

## 稳健医疗 (300888.SZ)

## 医疗常规品和全棉时代稳增长，期待未来新征程

2023年08月17日

### ——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

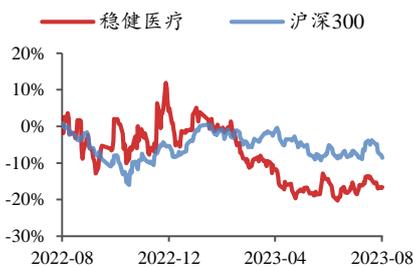
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/8/16
当前股价(元)	41.94
一年最高最低(元)	83.12/39.94
总市值(亿元)	249.29
流通市值(亿元)	78.72
总股本(亿股)	5.94
流通股本(亿股)	1.88
近3个月换手率(%)	40.77

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《消费品业务恢复增长，看好内生外延下常规品高增——公司信息更新报告》-2023.4.26

《2022年业绩超预期，看好公司持续稳健增长——公司信息更新报告》-2023.1.13

《业绩符合预期，医疗业务持续稳健增长——公司信息更新报告》-2022.10.26

#### ● 2023H1 防疫产品承压，常规品和消费品业务稳步增长，维持“买入”评级

公司2023H1实现营收42.67亿元(-17.28%)，归母/扣非归母净利润6.82/5.50亿元，同减23.66%/32.97%；分季度看，2023Q1-2营收分别同比变动+1.28%/-32.48%，归母净利润分别同比变动+5.56%/-43.13%。由于2月以来防疫物资需求大幅下降，2023Q3将对龙华区稳健工业园城市更新项目进行会计处理，2023年净利润预计增加13.61亿元，我们上调2023年并下调2024-2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润为25.09/16.88/19.15亿元（此前为15.45/17.56/19.96亿元），对应EPS分别为5.88/3.96/4.49元，当前股价对应PE分别为10.3/15.3/13.4倍，考虑到公司常规品业务高增可期，消费品业务恢复增长势头，维持“买入”评级。

#### ● 医用耗材业务：2023H1 防疫产品高基数承压，常规品稳步发展

2023H1实现营收21.73亿元(-33.3%)，内生外延下常规品业务实现营收14.39亿元(+43.2%)；感染防护产品由于需求下降、库存高企叠加去年高基数影响，收入同比大幅下降67.4%。我们认为2023年常规品的并购业务将和公司原有业务形成渠道和产品协同效应，手术包、高端敷料等品类有望实现高增；公司凭借积累的品牌知名度和美誉度，积极开拓医院和C端渠道，稳步提升市场占有率。

#### ● 消费品业务：2023H1 线下店效恢复增长态势，渠道拓展稳步进行

2023H1实现营收20.63亿元(+11.1%)，无纺布/有纺品分别同增5.1%/17.8%，随着线下门店店效和盈利能力稳步提升，成熟直营店平均店效同比增长12.18%，毛利率提升3.7pct；渠道开拓以直营一二线城市加密，加速优质加盟商开发为策略，截至2023H1末，直营/加盟门店数分别为309/44家，分别新开7/15家。公司坚持精细化运营，对加盟商拓店规划和运营销售提供指导与支持。

#### ● 盈利能力：全棉时代带动毛利率提升，加大投入开拓市场

2023H1公司毛利率为51.45%，同比提升2.6pct，医用耗材/全棉时代毛利率分别为45.21%(-1.1pct)/58.20%(+4.9pct)，主要系高毛利的防疫产品占比下降所致；全棉时代通过优化门店面积、调整产品结构、降本增效等举措，毛利率稳中有升。

#### ● 风险提示：原材料价格波动风险，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,037	11,351	9,621	11,113	12,837
YOY(%)	-35.9	41.2	-15.2	15.5	15.5
归母净利润(百万元)	1,239	1,651	2,509	1,688	1,915
YOY(%)	-67.5	33.2	52.0	-32.7	13.4
毛利率(%)	49.9	47.4	49.9	49.7	49.6
净利率(%)	15.4	14.5	26.1	15.2	14.9
ROE(%)	11.6	13.7	18.1	11.6	12.2
EPS(摊薄/元)	2.91	3.87	5.88	3.96	4.49
P/E(倍)	20.8	15.6	10.3	15.3	13.4
P/B(倍)	2.4	2.2	1.9	1.8	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2023H1 防疫产品承压，常规品和消费品业务稳步增长.....	3
1.1、 医用耗材业务：防疫产品高基数承压，常规品稳步发展.....	3
1.2、 健康生活消费品：线下店效恢复增长态势，渠道拓展稳步进行.....	4
2、 盈利能力：全棉时代带动毛利率提升，加大投入开拓市场.....	6
3、 营运能力：现金流短期承压，下半年有望恢复健康水平.....	6
4、 盈利预测与投资建议.....	7
5、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

## 图表目录

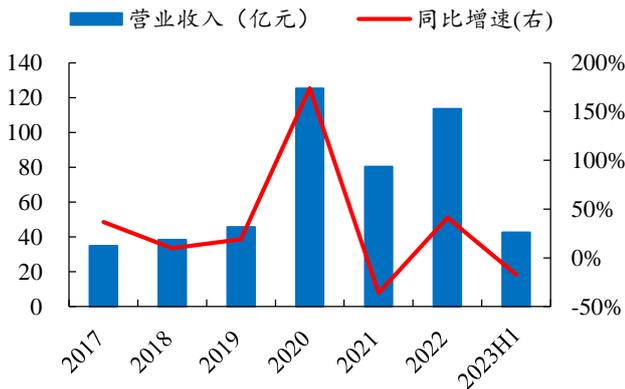
图 1： 2023H1 实现营收 42.67 亿元（-17.28%）.....	3
图 2： 2023H1 实现归母净利润 6.82 亿元（-23.66%）.....	3
图 3： 2023Q2 实现营收 19.15 亿元（-32.48%）.....	3
图 4： 2023Q2 实现归母净利润 3.05 亿元（-43.13%）.....	3
图 5： 2023H1 归母利率为 15.97%，同比下降 1.3pct.....	6
图 6： 2023H1 期间费用率为 32.62%（+4.7pct）.....	6
图 7： 2023H1 末存货周转天数为 129 天（+13 天）.....	7
图 8： 2023H1 末应收账款周转天数为 37 天（+5 天）.....	7
表 1： 2023H1 防疫产品高基数承压，常规品稳步发展（单位：亿元）.....	4
表 2： 2023H1 各渠道稳步拓展（单位：亿元）.....	4
表 3： 2023H1 无纺布/有纺品分别实现收入 10.39/10.24 亿元，同比变动+5.1%/+17.8%（单位：亿元）.....	5
表 4： 2023H1 线下渠道/电商渠道分别实现收入 8.20/12.43 亿元，同比变动+12.1%/+10.4%（单位：亿元）.....	5

## 1、2023H1 防疫产品承压，常规品和消费品业务稳步增长

公司2023H1实现营业收入42.67亿元(-17.28%)，归母净利润6.82亿元(-23.66%)，扣非归母净利润5.50亿元(-32.97%)，主要系2022年防疫产品高基数影响所致。

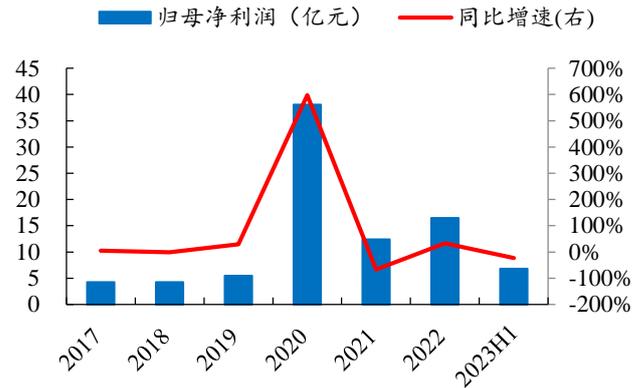
分季度看，2023Q1-2 营收分别同比变动+1.28%/-32.48%，归母净利润分别同比变动+5.56%/-43.13%。

图1：2023H1 实现营收 42.67 亿元（-17.28%）



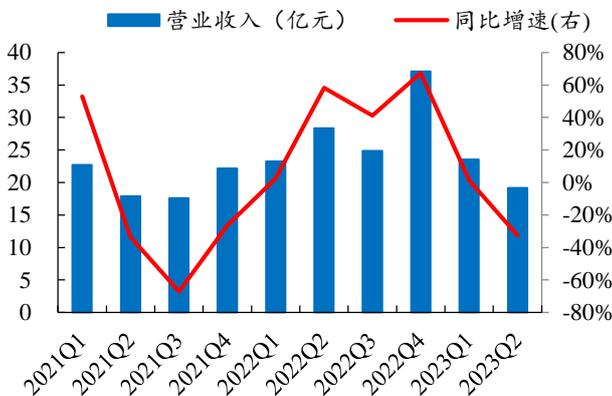
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023H1 实现归母净利润 6.82 亿元（-23.66%）



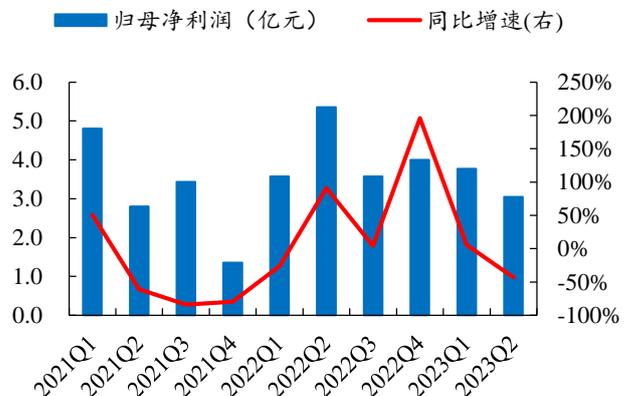
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q2 实现营收 19.15 亿元（-32.48%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q2 实现归母净利润 3.05 亿元（-43.13%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、医用耗材业务：防疫产品高基数承压，常规品稳步发展

2023H1 医用耗材业务实现营收 21.73 亿元 (-33.3%)，占比为 51.3%，内生外延下，常规品业务实现营收 14.39 亿元 (+43.2%)；感染防护产品由于低动销叠加去年高基数影响，收入同比大幅下降 67.4%。

2023Q2 医用耗材业务实现营收 8.09 亿元 (-55.9%)，占比为 42.3%，感染防护产品和常规品分别实现收入 1.17 亿元/6.92 亿元，分别同比变动-90.6%/+18.7%。

#### 2023H1 分产品看：

**(1) 感染防护产品：**实现收入 7.34 亿元 (-67.4%)，占医用耗材业务收入比重为 33.80% (-35.3pct)，主要由于感染防护产品市场需求下降，同时相关产品需求端及渠道端库存高企，动销处于非常态的低速水平，叠加去年高基数影响。

**(2) 常规品：**实现收入 14.39 亿元 (+43.2%)，占医用耗材业务收入比重为 66.20% (+35.3pct)，其中传统伤口护理与包扎产品/高端伤口敷料/手术室耗材/健康个护分别实现收入 5.70/2.83/2.71/1.18 亿元，同比变动+9.7%/+73.3%/+75.4%/-29.9%，其中高端伤口敷料内生外延延续高增；公司重点开发全棉材质的一次性手术室耗材，具备舒适性和可降解性，竞争优势突出，手术室耗材增速亮眼。

**表1：2023H1 防疫产品高基数承压，常规品稳步发展（单位：亿元）**

	2022H1			2023H1			VS 2022H1 变动		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	绝对值	占比变动	毛利率变动
<b>防疫产品</b>	22.52	69.14%	49.38%	7.34	33.80%	53.30%	-67.4%	-35.3pct	+3.9pct
<b>常规品</b>	10.05	30.86%	39.24%	14.39	66.20%	41.08%	43.2%	+35.3pct	+1.8pct
传统伤口护理与包扎产品	5.19	15.94%		5.70	26.22%		9.7%	+10.3pct	
高端伤口敷料产品	1.63	5.01%		2.83	13.01%		73.3%	+8.0pct	
手术室耗材产品	1.55	4.75%		2.71	12.48%		75.4%	+7.7pct	
健康个护产品	1.68	5.16%		1.18	5.42%		-29.9%	+0.3pct	
其他产品	0.00	0.00%		1.97	9.08%		-	+9.1pct	
<b>合计</b>	<b>32.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>46.25%</b>	<b>21.73</b>	<b>100.00%</b>	<b>45.21%</b>	<b>-33.3%</b>	<b>-</b>	<b>-1.0pct</b>

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2023H1 分渠道看：

海外销售收入为 6.90 亿元 (-2.2%)；国内医院渠道为 5.74 亿元 (-64.0%)，疫情期间优先将防疫产品供给医院渠道，医院渠道存在高基数影响叠加需求下降，常规品稳步拓展；C 端（药店+电商）渠道为 6.4 亿元 (+29.5%)，C 端渠道积极发展，截止 2023H1 末，累计粉丝数年内新增 300 万至 1642 万；药店覆盖率稳步提升，覆盖 OTC 药店上半年新增 2 万家至 17 万家。

**表2：2023H1 各渠道稳步拓展（单位：亿元）**

	2022H1		2023H1		VS 2022H1 变动	
	收入	占比	收入	占比	绝对值	占比变动
<b>医院渠道</b>	15.95	48.97%	5.74	26.41%	-64.0%	-22.6pct
<b>C 端渠道(药店+电商)</b>	7.12	21.86%	6.40	29.46%	-10.1%	+7.6pct
电商渠道	2.50	7.69%	2.19	10.10%	-12.3%	+2.4pct
药店渠道	4.62	14.17%	4.21	19.36%	-8.9%	+5.2pct
<b>国外销售</b>	7.05	21.66%	6.90	31.76%	-2.2%	+10.1pct
<b>国内直销</b>	2.45	7.51%	2.69	12.37%	9.9%	+4.9pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.2、健康生活消费品：线下店效恢复增长态势，渠道拓展稳步进行

2023H1 消费品业务实现收入 20.63 亿元 (+11.1%)，占比为 48.7%，其中无纺布/有纺品分别实现收入 10.39/10.24 亿元，同比变动+5.1%/+17.8%。

2023Q2 消费品业务实现收入 10.94 (+13.1%)，其中无纺布/有纺品分别实现收入 5.38/5.56 亿元，同比变动+5.9%/+17.6%。

**2023H1 分产品来看：**

**(1) 无纺布：**实现收入 10.39 亿元 (+5.1%)，占消费品业务收入比重为 50.37% (-2.8pct)，其中干湿棉柔巾/卫生巾/其他产品分别实现收入 5.45/2.95/1.99 亿元，同比变动+10.0%/+0.8%/-0.5%，其中核心爆品干湿棉柔巾产品迭代升级叠加持续拉新，销量稳步提升。

**(2) 有纺品：**实现收入 10.24 亿元 (+17.8%)，占消费品业务收入比重为 49.63% (+2.8pct)，其中婴童服饰及用品/成人服饰/其他产品分别实现收入 4.30/4.00/1.93 亿元，同比变动+6.0%/+30.1%/+24.4%，全棉时代围绕中高端价值定位，进行品类和消费场景拓展，得益于线下销售的快速恢复，更强体验感的成人服饰及其他纺织消费品（以床上用品、卫浴用品为主）增速亮眼。

**表3：2023H1 无纺布/有纺品分别实现收入 10.39/10.24 亿元，同比变动+5.1%/+17.8%（单位：亿元）**

	2022H1		2023H1		VS2022H1 变动	
	收入	占比	收入	占比	绝对值	占比变动
<b>无纺布</b>	<b>9.88</b>	<b>53.22%</b>	<b>10.39</b>	<b>50.37%</b>	<b>5.1%</b>	<b>-2.8pct</b>
干湿棉柔巾	4.96	26.69%	5.45	26.42%	10.0%	-0.3pct
卫生巾	2.93	15.77%	2.95	14.31%	0.8%	-1.5pct
其他	2.00	10.76%	1.99	9.63%	-0.5%	-1.1pct
<b>有纺品</b>	<b>8.69</b>	<b>46.78%</b>	<b>10.24</b>	<b>49.63%</b>	<b>17.8%</b>	<b>+2.8pct</b>
婴童服饰及用品	4.06	21.84%	4.30	20.85%	6.0%	-1.0pct
成人服饰	3.08	16.57%	4.00	19.41%	30.1%	+2.8pct
其他	1.56	8.37%	1.93	9.37%	24.4%	+1.0pct
<b>合计</b>	<b>18.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>11.1%</b>	<b>-</b>

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**2023H1 分渠道看：**

**电商渠道**实现收入 12.43 亿元 (+10.4%)，公司聚焦新品和爆品，精细化运营提升老客复购率和拉新转化率，截止报告期末，全域会员人数约 4,800 万人，较 2022 年末增长 12.1%；

**线下门店**实现收入 6.47 亿元 (+17.8%)，线下客流恢复后，门店店效和盈利能力稳步提升，成熟直营店平均店效同比增长 12.18%，毛利率提升 3.7pct 至 64.81%；渠道开拓以直营一二线城市加密，加速优质加盟商开发为策略，截至 2023H1 末，全棉时代门店共 353 家 (+13 家)，其中 309 家直营门店和 44 家加盟门店，加盟/直营门店分别新开 7/15 家；

**商超渠道**实现收入 1.42 亿元(-1.1%)；**大客户渠道**实现收入 0.32 亿元(-19.4%)。

**表4：2023H1 线下渠道/电商渠道分别实现收入 8.20/12.43 亿元，同比变动+12.1%/+10.4%（单位：亿元）**

	2022H1			2023H1			VS2022H1 变动		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	绝对值	占比变动	毛利率变动
<b>线下渠道</b>	<b>7.32</b>	<b>39.42%</b>	<b>60.61%</b>	<b>8.20</b>	<b>39.77%</b>	<b>64.18%</b>	<b>12.1%</b>	<b>+0.3pct</b>	<b>+3.6pct</b>
商超渠道	1.43	7.72%	61.86%	1.42	6.87%	63.73%	-1.1%	-0.8pct	+1.9pct
线下门店	5.49	29.58%	61.08%	6.47	31.36%	64.81%	17.8%	+1.8pct	+3.7pct
大客户	0.39	2.12%	49.43%	0.32	1.54%	53.34%	-19.4%	-0.6pct	+3.9pct

电商渠道	11.25	60.58%	48.92%	12.43	60.23%	54.24%	10.4%	-0.3pct	+5.3pct
合计	18.57	100.00%	0.53	20.63	100.0%	58.20%	11.1%	-	+4.7pct

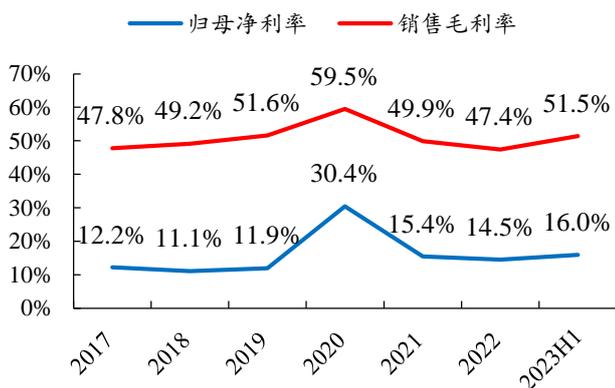
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、盈利能力：全棉时代带动毛利率提升，加大投入开拓市场

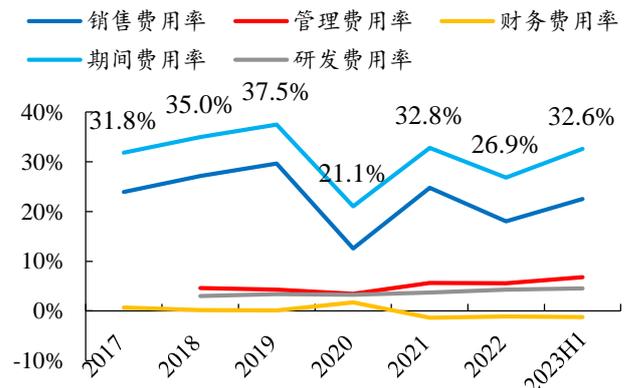
**毛利率：**2023H1 公司整体毛利率为 51.45%，同比提升 2.6pct，其中 2023Q2 毛利率为 52.05%，同比提升 2.4pct，主要系高毛利消费品业务占比提升所致。**分业务看：**2023H1 医用耗材业务毛利率为 45.21% (-1.1pct)，主要系高毛利的防疫产品占比下降所致；健康生活消费品业务毛利率为 58.20% (+4.9pct)，全棉时代坚持价值回归，通过优化门店面积、调整产品结构、降本增效等举措，毛利率稳中有升。

**费用端：**2023H1 期间费用率为 32.62% (+4.7pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.51%/6.79%/4.56%/-1.24%，同比变动+4.1/+0.5/-0.1/+0.2pct；2023Q2 期间费用率为 35.45% (+8.3pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.60%/7.36%/4.36%/-1.84%，同比变动+8.7/+0.4/-0.7/-0.0pct。

**净利率：**2023H1 公司归母净利率为 15.97%，同比下降 1.3pct；其中 2023Q2 归母净利率为 15.91%，同比下降 3.0pct。

**图5：2023H1 归母净利率为 15.97%，同比下降 1.3pct**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：2023H1 期间费用率为 32.62% (+4.7pct)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、营运能力：现金流短期承压，下半年有望恢复健康水平

(1) **存货：**截至 2023H1 末，公司存货金额为 14.14 亿元 (-21.9%)，存货周转天数为 129 天 (+13 天)。

(2) **应收账款：**截至 2023H1 末，公司应收账款为 8.24 亿元 (-17.85%)，应收账款周转天数为 37 天 (+5 天)。

(3) **现金流：**2023H1 经营活动净现金流 1.58 亿元 (-80.26%)，主要系预收客户货款减少、支付税费和贷款所致，预计下半年经营性现金流将恢复到正常状态。

图7：2023H1 末存货周转天数为 129 天（+13 天）

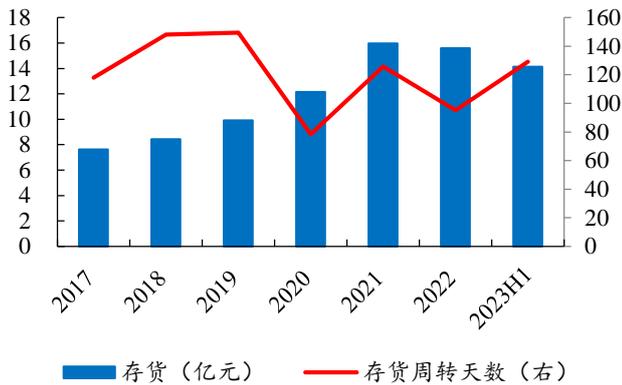
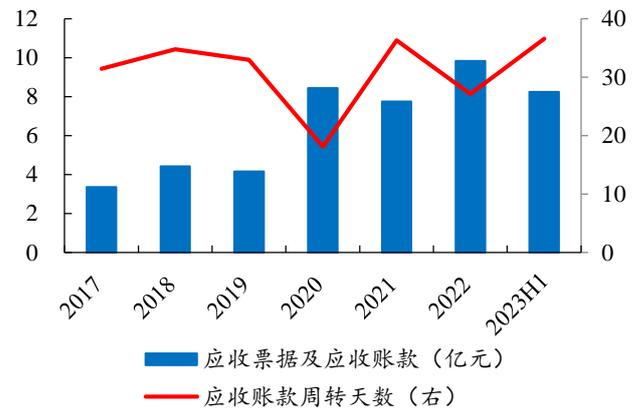


图8：2023H1 末应收账款周转天数为 37 天（+5 天）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

由于2月以来防疫物资需求大幅下降，而2023Q3将对龙华区稳健工业园城市更新项目进行会计处理，预计净利润增加13.61亿元，我们上调2023年并下调2024-2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润为25.09/16.88/19.15亿元（此前为15.45/17.56/19.96亿元），对应EPS分别为5.88/3.96/4.49元，当前股价对应PE分别为10.3/15.3/13.4倍，考虑到公司常规品业务高增可期，消费品业务恢复增长势头，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

原材料价格波动风险，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	10346	12126	10566	12585	12254
现金	4274	4527	4826	4317	5690
应收票据及应收账款	776	984	488	1291	722
其他应收款	329	236	239	498	346
预付账款	110	229	27	285	72
存货	1597	1559	933	2095	1249
其他流动资产	3259	4591	4053	4099	4175
<b>非流动资产</b>	2921	6237	7363	7752	8246
长期投资	17	22	31	40	49
固定资产	1477	2313	1904	2115	2300
无形资产	266	1033	1257	1533	1887
其他非流动资产	1161	2870	4172	4065	4009
<b>资产总计</b>	13267	18363	17929	20338	20500
<b>流动负债</b>	2075	5487	3327	4947	4039
短期借款	0	2295	1173	1351	1449
应付票据及应付账款	771	1144	402	1389	685
其他流动负债	1304	2048	1753	2206	1905
<b>非流动负债</b>	505	678	692	694	692
长期借款	0	0	14	16	14
其他非流动负债	505	678	678	678	678
<b>负债合计</b>	2580	6165	4019	5641	4731
少数股东权益	12	478	491	502	518
股本	426	426	594	594	594
资本公积	4550	4546	4378	4378	4378
留存收益	5958	7246	8926	9982	11139
<b>归属母公司股东权益</b>	10675	11720	13418	14195	15252
<b>负债和股东权益</b>	13267	18363	17929	20338	20500

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	872	2983	1566	690	2762
净利润	1237	1674	2522	1698	1931
折旧摊销	222	340	311	349	360
财务费用	-107	-123	-129	-181	-184
投资损失	-103	-51	-78	-64	-71
营运资金变动	-790	495	577	-1068	764
其他经营现金流	413	648	-1637	-44	-38
<b>投资活动现金流</b>	479	-3818	736	-651	-810
资本支出	743	1199	-485	381	484
长期投资	847	-1161	-9	-9	-9
其他投资现金流	2069	-3779	242	-280	-335
<b>筹资活动现金流</b>	-1410	1118	-2002	-548	-579
短期借款	-150	2295	-1123	179	98
长期借款	0	0	14	2	-2
普通股增加	0	0	168	0	0
资本公积增加	68	-3	-168	0	0
其他筹资现金流	-1327	-1174	-894	-729	-674
<b>现金净增加额</b>	-61	282	300	-509	1373

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8037	11351	9621	11113	12837
营业成本	4028	5973	4821	5585	6469
营业税金及附加	65	98	84	94	110
营业费用	1989	2050	2020	2223	2567
管理费用	454	634	558	645	719
研发费用	298	488	433	500	578
财务费用	-107	-123	-129	-181	-184
资产减值损失	-101	-427	-362	-418	-483
其他收益	102	84	86	91	87
公允价值变动收益	58	32	34	42	36
投资净收益	103	51	78	64	71
资产处置收益	3	4	1603	2	2
<b>营业利润</b>	1476	1977	3272	2029	2291
营业外收入	6	11	7	8	5
营业外支出	19	68	51	57	55
<b>利润总额</b>	1463	1920	3228	1980	2241
所得税	225	245	706	281	309
<b>净利润</b>	1237	1674	2522	1698	1931
少数股东损益	-2	24	13	10	16
<b>归属母公司净利润</b>	1239	1651	2509	1688	1915
EBITDA	1621	2331	3574	2337	2636
EPS(元)	2.91	3.87	5.88	3.96	4.49

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-35.9	41.2	-15.2	15.5	15.5
营业利润(%)	-67.4	33.9	65.5	-38.0	12.9
归属于母公司净利润(%)	-67.5	33.2	52.0	-32.7	13.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	49.9	47.4	49.9	49.7	49.6
净利率(%)	15.4	14.5	26.1	15.2	14.9
ROE(%)	11.6	13.7	18.1	11.6	12.2
ROIC(%)	10.4	11.8	18.6	10.7	11.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	19.4	33.6	22.4	27.7	23.1
净负债比率(%)	-33.4	-13.0	-23.0	-17.1	-24.0
流动比率	5.0	2.2	3.2	2.5	3.0
速动比率	4.1	1.8	2.8	2.0	2.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	9.9	12.9	13.1	12.5	12.8
应付账款周转率	5.3	6.2	6.2	6.2	6.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.91	3.87	5.88	3.96	4.49
每股经营现金流(最新摊薄)	2.04	7.00	3.67	1.62	6.48
每股净资产(最新摊薄)	25.03	27.48	31.46	33.28	35.76
<b>估值比率</b>					
P/E	20.8	15.6	10.3	15.3	13.4
P/B	2.4	2.2	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	18.0	13.0	8.2	12.8	10.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 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，属于商业秘密材料，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9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