

星徽股份 (300464.SZ) 业绩承诺超额完成，小家电带动泽宝收入提升 68%

2021 年 04 月 27 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

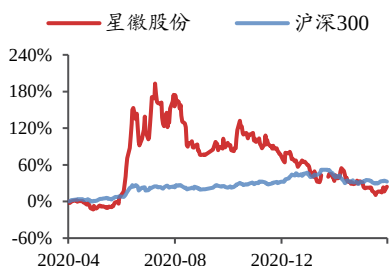
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

日期	2021/4/26
当前股价(元)	12.76
一年最高最低(元)	30.40/8.95
总市值(亿元)	45.06
流通市值(亿元)	37.05
总股本(亿股)	3.53
流通股本(亿股)	2.90
近 3 个月换手率(%)	103.98

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-乘东风跨境出海，借精品泽宝再启航》-2020.12.16

● 跨境电商业务收入快速增长，看好公司“扩品类+扩渠道”两端发展战略

2020 年公司收入 55.23 亿元(+58.19%)，归母净利润 2.12 亿元(+42.53%)。2021Q1 实现收入 13.07 亿元(+56.43%)，归母净利润 0.36 亿元(+328.41%)。随着公司 VAVA 等核心品牌推广与智能家电等产品扩展，海外市场收入有望持续提升。上调盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润 4.52/6.29/8.71 亿元（2021-2022 年原值 3.96/5.28 亿元），当前股价对应 EPS 为 1.28/1.78/2.47 元（2021-2022 年原值 1.12/1.49 元），当前股价对应 PE 为 9.3/6.7/4.8 倍，维持“买入”评级。

● 智能小家电带动泽宝收入提升，海外市场快速增长

分业务看，2020 年传统精密制造业务收入 7.27 亿元(+14.48%)，泽宝跨境电商业务收入 47.73 亿元(+68.57%)。分产品看，小家电类产品收入 17.96 亿元(+192.03%)，占营业收入比重达到 37.63%；电脑周边类产品收入 5.25 亿元(+138.64%)；家私类产品成长迅速，2020 年收入 5.32 亿元(+191.92%)，占营业收入比重为 13.93%；个护健康类产品收入 3.64 亿元(+205.88%)。分地区看，海外市场规模增速明显，2020 年公司实现外销收入 50.83 亿元(+83.70%)。

● 盈利能力稳步提升，运营指标良好，现金流改善空间较大

2020 年公司产品毛利率提升，带动跨境电商业务综合毛利率较 2019 年提升 3.17 pct 至 53.69%。费用端，公司加大销售、研发投入。销售/研发/管理/财务费用率较 2019 年同期变动+3.63/+0.04/-1.07/+1.63pct 至 36.66%/1.68%/2.65%/2.13%。2020 年公司跨境电商业务归母净利润 2.47 亿元(+60.39%)。2021Q1 公司归母净利润达 0.36 亿元(+328.41%)。我们预计，随着公司“扩品类+扩渠道”发展战略的深化，跨境电商业务净利率有望持续增长；精密制造业务也将逐渐回归稳定发展。2021Q1 现金流量净额较 2020 年同期的-0.80 亿元上涨至 0.20 亿元。2020 年公司回款能力、存货周转能力有所提升，我们认为未来现金流改善空间较大。

● 风险提示：贸易政策变化、亚马逊平台规则变化、海外增速放缓等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,491	5,523	6,940	8,423	10,231
YOY(%)	390.9	58.2	25.7	21.4	21.5
归母净利润(百万元)	149	212	452	629	871
YOY(%)	7167.7	42.5	113.6	39.2	38.4
毛利率(%)	44.0	36.9	47.6	47.8	48.0
净利率(%)	4.3	3.8	6.5	7.5	8.5
ROE(%)	8.2	11.4	20.6	23.2	23.1
EPS(摊薄/元)	0.90	0.22	1.28	1.78	2.47
P/E(倍)	13.3	54.2	9.3	6.7	4.8
P/B(倍)	2.3	2.1	1.7	1.4	1.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、收入拆分：“扩品类”战略推动泽宝收入提升，海外市场快速增长	3
2、毛利率：跨境电商业务占比提升及品类毛利率普升，推动综合毛利率上扬	5
3、加大平台销售投入，期间费用率有所提升	6
4、跨境电商业务净利率持续提升，营运指标良好	7
5、业绩承诺超额完成，持续看好公司“扩品类+扩渠道”的两端发展战略	8
6、盈利预测	8
7、风险提示	8
附：财务预测摘要	9

图表目录

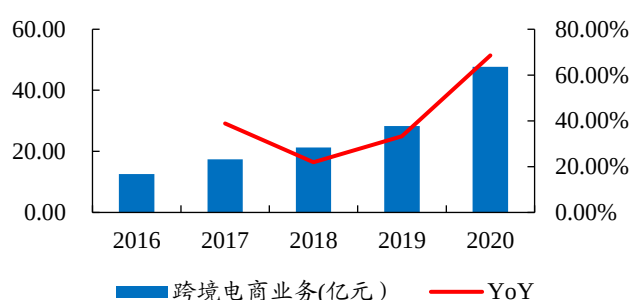
图 1：跨境电商业务保持快速增长	3
图 2：2020 年精密器件业务同比增长 14.48%	3
图 3：跨境电商业务占比提升推动综合毛利率上升	5
图 4：跨境电商业务毛利率稳中有升	5
图 5：小家类、电源类、家私类和个护类产品毛利率有所改善	6
图 6：海外拓展加大销售费用投放，期间费用率有所提升	7
图 7：跨境电商业务净利率贡献提升	7
图 8：2020 年公司归母净利润同比提升 42.28%	7
表 1：外销收入保持快速增长	5

1、收入拆分：“扩品类”战略推动泽宝收入提升，海外市场快速增长

2020 年公司实现收入 55.23 亿元（+58.19%），其中四季度收入 20.57 亿元（+67.66%）。2021Q1 公司持续高速增长，实现收入 13.07 亿元（+56.43%）。

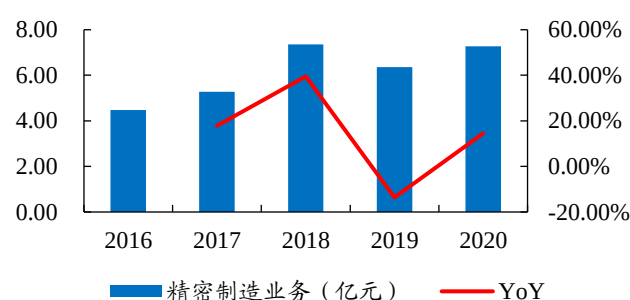
分业务类型看，跨境电商业务收入快速增长，传统精密制造业务收入步入正轨。传统精密制造业务收入 7.27 亿元（+14.48%），保持稳步增长；泽宝跨境电商业务实现收入 47.73 亿元（+68.57%），业务板块量/价分别同比提升 32.55%/27.18%，主要系公司 4K 激光电视、婴儿监视器等智能消费电子产品的品类拓展和升级所致。

图1：跨境电商业务保持快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2020年精密器件业务同比增长14.48%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：跨境电商业务量价提升，带动收入快速增长

	2016	2017	2018	2019	2020
跨境电商业务(亿元)	12.55	17.43	21.26	28.32	47.73
YoY		38.91%	21.93%	33.20%	68.57%
占收入比重 (%)		31.57%	38.49%	51.27%	86.43%
销量 (万件)				1,599.66	2,034.44
销量 YoY					27.18%
平均价格 (元)				177.01	234.62
均价 YoY					32.55%
精密制造业务 (亿元)	4.47	5.27	7.35	6.35	7.27
YoY		17.89%	39.52%	-13.60%	14.48%
占收入比重 (%)		9.54%	13.31%	11.50%	13.17%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分产品品类看，铰链、滑轨收入稳步增长，泽宝产品品类结构性调整，核心品牌品类增速亮眼。

（1）小家电、电脑周边类产品增速超预期：小家电类产品收入 17.96 亿元（+192.03%），占营业收入比重达到 37.63%；电脑周边类产品收入 5.25 亿元（+138.64%）。泽宝小家电品类主打智能创新与极致体验，2020 年 VAVA 品牌自研首款 4K 激光电视上市，80-150 英寸大屏并搭载哈曼卡顿定制音响，为美国亚马逊市场销量第一。

(2) 家私类、个护类产品收入成长迅速：家私类产品 2020 年收入 5.32 亿元 (+191.92%)，占营业收入比重为 13.93%；个护健康类产品收入 3.64 亿元 (+205.88%)。

(3) 蓝牙音频、电源类产品收入占比有所下降：蓝牙音频类产品 2020 年收入 8.61 亿元 (+27.37%)，占营业收入比重为 18.04%；电源类产品收入 6.22 亿元 (-12.64%)。

表 2：“扩品类”策略逐渐发力，小家电类收入翻倍

		2016	2017	2018	2019	2020
跨境电商业务 (亿元)		12.55	17.43	21.26	28.32	47.73
小家电类	营业收入	2.74	3.73	5.14	6.15	17.96
	YoY		36.07%	37.95%	19.55%	192.03%
	占收入比重 (%)	21.84%	21.39%	24.20%	21.72%	37.63%
蓝牙音频类	营业收入	3.13	4.48	4.40	6.76	8.61
	YoY		43.20%	-1.72%	53.55%	27.37%
	占收入比重 (%)	24.92%	25.69%	20.71%	23.87	18.04%
电源类	营业收入	3.72	5.34	6.33	7.12	6.22
	YoY		43.43%	18.66%	12.47%	-12.64%
	占收入比重 (%)	29.64%	30.60%	29.78%	25.15%	13.03%
家私类	营业收入				1.82	5.32
	YoY					191.92%
	占收入比重 (%)				6.44%	13.93%
电脑周边类	营业收入	1.00	1.15	1.07	2.20	5.25
	YoY		14.42%	-6.68%	105.75%	138.64%
个护健康类	营业收入	0.73	1.14	1.44	1.19	3.64
	YoY		55.67%	26.10%	-17.31%	205.88%
其他	营业收入	1.23	1.60	2.87	3.07	0.73
精密制造业务 (亿元)		4.47	5.27	7.35	6.35	7.27
滑轨	营业收入	3.49	4.10	5.71	5.40	6.07
	YoY		17.48%	39.27%	-5.43%	12.41%
铰链	营业收入	0.80	0.78	0.92	0.95	1.05
	YoY		-2.50%	17.95%	3.26%	10.53%
其他	营业收入	0.18	0.24	0.15	0.002	0.15

数据来源：公司公告、开源证券研究所（标红部分为合理推算预计）

分地区看：海外市场快速增长，外销收入同比增速达 83.70%。

(1) 2020 年公司实现内销收入 4.40 亿元 (-39.28%)。

(2) 2020 年公司实现外销收入 50.83 亿元 (+83.70%)，主要系公司积极拓展泽宝海外渠道。2020 年公司积极巩固北美市场，实现收入 33.76 亿元 (+110.91%)，目前公司产品已覆盖北美、欧洲、日本和中东等全球主要国家和地区。未来随着泽宝海外市场的进一步开拓，我们认为品牌效应的积累将提振公司外销收入。

表1: 外销收入保持快速增长

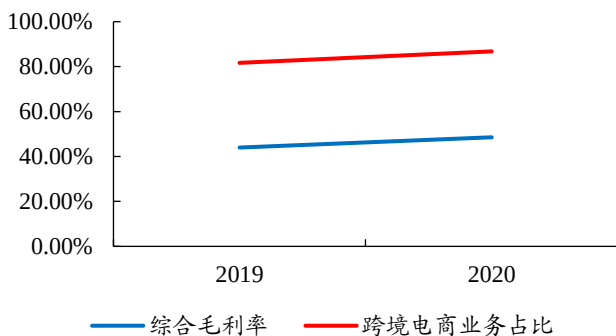
	2019	2020
总营收 (亿元)	34.91	55.23
外销收入 (亿元)	27.67	50.83
外销收入 YoY		83.70%
内销收入 (亿元)	7.24	4.40
内销收入 YoY		-39.28%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

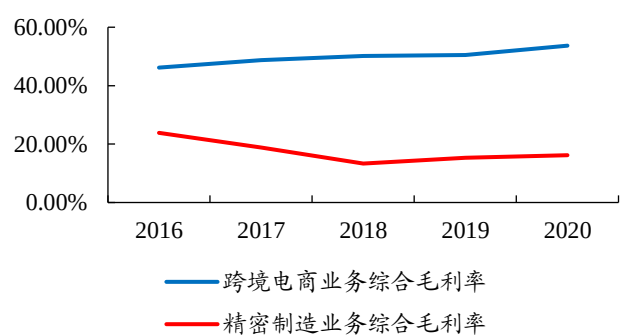
2、毛利率: 跨境电商业务占比提升及品类毛利率普升, 推动综合毛利率上扬

剔除会计准则变更影响, 2020 年公司综合毛利率较 2019 年提升 4.56 pct 至 48.54%。其中跨境电商业务综合毛利率较 2019 年提升 3.17 pct 至 53.69%, 高于精密制造业务 16.15% 的毛利率。我们认为公司综合毛利率上升主要系跨境电商业务占比提升所致, 2020 年公司跨境电商业务比例达 86.78%, 同比增加 5.1 pct。

受美亚圣诞节促销活动延期退货影响, 2021 年 1 月退货率或将有所提高。公司预计 2021 年后续月份退货率将逐渐趋稳至单位数。随着公司未来进一步调整产品结构, 加快产品研发创新节奏以及退货率降低, 我们认为公司毛利率仍有提升空间。

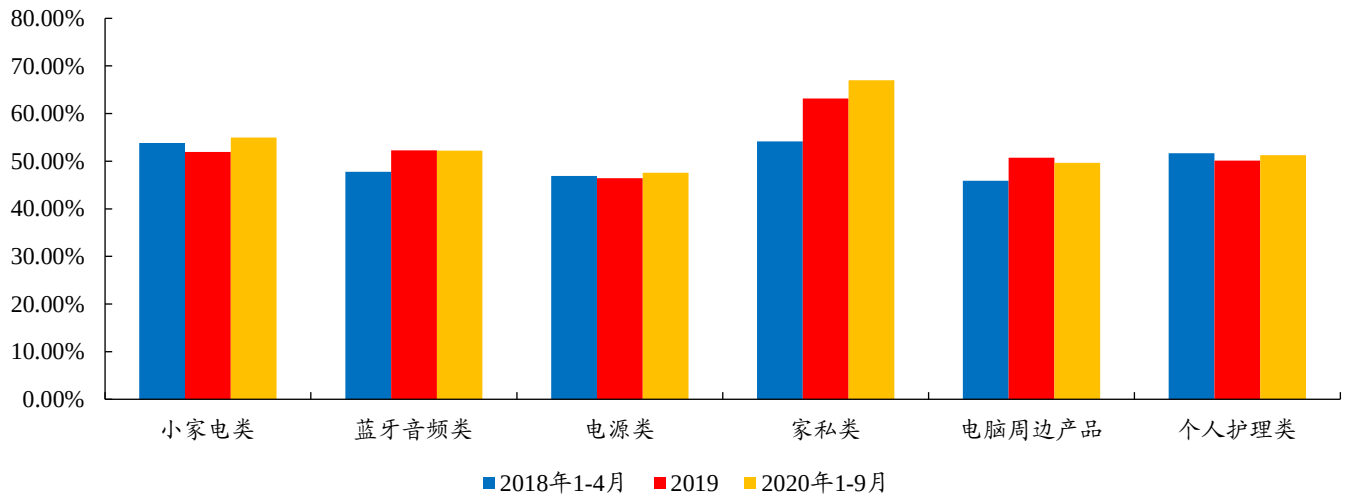
图3: 跨境电商业务占比提升推动综合毛利率上升


数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 跨境电商业务毛利率稳中有升


数据来源: Wind、开源证券研究所

分产品品类看, 跨境电商业务多品类毛利率上升。除蓝牙音频类、电脑周边产品毛利率略有下降, 其余产品品类毛利率普遍提升。其中, 小家电类毛利率增幅最为明显, 截至 2020 年 1-9 月毛利率较 2019 年提升 3.04 pct 至 54.96%。

图5：小家类、电源类、家私类和个护类产品毛利率有所改善


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、加大平台销售投入，期间费用率有所提升

由于会计准则变更,2020年1月1日起公司将为履行合同而发生的运输费用6.39亿元从销售费用转结至主营业务成本。因此我们将运输费回调至销售费用以反映真实变动情况。

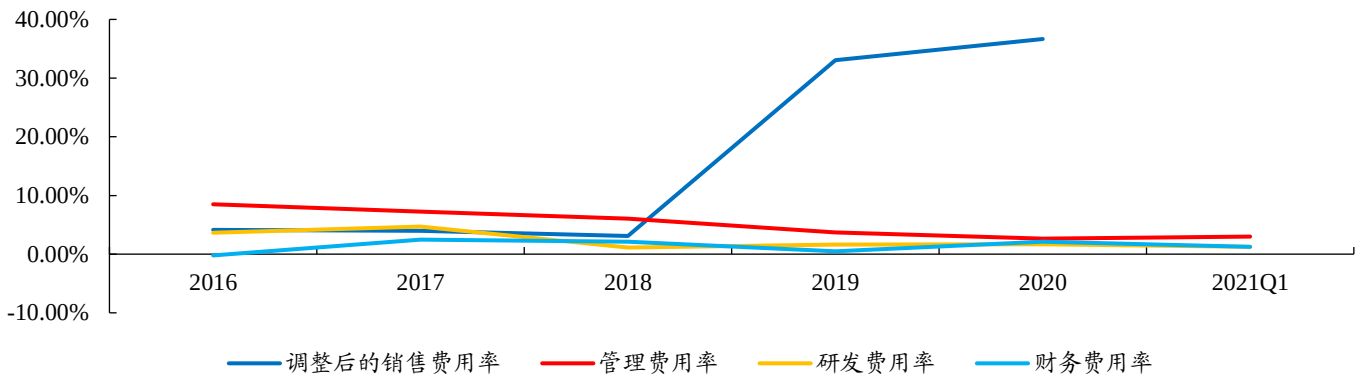
2020 年公司费用率 31.56%，调整后期间费率较 2019 年同期提升 4.25pct 至 43.12%，主要系销售费用与财务费用增加所致。2021Q1 公司费用率 29.89%，较 2020Q4 环比提升 17.27%，主要系研发投入、公司股份支付、并购贷款和汇兑损益使研发与管理费用、财务费用增长所致。

(1)销售费用：2020 年公司销售费用 13.86 亿元，运输费回调后销售费用 20.25 亿元（+70.60%），销售费用率较 2019 年同期提升 3.63pct 至 36.66%，主要系泽宝加强产品宣传和品牌推广，市场推广费大幅增加所致。此外，随着泽宝海外线下市场拓展与销售规模扩大，物业使用费、运输费及员工薪酬金额也有所提升。

(2)研发费用：2020 年公司研发费用为 0.93 亿元（+61.56%），研发费率较 2019 年提升 0.04pct 至 1.68%，主要系公司持续加大新品的自主研发力度，构建多维度研发体系所致。报告期公司取得专利 182 项，研发人员数量提升导致职工薪酬增长。

(3)管理费用：2020 年公司管理费用为 1.46 亿元（+12.59%），管理费用率较 2019 年同期下滑 1.07pct 至 2.65%，公司信息化建设持续提升管理效率，费用管控良好。

(4)财务费用：2020 年财务费用 1.18 亿元（+576.14%），财务费用率较 2019 年同期增加 1.63pct，主要系主要为汇兑损失和增加并购贷利息支出所致。

图6：海外拓展加大销售费用投放，期间费用率有所提升


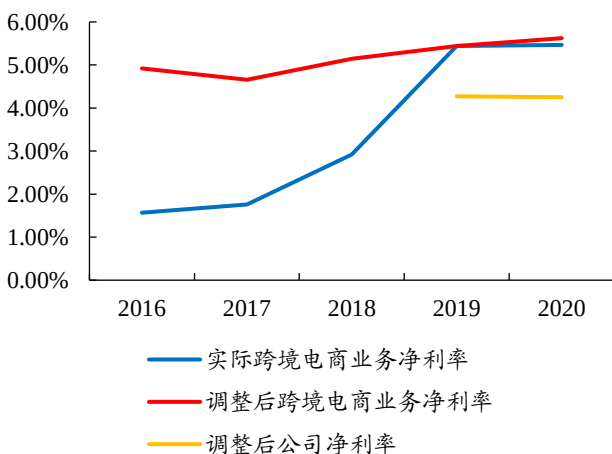
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、跨境电商业务净利率持续提升，营运指标良好

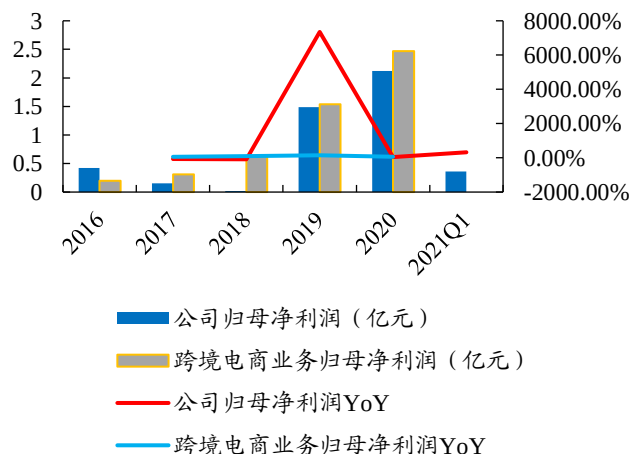
跨境电商业务净利率贡献上升，归母净利润稳步提升：

(1) 净利率方面，2020 年跨境电商业务实际净利率较 2019 年同期提升 0.03 pct 至 5.47%，剔除股份支付影响后调整实际净利率较 2019 年同期提升 0.18 pct 至 5.62%。2020 年公司整体调整后净利率较 2019 年同期下降 0.02 pct 至 4.25%，主要系疫情影响下公司精密制造业务净利润下滑所致。

(2) 归母净利润方面，2020 年公司整体归母净利润、跨境电商业务归母净利润均有不同程度的上涨，分别为 2.12 亿元 (+42.28%)，2.47 亿元 (+60.39%)；2021Q1 公司归母净利润增速明显，较 2020 年同期提升 328.41%至 0.36 亿元，主要系公司加强产品创新和市场研判，产供销紧密协同销售增涨所致。

图7：跨境电商业务净利率贡献提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020 年公司归母净利润同比提升 42.28%


数据来源：Wind、开源证券研究所

2020 年公司期末存货 9.28 亿元 (+50.40%)，主要系公司为应对营销规模增加，加大期末备货所致。2020 年公司存货占营收比重为 16.80% (-0.87%)，我们认为公司存货规模增速良好。

2020 年公司存货周转能力，回款能力有所提升。存货周转率、应收账款周款率

分别为 4.51 次 (+0.89 次)、8.89 次 (+0.09 次)。2020 年公司经营活动产生的现金流量净额为 -1.52 亿元 (-199.42%)，主要系：(1) 经营规模扩大导致应收账款和存货增加；(2) 年末上游价格上涨以及采购付款提前。

2021Q1 公司经营活动产生的现金流量净额大幅改善，较 2020 年同期的 -0.80 亿元上涨至 0.20 亿元，主要系 2020Q4 应收账款正常回款所致。我们认为 2020 年公司经营活动产生的现金流量净额波动为正常营业规模扩张所致，未来随着回款能力的提升以及库存商品的放量，公司经营活动产生的现金流量净额将持续改善。

5、业绩承诺超额完成，持续看好公司“扩品类+扩渠道”的两

端发展战略

2020 年泽宝超额完成第三个业绩承诺期目标，看好跨境电商业务长期增长。2018 年公司收购泽宝技术，约定泽宝技术业绩承诺期的承诺净利润(2018 年度不低于 1.08 亿元、2019 年度不低于 1.45 亿元、2020 年度不低于 1.90 亿元)。泽宝技术 2020 年度实现归母净利润 2.47 亿元，高于承诺数 0.57 亿元，完成 2020 年承诺净利润的 130%。2020 年末促销活动导致 2021Q1 退货率升高，预计未来数月退货率趋稳后毛利率有所增长。随着泽宝市场拓展费用逐渐趋稳以及全供应链智能分析系统的上线，公司净利润有望提升。

持续拓展核心品类，保障跨境电商业务利润贡献。2020 年公司推出首款 VAVA 4K 激光电视，在 ScreenRant、Lifewire 等科技网站“Best Overall Projector of 2020”排名首位。2021 年公司计划募集资金投资视频产品研发项目、激光电视研发项目、数字产品研发中心升级及实验室建设项目及信息系统升级项目，通过加大在行车记录仪、激光光机、美甲机等智能产品领域的研发投入，增强 VAVA 等核心品牌的市场竞争实力。2021Q1，公司单季新申请专利 77 项，新授权 39 项，研发项目有序推进。

渠道端线上线下结合，深耕美日欧市场，拓展中东亚太新市场。公司实施分地区的品牌拓展策略，在新兴市场与当地主流连锁商超、运营商、经销商等合作开展业务，提高线下业务收入占比；在日本、美国等成熟市场与沃尔玛、雅虎合作降低亚马逊单一渠道依赖，未来海外市场将进一步发力。此外，疫情期间全球供应链承压给公司带来内销起货的机会，公司与橱柜、衣柜行业大客户建立战略合作，预计精密制造业务板块收入继续维持稳定增长。

6、盈利预测

2020 年公司收入 55.23 亿元 (+58.19%)，归母净利润 2.12 亿元 (+42.53%)。2021Q1 实现收入 13.07 亿元 (+56.43%)，归母净利润 0.36 亿元 (+328.41%)。随着公司 VAVA 等核心品牌推广与智能家电等产品扩展，海外市场收入有望持续提升。上调盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润 4.52/6.29/8.71 亿元 (2021-2022 年原值 3.96/5.28 亿元)，当前股价对应 EPS 为 1.28/1.78/2.47 元 (2021-2022 年原值 1.12/1.49 元)，当前股价对应 PE 为 9.3/6.7/4.8 倍，维持“买入”评级。

7、风险提示

贸易政策变化、行业竞争加剧、亚马逊平台规则变化等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1661	2241	4276	5096	5647
现金	296	291	2075	2654	2430
应收票据及应收账款	487	756	1085	1281	1650
其他应收款	54	93	92	132	140
预付账款	21	39	36	55	56
存货	617	928	891	869	1259
其他流动资产	186	133	97	104	112
非流动资产	1741	1807	2527	3099	3589
长期投资	6	3	-0	-3	-7
固定资产	481	480	1097	1607	2052
无形资产	142	143	156	172	191
其他非流动资产	1112	1181	1274	1323	1353
资产总计	3402	4047	6804	8194	9236
流动负债	1442	1283	3560	4282	4468
短期借款	284	399	2192	2910	2612
应付票据及应付账款	594	636	648	905	972
其他流动负债	564	248	720	467	883
非流动负债	152	763	749	711	648
长期借款	60	369	356	317	255
其他非流动负债	92	394	394	394	394
负债合计	1594	2046	4309	4993	5116
少数股东权益	7	23	85	198	281
股本	353	353	353	353	353
资本公积	1094	1101	1101	1101	1101
留存收益	352	534	1010	1682	2523
归属母公司股东权益	1801	1978	2409	3003	3839
负债和股东权益	3402	4047	6804	8194	9236

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	153	-152	793	761	1021
净利润	149	227	515	742	953
折旧摊销	86	101	99	172	244
财务费用	17	118	43	109	135
投资损失	-6	-2	-4	-8	-5
营运资金变动	-113	-516	143	-250	-301
其他经营现金流	19	-80	-3	-4	-5
投资活动现金流	-355	-423	-813	-731	-724
资本支出	118	151	724	574	493
长期投资	-80	-279	3	3	3
其他投资现金流	-317	-551	-86	-153	-228
筹资活动现金流	260	545	11	-170	-223
短期借款	-4	115	0	0	0
长期借款	2	309	-14	-38	-62
普通股增加	146	0	0	0	0
资本公积增加	990	7	0	0	0
其他筹资现金流	-875	114	25	-131	-161
现金净增加额	58	-12	-9	-140	74

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3491	5523	6940	8423	10231
营业成本	1956	3484	3638	4401	5320
营业税金及附加	5	4	28	26	24
营业费用	1153	1386	2283	2679	3223
管理费用	130	146	264	253	302
研发费用	57	93	104	135	153
财务费用	17	118	43	109	135
资产减值损失	-8	-28	0	0	0
其他收益	16	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	12	3	4	5
投资净收益	6	2	4	8	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	173	274	588	834	1084
营业外收入	1	1	1	13	4
营业外支出	6	5	3	4	5
利润总额	168	270	585	843	1083
所得税	19	42	70	101	130
净利润	149	227	515	742	953
少数股东损益	1	16	63	113	83
归母净利润	149	212	452	629	871
EBITDA	266	411	739	1110	1428
EPS(元)	0.90	0.22	1.28	1.78	2.47

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	390.9	58.2	25.7	21.4	21.5
营业利润(%)	3283.6	58.5	114.5	42.0	29.9
归属于母公司净利润(%)	7167.7	42.5	113.6	39.2	38.4
获利能力					
毛利率(%)	44.0	36.9	47.6	47.8	48.0
净利率(%)	4.3	3.8	6.5	7.5	8.5
ROE(%)	8.2	11.4	20.6	23.2	23.1
ROIC(%)	7.1	8.4	10.5	12.4	14.5
偿债能力					
资产负债率(%)	46.8	50.6	63.3	60.9	55.4
净负债比率(%)	9.5	41.0	36.3	31.8	21.7
流动比率	1.2	1.7	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.6	0.9	0.9	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.5	1.3	1.1	1.2
应收账款周转率	8.5	8.9	7.5	7.1	7.0
应付账款周转率	4.1	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	0.22	1.28	1.78	2.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	-0.43	2.24	2.16	2.89
每股净资产(最新摊薄)	5.10	5.60	6.82	8.50	10.87
估值比率					
P/E	13.3	54.2	9.3	6.7	4.8
P/B	2.3	2.1	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	16.2	12.3	7.0	4.9	3.8

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn