

## 极米科技 (688696.SH) 2021Q2 营收增速放缓, 净利率提升逻辑不断兑现

2021年08月22日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

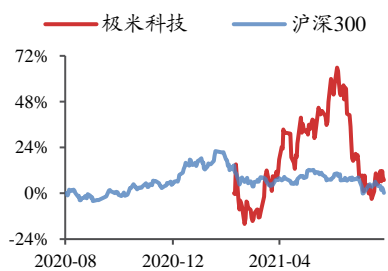
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/8/20
当前股价(元)	565.88
一年最高最低(元)	883.78/441.50
总市值(亿元)	282.94
流通市值(亿元)	58.47
总股本(亿股)	0.50
流通股本(亿股)	0.10
近3个月换手率(%)	324.48

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-Q2 业绩公告符合市场预期, 618 期间龙头地位稳固》-2021.6.29

《公司信息更新报告-收入增速超预期, 净利率提升逻辑继续兑现》-2021.4.26

《公司信息更新报告-光机自研占比提至 70%, 利润率稳步提升》-2021.4.16

### ● 缺芯致 2021Q2 收入增速放缓, 净利率提升逻辑不断兑现, 维持“买入”评级

2021H1 公司营收 16.87 亿元(+47.48%), 归母净利润 1.93 亿元(+98.06%), 扣非净利润 1.78 亿元(+96.17%); 其中 Q2 营收 8.72 亿元(+35.87%), 归母净利润 1.03 亿元(+91.02%)。考虑到芯片短缺对收入短期影响, 我们下调盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润 4.60/6.99/10.10 亿元 (原为 5.09/7.57/11.54 亿元), 对应 EPS 为 9.20/13.97/20.21 元, 当前股价对应 PE 为 61.5/40.5/28.0 倍, 我们认为全年看芯片短缺预计逐步缓解, 公司净利率提升有望持续兑现, 维持“买入”评级。

### ● 海外蓝海市场 2021H1 收入高增, 高端新品布局美亚渠道

2021H1 公司投影仪整机及配件业务收入 16.47 亿元(+47.84%)、互联网增值业务收入 0.29 亿元(+59.51%); 2021H1 公司境内收入 15.44 亿元(+43.43%)、境外收入 1.32 亿元(+136.51%), 产品出海态势良好。2021 年 7 月公司在美亚发布了支持 4k 画质的 Horizon Pro, 有望引领市场。根据淘系数据, 2021M7 投影机行业销额 3.34 亿(+13.3%), 公司销额 0.86 亿(+37.0%), 占比 25.7%(+4.45pcts), 表现亮眼。

### ● 毛利率提升带动净利率提升, 积极备芯营运能力有所削弱

2021H1 公司毛利率 36.81%(+6.04pct), Q2 毛利率为 38.29%(+7.07pct), 主系公司自研光机占比提升、叠加产品均价提升所致。2021H1 公司持续加码品牌、人才、技术投入, 销售/管理/研发费用率分别同比+1.29/0.65/2.14pcts, 构筑长期发展壁垒。2021H1 公司净利率 11.43%(+2.92pct), Q2 净利率为 11.84%(+3.42pct), 稳步提升。营运能力方面, 主因芯片供应紧张、公司提高备货, 致使 2021H1 公司存货周转天数 140.64 天(+11.31 天)、2021H1 公司经营性现金流同比下降 58.45%。

### ● 行业空间广阔, 公司长期竞争优势显著, 净利率提升逻辑有望不断兑现

长期看, 伴随芯片短缺逐步缓解, 我们看好公司持续受益产品渗透率提升、供应链优势下的出海红利, 市场份额不断集中。伴随自研光机占比提升、产品结构优化, 规模效应下的效率提升, 长期竞争优势明显, 净利率提升逻辑有望持续兑现。

### ● 风险提示: 部分核心零部件短缺风险; 核心技术泄密风险; 海外业务经营风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,116	2,828	3,999	5,835	8,090
YOY(%)	27.6	33.6	41.4	45.9	38.7
归母净利润(百万元)	93	269	460	699	1,010
YOY(%)	881.4	187.8	71.2	51.9	44.6
毛利率(%)	23.3	31.6	37.4	38.2	39.3
净利率(%)	4.4	9.5	11.5	12.0	12.5
ROE(%)	16.4	34.4	38.9	38.8	37.0
EPS(摊薄/元)	1.87	5.38	9.20	13.97	20.21
P/E(倍)	302.9	105.3	61.5	40.5	28.0
P/B(倍)	49.5	36.2	23.9	15.7	10.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2021Q2 营收增速放缓，海外业务推进良好.....	3
1.1、 2021Q2 营收增速放缓，业绩增速快于营收增速.....	3
1.2、 业务结构：互联网增值业务增速较快，发力影视内容打造.....	3
1.3、 地区结构：海外业务推进良好，美亚渠道推出高端新品.....	3
1.4、 渠道结构：线上渠道持续高增，线下渠道不断完善.....	4
2、 毛利率高增提升净利率，积极备芯营运能力有所削弱.....	5
2.1、 费用端维持高举高打，毛利率高增带动净利率提升.....	5
2.1.1、 自研光机占比提升、产品均价提升带动毛利率增长.....	5
2.1.2、 费用方面坚持高举高打，研发、营销高投入构筑壁垒.....	5
2.1.3、 毛利率高增下净利率提升逻辑不断兑现.....	5
2.2、 应对风险积极备芯，营运能力有所削弱.....	5
3、 行业发展空间广阔、公司长期竞争优势明显.....	6
3.1、 产品渗透率逐步提升，公司龙头地位稳固.....	6
3.2、 研发构筑技术壁垒，持续支撑产品升级.....	6
3.3、 募投项目推进良好，产能有望得到扩充.....	6
4、 盈利预测与投资建议.....	7
5、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

## 图表目录

图 1： 公司在美国亚马逊渠道的便携款投影仪定价在 800 美金以下.....	4
图 2： 公司在美国亚马逊渠道布局的新品 Horizon Pro 支持 4K 分辨率、定位高端.....	4

## 1、2021Q2 营收增速放缓，海外业务推进良好

### 1.1、2021Q2 营收增速放缓，业绩增速快于营收增速

2021H1 公司营收 16.87 亿元 (+47.48%)。分季度来看，其中 2021Q1 营收 8.15 亿 (+62.32%)，2021Q2 营收 8.72 亿元 (+35.87%)。其中 2021Q2 收入增速较 2021Q1 有所放缓，主要系受行业核心零部件短缺影响。

2021H1 公司实现归母净利润 1.93 亿元 (+98.06%)，扣非归母净利润 1.78 亿元 (+96.17%)。业绩端的较快增长，主要系公司产品销售保持较快增长，且净利率提升所致。

分季度来看，2021Q1 归母净利润 0.89 亿元 (+106.87%)，2021Q2 归母净利润 1.03 亿元 (+91.02%)。公司 2021Q2 业绩增速低于 2021Q1，主要系收入端增速放缓所致。

### 1.2、业务结构：互联网增值业务增速较快，发力影视内容打造

投影仪整机及配件业务收入占比较大，互联网增值业务收入增速较快。公司 2021H1 公司投影仪整机及配件业务收入 16.47 亿元 (+47.84%)、互联网增值业务收入 0.29 亿元 (+59.51%)。

互联网增值业务增速高于公司整体营收。主要系公司在 2021H1 加大了对影视内容的打造，推出了极米 GMAX 4K 频道、欧洲杯全量赛事频道、K 歌频道，进一步满足用户多层次内容需求，截至 2021 年 6 月末，投影终端的月活用户数量已达到 173 万，较年初的 145 万提升明显。

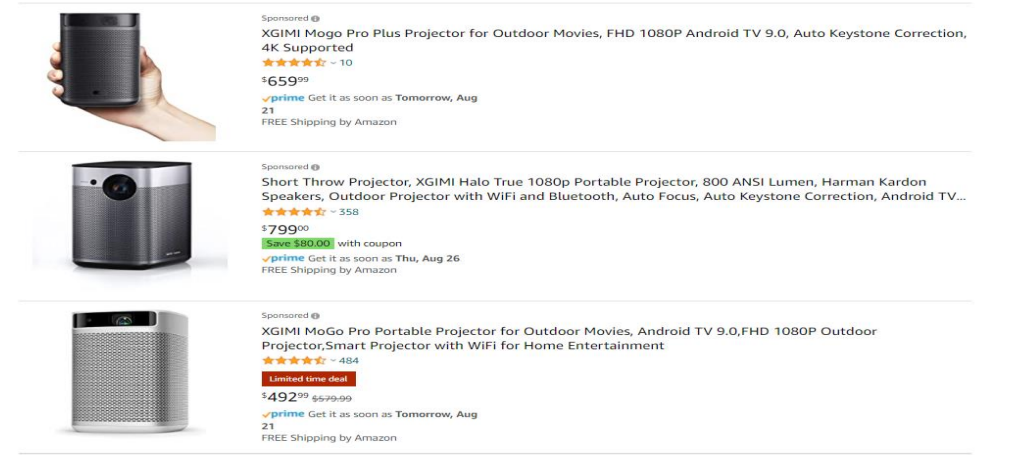
### 1.3、地区结构：海外业务推进良好，美亚渠道推出高端新品

境内收入高于海外，海外收入增速更快。2021H1 公司境内收入 15.44 亿元 (+43.43%)、境外收入 1.32 亿元 (+136.51%)，海外蓝海市场的开拓态势良好。

公司从 2019 年开始，在海外市场推出经 Google 认证、搭载 Android TV 系统的产品，有利于公司在未来中国智能投影产品出海机遇中保持领先地位。目前公司产品海外市场已覆盖美国、日本及欧洲等发达市场，其中在日本市场，公司创新系列产品阿拉丁上市数月出货量即位居日本智能投影市场前列，显示出公司日本市场销售体系的保障能力。

公司海外市场上新节奏加快，有望进一步把握出海红利。从 2021 年 H1 来看，公司在美亚渠道产品线布局偏便携款、价位较低，在 800 美金以下。

图1: 公司在美国亚马逊渠道的便携款投影仪定价在 800 美金以下

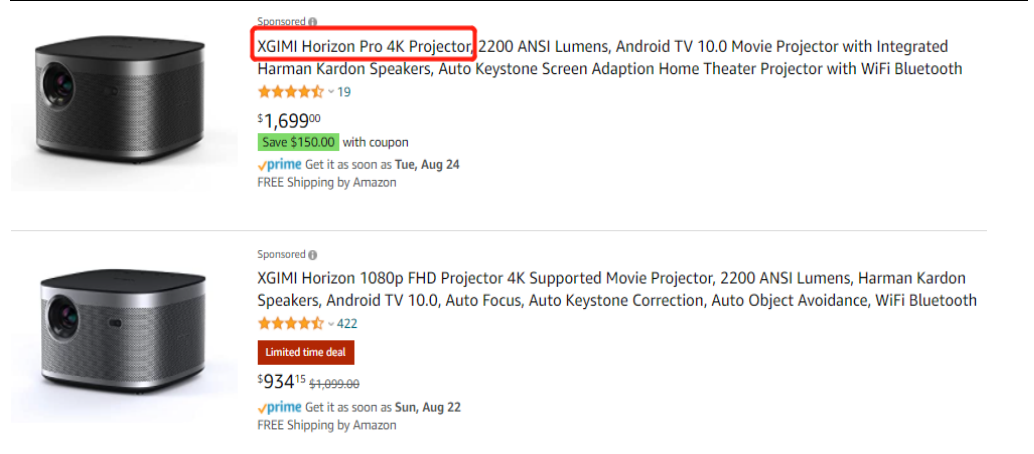


The screenshot shows three Amazon product listings for XGIMI projectors. Each listing includes a product image, a title, a price, a coupon, and shipping information. The first listing is for the XGIMI Mogo Pro Plus Projector, priced at \$659.00 with a coupon. The second listing is for the XGIMI Halo True 1080p Portable Projector, priced at \$799.00 with a \$80.00 coupon. The third listing is for the XGIMI MoGo Pro Portable Projector, priced at \$492.99 with a coupon.

资料来源: 美国亚马逊官网

2021 年 5 月份公司在美亚渠道上市 Horizon 新品; 2021 年 7 月份发布了支持 4k 分辨率的新品 Horizon Pro, 单位售价 1699 美金, 未来有望凭借高端产品的带动, 进一步拉动公司海外市场的销售。

图2: 公司在美国亚马逊渠道布局的新品 Horizon Pro 支持 4K 分辨率、定位高端



The screenshot shows two Amazon product listings for XGIMI Horizon Pro projectors. The first listing is for the XGIMI Horizon Pro 4K Projector, priced at \$1,699.00 with a \$150.00 coupon. The second listing is for the XGIMI Horizon 1080p FHD Projector, priced at \$934.15 with a coupon.

资料来源: 美国亚马逊官网

## 1.4、渠道结构: 线上渠道持续高增, 线下渠道不断完善

公司已建立了包括线上和线下渠道的全面营销网络。

**线上渠道持续高增。**根据淘系 7 月数据, 2021M7 投影机行业销额 3.34 亿 (+13.3%), 公司销额 0.86 亿 (+37.0%), 占比 25.7% (+4.45pcts)。其中公司新品 H3S 在 2021M7 淘系销额 0.15 亿, 占公司整体份额 17.4%, RS Pro 2 在 2021M7 淘系销额 0.06 亿, 占公司整体份额 6.6%。新品高关注度有望进一步拉动公司销售规模的增长。

**公司加快线下渠道布局。**截至 2021 年 6 月底, 公司包含直营门店及加盟店在内的门店数量合计 136 家, 渠道的布局更为完善。

## 2、毛利率高增提升净利率，积极备芯营运能力有所削弱

### 2.1、费用端维持高举高打，毛利率高增带动净利率提升

#### 2.1.1、自研光机占比提升、产品均价提升带动毛利率增长

2021H1 公司毛利率 36.81% (+6.04pcts)，分季度来看，Q1 毛利率 35.23% (+5.04pcts)，Q2 毛利率为 38.29% (+7.07pcts)，主系公司自研光机占比提升带来硬件成本下降、新品 H3S 及 RS Pro 2 的推出后产品结构优化带来均价提升。

#### 2.1.2、费用方面坚持高举高打，研发、营销高投入构筑壁垒

费用率方面公司坚持高举高打，2021H1 公司持续加码品牌、人才、技术投入。

2021H1 销售费用率 15.30% (+1.29pcts)，分季度来看，Q1 销售费用率 15.39% (+0.9pcts)，Q2 销售费用率 16.89% (+1.85pcts)。销售费用率的提升，主要系公司加强了产品宣传和品牌推广的力度，品牌相关营销费用同比增长 60%；且随着销售规模扩大，相关费用增长较大，其中平台服务费增长 89%、运杂费增长 85%。公司营销打法积极，2021 年 8 月 17 日宣布易烊千玺为全球品牌代言人，有助于公司品牌形象的进一步提升，增强长期增长动力。

2021H1 管理费用率 2.92% (+0.65pcts)，分季度来看，Q1 管理费用率 2.95% (+0.57pcts)，Q2 管理费用率 2.89% (+0.7pcts)。管理费用率的提升，主要系伴随公司规模扩大，管理职能人员数量、平均薪酬均有提升，职工薪酬增长 126%。

2021H1 研发费用率 6.66% (+2.14pcts)，分季度来看，Q1 研发费用率 5.96% (+1.67pcts)，Q2 研发费用率 7.32% (+2.62pcts)。研发费用率的提升，主要系公司加大新产品、新技术的研发投入，相关的折旧与摊销费用增长 637%、开发设计费用增长 254%。同时，公司研发人员数量及研发人员平均薪酬均有上涨，导致研发费用中职工薪酬增长 134%。研发费用的高投入，有望持续深化公司产品的技术壁垒。

2021H1 财务费用率-0.07% (-0.05pcts)，分季度来看，Q1 财务费用率-0.01% (-0.17pcts)，Q2 财务费用率-0.13% (+0.02pcts)。财务费用率的下降，主要系公司收到募集资金，平均存款余额增加，导致利息收入增长 210%。

#### 2.1.3、毛利率高增下净利率提升逻辑不断兑现

2021H1 公司净利率 11.43% (+2.92pct)，其中 Q1 净利率 10.98% (+2.36pcts)，Q2 净利率为 11.84% (+3.42pct)。在费用率同比提升的情况下，公司净利率凭借毛利率的提升带动，稳中有升。

考虑到公司自研光机占比持续提升、新品迭代带来的产品结构优化、以及规模效应对费用的摊薄，净利率提升逻辑有望不断兑现。

## 2.2、应对风险积极备芯，营运能力有所削弱

**公司存货提升明显。**截止 2021 年 6 月底，公司存货账面价值 9.48 亿，较 2020 年末+32.13%。公司存货的大幅增长，主要系公司为应对芯片供应紧张，提高备货所致。截止 2021 年 6 月底，存货中原材料账面价值 5.09 亿，较 2020 年末增长 47.14%。我们认为，在半导体供应紧张的背景下，存货规模提升有利于极米更好地满足消费者的需求。

存货的大幅增长，致使公司存货周转天数有所提升，2021H1 公司存货周转天数 140.64 天，同比增加了 11.31 天，周转能力有所下降。

经营性现金流有所下降。公司为应对芯片提高备货规模，致使公司在 2021H1 经营性现金流同比下降 58.45%，现金流转能力有所降低。

公司回款能力提升明显。2021H1 公司应收账款周转天数 7.69 天，同比下降了 7.36 天，账款回收能力提升明显。

### 3、行业发展空间广阔、公司长期竞争优势明显

#### 3.1、产品渗透率逐步提升，公司龙头地位稳固

投影设备已迅速融入智能家居生态，行业发展空间广阔，2020 年中国投影设备市场总出货量累计达 417 万台。公司龙头地位不断强化，根据 IDC 数据，2018、2019 和 2020 年公司出货量持续保持中国投影设备市场第一，市场份额分别达 13.2%、14.6% 和 18.1%。伴随智能投影产品向消费级场景的渗透提升，投影行业的市场空间进一步打开，公司有望凭借龙头优势加速份额集中。

#### 3.2、研发构筑技术壁垒，持续支撑产品升级

公司不断加大研发投入，构筑技术壁垒。2021H1 公司新申请专利 133 项，其中发明专利 133 项。截至 2021 年 6 月底，公司已拥有专利 440 项，其中发明专利 53 项、实用新型专利 203 项、外观设计专利 184 项，计算机软件著作权 47 项。

受益公司在光学、机器视觉、画面智能算法等领域的持续投入，公司在 2021 上半年推出的新品功能性强、市场反响良好。新品 H3S 显示亮度提升，具备画面智能避障、画幕对齐等功能，设备易用性进一步提升；新品 RS Pro2 通过光学变焦镜头，支持在无损画质和亮度的情况下完成画面的缩放和校正。

从公司在研项目来看，涉及包括家用智能投影、商用&定制投影、海外智能投影、激光电视、投影周边增值业务、光机产品线、投影支持系统等智能投影相关技术和产品的布局，我们预计研发上的前瞻布局，可对公司不断进行产品升级和品类革新形成支撑。

#### 3.3、募投项目推进良好，产能有望得到扩充

募投项目进展良好，智能投影与激光电视系列产品研发升级及产业化项目进度 12.77%、光机研发中心建设项目进度 30.87%、企业信息化系统建设项目进度 75.56%，伴随募投项目的逐渐落成，公司的研发、信息化、生产能力有望进一步得到强化。

长期来看，营收方面，伴随芯片供应短缺逐步得到缓解，产业园落成对产能的补充，限制公司营收增长的因素有望解除，我们看好公司作为行业龙头，持续受益智能投影渗透率的提升、供应链优势下的出海红利，市场份额有望进一步集中。

净利率方面，伴随公司自研光机占比持续提升、持续高研发投入下新品更迭带来的产品结构优化，以及规模效应下的效率提升，公司长期竞争优势明显，毛利率增长带动净利率提升的逻辑有望不断兑现。

## 4、盈利预测与投资建议

考虑到芯片短缺对收入会有短期影响，我们下调盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润 4.60/6.99/10.10 亿元（原为 5.09/7.57/11.54 亿元），对应 EPS 为 9.20/13.97/20.21 元，当前股价对应 PE 为 61.5/40.5/28.0 倍，但我们认为全年维度看芯片短缺有望逐步缓解，净利率提升逻辑有望持续兑现，维持“买入”评级。

## 5、风险提示

### （1）部分核心零部件短缺的风险

目前公司全部采用美国德州仪器公司生产的 DMD 器件，并已与 TI 建立了长期合作关系。未来，若半导体行业整体供应进一步紧张、电子元器件进一步短缺，将对公司的生产经营产生不利影响。

### （2）核心技术泄密的风险

公司主营业务技术含量高，技术资料是公司的核心机密。未来如果公司核心技术出现泄密的情形，将可能对公司持续发展带来不利影响。

### （3）海外业务经营的风险

公司正积极布局扩张境外市场，因国际市场的政治环境、经济政策、竞争格局、监管环境、突发事件等因素更加复杂多变，且法律体系、商业环境、企业文化等方面与国内存在诸多差异，因此公司的海外业务仍具有较多的不确定性和风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1280	1618	2259	3727	4996	<b>营业收入</b>	2116	2828	3999	5835	8090
现金	599	550	1084	1732	2817	营业成本	1623	1933	2505	3608	4909
应收票据及应收账款	159	69	251	235	457	营业税金及附加	8	20	17	27	42
其他应收款	16	18	36	49	64	营业费用	259	393	613	916	1299
预付账款	17	24	33	50	65	管理费用	64	68	118	180	257
存货	452	717	659	1459	1385	研发费用	81	139	254	378	524
其他流动资产	38	241	195	203	207	财务费用	8	2	-11	-29	-57
<b>非流动资产</b>	86	862	849	924	1032	资产减值损失	-3	-8	-11	-16	-22
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	27	31	4	14	1
固定资产	12	139	242	343	437	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	35	61	67	74	82	投资净收益	2	10	4	4	1
其他非流动资产	39	662	540	508	513	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	1366	2480	3107	4651	6028	<b>营业利润</b>	99	305	521	789	1140
<b>流动负债</b>	552	1441	1696	2624	3057	营业外收入	1	1	1	1	1
短期借款	0	124	124	124	124	营业外支出	1	3	3	3	3
应付票据及应付账款	478	1162	1343	2266	2643	<b>利润总额</b>	99	303	518	787	1137
其他流动负债	75	155	229	235	290	所得税	5	34	58	88	127
<b>非流动负债</b>	242	257	217	214	228	<b>净利润</b>	93	269	460	699	1010
长期借款	200	200	160	157	170	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	42	57	57	57	57	<b>归母净利润</b>	93	269	460	699	1010
<b>负债合计</b>	795	1699	1913	2838	3284	EBITDA	109	329	539	807	1152
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.87	5.38	9.20	13.97	20.21
股本	38	38	50	50	50						
资本公积	484	488	488	488	488	<b>主要财务比率</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
留存收益	50	259	693	1343	2265	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	571	782	1194	1813	2743	营业收入(%)	27.6	33.6	41.4	45.9	38.7
负债和股东权益	1366	2480	3107	4651	6028	营业利润(%)	4073.6	209.4	70.8	51.6	44.4
						归属于母公司净利润(%)	881.4	187.8	71.2	51.9	44.6
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	23.3	31.6	37.4	38.2	39.3
						净利率(%)	4.4	9.5	11.5	12.0	12.5
						ROE(%)	16.4	34.4	38.9	38.8	37.0
						ROIC(%)	11.0	23.6	28.9	30.8	30.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	58.2	68.5	61.6	61.0	54.5
						净负债比率(%)	-63.1	-22.5	-60.0	-75.1	-88.2
						流动比率	2.3	1.1	1.3	1.4	1.6
						速动比率	1.4	0.5	0.9	0.8	1.1
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.9	1.5	1.4	1.5	1.5
						应收账款周转率	19.6	24.9	25.0	24.0	23.4
						应付账款周转率	4.4	2.4	2.0	2.0	2.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.87	5.38	9.20	13.97	20.21
						每股经营现金流(最新摊薄)	6.48	3.71	11.70	16.29	25.13
						每股净资产(最新摊薄)	11.42	15.63	23.64	36.01	54.62
						<b>估值比率</b>					
						P/E	302.9	105.3	61.5	40.5	28.0
						P/B	49.5	36.2	23.9	15.7	10.4
						EV/EBITDA	256.6	85.1	50.9	33.2	22.3

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	324	185	585	815	1256
净利润	93	269	460	699	1010
折旧摊销	15	22	32	50	70
财务费用	8	2	-11	-29	-57
投资损失	-2	-10	-4	-4	-1
营运资金变动	172	-89	107	99	234
其他经营现金流	38	-8	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-70	-318	-15	-122	-176
资本支出	72	178	-13	76	108
长期投资	0	-150	0	0	0
其他投资现金流	2	-290	-28	-46	-69
<b>筹资活动现金流</b>	125	59	-37	-45	6
短期借款	-90	124	0	0	0
长期借款	200	0	-40	-3	14
普通股增加	27	0	13	0	0
资本公积增加	12	5	0	0	0
其他筹资现金流	-25	-69	-9	-42	-8
<b>现金净增加额</b>	378	-76	533	648	1086

数据来源：聚源、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R4（中高风险），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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn