

电竞场景构筑流量根基，AI 算力开启成长新篇

顺网科技(300113)
传播文化业/社会服务

■ 顺网科技首次覆盖报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
陈筱(分析师)	021-38675863	chenxiao@gtht.com	S0880515040003
陈星光(分析师)	021-23219104	chenxingguang@gtht.com	S0880525040043
赵绮璇(研究助理)	021-23183268	zhaoyini@gtht.com	S0880125042251

本报告导读:

公司深耕电竞娱乐，业务基本盘稳定。近年来公司依托线下资源，积极布局算力资源，未来 AI 算力有望成为公司业绩新增点。

投资要点:

- **盈利预测与估值分析。**我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.54 元、0.67 元和 0.93 元。我们认为公司主营业务扎实稳定，依托电竞场景独有的资源禀赋，未来有望走出差异化算力发展路径。参考可比公司，并结合 PE 和 PS 两种方法对公司进行估值，最终给予公司目标价 40.2 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **深耕电竞娱乐，前瞻布局算力 AI，盈利能力持续走强。**公司于 2005 年创立，2010 年创业板上市，主营算力、AI、电竞，为国内领先科技企业。最近三年公司业绩稳步上行，2024 年营收 18.40 亿元，同比增长 28.37%，归母净利润 2.52 亿元，同比增长 48.60%。2025 年前三季度营收 15.09 亿元，同比增长 8.04%，归母净利润 3.24 亿元，同比大增 52.59%，盈利能力持续走强，经营效率显著提升。
- **电竞服务深耕线上流量，ChinaJoy 打造线下娱乐场景，实现场景高效协同。**电竞是公司核心主业，公司多年来持续为游戏厂商、电竞实体及用户提供端到端科技解决方案。公司推出的基于边缘算力的电竞云方案，依托 300 余个边缘节点，整合云系统与内容管理，高效适配电竞及多元算力需求。此外公司还通过全资子公司上海汉威运营 ChinaJoy，目前已成为全球顶级数字娱乐展会，我们认为公司线上电竞服务绑定用户流量，线下 ChinaJoy 构筑场景体验，二者协同互补，持续完善全场景布局。
- **依托线下资源，实现算力资源的灵活调度。**公司依托深耕多年的网咖、电竞酒店等电竞场景，手握海量贴近终端、分布广泛的高性能显卡算力资源，布局算力水到渠成。在技术架构层面，公司自主研发了 CaaS（算力即服务）解决方案，可以实现算力资源的高效利用与灵活分配。26 年 2 月公司披露了新一轮的股权激励计划，选用云业务营业收入作为公司层面的业绩考核指标，2026-2027 年云业务营业收入目标值分别为 3.2 亿元、6.4 亿元；触发值分别为 2.4 亿元、4.8 亿元，彰显公司布局算力业务的信心。
- **风险提示。**线下渠道流量下滑风险；AI 算力布局不及预期风险；公司应收账款、商誉等资产项减值风险。

财务摘要(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,433	1,840	2,067	2,627	3,271
(+/-)%	27.5%	28.4%	12.4%	27.1%	24.5%
净利润(归母)	170	252	366	453	625
(+/-)%	141.8%	48.6%	45.4%	23.6%	38.0%
每股净收益(元)	0.25	0.37	0.54	0.67	0.93
净资产收益率(%)	8.4%	11.3%	14.4%	15.6%	18.4%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	119.68	80.54	55.40	44.82	32.48

资料来源: Wind, 国泰海通证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

首次覆盖
评级 增持
目标价格(元): 40.20

当前价格: (元) 30.09

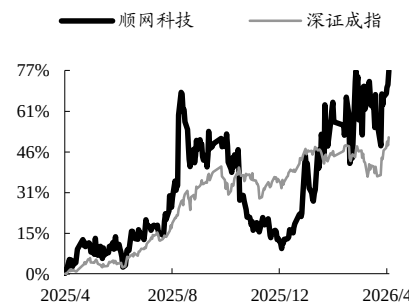
交易数据

52 周内股价区间(元)	17.13-30.09
总市值(百万元)	20,286
总股本/流通 A 股(百万股)	674/509
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	2,526
每股净资产(元)	3.75
市净率(现价)	8.0
净负债率	-33.41%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11%	33%	77%
相对指数	8%	30%	25%

相关报告

财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,380	779	786	1,145	1,636	营业总收入	1,433	1,840	2,067	2,627	3,271
交易性金融资产	14	185	245	335	445	营业成本	728	1,083	1,212	1,584	1,898
应收账款及票据	89	95	102	112	137	税金及附加	5	9	9	12	15
存货	4	28	20	20	17	销售费用	113	110	103	131	164
其他流动资产	28	199	312	368	454	管理费用	221	196	165	184	229
流动资产合计	1,515	1,286	1,466	1,980	2,688	研发费用	187	168	165	210	262
长期投资	76	77	77	77	77	EBIT	189	283	455	565	779
固定资产	166	158	149	140	134	其他收益	14	13	21	24	26
在建工程	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	10	10	10
无形资产及商誉	230	230	226	228	230	投资收益	3	26	41	53	65
其他非流动资产	460	1,047	1,348	1,382	1,418	财务费用	-31	-11	-12	-12	-18
非流动资产合计	932	1,512	1,801	1,827	1,860	减值损失	-6	-3	-29	-27	-27
总资产	2,447	2,797	3,267	3,807	4,548	资产处置损益	-3	3	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	营业利润	217	323	468	578	797
应付账款及票据	60	127	141	185	221	营业外收支	-1	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	6	13	11	11	11	所得税	24	41	56	69	96
其他流动负债	272	296	381	459	577	净利润	193	283	411	509	702
流动负债合计	337	436	533	654	809	少数股东损益	23	31	45	56	77
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	170	252	366	453	625
应付债券	0	0	0	0	0	主要财务比率					
租赁负债	17	77	87	97	107	ROE(摊薄,%)	8.4%	11.3%	14.4%	15.6%	18.4%
其他非流动负债	1	1	1	1	1	ROA(%)	8.1%	10.8%	13.6%	14.4%	16.8%
非流动负债合计	18	78	88	98	108	ROIC(%)	7.9%	10.4%	14.6%	15.7%	18.3%
总负债	356	514	621	752	916	销售毛利率(%)	49.2%	41.1%	41.4%	39.7%	42.0%
实收资本(或股本)	694	694	684	674	674	EBIT Margin(%)	13.2%	15.4%	22.0%	21.5%	23.8%
其他归母股东权益	1,324	1,534	1,863	2,225	2,724	销售净利率(%)	13.4%	15.4%	19.9%	19.4%	21.5%
归属母公司股东权益	2,018	2,229	2,546	2,899	3,399	资产负债率(%)	14.5%	18.4%	19.0%	19.8%	20.2%
少数股东权益	73	54	100	156	233	存货周转率(次)	151.0	66.8	50.0	79.4	102.5
股东权益合计	2,091	2,283	2,646	3,055	3,631	应收账款周转率(次)	18.1	20.0	20.9	24.5	26.3
总负债及总权益	2,447	2,797	3,267	3,807	4,548	总资产周转率(次)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
现金流量表(百万元)						净利润现金含量	1.7	1.5	1.2	1.2	1.1
经营活动现金流	294	379	451	537	711	资本支出/收入	5.1%	1.7%	1.2%	0.9%	0.9%
投资活动现金流	-41	-1,108	-402	-87	-104	EV/EBITDA	34.41	32.83	40.20	32.20	23.05
筹资活动现金流	-109	-121	-42	-91	-116	P/E(现价&最新股本摊薄)	119.68	80.54	55.40	44.82	32.48
汇率变动影响及其他	0	0	0	0	0	P/B(现价)	10.05	9.10	7.97	7.00	5.97
现金净增加额	143	-850	8	359	491	P/S(现价)	14.16	11.03	9.81	7.72	6.20
折旧与摊销	54	51	32	32	35	EPS-最新股本摊薄(元)	0.25	0.37	0.54	0.67	0.93
营运资本变动	44	62	23	31	22	DPS-最新股本摊薄(元)	0.08	0.09	0.11	0.13	0.19
资本性支出	-74	-31	-25	-25	-30	股息率(现价,%)	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.6%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

目录

1. 盈利预测与估值分析	4
1.1. 公司基本假设	4
1.2. 盈利预测与公司估值	4
2. 深耕电竞娱乐，前瞻布局算力 AI	5
3. 电竞服务深耕线上流量，ChinaJoy 打造线下娱乐场景，实现场景高效协同	6
4. 依托线下资源，实现算力资源的灵活调度	8
5. 风险提示	9

1. 盈利预测与估值分析

1.1. 公司基本假设

- 1) 我们认为公司线下网吧渠道用户稳定, 2026 年腾讯、网易等大厂新游储备丰富, 有望推动渠道流量回暖, 我们预计网络广告及增值业务 2025-2027 年有望保持 10%、15%和 15%增长, 且随着 AI 对广告效率的提升, 整体毛利率有望稳步提升。
- 2) 公司游戏业务运营稳定, 2026 年公司自研新游《三国百将牌》有望上线, 推动游戏收入高增长, 我们预计公司 2025-2027 年游戏业务收入有望同比增长 10%、15%和 13%, 且随着 AI 在游戏研发端提效赋能, 整体毛利率有望小幅提升。
- 3) 公司展会业务稳定, 我们预计 2025-2027 年有望保持 5%增速增长, 且随着收入规模的提升, 运营效率和毛利率有望小幅提升。
- 4) 云业务是公司未来战略重心, 目前公司股权激励已经全面落地, 考核指标明晰, 我们预计公司 2026 年和 2027 年云业务有望实现 3.2 和 6.4 亿收入, 毛利率水平有望不断提升。

表1: 公司营业收入拆分 (百万元)

业务名称	预测项	2024	2025E	2026E	2027E
网络广告及增值业务	营收	1,337.40	1,471.15	1,691.82	1,945.59
	Yoy	46.56%	10.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	26.31%	27.65%	28.91%	31.38%
游戏业务	营收	383.17	421.49	484.71	547.72
	Yoy	-3.00%	10.00%	15.00%	13.00%
	毛利率	85.86%	86.12%	86.96%	87.66%
展会	营收	116.52	122.35	128.47	134.89
	Yoy	0.17%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	64.34%	65.02%	65.69%	66.34%
云业务	营收		0.5	3.2	6.4
	Yoy			540.00%	100.00%
	毛利率		10%	15%	30%
其他	营收	2.45	2.45	2.45	2.45
	Yoy	-73.07%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	29.66%	29.66%	29.66%	29.66%

数据来源: 公司 2024 年年报, 国泰海通证券研究

1.2. 盈利预测与公司估值

公司原主营业务为基于网吧线下流量的广告增值服务及游戏运营, 国内盛天网络和其业务较为类似。考虑到未来公司将战略重心转向边缘算力和云业务, 我们选用盛天网络、网宿科技、品高股份作为可比公司, 并采用 PE 和 PS 两种方法对公司进行估值预测:

PE 方法: 我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.54 元、0.67 元和 0.93 元, 参考可比公司, 我们给予公司 2026 年 60 倍动态 PE 估值, 对应合理估值 40.2 元/股。

表2: 可比公司估值表 (PE 方法)

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
盛天网络	300494.SZ	11.96	0.10	0.32	0.47	120	37	25
网宿科技	300017.SZ	19.14	0.33	0.33	0.39	58	58	50
品高股份	688227.SH	84.47	-0.46	0.12	0.68	-	682	125

平均值	89	259	66
-----	----	-----	----

数据来源：wind 一致预期（PE 以 4 月 16 日收盘价计算），国泰海通证券研究

PS 方法：参考可比公司，并考虑到公司云业务正处于快速成长期，理应享有一定估值溢价，我们给与公司 2026 年 9.5 倍动态 PS，对应合理估值为 36.51 元/股。

表3：可比公司估值表（PS 方法）

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	每股销售收入(元)			PS		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
盛天网络	300494.SZ	11.96	2.69	3.31	3.82	4.5	3.6	3.1
网宿科技	300017.SZ	19.14	1.90	2.13	2.32	10.1	9.0	8.3
品高股份	688227.SH	84.47	15.03	5.47	7.03	5.6	15.4	12.0
平均值						6.7	9.3	7.8

数据来源：wind 一致预期（PE 以 4 月 16 日收盘价计算），国泰海通证券研究

我们结合 PE 和 PS 两种方法对公司进行估值，我们认为公司主营业务扎实稳定，依托电竞场景独有的资源禀赋，手握海量贴近终端的高性能显卡算力，未来有望走出差异化算力发展路径。考虑到公司盈利能力稳定，云业务收入在 2026 年仍处于起步阶段，因此市盈率指标更具实际指导意义，最终给予公司目标价 40.2 元，首次覆盖给予“增持”评级。

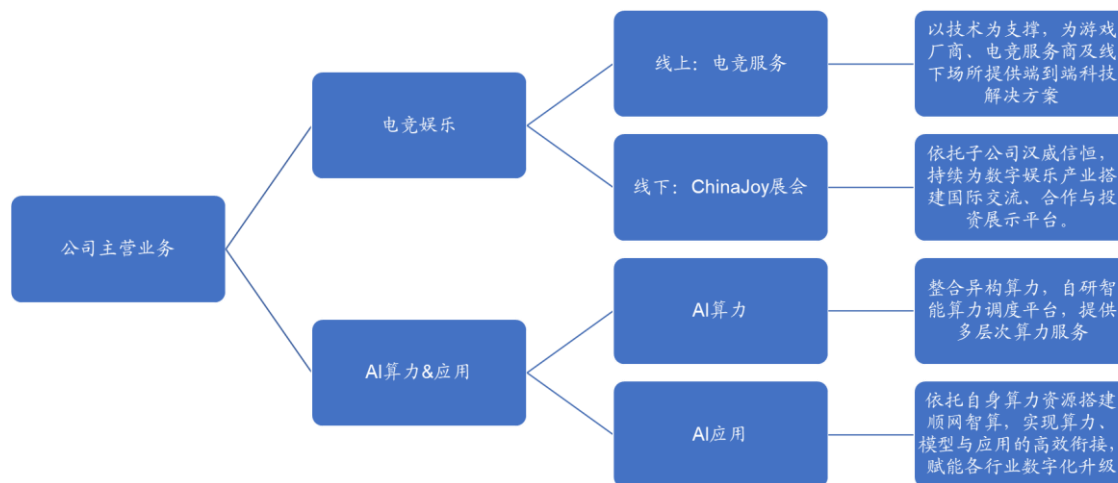
2. 深耕电竞娱乐，前瞻布局算力 AI

顺网科技创立于 2005 年，2010 年在深交所创业板上市，公司核心业务聚焦算力、AI、电竞等领域，是国内领先的科技技术公司。

在电竞娱乐领域，公司长期深耕电竞服务，以技术为支撑，为游戏厂商、电竞服务商及线下场所提供端到端科技解决方案，覆盖营销数智化、电竞服务数智化及面向用户的电竞娱乐服务。此外公司以全资子公司汉威信恒主办的 ChinaJoy 为核心，举办国际级博览会、高峰论坛与技术大会，二十余年来持续为数字娱乐产业搭建国际交流、合作与投资展示平台。

在算力方面，公司专注提供多层次算力服务，通过整合异构算力池，自主研发集智能算力管理、敏捷云边端协同、统一边缘节点管理于一体的算力调度平台，可满足云电竞、AI 模型训练与部署、校企应用、图形设计及科学计算等多元算力需求。在 AI 应用领域，顺网科技以打造国内领先的“人工智能+”技术及解决方案服务商为目标，实现算力、模型与应用的高效衔接，赋能各行业数字化升级。

图1: 公司主营业务布局

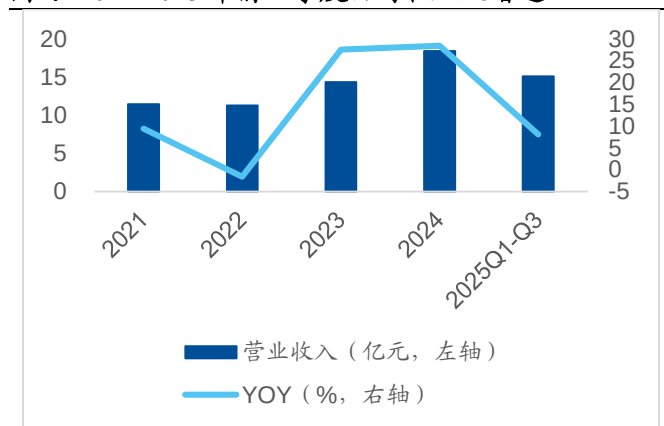


资料来源：公司官网，国泰海通证券研究

以营收来看，网络广告及增值服务为营收基本盘，2024 年实现收入 13.37 亿元，占总营收 72.7%，渠道覆盖与场景壁垒突出；游戏业务收入 3.83 亿元，收入占比 20.8%，但毛利率高达 85.86%，是公司重要利润组成部分，公司以 ChinaJoy 为代表的展会业务近年来平稳发展，算力与 AI 业务快速放量，逐渐成为公司未来新增长极。

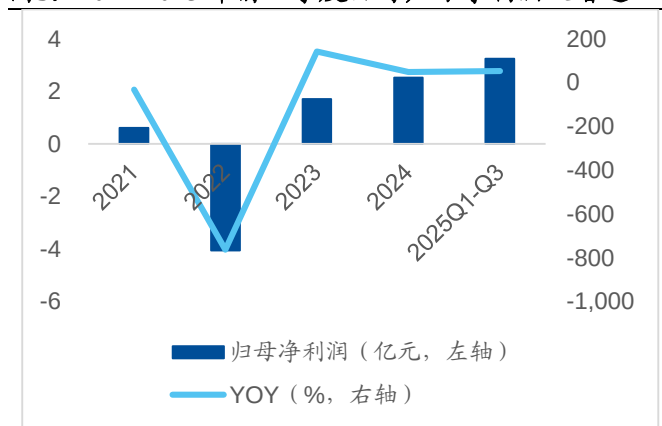
最近三年公司业绩稳步上行，2024 年营收 18.40 亿元，同比增长 28.37%，归母净利润 2.52 亿元，同比增长 48.60%。2025 年前三季度营收 15.09 亿元，同比增长 8.04%，归母净利润 3.24 亿元，同比大增 52.59%，盈利能力持续走强，经营效率显著提升。

图2: 2021-2025 年前三季度公司收入及增速



数据来源：wind，国泰海通证券研究

图3: 2021-2025 年前三季度公司归母净利润及增速



数据来源：wind，国泰海通证券研究

3. 电竞服务深耕线上流量，ChinaJoy 打造线下娱乐场景，实现场景高效协同

电竞业务是公司的核心主营，公司在电竞领域深耕多年，为产业链上游游戏厂商、中游电竞实体、下游电竞用户提供端到端的科技解决方案。面向上游游戏厂商，公司依托覆盖规模与技术创新，提供 AI 驱动的营销数智化服务，通过大数据精准定位用户，高效分发游戏内容，已为全国 95% 以上游戏厂商提供线上线下一体化精准营销服务。面向中游电竞实体，以“网维大师”“网吧管家”“顺网云海”等系列产品，为网咖、电竞酒店提供计费、运营、安全、云服务等数字化解决方案，助力精细化管理升级，并推动行业存储、算力上云与边缘算力基础设施建设。面向下游终端用户，通过丰富电

竞场景与内容，满足多元娱乐体验，并依托个人电竞云产品，让各类智能终端均可便捷参与电竞活动。

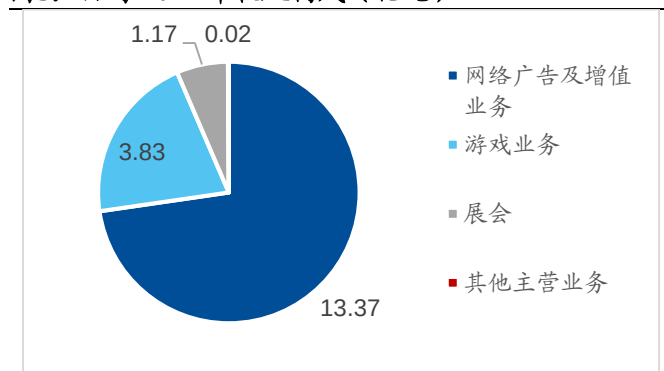
图4：公司电竞业务布局梳理



资料来源：公司 2024 年年报，国泰海通证券研究

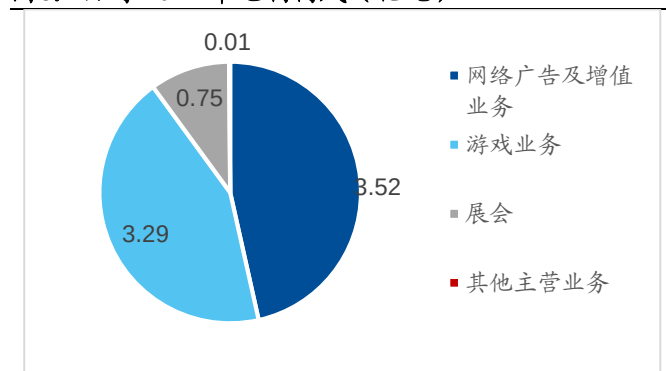
我们认为公司在电竞领域积淀较深，其核心产品覆盖全国电竞服务行业 70% 以上市场、触及全国 96% 以上城市，与各地 2000 余家合作伙伴始终保持着良好合作关系，提供包括互联网带宽、机房维护、技术服务、产品推广、托管运营在内的全套服务方案，拥有强大的电竞服务生态。根据公司 2024 年年报，公司网络广告及增值服务收入 13.37 亿元，同比增长 46.56%，占比公司总收入的 72.7%，是公司核心收入来源，公司游戏业务 3.83 亿元，占比公司总收入 20.8%，二者共同构成了公司稳健的盈利基本盘。

图5：公司 2024 年收入构成（亿元）



数据来源：wind，国泰海通证券研究

图6：公司 2024 年毛利构成（亿元）



数据来源：wind，国泰海通证券研究

2025 年 11 月，公司对外展出了基于边缘算力技术的顺网电竞云解决方案，顺网电竞云依托于公司 300 余个边缘算力节点机房所组成的算力系统，并整合云系统、内容管理等多套成熟方案，实现了电竞娱乐场景与多元产业算力需求的高效适配。

我们认为公司的电竞云电脑有望重构传统网吧渠道的运营模式，未来网吧渠道仅需部署“顺网云盒”即可替代传统电竞主机，大可以幅降低初期硬件投入成本，此外顺网云盒”功耗远低于传统主机，长期运营可显著节省电费；游戏资源更新、系统维护等 IT 事务均由云端统一完成，真正实现网吧渠道的轻资产运营。

图7：公司电竞云电脑业务可以实现网吧渠道的轻资产管理



资料来源：公司官方公众号

除了电竞服务外，公司依托全资子公司上海汉威，运营 ChinaJoy 为核心的娱乐展会。历经二十余年发展，ChinaJoy 已成为全球顶级数码互动娱乐展会，聚焦优质内容与前沿科技，为数字娱乐产业搭建国际化展示、交流与合作平台。通过线上线下融合模式，为全球数字娱乐、科技互联网企业提供面向年轻用户群体的品牌推广与场景营销服务。同时，展会积极拥抱 AI 时代，聚焦 AIGC、AIPC、MR、5G、云计算等新技术与新应用，致力于打造具有国际影响力的科技盛会，持续强化国际化、前瞻性、专业性与权威性，推动人工智能在数字娱乐领域的应用落地与新业态培育。2024 年上海汉威子公司实现营收 1.17 亿元，净利润 4839 万，是公司收入和利润的重要组成部分。

我们认为公司电竞游戏服务深度绑定线上用户与流量，而以 ChinaJoy 展会打造线下顶级娱乐体验场景，线上线下业务形成高效协同与互补，进一步完善数字娱乐全场景布局，提升整体业务壁垒与长期价值。

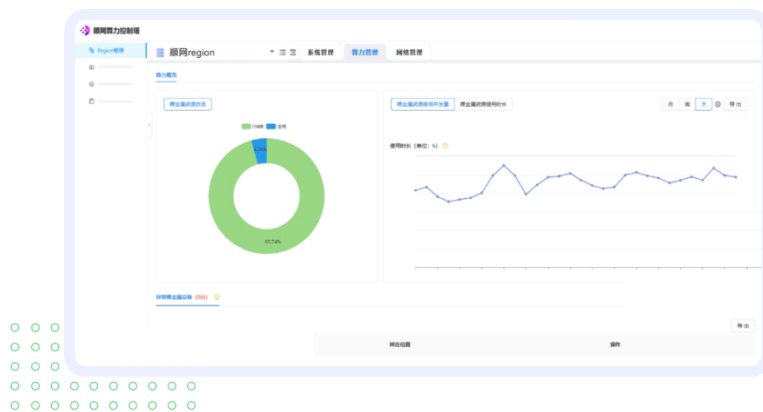
4. 依托线下资源，实现算力资源的灵活调度

公司依托深耕多年的网咖、电竞酒店等电竞场景，手握海量贴近终端、分布广泛的高性能显卡算力资源，这类算力有着鲜明的忙闲时段差异：夜间、周末等经营高峰满负荷运转，白天、工作日非高峰则大量闲置、资源利用率偏低，公司以此为切入点，稳步推进算力云边缘机房建设，搭建分布式边缘算力集群，持续优化全域算力调度能力，截至 2025 年第三季度，已落地 300 余个边缘节点机房，覆盖近 200 座重点城市，服务近 80 万台终端，可运营电竞级高品质算力达 5 万路。

在技术架构层面，公司自主研发了 CaaS（算力即服务）解决方案，融合智能算力调度算法、云边缘协同及节点统一管理先进技术，搭配错峰调度与场景化资源匹配策略，实现算力资源的高效利用与灵活分配。基于这一技术体系，公司成功推动 GPU 算力从传统电竞场景向多元产业场景延伸，形成“一云多能”的服务特性：个人用户可通过弹性租赁模式畅玩 3A 大作，设计企业无需投入高昂成本购置专业工作站即可完成复杂影视渲染与建筑设计，高校及科研机构能以低成本获取稳定的 AI 推理算力支持，真正实现

“算力像水电一样按需取用”的服务目标，打破了传统算力服务的成本与场景壁垒。2026 年以来，开源 AI 智能体 Open Claw 全面火爆，其主打本地化部署、低延迟运行的特性，催生了海量分布式边缘算力需求，公司全国密布的边缘节点、高性价比冗余算力刚好精准适配，有望抢占 AI 智能体生态卡位，斩获新增量业务空间。

图8：公司算力管理平台



1 支持PC集群与统一管理

支持普通PC机集群管理
支持分布式算力节点的操作系统统一管理

2 开放北向接口

提供北向接口
可快速对接第三方业务系统

3 云边协同与中心调度

云边协同
中心端统一进行算力管理、调度，边缘自治

4 灵活算力切分与复用

支持算力按时段，按性能切分，实现算力复用

资料来源：公司官网

26 年 2 月，公司披露了新一轮的股权激励计划，公司为吸引和留住优秀人才，加强公司在 AI 时代战略规划落地，公司本次激励计划决定选用云业务营业收入作为公司层面的业绩考核指标，以直观反映公司创新业务的经营状况和市场价值成长性。2026-2027 年云业务营业收入目标值分别为 3.2 亿元、6.4 亿元；触发值分别为 2.4 亿元、4.8 亿元。

表4：公司股权激励公司考核要求

归属期	对应考核年度	对应考核年度的云业务营业收入（A）（亿元）	
		目标值（Am）	触发值（An）
第一个归属期	2026 年	3.2	2.4
第二个归属期	2027 年	6.4	4.8
考核指标		业绩完成度	公司层面归属比例（X）
云业务营业收入（A）		$A \geq Am$	$A \geq Am$
		$X=100\%$	$X=100\%$
		$An \leq A < Am$	$An \leq A < Am$

数据来源：公司 2026 年限制性股票激励计划(草案)，国泰海通证券研究

注：云业务营业收入以公司经审计的合并报表所载数据为计算依据，包括但不限于算力服务收入（含自建、共建及通过代理商实现的算力资源服务所产生的收入）、云服务收入（含各类云电脑、云点、云项目等应用服务产生的收入）、云盒销售收入、算力设备出租收入，以及其他与云业务相关的收入。

我们认为公司依托电竞场景独有的资源禀赋，手握海量贴近终端的高性能显卡算力，未来有望走出差异化算力发展路径。公司股权激励落地也彰显了其发力算力业务、推动转型的坚定决心。我们认为未来算力业务有望成为公司未来新增长极。

5. 风险提示

1) 线下渠道流量下滑风险

受手游普及、家庭宽带升级影响，网吧线下渠道用户有流失风险，公司传统游戏分发、广告增值服务收入基本盘存在一定压力。

2) AI 算力布局不及预期风险

算力业务依赖节点建设，若存储、显卡等硬件环节供给紧张，建设速度存在

不及预期风险。

3) 公司应收账款、商誉等资产项减值风险

公司 25Q3 应收账款 1.59 亿元，相较 24 年年底有较大幅度增长。公司账上商誉共 2.25 亿元，若前期收购的子公司发展不及预期，后续资产存在减值风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“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的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
股票投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666