

# 智能硬件创客+电子交易服务双平台驱动， 千亿市值航母起航

投资评级：买入（首次）

2015年7月20日

分析师 朱悦如

执业资格证书号码：0600512080003

021-33661475

[zhuyr@gsjq.com.cn](mailto:zhuyr@gsjq.com.cn)

研究助理 李真

执业资格证书号码：S0600114040021

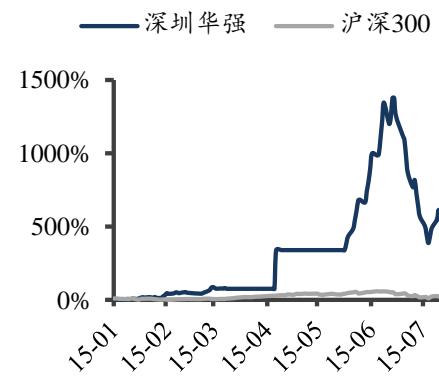
[lia@gsjq.com.cn](mailto:lia@gsjq.com.cn)

## 行业走势

盈利及估值重要数据	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,668	2,344	2,937	3,753
同比(+/-%)	29	-12	25	28
净利润(百万元)	478	362	440	524
同比(+/-%)	16	--	21	19
毛利率(%)	32.9	32.9	32.1	30.8
ROE(%)	20.6	14.5	16.1	17.5
每股收益(元)	0.66	0.50	0.61	0.73
P/E	66.42	87.54	72.15	60.57
P/B	13.70	12.69	11.65	10.62

## 投资要点

- 智能硬件进入黄金发展期：**1、技术层面：移动互联网的普及极大扩展和丰富了产品功能。2、资本层面：国内外资本冲入智能硬件领域，助力企业发展。3、政策层面：工信部和各地方政府相继出台扶持鼓励发展物联网政策。4、产业链：目前中国已形成整体解决方案、渠道及应用程序开发等较为完善的产业链。
- 与腾讯联合公布“双百亿”计划，打造智能硬件创客空间：**双方共同投入总值100亿人民币的资源，未来三年内打造100家估值过亿的硬件创业公司。腾讯将集聚孵化、流量、资本、腾讯云等六大互联网要素，提供线上资源、流量资源等；华强集团则集聚供应链、设计、生产、检测、销售渠道、营销公关等六大硬件创业要素，提供供应链、检测、销售渠道等线下资源。
- 打造贯穿电子信息全产业链的交易服务平台：**公司通过外延并购，收购湘海电子，整合产业链各环节资源，打造一个集线下电子产品专业实体市场、电子商品交易中心、线上交易平台的全产业链服务体系，为电子元器件供应链上中下游的供应商、分销商、制造商提供一站式综合交易服务，形成电子产业服务的完整闭环。
- 首次覆盖，给予“买入”投资评级：**公司在电子产业深耕多年，品牌优势明显。公司确立了长期发展战略：立足电子信息产业，对电子元器件分销行业的深度整合，打造贯穿电子信息全产业链的交易服务平台；围绕创客群体打造以孵化中小微企业为目的、智能硬件为特色的创新服务平台。通过上述两个平台的建设，逐步完善公司的电子信息高端服务业体系，并立志成为该行业的引领者。我们预计公司15-17年EPS分别为0.50元、0.61元、0.73元，给予“买入”评级。
- 风险提示：**创客平台发展低于预期、元器件分销业务整合低于预期。



## 市场数据

收盘价(元)	43.98
一年最低价/最高价	14.34/93.52
市净率	12.18
流通A股市值(百万元)	29,332.4

## 基础数据

每股净资产(元)	3.61
资产负债率(%)	38.06
总股本(百万股)	666.95
流通A股(百万股)	666.95

## 目录

<b>1. 公司概况.....</b>	<b>4</b>
<b>2. 万众创业国策下创客空间行业迎来发展良机.....</b>	<b>5</b>
2.1. 中国经济转型处于关键阶段 .....	5
2.2. “万众创业，大众创新”上升为国家高度 .....	6
2.3. 我国中小企业成长空间巨大，创业投资 .....	6
<b>3. 美国经验——国内孵化器行业潜力巨大.....</b>	<b>8</b>
3.1. WeWork .....	8
3.1.1. 运营模式 .....	9
3.1.2. 盈利来源 .....	11
3.1.3. 估值 .....	12
3.2. Y Combinator (YC) .....	12
3.2.1. 运营模式 .....	12
3.2.2. 盈利来源 .....	12
3.2.3. 成功案例 .....	12
<b>4. 众创空间模式分析——全面的专业服务是成功的关键.....</b>	<b>14</b>
4.1. 众创空间在中国的模式 .....	14
4.2. 众创空间在中国的发展现状 .....	15
4.3. 专业服务是众创空间的核心价值 .....	15
<b>5. 与腾讯合作打造双百亿硬件创客平台.....</b>	<b>16</b>
5.1. 智能硬件行业进入黄金发展期 .....	16
5.2. “腾讯华强双百亿”计划，强强联合打造顶级众创空间 .....	19
<b>6. 打造电子产业全产业链服务平台 .....</b>	<b>20</b>
6.1. 打造电子元器件线上线下融合交易平台 .....	20
6.2. 电子商品交易中心 .....	21
6.3. 深度整合电子元器件分销行业 .....	21
6.3.1. 电子元器件分销行业规模达万亿级 .....	21
6.3.2. 国内电子元器件分销行业亟待整合，催生本土国际化大型代理分销商	
21	
6.3.3. 外延式发展加速推进 .....	22
<b>7. 盈利预测与投资建议.....</b>	<b>27</b>
<b>8. 风险提示.....</b>	<b>27</b>

## 图表目录

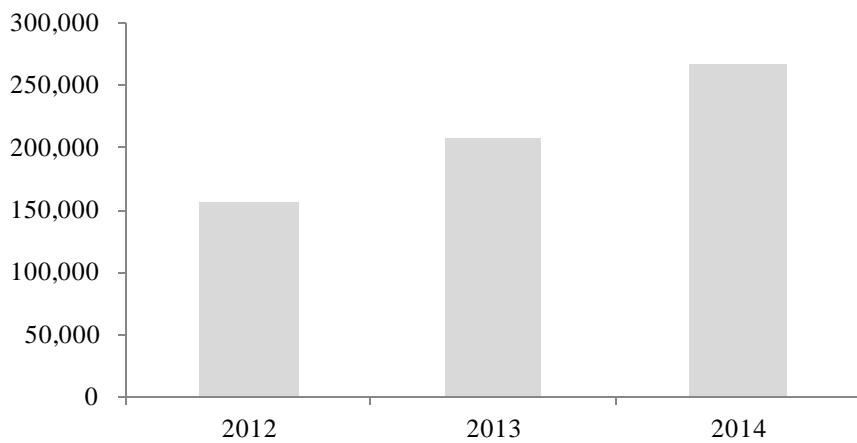
图表 1 深圳华强营业收入 (单位: 万元) .....	4
图表 2 深圳华强归属上市公司股东的净利润 (单位: 万元) .....	4
图表 3 深圳华强主营构成 (单位: 万元) .....	5
图表 4 国家支持“大众创业，万众创新”的相关文件.....	6
图表 5 中国新登记注册企业 (万户) .....	7
图表 6 中国天使投资市场规模 (单位: 亿美元) .....	7
图表 7 美国天使投资市场规模 (亿美元) .....	8
图表 8 WeWork 办公环境.....	8
图表 9 WeWork 分布.....	9
图表 10 WeWork 办公环境.....	9
图表 11 WeWork 社交活动 .....	11
图表 12 YC 孵化成功的公司.....	13
图表 13 国内众创空间主要模式.....	14
图表 14 中国智能硬件厂商分类.....	16
图表 15 全球智能硬件装机量预测 .....	16
图表 16 中国智能硬件产业链.....	17
图表 17 2014-2015 中国智能硬件投资情况.....	17
图表 18 华强北国际创客中心的 7 大硬件资源能力.....	19
图表 19 腾讯硬创的六大创业要素 .....	19
图表 20 2013-2016 中国电子元器件市场采购规模 (单位: 万亿人民币) .....	21
图表 21 深圳华强增发对象.....	22
图表 22 深圳华强增发认购方 .....	23
图表 23 湘海电子客户情况 .....	23
图表 24 湘海电子收入情况 (单位: 万元) .....	24
图表 25 湘海电子归属于母公司所有者的净利润情况 (单位: 万元) .....	25

## 1. 公司概况

深圳华强由深圳华强集团在 1994 年发起设立，随后于 1997 年成功挂牌上市。当前公司总股本为 66,695 万股，其中深圳华强集团持有 74.96%。前十大流通股东中机构仅广发聚瑞和社保 414 组合，合计持股 308 万股，占比 0.46%。

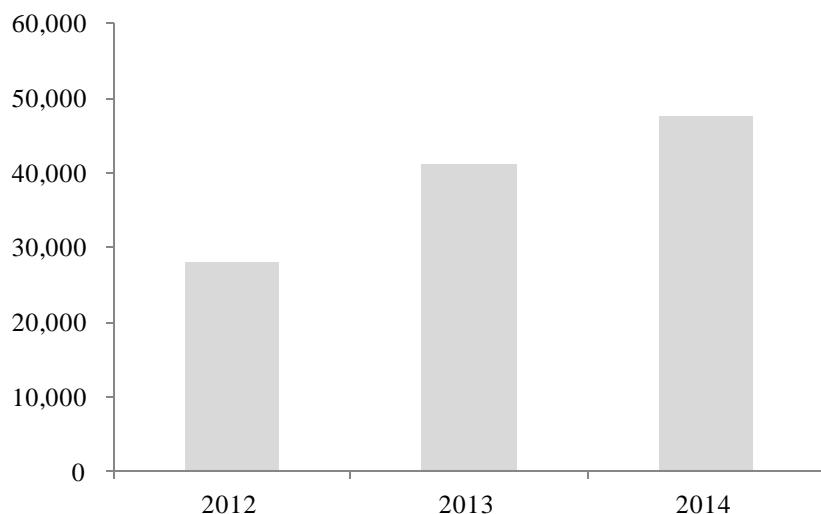
公司的主营业务为面向电子信息产业链的现代高端服务业，为产业链上的各环节提供网上网下交易服务、产品服务和交易信息服务。公司 2012 至 2014 营业收入分别为 15.59、20.76 和 26.68 亿元，同比增长 128.14%、33.15% 和 28.54%。2012 至 2014 归属上市公司股东净利润分别为 2.81、4.12 和 4.78 亿元，同比增长 469.10%、46.51% 和 15.91%。

图表 1 深圳华强营业收入（单位：万元）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所整理

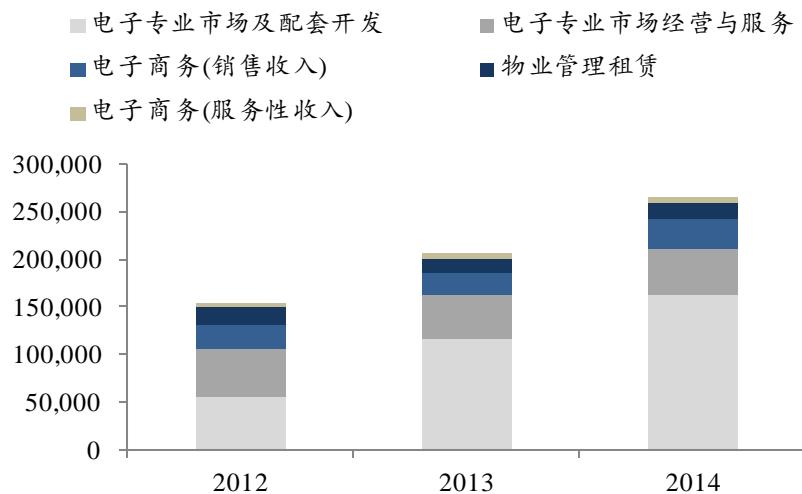
图表 2 深圳华强归属上市公司股东的净利润（单位：万元）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所整理

2014 年公司营业收入按项目分类为电子专业市场及配套项目开发、电子专业市场经营与服务、电子商务（销售收入）、物业管理租赁、电子商务（服务性收入）。其中电子专业市场及配套项目开发收入为 16.35 亿元，同比增长 41.66%。电子专业市场经营与服务收入 4.73 亿元，同比减少 1.38%。电子商务（销售收入）收入为 3.16 亿元，同比增长 47.73%。

图表 3 深圳华强主营构成（单位：万元）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所整理

## 2. 万众创业国策下创客空间行业迎来发展良机

### 2.1. 中国经济转型处于关键阶段

自 2008 年次贷危机以来，国际经济环境发生了一系列重大的变化，中国经济随着全球化程度加深，难以独善其身，经济发展也进入了“新周期、新常态”，经济转型迫在眉睫。

国际方面，全球经济形势不容乐观，以欧美为代表的发达经济体经济增速放缓，国际经济形势不稳定，导致国际市场需求持续减弱，对我国依赖出口拉动经济增长的传统模式形成巨大压力。因此，通过“大众创业，万众创新”来激发国内市场需求，成为了以内需补外需，保持经济增长的必然选择。另一方面国际市场需求进一步提高，对产品本身的质量、技术含量和使用效能有着更高的要求，对创新技术和创新产品需求增加。因此，这也必然要求我们通过“大众创业，万众创新”来创造出新的技术、新的产品和新的服务，稳定和巩固我国产品在国际商品市场当中的竞争力及市场份额。

国内方面，以牺牲环境和资源为代价实现经济高速增长的模式成为过去，经济下行压力增大，经济增速相比过去显著下滑成为新常，对国家产业发展和满足就业需求形成巨大压力。因此，我们就必须实现以集约型、高科技型及高附加值型为代表的新发展模式，要通过“大众创业，万众创新”来推动经济的转型发展，同时解决就业问题。

## 2.2. “万众创业，大众创新”上升为国家高度

自从李克强总理在 2014 年 9 月天津达沃斯论坛上提出“大众创业、万众创新”以来，国务院常务会议多次提及创业创新，2015 年年初，“创客”首次被写入政府工作报告，国家明确表示推进“大众创业、万众创新”将成经济发展新常态。

图表 4 国家支持“大众创业，万众创新”的相关文件

时间	政策
2015 年 1 月 14 日	李克强主持国务院常务会议，决定设立国家新兴产业创业投资引导基金助力创业创新和产业升级
2015 年 1 月 28 日	李克强主持国务院常务会议确定支持发展“众创空间”的政策措施，为创业创新搭建新平台
2015 年 2 月 5 日	李克强主持国务院常务会议，部署改革政府投资管理方式和转变职能，便利投资创业、规范市场秩序
2015 年 2 月 25 日	李克强主持国务院常务会议，确定进一步减税降费措施支持小微企业发展 和创业创新
2015 年 3 月	国务院发布《关于深化体制机制改革加快实施创新驱动发展战略的若干意见》，明确了创新驱动发展战略政策方向
2015 年 4 月 21 日	李克强主持召开国务院常务会议，部署进一步促进就业鼓励创业，强调大众创业、万众创新是富民之道、强国之举
2015 年 5 月 5 日	中央深改组第十二次会议审议通过了《关于在部分区域系统推进全面创新改革试验的总体方案》，吹响了改革试点强势启动的号角
2015 年 6 月 16 日	《国务院关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》详细解读了“大众创业、万众创新”的历史背景。

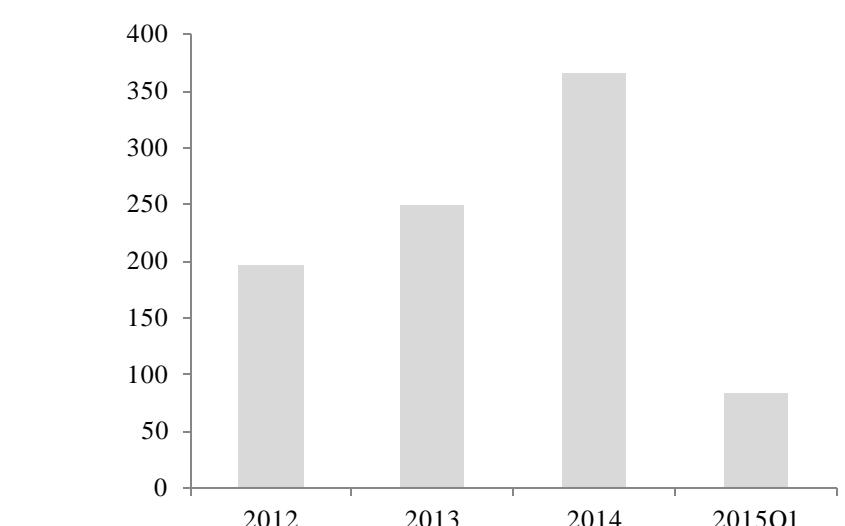
资料来源：网络新闻，东吴证券研究所整理

## 2.3. 我国中小企业成长空间巨大，创业投资

我国有 13 亿多人口，9 亿多劳动力，6000 多万企业和个体工商户，蕴藏着无穷的创造力。随着商事制度、行政审批、项目核准等方面的改革不断深化，创业环境不断改善，市场主体持续大幅增加。2014 年新登记注册市场主体达到 1293 万户，其中新登记注册企业增长 45.9% 新增注册资本 4.8 万亿元，增长 90.6%，2015 年一季度，新登记注册企业 84.4 万户，同比增长 38.4%。创业主体更加多元，大众创业、万众创新

的氛围越来越浓厚，创业创新的引擎作用进一步增强。

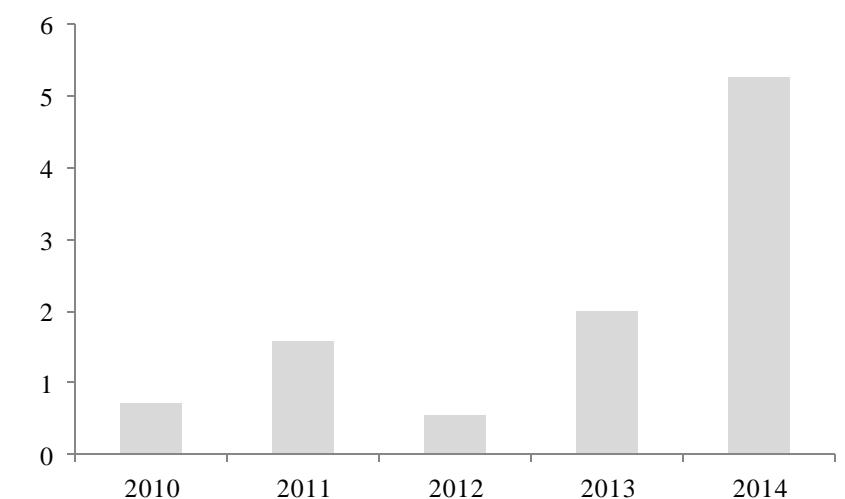
图表 5 中国新登记注册企业（万户）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

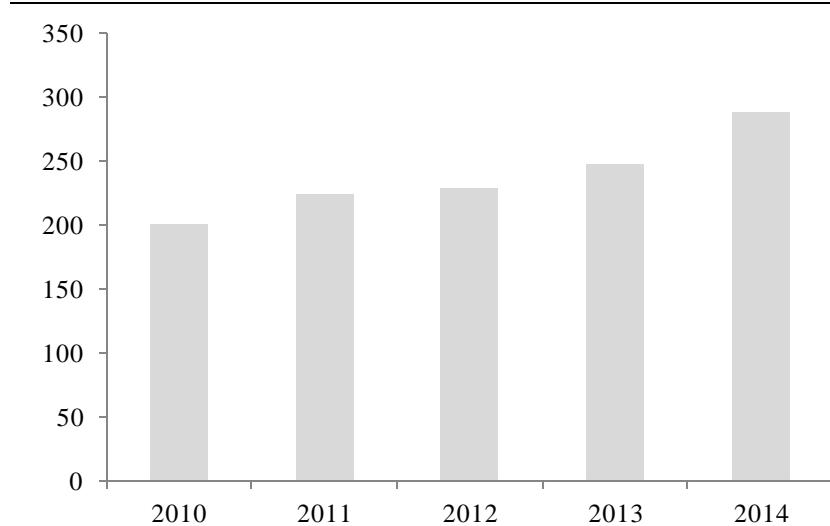
2014 年中国的天使投资迎来了“元年”，在国家鼓励创新创业的氛围下，中国天使投资市场达到了空前的活跃，在募集金额、投资方面都创出历史新高。自 2013 年起各地政府相继出台利好创新创业的政策，伴随着一系列明星天使投资案例成功退出，为投资者带来的超高回报率更是刺激了各方投资人将天使投资并入了投资组合中。从天使投资规模来看，2014 年中国天使投资金额为 5.26 亿美元，美国为 288 亿美元，中国约为美国的 1.83%。

图表 6 中国天使投资市场规模（单位：亿美元）



资料来源：投中集团，东吴证券研究所

图表 7 美国天使投资市场规模（亿美元）



资料来源：投中集团，东吴证券研究所

### 3. 美国经验——国内孵化器行业潜力巨大

#### 3.1. WeWork

图表 8 WeWork 办公环境



资料来源：WeWork 官网，东吴证券研究所

WeWork 成立于 2010 年，在商业地产写字楼领域加入了互联网的分享思维，开创了联合办公租赁市场的新模式。公司初创时的面积仅 300 平方米，但成立一个月后就首次实现盈利，并保持增长。2014 年，WeWork 营业收入达 1.5 亿美元，营业利润率达 30%，市场估值超过 50 亿美元。随着其模式的逐渐完善和推广复制，预计其 2015 年营业收入有望超过 4 亿美元。目前，WeWork 分布在全世界 16 个城市，物业数量超过 46 个，会员数量超过 25,000 名。

图表 9 WeWork 分布



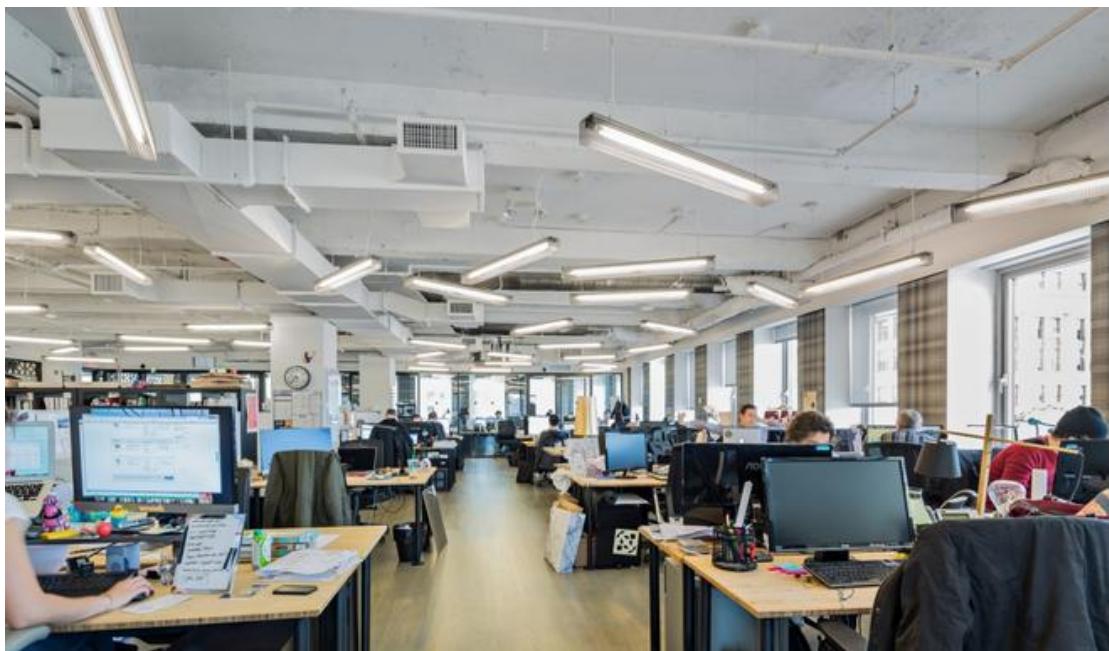
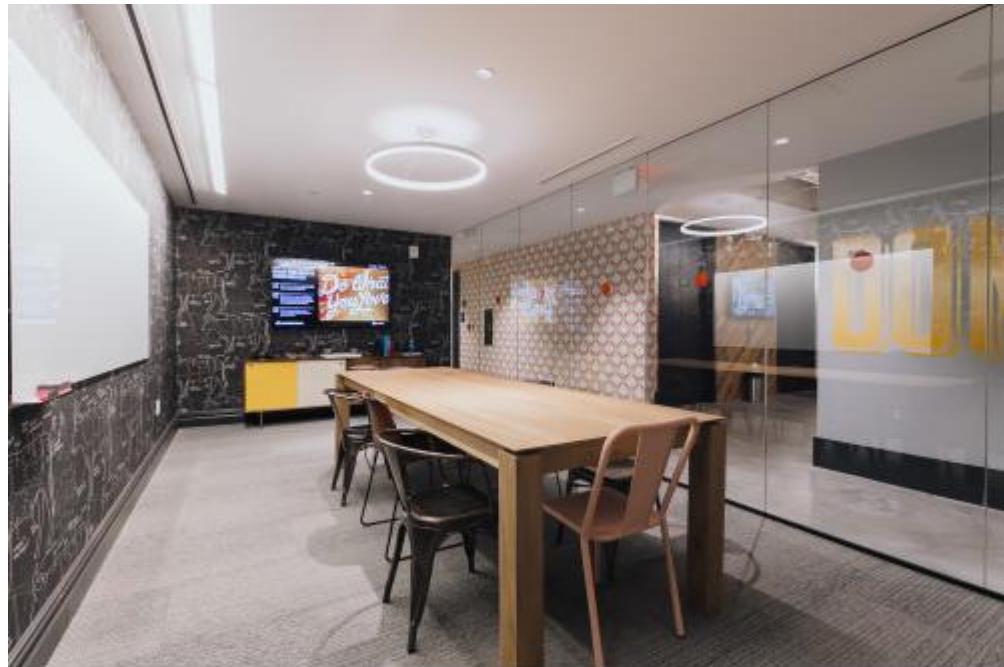
资料来源：WeWork 官网，东吴证券研究所

### 3.1.1. 运营模式

WeWork 的运营模式可以概括为“二房东”模式的升级版。详细来说，其主要是通过寻找租金相对便宜的物业全部租下，进行重新设计和改造，将其打造成更为时尚、可定制的单个办公空间，按照各类型创业公司的自身具体需求出租。原本租金低廉的物业经过包装改造后，单位面积租金大幅提升，公司便可从中赚取差价获利。

图表 10 WeWork 办公环境





资料来源：WeWork 官网，东吴证券研究所

WeWork 不是简单的二房东模式。之所以称其为“升级版”，是因为在日常运营中，除了为各类创业者提供包括办公室、会议室、娱乐设施和生活设施在内的办公空间之外，WeWork 还为创业者提供了多种与创业关系密切的附加服务。WeWork 会定期举办社交活动，促进创业者之间以及创业者与投资人之间的相互交流；此外，WeWork 还充当中间人，为创业者之间合作、创业者和投资人、初创企业和成熟企业之间搭建业务或资本合作的桥梁；最后，WeWork 通过在办公空间内搭建较为完善的各类社交功

能，为创业者和投资人创造相遇的可能。

图表 11 WeWork 社交活动



资料来源：WeWork 官网，东吴证券研究所

### 3.1.2. 盈利来源

#### a) 直接收入-租金及会费

WeWork 的首要盈利模式就是前面提到的“整批零租”的“二房东”模式。为了寻找性价比高的办公地点，其将目标锁定在新建的开发区以及相对萧条的街区，以优惠的租金租下整层写字楼，再将其分拆成单独的办公空间，出租给愿意接受此类较为紧凑办公环境的初创企业。该模式的核心是确保两者的价差，收取会员租金和会员费来获取利润。

WeWork 的租金虽然比较高，平均每个办公桌的月租达 350 美元，一间 64 平方英尺办公室的租金为每人 650 美元。但是选择 WeWork 的初创企业依旧很多，当中很大一部分原因是看中其较为完善的办公环境。初创型企业可以按照自身实际需求选择相应面积的办公空间，同时免去了包括保安、保洁和其他辅助办公人员在内的一系列行政开销，可以专注于企业的发展和经营。

#### b) 间接收入-投资回报

WeWork 除了会员租金和配套服务收费之外，还通过对种子公司投资等隐性回报来获利。

除此之外，WeWork 管理者看到了以中间人身份向会员介绍各项服务的新收入来源。这些服务包括医疗、会计、法律和云计算。比如通过 TriNet，WeWork 帮助会员

每月节约 200 美元的健康保险费；WeWork 会员使用亚马逊 AWS 云服务提供的网络主机第一年可免除 5000 美元费用。虽然目前 WeWork 没有收取服务中介费，但据公司透露消息，未来这种情况可能会改变。

### 3.1.3. 估值

WeWork 于 2010 年创立于美国纽约，2012 年获得 685 万美元 A 轮融资，2014 年 12 月完成 3.55 亿美元的 D 轮融资，领投机构分别为 T. Rowe Price Associates Inc. 和高盛，估值 50 亿美元，2015 年 7 月 8 日，WeWork 向美国证券交易委员会(SEC)披露的文件显示，公司获得新一轮 4.339 亿美元的融资。新一轮融资完成后，WeWork 估值将达 100 亿美元

## 3.2. Y Combinator (YC)

Y Combinator (简称 YC) 成立于 2005 年，是诞生于美国硅谷的最著名创业孵化器。YC 专注于扶持初创企业，为其提供种子投资和创业指南。依据 YC 网站最新披露的数据，自成立以来，YC 扶持启动的项目超过 800 个，汇聚了 1,600 个创始人，所投资的公司总市值超过 300 亿美金。

### 3.2.1. 运营模式

YC 的种子基金投资方式非常不同，其不是扶持单个项目，而是以一年两期的方式，每期扶持一揽子项目。创业者通过填写申请表，经过审核后，当中最被看好的项目会被选中参加面试，之后由 YC 决定资助与否。

大多数接受投资的创始人们将被邀请到 YC 接受为期 3 个月的高强度培训，由 YC 的专家团队帮助创始人们将自己的创意完善成一个可行的商业模式，以及指导与投资者接触并获得投资的技巧。YC 拥有经验丰富的管理团队、高素质管理人员、创业者同伴社区及企业发展战略、品牌经营和公司治理结构方面的专业支持，侧重点是校友网络。YC 通过各种社交活动帮助创业者们接触到业内所需的资源，搭建所需的人脉。

约 10 周后，创业者将在路演日向特定听众介绍自己的创业项目，并有机会获得进一步的投资。此外，通过工作日会谈、原型展示日、红衫资本对接日、天使投资对接日及项目展示日等营销渠道与不同的资本市场与技术市场持续性地对接，YC 持续为企业吸引投资、并购。

### 3.2.2. 盈利来源

YC 的主要通过投资初创企业，并提供其他资源来扶植其发展，获得投资回报。YC 执行统一标准的投资协议，通过投资 12 万美金获得所投公司 7% 的股权（少数项目会有例外），通过初创企业上市或被其他企业并购时退出而取得收益。

### 3.2.3. 成功案例

图表 12 YC 孵化成功的公司



资料来源：YC 官网，东吴证券研究所

Reddit, 2006 年被 Conde Nast 收购，但具体金额不明。Reddit 是一个社会化新闻网站，网站内容均为读者选择和投票而自动推荐的。

Omnisio, 2008 年被 Google 的 Youtube 以 1500 万美元的价格纳入旗下。通过 Omnisio，用户可以对来自任何网页的视频进行评论和分享。现已成为 Youtube 的一部分。

280 North, 2010 年被摩托罗拉以 2000 万美元收购。它主要为富网页应用开发提供了一个简洁的方案。

Zenter, 2010 年被 Google 以 2500 万美元收购。Zenter 是一个网页演示应用，现在该技术被整合进 Google Docs 里的 Presentation。

Wufoo, 2011 年被 SurveyMonkey 以 3500 万美元（现金和股票）收购。它主要帮助用户建立网络表格。

Cloudkick, 2010 年被 Rackspace 以 5000 万美元收购。它是一个云端服务器监控与管理的工具。

OMGPOP，也就是游戏《你画我猜》Draw Something 的母公司，上周被 Zynga 以

2.1 亿美元收购。

Heroku, 2010 年被 Salesforce 以 2.12 亿美元收购。Heroku 帮助开发配置云端 APP。

Airbnb, 去年夏天获得 1.12 亿美元投资, 估值 10 亿美元。Airbnb 提供点对点房屋短租服务。

另外, 提供在线存储服务的 Dropbox 应该是 YC 到目前为止最成功的创业企业, 去年获得 2.5 亿美元的巨额投资, 估值 40 亿美元。

## 4. 众创空间模式分析——全面的专业服务是成功的关键

### 4.1. 众创空间在中国的模式

投中研究院根据调研, 从业务模式和形态角度来看, 认为目前我国现存的众创空间主要存在以下几种模式:

图表 13 国内众创空间主要模式

类型	概况
模式 1: 活动聚合型	以活动交流为主, 定期举办想法或项目的发布、展示、路演等创业活动聚合。例如: 北京创客空间、上海新车间、深圳柴火空间、杭州洋葱胶囊等。
模式 2: 培训辅导型	旨在利用大学的教育资源和校友资源, 以理论结合实际的培训体系为依托, 是大学创新创业实践平台。例如: 清华 x-lab、北大创业孵化营、亚杰会等。
模式 3: 媒体驱动型	由面向创业企业的媒体创办, 利用媒体宣传的优势为企业提供线上线下相结合, 包括宣传、信息、投资等各种资源在内的综合性创业服务。例如: 36 氪、创业家等。
模式 4: 投资驱动型	针对初创企业最急需解决的资金问题, 以资本为核 心和纽带, 聚集天使投资人、投资机构, 依托其平 台吸引汇集优质的创业项目, 为创业企业提供融资 服务, 从而提升创业成功率。例如: 车库咖啡、创 新工场、天使汇等。
模式 5: 地产思维型	由地产商开发的联合办公空间, 类似 WeWork 模 式。例如: SOHO 3Q、优客工场 (UrWork) 等。 WeWork 模式带来的巨大的商机, 让众多地产大佬 蠢蠢欲动。潘石屹在今年 2 月初便推出了 SOHO 3Q 项目, 主打“办公室在线短租”。原万科集团 副总裁毛大庆离职创办“优客工场”, 短短一个月

	时间，在北京“圈地”逾 5 万平方米。随后，原 SOHO 中国副总裁王胜江宣布与洪泰基金联手打造“洪泰创新空间”。绿地、亿达等知名房企开始嫁接“互联网 +”因子，企图打造中国版联合办公租赁空间运营商。而在上海，融信绿地在大虹桥的中小企业成长平台，打着 WeWork 竞争者旗号的 MO.fficce 也于 4 月落地。
模式 6: 产业链服务型	产业链服务为主，包括产品打磨、产业链上下游机构的合作交流、成立基金进行合投等。例如：创客总部。
模式 7: 模综合创业生态体系型	提供综合型的创业生态体系，包括金融、培训辅导、招聘、运营、政策申请、法律顾问乃至住宿等一系列服务。例如：创业公社。

资料来源：投中集团，东吴证券研究所

#### 4.2. 众创空间在中国的发展现状

从孵化器的视角来看，目前我国科技孵化器在大众创新创业方面有很好的基础。据国家科技部公开的数据显示，2014 年，全国科技企业孵化器数量超过 1600 家，在孵企业 8 万余家，仅就北京市而言，各类孵化机构超过 150 家，国家级孵化机构 50 家，入驻企业超过 9000 家。中关村创业大街目前共入孵 400 个创业团队，获得融资的团队超过 150 个。

从另一种主流业态——创客空间的视角来看，中国创客还处于发育期，数量规模都较小。据公开数据显示，全球的创客空间已达数千家，而国内只有 70 余家。

#### 4.3. 专业服务是众创空间的核心价值

众创空间的核心价值不在于办公场地的提供，而是在于其提供的辅助创业创新的服务。为此，国内的众创空间不能仅仅靠房租盈利，而应该做成创新型孵化器的模式，关键是要做好创业服务。除了提供创业硬件环境（工位、会议室、创业所需设备）之外，更重要的是要做好软性服务，包括投资接洽、创业培训、创业交流等等。投资方可以通过自己的商业网络将能够提供这些软性服务的市场主体组织起来，让其形成一个良性的商业循环。软性环境做得好，创业融资成功企业的比例也将会提高。此时，投资方便可以以股权的方式或者扶持基金的方式将对优秀创业企业进行适当的投资，租金可以用部分股份抵押。这对初创企业而言，大大降低了创业门槛。

## 5. 与腾讯合作打造双百亿硬件创客平台

### 5.1. 智能硬件行业进入黄金发展期

智能硬件行业进入黄金发展期：

1、技术层面：智能手机的普及集合了计算、控制、显示、联网等功能，极大的简化了智能硬件外设的结构，降低了技术成本。移动互联网的普及使智能硬件具备随时随地接入互联网的能力，极大扩展和丰富了产品功能。

2、资本层面：国内外资本进入智能硬件领域，助力企业发展。截止至 2015 年 3 月 15 日，一共有 96 家中国智能硬件企业获得融资，总融资金额超过 7 亿美元涉及智能可穿戴、智能家居、移动医疗、3D 打印等领域。

3、政策：工信部和各地方政府相继出台扶持鼓励发展物联网政策，特别是针对中小型初创企业的利好政策。

4、产业链：目前中国已形成硬件代工、云计算服务、芯片及零配件生产、整体解决方案、渠道、应用程序开发等较为完善的产业链。

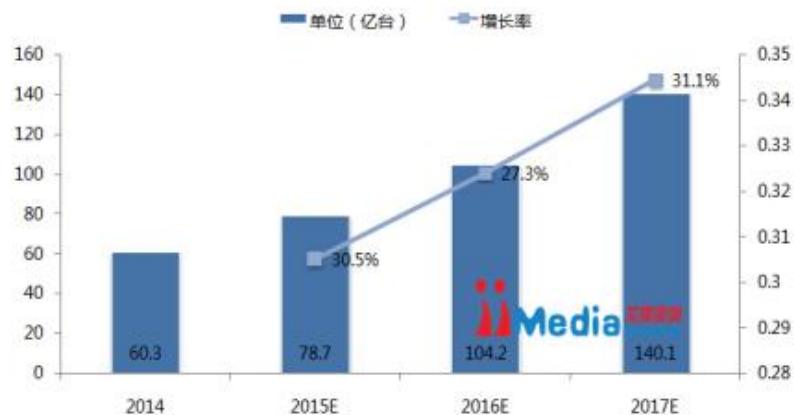
图表 14 中国智能硬件厂商分类



资料来源：iiMediaResearch, 东吴证券研究所

图表 15 全球智能硬件装机量预测

2014-2017年全球智能硬件装机量及预测

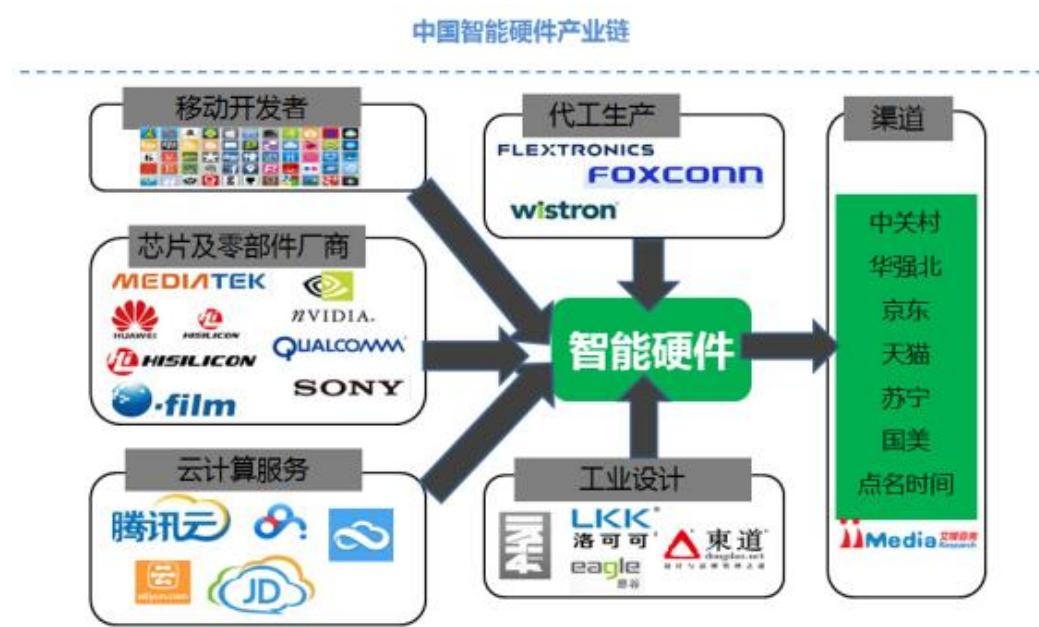


数据来源：iiMedia Research

Copyright 2007—2015 艾媒咨询 (iiMedia Research) All Right Reserved

资料来源：iiMediaResearch, 东吴证券研究所

图表 16 中国智能硬件产业链



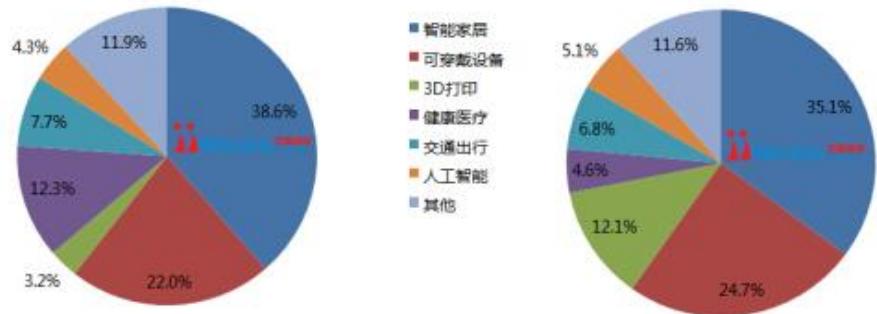
数据来源：iiMedia Research

Copyright 2007—2015 艾媒咨询 (iiMedia Research) All Right Reserved

资料来源：iiMediaResearch, 东吴证券研究所

图表 17 2014-2015 中国智能硬件投资情况

2014-2015年中国智能硬件领域投资案例占比 2014-2015年中国智能硬件领域投融资金额占比



注：统计区间为2014年1月至2015年3月15日

数据来源：iiMedia Research

Copyright 2007—2015 艾媒咨询 (iiMedia Research) All Right Reserved

资料来源：iiMediaResearch, 东吴证券研究所

### 1、互联网巨头公司将继续倾注于基础服务的平台搭建

从国内的 BAT、小米、京东以及国外的谷歌、Facebook 的布局来看，互联网公司在智能硬件领域的做法更倾向于通过搭建平台的方式为智能硬件开发者提供云服务、孵化器、开放接口、数据分析等基础。这些互联网公司本身在用户规模、流量入口、品牌、渠道方面具有优势，通过搭建平台的方式能聚合智能硬件开发者形成以自身业务为核心的智能硬件产业链。

### 2、Apple Watch 或将引爆智能可穿戴设备市场

尽管目前市场上大大小小的公司推出了众多智能可穿戴设备(以智能手环、智能手表为主)，但并未真正引起消费者的购买欲望。不过随着 2015 年 Apple Watch 推向市场，这款被寄予厚望的苹果产品或将像 iPhone、iPad 一样点燃整个智能可穿戴设备市场的消费热情，带动整个智能可穿戴设备市场的发展。

### 3、智能硬件资本市场热度依旧不减

2014 年至今，中国智能硬件市场融资金额超过 7 亿美元，超过 90 家公司获得融资。目前智能硬件市场处在行业风口，行业未形成有较大领先优势的平台或产品。无论是风投还是互联网巨头都期望能尽早的进行投资布局。预计 2015 年中国智能硬件资本市场会延续 2014 年的热度，短期内不会有较大变化。

### 4、深耕垂直细分领域生存机会大

对于众多智能硬件初创企业来说，深耕垂直领域才有机会活下去。目前中国智能硬件市场重要的几个细分领域市场空间巨大。数据显示，2015 年中国智能家居和智能可穿戴设备市场规模将分别超过 430 亿和 100 亿。专注于垂直细分领域，并能建立起较高行业壁垒的公司在目前智能硬件市场盈利模式不清晰的情况下，在拿到融资之前支撑其业务发展。

## 5.2.“腾讯华强双百亿”计划，强强联合打造顶级众创空间

7月12日，深圳华强与腾讯联合公布“腾讯华强双百亿”计划，腾讯与华强集团将共同投入总价值100亿人民币的资源，在未来三年时间里打造100家估值过亿的硬件创业公司。

在此期间，腾讯将集聚孵化、流量、资本、腾讯云等六大互联网要素，提供软性线上资源、流量资源等；华强集团则集聚供应链、设计、生产、检测、销售渠道、营销公关等六大硬件创业要素，提供供应链、检测、销售渠道等线下资源。

华强北国际创客中心作为一个资源整合和连接的平台，在打通从上游供应链到下游销售所有环节的资源。

图表 18 华强北国际创客中心的 7 大硬件资源能力

1、华强北国际创客中心拥有强大的元器件后备库，可以提供一站式电子元器件采购服务。元器件库存海量、种类齐全，没有起订门槛，保证品质；
2、华强北国际创客中心可以提供2-16层精密PCB板样板，及小批量PCB板打板。品质精良，出货能力强、效率高；
3、华强北国际创客中心有专门的小批量试产工厂，可以满足创客研发试产需求；
4、华强北国际创客中心拥有100多项电子产品专业检测资源，还有电子产品进入海内外市场所必须的十几种资质认证资源；
5、华强北国际创客中心拥有成熟的电子商务分销体系和零售管理体系，与美国大型渠道中介和战略咨询公司TOFASCO达成密切合作，能够提供海外销售渠道的直接对接；
6、华强北国际创客中心拥有丰富的工业设计、外观设计、结构设计资源，配合3D打印、CNC厂，能够更快捷、更高效地展示设计成果；
7、华强北国际创客中心提供营销公关的全套服务。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

腾讯开放全生态建设，从PC端到移动端再到多终端生态发展的过程，腾讯今年重磅推出全要素腾讯众创空间。

图表 19 腾讯硬创的六大创业要素

1、3大硬件平台QQ物联、微信硬件、TOS全力扶持创客；
2、6个月免费腾讯云+硬件众创扶持计划；
3、25个腾讯众创空间独设“硬件实验室”；
4、10亿资源扶持众创新三榜：智能硬件大赛。
5、100亿腾讯线上流量资源；
6、1000亿众创联盟创业基金共享；

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

作为深圳本土的公司，腾讯和华强联手最大的优势就是软硬件结合，这满足了智能硬件创业团队的两大需求。腾讯和华强的“双百亿”项目现在要做的就是吸引大量创业团队入驻，而团队优先以硬件和软件结合的产品为主，随后从中挑选产品优秀的团队作为重点扶持对象，最专业的将走到最后。

## 6. 打造电子产业链服务平台

公司在电子产业已深耕细作多年，品牌优势明显，华强北的电子产业集群优势全球闻名。基于对行业的深刻理解及对现有业务的梳理，公司确立了长期发展战略：立足于电子信息产业，通过对电子元器件分销行业的深度整合，充分利用上游原厂、下游客户以及华强电子世界、华强电子网等相关资源，打造贯穿电子信息全产业链的交易平台；围绕电子发烧友的过百万电子工程师及国内外众多的创客群体，打造以孵化中小微企业为目的、智能硬件为特色的创新服务平台。通过上述两个平台的建设，逐步完善公司的电子信息高端服务业体系，并立志成为该行业的引领者。

### 6.1. 打造电子元器件线上线下融合交易平台

未来公司将在坚持现有产业转型调整、稳步内延式增长的同时，充分利用资本市场的有利条件，将外延式扩展作为公司必要且合理的发展方向。通过持续不断的外延式并购模式，进一步吸引、集聚行业内优秀的企业资源，快速补充和增强公司需要战略重点投入的关键环节，引领本行业从高度分散走向集约的市场格局，并逐步打造出交易平台和创新服务平台两大平台为支撑的深圳华强电子信息高端服务体系。

“华强电子网”作为 B2B 平台，提供电子元器件供求信息发布、在线交易、运营管理、行业咨询、物流配送、供应链等全程电子商务服务，构建电子信息产业生产环节的生态系统，以 B2B 交易平台、电子工程师社区平台、PCB 样板和小批量业务为发展重点，结合华强电子网、电子发烧友、中国安防网等行业网站打造大电子产业链集群平台。2014 年，华强电子网顺应平台服务纵深化加强的行业发展趋势，着力于核心产品的用户体验改善和运营推广，在同行业竞争网站收入出现大幅下滑的情况下，实现了收入的平稳增长，巩固了行业领先地位；同时，重点推进非 IC 用户拓展工作，细分产品、锁定目标市场，逐步提高在非 IC 行业中的影响力。华强聚丰依托电子发烧友庞大的用户群，发展华强 PCB 和 HQCHIP 商城项目，打造三位一体的服务体系。电子元器件分销市场格局发生重大变化，集中化、垄断化程度加强，公司在此领域考虑通过并购的方式切入。2014 年华强宝扩大团队建设，整合物流资源，完成“K 递宝” API 在线下单接口 13 家、物流查询接口 293 家、快递月结会员超过 2000 家、POS 铺机覆盖广东省 75% 以上地区，刷卡总额达 9600 多万元，目前合作电商 8 家。华强沃光加强规范运作，理顺出口退税流程，丰富了支付方式，网站 MyLED.com 已正式上线。该板块 2014 年实现营业收入 12,096 万，同比增长 15.75%，净利润 488 万元，同比减

少 55.31%。

## 6.2. 电子商品交易中心

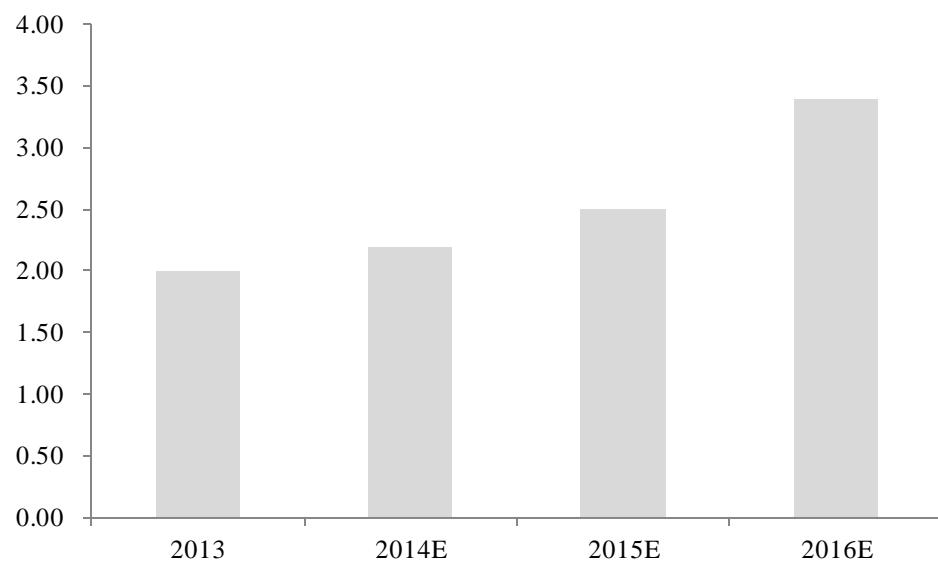
电子商品交易中心于 2014 年 2 月注册公司并获得政府批文，定位于以电子信息产业上下游大宗商品的现货交易为主，集合金融服务、仓储服务、质检服务、物流服务、信息交流等多项服务的场所，依托深圳前海金融创新优势，力图打造全国乃至世界的电子商品交易中心。交易中心已于 2014 年 12 月 8 日举行了开市仪式并上线交易。

## 6.3. 深度整合电子元器件分销行业

### 6.3.1. 电子元器件分销行业规模达万亿级

根据易观国际的资料，中国 IC 及其他电子元器件采购市场规模庞大且增长迅速，2013 年超过人民币 2 万亿，预计 2014、2015 及 2016 年将分别达到 2.2 万亿，2.5 万亿和 3.4 万亿，2013-2016 年复合增长率达 19%。按目前行业 40%-45% 的分销比例测算，中国电子元器件分销行业市场规模达到万亿级。

图表 20 2013-2016 中国电子元器件市场采购规模（单位：万亿人民币）



资料来源：易观国际，东吴证券研究所

### 6.3.2. 国内电子元器件分销行业亟待整合，催生本土国际化大型代理分销商

中国电子元器件分销行业目前正在进入产业升级、优胜劣汰的整合时代。在过去的近二十年里，电子元器件分销总体呈粗放式、投机式的发展特征，同质化竞争严重，品牌服务效应缺失，行业高层次人才缺乏，企业创新能力有限。电子元器件行业目前迎来了自 2008 年全球经济危机下电子行业低谷以来的快速发展和上升阶段，是电子行业的一个新发展周期的开端。但这一轮的行业增长将不再是以往粗放式的快速增长，

而是集约式的淘汰增长。只有在技术创新、产品创新、服务创新、价值创新等方面具备核心竞争力的企业才能真正脱颖而出。

电子元器件分销行业各环节正在发生变化：上游原厂供应商更倾向于选择专注并扎根细分领域、具备一定市场影响力及服务优势的分销商作为长期战略合作伙伴；下游客户则开始从单纯的关注品质和价格转变为关注全方位的服务能力，从单一的合格供应商认定转变为多层次、多需求的专业合作伙伴选择；国内分销商自身也在不断的谋求转型，越来越多的分销商已不仅仅只满足于传统经营模式的发展，而是更加致力于提高技术服务能力，为不同客户提供个性化、差异化、定制化的解决方案，进一步挖掘并满足客户的多元化需求，提供更具创新能力和价值创造的新应用；而国外分销商对中国大陆市场的深度渗透和覆盖，将加快中国元器件分销行业优胜劣汰的竞争速度。

中国电子元器件分销行业目前仍处于高度分散的市场格局，随着竞争加剧、上下游集中度提高，优势企业进行并购整合必然成为行业发展趋势。尽管国内分销商目前规模实力有限，但通过并购整合不断增强自身资金实力、丰富产品线、加强技术延伸和整合客户资源，同时在国家政策的持续支持、国内电子产业链持续完善、电子消费需求不断增加的背景下，有望催生出本土国际化大型代理分销商。

### 6.3.3. 外延式发展加速推进

电子元器件分销领域具有一定的进入壁垒，优质供应商资源及大型客户资源已基本被现有代理分销商占据、人才资源及管理能力难以在短期内通过公司自身发展获得，因此决定了公司进入电子元器件分销行业必须采用并购重组的外延式扩张路径。通过并购重组，公司可以快速获得目标分销企业的产品线、客户群及管理人才，并能够通过自身优势进一步满足客户多样化需求，提高与原厂议价能力，增强资金实力，共享信息系统平台及解决方案，实现协同效应，强化平台优势。

未来公司将分利用资本市场的有利条件，将外延式扩展作为公司必要且合理的发展方向。通过持续不断的外延式并购模式，进一步吸引、集聚行业内优秀的企业资源，快速补充和增强公司需要战略重点投入的关键环节，引领本行业从高度分散走向集约的市场格局，并逐步打造出交易服务平台和创新服务平台两大平台为支撑的深圳华强电子信息高端服务体系。

**2015 年，公司并购湘海电子、参股捷扬讯科，外延式发展加速推进：**

#### 1、10.34 亿元收购湘海电子 100% 股权切入元器件分销行业

2015 年 5 月 21 日，公司公告拟以发行股份和支付现金的方式购买湘海电子 100% 股权，交易总价 10.34 亿元。同时向华强集团和胡新安、郑毅、王瑛、任惠民、侯俊杰非公开发行 A 股股票募集配套资金 25,850.00 万元用于支付本次交易的现金对价。

图表 21 深圳华强增发对象

姓名	交易对价（元）	发行股份（股）	支付现金（元）
杨林	470,780,200	19,443,014	117,695,066
张玲	397,779,800	16,428,130	99,444,959
杨逸尘	82,720,000	3,416,299	20,680,010
韩金文	82,720,000	3,416,299	20,680,010
合计	1,034,000,000	42,703,742	258,500,045

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 22 深圳华强增发认购方

名称/姓名	认购股份数量（股）	认购资金额（元）
华强集团	10,150,000	227,766,000
胡新安	460,000	10,322,400
郑毅	350,000	7,854,000
王瑛	350,000	7,854,000
任惠民	130,000	2,917,200
侯俊杰	79,608	1,786,404
合计	11,519,608	258,500,004

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

湘海电子是国内著名的电子元器件代理分销商，在产业链中处于代理分销环节，产品主要应用于移动通讯、智能穿戴、智能家居、汽车电子等领域。湘海电子基于在电子元器件行业多年的服务经验和成熟的运作模式，结合上游原厂产品的性能以及下游客户终端产品的功能需求，为客户提供电子元器件产品分销、技术支持及供应链服务的整体解决方案及一体化服务，是电子元器件产业链中联接上游原厂制造商和下游电子产品制造商的重要纽带。

湘海电子主要代理及销售 Murata、Panasonic、Synaptics、艾为、GCT、芯导、芯凯等 13 家国内外著名电子元器件生产商的产品，形成了以被动元器件为主，主动元器件为辅的产品结构，产品类别包括滤波器、双工器、电阻、电容、EMI、晶体、连接器、二三极管、无线通信模组、射频 PA、射频开关、射频芯片、天线、指纹识别等传感器、显示驱动 IC、光学防抖马达、背光驱动 IC、触控 IC、音频功放 IC、电源管理 IC、图像处理器、存储产品等产品。

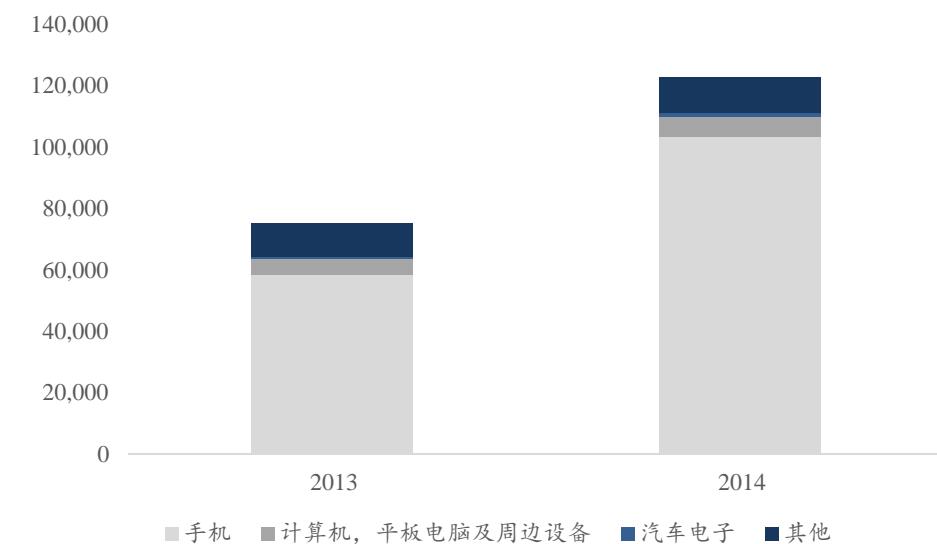
图表 23 湘海电子客户情况

应用领域	原厂	产品类别
手机	Murata、Panasonic、SIS 、Synaptics、艾为、GCT 、GMT、芯凯、芯导、APP、欧菲光、Hosonic 、LITEON、贝岭	eMMC、电源管理芯片、音频功放芯片、触控芯片、背光驱动芯片、呼吸灯驱动芯片、射频芯片、射频功率放大器、射频前端发射模块、射频开关、滤波器、双工器、天线、指纹识别模组、传感器、二三极管、电容、电阻、电感、磁珠、晶体、光学防抖马达、Speaker、连接器等
计算机、平板电脑及周边设备	Murata、Panasonic、Synaptics、SIS、艾为、GMT、芯凯、芯导、Hosonic、LITEON、贝岭	eMMC、电源管理芯片、音频功放芯片、触控芯片、背光驱动芯片、呼吸灯驱动芯片、射频功率放大器、射频开关、滤波器、双工器、天线、指纹识别模组、传感器、二三极管、电容、电阻、电感、磁珠、晶体、连接器等
汽车电子	Murata、Panasonic、Synaptics、艾为、芯导、Hosonic、LITEON	音频功放芯片、滤波器、指纹识别模组、传感器、二三极管、电容、电阻、电感、磁珠、晶体、连接器及按键等
智能穿戴/智能家居	Murata、Panasonic、Synaptics、芯凯、艾为、芯导、Hosonic、LITEON	Zigbee模块、电源管理芯片、音频功放芯片、触控芯片、背光驱动芯片、滤波器、指纹识别模组、传感器、二三极管、电容、电阻、电感、磁珠、晶体等
医疗设备	Murata、Panasonic、Synaptics、芯凯、艾为、芯导、Hosonic、LITEON	Zigbee模块、图像传感器、传感器、滤波器、二三极管、电容、电阻、电感、磁珠等

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

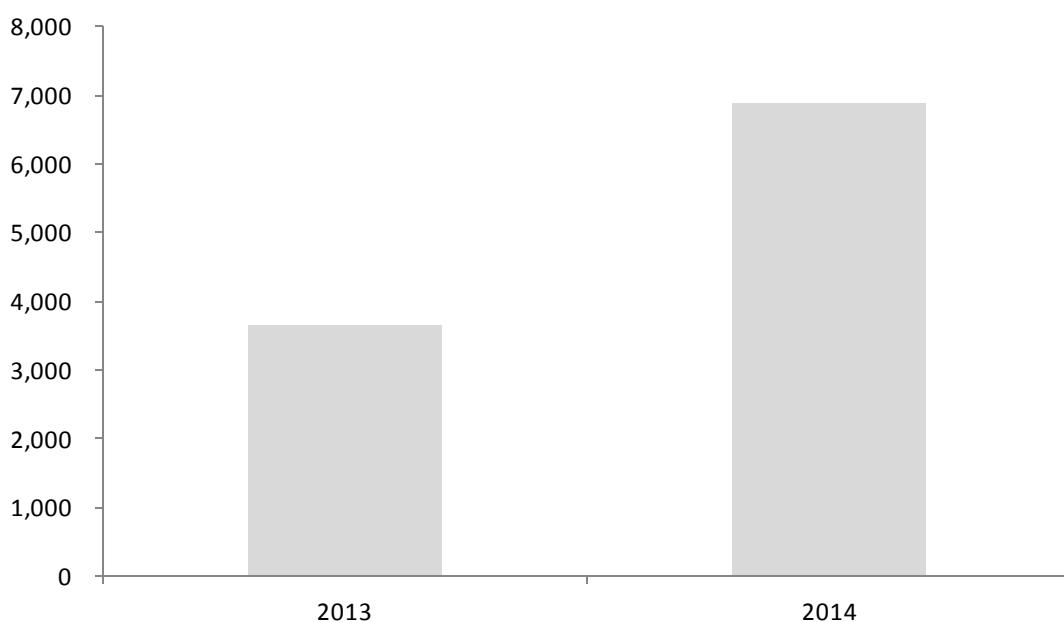
湘海电子 2014 年实现营业收入 12.28 亿元，同比增长 63%；实现净利润 6892 万元，同比增长增长 89%。交易对方承诺湘海电子可实现 2015-2017 年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润总和不低于 30,104.54 万元（即 2015-2017 年之 3 年内扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润年复合增长率不低于 20%）。

图表 24 湘海电子收入情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 25 湘海电子归属于母公司所有者的净利润情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2、收购捷扬讯科 30% 股权加速整合电子元器件分销行业

2015 年 7 月 9 日，深圳华强发布公告，拟以现金 8550 万元收购捷扬讯科 30% 股权。捷扬讯科成立于 2003 年，致力于电子元器件分销行业的长尾需求市场，在深圳、苏州和香港均有办事处，积累了数千家客户，几百家长期活跃客户。捷扬讯科为客户提供现货长尾需求的服务，并对客户进行前期设计、生产过程中服务、尾货库存管理等供应链的深入服务。捷扬讯科凭借自建高效 IT 系统，实现了全程交易的线上信息化，

服务速度领先行业。

捷扬讯科承诺在 2015 年、2016 年及 2017 年三个年度的净利润在 2014 年净利润基础上的年复合增长率不低于 15%，其 2014 年净利润为 2207.74 万元。

## 7. 盈利预测与投资建议

公司在电子产业深耕多年，品牌优势明显。公司确立了长期发展战略：立足电子信息产业，对电子元器件分销行业的深度整合，打造贯穿电子信息全产业链的交易服务平台；围绕创客群体打造以孵化中小微企业为目的、智能硬件为特色的创新服务平台。通过上述两个平台的建设，逐步完善公司的电子信息高端服务业体系，并立志成为该行业的引领者。我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.50 元、0.61 元、0.73 元，给予“买入”评级。

## 8. 风险提示

创客平台发展低于预期、电子元器件分销业务整合低于预期。

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>1393.9</b>	<b>1477.4</b>	<b>1957.5</b>	<b>2589.0</b>	<b>营业收入</b>	<b>2668.3</b>	<b>2343.7</b>	<b>2936.7</b>	<b>3753.5</b>
现金	705.3	900.4	1226.6	1638.7	营业成本	1519.1	1339.3	1700.9	2220.5
应收款项	57.2	51.4	64.4	82.3	营业税金及附加	271.7	234.4	293.7	375.3
存货	523.9	461.8	586.6	765.7	营业费用	162.8	146.3	181.2	232.9
其他	107.5	63.8	80.0	102.2	管理费用	147.1	168.1	205.8	262.9
<b>非流动资产</b>	<b>2652.2</b>	<b>2645.7</b>	<b>2634.5</b>	<b>2623.0</b>	<b>财务费用</b>	<b>33.9</b>	<b>29.3</b>	<b>25.3</b>	<b>19.8</b>
长期股权投资	166.7	166.7	166.7	166.7	投资净收益	84.4	50.0	50.0	50.0
固定资产	400.3	400.3	395.5	387.2	其他	12.4	6.6	6.4	6.2
无形资产	198.4	191.8	185.4	182.2	<b>营业利润</b>	<b>630.4</b>	<b>483.1</b>	<b>586.1</b>	<b>698.1</b>
其他	1886.9	1886.9	1886.9	1886.9	营业外净收支	3.1	0.0	0.0	0.0
<b>资产总计</b>	<b>4046.1</b>	<b>4123.1</b>	<b>4592.0</b>	<b>5212.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>633.6</b>	<b>483.1</b>	<b>586.1</b>	<b>698.1</b>
<b>流动负债</b>	<b>1030.4</b>	<b>922.3</b>	<b>1167.8</b>	<b>1521.9</b>	<b>所得税费用</b>	<b>162.1</b>	<b>120.8</b>	<b>146.5</b>	<b>174.5</b>
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	-6.1	0.0	0.0	0.0
应付账款	387.2	341.4	433.6	566.0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>477.6</b>	<b>362.3</b>	<b>439.6</b>	<b>523.6</b>
其他	643.1	580.9	734.2	955.9	<b>EBIT</b>	<b>573.2</b>	<b>462.4</b>	<b>561.5</b>	<b>668.0</b>
<b>非流动负债</b>	<b>636.4</b>	<b>636.4</b>	<b>636.4</b>	<b>636.4</b>	<b>EBITDA</b>	<b>685.5</b>	<b>510.3</b>	<b>612.3</b>	<b>721.8</b>
长期借款	598.5	598.5	598.5	598.5					
其他	37.9	37.9	37.9	37.9					
<b>负债总计</b>	<b>1666.7</b>	<b>1558.7</b>	<b>1804.1</b>	<b>2158.3</b>					
少数股东权益	65.0	65.0	65.0	65.0					
归属母公司股东权益	2314.4	2499.4	2722.9	2985.7					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4046.1</b>	<b>4123.1</b>	<b>4592.0</b>	<b>5209.0</b>					
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	248.1	377.4	582.0	712.3	每股收益(元)	0.66	0.50	0.61	0.73
投资活动现金流	157.0	-5.0	-39.7	-39.4	每股净资产(元)	3.21	3.47	3.78	4.14
筹资活动现金流	-298.6	-177.3	-216.2	-260.8	发行在外股份(百万股)	721.2	721.2	721.2	721.2
现金净增加额	106.3	195.1	326.2	412.1	ROIC(%)	16.0%	12.9%	16.5%	20.7%
企业自由现金流	470.6	322.0	523.9	650.3	ROE(%)	20.6%	14.5%	16.1%	17.5%
					毛利率(%)	32.9%	32.9%	32.1%	30.8%
					EBIT Margin(%)	21.5%	19.7%	19.1%	17.8%
					销售净利率(%)	17.9%	15.5%	15.0%	14.0%
					资产负债率(%)	41.2%	37.8%	39.3%	41.4%
					收入增长率(%)	28.5%	-12.2%	25.3%	27.8%
					净利润增长率(%)	15.9%	--	21.3%	19.1%

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准：

#### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

#### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>