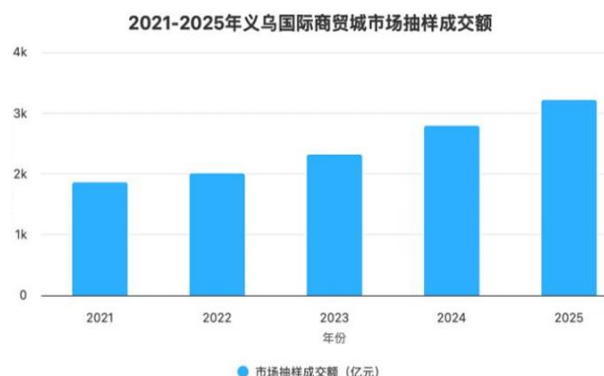
持续聚焦招商引流与创新赋能，打造“创新驱动、品牌引领、标准支撑”的良好发展格局。25 年举办“市场万里行”、行业垂直展、营销与体验类活动、供需对接会、商贸洽谈会等促贸活动 60 场，成功招引全球采购商超 109 万人；顺利举办第 8 届“商城杯”创意设计大赛，累计对接全球院校超 470 所，征集作品数量持续增长。搭建“创客空间”新产品开发平台，截至 2025 年底，已成功连接创客 300 位，服务经营户开发了 500 款原创设计产品，为市场持续注入创新活力。此外，公司积极推进标准化建设，制定并发布《宠物猫狗用窝(垫)》《化妆品用玻璃包装材料》等团体标准 7 项，累计 36 项，鼓励小商品标准应用，25 年累计新增用标商品 39000 个。截至 2025 年底，64.13% 的市场商户在商品创新设计上有投入，超 54.83% 的商户每月上架新品，约 52.38% 的商户拥有自己的工厂，约 46.01% 的商户拥有自有品牌，形成了“创新驱动、品牌引领、标准支撑”的良好发展格局，进一步夯实了义乌市场的核心竞争力。

图表 8：2021-2025 年义乌国际商贸城日均客流与外商客流量



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：2021-2025 年义乌国际商贸市场抽样成交额



资料来源：公司公告，华源证券研究所

全球数贸中心开业后运营情况良好。2025 年 10 月，义乌第六代市场标志性项目全球数贸中心盛大开业。作为第六代市场的标杆载体，全球数贸中心创新采用现代化“街巷式”空间设计，垂直布局时尚消费、母婴消费、悦己消费、情绪消费等高成长性细分领域，包括无人机及无人化装备、时尚珠宝、创意潮流玩具、护肤及医美用品等行业，产业集聚效应显著。截至 2025 年底，全球数贸中心省外经营主体占比超 40%，商二代、创二代等新生代经营者占比达 52%，拥有自主品牌或经营 IP 产品的商户占比 57%，进一步夯实了产业集聚优势。此外，全球数贸中心积极投入 AI 导航导购、机器人巡检等数字化设施，聚焦数字化贸易核心需求。全球数贸中心的投用一方面标志义乌市场正式迈入以数字化为核心支撑、数贸融合为发展路径、数字赋能为鲜明标识的新的发展阶段，另一方面也成为推进贸易供应链全环节数字化转型的重要载体。

图表 10：义乌第六代市场标志项目——全球数贸中心

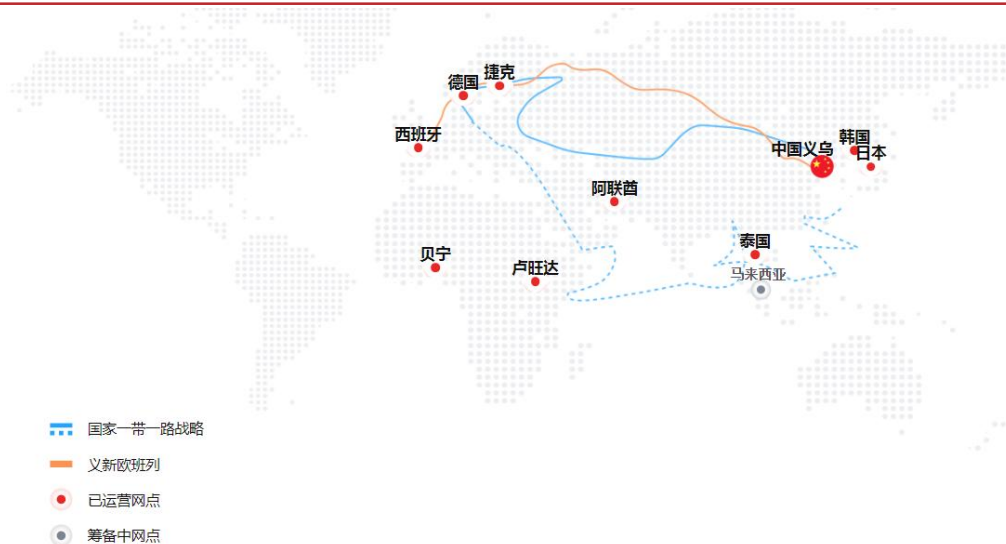


资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 以数实融合为抓手，重塑数贸履约生态

Chinagoods 平台能级跃升。基于数字经济与传统产业深度融合的背景下，Chinagoods 平台以贸易数据整合为核心驱动，定位“全场景、数智化、全链路贸易履约生态圈”，贯穿义乌数字外贸的“展示交易”和“贸易履约”两大生态、深入供应链产业带变革、赋能传统小商品贸易市场，为市场的繁荣发展奠定坚实基础。截至 2025 年底，Chinagoods 平台累计在架商品数超 1,702 万个；全年新增注册采购商 70 万人，累计注册采购商超 550 万人。

图表 11: chinagoods 国际布局情况



资料来源：公司官网，华源证券研究所

公司与阿里云等国内头部科技企业深度合作，推出全球首个商贸领域“世界义乌”AI 大模型，其聚焦生产设计、内容生成等 6 大核心板块，上线“CG AI 名片”、“CG AI 设计”、“CG AI 视创”等 14 项核心 AI 应用产品，推动 AI 技术赋能小商品贸易上下游全链路。公司“基于可信数据空间的商贸领域数据基础设施建设”项目入选第二批国家数据基础设施建设先行先试名单，成为 2025 年商贸领域浙江省唯一入选项目。截至 2025 年底，世界义乌大模型 APP 注册用户超 5.6 万人，累计调用量突破 10 亿次，深度使用者订单增幅超 30%；AI 系列产品服务用户超 28.8 万人，惠及市场商户超 3.4 万家。公司围绕市场贸易主体能力提升，系统开展 AI 训练营、智汇讲堂等精准培训项目，2025 年累计组织培训超 450 场，覆盖学员近 15 万人次，有效提升市场 AI 应用意识及实操能力。

图表 12：世界义乌商贸大模型



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

关键假设：

1) **市场经营**：核心收入为市场商位使用费，目前运营市场包括国际商贸城一至五区、篁园市场、国际生产资料市场及全球数贸中心。且公司 23 年年报预计未来 3 年租金增长率将不低于 5%，预计市场经营业务 2026–2028 年收入分别同比增长 27%/17%/13%；

2) **商品销售**：义乌新一轮国际贸易改革方案落地，公司作为新一轮国贸改革试点或将充分受益于政策与资源优势，预计商品销售业务 2026–2028 年收入分别同比增长 14%/11%/9%；

3) **贸易服务**：公司以 Chinagoods、YiwuPay 的贸易服务业务迅速发展，或将进一步驱动公司营收增长，预计贸易服务业务 2026–2028 年收入分别同比增长 65%/35%/20%。

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 53.7/65.0/74.6 亿元，同比增速分别为 27.6%/21.2%/14.7%，当前股价对应的 PE 分别为 13/11/9X。

4.2. 投资评级

我们选取同为商贸零售赛道的百联股份、王府井、重百集团及汇嘉时代作为可比公司，根据 wind 一致预期，可比公司 2026 年 PE 均值为 32 倍（以 7 月 30 日股价计），公司作为全球国际贸易综合服务领域的优质企业，基于实体市场集群优势叠加全链路数字化服务生态，在复杂的全球贸易环境中维持领先地位，竞争壁垒深厚，且其转型路径较为清晰，数智化与

国际化双轮驱动成长动能强劲，未来或打造覆盖贸易、支付、物流、金融的全球商贸生态体系，看好公司未来业绩端或实现稳健增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 13：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	26E	EPS		26E	PE	
		2026/7/30		27E	28E		27E	28E
600827.SH	百联股份	8.05	0.42	0.33	0.34	19.24	24.39	23.68
600859.SH	王府井	10.42	0.14	0.17	0.22	73.38	60.58	46.83
600729.SH	重百集团	21.2	2.22	2.44	2.62	9.55	8.70	8.10
603101.SH	汇嘉时代	7.16	0.28	0.35	0.40	25.76	20.57	17.79
		平均值				31.98	28.56	24.10
600415.SH	小商品城	12.86	0.98	1.19	1.36	13.14	10.84	9.46

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价、EPS 单位分别为元、元/股，可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，小商品城盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

1) 数智转型不及预期风险：当前全球数字技术迭代加速，行业数智化转型持续深化，公司或在转型过程出现商户数字化运营能力不匹配等问题，造成公司数智化转型不及预期的潜在风险；

2) 新业务人才储备风险：随着公司数智转型不断深入、国际化业务持续拓展，高层次复合型人才需求快速增长，或存在人才储备难以完全匹配未来战略扩张的风险；

3) 外部不确定性风险：当前国际局势复杂多变，若公司未能灵活调整市场布局，或对公司经营情况产生不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	6,816	8,132	10,072	12,229
应收票据及账款	438	527	605	674
预付账款	1,537	1,845	2,081	2,274
其他应收款	188	224	250	269
存货	2,385	2,728	3,010	3,252
其他流动资产	3,495	3,784	4,034	4,251
流动资产总计	14,859	17,241	20,053	22,949
长期股权投资	6,437	7,017	7,607	8,217
固定资产	7,830	7,831	8,206	8,942
在建工程	187	925	1,262	1,200
无形资产	4,723	4,645	4,693	4,863
长期待摊费用	424	465	496	528
其他非流动资产	9,946	10,046	10,064	9,949
非流动资产合计	29,546	30,929	32,328	33,699
资产总计	44,405	48,170	52,381	56,648
短期借款	0	30	60	90
应付票据及账款	1,996	2,252	2,476	2,665
其他流动负债	11,047	12,815	14,423	15,816
流动负债合计	13,043	15,097	16,959	18,571
长期借款	3,385	3,214	3,018	2,795
其他非流动负债	4,949	4,400	4,000	3,500
非流动负债合计	8,334	7,614	7,018	6,295
负债合计	21,377	22,711	23,977	24,867
股本	5,484	5,484	5,484	5,484
资本公积	2,408	2,408	2,408	2,408
留存收益	15,057	17,471	20,398	23,754
归属母公司权益	22,948	25,362	28,289	31,645
少数股东权益	81	96	115	137
股东权益合计	23,029	25,459	28,404	31,781
负债和股东权益合计	44,405	48,170	52,381	56,648

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	4,216	4,867	5,987	6,914
折旧与摊销	1,002	1,156	1,351	1,250
财务费用	-11	139	126	110
投资损失	-239	-250	-263	-286
营运资金变动	5,755	965	960	843
其他经营现金流	-193	355	388	416
经营性现金净流量	10,529	7,232	8,548	9,246
投资性现金净流量	-5,649	-2,684	-2,739	-2,685
筹资性现金净流量	-6,106	-3,232	-3,869	-4,403
现金流量净额	-1,244	1,316	1,940	2,157

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	19,927	24,054	27,626	30,735
营业成本	13,661	15,807	17,720	19,457
税金及附加	337	348	400	445
销售费用	471	553	608	645
管理费用	612	746	829	907
研发费用	41	48	55	61
财务费用	-11	139	126	110
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-11	-9	-11	-12
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	239	250	263	286
公允价值变动损益	248	255	265	275
资产处置收益	2	52	52	52
其他收益	58	60	65	70
营业利润	5,353	7,020	8,522	9,781
营业外收入	59	67	67	67
营业外支出	4	8	8	8
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	5,408	7,080	8,582	9,841
所得税	1,192	1,699	2,060	2,362
净利润	4,216	5,381	6,522	7,479
少数股东损益	12	16	19	22
归属母公司股东净利润	4,204	5,365	6,503	7,457
EPS(元)	0.77	0.98	1.19	1.36

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	26.62%	20.71%	14.85%	11.25%
营业利润增长率	33.59%	31.15%	21.39%	14.77%
归母净利润增长率	36.76%	27.64%	21.21%	14.67%
经营现金流增长率	134.43%	-31.32%	18.20%	8.16%
盈利能力				
毛利率	31.44%	34.29%	35.86%	36.69%
净利率	21.16%	22.37%	23.61%	24.33%
ROE	18.32%	21.15%	22.99%	23.57%
ROA	9.47%	11.14%	12.42%	13.16%
估值倍数				
P/E	16.78	13.14	10.84	9.46
P/S	3.54	2.93	2.55	2.29
P/B	3.07	2.78	2.49	2.23
股息率	3.89%	4.18%	5.07%	5.82%
EV/EBITDA	13	8	6	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。