

21Q1 料传统与新兴业务共振促规模业绩 高增强化多轮驱动新模式预期，维持推荐

核心观点：

● 事件

2021年一季度公司实现营业收入5.31亿元，同比增长64.20%，同比2019Q1增长56.61%；实现归属母公司净利润0.74亿元，同比增长110.05%，同比2019Q1增长52.57%；实现归属母公司扣非净利润0.67亿元，同比增长82.00%，同比2019Q1增长86.66%；实现经营性现金流量净额为619.24万，较上年同期减少85.47%。

● 料公司21Q1 凭借传统厨卫稳步增长与新兴业务高成长延续20年景气趋势，规模与业绩同步高增强化多轮驱动新模式落成预期

2021年一季度公司实现总营业收入5.31亿元，较上年同期增加2.08亿元，同比增长64.20%，同比2019Q1增加1.92亿元，同比增长56.61%，公司2019Q1-2021Q1总营收复合增速达到25.14%，环比2020Q4单季度总营收36.61%的同比增速而言略有回落，但是考虑到美欧等国四季度为传统节假日消费旺季以及公司海外品牌商客户为来年备货的需求或集中于四季度，一季度同比增速环比前年四季度出现回落符合预期。尽管复合增速环比2020Q4单季度出现回落，但该水平已然成为公司自19年以来单季同比增速第二高，进一步验证公司自2020年起呈现出的整体景气度抬升趋势。**促成公司景气度抬升的驱动因素我们认为主要包括两方面：1) 公司传统厨卫产品在受益于美国房地产市场在2020年低利率环境下的火爆销售表现的同时，依靠公司独具特色的IDM模式维持与海外知名头部厨卫品牌的深入合作关系确保了订单的稳定，从而呈现出稳中有升的良好增长趋势；2) 公司在确保传统厨卫外贸代工业务稳中提升的情况下，积极进行基于原料与技术平台优势的产品品类横向拓展，例如美容花洒、美容洁面仪以及洁牙器等产品，配合跨领域跨品类进行“松霖·家”内销业务布局的尝试，为公司规模端增长带来额外增量。考虑到公司外销业务仍占据绝对主导地位且主要出口国为美、欧等国家与地区，尽管2021年上述国家与地区的新冠肺炎疫情大概率有望于年内得到充分控制，但美、欧等国家与地区较为宽松的财政与货币政策大概率仍将延续一段时间直至经济增长出现过热迹象，基于此我们预计2021年以美欧等国家与地区为首的海外发达经济体对卫浴配件产品住宅类需求虽然会环比2020年疫情期间有所回落，但仍将保持稳健增长，与此同时伴随助力经济复苏的基建投资计划逐步落地，卫浴配件品类的商用需求或将成为推动下游需求增长的新动力。我们预计未来公司其余主营业务，尤其是伴随着家具品类与美容健康品类产品的迅速崛起，并继续维持公司未来或有望逐步形成多轮驱动新发展模式的判断与预期。**

公司2021年一季度实现归母净利0.74亿元，较上年同期增加0.25亿元，实现同比增长110.05%，同比2019Q1增长52.57%；对应归母扣非净利为0.67亿元，较上年同期增加0.31亿元，实现同

松霖科技(603992.SH)

推荐 维持评级

分析师

李昂

✉: liang_zb@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130517040001

甄唯莹

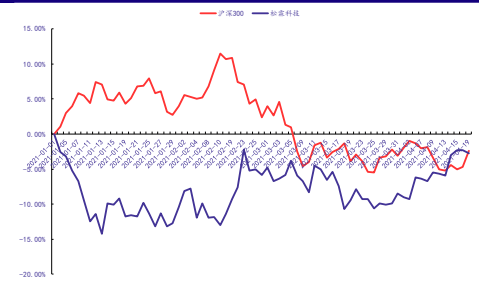
✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码: S0130520050002

特此鸣谢：

章鹏

行业数据时间

2021.04.19



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河零售李昂团队】公司2020年年报点评_松霖科技(603992.SH)_20年多核驱动雏形初显助规模逐季加速增长,看好21年家具与美容健康品类增长_20210412

比增长 82.00%，同比 2019Q1 增长 86.66%。2021 年一季度公司共计确认非经常性损益 707.79 万元，较去年同期大幅增加 859.34 万元，2021 年一季度非经常性损益主要包括计入当期损益的政府补助 274.37 万元以及各类金融资产产生的投资收益 524.21 万元，主要是受益于外汇期权合约到期交割收益及结构性存款赎回收益所致。2019Q1-2021Q1 公司归母净利润复合增速达到 23.52%，2019Q1-2021Q1 公司归母扣非净利润复合增速达到 36.62%，基本于公司 2019Q1-2021Q1 营收规模复合增速 25.14% 的水平相当，并且扣非净利润复合增速显著优于规模增速，充分表明公司在规模保持可观增长的同时并未因此放松对运营效率与盈利能力的持续提升与改善。基于我们对公司 2021 年营收端或将延续较为可观的增长的判断，我们预计公司归母净利润与归母扣非净利润表现大概率将与营收规模增速相匹配，全年各季度增速水平大概率呈现“U 字形”走势。

● **受会计准则变更、营收结构变化以及在成本端与出厂价端可能遇到的纷扰影响综合毛利率下滑 3.29pct，营收规模在低基数基础上骤增致使期间费用率降低 4.49pct**

公司 2021 年一季度综合毛利率为 31.86%，较去年同期降低 3.29 个百分点，环比 2020Q4 降低 0.18 个百分点，环比 2019Q1 降低 1.64 个百分点。我们认为造成公司 2021 年一季度综合毛利率下滑的原因可能包括三方面因素：1) 由于会计准则变化使得原先计入销售费用的运输费用和报关及港杂费计入主营业务成本，造成成本提升；2) 由于公司新布局的家具品类与美容健康类产品的毛利率受到前期规模化生产效益不足的影响波动较大，并且新业务增长迅猛使得公司综合毛利率出现结构化降低现象；3) 自 2020 年四季度开始全球经济复苏带来的通胀预期拉动大宗商品价格骤增或可能会对公司当前以塑料米与五金配件为核心原材料的厨卫产品成本端造成一定压力，在此基础上叠加人民币升值带来的汇率影响，进而对公司核心产品的出厂价形成一定压制，最终引发公司综合毛利率的下滑。

公司 2021 年一季度销售净利率为 13.87%，同比增加 3.03 个百分点；2021 年一季度公司期间综合费用率为 16.89%，相比上年同期减少 4.49 个百分点。具体拆分，2021 年一季度公司销售/管理(含研发)/研发/财务费用率为别录得 3.48%/14.48%/6.10%/-1.08%，分别较上年同期变化 -1.92%/-5.23%/-1.83%/2.65 个百分点，较 2019Q1 变动 -1.15%/-1.63%/-0.91%/-1.43 个百分点。其中，2021 年一季度公司销售费用额为 0.18 亿元，较去年同期增加 0.01 亿元 (YOY 5.93%)，或可能是由于会计准则变更使得运输费用与报关及港杂费转移至主营业务成本所产生的降费效果与职工薪酬和办公费用的增长部分抵消，致使销售费用提升幅度不及营收规模增速，促成销售费用率的降低；2021 年一季度公司剔除研发费用的管理费用额为 0.45 亿元，较去年同期增加 0.06 亿元 (YOY 16.85%)，或可能是由于公司为发展新业务致使相关板块管理人员增加推动员工薪酬提升所致，并且增幅不及公司营收规模增速，故而剔除研发费用的管理费用率较去年同期降低 3.40 个百分点；2021 年一季度公司的研发费用额为 0.32 亿元，较去年同期增加 0.07 亿元 (YOY 26.35%)，主要是由于公司对新业务的全面推进促使新品类与现有品类的研发投入有所增加所致，提升幅度略低于营收规模增幅，导致研发费用率小幅降低；2021 年一季度公司财务费用额为净流入 0.06 亿元，较去年同期净收入 0.12 亿元减少 0.06 亿元 (YOY -62.66%)，主要是由于公司于报告期内购买封闭式结构性存款，而其所得收益计入投资收益，致使利息收入大幅减少，进而使得财务净收入减少，导致使得财务费用率有所提升。

● **独具特色的 IDM 模式助力公司与头部客户达成深度合作，技术研发持续投入收获颇丰频获国内外设计大奖**

尽管公司各主营产品基于常识判断属于同质化程度高且技术含量偏低的常见家用轻工产品，但实际上其背后隐含了公司对环保材料、节水技术、智能化、电子化以及人性化设计等多个方面的核心技术。从研发投入角度来看，2015 年至今公司研发费用率从未低于 5%，并且过去 5 年均值更是达到 6%，远高于同属家用轻工范畴的定制家居行业过往 5 年内 3%-4% 的平均水平，足见公司对技术与产品研发的重视程度与投入决心。从研发成果来看，截止 2020 年公司已获授权的境内外专利数量共计 848 项，其中发明专利 392 项，实用新型专利 267 项，外观设计专利 189 项；

2020年，公司新申请发明专利70个，实用新型专利52个，外观专利13个。其中，公司在卫浴配件产品电子化、智能化等未来行业发展道路上已经形成显著的技术研究成果和优势，共计获得包括像卫浴配件产品的电子触摸控制、智能温控、液晶显示、红外感应等前沿技术领域在内共计56项专利技术授权，而且由公司自主研发设计的雨林花洒、电子淋浴系统、面盆龙头、厨房龙头等产品还曾多次荣获“iF设计奖”、“红点奖”、“IDEA”、“G-Mark”等国际工业设计领域的顶尖奖项，充分体现出公司在卫浴配件这一细分领域的技术研发方面已经具备一定优势。当然，长年累月实现的技术积累与研发优势不仅仅为公司带来了一项又一项大奖与一份又一份专利证书，还为公司独创出有别于同行的“IDM”代工模式提供了强有力的支撑。公司独创的“IDM”模式是对行业内传统的ODM模式进行升级和优化，通过公司自行完成区域市场调研、消费需求分析以及产品策划设计，研究开发产品相关技术解决方案，待产品或相关技术成型后主动向目标客户推介，最终以客户的品牌销售的商业模式，相较于传统ODM模式而言更加注重自我主导的创新设计制造模式，而非是依据客户所提及的需求进行有针对性的研发与创新。公司凭借“IDM”模式的推广与公司自身在产品方面的领先优势持续获得包括“Moen”、“TOTO”、“Grohe”、“American Standard”、“Waterpik”、“Kohler”等国际知名卫浴品牌商和包括“ADEO”、“Kingfisher”等在内的国际大型连锁建材零售商的客户订单，为公司实现长期稳定发展奠定了基础。

● 切入美容健康高成长赛道扩充品类，松霖·家战略布局力争实现多核驱动

为了更好地将自身积累的技术研发优势与成果应用于更多领域，公司主动选择了制造工艺相近、原材料相近，但产品更偏向于日常消费品的美容健康赛道。公司在2019年年报中首次披露美容健康品类的划分，包括美容花洒、美容仪、冲牙器共计三大产品线，其中美容花洒、美容仪均已实现研发设计的转化并与细分行业的头部品牌客户进行合作，并且公司所产品均已经获得美国FDA产品资质认证。区别于公司当前卫浴配件偏向于家装建材类需求，美容仪与冲牙器的可选消费属性更为明显，故而此类产品在消费频次与产品定倍率方面更具备优势，并且这两类需求的增长空间与成长性相较于卫浴配件市场而言更优。除了积极布局美容健康领域实现产品矩阵的横向拓展外，公司还在进行跨行业的布局。2020年初，公司正式对外提出的“松霖·家”战略是以解决用户真实需求“一个家的需求”为使命，以一城一馆的形式创立自品牌闭环平台，为用户提供体验、室内设计、整屋家居产品、整装、售后服务五位一体的产品及服务的新商业模式。公司计划通过将产品与服务进行高度融合以此颠覆当前较为分散的设计装修及家居的模式，并且公司还将在服务开始时便向消费者提供完整的包括硬装、软装、成品家具在内的完整的家装设计，然后通过公司自有工厂与自建供应链体系实现“产品+服务”的“一站式”全方位设计方案，最后还会为消费者提供完整的售后服务。尽管当前美容健康领域与“松霖·家”战略尚处于发展初期，并未为公司贡献过多营收与利润，但预计未来短期内公司仍将继续对品类扩充与跨领域发展这两大战略发展方向投入时间与精力以期实现多核驱动。

● 投资建议

基于公司2021年取得的亮眼表现，考虑到2021年尽管海外疫情大概率将得到有效控制，但美欧等发达国家与地区的财政与货币支持力度大概率仍将延续，预计海外市场卫浴配件产品住宅类需求或环比疫情期间有所回落，但基建类商用需求或将接棒继续推动需求维持高位，在此基础上再结合美容健康类产品以及“松霖·家”门店和家具品类尚处于持续扩张阶段，我们预计公司2021E/2022E/2023E年将有望实现营收23.70/27.22/30.78亿元，实现归母净利润3.14/3.64/4.21亿元，对应PS 3.02/2.63/2.32倍，对应PE 23/20/17倍，维持“推荐评级”。

● 风险提示

原材料价格大幅抬升的风险；行业竞争加剧的风险。

附：1. 盈利预测和估值对比

表 1：盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (单位: 百万元)	1738.63	2034.82	2370.05	2722.45	3077.88
增长率 (%)	-1.14%	17.04%	16.47%	14.87%	13.06%
归属母公司股东净利润 (单位: 百万元)	234.18	270.48	314.28	364.45	421.09
增长率 (%)	-0.85%	15.51%	16.19%	15.97%	15.54%
EPS (元/股)	0.580	0.675	0.784	0.909	1.050
销售毛利率	34.78%	34.55%	33.56%	33.63%	33.97%
净资产收益率 (ROE)	12.96%	14.23%	14.85%	15.48%	16.02%
市盈率 (P/E)	34	26	23	20	17
市净率 (P/B)	4.64	3.81	3.21	2.88	2.58
市销率 (P/S)	4.75	3.41	3.02	2.63	2.32

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理及预测（股价为 2021 年 4 月 19 日收盘价）

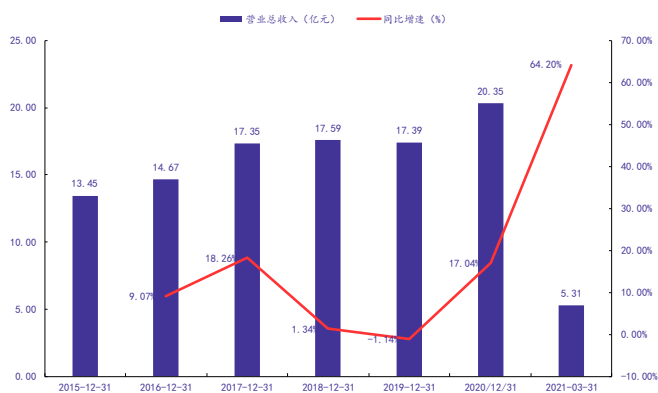
表 2：可比公司最新估值情况

境内可比公司					
	建霖家居	海鸥住工	瑞尔特	均值	中位数
PE	23	33	19	25	23
PB	4.67	2.28	1.45	2.80	2.28
PS	2.34	1.28	2.19	1.94	2.19
境外可比公司					
	马斯科	摩恩集团	东陶	均值	中位数
PE	10	24	20	18	20
PB	101.94	4.53	1.88	36.12	4.53
PS	2.06	2.02	1.09	1.72	2.02

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

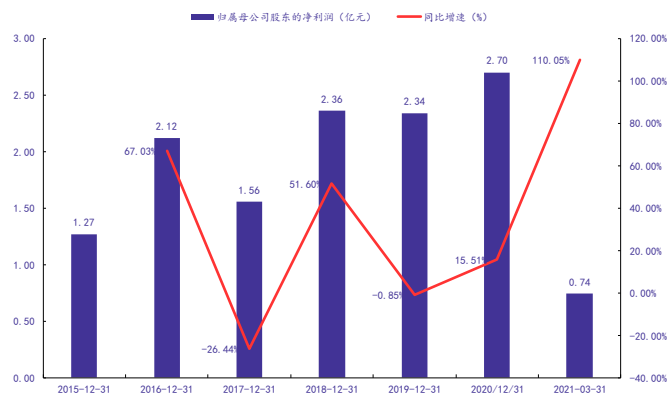
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1：2015-2021Q1 营业收入 (亿元) 及同比 (%)

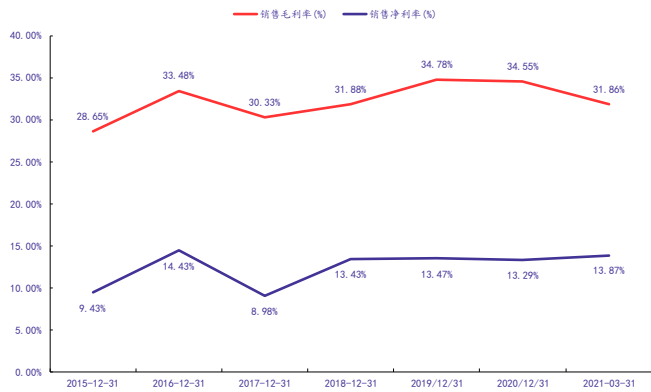


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

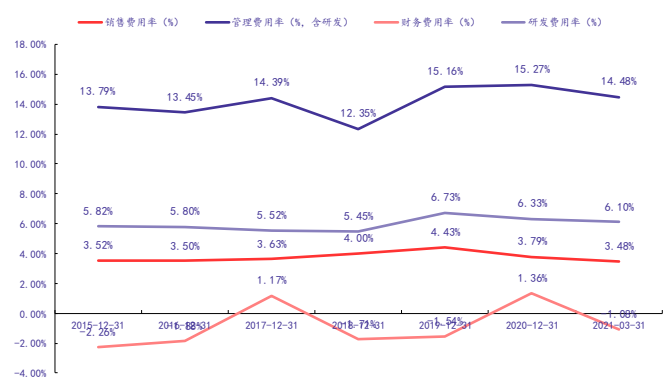
图 2：2015-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及同比 (%)



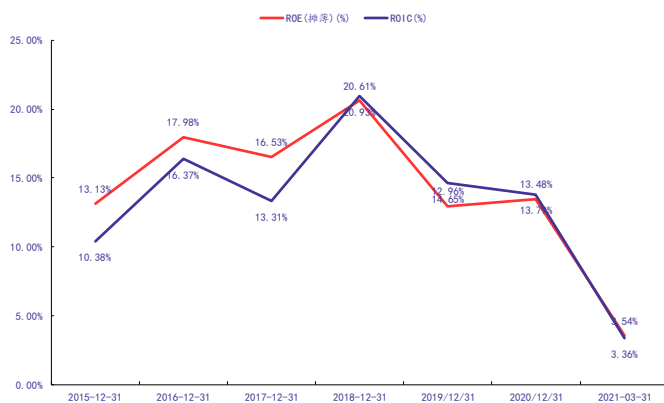
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3: 2015-2021Q1 毛利率(%)和净利率(%)变动情况


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2015-2021Q1 期间费用率(%)变动情况


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2015-2021Q1 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 3: 松霖科技 2020 年总营收按产品拆分情况

分产品 (亿元)	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
厨卫品类	18.48	11.90	35.63	10.64	9.83	增加 0.48 个百分点
家具品类	0.76	0.68	10.01	504.72	751.66	减少 26.10 个百分点
美容健康类产品	0.46	0.22	52.18	109.38	139.06	减少 5.94 个百分点
松霖·家	0.18	0.11	36.13			增加 36.13 个百分点
其他业务	0.46	0.40	13.41	38.84	20.02	增加 13.57 个百分点
合计	20.35	13.32	34.55	-1.14	-5.35	减少 0.23 个百分点

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 4: 松霖科技 2020 年主要产品产销情况

主要产品	单位	生产量	外购量	销售量	库存量	生产量比	销售量比	库存量比
						上年增减 (%)	上年增减 (%)	上年增减 (%)
厨卫品类	万件	4260		4214	200	7.49	7.45	29.87
家具品类	万件	7	2	19	6	2.69	1216.06	-64.71
美容健康品类	万件	93		94	3	13.41	20.51	-25.00

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 5: 松霖科技 2021 年年初至今重大事项进展

事件类型	内容
无	无

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 6: 松霖科技 2019-2020 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2019 年对于 2020 年的规划	2020 年对于 2021 年的规划
发展战略	公司的目标是建立 IDM 细分品类冠军的孵化平台, 使在其中成功孵化的产品在厨卫、家具、美容健康行业成为细分单品类冠军。品类 IDM 战略是坚持以创新技术生产价值, 利用产品的创新和卓越的生产技术为客户创造价值, 实现品牌商和公司的双赢。公司会选择与人交互较多, 产品创新附加值较高的品类进行拓展, 在实现底层技术互通的基础上将公司的研发设计能力运用到更多的单品上, 让每一个细分单品类都因技术创新而卓越。	公司的目标是建立 IDM 细分品类冠军的孵化平台, 使在其中成功孵化的产品在厨卫、家具、美容健康行业成为细分单品类冠军。品类 IDM 战略是坚持以创新技术生产价值, 利用产品的创新和卓越的生产技术为客户创造价值, 实现品牌商和公司的双赢。公司会选择与人交互较多, 产品创新附加值较高的品类进行拓展, 在实现底层技术互通的基础上将公司的研发设计能力运用到更多的单品上, 让每一个细分单品类都因技术创新而卓越。
经营计划	2020 年, 公司在坚持品类 IDM 战略基础上, 持续深耕研发, 推动技术创新, 丰富产品品类, 加强人才培养, 坚持用技术创新创造价值, 用技术创新赢得客户, 用技术创新成为单品类冠军的道路, 实现公司高速、高效、高质量发展。 1、坚持细分单品类冠军战略, 持续推动产品创新公司一直与全球范围内的行业知名品牌保持长期合作关系, 公司的研发设计能力, 优质的产品和服务已经获得了客户的认可。未来公司将把握行业发展趋势, 挖掘市场新需求, 不断推进产品创新, 保障公司研发设计能力的领先地位。通过新产品开发, 新技术平台的开发来满足老客户升级迭代的需求同时赢得新客户的认可, 保持业务持续增长。在生产技术上, 通过开发和引进智能生产设备, 升级 IT 软硬件环境, 实现工业化和信息化的高度融合, 打造具有行业示范意义的领先智能制造平台, 实现降本增效效率。保障原有业务高速发展的基础上,	2021 年, 公司在坚持品类 IDM 模式基础上, 持续深耕研发, 推动技术创新, 丰富产品品类, 加强人才培养, 坚持用技术创新创造价值, 用技术创新赢得客户, 用技术创新成为单品类冠军的道路, 实现公司高速、高效、高质量发展。 1、坚持细分单品类冠军战略, 持续推动产品创新公司一直与全球范围内的行业知名品牌商及零售商保持长期合作关系, 公司的研发设计能力, 优质的产品和服务已经获得了客户的认可。未来公司将把握行业发展趋势, 挖掘市场新需求, 不断推进产品创新, 保障公司研发设计能力的领先地位。通过新产品开发, 新技术平台的开发来满足老客户升级迭代的需求同时赢得新客户的认可, 保持业务持续增长。在生产技术上, 通过开发和引进智能生产设备, 升级 IT 软硬件环境, 实现工业化和信息化的高度融合, 打造具有行业示范意义的领先智能制造平台, 实现降本增效效率。保障原有业

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

推进智能化建设,进一步完善智能化,电子化的产业链,将科技融入产品中。

2、新品类产品稳步推进,不断拓展市场

立足于领先的研发创新能力与长期积累的专利技术,公司已经将品类 IDM 战略拓展到了美容健康与活动家具领域。公司将坚持 KT(Key Technology 核心技术)+ID(Industrial Design 工业设计)理念的道路,借鉴原有品类的成熟运营模式逐步推进和完善公司品类 IDM 战略的布局,提升公司的盈利水平,深化客户资源和上下游产业整合向“世界冠军批量孵化与智造平台”的目标迈进。公司借助行业内领先的创新研发能力和设计能力,推动产品的升级与优化,深入挖掘新品类客户的潜在需求,深化与老客户的合作,积极开拓新客户。

风险提示

- 1、原材料价格的风险;
- 2、汇率波动的风险;
- 3、全球宏观经济波动的风险;
- 4、全球新冠疫情发展的风险;

务高速发展的基础上,推进智能化建设,进一步完善智能化,电子化的产业链,将科技融入产品中。

2、新品类产品稳步推进,不断拓展市场

立足于领先的研发创新能力与长期积累的专利技术,公司已经将品类 IDM 战略拓展到了美容健康与智能家具领域。公司将坚持 KT(Key Technology 核心技术)+ID(Industrial Design 工业设计)理念的道路,借鉴原有品类的成熟运营模式,逐步推进和完善公司品类 IDM 战略的布局,提升公司的盈利水平,深化客户资源和上下游产业整合,向“世界冠军批量孵化与智造平台”的目标迈进。公司借助行业内领先的创新研发能力和设计能力,推动产品的升级与优化,深入挖掘新品类客户的潜在需求,深化与老客户的合作,积极开拓新客户。

- 1、原材料价格的风险;
- 2、汇率波动的风险;
- 3、全球宏观经济波动的风险;
- 4、全球新冠疫情发展的风险;

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

注:其中删除线内容为相较针对 2020 年的业务规划,针对 2021 年不再提及的内容;加粗内容为针对 2021 年的新补充部分。

5. 公司前十大股东情况跟踪

表 7: 松霖科技前十大股东情况 (更新自 2021 年一季度)

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变 动(万股)	占总股本 比例(%)	持股比例 变动(%)	股本性质
1	松霖集团投资有限 公司	不变	12475.11	0.00	31.11	0.00	境外法人
2	周华松	不变	8973.65	0.00	22.38	0.00	境内自然人
3	厦门松霖投资管理 有限公司	不变	8896.53	0.00	22.19	0.00	境内非国有 法人
4	吴文利	不变	3124.34	0.00	7.79	0.00	境内自然人
5	周华柏	不变	594.04	0.00	1.48	0.00	境内自然人
6	厦门信卓智创股权 投资合伙企业(有 限合伙)	不变	530.10	0.00	1.32	0.00	其他
7	厦门联正智创股权 投资合伙企业(有 限合伙)	不变	530.10	0.00	1.32	0.00	其他
8	周丽华	不变	297.02	0.00	0.74	0.00	境内自然人
9	招商银行股份有限 公司一鹏华启航两 年封闭运作混合型 证券投资基金	新进	289.75	52.49	0.72	0.13	其他
10	厦门励众合股权投	不变	200.10	0.00	0.50	0.00	其他

资合伙企业（有限
合伙）

合计

35910.74

89.55

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：现任零售及轻工行业团队负责人。曾任社服行业研究员、商业零售行业主分析师，具备消费产业跨多行业研究经验。

甄唯莹：现任零售及轻工行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，2020年起增加覆盖轻工制造，擅长深度挖掘公司基本面。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-80928021 gengyouyou@chinastock.com.cn