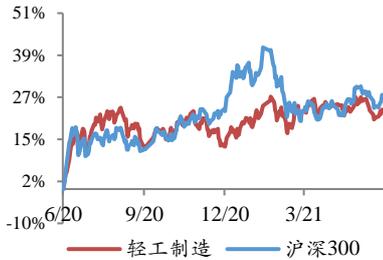


顾家家居高管增持；成人护理行业发展潜力大

行业评级：增持

报告日期：2021-06-28

行业指数与沪深300走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

相关报告

- 1.竣工反弹，家居卖场景气高，皮革和海运价格高位运行 2021-06-17
- 2.全球雾化领导者，思摩尔领衔创新制造 2021-06-02
- 3.地产销售较19年仍有较快增长，原材料价格企稳 2021-05-17

主要观点：

● 本周专题：成人失禁用品龙头可靠股份上市，行业潜力巨大。

中国成人失禁用品渗透率低，人口老龄化以及产品教育推动行业高速扩容。未来随着成人失禁用品的细分化和舒适度提升，再加上消费者个人护理意识的加强和消费习惯的改善，成人失禁用品市场仍将有较大发展空间。

从细分品类来看，舒适度更高的成人纸尿裤近年来市场规模占比不断提升，而舒适度较低的护理垫和成人纸尿裤占比逐年下滑，产品结构改变的背后折射出消费观念的升级，即消费者更愿意为性能卓越且舒适度高的产品买单。

可靠股份多年行业深耕经验，旗下产品可覆盖高、中、低各层级市场。公司成人失禁护理用品毛利较高，产品占比逐年提升，渠道建设方面采取线下体验引流+线上高频大量销售模式。

● 本周观点。

家居板块：地产端回暖有望带动家居行业需求提升，同时受益于美国地产复苏和上游原材料价格企稳，行业外销景气度逐渐回升。线上渠道来看，家居板块618表现亮眼，其中软体家居领跑行业。

造纸板块：淡季回调有限，旺季在即需求有望回升。本月为造纸行业传统淡季，终端备货积极性降低，行业有所需求回落，纸价有所调整。生活用纸行业竞争格局改善，龙头提价落地，盈利有望改善。

必选轻工板块：日用品和文化办公用品景气度仍然较高，电商渠道近期表现亮眼。

● 投资建议

软体家居持续推荐顾家家居。在软体家居内销市场格局持续优化的背景下，公司通过渠道数字化改革及品牌矩阵完善加快抢占市场。本周顾家家居获高管增持股票，向市场积极传递正面信号。同时建议关注喜临门。定制家居板块建议关注龙头欧派家居、索菲亚、金牌橱柜、志邦家居。其中索菲亚本周出台回购计划用于未来的员工激励。

建议关注全品类造纸龙头太阳纸业，林浆纸一体化平滑经营周期波动。同时建议关注箱板纸龙头山鹰国际。生活用纸继续推荐中顺洁柔，Q2提价逐步落地+竞争格局改善，盈利能力有望进一步提升。

持续推荐晨光文具，传统核心业务通过产品高端化以及细分赛道拓品类有望实现量价齐升，新业务发展态势良好，盈利能力有望持续提升。

● 风险提示

宏观经济增长不及预期导致居民购买力下降、整体消费景气度低迷；地产调控严峻对下游家居需求产生负面影响。

正文目录

1 新股速递：可靠股份（301009.SZ）创业板上市，中国成人失禁用品行业潜力巨大.....	4
1.1 中国成人失禁用品渗透率低，人口老龄化以及产品教育推动行业高速扩容.....	4
1.2 产品结构持续升级，线上销售更具优势，行业集中度偏低.....	5
1.3 可靠是成人失禁用品行业龙头，拥有多年行业深耕经验.....	6
2 本周观点.....	6
2.1 家居板块.....	6
2.2 造纸板块.....	9
2.3 必选轻工板块.....	9
3.数据跟踪.....	10
3.1 本周轻工制造板块走势.....	10
3.2 原材料价格走势.....	11
3.3 房地产数据跟踪.....	12
4.本周重要公告.....	14
风险提示：.....	14

图表目录

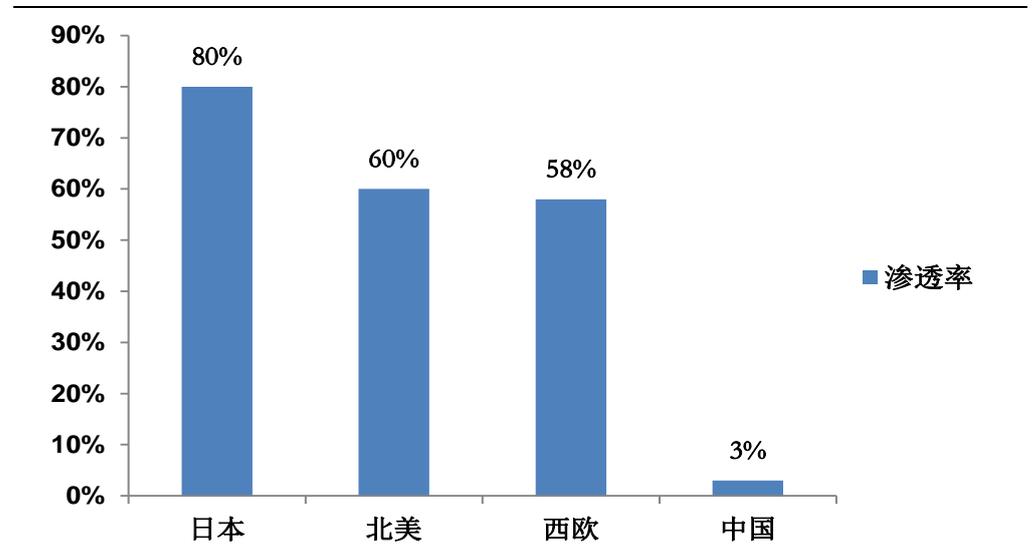
图表 1 成人失禁用品市场渗透率	4
图表 2 我国 60 岁以上人口数量及占比	5
图表 3 我国成人失禁用品市场规模 (亿元)	5
图表 4 2017-2019 年我国成人失禁用品市场结构	5
图表 5 2018-2020 年公司成人失禁用品收入及占比	6
图表 6 我国成人失禁用品市场规模 (亿元)	6
图表 7 美国新建住房销售及同比	7
图表 8 家具及其零件出口额累计值及同比	7
图表 9 家具及其零件出口额当月值及同比	7
图表 10 家具建材板块 618 销售额行业排名第六	8
图表 11 喜临门 618 全网销量领先	8
图表 12 京东 618 全屋定制品牌榜成交额前五	8
图表 13 瓦楞纸价格走势 (元/吨)	9
图表 14 白卡纸价格走势 (元/吨)	9
图表 15 轻工制造指数周涨跌幅	10
图表 16 轻工制造指数年走势	10
图表 17 轻工重点公司估值	10
图表 18 铜铝价格走势 (美元/吨)	11
图表 19 塑料价格走势 (2005 年 11 月 1 日=1000)	11
图表 20 TDI 价格走势 (元/吨)	11
图表 21 MDI 价格走势 (元/吨)	11
图表 22 刨花板价格走势 (元/张)	12
图表 23 中密度板价格走势 (2010 年 6 月=1000)	12
图表 24 钢材价格走势 (1994 年 4 月=100)	12
图表 25 人民币汇率走势	12
图表 26 累计商品房销售面积 (亿平方米)	12
图表 27 当月商品房销售面积 (亿平方米)	12
图表 28 累计房屋竣工面积 (亿平方米)	13
图表 29 当月房屋竣工面积 (亿平方米)	13
图表 30 累计房屋新开工面积 (亿平方米)	13
图表 31 当月房屋新开工面积 (亿平方米)	13
图表 32 累计房屋施工面积 (亿平方米)	13
图表 33 大中城市成交面积 (万平方米)	13
图表 34 本周重要公告	14

1 新股速递：可靠股份（301009.SZ）创业板上市，中国成人失禁用品行业潜力巨大

1.1 中国成人失禁用品渗透率低，人口老龄化以及产品教育推动行业高速扩容

中国成人失禁用品行业正处于由导入期转向成长过渡期的阶段。国内成人失禁用品的渗透率仅 3%，与欧美、日本等发达国家相比渗透率相比尚有较大差距。作为全球老龄化发展最快、水平最高的国家之一，日本成人失禁用品的市场渗透率已高达 80%，北美、西欧的渗透率分别为 60%和 58%。相比之下，国内成人失禁用品的市场渗透率仍有较大提升空间。

图表 1 成人失禁用品市场渗透率



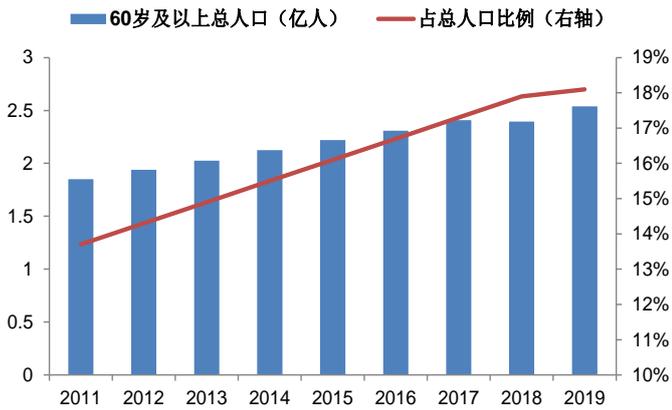
资料来源：可靠股份招股说明书，华安证券研究所

成人失禁用品的主要受众一般为老年失禁者和残疾失禁者，其中老年失禁者为主要的消费群体，故老年人口数量将在很大程度上影响成人失禁用品未来的发展空间。截至 2019 年底，我国 60 岁及以上总人口数量达到 2.54 亿，占总人口比例 18.1%，与 2013 年数据相比，我国 60 岁及以上人口数量上增加约 6900 万人，占总人口比例提升近 5 个点。人口老龄化是行业扩容的重要推手。

目前国内成人失禁护理用品主要受众为中度和中度失禁人群，轻度失禁人群态度较为保守，使用意愿较低。未来随着成人失禁用品的细分化和舒适度提升，再加上消费者个人护理意识的加强和消费习惯的改善，成人失禁用品市场仍将有较大发展空间。

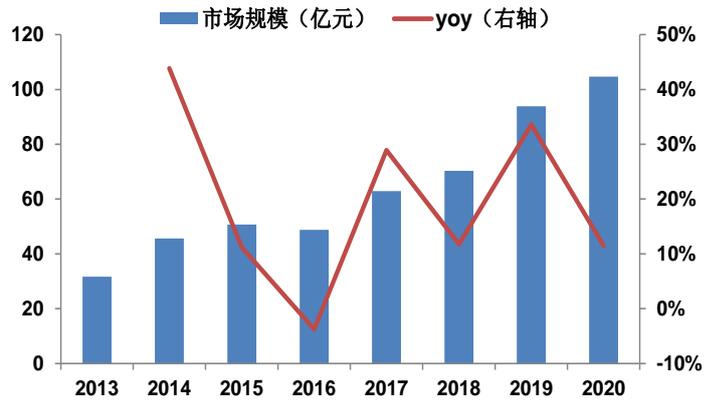
我国成人失禁用品行业的规模从 2013 年的 31.7 亿元上升至 2020 年的 104.7 亿元，CAGR 为 18.6%，自 2017 年来保持每年两位数的增长速度，增速远超个护行业其他细分领域。

图表 2 我国 60 岁以上人口数量及占比



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 3 我国成人失禁用品市场规模 (亿元)

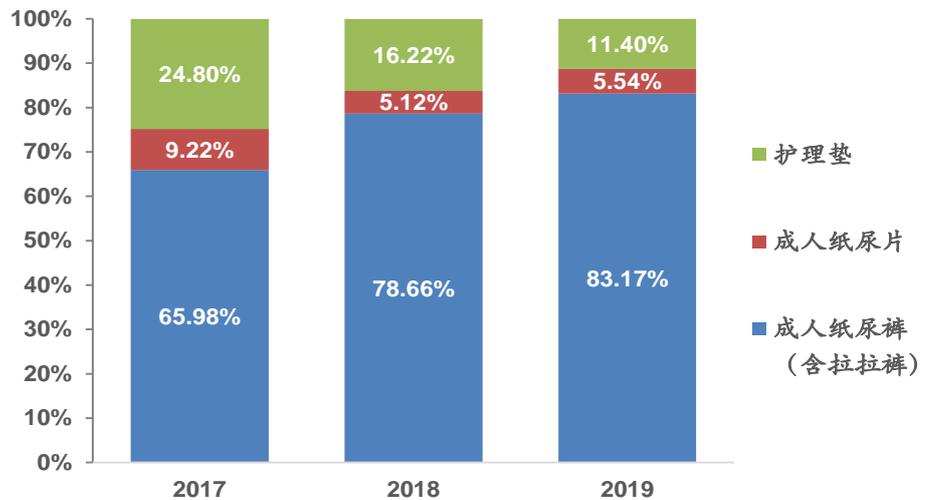


资料来源：可靠股份招股说明书，华安证券研究所

1.2 产品结构持续升级，线上销售更具优势，行业集中度偏低

从具体的细分品类来看，舒适度更高的成人纸尿裤近年来市场规模占比不断提升，而舒适度较低的护理垫和成人纸尿片占比逐年下滑，产品结构改变的背后折射出消费观念的升级，即消费者更愿意为性能卓越且舒适度高的产品买单。

图表 4 2017-2019 年我国成人失禁用品市场结构



资料来源：可靠股份招股说明书，华安证券研究所

从销售渠道来看，由于产品具有一定的隐私性，目前成人失禁用品营销主要以线下首次接触体验、线上高频大量购买为主，故利用电商平台等线上渠道销售更具优势。另外还可通过连锁药房、医院、养老院等新型零售渠道进行推广销售。传统渠道例如 KA 由于投放费用较高，隐私性较差，渠道销售收入占比近年来也不断下降。

目前国内成人失禁用品行业市场集中度较低，主流品牌根据背景不同大致可分为三类：一是跨国公司旗下的国际品牌，如金伯利和维达国际；二是全国布局广泛的本土知名品牌，如恒安、可靠等；三是区域性国内品牌，如千芝雅和周大人等。目前各品牌仍处于争夺市场份额时期，竞争格局尚未真正形成。

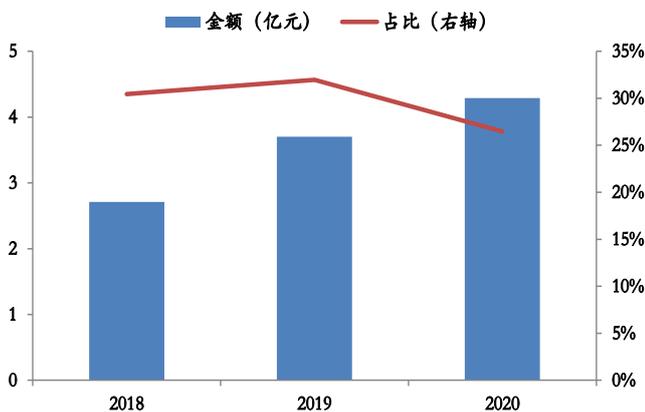
1.3 可靠是成人失禁用品行业龙头，拥有多年行业深耕经验

可靠护理成立于 2001 年，专注于一次性卫生用品的设计、研发、生产和销售。公司主要产品包括婴儿护理用品、成人失禁用品和宠物卫生用品。公司发展模式采用“ODM+自主品牌双轮驱动”，婴儿护理用品主要采取 ODM 形式，成人失禁用品业务属于公司的自主品牌业务，2020 年的市占率约为 5.12%。

对于成人失禁用品业务而言，公司进入时期早，自成立之初便瞄准成人失禁用品市场和未来老龄化发展趋势，在行业内深耕多年，拥有成人纸尿裤、成人拉拉裤、成人尿片、护理垫、产妇巾等系列产品，旗下品牌有“可靠”、“吸收宝”、“安护士”以及“康普适”，可有效覆盖高、中、低各个市场等级。其自有的高端护理品牌“可靠”已连续几年蝉联国内成人失禁用品综合排名第一（按销售额）与淘系平台单品类销售冠军。

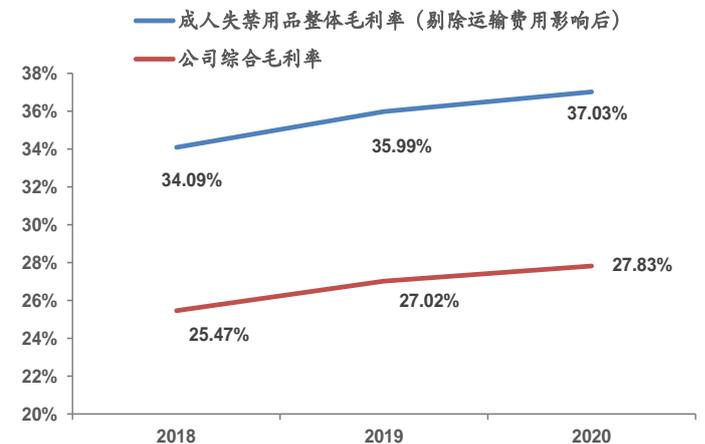
2018-2020 年，公司成人失禁用品业务收入额分别为 5.36 亿元/7.13 亿元/9.39 亿元，收入占比分别为 30.44%/31.96%/26.47%；成人失禁用品毛利分别为 34.09%/35.99%/37.03%。2020 年起公司开始执行新收入准则，将与合同履行直接相关的运输费用计入成本。在剔除运输费用的影响后，2020 年成人失禁用品毛利率为 37.03%，较 19 年上升 1.04%，主要系疫情影响主要原材料无纺布等价格上涨，公司调整折扣策略减少了给与下游的销售折让导致销售单价提升；渠道上来看，成人失禁用品主要以线下引流线上销售为主，线上渠道占比高达 70%。除了线上渠道表现亮眼外，公司在线下销售渠道也积极开拓特渠及新零售等领域，充分利用战略伙伴在医院、养老院及连锁药房的渠道和影响力推广公司成人失禁用品，为公司持续发展探索新的增长点。

图表 5 2018-2020 年公司成人失禁用品收入及占比



资料来源：可靠股份招股说明书，华安证券研究所

图表 6 我国成人失禁用品市场规模 (亿元)



资料来源：可靠股份招股说明书，华安证券研究所

2 本周观点

2.1 家居板块

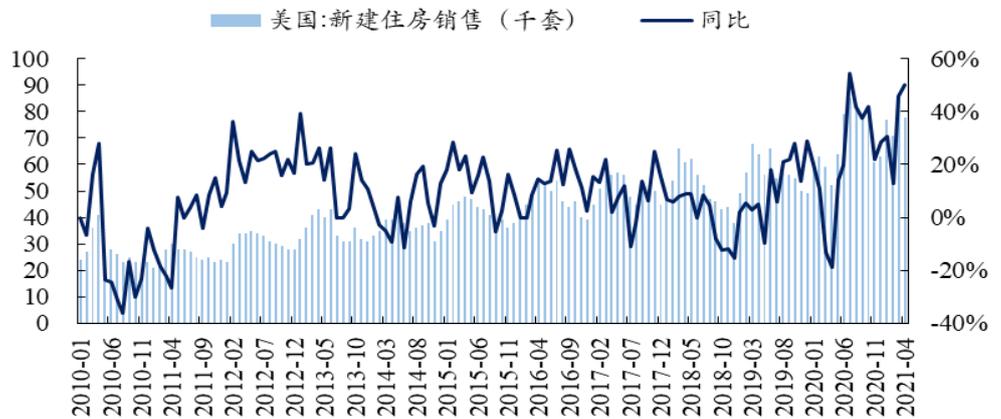
地产端回暖有望带动家居行业需求提升。据国家统计局数据显示，5 月全国住宅销售面积较 2019 年同期增长 21.64%，地产销售延续 1-4 月的高景气。2021 年 5 月全国住宅销售面积较 2019 年同期增长 21.64%，较 2020 年同比增加 11.25%。1-5 月住宅销

售面积同比 2020 年增长 39%，较 2019 年上涨 22.6%，销售数据依旧保持较高增速。

竣工数据方面，5 月全国住宅竣工面积单月增速强势反弹，累计竣工同比仍维持双位数高增长。2021 年 5 月全国住宅竣工面积较 2020 年同比增加 8.57%，由负转正。1-5 月竣工累计同比 2020 年增长 18.5%，较 2019 年累计同比增长 5.55%。

受益于美国地产复苏，行业外销景气度逐渐回升。2021 年 4 月美国新建住房销售数量单月同比增加 50%。2021 年 4 月美国新建住房销售数量单月同比增加 50%至 7.8 万套，较 2019 年同期增长 21.9%；1-4 月美国新建住房销售数量累计约 31.2 万套，同比 2020 年同期上升 33.9%，较 2019 年同期增长 31.1%。原材料方面，本周刨花板与密度板价格继续下滑，同比下跌-2.33%、-3.75%，年初至今下跌-5.17%、-0.90%。TDI 和 MDI 价格自 6 月以来均有小幅度下滑。

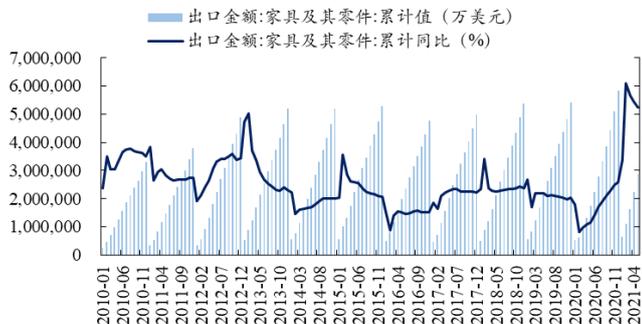
图表 7 美国新建住房销售及同比



资料来源：美国商务部，华安证券研究所

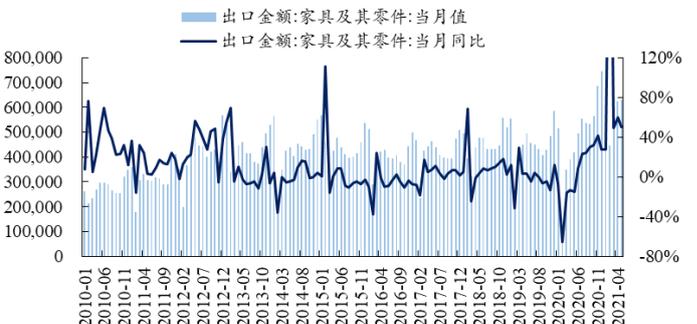
海关数据显示，5 月家具及其零件出口额单月实现 51% 的同比高增长，5 月家具及其零件出口金额同比增长 51%至 62.94 亿美元；1-5 月家具及其零件累计出口金额达到 287.2 亿美元，累计同比增长 64.9%。

图表 8 家具及其零件出口额累计值及同比



资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 9 家具及其零件出口额当月值及同比



资料来源：海关总署，华安证券研究所

线上渠道来看，618数据亮眼，软体家居领跑行业。根据星图数据显示，家具建材表现亮眼，成交金额高达413亿元，品类排名中位列第六。其中，喜临门618期间刷新床垫行业销售记录，天猫、京东平台，喜临门总销售额3.62亿元，同比暴增145%，远超其他同类品牌，连续7年获得京东平台第一，3年全网第一、天猫平台第一。除此之外，顾家家居在天猫618首小时内成交额已顺利突破去年同期。

图表 10 家具建材板块 618 销售额行业排名第六



资料来源：星图数据，华安证券研究所

图表 11 喜临门 618 全网销量领先



资料来源：喜临门官方公众号，华安证券研究所

根据京东数据显示，喜临门和顾家家居位列京东 618 家居自营热卖榜成交额前五。京东 618 首日前十分钟，索菲亚成交额同比增长 118%，尚品宅配成交额同比增长 106%，6 月 18 日前 10 分钟，京东平台志邦成交额同比增长 210%。

图表 12 京东 618 全屋定制品牌榜成交额前五



资料来源：京东居家，华安证券研究所

投资建议：软体家居持续推荐顾家家居。在软体家居内销市场格局持续优化的背景下，公司通过渠道数字化改革及品牌矩阵完善加快抢占市场。另外本月公司发布 2021 年员工持股计划草案，有利于绑定核心团队与公司利益，且本周顾家家居获高管增持股票，向市场积极传递正面信号。

定制家居板块建议关注龙头欧派家居、索菲亚、金牌橱柜、志邦家居。其中索菲亚本周出台回购计划用于未来的员工激励。

2.2 造纸板块

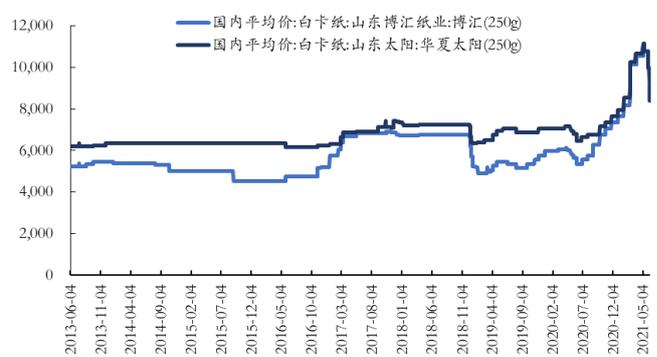
淡季回调有限，旺季在即需求有望回升。本月为造纸行业传统淡季，终端备货积极性降低，行业有所需求回落，纸价有所调整。除瓦楞纸小幅环比上涨之外，浆纸的价格跌多涨少。但目前临近下半年造纸行业旺季，纸价有望伴随 Q3 来临逐渐回暖。建议关注全品类造纸龙头**太阳纸业**，林浆纸一体化平滑经营周期波动。同时建议关注箱板纸龙头**山鹰国际**。

图表 13 瓦楞纸价格走势（元/吨）



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 14 白卡纸价格走势（元/吨）



资料来源：华安证券研究所整理

生活用纸继续推荐**中顺洁柔**，**Q2 提价逐步落地+竞争格局改善，盈利能力有望进一步提升。**公司继续加大电商渠道建设力度，线上销售近期表现亮眼。长期看，伴随品牌太阳的发展和业务的持续培育，公司的市场份额有望持续提升。

2.3 必选轻工板块

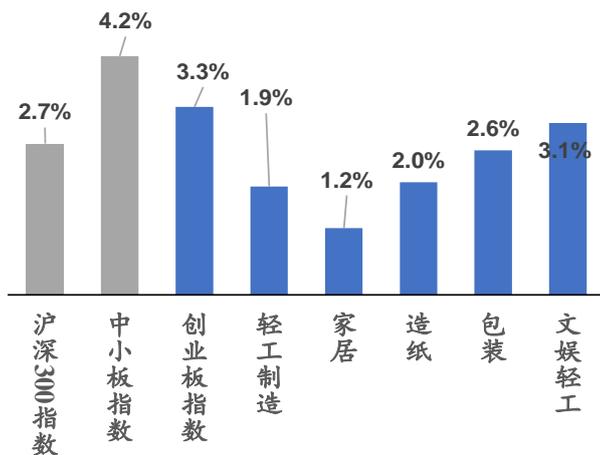
根据国家统计局数据显示，日用品和文化办公用品板块社零景气度仍然较高。5 月文化办公用品零售额为 272 亿元，同比增长 13.1%；1-5 月累计零售额为 1370 亿元，累计同比增长 22%。与 2019 年同期相比，2021 年 5 月文化办公用品零售额同比增长 17.9%，累计同比增长 17.8%。持续推荐**晨光文具**，传统核心业务通过产品高端化以及细分赛道拓品类有望实现量价齐升，新业务发展态势良好，盈利能力有望持续提升。

3. 数据跟踪

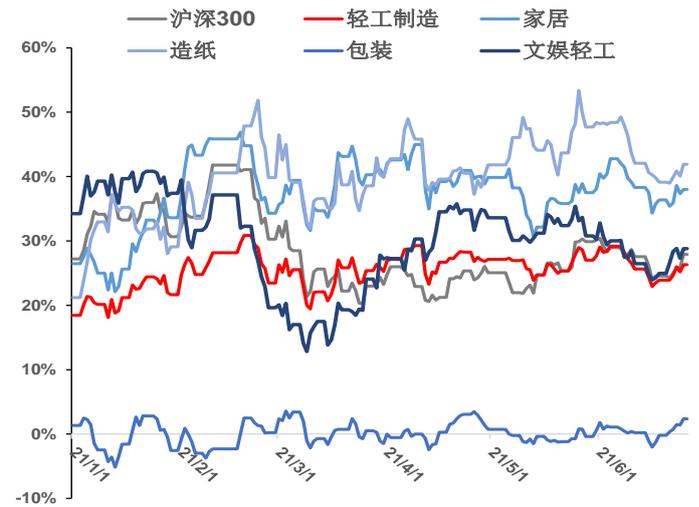
3.1 本周轻工制造板块走势

本周沪深 300 指数上涨了 2.7%，中小板指数上涨 4.2%，创业板指数上涨 3.3%，轻工制造板块上涨 1.9%。从细分板块看，家居、造纸、包装、文娱轻工涨跌幅分别为 1.2%、2.0%、2.6%、3.1%。

图表 15 轻工制造指数周涨跌幅



图表 16 轻工制造指数年走势



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 17 轻工重点公司估值

	公司	市值 (亿元)	周涨跌幅	年初至今 涨跌幅	EPS				PE				BVPS	PB
					20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
家居	欧派家居	912	2.4%	3.1%	3.5	4.2	5.0	5.9	43.6	35.8	30.1	25.7	20.1	7.5
	索菲亚	230	5.0%	0.4%	1.3	1.5	1.8	2.1	23.2	19.7	16.8	14.4	6.9	3.5
	尚品宅配	164	7.6%	3.8%	0.5	2.8	3.3	3.8	144.8	26.7	22.5	19.5	17.7	4.2
	金牌厨柜	70	3.7%	6.6%	3.1	2.6	3.3	4.0	23.3	16.9	12.3	9.2	13.1	3.7
	志邦家居	109	0.9%	4.2%	1.8	1.7	2.1	2.5	20.0	21.2	17.1	14.1	7.4	4.8
	顾家家居	513	2.6%	6.4%	1.4	2.6	3.1	3.8	59.2	30.9	25.0	20.1	11.1	7.3
	喜临门	122	-0.7%	4.8%	0.8	1.2	1.5	1.9	40.7	27.3	22.0	16.9	7.8	4.2
	梦百合	118	1.8%	3.3%	1.1	1.7	2.3	2.9	28.7	18.9	14.0	10.9	9.6	3.3
	江山欧派	100	-1.0%	9.3%	4.1	5.7	7.5	9.5	23.7	16.8	12.8	10.1	16.0	6.0
	公牛集团	1,157	5.7%	5.2%	3.9	4.6	5.4	6.2	48.9	41.0	35.1	30.7	16.3	11.6
造纸	中顺洁柔	369	-1.7%	5.1%	0.7	0.9	1.1	1.4	38.7	29.0	23.7	19.6	3.9	7.0
	太阳纸业	363	2.6%	4.2%	0.8	1.5	1.7	1.8	18.3	9.2	8.3	7.6	6.5	2.1
文娱	晨光文具	783	4.7%	4.2%	1.4	1.7	2.0	2.5	68.0	54.5	43.4	35.0	6.0	13.9
电子烟	思摩尔国际	2,729	4.1%	23.2%	0.4	0.8	1.1	1.5	120.3	56.7	41.2	30.9	2.1	15.9

资料来源：wind 一致预期，华安证券研究所

注：其中索菲亚、晨光文具、金牌橱柜、顾家家居、思摩尔国际为华安证券最新估值预期

3.2 原材料价格走势

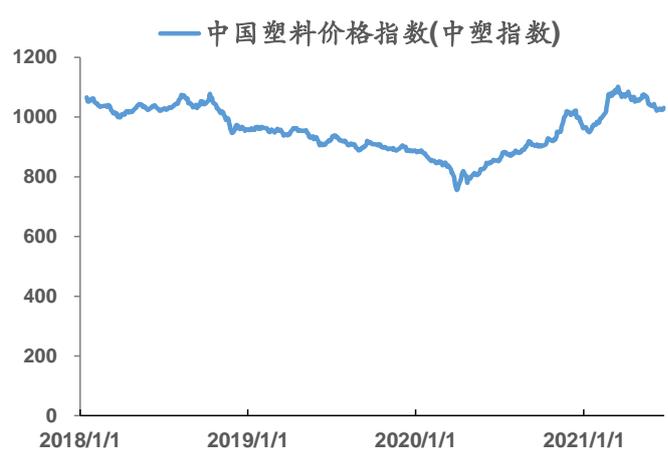
本周 SHFE 铜、铝现货结算价分别为 9433、2460 元/吨，本周涨跌 2.46%、3.62%，年初至今涨跌 19.12%、22.18%。钢铁价格指数、中塑价格指数为 147、1031，本周涨跌-0.98%、0.54%，年初至今上涨 17.60%、6.68%。本周 TDI、MDI 华南地区主流市场价格 13600、18000 元/吨，本周涨跌 1.12%、4.65%，年初至今涨跌 7.94%、-1.10%。本周上海福人 9 厘米刨花板、临沂人造板价格指数（中密度板）分别为 42.00、1353.99，本周涨跌-2.33%、-3.75%，年初至今涨跌-5.17%、-0.90%。

图表 18 铜铝价格走势（美元/吨）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 塑料价格走势（2005 年 11 月 1 日=1000）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 TDI 价格走势（元/吨）



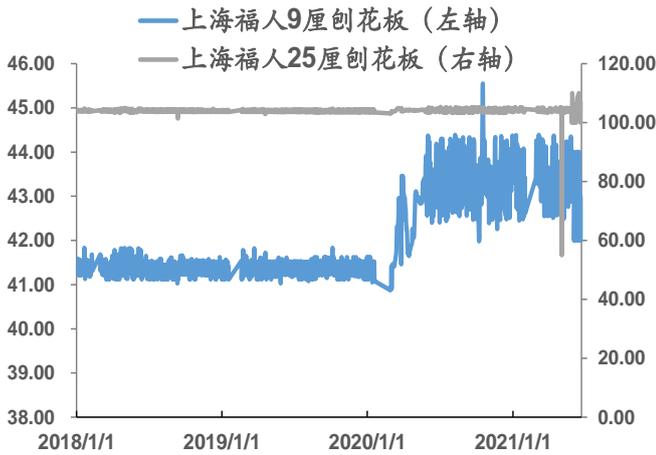
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 MDI 价格走势（元/吨）



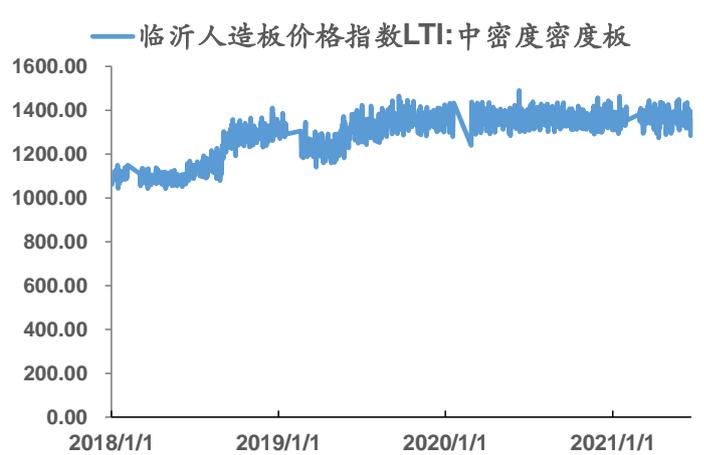
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 22 刨花板价格走势 (元/张)



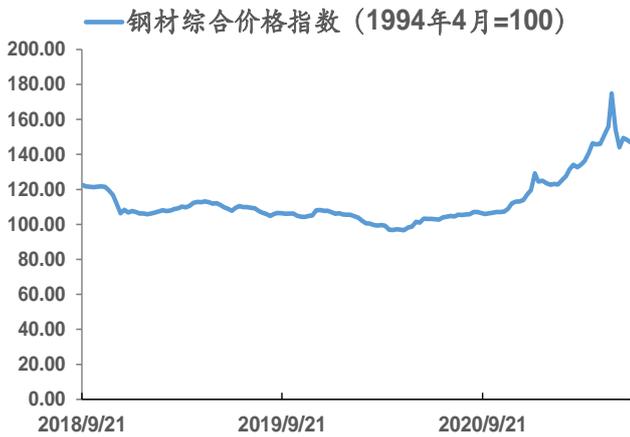
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 23 中密度板价格走势 (2010年6月=1000)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 24 钢材价格走势 (1994年4月=100)



资料来源: wind, 华安证券研究所

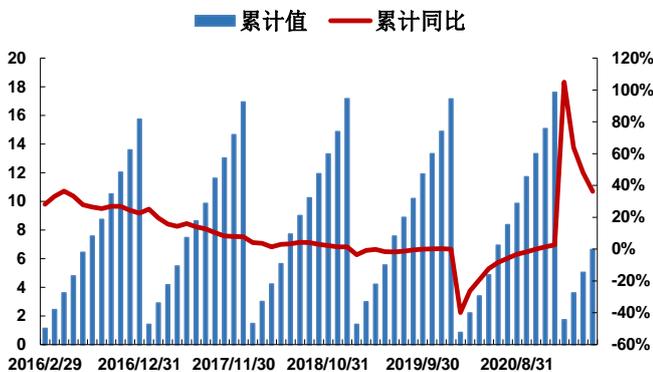
图表 25 人民币汇率走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

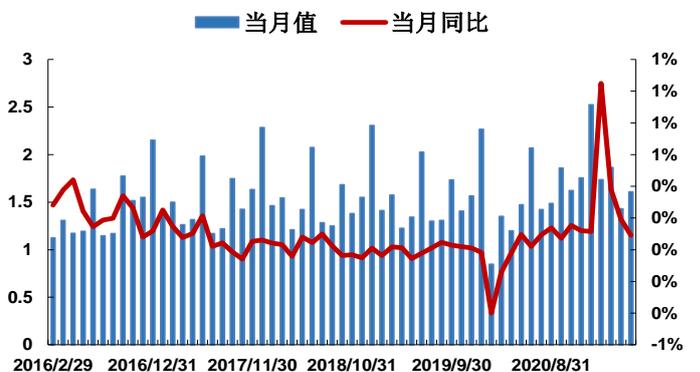
3.3 房地产数据跟踪

图表 26 累计商品房销售面积 (亿平方米)



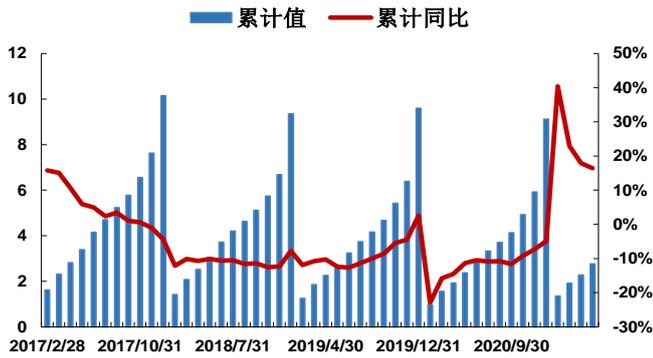
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 27 当月商品房销售面积 (亿平方米)



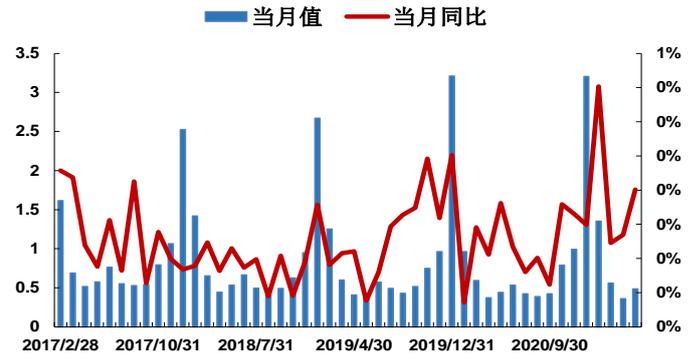
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 28 累计房屋竣工面积 (亿平方米)



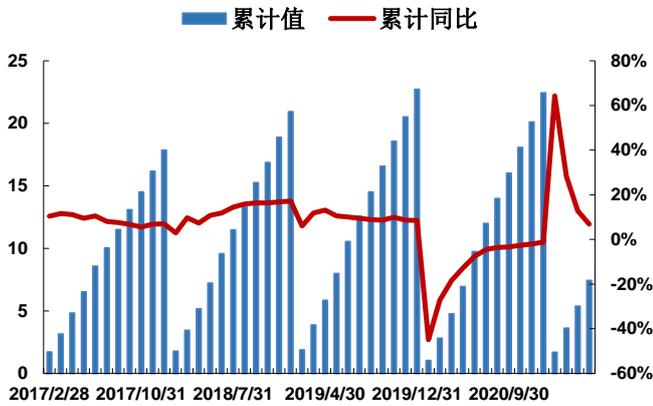
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 当月房屋竣工面积 (亿平方米)



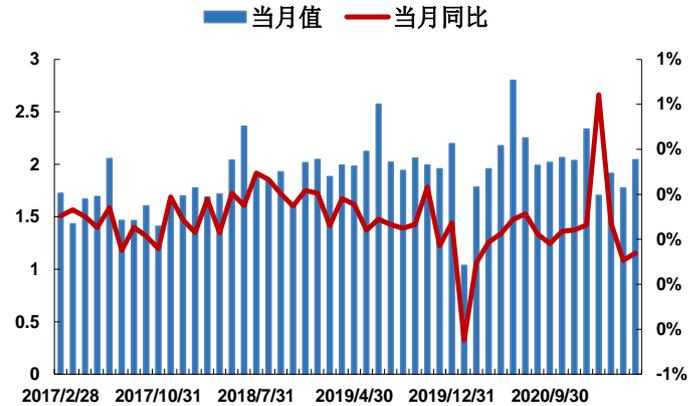
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 30 累计房屋新开工面积 (亿平方米)



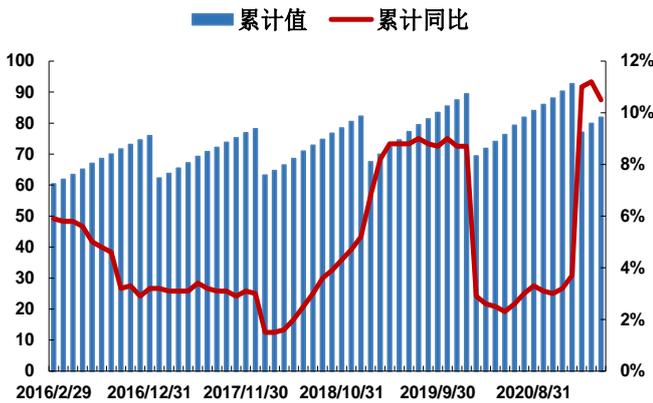
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 当月房屋新开工面积 (亿平方米)



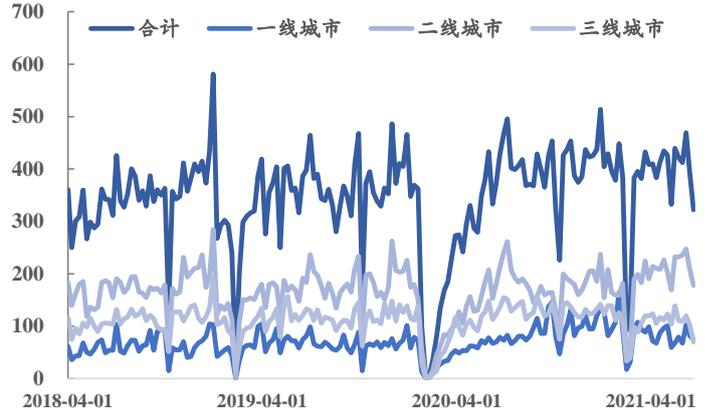
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 32 累计房屋施工面积 (亿平方米)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 33 大中城市成交面积 (万平方米)



资料来源: wind, 华安证券研究所

4. 本周重要公告

图表 34 本周重要公告

时间	上市公司	公告
2021-06-22	欧派家居	关于提前赎回“欧派转债”的提示性公告： 自 2021 年 6 月 1 日至 6 月 22 日期间，公司股票收盘价格已满足连续 30 个交易日中至少 15 个交易日的收盘价格不低于“欧派转债”当期转股价格的 130%，已触发“欧派转债”的赎回条款。本次赎回价格可能与“欧派转债”当前市场价格存在差异，强制赎回可能导致投资损失。
2021-06-22	顾家家居	关于公司高级管理人员增持公司股份计划的公告： 公司高管欧亚非基于对公司未来发展前景的信心以及对公司投资价值的认同，本次拟增持公司股份。
2021-06-23	索菲亚	回购股份报告书： 公司决定使用自有资金以集中竞价方式回购股份，回购的股份将用于实施公司股权激励或员工持股计划。
2021-06-25	晨鸣纸业	关于对外投资的公告： 为满足全资子公司上海晨鸣日常经营需要，保障公司在上海及周边地区各项业务的顺利开展，助力公司制浆造纸主业发展，增强公司整体实力和综合竞争力，公司拟以子公司江西晨鸣自有资金对上海晨鸣进行增资，增资金额为人民币 7 亿元。
2021-06-25	尚品宅配	关于向特定对象发行股票引入战略投资者并签署附条件生效的战略合作协议的公告： 公司拟向特定对象发行股票。提高公司盈利能力，进一步提升公司整体实力，公司拟引入北京京东作为战略投资者，建成为消费者线上线下购物和居家体验的优质平台和服务商，为消费者创造更高的客户价值，实现双方共赢共享。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

宏观经济增长不及预期导致居民购买力下降、整体消费景气度低迷；地产调控严峻对下游家居需求产生负面影响。

分析师与研究助理简介

分析师：虞晓文，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018 年以来从事轻工行业研究，重点覆盖家居、文具、电子烟和日用品板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。