

稳健医疗 (300888.SZ) 2021H1 消费板块亮眼, 静待医疗板块高基数过后再出发

2021年08月23日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

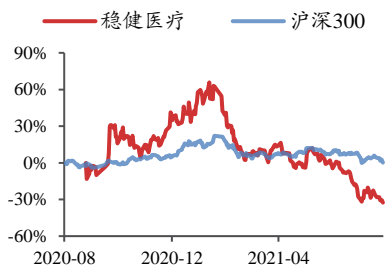
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/8/20
当前股价(元)	83.88
一年最高最低(元)	217.58/81.50
总市值(亿元)	357.74
流通市值(亿元)	39.87
总股本(亿股)	4.26
流通股本(亿股)	0.48
近3个月换手率(%)	323.44

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-医用板块受益疫情高增, 消费板块线下增速亮眼》

-2021.4.23

《公司信息更新报告-全年业绩符合市场预期, 疫情反复带动防疫物资需求提升》

-2021.1.12

《公司信息更新报告-发布股权激励计划彰显信心, 扩产能巩固领先地位》

-2020.11.30

● 上半年收入高基数下同比持平, 消费板块表现亮眼, 维持“买入”评级

公司 2021H1 实现营业收入 40.6 亿元(-2.87%), 归母净利润 7.61 亿元(-26.27%), 分别较 2019H1 增长 92.87%、230.87%。收入同比略有下滑除较高基数因素外, 主要系医用耗材板块收入下降而健康生活板块增长所致。长期看, 公司围绕产品研发/渠道扩张/数字化升级积累了产品力和品牌力, 预计在医疗+消费行业的市场份额将提高。短期看, 终端消费需求复苏, 消费板块已逐步恢复, 医用耗材板块的价格和毛利率虽有所回落, 但品牌力加持叠加产能提升有望进一步提升销量, 我们维持盈利预测, 预计 2021-2023 年净利润 19.4/24.1/29.6 亿元, 对应 EPS 为 4.5/5.7/6.9 元, 当前股价对应 PE 分别为 31.6/25.4/20.7 倍, 维持“买入”评级。

● 产品力和品牌力持续提升, 线上线下渠道融合, 渗透率有望进一步提升

分产品: (1) 医用耗材业务收入 21.27 亿元 (-15.3%), 占比下降 7.7pct 至 52.4% 销量有所提升但收入下降较多主要系防护产品价格回落、出口运费大幅增加导致部分境外订单推迟交付; (2) 健康生活消费品业务收入 17.9 亿元 (+20.6%) 主要系国内消费需求复苏、公司产品升级及营销推广活动取得良好成效; (3) 全棉水刺无纺布业务实现营收 0.98 亿元 (-35.45%) 主要系卷材产品对外销售减少。

分渠道: 线上方面, 医用耗材、健康生活消费板块收入增速分别为 52.04%、11.05%; 线下方面, 截至 2021H1 共有 302 家门店, 其中直营/加盟门店分别为 292 家/10 家; 公司继续线上线下融合策略, 全棉时代用户数量近 3300 万人, 其中私域平台注册会员量超 1500 万 (门店 617 万, 官网和小程序近 900 万)。

● 盈利能力短期受挫, 营运能力保持良好

盈利能力: 毛利率 52.66% (-5.04ct), 主要系高占比的防护产品毛利率下降, 消费板块毛利率增长; 销售/管理/财务/研发费用率同比+1.48/+3.85/-0.3/0.64pct, 剔除股权激励影响后管理费用率同比+0.35pct; 净利率同比-5.95pct 至 18.75% 主要系毛利率下降且期间费用率提升。**营运能力:** 公司存货同比+3.94%至 12.64 亿元, 存货周转天数 116.2 天; 经营活动现金流净额同比减少 22.76 亿元至 1.98 亿元。

风险提示: 渠道拓展不及预期, 非无纺类产品存货风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,575	12,534	11,158	13,689	16,835
YOY(%)	19.2	174.0	-11.0	22.7	23.0
归母净利润(百万元)	546	3,810	1,935	2,410	2,955
YOY(%)	28.6	597.5	-49.2	24.5	22.6
毛利率(%)	51.6	59.5	44.4	44.5	45.0
净利率(%)	11.9	30.4	17.3	17.6	17.6
ROE(%)	17.3	36.5	16.7	17.5	18.1
EPS(摊薄/元)	1.28	8.93	4.54	5.65	6.93
P/E(倍)	112.0	16.1	31.6	25.4	20.7
P/B(倍)	19.4	5.9	5.3	4.4	3.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2021H1 收入高基数下同比持平，健康生活板块表现亮眼.....	3
1.1、 按产品拆分：需求回暖拉动消费板块增长，医疗板块受高基数影响.....	3
1.2、 按渠道拆分：高基数、运费提升影响医疗板块直销与外销渠道，消费板块各渠道表现良好.....	4
1.3、 门店方面：稳步提升门店数量，店效增长较快.....	4
2、 盈利能力短期受挫，营运能力保持良好.....	5
2.1、 盈利能力：预计医疗板块常态化后盈利能力将向上修复.....	5
2.2、 存货周转天数同比基本持平，现金流净额受预收和计提款影响.....	5
3、 未来看点：围绕研发/营销/渠道提升产品力与品牌力.....	6
3.1、 品牌力提升医用耗材渠道覆盖率，市场份额有望提升.....	6
3.2、 渠道融合、围绕用户需求拓展品类，预计健康生活消费品稳步增长.....	6
4、 盈利预测与投资建议.....	6
5、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

图表目录

图 1： 2021Q1、Q2 收入增速+52.97%/-33.58%.....	3
图 2： 2021Q1、Q2 归母净利润增速+50.74%/-60.69%.....	3
图 3： 2021H1 公司净利率同比下降 5.95pct.....	5
图 4： 2021H1 期间费用率同比提升 6.31pct.....	5
表 1： 按产品拆分收入，医疗板块受高基数影响，消费板块表现亮眼（单位：亿元、%）.....	4
表 2： 直营门店平均店效增长 27.8%.....	4

1、2021H1 收入高基数下同比持平，健康生活板块表现亮眼

公司 2021H1 实现营业收入 40.6 亿元，同比下降 2.87%，较 2019H1 增长 92.87%，收入同比略有下滑除较高基数因素外，主要系医用耗材板块收入下降而健康生活板块增长。归母净利润 7.61 亿元，同比下降 26.27%，较 2019H1 增长 230.87%；扣非后归母净利润 6.27 亿元，同比下降 38.68%。

按季度拆分，2021Q1、Q2 营收分别为 22.69/17.91 亿元，增速为+52.97%/-33.58%，归母净利润分别为 4.81/2.80 亿元，增速为+50.74%/-60.69%。

图1：2021Q1、Q2 收入增速+52.97%/-33.58%

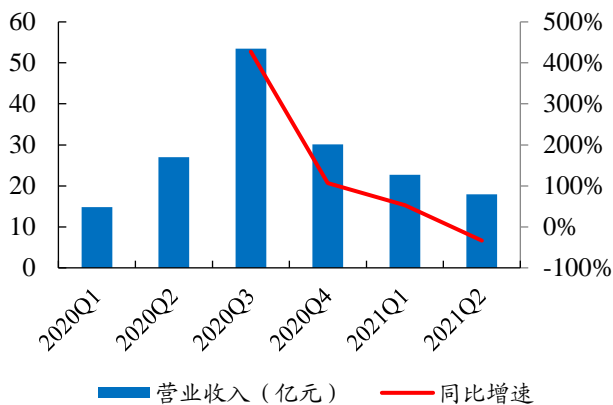
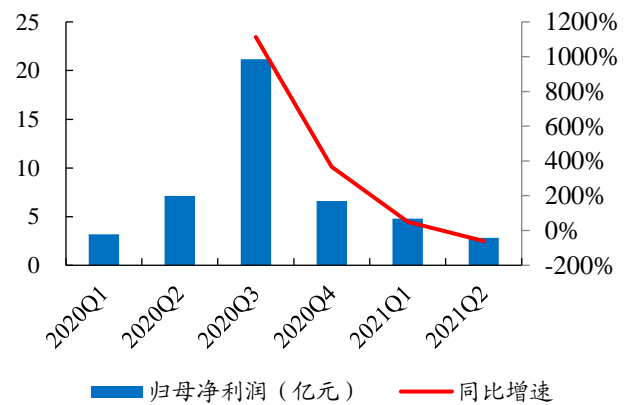


图2：2021Q1、Q2 归母净利润增速+50.74%/-60.69%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、按产品拆分：需求回暖拉动消费板块增长，医疗板块受高基数影响

(1) 医用耗材业务：2021H1 医用耗材业务实现营收 21.27 亿元 (-15.3%)，占比下降 7.7pct 至 52.4%。

其中：伤口护理产品、感染防护产品、消毒清洁产品营收分别为 2.99 亿元(+6.0%)、16.92 亿元(-19.2%)、1.36 亿元(+1.7%)，伤口护理产品营收下滑主要系：随着国内疫情得到有效控制，防护产品供应充足，防护产品价格回落；国际疫情严重使得运力紧张，出口运费大幅增加，部分境外订单推迟交付。

(2) 健康生活消费品业务：2021H1 健康生活消费品业务实现营收 17.9 亿元 (+20.6%)，全棉时代、津梁生活分别实现收入 17.66 亿元、0.25 亿元，占比提升 8.6pct 至 44.1%，主要系国内消费需求复苏、公司产品升级及营销推广活动取得良好成效。

其中：卫生巾收入为 2.65 亿元(+54.84%)，主要系营销活动提高了品牌知名度，新产品获年轻群体喜爱；婴童用品、婴童服饰收入分别为 1.80 亿元(+53.39%)、2.07 亿元(+41.59%)；成人服饰收入为 2.75 亿元(+53.38%)；其他纺织消费品收入为 1.38 亿元(+32.79%)，主要系产品版型、设计、花色提升，传播上故事性和主题性增强，数字化自动补货上新效果释放。

(3) 全棉水刺无纺布业务：2021H1 全棉水刺无纺布业务实现营收 0.98 亿元 (-35.45%)，占比同比下降 1.2pct 至 2.4%，主要系公司生产的卷材产品更多用于自用，对外销售减少。

表1: 按产品拆分收入, 医疗板块受高基数影响, 消费板块表现亮眼 (单位: 亿元、%)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020H1	2021H1
营业总收入	18.19	25.60	34.98	38.39	45.75	125.34	41.80	40.60
YOY		40.7%	36.6%	9.8%	19.2%	174.0%	98.5%	-2.9%
日用消费品	6.42	13.28	21.44	23.84	30.08	32.79	14.84	17.90
YOY		106.9%	61.4%	11.2%	26.2%	9.0%	11.8%	20.6%
医用敷料	8.98	9.37	10.95	11.63	12.12	86.84	25.1	21.27
YoY		4.4%	16.9%	6.2%	4.2%	616.4%	307.8%	-15.3%
--伤口护理产品	5.97	5.98	6.94	6.85	6.34	6.10	2.83	2.99
YoY		0.3%	16.0%	-1.4%	-7.4%	-3.8%	-14.1%	6.0%
--感染防护产品	0.96	2.29	2.82	3.26	3.90	77.02	20.94	16.91
YoY		139.0%	22.8%	15.5%	19.9%	1873.1%	954.7%	-19.2%
--消毒清洁产品	1.10	1.09	1.19	1.53	1.64	3.72	1.34	1.36
YoY		-0.6%	9.5%	28.3%	7.4%	126.3%	51.9%	1.7%
全棉无纺布卷材	2.38	2.37	1.98	2.41	2.92	2.37	1.52	0.98
YoY		-0.6%	-16.2%	21.4%	21.2%	-19.04%	11.3%	-35.4%
其他业务	0.41	0.58	0.59	0.51	0.62	0.96	0.33	0.45
YoY		41.0%	2.6%	-14.6%	22.6%	54.4%	27.5%	34%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.2、按渠道拆分: 高基数、运费提升影响医疗板块直销与外销渠道, 消费板块各渠道表现良好

(1) 医用耗材业务: 国内医院/药店/电商/直销/外销渠道收入分别为 5.97/2.12/3.53/0.17/9.47 亿元, 同比增长 52.04%/0.78%/52.04%/-97.63%/-12.33%, 医院和电商高增主要系品牌知名度和影响力提升, 一次性手术室耗材产品在国内医院接受度提高、口罩产品作为重点品类和引流品受消费者喜爱; 直销渠道下滑主要系企事业单位和政府部门采购导致的 2020H1 高基数, 外销渠道下滑主要系公司推迟交付部分境外订单。

(2) 健康生活消费品业务: 电商/线下门店/商超/大客户收入分别为 11.03/5.43/1.06/0.39 亿元, 同比增长 11.05%/41.96%/75.61%/-19.82%, 商超渠道高增主要系内部管理提升使得人效提升、新品导入、新增母婴店和大型连锁商超所致。

1.3、门店方面: 稳步提升门店数量, 店效增长较快

门店数量: 截至 2021H1 公司共有 302 家线下门店, 其中直营、加盟的门店数量分别为 292 家、10 家, 全棉时代、全棉里物、津梁生活分别设立 279 家 (其中加盟店 10 家)、14 家、9 家线下门店。

直营门店店效: 截至 2021 年 6 月 30 日开业 12 个月以上的全棉时代门店平均店效增长 27.8%, 其中 300m² 以下、300-500m²、500-800m²、800m² 以上门店的店效分别增长 19.7%、27.9%、35.3%、32.4%, 单店店效增长较快。

表2: 直营门店平均店效增长 27.8%

面积档	直营门店家数	总面积(m ²)	2020H1 店效(万元)	2021H1 店效(万元)	YOY
300m ² 以下	87	17,559.99	138.65	166.02	19.7%
300-500m ²	57	21,240.98	161.42	206.47	27.9%

500-800m ²	56	35,106.97	177.82	240.64	35.3%
800m ² 以上	23	21,754.81	186.52	246.98	32.4%
合计	223	95,662.75	159.24	203.45	27.8%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、盈利能力短期受挫，营运能力保持良好

2.1、盈利能力：预计医疗板块常态化后盈利能力将向上修复

毛利率：2021H1 公司毛利率为 52.66% (-5.04ct)，2021Q1、2021Q2 毛利率分别为 54.68%、50.11%，毛利率下降主要系高占比的医用防护产品毛利率下降所致。

分行业看，（1）2021H1 年公司医用耗材毛利率为 52.30% (-6.5pct)；（2）健康生活消费品毛利率为 54.15%，同比增加 4.42pct，其中线上渠道毛利率为 49.68% (+5.06pct)，线下渠道毛利率为 60.09% (+1.24pct)，线下中直营/加盟/商超/大客户毛利率分别为 61.48%/22.44%/65.91%/51.42%，分别增长+1.89/+1.33/+0.83/-7.1pct。

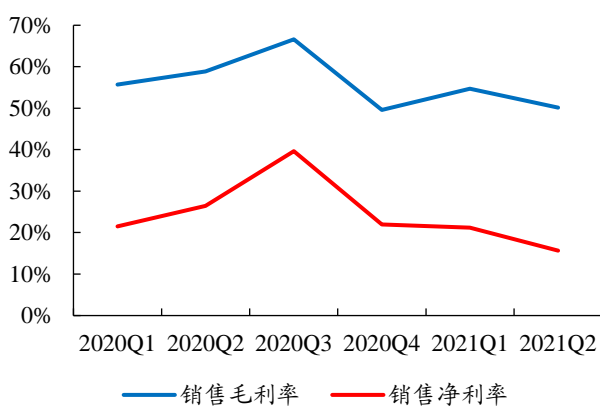
费用率：2021H1 期间费用率同比提升 6.31pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为 20.34%/7.65%/-0.31%/4.68%，同比提升 1.48/3.85/-0.3/0.64pct。

销售费用率提升主要系：（1）全棉时代消费品电商渠道和医用耗材电商渠道在第三方平台的广告宣传及市场推广费增加；（2）受疫情影响 2020H1 差旅费用低基数所致。

管理费用大幅上升主要系股份支付费用同比增加 1.42 亿元，剔除股权激励的影响后管理费用率为 4.15%，同比增加 0.35pct。

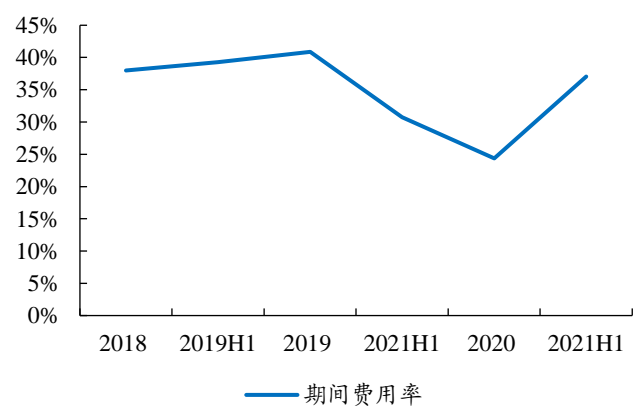
净利率：2021H1 公司净利率同比下降 5.95pct 至 18.75%，2021Q1、2021Q2 净利率分别为 21.18%、15.66%，主要系毛利率下降且期间费用率提升。

图3：2021H1 公司净利率同比下降 5.95pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2021H1 期间费用率同比提升 6.31pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、存货周转天数同比基本持平，现金流净额受预收和计提款影响

存货：2021H1 公司存货余额略有增长，同比 2020H1 增长 3.94% 至 12.64 亿元，存货周转天数为 116.2 天，相较 2020H1 的 116.5 天基本持平。

现金流净额：2021H1 经营活动现金流净额同比减少 22.76 亿元至 1.98 亿元（-92%），主要系预收客户货款减少、兑现 2020 年度计提税费及绩效奖金所致。

3、未来看点：围绕研发/营销/渠道提升产品力与品牌力

3.1、品牌力提升医用耗材渠道覆盖率，市场份额有望提升

（1）产品：2021H1 公司成功开发了抗菌抗病毒口罩、100%全棉三抗手术衣、多款抗菌敷料，形成了产品优势，获市场广泛认可。未来公司将继续拓展伤口护理、感染控制和家庭护理三个领域，其中伤口护理产品从传统伤口敷料领域向高端敷料领域拓展，感染控制产品从现有的医疗领域拓展到市场空间更大的个人防护领域和其他应用领域，家庭护理产品以消费者端为拓展方向。

（2）产能：为平化产能，公司将进一步改造自动化设备，淘汰效能低下的设备。

（3）渠道：线上方面，目前公司电商粉丝数超 400 万，未来将加大营销投入，深耕用户及品类运营，提升购买转化和客单价；线下方面，公司国内医疗业务医院市场经销商已覆盖全国 30 多个省（市、自治区）的 3000 余家医院、零售药店市场的经销商已覆盖全国 20 多个省（市、自治区）的近 11 万家零售药店、国外医疗业务的客户和经销商已覆盖欧洲、日本、美国等上百余个国家和地区。

2021H1 随着疫情进一步控制，防疫物资（防护服、口罩、手术衣）的需求减少，但销量有所增加，长期看，发达国家和地区的一次性医用耗材的占比接近 80%，我国的普及率仅有 20%左右，公司通过和医院专家的合作推广，有望不断提高公司一次性医用耗材的市占率。

3.2、渠道融合、围绕用户需求拓展品类，预计健康生活消费品稳步增长

（1）线上：2021H1 全棉时代用户数量已近 3300 万人，其中私域平台注册会员数量超 1500 万（门店注册会员数量 617 万，官网和小程序注册会员近 900 万。公司未来继续推进线上线下融合，实现渠道间相互引流，使线上及线下流量得到有效沉淀。

（2）线下：在门店形象方面，公司为强化门店的展示性和体验性，聘请国内外知名设计师升级门店形象，预计门店形象的更新在提高公司销售收入的同时可以进一步提高品牌知名度。在门店面积方面，公司未来主要开设 300-500 平方米的中型门店。

（3）品类：在无纺方面，公司会做经典产品，有纺类产品的品类会进行分层。公司在未来会对 SKU 进行精简，重点发展棉柔巾、卫生巾、母婴用品等，并大力推广纱布被等产品，不断提高消费者对新品的认知程度，精简 SKU 的同时打造爆款。

（4）数字化升级：为应对快速变化的市场和全球化的挑战，公司将 SAP ERP 进行升级重塑，运营效率得到提升，同时 CRM 项目已整体上线，通过对客户进行全生命周期管理、建立统一的销售配置报价工具，预计未来获客能力和营销投资回报率将有所提高。

4、盈利预测与投资建议

长期看，公司通过产品研发、渠道扩张、全方位营销及数字化升级，持续优化

制造端和零售端，积累了产品力和品牌力，有望在医疗+消费行业中进一步扩大市场份额。短期看，终端消费需求复苏背景下，健康生活板块已逐步恢复，考虑到医用耗材板块的价格和毛利率虽有所回落，但品牌力加持叠加产能提升有望进一步提升医用耗材销量，我们维持盈利预测，预计 2021-2023 年净利润 19.4/24.1/29.6 亿元，对应 EPS 为 4.5/5.7/6.9 元，当前股价对应 PE 分别为 31.6/25.4/20.7 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

渠道拓展不及预期，非无纺类产品存货风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2675	10990	13045	14807	17033
现金	481	4163	8042	8112	10219
应收票据及应收账款	416	844	630	1084	976
其他应收款	596	458	93	815	293
预付账款	97	124	137	168	197
存货	992	1216	1990	2128	2657
其他流动资产	92	4185	2154	2500	2692
非流动资产	1857	2012	1464	2121	2862
长期投资	9	13	20	28	36
固定资产	1275	1401	951	1425	2009
无形资产	132	208	221	238	248
其他非流动资产	442	390	271	430	569
资产总计	4531	13002	14509	16928	19895
流动负债	1187	2427	2771	3035	3376
短期借款	120	150	240	201	178
应付票据及应付账款	736	756	1069	1166	1558
其他流动负债	331	1521	1461	1668	1640
非流动负债	181	107	98	108	119
长期借款	134	0	-9	1	12
其他非流动负债	47	107	107	107	107
负债合计	1368	2534	2869	3143	3495
少数股东权益	3	14	19	24	32
股本	376	426	426	426	426
资本公积	949	4482	4482	4482	4482
留存收益	1835	5547	7291	9463	12028
归属母公司股东权益	3160	10454	11622	13760	16368
负债和股东权益	4531	13002	14509	16928	19895

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	600	4767	2076	1536	3727
净利润	547	3823	1940	2416	2963
折旧摊销	155	258	157	187	247
财务费用	6	219	-5	19	131
投资损失	14	-22	-3	-4	-4
营运资金变动	-97	407	12	-1046	414
其他经营现金流	-25	83	-24	-36	-24
投资活动现金流	-420	-4430	2484	-1148	-1133
资本支出	447	573	-555	649	733
长期投资	0	-4120	-7	-7	-8
其他投资现金流	27	-7977	1922	-507	-407
筹资活动现金流	-98	3348	-681	-318	-487
短期借款	-175	30	90	-39	-23
长期借款	129	-134	-9	10	11
普通股增加	0	50	0	0	0
资本公积增加	0	3533	0	0	0
其他筹资现金流	-53	-131	-762	-289	-475
现金净增加额	84	3691	3879	70	2107

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4575	12534	11158	13689	16835
营业成本	2212	5070	6204	7597	9259
营业税金及附加	40	117	107	126	157
营业费用	1356	1575	1919	2341	2862
管理费用	197	437	461	545	651
研发费用	155	411	361	452	551
财务费用	6	219	-5	19	131
资产减值损失	-22	-240	-109	-154	-202
其他收益	22	70	38	44	44
公允价值变动收益	11	11	5	9	8
投资净收益	-14	22	3	4	4
资产处置收益	62	0	20	27	16
营业利润	642	4532	2286	2847	3497
营业外收入	4	4	5	4	5
营业外支出	7	34	14	18	22
利润总额	638	4502	2276	2833	3480
所得税	91	680	337	417	518
净利润	547	3823	1940	2416	2963
少数股东损益	1	12	4	6	8
归母净利润	546	3810	1935	2410	2955
EBITDA	802	4707	2354	2913	3647
EPS(元)	1.28	8.93	4.54	5.65	6.93

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	19.2	174.0	-11.0	22.7	23.0
营业利润(%)	29.5	606.1	-49.6	24.6	22.8
归属于母公司净利润(%)	28.6	597.5	-49.2	24.5	22.6
获利能力					
毛利率(%)	51.6	59.5	44.4	44.5	45.0
净利率(%)	11.9	30.4	17.3	17.6	17.6
ROE(%)	17.3	36.5	16.7	17.5	18.1
ROIC(%)	16.0	35.3	15.7	16.5	17.4
偿债能力					
资产负债率(%)	30.2	19.5	19.8	18.6	17.6
净负债比率(%)	-5.4	-37.4	-66.3	-56.7	-60.5
流动比率	2.3	4.5	4.7	4.9	5.0
速动比率	1.3	4.0	3.9	4.1	4.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.4	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	10.7	19.9	15.1	16.0	16.3
应付账款周转率	3.2	6.8	6.8	6.8	6.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.28	8.93	4.54	5.65	6.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	11.18	4.87	3.60	8.74
每股净资产(最新摊薄)	7.41	24.51	27.25	32.26	38.38
估值比率					
P/E	112.3	16.1	31.7	25.5	20.8
P/B	19.4	5.9	5.3	4.5	3.7
EV/EBITDA	76.2	11.3	21.9	17.6	13.4

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