

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

IT 硬件与设备

科森科技 (603626)

动态点评

买入

(调高评级)

2021 年 11 月 16 日

精密金属结构件领军企业，发力折叠屏/VR 新蓝海

证券分析师：胡剑

02160893306

hujian1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521080001

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521080002

科森科技核心看点：

1、公司主营业务为精密金属、塑胶结构件，产品覆盖消费电子、医疗器械、汽车等应用领域，客户涵盖苹果、亚马逊、谷歌、美敦力等国际、国内知名企业。消费电子金属结构件为公司核心产品，2020 年营收 31.52 亿元，同比增长 78.34%，占总营收的比例为 90.93%。公司成立以来已累计为客户提供超 5000 种产品，具备充足的产品设计、制造、品质管控等经验，在为客户缩短产品上市时间、降低产品开发成本、增加产品美观度等方面具有较强的竞争优势。

2、折叠屏手机“新蓝海”，笔记本电脑机壳带来金属件增量需求。我们认为：1)折叠屏作为 3C 重要创新方向逐步兴起，2020 年全球折叠屏手机出货量 194.72 万部（IDC 数据），Counterpoint 预计 21 年出货量将较 20 年增长三倍，23 年出货量将较 20 年增长十倍，同时折叠屏铰链复杂的结构也为精密金属结构件市场带来新的增量空间，公司具备折叠屏铰链的技术和产能储备，同时投入资金持续研发，有望逐步切入折叠屏手机蓝海市场；2)疫情下的“宅经济”对于 PC 需求旺盛，同时随着终端设计精细度不断提升，CNC 工艺已广泛应用于笔记本电脑机壳制造，公司是苹果、华为等消费电子品牌精密金属结构件的重要供应商，我们看好公司逐步开拓笔记本电脑 CNC 金属机壳市场。

3、乘“元宇宙”东风，VR/AR 结构件市场空间广阔，公司 VR 业务已形成收入贡献。10 月 29 日 Facebook 宣布更名为“Meta”，打开元宇宙的新篇章，我们认为，元宇宙的发展离不开 VR/AR 硬件的支持，未来 VR/AR 结构件市场具备广阔的发展空间。Frost & Sullivan 预测全球 VR/AR 精密结构件市场规模将从 2020 年的 1 亿美元增长至 2025 年的 17 亿美元（CAGR：76.23%），公司可为 VR 产品提供部分结构件，VR 业务已开始形成收入贡献，有望新的业务增长点。

4、我们看好公司在核心客户苹果份额提升、逐步开拓笔记本电脑 CNC 金属机壳市场、发力折叠屏手机铰链“新蓝海”、VR/AR 迅速兴起等因素的带动下实现业绩高速增长。我们预计 21/22/23 年公司营收同比增长 10.8%/54.2%/34.0%至 38.40/59.24/79.39 亿元，归母净利润同比增长 910.6%/6.8%/35.9%至 3.86/4.12/5.60 亿元，对应 21/22/23 年 PE 分别为 21.1/19.7/14.5 倍，上调至“买入”评级。

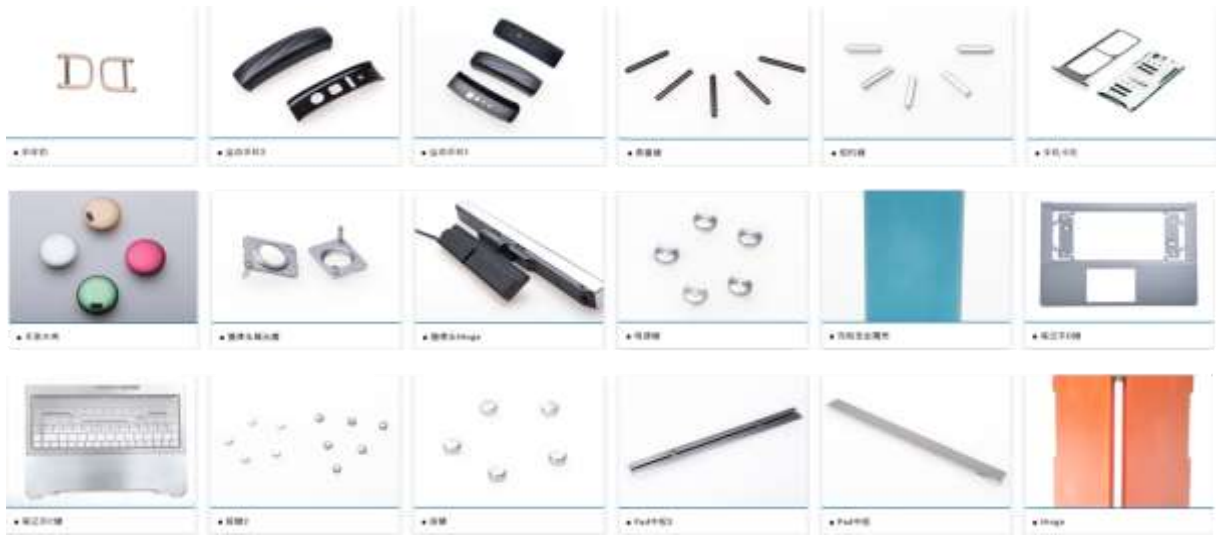
评论：

■ 科森科技：为苹果、亚马逊、谷歌等国际、国内知名客户提供精密金属加工和工程项目服务

科森科技于 2010 年成立，于 2017 年上市，是专业从事精密结构件研发、制造与服务的高新技术企业。公司主要以精密压铸、锻压、冲压、CNC、激光切割、激光焊接、MIM、精密注塑等制造工艺、技术为基础，以精密模具设计、生产为支撑，为苹果、亚马逊、谷歌、美敦力等国际、国内知名客户提供消费电子（含加热不燃烧电子烟、VR）、医疗器械、汽车（含新能源汽车）等终端产品所需精密金属、塑胶结构件产品的研发、制造以及部分组装服务。

公司消费电子产品包括智能手机、笔记本电脑、平板电脑、智能耳机、智能音箱、电子烟、VR 等终端产品的外壳、中框、中板、按键、标志、转轴（铰链）等；医疗器械产品包括手术刀、骨钉、心脏起搏器等终端产品所需结构件；新能源汽车产品主要为动力电池配套所需的模组产品等。

图 1：公司消费电子精密金属结构件产品

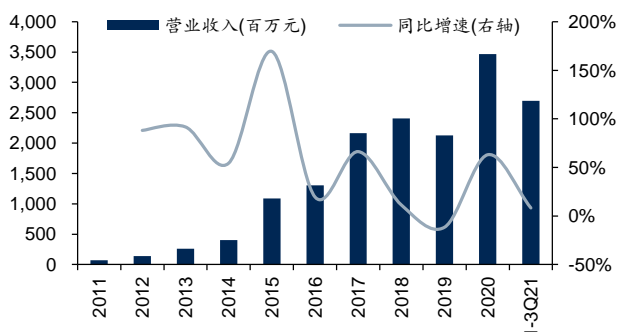


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2020 年公司营收同比大幅增长，但受多方面因素影响亏损 0.48 亿元。2020 年公司营收同比增长 62.98%至 34.67 亿元，主要得益于：1)公司为国内客户配套的笔记本电脑机壳产品量产顺利；2)新冠疫情背景下远程办公、在线教育、居家娱乐等“宅经济”刺激笔记本电脑、平板电脑需求增长。但 2020 年公司归属于母公司所有者净利润为亏损 4762.47 万元，主要系：1)公司投入较多的一款智能手机配套结构件产品对应的终端产品销量大幅不及预期；2)受汇率波动影响，公司产生汇兑损失 3928 万元；3)公司为客户配套的新款个人电脑、电子烟等产品开发成本较高，但量产时间推迟至了 2021 年第一季度；4)公司实施限制性股票激励计划，增加股份支付相关的管理费用 3522 万元。

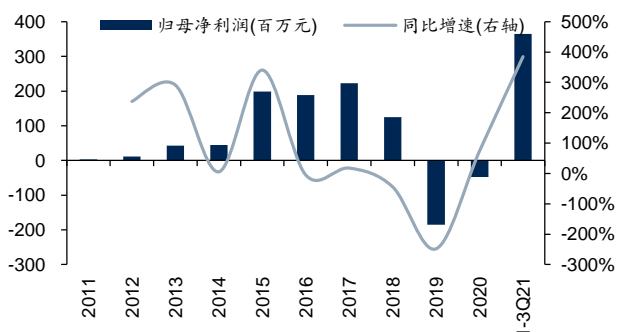
2021 年前三季度公司营收、归母净利润分别同比增长 8.18%、385.10%。1-3Q21 公司营收 26.96 亿元，在去年同期基数较高的情况下仍同比增长 8.18%。1-3Q21 公司归母净利润 3.64 亿元，同比增长 385.10%，其中包括处置子公司科森光电股权带来的投资收益 2.48 亿元，1-3Q21 公司扣非后的归母净利润 0.81 亿元，同比增长 20.79%。2021 年前三季度公司业绩稳定性增强，主要得益于：1)公司不断优化资产质量和产品结构，着力夯实高端 PC、医疗器械等相对稳定的业务模块；2)通过持续的技术、产品创新，带来新能源汽车、VR 终端、电子烟等业务多点开花，带来新的收入和利润贡献；3)公司持续优化、改善管理水平，不断提升市场份额，提升产能利用率，提高产品竞争力。

图 2：公司营业收入及同比增速



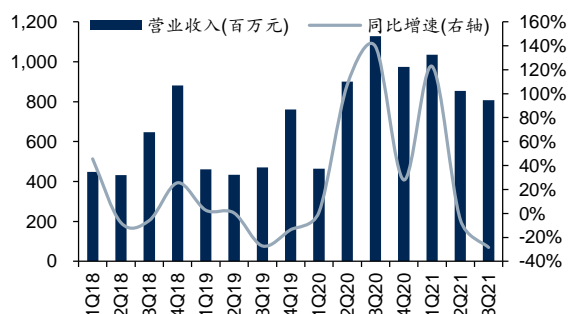
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



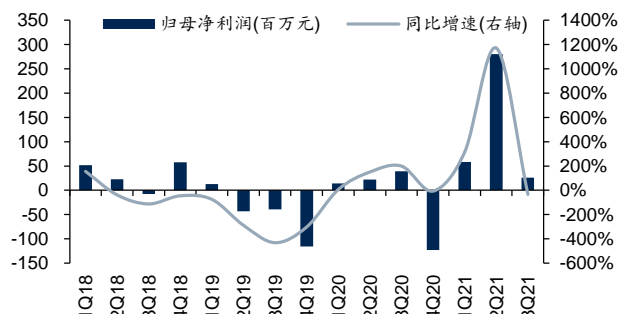
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度营业收入及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

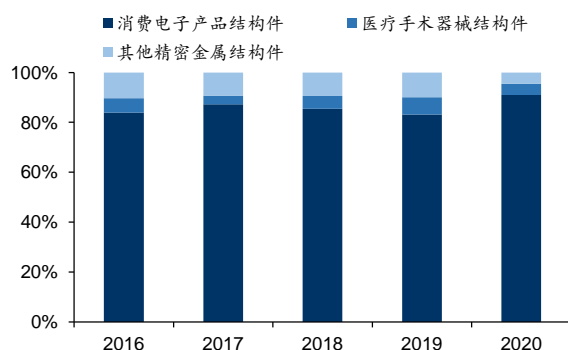
图 5：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

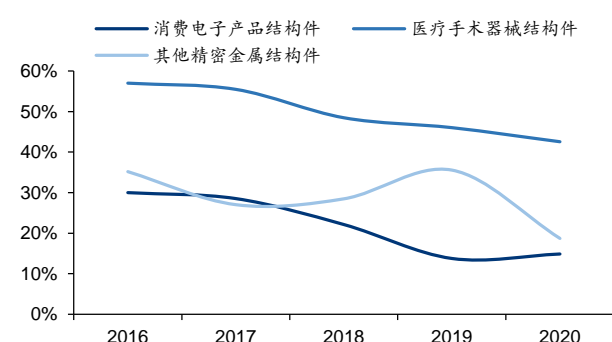
消费电子金属结构件为公司的主营产品。2020 年公司消费电子产品结构件营收 31.52 亿元，同比增长 78.34%，占总营收的比例为 90.93%；医疗手术器械结构件营收 1.57 亿元，同比增长 4.87%，占总营收的比例为 4.52%。2016 年以来公司消费电子产品结构件营收占比维持在 80%-90%，是公司的主营产品；2020 年在“宅经济”的带动下个人电脑需求旺盛，消费电子业务占比进一步提升。从毛利率的角度看，2020 年医疗手术器械结构件毛利率在 40% 以上，高于消费电子产品结构件约 15% 的毛利率。

图 6：公司各产品营业收入占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

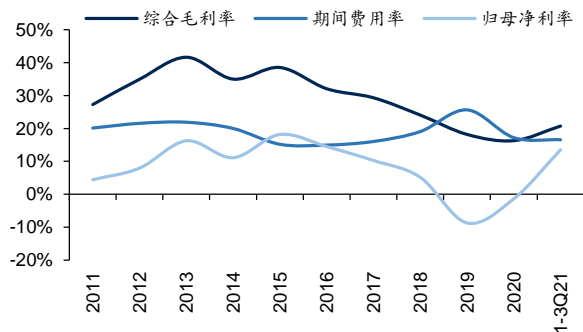
图 7：公司各产品毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

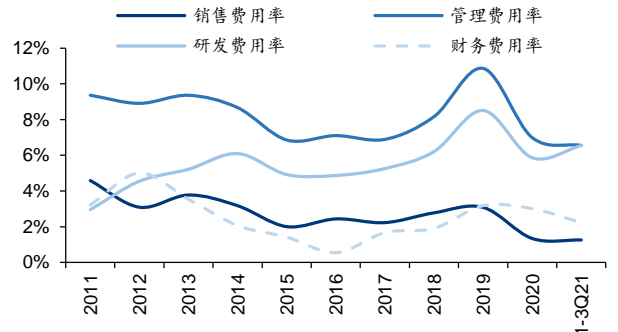
公司期间费用率水平总体较稳定，2015 年以来毛利率水平承压，未来有望企稳回升。2015-2019 年公司期间费用率从 15.20% 提升至 25.64%，主要系公司业务、投资扩张所带来的费用增加所致；2020 年、2021 年前三季度公司业务的规模效应逐步显现，同时公司持续优化、改善管理水平，提升产能利用率、产品竞争力，公司期间费用率回落至 17.21%、16.58%。2015-2020 年公司毛利率从 38.52% 下降至 16.30%，主要系：1) 主要客户终端产品更新迭代，公司部分高毛利产品销售占比下降；2) 公司依据行业惯例对老产品例行降价；3) 公司不断延伸产品链条，新布局产品前期盈利不稳定及造成折旧、人力成本上升。未来随着公司不断夯实高端 PC、医疗器械等高毛利的业务板块，以及不断提升管理、运营效率，我们认为公司毛利率水平有望企稳回升。

图 8：公司综合毛利率、归母净利率及期间费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 9：公司销售、管理、研发、财务费用率

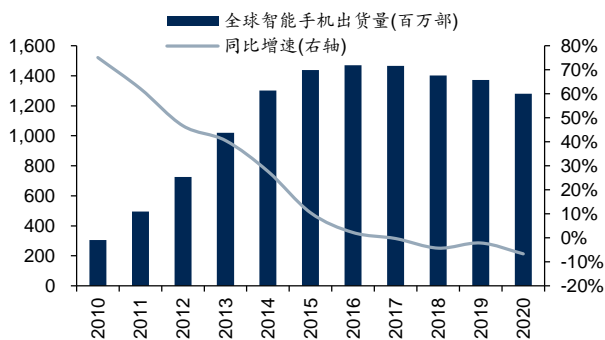


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 看好核心客户苹果份额提升、开拓笔记本电脑 CNC 市场、折叠屏快速渗透、VR/AR 高速成长带动公司业绩高增长

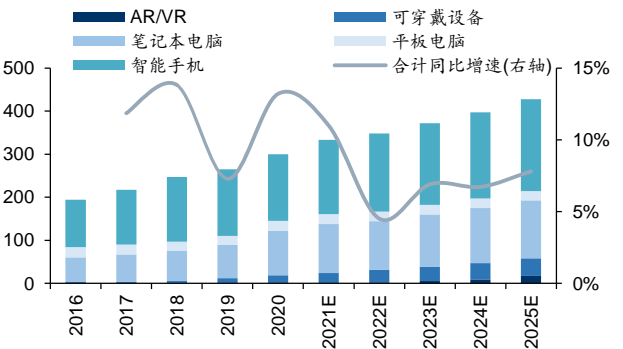
2010 年以来智能手机、平板电脑等消费电子产品迅猛发展，精密结构件作为终端产品不可或缺的重要组成部分市场规模快速增长。根据 IDC 数据，全球智能手机出货量从 2010 年的 3.05 亿部增长至 2020 年的 12.81 亿部（CAGR：15.43%）；全球平板电脑出货量从 2010 年的 1935.69 万部增长至 2020 年的 1.64 亿部（CAGR：23.79%）。虽然 2015 年以来智能手机、个人电脑市场逐步进入存量竞争时代，但消费电子终端设计的复杂度、集成度提升（例如手机新增 5G、多摄、无线充电等新技术，笔记本电脑机壳采用 CNC 工艺等）带动精密结构件市场规模持续增长。根据 Frost & Sullivan 数据，全球消费电子精密结构件市场规模从 2016 年的 194 亿美元增长至 2020 年的 300 亿美元（CAGR：11.51%），Frost & Sullivan 预计 2025 年将达到 428 亿美元（2020-2025 年 CAGR：7.37%）。

图 10：全球智能手机出货量及同比增速



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图 11：全球消费电子精密结构件市场规模（单位：亿美元）

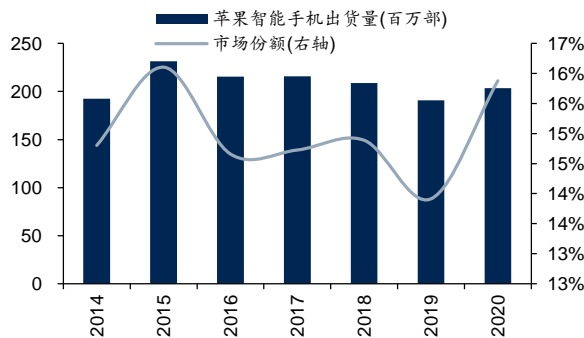


资料来源：Frost & Sullivan，国信证券经济研究所整理

公司消费电子精密金属结构件产品可应用于智能手机、笔记本电脑、平板电脑、VR 设备等领域，在智能手机市场已进入存量竞争时代的背景下，展望未来，我们认为：1)核心客户苹果市场份额提升；2)开拓笔记本电脑 CNC 金属机壳市场；3)折叠屏手机快速渗透；4)VR/AR 设备高速增长将成为驱动公司业绩持续增长的核心驱动力。

- **核心客户苹果有望通过优化性价比等方式提升 iPhone 的全球份额。**根据 IDC 数据，2020 年全球智能手机出货量 12.81 亿部，同比下降 6.66%；其中苹果 2020 年智能手机出货量为 2.03 亿部，同比增长 6.53%，主要得益于 2020 年 6 月 iPhone11 系列产品的降价促销和 10 月上市的 iPhone12 系列产品的优异表现。2021 年 9 月发布的 iPhone13 系列手机较前代发售价下降且配置全面升级，产品备受消费者青睐，在发售初期甚至出现“一机难求”的状况，根据 Canalys 数据，3Q21 苹果以 15% 的出货量份额（同比提升 3pct）位居全球智能手机市场的第二位。我们认为，在华为手机销售受制于中美贸易摩擦的背景下，苹果通过优化性价比抢夺高端手机市场份额的意愿较强，公司作为苹果精密金属结构件的供应商有望受益。

图 12: 苹果智能手机出货量及市场份额



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

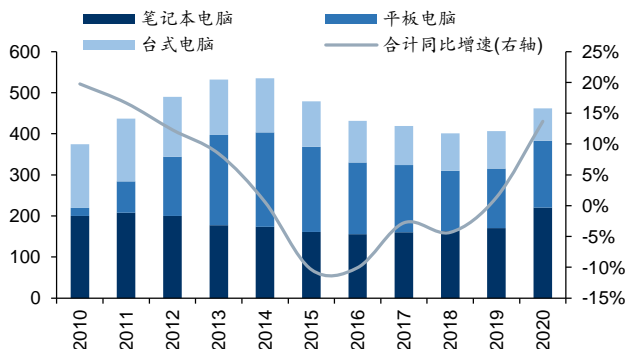
图 13: 苹果发布 iPhone13 系列手机



资料来源: 苹果官网, 国信证券经济研究所整理

- **公司有望逐步开拓笔记本电脑金属机壳市场。**在新冠疫情全球蔓延的背景下，2020 年以来居家办公、在线学习的“宅经济”带动笔记本电脑、平板电脑销量增长。根据 IDC 数据，2020 年全球笔记本电脑出货量同比增长 28.80%至 2.20 亿部，全球平板电脑出货量同比增长 13.19%至 1.64 亿部。全球 PC 市场龙头苹果较早已采用 CNC 加工工艺制作其 MacBook 系列电脑机壳，近年来华为、小米等品牌也陆续跟进使用 CNC 工艺笔记本电脑机壳。我们认为，疫情下的“宅经济”对于 PC 需求旺盛，1Q21 公司为客户配套的新款高端个人电脑已进入量产阶段，作为苹果、华为金属结构件的重要供应商，我们看好公司逐步开拓笔记本电脑 CNC 机壳市场。

图 14: 全球个人电脑出货量及同比增速



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图 15: 苹果 MacBook 机壳采用 CNC 加工工艺

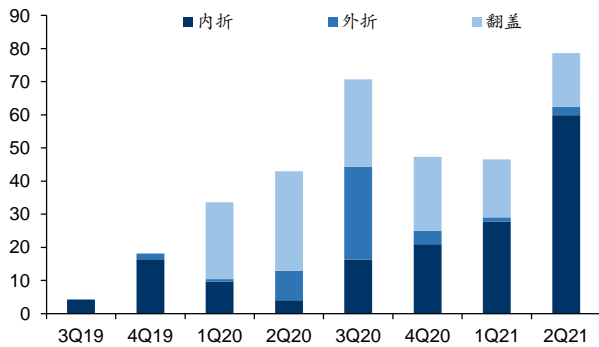


资料来源: 苹果官网, 国信证券经济研究所整理

- **折叠屏作为智能手机的重要创新方向正逐步兴起。**2021 年国内外主要手机品牌厂商陆续切入折叠屏手机市场，三星、华为、小米等品牌均已推出各自的新一代折叠屏手机，荣耀、vivo、OPPO 等品牌也有计划推出折叠屏手机。根据 IDC 数据，2020 年全球折叠屏手机出货量 194.72 万部；其中 2Q21 全球折叠屏手机出货量 78.64 万部，环比增长 68.95%，同比增长 82.96%，华为、三星、小米、联想分别以 39.7%、29.4%、22.0%、7.0% 的出货量市场份额位居一至四位。Counterpoint 预计 2021 年折叠屏手机出货量将较 2020 年增长三倍，2023 年折叠屏手机出货量将较 2020 年增长十倍，折叠屏手机的渗透具备超预期的潜力。

折叠屏铰链复杂的设计结构也为精密结构件市场带来新的增量空间。2021 年 2 月华为推出新一代折叠屏旗舰 MateX2，不仅采用独有的双旋水滴铰链结构设计，还在铰链系统中使用了锆基液态金属、超强钢材、碳纤维复合材料等多种高精尖特殊材料和特殊制作工艺，实现了内屏之间和转轴铰链的无缝闭合；同时 MateX2 还通过优化各个组件的连接方式避免了屏幕面板在折叠过程中受拉伸或挤压，从而减弱了折叠屏的折痕。我们认为，折叠屏铰链复杂的设计结构也为精密金属结构件市场带来新的增量空间，科森科技具备折叠屏铰链的技术和产能储备，同时 2020 年持续投入资金进行 2in1 智能手机平板折叠装置的高精密转轴等折叠屏相关项目的研发，有望逐步切入折叠屏手机这一蓝海市场。

图 16: 全球折叠屏手机出货量 (单位: 万部)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图 17: 华为 Mate X2 折叠屏手机



资料来源: 华为官网, 国信证券经济研究所整理

图 18: 华为 Mate X2 折叠屏手机中框



资料来源: 艾奥科技, 国信证券经济研究所整理

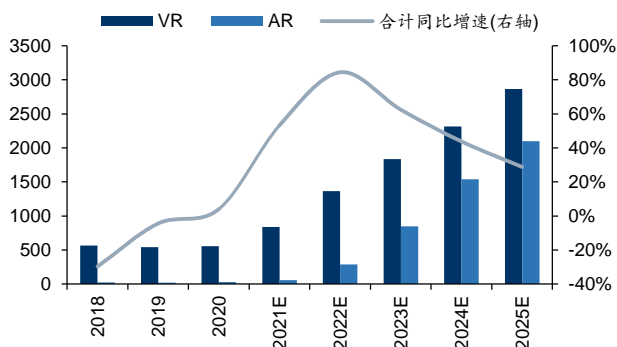
图 19: 华为 Mate X2 折叠屏手机双旋水滴铰链结构



资料来源: 华为官网, 国信证券经济研究所整理

- **乘“元宇宙”东风, VR/AR 结构件市场空间广阔。**根据 IDC 数据, 2020 年全球 VR 设备出货量 555 万部, 同比增长 2.49%; 1H21 全球 VR 出货量 315 万部, 同比增长 100.5%。10 月 29 日 Facebook 宣布更名为“Meta”, 打开元宇宙的新篇章, 元宇宙发展离不开 VR/AR 硬件支持, 未来 VR/AR 结构件具备广阔的市场空间, Frost & Sullivan 预测全球 VR/AR 精密结构件市场规模将从 2020 年的 1 亿美元增长至 2025 年的 17 亿美元 (CAGR: 76.23%), 科森科技可为 VR 产品提供部分结构件, VR 业务开始形成收入贡献, 有望成为新的业绩增长点。

图 20: 全球 VR/AR 设备出货量 (单位: 万部)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图 21: Oculus Quest VR 设备拆机图



资料来源: VR 陀螺, 国信证券经济研究所整理

■ 投资建议：预计 21/22/23 年归母净利润为 3.86/4.12/5.60 亿元，上调至“买入”评级

我们预计 21/22/23 年公司营收同比增长 10.8%/54.2%/34.0%至 38.40/59.24/79.39 亿元，核心数据假设如下：

消费电子产品结构件：我们预计 21/22/23 年公司消费电子产品结构件营收同比增长 9.2%、57.6%、35.0%至 34.43、54.24、73.22 亿元，预计 21/22/23 年公司消费电子产品结构件毛利率 20.4%、24.2%、24.4%。

医疗手术器械结构件：我们预计 21/22/23 年公司医疗手术器械结构件营收同比增长 12.9%、14.0%、13.5%至 1.77、2.02、2.29 亿元，预计 21/22/23 年公司医疗手术器械结构件毛利率 41.2%、40.6%、40.1%。

其他精密金属结构件：我们预计 21/22/23 年公司其他精密金属结构件营收同比增长 40.0%、35.0%、30.0%至 2.21、2.98、3.88 亿元，预计 21/22/23 年公司其他精密金属结构件毛利率 24.6%、26.9%、27.1%。

表 1：公司营业收入及毛利率预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2408.32	2127.27	3467.02	3840.42	5923.69	7938.63
消费电子产品结构件	2057.74	1767.70	3152.49	3442.52	5423.68	7321.97
医疗手术器械结构件	123.35	149.46	156.74	177.00	201.79	228.97
其他精密金属结构件	227.23	210.11	157.79	220.90	298.22	387.69
同比增速(%)	11.2%	-11.7%	63.0%	10.8%	54.2%	34.0%
消费电子产品结构件	9.0%	-14.1%	78.3%	9.2%	57.6%	35.0%
医疗手术器械结构件	60.4%	21.2%	4.9%	12.9%	14.0%	13.5%
其他精密金属结构件	13.6%	-7.5%	-24.9%	40.0%	35.0%	30.0%
毛利率(%)	24.1%	18.2%	16.3%	21.6%	24.9%	25.0%
消费电子产品结构件	22.1%	13.8%	14.9%	20.4%	24.2%	24.4%
医疗手术器械结构件	48.5%	46.1%	42.6%	41.2%	40.6%	40.1%
其他精密金属结构件	28.5%	35.6%	18.7%	24.6%	26.9%	27.1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

我们预计 21/22/23 年公司期间费用率 16.59%/15.94%/16.09%；综上，我们预计 21/22/23 年公司归母净利润同比增长 910.6%/6.8%/35.9%至 3.86/4.12/5.60 亿元，当前股价对应 PE 分别为 21.1/19.7/14.5 倍。

表 2：公司未来 3 年盈利预测表

单位：百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2408.32	2127.27	3467.02	3840.42	5923.69	7938.63
营业成本	1828.56	1740.33	2902.06	3010.66	4446.34	5951.66
销售费用	66.87	65.61	46.49	48.92	77.72	109.37
管理费用	196.57	231.16	242.40	255.08	389.52	537.67
研发费用	149.46	181.03	203.36	247.79	389.85	548.58
财务费用	45.87	67.73	104.44	85.52	87.25	81.54
营业利润	126.51	-216.82	-72.61	387.74	448.74	614.69
利润总额	137.48	-203.22	-63.99	398.80	459.83	624.95
归母净利润	124.68	-184.93	-47.62	386.06	412.20	560.20
EPS (元)	0.30	-0.44	-0.09	0.69	0.74	1.00
ROE (%)	6.7%	-11.1%	-2.3%	16.2%	15.3%	18.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

我们选择同样从事消费电子精密结构件业务的东山精密、长盈精密、领益智造、立讯精密作为可比公司。参考可比公司 Wind 一致预期下 2021 年 PE 均值 (28.44x)，我们看好公司在核心客户苹果份额提升、逐步开拓笔记本电脑 CNC 金属机壳市场、发力折叠屏手机铰链“新蓝海”、VR/AR 迅速兴起等因素的带动下实现业绩高速增长，我们认为公司估值相比于行业平均水平仍有上升空间，上调至“买入”评级。

表 3：同类公司估值比较

代码	简称	股价 (11/15)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E			
603626	科森科技	14.58	-0.09	0.69	0.74	-170.69	21.06	19.72	3.89	0.15	8129
同类公司：											
002384	东山精密	25.78	0.93	1.12	1.42	27.72	22.95	18.13	3.37	0.97	44080
300115	长盈精密	17.67	0.65	0.48	0.94	27.18	36.76	18.72	3.15	1.52	21222
002600	领益智造	7.00	0.33	0.37	0.53	21.21	19.10	13.11	3.42	0.62	49465
002475	立讯精密	41.74	1.03	1.19	1.64	40.52	34.96	25.43	10.67	1.29	294200
均值						29.16	28.44	18.85	5.15	1.10	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

注：东山精密、长盈精密、领益智造、立讯精密盈利预测均基于 Wind 一致预期

■ 风险提示

- 1、宏观经济下行导致消费电子需求不及预期；
- 2、VR/AR 销量、折叠屏手机渗透率不及预期；
- 3、消费电子精密结构件行业竞争加剧；
- 4、公司笔记本电脑 CNC 工艺业务开拓进度不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	280	350	384	461	营业收入	3467	3840	5924	7939
应收款项	1646	1841	2353	2936	营业成本	2902	3011	4446	5952
存货净额	506	567	720	890	营业税金及附加	20	26	42	52
其他流动资产	121	170	252	322	销售费用	46	49	78	109
流动资产合计	2552	2928	3709	4609	管理费用	242	262	396	545
固定资产	3060	3375	3653	3905	财务费用	104	86	87	82
无形资产及其他	174	167	160	153	投资收益	5	255	1	1
投资性房地产	104	104	104	104	资产减值及公允价值变动	(11)	(8)	(11)	(5)
长期股权投资	138	143	149	156	其他收入	(219)	(267)	(415)	(581)
资产总计	6028	6717	7776	8928	营业利润	(73)	388	449	615
短期借款及交易性金融负债	1371	1445	1506	1253	营业外净收支	9	11	11	10
应付款项	1451	1645	2157	2917	利润总额	(64)	399	460	625
其他流动负债	142	173	242	331	所得税费用	(9)	12	46	62
流动负债合计	2964	3263	3905	4501	少数股东损益	(7)	1	2	2
长期借款及应付债券	567	567	567	567	归属于母公司净利润	(48)	386	412	560
其他长期负债	370	471	577	712					
长期负债合计	937	1038	1144	1279					
负债合计	3901	4300	5049	5779					
少数股东权益	35	36	37	39					
股东权益	2091	2381	2690	3110					
负债和股东权益总计	6028	6717	7776	8928					

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(55)	387	414	562
资产减值准备	(29)	2	1	1
折旧摊销	270	286	352	407
公允价值变动损失	11	8	11	5
财务费用	104	86	87	82
营运资本变动	(357)	22	(59)	161
其它	163	(88)	(89)	(83)
经营活动现金流	108	703	718	1135
资本开支	(733)	(605)	(635)	(658)
其它投资现金流	4	(5)	(6)	(7)
投资活动现金流	(729)	(610)	(642)	(665)
权益性融资	51	0	0	0
负债净变化	458	0	0	0
支付股利、利息	(57)	(97)	(103)	(140)
其它融资现金流	337	74	61	(253)
融资活动现金流	788	(23)	(42)	(393)
现金净变动	166	70	34	78
货币资金的期初余额	114	280	349	383
货币资金的期末余额	280	349	383	461
企业自由现金流	(774)	(59)	172	570
权益自由现金流	20	(68)	154	244

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《科森科技-603626-2017 年 3 季报点评：A 客户产品出货提升，助力公司业绩持续释放》——2017-10-30

《科森科技-603626-2017 年中报点评：营收继续向好，利润有所下滑》——2017-08-14

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032