

南极电商 (002127.SZ) GMV 逆势高增长, 2020Q2 现金流显著改善

2020 年 08 月 23 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

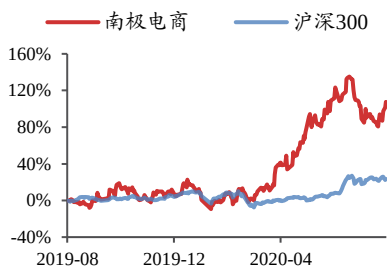
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2020/8/21
当前股价(元)	21.01
一年最高最低(元)	24.41/9.12
总市值(亿元)	515.77
流通市值(亿元)	410.46
总股本(亿股)	24.55
流通股本(亿股)	19.54
近 3 个月换手率(%)	98.79

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-一季报本部业绩符合预期, 疫情下仍实现稳健增长》-2020.4.30

《公司信息更新报告-业绩符合市场预期, 报表质量进一步改善》-2020.4.16

《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

● 公司 2020 中报公布, 本部业绩增长稳健, 维持“买入”评级

南极电商 2020H1 实现营业收入 16.3 亿元 (-0.49%), 实现归母净利润 4.31 亿元 (+11.51%)。其中 2020Q2 实现营收 9.54 亿元 (+17.85%), 归母净利润 3.03 亿元 (+14.39%)。本部业务收入稳定增加, 疫情影响下仍实现逆势增长; 时间互联收入受疫情影响上半年略有下滑, 但长期来看增长潜力较大。预计公司完成全年激励目标的概率较高, 维持盈利预测不变, 我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 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 分别为 33/26/21 倍, 维持“买入”评级。

● 毛净利率提升, 现金流改善, 保理业务规模持续收缩

2020H1 公司整体毛利率为 33.08% (+3.34pct), 净利率为 26.48% (+2.85pct), 主要系本部业务毛利率、净利率相对较高, 本期内其营收、利润占比均有提升所致。营运能力方面, 2020Q2 单季度公司应收账款净减少 0.22 亿元, 边际改善趋势明显。2020H1 保理业务产生的应收账款净值约为 2.19 亿元, 2020Q2 约为 2.26 亿元, 同比 2019Q2 减少 32%, 规模持续收缩。2020Q2 单季度经营性现金流净额为 3.44 亿元, 同比增加 483.05%, 现金流状况明显改善, 且客户回款趋势恢复正常, 因此我们预计 2020Q3 现金流状况有望继续改善。

● GMV 维持高增长, 货币化率有望提升

公司 2020H1 实现 GMV 共计 143.78 亿元, 同比增长 30.94%; 其中 2020Q2 单季度 GMV 同比增长 48.49%。品牌端, 南极人品牌 2020H1 实现 GMV 共计 129.26 亿元 (+35.49%), 疫情下仍实现高速增长, 由于其具备爆款打造能力、丰富的供应链及快反能力, 韧性较强。渠道端, 2020H1 社交电商渠道增速较快, GMV 为 26.38 亿元 (+94%), 占比 18.35%。货币化率方面, 根据品牌服务及授权业务口径计算, 2020H1 公司货币化率为 3.16%, 相较 2019H1 下降 0.34pct; 其中 2020Q2 公司货币化率为 3.68%, 同比下降 0.62pct, 受疫情影响有所降低。随着社交电商渠道运营、供应链效率的提升, 货币化率有望同步提升, 带动公司业务增长。

● 风险提示: 新品类与渠道扩张速度不及预期; 服务费率下降及平台规则变化等。

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	4,330	4,967	5,679
YOY(%)	240.1	16.5	10.8	14.7	14.3
归母净利润(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	43.9	49.1	53.8
净利率(%)	26.4	30.9	35.8	40.0	44.1
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)	58.2	42.8	33.3	26.0	20.6
P/B(倍)	13.8	10.6	8.1	6.4	5.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

1、公司 2020H1 业绩公布，本部业绩增长稳健

南极电商 2020H1 实现营业收入 16.3 亿元 (-0.49%)，实现归母净利润 4.31 亿元 (+11.51%)。其中 2020Q2 单季度实现营收 9.54 亿元 (+17.85%)，实现归母净利润 3.03 亿元 (+14.39%)。上半年营业收入较上期略有减少，品牌综合服务业务收入较上期稳定增加，但移动互联网媒体投放平台业务收入因受疫情影响，上半年略有下滑。

按业务类型拆分：

1) 公司本部业务：2020H1 实现营收 4.91 亿元 (+15.71%)，实现归母净利润 3.80 亿元 (+15.47%)；2020Q2 单季度公司本部实现营收 3.38 亿元 (+17.63%)，实现归母净利润 2.83 亿元 (+18.91%)，疫情下仍实现稳健增长。

其中公司主营品牌授权及综合服务业务 2020H1 收入合计为 4.55 亿元，同比增长 19.47%；2020Q2 单季度收入合计为 3.18 亿元，同比增长 22.57%。收入增速低于 GMV 增速主要由于：1) 公司以纺服为主的传统优势品类受疫情冲击较大，行业增速放缓；2) 考虑到供应商实际情况，公司为实现长期健康发展对供应商采取了适度优惠政策。未来随着公司新品类快速放量、社交电商渠道高速增长，主营业务收入增速有望显著提升，收入结构改善。

2) 时间互联业务：2020H1 实现营收 11.35 亿元 (-6.18%)，实现归母净利润 0.51 亿元 (+0.45%)；其中 2020Q2 单季度实现营收 6.15 亿元 (+17.65%)，实现归母净利润 0.22 亿元 (-0.19%)。由于疫情期间物流停滞，电商广告投放减少，时间互联业务收入受到较大影响。但随着 2020Q2 国内疫情逐渐趋于稳定，互联网数字广告业务有望持续回暖。

表1：公司 2020H1 本部营收提升 15.71%

	2019Q1	2019Q2	2019H1	2020Q1	2020Q2	2020H1	变动
公司本部业务（亿元）	1.32	2.87	4.25	1.53	3.38	4.91	15.71%
占比	16.05%	35.47%	25.98%	22.77%	35.43%	30.20%	+4.21pct
时间互联业务（亿元）	5.54	5.23	12.10	5.2	6.15	11.35	-6.18%
占比	67.26%	64.53%	74.02%	77.38%	64.47%	69.80%	-4.21pct
营业总收入（亿元）	8.24	8.10	16.34	6.72	9.54	16.26	-0.49%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：公司 2020H1 本部归母净利润提升 15.47%

	2019Q1	2019Q2	2019H1	2020Q1	2020Q2	2020H1	变动
公司本部业务（亿元）	0.84	2.37	3.29	0.97	2.83	3.80	15.47%
占比（%）	68.80%	89.75%	85.14%	75.72%	93.43%	88.17%	+3.03pct
时间互联业务（亿元）	0.29	0.27	0.57	0.29	0.22	0.51	0.45%
占比（%）	23.66%	10.25%	14.86%	22.66%	7.26%	11.83%	-3.03pct
公司归母净利润（亿元）	1.22	2.64	3.86	1.28	3.03	4.31	11.51%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、盈利能力提升

公司整体毛净利率有所提升。2020H1 公司整体毛净利率为 33.08% (+3.34pct)，净

利率为 26.48% (+2.85pct)，主要系本部业务毛利率、净利率相对较高，本期内其营收、利润占比均有提升所致。其中公司本部业务毛利率为 94.04% (+0.66pct)，净利率为 77.27% (-0.16pct)；时间互联业务毛利率为 6.34% (-0.38pct)，净利率为 4.49% (-0.25pct)。我们预计，随着疫情影响减淡，公司与供应商利润分配将逐渐恢复正常，叠加相对高毛利率新兴品类快速上量，下半年公司盈利能力将逐步回升。

3、现金流显著改善，保理业务应收规模收缩

应收账款边际改善趋势明显。公司 2020H1 应收账款为 11.03 亿元，同比增加 22.56%，相比年初增加 39.71%，主要系小袋公司净放款增加及因疫情影响业务回款节奏放缓所致。尽管应收账款总额有所增加，但其占总资产比例下降 0.22pct 至 19.77%，报表质量有所改善。其中 2020Q2 单季度应收账款净减少 0.22 亿元，边际改善趋势明显。

保理业务持续收缩，报表质量改善。2020H1 保理业务产生的应收账款净值约为 2.19 亿元，2020Q2 约为 2.26 亿元，同比 2019Q2 减少 32%，规模持续收缩。

二季度现金流显著改善。经营性现金流净额为 -2,582.23 万元，同比减少 117.20%。其中 2020Q2 单季度经营性现金流净额为 3.44 亿元，同比增加 483.05%，现金流状况明显改善。尽管时间互联业务 2020H1 经营性现金流仍为负，但其 2019 年计提诉讼损失已达成和解，涉及 4,500 万元应收账款，暂未并入 2020Q2 报表，且客户回款趋势恢复正常，因此我们预计 2020Q3 现金流状况有望继续改善。

4、疫情影响下 GMV 仍持续高增长

公司 2020H1 实现 GMV 共计 143.78 亿元，同比增长 30.94%；其中 2020Q2 单季度公司实现 GMV 共计 86.49 亿元，同比增长 48.49%。公司及时顺应电商渠道流量规则，继续推行大店策略，且把握住了新的变化趋势，满足了疫情期间诞生的新消费场景及消费需求，实现了疫情影响下的逆势增长。

按品牌拆分：

1) 南极人品牌：2020H1 实现 GMV 共计 129.26 亿元，同比增长 35.49%。疫情下南极人品牌仍实现高速增长，主要由于品牌积累了庞大的消费者基数，具备爆款打造能力、丰富的供应链及快反能力，业绩韧性较强。2020H1 南极人品牌在阿里平台的店铺的支付商品件数近 1.6 亿件，支付人次超过 1.3 亿人次；南极人优势品类之一内衣类目在阿里平台的月均访客数近 5,030 万人，月均客单价为 47.20 元，月均转换率为 19.73%。

2) 卡帝乐鳄鱼：2020H1 实现 GMV 共计 12.79 亿元，同比增长 1.09%；增速相对放缓，主要由于温州箱包皮具产业带受疫情影响严重，预计下半年随着疫情得到控制，快手、抖音线上直播带货增长，收入端有望快速反弹。

3) 精典泰迪：2020H1 实现 GMV 共计 1.02 亿元，同比增长 14.74%。

按渠道拆分：

1) 阿里渠道实现 GMV 为 88.19 亿元，同比增长 19.79%，占比 61.33%；**2) 京东渠道**实现 GMV 为 20.47 亿元，同比增长 16.19%，占比 14.24%；**3) 主要社交电商渠道**实现 GMV 为 26.38 亿元，同比增长 94.00%，占比 18.35%；**4) 唯品会渠道**实

现的 GMV 为 7.03 亿元，同比增长 61.00%，占比 4.89%；**5）其他渠道**实现的 GMV 为 1.71 亿元，同比增长 185.17%，占比 1.19%。其中社交电商渠道流量由早期的碎片化向持续化、规模化靠拢，叠加平台自身高速增长，GMV 增长显著，占比持续提升。

按品类拆分：

2020H1 公司主要品类增长较快，增速超出行业平均水平。据我们估算，**1）内衣**品类 GMV 合计 40.25 亿元（+31%），行业增速约为 7%-8%；**2）床上用品** GMV 合计 29.7 亿元（+48%），行业同比增长 3%；**3）男装**品类 GMV 合计 21 亿元（+14.5%），行业数据同比下滑 17.8%；**4）个护**品类 GMV 合计 8.2 亿元（+60%），行业增速为 13%；**5）童装** GMV 合计 7.3 亿元（+14%），行业同比-10%；**6）女装** GMV 合计 7 亿元（+31%），行业同比-3.5%；**7）箱包** GMV 合计 4 亿元（+1.9%），行业同比下滑 20%。

表3：公司主要一级类目增速超行业平均水平

品类名称	GMV（亿元）	GMV 增速	行业平均增速
内衣	40.25	31%	7%-8%
床上用品	29.70	48%	3%
男装	21.00	15%	-17.8%
个护	8.20	60%	13%
童装	7.30	14%	-10%
女装	7.00	31%	-3.5%
箱包	4.00	2%	-20%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

受疫情影响货币化率降低。根据品牌服务及授权业务口径计算，2020H1 公司货币化率为 3.16%，相较 2019H1 下降 0.34pct；其中 2020Q2 公司货币化率为 3.68%，同比下降 0.62pct，主要系疫情期间工厂、供应链生态表现萎靡，公司为保持长期健康发展做出一定让利。随着疫情得到控制，全年来看预计货币化率将逐步恢复。

5、品牌持续升级，强化产品质量管理

公司持续优化品牌形象，着重宣传品牌新定位。公司推出全新 2.0 产品图库，满足合作伙伴个性化需求并保持公司形象统一性，并着重宣传南极人“我的家庭品牌”的新定位，凸显品类全面性、丰富性，提升品牌知名度。

图1：南极人推出 2.0 图库



资料来源：公司公告

品牌营销方面，尽管近日公司产品赋能、公共关系维系、研发等方面受到参观领导、专家的高度认可，但是公司业务碎片化，难以通过社媒进行传播。接下来公司会1) 密切监控社媒负面信息，改善并树立良好的企业形象，将企业的商业模式、合作模式、管理模式广为传播。2) 下半年开始将会在品牌建设上进行持续的、中等水平的投入，加深消费者“万物皆可南极人”的品牌认知。

产品方面，公司同时从供应链端、品牌商合作管理端入手，严格把控产品品质，提升消费者满意度。从目前的各大平台所传递的退货率以及抽查的合格率来说，公司整体品控水平较好。

内部管理方面，公司未来将会对所有事业部所管类目进行重度考核，并和绩效挂钩。考核指标将从合格率转化为不合格率，并且将考核培训进行结合，通过事业部和专业人员在品控上赋能。

供应链端：多项举措加强产品质量。公司截至 2020H1 已与 14 家质量检测机构达成战略合作，且进一步优化了质量管理团队的组织架构，成立了供应链管理部，继续加大质量管理的投入，联合第三方质检机构对合作工厂的质量管理流程、人员、组织进行进一步的服务。对于不符合标准的供应商，公司将进行培训、提升甚至淘汰，利用问责机制严格把控产品质量。

品牌合作端：大力加强品控，监控商品评价，主动送检平台产品提升消费者满意度。同时，公司持续主动在各大电商品牌开展产品抽查及送检工作，并对三大主要电商平台上公司品牌商品评论进行监控，通过文本挖掘算法对质量、包装和商标三个层面进行日粒度的监控，以提升公司品牌商品质量和消费者满意度。

6、商业模式持续“进化”，南极数云配适业务发展不断迭代

“南极数云”围绕爆款打造和质量监控做了相关产品适配，引入主流算法工程进行复杂业务处理，原有模块也在业务需求增长下不断迭代升级。预计未来南极数云将从多方面支持公司及合作伙伴的消费侧运营管理，包括：1) 收集反映各平台真实数据、数据备份、数据垂直化运用；2) 进行数据分析和管理，围绕分析管理产生持续的营销、研发和管理工具，和业务高度打通；3) 进行智能、自动化配置，持续优化公司运营。

7、扩品类、扩渠道逻辑持续，未来增长可期

1) 扩品类：成熟品类不断强化竞争优势，食品、化妆品等新品类值得期待。

成熟型类目竞争优势持续加强。南极人品牌成熟品类规模优势明显，竞争地位继续保持领先，并于 2020 年通过进一步控价、规则细化、加强营销与服务等方式提升品牌势能。其优势品类内衣/家居服、床上用品阿里平台 GMV 分别增长 18.55%，市场占有率为 7.82%/8.47%，环比增加 0.72pct/1.49pct，均位列行业第一。

新品类增长可期。新增食品、化妆品、住宅家居、医疗器械、办公文教、宠物等类目蓄势待发，且化妆品品类数据持续优化，预计 2020 年各个新品类将有所突破，增添新的业绩增长点，改善收入结构。

2) 扩渠道：2020 年拼多多渠道由合作型转为运营型平台，2020Q2 拼多多平均月活用户数 5.69 亿，同比增长 55%，单季净增规模创历史新高。我们估计公司共计拥有超 50 家千万级拼多多店铺，7 家 5000 万级店铺，3 家亿级店铺，有望享受平台

快速增长红利。其中南极人紫初专卖店于 2020 年 3 月上线，GMV 破亿仅用时 4 个多月，社交电商渠道发展潜力较大，再次验证扩渠道逻辑。并且，随着社交电商渠道运营、供应链效率的提升，货币化率有望同步提升，带动公司业绩增长。

8、时间互联业务增长潜力较大，互联网广告市场广阔

尽管疫情期间广告投放数量减少，长期来看互联网广告行业市场广阔，增长潜力较大，主要体现在：1) 客户多样性增加。客户类型在各类 APP 基础上增加了淘宝商家、由线下转型线上的传统零售商家等新客户，带动行业需求提升。2) 客户需求升级，催生精细化管理需求。广告主对于投放的要求日趋严格，需求日趋多样。广告服务需要根据不同客户的需求进行升级，满足更多场景，采用更加精细的管理。

针对新兴需求，2020H1 公司成立新媒体中心，加深精细化管理，满足新型网红达人生态衍生出的新型广告需求。另外，时间互联 2020 年拓展了 OPPO 流量媒体，丰富了客户类型，有助于提高市场占有率以及提高时间互联的知名度，为快速发展奠定良好的流量资源基础。

在存量业务方面，公司依托管理团队丰富的互联网营销行业经验及资源积累，多年来开拓了快手、淘宝、苏宁易购、蘑菇街、爱奇艺、抖音系列产品等一系列优质客户，且手握 VIVO、小米等优质流量媒体合作资源，同时也是腾讯应用宝、今日头条等主流流量媒体的核心代理商，竞争优势明显，未来发展潜力较大。

9、盈利预测与投资建议

维持盈利预测不变，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 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 分别为 33/26/21 倍，维持“买入”评级。

10、风险提示

新品类与渠道扩张速度不及预期；服务费率下降及平台规则变化等。

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	7761	9264	11737
现金	1190	1281	4832	6334	8464
应收票据及应收账款	765	863	617	911	836
其他应收款	60	88	76	112	103
预付账款	553	229	638	357	780
存货	3	5	4	7	5
其他流动资产	487	1544	1594	1542	1549
非流动资产	1492	1474	1570	1689	1733
长期投资	14	0	-14	-27	-40
固定资产	3	7	7	6	6
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	9331	10952	13470
流动负债	784	626	937	817	1076
短期借款	70	100	200	250	300
应付票据及应付账款	52	69	53	74	58
其他流动负债	662	457	683	493	718
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	937	817	1076
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	4628	6559	9003
归属母公司股东权益	3739	4859	8394	10136	12394
负债和股东权益	4549	5485	9331	10952	13470

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	551	1255	1515	1752	2291
净利润	887	1206	1550	1987	2504
折旧摊销	5	46	5	6	5
财务费用	5	-0	-17	-36	-49
投资损失	-23	-35	-35	-35	-35
营运资金变动	-343	38	12	-171	-134
其他经营现金流	21	0	0	0	0
投资活动现金流	-464	-1596	-66	-90	-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	3551	1502	2130

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3353	3907	4330	4967	5679
营业成本	2197	2403	2429	2529	2626
营业税金及附加	10	10	12	13	15
营业费用	111	119	143	175	204
管理费用	57	80	95	124	148
研发费用	38	43	51	75	89
财务费用	5	-0	-17	-36	-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	1652	2122	2680
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	1675	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
归母净利润	886	1206	1550	1987	2504
EBITDA	962	1321	1663	2119	2663
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	10.8	14.7	14.3
营业利润(%)	56.0	33.2	32.4	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	43.9	49.1	53.8
净利率(%)	26.4	30.9	35.8	40.0	44.1
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	10.0	7.5	8.0
净负债比率(%)	-29.7	-24.3	-72.9	-75.1	-78.8
流动比率	3.9	6.4	8.3	11.3	10.9
速动比率	2.6	5.9	7.5	10.8	10.1
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	0.62	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	58.2	42.8	33.3	26.0	20.6
P/B	13.8	10.6	8.1	6.4	5.0
EV/EBITDA	52.5	37.0	27.3	20.8	15.7

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的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	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	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