



Research and  
Development Center

# 业绩高增蓄势 2021，开疆拓土势如破竹

—传音控股(688036.SH)点评报告

2021年4月28日

方竞 电子行业分析师  
S1500520030001  
+86 15618995441  
fangjing@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

传音控股 (688036.SH)

投资评级 买入

上次评级 增持



资料来源：万得，信达证券研发中心

方竞 电子行业首席分析师

执业编号：S1500520030001

联系电话：15618995441

邮箱：fangjing@cindasc.com

相关研究

《传音控股：新兴市场异军突起，非洲之王再启征程》2021.02.21

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 业绩高增蓄势 2021，开疆拓土势如破竹

2021年04月28日

**事件：**2021年4月27日，传音控股披露2021年一季报，一季度公司实现营收112.52亿元，同比增长99.34%；归母净利润8.01亿元，同比增长125.93%。

**点评：**

**Q1 业绩超预期增长。**2021年一季度，公司实现营收112.52亿元，同比增长99.34%，主要得益于公司在非洲地区的稳健增长和在其他新市场的成功扩张；实现净利润8.01亿元，同比增长125.93%，主要得益于公司经营管理效率提升，本季度销售费用率8.15%，同比下降2.3个百分点，环比下降4个百分点。一季度公司毛利率23.44%，同比下降3.7个百分点，主要原因在于公司业务扩张，新市场收入占比提高。

**基本盘稳定，新市场扩张顺利。**非洲、南亚、东南亚、中东和南美等新兴市场人口基数超过30亿，经济发展水平较低，手机普及率和智能手机渗透剂均较低，为公司成长提供了稳定增长的需求和广阔的市场空间。

2020年公司手机出货量1.7亿部，位列全球第四。在非洲市场，公司保持龙头地位，2020年Q4出货量3560万台，市占率增至65%，领先优势持续扩大。在南亚市场，巴基斯坦市占率超40%，孟加拉市占率超20%，新市场拓展顺利。展望2021年，公司在泰国、菲律宾、土耳其、印尼等新市场有望实现超预期增长。

**存量升级弹性释放，智能机快速增长。**从出货结构来看，当前非洲市场功能机占比仍超50%，结构升级潜力巨大。4Q20公司在非洲市场智能机出货1100万台，市占率达48%，将持续受益新兴市场高增长。

而在发展水平相对较高的东南亚的印尼、菲律宾等国家，传音亦能直接依靠智能机产品强势切入，打开市场。据IDC数据，2020年Q4传音在菲律宾智能机市占率达15%，同比提升9个百分点，在印尼智能机市占率达9.3%，同比提升9个百分点，产品竞争力凸显。

**移动互联网业务提速，家电、配件业务拓展顺利。**庞大的系统装机量和用户流量是公司移动互联网业务的核心基础。公司与网易、腾讯、阅文集团等多家国内领先的互联网公司，在多个应用领域进行出海战略合作，积极开发和孵化移动互联网产品。2021年3月，据AppsFlyer数据，公司成为全球增速第三的媒体渠道，较2020年10月应用安装份额提升240%。截止20年底，公司已有8款APP月活超过1000万；Boomplay用户达1.26亿，曲库数超过5000万，达成泛非47国版权合作；新闻聚合类应用Scooper已在5个国家搭建起本地化运营团队。

此外，公司在家电和配件等扩品类业务方面也有良好表现，保持增长势头，在大力发展线下业务的同时，积极拓展线上渠道，多品牌策略进入良性发展。2020年，公司手机以外主营业务收入达11.03亿元，同比增长13%。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2021-2023年营业收入分别为515.47/641.61/782.69亿元，归母净利润37.79/48.36/60.87亿元，对应2021年4月27日市值1472亿元计算，市盈率分别为40/31/25倍。考虑到新兴市场增量空间和结构性升级潜力，以及公司在新兴市场的持续扩张，未来业绩增长空间可观。对比同行业可比公司，给予公司2021年50倍PE，对应目标价232元，上调

至“买入”评级。

**风险因素：**海外疫情反复；竞争格局变化；市场需求不及预期

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(亿元)	253.46	377.92	515.47	641.61	782.69
增长率 YoY	11.92%	49.10%	36.40%	24.47%	21.99%
归属母公司净利润(亿元)	17.93	26.86	37.79	48.36	60.87
增长率 YoY	172.80%	49.80%	40.66%	27.99%	25.85%
毛利率	27.36%	25.74%	25.75%	26.00%	26.15%
净资产收益率ROE	29.47%	28.66%	30.97%	30.07%	28.99%
EPS(摊薄)(元)	2.24	3.36	4.65	5.95	7.48
市盈率 P/E(倍)	82.08	55.70	39.60	30.94	24.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年04月27日收盘价

## 目录

1、一季度业绩超预期，盈利能力持续提升 .....	5
2、非洲基本盘稳固，新市场扩张顺利 .....	6
3、移动互联业务提速，家电、配件业务拓展顺利 .....	7
4、持续研发投入，深耕新兴市场 .....	8
5、盈利预测与投资评级 .....	9
6、风险因素 .....	9

## 表目录

表 1: 触宝大数据 2020Q2 非洲地区音乐类 APP 排行榜 .....	7
表 2: 盈利预测 .....	9

## 图目录

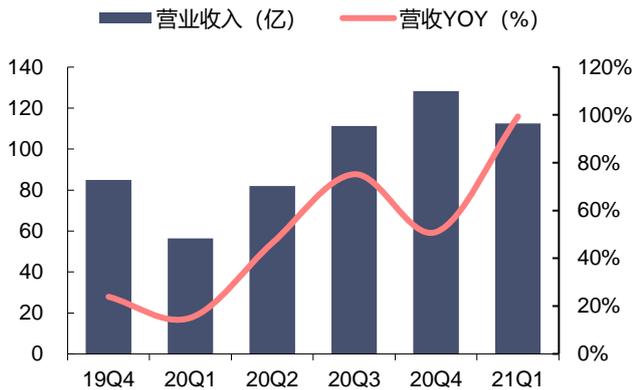
图 1: 传音营收表现 .....	5
图 2: 传音净利表现 .....	5
图 3: 传音利润率表现 .....	5
图 4: 传音期间费用率表现 .....	5
图 5: 2016-2020 年传音手机业务分地区营收 (亿元) .....	6
图 6: 非洲市场手机出货量 (百万台) .....	6
图 7: 非洲市场传音智能机和功能机市占率 .....	6
图 8: 巴基斯坦市场手机出货量 (百万台) .....	6
图 9: 孟加拉市场手机出货量 (百万台) .....	6
图 10: 短视频 app VSkit .....	7
图 11: 音乐 app Boomplay .....	7
图 12: 移动支付 app Palmpay .....	7
图 13: 传音子品牌 Syinix 主要家电产品 .....	8
图 14: 传音子品牌 Oramo 产品线 .....	8
图 15: 传音研发支出 .....	8
图 16: 传音研发人员数量 .....	8

## 1、一季度业绩超预期，盈利能力持续提升

一季度业绩超预期，净利稳步增长。2021 年一季度公司实现营收 112.52 亿元，同比增长 99.34%；归母净利 8.01 亿元，同比增长 125.93%。公司上年同期受疫情等影响，销售收入相对较低；本季度非洲市场继续保持稳定增长，非洲以外市场销售收入也有较大提升。

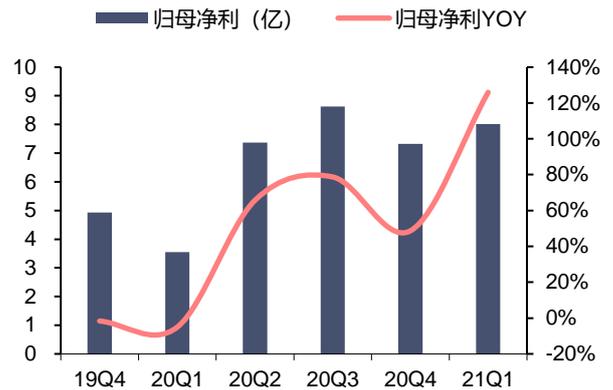
利润率和费用率方面，公司 Q1 毛利率 23.44%，同比下降 3.7 个百分点，主要原因在于公司业务扩张，新市场收入占比提高，公司在非洲以外地区的毛利率相对较低。Q1 净利率 7.12%，维持稳定，主要得益于公司经营管理效率提升，本季度销售费用率 8.15%，同比下降 2.3 个百分点，环比下降 4 个百分点。

图 1：传音营收表现



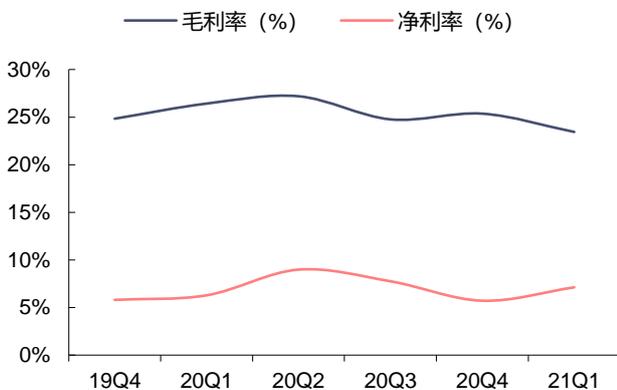
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：传音净利表现



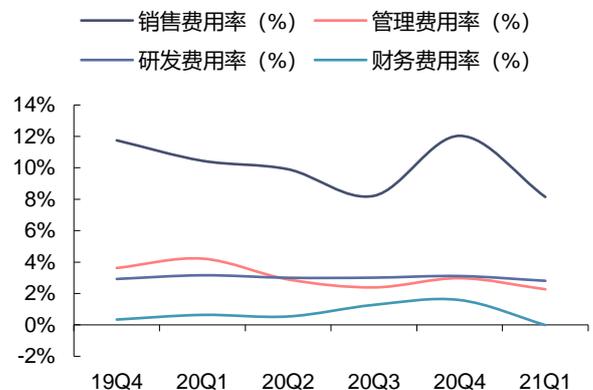
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：传音利润率表现



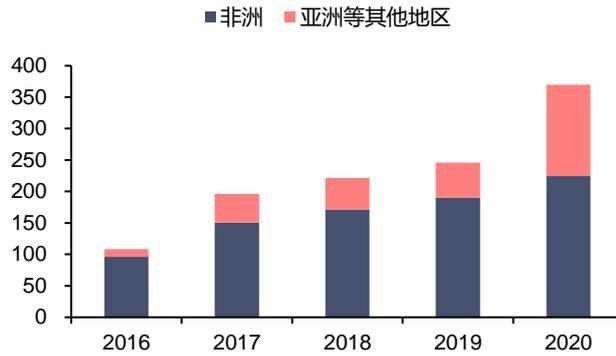
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 4：传音期间费用率表现



资料来源：Wind，信达证券研发中心

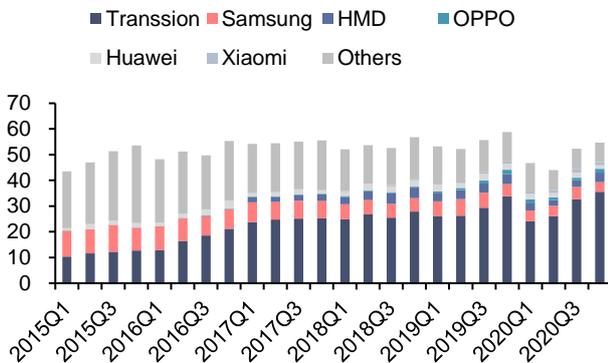
分地区营收来看，随着公司在新兴市场的持续扩张，手机业务在非洲以外地区收入持续增长，2020 年达到 145.4 亿元，同比增长 160%，手机业务营收比例达 39%，同比提升 16 个百分点。同时，公司非洲基本盘亦保持稳定增长，2020 年，尽管疫情影响下游需求，非洲手机销量下滑，公司手机业务在非洲地区收入 224.5 亿元，同比增长 18%。

**图 5：2016-2020 年传音手机业务分地区营收（亿元）**


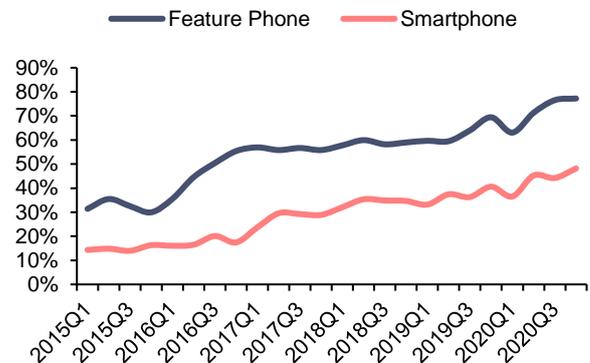
资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 2、非洲基本盘稳固，新市场扩张顺利

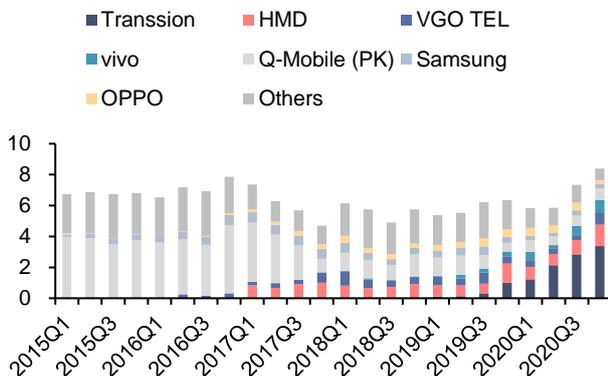
2020 年公司手机整体出货量 1.74 亿部，在非洲市场稳健增长，市场份额继续保持第一，同时 2020 年在非洲以外的新兴市场开拓上取得了较为明显的成效。IDC 数据统计，2020 年公司在全球手机市场的占有率 10.6%，在全球手机品牌厂商中排名第四，其中智能机在全球智能机市场的占有率为 4.7%，排名第七位。2020 年公司在非洲的市场份额持续提升，其中非洲智能机市场的占有率超过 40%，非洲第一的领先优势进一步扩大。在南亚市场，巴基斯坦智能机市场占有率超过 40%，排名第一、孟加拉国智能机市场占有率 18.3%，排名第一、印度智能机市场占有率 5.1%，排名第六，非洲以外新兴市场业务扩展势态良好。

**图 6：非洲市场手机出货量（百万台）**


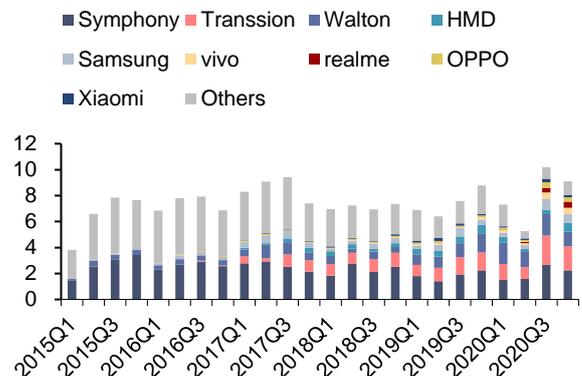
资料来源：IDC，信达证券研发中心

**图 7：非洲市场传音智能机和功能机市占率**


资料来源：IDC，信达证券研发中心

**图 8：巴基斯坦市场手机出货量（百万台）**


资料来源：IDC，信达证券研发中心

**图 9：孟加拉市场手机出货量（百万台）**


资料来源：IDC，信达证券研发中心

### 3、移动互联业务提速，家电、配件业务拓展顺利

移动互联网业务方面，公司智能机销量的增加为公司带来了持续稳定的流量，是公司发展移动互联网业务的保证。公司旗下手机品牌均搭载了基于 Android 系统平台二次开发、深度定制的智能终端操作系统（OS），包括 HiOS、itelOS 和 XOS。围绕传音 OS，公司开发了应用商店、游戏中心、广告分发平台以及手机管家等工具类应用程序。基于用户流量和数据资源的移动互联网平台，是公司发展移动互联网产品的核心基础。2021 年 3 月，据 AppsFlyer 数据，公司成为全球增速第三的媒体渠道，较 2020 年 10 月应用安装份额提升 240%。

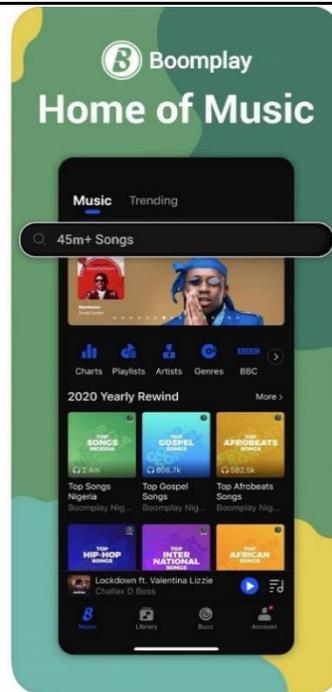
此外，公司与网易、腾讯、阅文集团等多家国内领先的互联网公司，在多个应用领域进行出海战略合作，积极开发和孵化移动互联网产品。截至 2020 年底，已经有 8 款自主与合作开发的应用程序月活用户数超过 1,000 万。Boomplay 拥有总用户数 1.26 亿，曲库规模 5,000 万首，是目前非洲最大的音乐流媒体平台。新闻聚合类应用 Scooper，已在 5 个国家搭建起本地化运营团队，在多个国家的新闻类 APP 的用户数排名中名列前茅。短视频类应用程序 Vskit，透过与非洲本地关键意见领袖（KOL）的合作，积累起本地短视频内容的优势与壁垒，并深化视频内容的多样性与品质。

图 10: 短视频 app Vskit



资料来源: Apple Appstore, 信达证券研发中心

图 11: 音乐 app Boomplay



资料来源: Apple Appstore, 信达证券研发中心

图 12: 移动支付 app Palmpay



资料来源: Apple Appstore, 信达证券研发中心

表 1: 触宝大数据 2020Q2 非洲地区音乐类 APP 排行榜

排名	APP 名称	周活跃率	周人均打开次数	周人均使用时长 (min)
1	Google Play Music	16.53%	15.0	10.97
2	<b>Boomplay</b>	<b>15.48%</b>	<b>20.9</b>	<b>40.49</b>
3	SoundCloud	3.54%	29.7	23.85
4	Audiomack	1.18%	28.9	26.12
5	LarkPlayer	1.16%	17.7	25.81

资料来源: 触宝大数据, 信达证券研发中心预测

此外，公司在家电和配件等扩品类业务方面也有良好表现，保持增长势头，在大力发展线下业务的同时，积极拓展线上渠道，多品牌策略进入良性发展。2020年，公司手机以外主营业务收入达 11.03 亿元，同比增长 13%。

图 13: 传音子品牌 Syinix 主要家电产品



资料来源: Syinix, 信达证券研发中心

图 14: 传音子品牌 Oraimo 产品线



资料来源: Oraimo, 信达证券研发中心

#### 4、持续研发投入，深耕新兴市场

**针对用户需求，本地化创新技术。**公司是最早进入非洲的国产手机厂商之一，拥有多年技术沉淀，对于非洲市场及用户群体有着深刻的洞察与理解，非洲市场领先的市场占有率为公司带来了天然、持续和稳定的数据与流量，引领着当地的手机设计、工艺等方面的升级方向。经过多年的持续积累，公司已具备较强应用性技术创新能力。公司积极引入新材料、新工艺以及新技术并在手机产品上进行应用，实现应用性技术上的持续创新。以非洲市场为例，针对非洲消费者的市场需求，公司取得了高度切合当地市场的研发成果，研制了深肤色摄像技术、夜间拍照捕捉技术和暗处人脸识别解锁功能等个性化应用技术；针对非洲国家局部地区经常停电、早晚温差大、使用者手部汗液多等问题，公司还针对性地研制了低成本高压快充技术、超长待机、环境温度检测的电流控制技术和防汗液 USB 端口等；针对非洲消费者的娱乐方式，研制了适合非洲音乐的低音设计和喇叭设计，适合非洲人的收音机功能设计，并在音乐、游戏、短视频、内容聚合等领域开发了契合非洲用户偏好的移动互联网应用。

**持续研发投入，技术人员稳步增长。**2020 公司研发支出 11.58 亿元，同比增长 43.8%，随业务规模扩大而稳步增长，增幅主要来自研发人员薪酬增长。2020 年末，传音拥有研发人员 1915 人，同比增长 22.13%，研发人员占比持续提升。

图 15: 传音研发支出



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 传音研发人员数量



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**股权激励凸显公司着眼长期。**此外，为了吸引外部人才、稳定内部人才，公司推出了 2020 年限制性股票激励计划，首次授予激励对象人数为 294 人，激励总量为 776 万股，占公司总股本的 0.97%。其中首次授予的限制性股票数量为 621 万股，预留部分限制性股票为 155 万

股。高股权激励，对公司利润影响较大，而公司不惧短期利润压力，通过全员覆盖型股权激励绑定人才，激励上下员工与公司共同成长。2020年，公司股份支付费用高达7712.30万元。

## 5、盈利预测与投资评级

我们预计公司2021-2023年营业收入分别为515.47/641.61/782.69亿元，归母净利润37.79/48.36/60.87亿元，对应2021年4月27日市值1472亿元计算，市盈率分别为40/31/25倍。

考虑到传音在海外经营手机、配件、家电等主营业务，选取海外手机龙头公司苹果、国内出海消费电子品牌安克创新、国内出海智能家居品牌科沃斯作为同行业可比公司，根据Wind和Bloomberg一致预测，计算得2021年同行业可比公司平均市盈率为54倍，考虑到传音所在的新兴市场增量空间和结构性升级潜力，以及公司在新兴市场的持续扩张，未来业绩增长空间可观，给予公司2021年50倍PE，对应目标价232元，上调至“买入”评级。

表2：盈利预测

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(亿元)	253.46	377.92	515.47	641.61	782.69
增长率 YoY	11.92%	49.10%	36.40%	24.47%	21.99%
归属母公司净利润(亿元)	17.93	26.86	37.79	48.36	60.87
增长率 YoY	172.80%	49.80%	40.66%	27.99%	25.85%
毛利率	27.36%	25.74%	25.75%	26.00%	26.15%
净资产收益率ROE	29.47%	28.66%	30.97%	30.07%	28.99%
EPS(摊薄)(元)	2.24	3.36	4.65	5.95	7.48
市盈率 P/E(倍)	82.08	55.70	39.60	30.94	24.59

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年04月27日收盘价

表3：同行业估值对比

公司	代码	股价	市值	PS			PE			PB (MRQ)
				21E	22E	23E	21E	22E	23E	
苹果公司	AAPL.O	134.72	22,616.92	8.22	7.16	6.77	40.97	34.20	31.33	34.1522
安克创新	300866	164.94	670.36	5.28	4.04	3.12	53.89	41.20	31.49	12.42
科沃斯	603486	159.76	914.70	8.31	6.35	5.00	67.16	46.69	32.74	26.68
平均估值				7.27	5.85	4.96	54.01	40.69	31.85	24.42
传音控股	688036	184.00	1,472.00	3.11	2.45	1.61	41.63	32.63	21.29	14.03

资料来源：万得、Bloomberg一致预测，信达证券研发中心预测；股价为2021年04月27日收盘价，单位为原始币种（苹果公司：美元，安克创新、科沃斯：元）

## 6、风险因素

海外疫情反复；竞争格局变化；市场需求不及预期

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	154.63	230.05	308.74	396.08	499.07
货币资金	77.17	132.01	185.74	253.84	332.70
应收票据	0.00	0.00	0.10	0.04	0.07
应收账款	7.84	11.45	14.97	18.64	22.82
预付账款	2.05	1.93	4.71	5.84	7.11
存货	31.35	55.52	80.38	89.17	100.92
其他	0.36	0.29	0.23	0.29	0.35
<b>非流动资产</b>	22.81	29.85	29.40	27.77	26.85
长期股权投资	1.39	2.57	3.99	3.99	3.99
固定资产(合计)	7.67	7.56	12.91	11.68	10.30
无形资产	6.15	4.83	4.21	3.79	3.42
其他	0.08	0.15	0.08	0.08	0.09
<b>资产总计</b>	177.44	259.91	338.14	423.85	525.93
<b>流动负债</b>	81.56	135.29	179.17	220.86	267.55
短期借款	0.00	11.97	13.06	16.25	19.83
应付票据	14.83	25.46	34.73	43.08	52.44
应付账款	52.96	80.25	109.45	135.77	165.28
其他	0.14	0.18	0.22	0.26	0.30
<b>非流动负债</b>	13.23	19.52	19.37	19.38	19.40
长期借款	0.94	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.12	0.20	0.19	0.19	0.19
<b>负债合计</b>	94.79	154.81	198.53	240.25	286.95
少数股东权益	0.11	0.17	0.54	1.01	1.61
归属母公司股东权益	82.54	104.92	139.06	182.59	237.37
<b>负债和股东权益</b>	177.44	259.91	338.14	423.85	525.93

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	253.46	377.92	515.47	641.61	782.69
同比(%)	11.92%	49.10%	36.40%	24.47%	21.99%
归属母公司净利润	17.93	26.86	37.79	48.36	60.87
同比(%)	172.80%	49.80%	40.66%	27.99%	25.85%
毛利率(%)	27.36%	25.74%	25.75%	26.00%	26.15%
ROE%	29.47%	28.66%	30.97%	30.07%	28.99%
EPS(摊薄)(元)	2.24	3.36	4.65	5.95	7.48
P/E	82.08	55.70	39.60	30.94	24.59
P/B	5.90	3.96	2.90	2.33	1.91
EV/EBITDA	63.72	38.18	29.93	24.19	19.59

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	253.46	377.92	515.47	641.61	782.69
营业成本	184.12	280.64	382.75	474.81	577.99
营业税金及附加	0.79	0.71	1.04	1.29	1.57
销售费用	28.59	38.60	51.55	64.16	78.27
管理费用	10.61	11.22	15.46	19.25	23.48
研发费用	8.05	11.58	15.46	19.25	23.48
财务费用	-0.31	4.25	1.24	-0.43	-1.02
减值损失合计	-1.76	-2.19	-2.81	-3.88	-3.86
投资净收益	-2.97	-0.50	0.00	0.00	0.00
其他	0.02	-0.01	-0.04	-0.07	-0.07
<b>营业利润</b>	21.95	31.88	47.27	60.51	76.17
营业外收支	-0.13	0.13	0.23	0.28	0.34
<b>利润总额</b>	21.82	32.01	47.50	60.79	76.51
所得税	3.86	5.23	9.34	11.96	15.05
<b>净利润</b>	17.97	26.78	38.16	48.84	61.46
少数股东损益	0.03	-0.08	0.37	0.47	0.59
<b>归属母公司净利润</b>	17.93	26.86	37.79	48.36	60.87
EBITDA	1.51	7.18	3.41	2.35	1.65
EPS(当年)(元)	2.24	3.36	4.65	5.95	7.48

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	40.41	43.08	57.37	72.30	84.66
净利润	17.97	26.78	38.16	48.84	61.46
折旧摊销	1.19	1.49	1.70	2.17	1.91
财务费用	0.10	5.37	1.24	-0.43	-1.02
投资损失	-0.40	2.97	0.50	0.00	0.00
营运资金变动	17.05	11.82	14.26	20.86	20.31
其它	0.01	-0.03	0.02	0.01	0.02
<b>投资活动现金流</b>	-28.73	8.18	0.15	-2.99	-4.30
资本支出	-1.21	-2.69	-2.53	-0.32	-0.01
长期投资	12.15	14.61	100.47	1.65	-2.77
其他	-0.40	-0.04	-0.98	-0.04	-0.02
<b>筹资活动现金流</b>	25.68	5.76	-3.79	-1.21	-1.49
吸收投资	27.60	0.96	3.91	4.84	6.09
借款	3.48	6.09	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	0.31	-4.25	-5.01	-4.41	-5.06
<b>现金流净增加额</b>	37.35	57.01	53.73	68.10	78.86

## 研究团队简介

**方竞**，西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等龙头企业工作经历，熟悉半导体及消费电子的产业链，同时还是国内知名半导体创业孵化平台IC咖啡的发起人，曾协助多家半导体公司早期融资。2017年在太平洋证券,2018年在招商证券,2020年加入信达证券任首席分析师。所在团队曾获19年新财富电子行业第3名;18/19年《水晶球》电子行业第2/3名;18/19年《金牛奖》电子行业第3/2名。

**刘少青**，武汉大学硕士,2018年加入西南证券,2020年加入信达证券,熟悉半导体产业链。

**刘志来**，上海社会科学院金融硕士,2020年加入信达证券,从事电子行业研究。

**童秋涛**，复旦大学硕士,2020年加入信达证券,从事电子行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北	卞双	13520816991	<a href="mailto:bianshuang@cindasc.com">bianshuang@cindasc.com</a>
华北	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北	刘晨旭	13816799047	<a href="mailto:liuchenxu@cindasc.com">liuchenxu@cindasc.com</a>
华北	欧亚菲	18618428080	<a href="mailto:ouyafei@cindasc.com">ouyafei@cindasc.com</a>
华北	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东	孙斯雅	18516562656	<a href="mailto:sunsiya@cindasc.com">sunsiya@cindasc.com</a>
华东	张琼玉	13023188237	<a href="mailto:zhangqiongyu@cindasc.com">zhangqiongyu@cindasc.com</a>
华南总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南	焦扬	13032111629	<a href="mailto:jiaoyang@cindasc.com">jiaoyang@cindasc.com</a>
华南	江开雯	18927445300	<a href="mailto:jiangkaiwen@cindasc.com">jiangkaiwen@cindasc.com</a>
华南	曹曼茜	18693761361	<a href="mailto:caomanqian@cindasc.com">caomanqian@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。