

南极电商 (002127.SZ) 业绩符合市场预期, 报表质量进一步改善

2020 年 04 月 16 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 (联系人)
孟昕 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

mengxin@kysec.cn

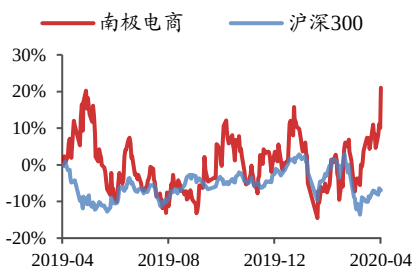
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120030019

证书编号: S0790120040004

日期	2020/4/16
当前股价(元)	13.07
一年最高最低(元)	13.18/9.12
总市值(亿元)	320.85
流通市值(亿元)	247.84
总股本(亿股)	24.55
流通股本(亿股)	18.96
近 3 个月换手率(%)	86.14

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-产业链赋能构建多品类新零售品牌巨头》-2020.4.14

● 业绩持续高增长, 符合市场预期

2019 年公司营收 39.07 亿元 (+16.52%), 实现归母净利润 12.06 亿元 (+36.06%), 扣非归母净利润为 11.48 亿元 (+36.46%), EPS 为 0.49 (+36.11%)。由于低增速时间互联业务营收占比较大, 净利润占比较小, 归母净利润增速显著高于营收增速。预计公司 2020-2022 年归母净利润为 15.5/19.9/25.0 亿元, 对应 EPS 分别为 0.63/0.81/1.02 元, 当前股价对应 PE 为 18.8/14.7/11.6 倍。维持“买入”评级。

● 收入拆分:本部业务保持高增长, 时间互联收入稳健增长

本部营收 13.98 亿元 (+34.66%), 实现归母净利润 10.99 亿元(+44.81%); 时间互联实现营收 25.10 亿元 (+8.33%), 实现归母净利润 1.08 亿元, 同比下降 14.96%。其中, 本部业务旗下品牌综合服务业务实现收入 12.41 亿元 (+37.89%), 经销商品牌授权业务实现收入 0.65 亿元 (+93.31%), 自媒体流量变现业务实现收入 0.47 亿元 (-1.34%), 保理业务实现收入 0.36 亿元 (-19.71%)。2019 年全年实现 GMV 为 305.59 亿元 (+48.92%), 货币化率为 4.27% (-0.28pct), 保持相对稳定。

● 本部盈利能力显著提升, 应收账款和经营性现金流净额大幅改善

1) 盈利能力: 2019 年公司净利率 30.9%, 同比提升 4.4pct; 其中公司本部净利率为 78.6% (+5.4pct), 时间互联净利率为 4.3% (-1.2pct)。2019Q4 单季度净利率为 47.6%, 同比提升 14.3pct, 盈利能力显著提升。我们认为, 主要系高毛利的品牌综合服务业务及经销商品牌授权业务营收占比上升所致。2) 应收账款: 2019 年全年应收账款总额为 7.9 亿元, 全年净增加 0.65 亿 (+9.0%), 增幅低于收入增幅, 主要系公司对于应收账款催收力度加强所致。拆分来看, 2019 年公司本部应收账款同比增长 38.26%至 6.1 亿元, 保理业务应收账款大幅收缩 85.45%至 0.2 亿元, 时间互联业务应收账款同比增加 33.51%至 1.6 亿元。3) 经营性现金流净额: 2019 年经营性现金流净额为 12.55 亿元 (+127.6%), 其中公司本部经营性现金流净额为 10.8 亿元, 同比增长 86.18%; 时间互联经营性现金流净额为 1.8 亿元, 由负转正, 改善显著。

● 风险提示: 服务费率下降及平台规则变化; 时间互联业绩波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,353	3,907	4,456	5,225	6,075
YOY(%)	240.1	16.5	14.0	17.3	16.3
净利润(百万元)	886	1,206	1,550	1,987	2,504
YOY(%)	65.9	36.1	28.5	28.2	26.0
毛利率(%)	34.5	38.5	42.3	46.5	49.8
净利率(%)	26.4	30.9	34.8	38.0	41.2
ROE(%)	23.6	24.8	24.4	24.5	24.2
EPS(摊薄/元)	0.36	0.49	0.63	0.81	1.02
P/E(倍)	32.9	24.2	18.8	14.7	11.6
P/B(倍)	7.8	6.0	4.6	3.6	2.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2019 年业绩符合市场预期，本部收入持续高增长.....	3
2、 本部盈利能力显著提升，应收账款和经营性净现金流大幅改善.....	3
3、 GMV 持续高增长，货币化率保持稳定	4
4、 时间互联不断扩展客户资源，经营净现金流大幅改善.....	5
5、 公司的流量优势和供应链优势显著	5
6、 公司未来增长逻辑：扩品类、扩渠道	6
7、 盈利预测与投资建议	8
8、 风险提示	8
附：财务预测摘要	9

图表目录

图 1： 时间互联、保理业务应收账款水平有所改善（亿元）	4
图 2： 时间互联经营性现金流净额显著改善（亿元）	4
图 3： 公司总体 GMV 持续稳健增长（亿元，%）	5
图 4： GMV 渠道呈现多元化（亿元）	5
图 5： 南极人品牌 GMV 占比最高（亿元）	5
图 6： 公司通过品牌授权及综合服务为价值链上下游赋能.....	6
表 1： 公司本部业务收入稳健增长	3
表 2： 公司本部业务归母净利润稳健增长	3
表 3： 2019 年多品类 GMV 实现高增长	7
表 4： 南极人核心大店 GMV 快速增长（单位：万元）	7

1、2019 年业绩符合市场预期，本部收入持续高增长

2019 年公司实现营收 39.07 亿元 (+16.52%)，实现归母净利润 12.06 亿元 (+36.06%)，扣非归母净利润为 11.48 亿元 (+36.46%)，EPS 为 0.49 (+36.11%)。由于低增速时间互联业务营收占比较大，净利润占比较小，归母净利润增速显著高于营收增速。

1)分季度来看: 2019 年 Q1-Q4 分别实现单季度收入为 8.24 亿元 (+63.40%)/8.10 亿元 (+11.03%)/10.13 亿元 (+24.89%)/12.60 亿元 (-3.69%)，分别实现归母净利润为 1.22 亿元 (+36.73%)/2.64 亿元 (+30.44%)/2.16 亿元 (+36.89%)/6.04 亿元 (+38.22%)。

2)分业务来看: 公司本部业务继续保持较快增长,实现营收 13.98 亿元(+34.66%),实现归母净利润 10.99 亿元(+44.81%); 时间互联业务实现营收 25.10 亿元(+8.33%),实现归母净利润 1.08 亿元,同比下降 14.96%,主要系应收账款计提坏账增加所致。其中,本部业务旗下品牌综合服务业务实现收入 12.41 亿元 (+37.89%),经销品牌授权业务实现收入 0.65 亿元 (+93.31%),自媒体流量变现业务实现收入 0.47 亿元 (-1.34%),保理业务实现收入 0.36 亿元 (-19.71%)。

表1: 公司本部业务收入稳健增长

	2017	2018	2019
公司本部业务 (亿元)	7.46	10.37	13.98
YoY (%)	43.38%	39.01%	34.66%
占比 (%)	75.74%	30.92%	35.77%
时间互联业务 (亿元)	2.39	23.17	25.10
YoY (%)	80.16%	869%	8.33%
占比 (%)	24.26%	69.08%	64.23%
营业总收入 (亿元)	9.85	33.54	39.07
YoY (%)	89.22%	240.12%	16.52%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表2: 公司本部业务归母净利润稳健增长

	2017	2018	2019
公司本部业务 (亿元)	5.07	7.59	10.99
YoY (%)	68.44%	49.70%	44.81%
占比 (%)	94.94%	85.67%	91.05%
时间互联业务 (亿元)	0.27	1.27	1.08
YoY (%)	52.30%	370.37%	-14.96%
占比 (%)	5.06%	14.33%	8.95%
公司归母净利润 (亿元)	5.34	8.86	12.06
YoY (%)	77.42%	65.92%	36.06%

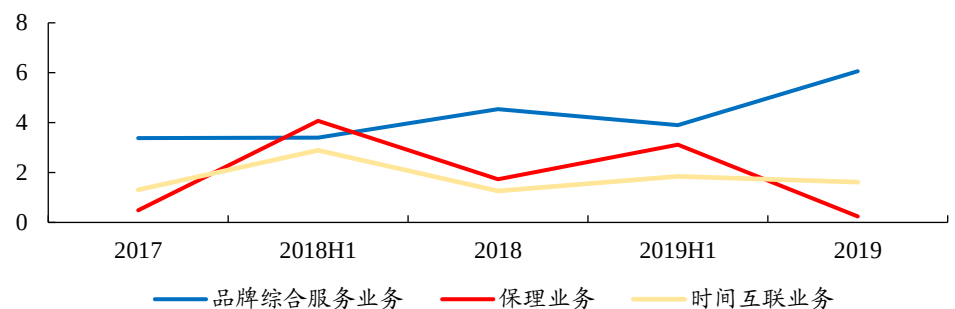
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、本部盈利能力显著提升，应收账款和经营性净现金流大幅改善

本部盈利能力显著提升。公司 2019 年净利率 30.9%，同比提升 4.4pct；其中公司本部净利率为 78.6% (+5.4pct)，时间互联净利率为 4.3% (-1.2pct)。2019Q4 单季度归母净利率为 47.6%，同比提升 14.3pct，盈利能力显著提升。我们认为，主要系高毛利的品牌综合服务业务及经销商品牌授权业务营收占比上升所致。

应收账款有所改善，全年应收账款增幅低于收入增幅，保理业务应收账款大幅收缩。公司 2019 全年应收账款总额为 7.9 亿元，全年净增加 0.65 亿 (+9.0%)，增幅低于收入增幅；应收账款占总资产比重为 14.4%，较年初下降 1.53pct，主要系公司对于应收账款催收力度加强所致。拆分来看，2019 年公司本部应收账款同比增长 38.26%至 6.1 亿元，保理业务应收账款大幅收缩 85.45%至 0.2 亿元，时间互联业务应收账款同比增加 33.51%至 1.6 亿元。

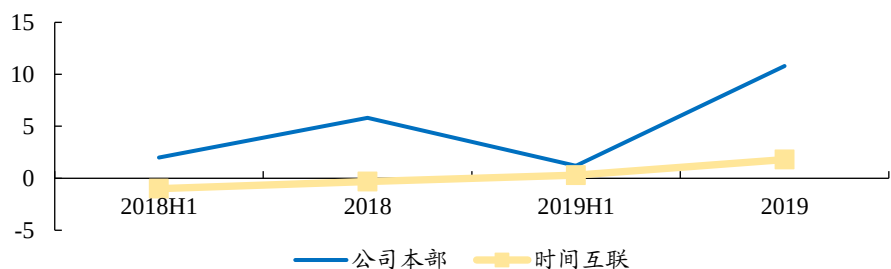
图1：时间互联、保理业务应收账款水平有所改善（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司经营性现金流净额明显改善。2019 年公司经营性现金流净额为 12.55 亿元 (+127.6%)，其中公司本部经营性现金流净额为 10.8 亿元，同比增长 86.18%；时间互联经营性现金流净额为 1.8 亿元，由负转正。

图2：时间互联经营性现金流净额显著改善（亿元）



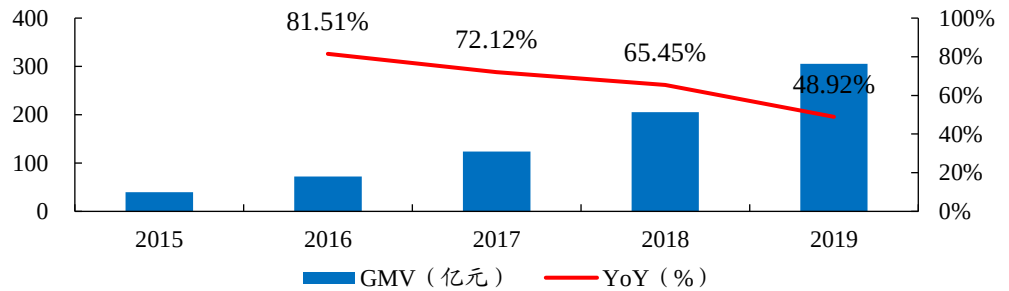
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、GMV 持续高增长，货币化率保持稳定

2019 年公司全年实现 GMV 为 305.59 亿元 (+48.92%)。**分品牌来看**，南极人品牌 GMV 为 271.38 亿元(+52.86%);卡帝乐鳄鱼品牌 GMV 为 29.86 亿元(+27.94%);精典泰迪品牌 GMV 为 2.28 亿元 (+45.61%)。**分渠道来看**，阿里渠道实现 GMV 为 203.17 亿元 (+39.13%);京东渠道实现 GMV 为 46.82 亿元 (+31.50%);社交电商渠道实现 GMV 为 39.65 亿元 (+124.89%);唯品会渠道实现 GMV 为 14.45 亿元 (+200.35%)，渠道占比分别为 66.48%、15.32%、12.97%、4.73%。根据品牌服务及授权业务及口径计算，2019 年公司货币化率为 4.27% (-0.28pct)，较为稳定。我们

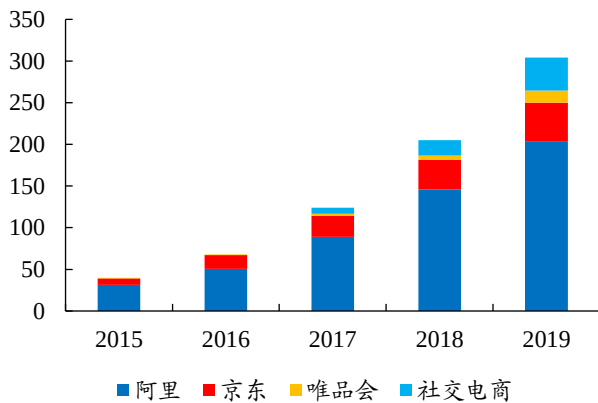
预计 2020 年全年货币化率可以维持在 4% 以上。

图3：公司总体 GMV 持续稳健增长（亿元，%）



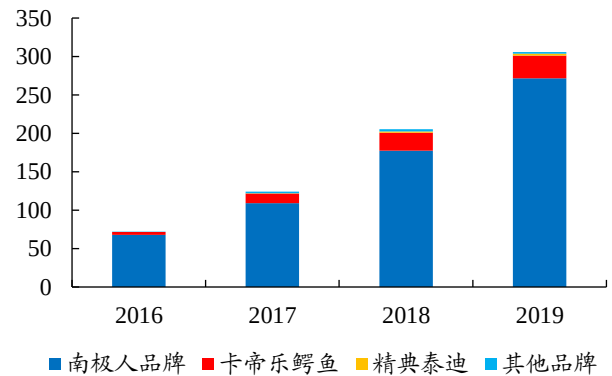
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：GMV 渠道呈现多元化（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：南极人品牌 GMV 占比最高（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、时间互联不断扩展客户资源，经营净现金流大幅改善

时间互联业务不断优化客户结构，经营净现金流大幅改善。时间互联已成为小米、腾讯应用宝、VIVO 及今日头条抖音的独家或核心代理商。2019 年时间互联不断优化客户结构，2019 年末，时间互联预付流量款同比大幅减少，产生的经营性现金流净额为 1.77 亿元，由负转正。2016-2019 年时间互联的业绩承诺已经实现。

时间互联不断拓展优质客户资源。2019 年，时间互联拓展小米信息流中小客户流量媒体，时间互联全资子公司哈雅仕获得小米广告 2019 年 SMB（中小企业业务）独家代理商资格，丰富了客户类型，不断提高市场占有率以及知名度，新客户为时间互联快速发展奠定良好的流量资源基础。2019 年 4 月，时间互联以小红书为切入点，正式进入了 MCN 行业；2019 年 11 月，公司正式与淘宝联盟合作，2019 年 12 月，时间互联独家签约账号突破 50 个，合作广告品牌客户突破 100 家。公司签约的达人矩阵覆盖了时尚穿搭、旅游出行等多方面内容，通过高效率的广告和带货变现来实现达人的商业价值。

5、公司的流量优势和供应链优势显著

南极电商作为以品牌授权和产业链服务为主的消费品创新型公司，依靠独特的商业模式与先发优势形成了规模及流量护城河。公司为价值链上下游赋能的同时，

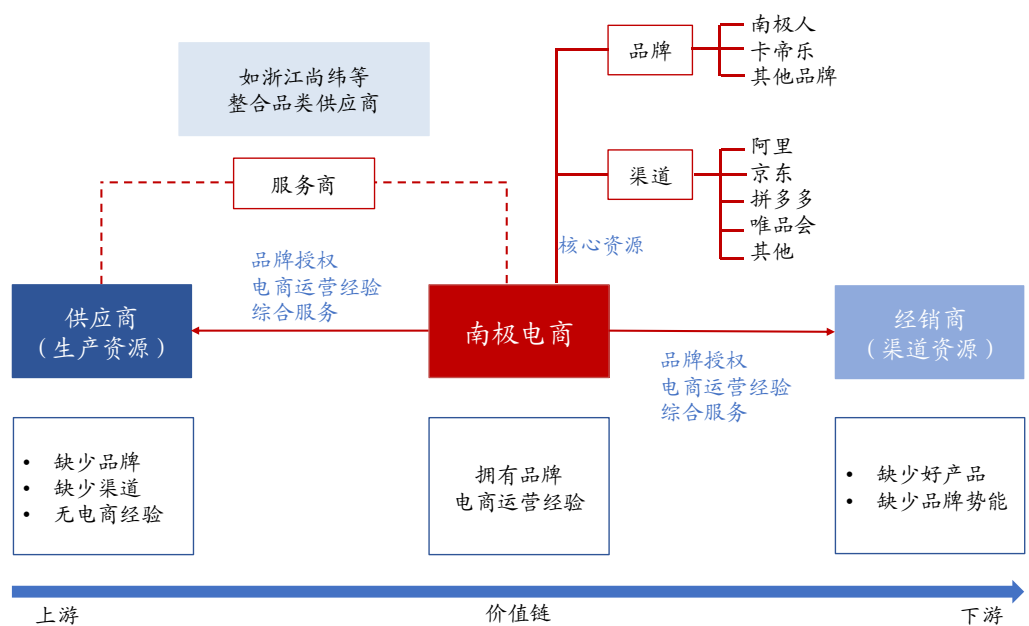
剥离存货风险，凭借公司核心资源品牌授权和规模化渠道，打造出具有平台属性的新零售品牌。

公司的流量优势和供应链资源优势显著。

1) 流量优势：从流量资源来看，公司享受早期电商平台红利，已积攒庞大的消费群体，以阿里平台为例，2019 年公司在阿里平台店铺支付商品数近 3.35 亿件，支付人次超过 2.88 亿人次。

2) 供应链优势：通过近 10 年的经营，公司与大量优质的供应商、经销商等产业链合作伙伴建立了持续稳定的合作关系，与产业带的工厂都形成了良好的联系。一方面，公司通过数据赋能对供应商生产的产品进行资源推介、研发设计、流量管理、数据分析与应用等指导，帮助其打造爆款，实现从低频到高频的转变，降低库存，提高资金周转率，帮助工厂实现低成本的转型，走出订单不稳定和贷款难的困境；另一方面，公司实施后置式收益，缓解了供应链合作伙伴的资金压力，建立了良好的信用信任体系，形成了护城河。

图6：公司通过品牌授权及综合服务为价值链上下游赋能



资料来源：公司公告、开源证券研究所

6、公司未来增长逻辑：扩品类、扩渠道

扩品类：成熟品类拓展二、三级类目，健康生活、化妆品等新品类发展潜力较大

1) 公司多个品类在各大电商平台市占率领先。公司已授权品类超过 320 个子类目，已形成市占率较高、竞争优势较强的成熟品类。例如：

- 内衣品类中：南极人品牌内裤、保暖内衣、袜子及家居服细分品类 GMV 在阿里及京东平台排行业第一。
- 床上用品品类中：南极人品牌床品套件、被子、床垫及枕头细分类目 GMV 在阿里平台排名行业第一。
- 女装品类中：南极人品牌打底裤细分类目 GMV 在阿里平台排名第一。

- 童装及母婴品类中：南极人品牌儿童内衣裤、儿童袜子、孕妇家居服饰细分类目 GMV 在阿里平台排名第一，南极人品牌儿童内衣裤、儿童卫衣、婴儿睡袋细分类目 GMV 排名在京东平台排名第一。
- 健康生活大类中：南极人品牌电热毯、干鞋器的生活电器，南极人品牌热水袋、电热毯的居家日用细分类目 GMV 均为阿里平台排名第一。

未来将持续对成熟品类，扩展二、三级类目，全方位覆盖消费者需求，进一步提升客户粘性。例如内衣及床上用品等，背靠内衣这一核心大类扩展了文胸及家居服。

表3：2019 年多品类 GMV 实现高增长

	GMV (亿元)	YoY	占比
内衣	89.67	46.2%	29.3%
床上用品	53.56	75.78%	17.5%
男装	49.49	48.97%	16.2%
女装	18.48	61.48%	6.0%
童装及母婴	31.7	31.36%	10.4%
健康生活	13.34	27.87%	4.4%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

- 2) **新品类值得期待。**同时结合品牌定位，利用大数据挖掘热款爆款，加大力度开拓健康生活、化妆品等细分赛道成长性高的新品类。此外，公司及时顺应平台流量规则，持续推进大店策略。
- 3) **公司扩品类规模优势显著。**公司已形成的规模优势使品类扩张边际成本及营销成本较低。以南极人官方旗舰店为例，2019 年该店约有 6500 个 SKU，同比增长 35.42%；实现 GMV12 亿元(+107.02%)，直接推广费占 GMV 的 0.87% (-0.17pct)，由此可见品牌品类扩张及营销成本优势明显。

扩渠道：推行大店策略，布局直播带货及线下渠道

- 1) **从渠道数量及结构来看：**2019 年公司 GMV 已超过 305 亿元，阿里、京东、社交电商、唯品会渠道 GMV 增长率分别为 39.13%、31.50%、124.89%、200.35%。渠道数量来看，合作供应商总数为 1113 家，合作经销商总数为 4513 家，授权店铺 5800 家。渠道结构来看，综合头部大店主要做“爆款及爆款群”，腰部店铺依托公司供应链体系做分销，腿部店铺主要进行种草。此外，对经营不善或负面清单行为店铺实施退出机制。

表4：南极人核心大店 GMV 快速增长（单位：万元）

店铺名称	主营类目	2018	2019	同比增速
南极人官方旗舰店	女士内衣/男士内衣/家居服	57,984.85	120,040.33	107.02%
南极人悠选专卖店	床上用品	35,771.22	74,318.75	107.76%
南极人杜尚专卖店	床上用品	8,577.81	48,908.87	470.18%
南极人微昊专卖店	床上用品	2,930.05	28,227.53	863.38%
南极人恩盛专卖店	男装	9,119.87	24,682.93	170.65%
南极人欧驰专卖店	男装	3,166.70	23,953.19	656.41%
南极人明淘专卖店	女士内衣/男士内衣/家居服	6,911.12	17,753.06	156.88%
南极人太品汇专卖店	个人护理/保健/按摩器材	7,112.91	166,643.12	133.98%

店铺名称	主营类目	2018	2019	同比增速
南极人神电专卖店	女装/女士精品	4,313.89	14,856.30	244.38%
南极人摩亚专卖店	床上用品	4,339.35	13,648.14	214.52%
南极人羽慕专卖店	床上用品	54.64	10,300.00	18751.93%
南极人洱峰专卖店	居家布艺	2,537.86	10,067.11	196.68%
南极人其安专卖店	美容美体仪器	708.24	9,235.58	1204.01%
南极人官方特卖旗舰店	女士内衣/男士内衣/家居服	2,829.55	9,149.63	223.36%
南极人官方 outlets 店	女士内衣/男士内衣/家居服	567.16	9,101.72	1504.80%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2) **从渠道扩张规划来看：**当前社交电商板块以拼多多渠道为主，其平台发展迅速且南极电商产品属性与该渠道匹配，未来仍有较大发展空间，公司整体 GMV 有望继续维持高增速。同时，公司积极拥抱直播电商等新兴渠道，成立直播事业部，陆续从天猫和京东部分店铺开展直播带货。此外，2019 年公司启动“南极优选”线下店，预计 2020 年开设第一家店铺，为未来拓展线下渠道提供想象空间。

7、盈利预测与投资建议

作为以品牌授权和产业链服务为主的消费品创新型公司，南极电商依靠独特的商业模式与先发优势形成了规模及流量护城河，竞争优势明显。近年来，公司顺应电商流量趋势推行大店政策成效显著，主营业务收入及核心指标 GMV 维持高增长，保理业务持续收缩，时间互联业务质量逐渐改善，整体发展趋势良好。未来公司南极人主品牌增长空间依然宽广，新品类新渠道有望推动公司业绩持续较快增长。

我们预计，2020-2022 年：1) 主业 GMV 增速分别为 35%、40%、34%；2) 货币化率为 4.2%、4.1%、4.0%；3) 品牌服务费及经销商品牌授权费合计收入增速依次为 31.86%、36.67%、30.73%。

由此，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 15.5/19.9/25.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.63/0.81/1.02 元，当前股价对应 PE 为 18.8/14.7/11.6 倍。维持“买入”评级。

8、风险提示

品牌与品类扩张速度不及预期；服务费率下降及平台规则变化；时间互联业绩波动风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3058	4011	7818	9314	11858
现金	1190	1281	4816	6316	8436
应收票据及应收账款	765	863	660	948	922
其他应收款	60	88	81	117	113
预付账款	553	229	663	383	833
存货	3	5	5	8	6
其他流动资产	487	1544	1594	1542	1549
非流动资产	1492	1474	1571	1690	1734
长期投资	14	0	-14	-27	-40
固定资产	3	7	7	7	7
无形资产	563	560	669	802	859
其他非流动资产	912	907	908	908	909
资产总计	4549	5485	9389	11003	13592
流动负债	784	626	994	867	1197
短期借款	70	100	200	250	300
应付票据及应付账款	52	69	60	80	73
其他流动负债	662	457	734	537	824
非流动负债	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0	0
负债合计	785	626	994	867	1197
少数股东权益	26	0	0	0	0
股本	417	417	2455	2455	2455
资本公积	1481	1479	1479	1479	1479
留存收益	1908	3114	4629	6559	9004
归属母公司股东权益	3739	4859	8394	10136	12395
负债和股东权益	4549	5485	9389	11003	13592

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	551	1255	1500	1751	2282
净利润	887	1206	1550	1987	2504
折旧摊销	5	46	5	7	6
财务费用	5	-0	-17	-35	-49
投资损失	-23	-35	-35	-35	-35
营运资金变动	-343	38	-4	-173	-144
其他经营现金流	21	0	0	0	0
投资活动现金流	-464	-1596	-67	-91	-15
资本支出	1	15	110	132	58
长期投资	-392	-1554	14	13	13
其他投资现金流	-855	-3135	57	55	56
筹资活动现金流	-358	-61	2103	-160	-146
短期借款	5	30	100	50	50
长期借款	-179	0	0	0	0
普通股增加	0	0	2038	0	0
资本公积增加	0	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-184	-89	-35	-210	-196
现金净增加额	-271	-402	3535	1500	2120

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3353	3907	4456	5225	6075
营业成本	2197	2403	2571	2795	3049
营业税金及附加	10	10	12	14	16
营业费用	111	119	136	176	194
管理费用	57	80	91	110	128
研发费用	38	43	45	78	91
财务费用	5	-0	-17	-35	-49
资产减值损失	21	-1	0	0	0
其他收益	0	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	23	35	35	35	35
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	937	1248	1653	2122	2681
营业外收入	26	31	23	26	27
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	963	1278	1676	2148	2707
所得税	76	72	126	161	203
净利润	887	1206	1550	1987	2504
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	886	1206	1550	1987	2504
EBITDA	962	1321	1664	2119	2664
EPS(元)	0.36	0.49	0.63	0.81	1.02

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	240.1	16.5	14.0	17.3	16.3
营业利润(%)	56.0	33.2	32.5	28.4	26.3
归属于母公司净利润(%)	65.9	36.1	28.5	28.2	26.0
获利能力					
毛利率(%)	34.5	38.5	42.3	46.5	49.8
净利率(%)	26.4	30.9	34.8	38.0	41.2
ROE(%)	23.6	24.8	24.4	24.5	24.2
ROIC(%)	23.2	24.3	23.4	23.4	23.1
偿债能力					
资产负债率(%)	17.3	11.4	10.6	7.9	8.8
净负债比率(%)	-29.7	-24.3	-72.6	-74.9	-78.6
流动比率	3.9	6.4	7.9	10.7	9.9
速动比率	2.6	5.9	7.1	10.2	9.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	5.1	4.8	5.8	6.5	6.5
应付账款周转率	57.9	39.8	39.8	39.8	39.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.49	0.63	0.81	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.51	0.61	0.71	0.93
每股净资产(最新摊薄)	1.52	1.98	2.59	3.30	4.22
估值比率					
P/E	32.9	24.2	18.8	14.7	11.6
P/B	7.8	6.0	4.6	3.6	2.8
EV/EBITDA	29.2	20.1	13.9	10.2	7.3

数据来源：贝格数据、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R3（中风险），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C3、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C3、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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835