

证券研究报告 — 公司深度报告

投资评级：增持(首次)

专注安防展示，待疫情去，可见回暖
报告摘要
公司基础数据

总股本(百万股)	45.78
流通股本(百万股)	13.48
总市值(亿元)	12.64
流通市值(亿元)	3.72
资产负债率(%)	22.88
每股净资产(元)	
52周最高价/最低价(元)	27.60/27.60

高新技术组

分析师：朱泓学(分析师)
 联系方式：0871-63577091
 邮箱地址：zhuhx@hongtastock.com
 资格证书：S1200521070001

杭州朗鸿科技股份有限公司，成立于2008年，公司产品主要分为通用防盗器、OPPO定制防盗器、华为定制防盗器，整个防盗器业务贡献公司营收比例98%以上，主营业务突出。

从下游产品需求来看，消费电子行业整体需求已有放缓迹象，智能手机出货量呈现下降趋势，可穿戴设备出货量呈现快速增长趋势，所以我们认为电子设备防盗产品或存在产品结构需求变化，可穿戴设备或将接过智能手机的“接力棒”，成为助力电子设备防盗产品增长的消费电子产品。另外，公司已经与国内主流手机品牌商签订长期供货合同，相关手机品牌商的线下商店扩张也将成为公司业绩催化剂。

公司将于2022年下半年启动电子产品防盗设备产业化基地项目基建，建设周期为2年。公司拟构建的电子产品防盗设备产业化基地将以提升研发能力为核心，在现有研发能力基础上实现研发升级，进一步提升公司的核心竞争力，保证公司持续稳定发展，有助于扩大公司的业务规模，提高盈利能力。除现有手机、可穿戴电子防盗展示产品外，公司将基于该产业化基地积极开展电子防盗相关零售数字运营业务平台的研发设计，生产环节将定位于组装、测试、检测等环节及高端产品生产。未来，随着募投项目的实施，环境安全防盗产品、安全展示柜和零售数字运营业务平台软件与现有产品防盗共同构建零售数字运营业务平台，可以突破手机、可穿戴设备产品等行业，进入整体商业防盗市场。

2022年受到疫情和全球宏观经济环境的影响，参照2020年和2021年两年的情况，2020年公司营收同比下降16.76%，2021年在疫情常态化后，公司营业收入同比增长19.35%，恢复至公司2019年的水平。因此，我们认为2022年受到整体经济形势影响之下，公司业绩会出现波动，预计在疫情和经济恢复后，公司业绩在明年会重回上升状态。

预计公司2022年-2024年营业收入为1.22亿元、1.41亿元和1.69亿元，归母净利润为0.37亿元、0.42亿元和0.51亿元。公司发行前PE估值为16倍左右，参考沪深上市公司PE估值为21倍左右，待疫情有所稳定后，可给予公司“增持”评级。

盈利预测简表

财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	144	122	141	169
增长率(%)	19	-15	15	20
归母净利润(百万元)	49	37	42	51
增长率(%)	140	-24	12	23
销售净利率(%)	34	30	30	30
净资产收益率(%)	49	13	13	14
每股收益(EPS)	1.28	0.96	1.08	1.33
市盈率(P/E)	21.56	28.81	25.64	20.80
市净率(P/B)	10.58	3.86	3.35	2.89

资料来源：红塔证券

风险提示

疫情恢复不及预期，导致影响市场开拓、产品销售风险；客户集中度较高风险；宏观经济波动的风险

相关研究
独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道，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。

正文目录

1. 公司介绍	4
1.1. 公司为民营企业，各子公司与母公司业务存在协同关系	4
1.2. 公司主营为电子设备防盗展示产品	5
1.3. 公司产品应用场景与电子设备相关，已经拥有优质的客户资源	7
2. 国内安防行业已经步入稳定成熟阶段，防盗展示产品与消费电子密切相关	9
2.1. 充电+防盗，小型化、无线化、后台化、智能化是防盗展示产品的发展方向	10
2.2. 智能手机出货量下降或影响行业需求，可穿戴设备市场增速将有利于行业发展	11
2.2.1. 全球智能手机出货量呈现下降趋势，行业集中度较高，线下销售占比更高	12
2.2.2. 可穿戴设备市场快速增长	15
3. 新建产业化基地，提升生产能力，丰富公司产品	16
4. 财务分析	18
4.1. 公司营收受疫情影响较大，毛利率水平较高，期间费用率呈现下降趋势，净利率水平上升	18
4.2. 应收账款率较高，产业链延伸使得存货比例增加	21
4.3. 经营性现金流量净额保持正值	23
5. 研究结论及投资建议	23
6. 风险提示	24

图目录

图 1. 公司发展历程	4
图 2. 公司股权结构图	5
图 3. 公司业务营收占比	6
图 4. 公司境内外营收占比	7
图 5. 公司产品相关应用	7
图 6. 公司产品应用场景示例	8
图 7. 中国安防行业总产值	9
图 8. 防盗展示行业产业链	12
图 9. 全球智能手机出货量	13
图 10. 中国智能手机出货量	13
图 11. 2021 年全球手机品牌商市场份额（根据出货量计算）	13
图 12. 2021 年国内智能手机市场份额（根据出货量计算）	14
图 13. 国内智能手机市场线上线下销售占比	14
图 14. 全球智能可穿戴设备出货量	15
图 15. 2021 年全球可穿戴设备出货量市场份额	16
图 16. 公司营业收入变动情况	18
图 17. 国内外营收变动情况	18
图 18. 公司整体和分产品毛利率	20
图 19. 公司整体毛利率对比图	20
图 20. 公司各项费用率变动情况	21
图 21. 公司净利率变动情况	21
图 22. 应收账款周转率对比（次）	21
图 23. 存货周转率对比（次）	22
图 24. 公司现金流变动情况	23

表目录

表 1. 公司产品简介	6
表 2. 充电+防盗技术的解决方案	11
表 3. 小米大陆地区线下零售店变动情况	15
表 4. 公司募投项目	16
表 5. 公司主芯片贴片产能利用率	17
表 6. 具体生产产品和新增产能	17
表 7. 可比公司简介	18
表 8. 公司主营业务按季度营收占比（万元）	19
表 9. 公司应收账款（万元）	21
表 10. 公司存货情况	22
表 11. 可比公司财务数据（截至 2022-08-29）	24

1.公司介绍

杭州朗鸿科技股份有限公司，成立于2008年，于2016年3月10日挂牌新三板，借助资本市场的力量，扩大规模。朗鸿科技聚焦于防盗器的设计及生产，致力于为品牌商，电信运营商、数码连锁提供体验式营销解决方案。借助多年的数字化、信息化和自动化转型实践，公司已经实现了以自动化生产线、全流程信息管理系统、全球化销售网络为核心的运营体系，完整覆盖产品研发、订单配置、采购规划、计划生产、智能制造、品质跟踪、物流配送等全价值链的各个环节。

图 1. 公司发展历程



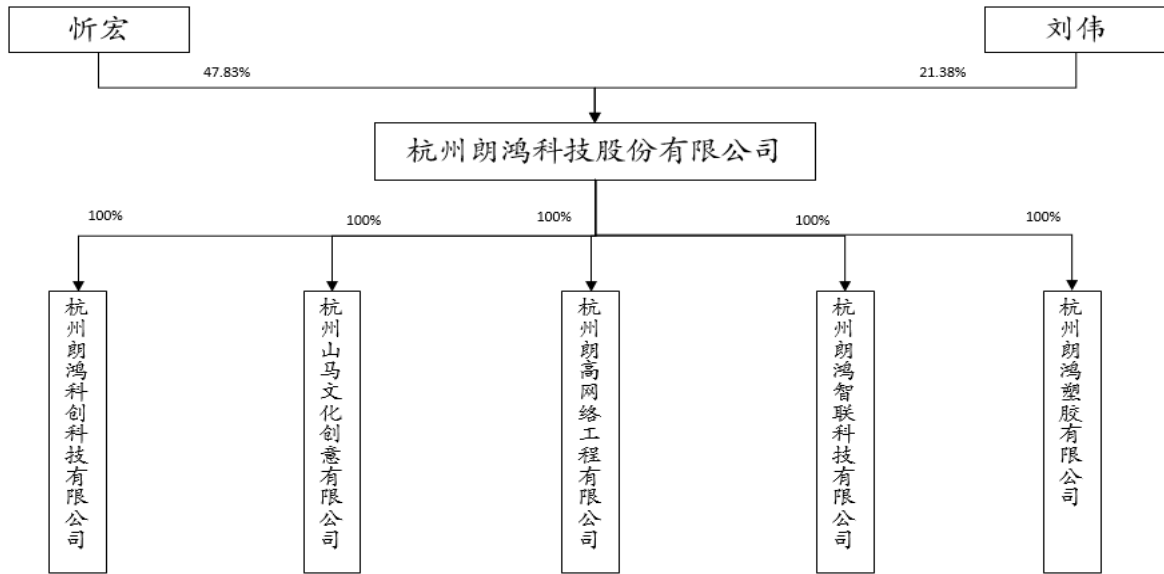
资料来源：公司官网，红塔证券

1.1. 公司为民营企业，各子公司与母公司业务存在协同关系

公司董事长、总经理忻宏为公司控股股东以及实际控制人，持有公司47.83%的股权，公司董事、副总经理刘伟持有公司21.38%的股权，其余人员持股比例均未达到5%以上。公司董事长忻宏2005年7月至2006年5月，任杭州生隆电子科技有限公司生产部经理；2006年6月至2007年12月，任杭州合创电子科技有限公司生产部经理。

朗鸿科技子公司为母公司提供协同服务。朗鸿智联科技主要负责防盗组件生产，为朗鸿科技的生产中心；朗鸿科创科技主要负责集成电路研发和制造，为公司提供集成电路研发服务；山马文化负责信息系统界面及产品外观设计研发，为公司提供产品外观和信息系统界面设计服务。

图 2. 公司股权结构图



资料来源：iFind，红塔证券

1.2. 公司主营为电子设备防盗展示产品

公司主营业务为电子设备防盗展示产品的研发、生产和销售，主要应用于智能手机、可穿戴设备等消费电子产品的防盗和展示。公司防盗器产品系列主要包括通用防盗器、华为定制防盗器、OPPO 定制防盗器三大类型，不同防盗器类型按照最初产品设计服务对象进行划分，通用防盗器为公司标准化产品，华为定制、OPPO 定制防盗器均为定制化产品。

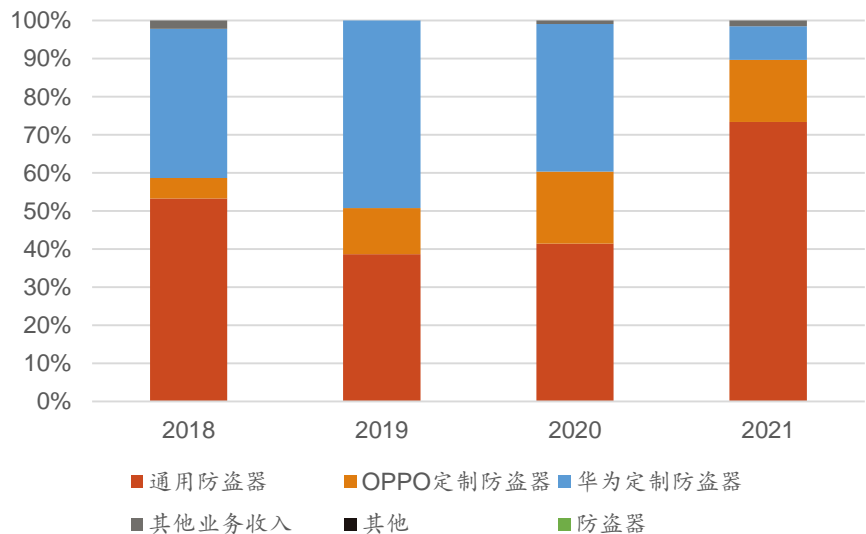
表 1. 公司产品简介

核心组件类别		材料构成	主要用途	产品图示
主机	集中式防盗主机	塑料外壳、铝合金、线路板、蜂鸣器、电磁、芯片、线材、磁铁、粘胶	可同时用于保护多部手机、平板、相机等数码产品，与集中式防盗传感器配合工作	
	独立防盗主机		用于保护单部手机、平板、相机等数码产品，可独立工作	
	无线防盗主机		用于保护手机、平板、相机等数码产品	
防盗传感器		塑料外壳、铝合金、线路板、线材、粘胶	用于保护手机、平板、相机等数码产品，与防盗主机配合工作	
电源适配器		塑料外壳、线路板、变压器、插头、电源线	用于向防盗主机提供工作电力同时为展示商品提供电能	
遥控器		塑料外壳、线路板、电池、芯片、磁铁	用于防盗主机的设防和撤防	

资料来源：招股说明书，红塔证券

防盗器为公司主营。按照公司业务，可划分为通用防盗器、OPPO 定制防盗器、华为定制防盗器、其他和其他业务，在 2021 年中分别贡献 68.51%、15.40%、8.50%、6.44%和 1.15%的营业收入，通用防盗器主要供应给海外客户和小米，OPPO 和华为都有相应的定制需求。后续公司将业务划分为防盗器和其他，2022 年中报贡献营收 98.66%和 1.34%。

图 3. 公司业务营收占比

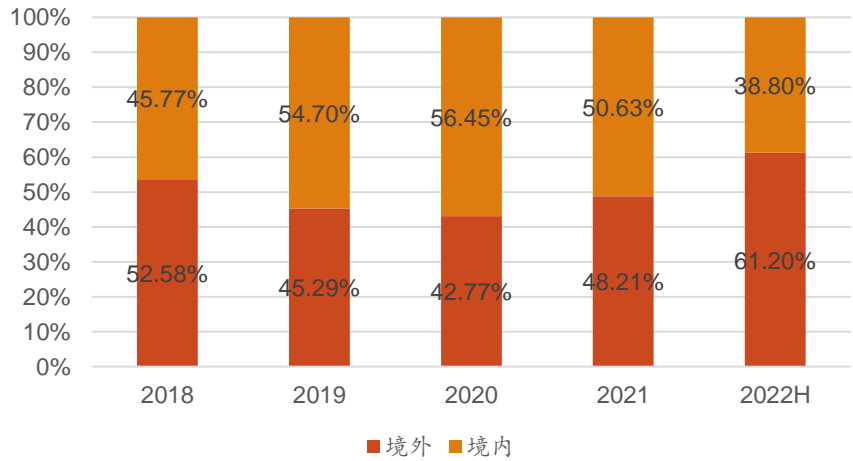


资料来源：iFind，红塔证券

公司境内与境外近乎营收对半。2021 年公司境内营收 0.73 亿元，境外营收 0.69 亿元，分别占比 50.63%和 48.21%，2022 年上半年公司境内境外营收分别贡献比例为 38.80%和 61.20%，主要是受到国内疫情影响导致海外营收占比增长。

公司境内销售完全采取直销模式，境外销售采取直销和经销相结合的销售模式。境内销售订单主要通过销售人员追踪下游客户需求信息迅速获取，境外销售订单主要通过直接客户拜访、安防产品展会和在线商务平台等方式获取。2021 年公司境外销售地区主要为南美洲和欧洲，境外营收占比分别为 38.30%和 34.88%，境内销售地区主要集中于华南和华中地区，境内营收占比分别为 37.73%和 34.65%。

图 4. 公司境内外营收占比



资料来源：iFind，红塔证券

1.3. 公司产品应用场景与电子设备相关，已经拥有优质的客户资源

公司的产品应用场景多与电子设备相关，公司自设立以来一直从事电子设备防盗展示产品，电子设备包括手机、相机、平板、智能笔等，主要在于线下商店的商品展示，为展示中的电子设备提供安防保障。

图 5. 公司产品相关应用



资料来源：公司官网，红塔证券

公司除上述电子产品外,还拓展应用领域至商业平板,能应用于各场景,例如智慧行政场景下,商业平板的展示可用于政府大厅,银行大厅的信息展示,也可用于会议室、实验室的信息监控和分析等;便捷信息共享场景下,可用于车商、展会、医院,方便商家与客户,医生与病人等实现及时信息共享;高效互动反馈场景下,可用于机场大厅、购物中心、星级酒店评测卫生、保洁等服务信息,高效及时的收到反馈,进而促进服务优化和改进。

图 6. 公司产品应用场景示例



资料来源:公司官网,红塔证券

公司产品品种丰富,功能多样,公司所有产品均可以根据市场或客户的个性化需求,开发个性化的防盗展示产品。公司取得了 CE 认证、FCC 认证、TUV 认证等多国或地区产品认证,已经进入了多家智能终端客户的供应商名录,国内市场主要服务于核心手机品牌商客户,包括华为、小米、OPPO 等。

公司国内外产品采取不同的产品设计方案。国内社会治安相对安全,公司主要客户如华为、OPPO 等对于产品防盗等级和设计结构的要求仅需满足基本的电子检测防盗功能即可,相反更为重视展示、美观等性能要求;西方部分国家社会治安相对不稳定,公司销往欧洲、拉美地区的产品防盗等级较高,产品设计会采用金属外壳、内置拉线盒、导电滑环组件、钢丝绳、夹持装置等组件,公司可以根据客户需求进行完全定制化批量生产,对相关组件进行个性化组合,应对不同需求。除去产品本身的更新换代,公司同样可以应对客户展销场所装修风格的不同,对产品颜色、规格等适应性性能进行及时更新调整。

客户粘性较高,认证周期长。防盗展示产品的下游客户十分注重产品的安全性和可靠性,通常要求供应商具备较强的产品研发能力,较高的生产检测技术和装备自动化水平,以及良好的供货能力并提供优质的售后服务。同时,部分大型终端企业对供应商实行严格的审查制度,供应商认证需要经过

较为漫长和复杂的考核程序，包括供应商资质审核、送样检测、验厂、小批量试制等，只有研发能力、生产能力和服务能力等均获得认可的生产商才能进入其合格供应商名单。由于供应商审查的周期较长、成本较高，在与合格供应商建立长期合作关系后，若产品质量和性能保持稳定，终端客户一般不会轻易更换供应商。

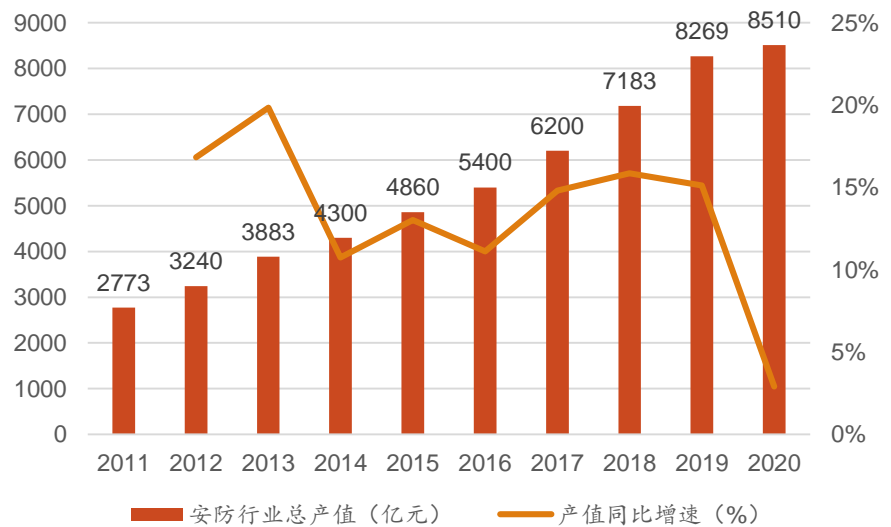
2.国内安防行业已经步入稳定成熟阶段，防盗展示产品与消费电子密切相关

公司主营业务为电子设备防盗展示产品的研发、生产和销售，所处申万行业属于计算机下属计算机设备，具体为安防设备行业。

安防是随着现代社会安全需求应运而生的产业，是社会公共安全体系的重要组成部分，只要社会还有犯罪和不安定因素存在，安防行业就会存在并不断发展。安防领域是对现代计算机技术、集成电路应用技术、网络控制与传输技术和软件技术的综合运用。

中国安防在多年建设发展中已步入稳定成熟阶段。2020年全国安防行业总产值8510亿元，同比增长3%。中安协发布的《中国安防行业“十四五”发展规划（2021-2025年）》指出：在行业总产值中，视频监控约占55%，出入口控制约占15%，实体防护约占18%，入侵报警约占5%，违禁品安检约占4%，其他约为3%。

图 7. 中国安防行业总产值



资料来源：中安网，红塔证券

我国安防行业主要由以下五类企业组成：一是以生产和供应安防产品为主的产品供应商；二是以设计、安装、服务为主的工程商；三是以经销、代理为主的销售商；四是以运营服务为主的运营商；五是负责缔结软硬件产品、

运营服务于一体的系统集成商。其中，安防产品供应商生产的产品大致可以分为视频监控、门禁和防盗报警三大类。

根据中国安防产品网对安防产品的分类，安防产品包括防盗报警设备、视频监控设备、门禁对讲巡更设备、公共广播系统、生物识别技术产品、消防防灾设备、信息安全产品、人体防护设备、智能交通设备、防雷电技术设备、智能楼宇产品、警用器材装备、安全检查设备、保安器材及其他等。公司专注于电子设备防盗展示产品的研发、生产和销售，相关产品属于防盗报警设备。

公司所提供的防盗展示产品主要应用于智能手机、可穿戴设备等消费电子设备的防盗和展示，电子设备防盗展示器最早由美国研发生产，在大型卖场内应用。随着科技的发展，电子设备的功能越来越多，顾客想完整体验手机等数码产品的功能会花费较长时间，传统的柜台销售模式不能满足此类需求，因此便产生开架展示的营销方式，将手机等产品摆放在产品柜台外，让客户随意使用体验，防盗报警展示器起到了不影响客户体验的同时又能有效防止产品被盗的作用。

目前，全球较为领先的零售展示安防企业是美国的 InVue，业务范围涵盖 90 个国家，主要服务地区在美国和欧洲，是电子设备防盗展示产品行业龙头企业，为公司最主要的竞争对手。而国内同行业上市公司较少，且细分领域不同，难以形成较强的可比性。

2.1. 充电+防盗，小型化、无线化、后台化、智能化是防盗展示产品的发展方向

随着消费电子产品的需求不断增长，行业快速发展，消费类电子产品从早期的非智能手机、相机、电脑等正逐步转变升级为面向以智能化为核心的手机、平板、电脑、相机、手表、无人机、电动牙刷等多元化产品发展。与此同时，相关商品的展示和体验功能更多地向购买者或潜在购买者开放，防盗展示产品需要满足体验者的各种需求，向体验者展示商品的所有功能，同时减少甚至杜绝商品在展示和体验过程中存在的可能被盗的隐患，市场对商品防盗的要求亦不断提高。

充电+防盗技术成为防盗展示产品标配功能：实现防盗功能的同时给产品提供电力是目前所有行业参与者必须面对和解决的问题。防盗展示产品在对电子设备进行展示防盗的同时还需考虑为其提供充电功能，以充分保障消费电子产品的功能展示，为消费者提供更好的体验服务。消费电子产品品类日益丰富，不同产品之间因其功能用途差异，对充电要求各不相同，主要表现为充电电流大小以及充电电压的不同。未来随着智能化产品广泛普及应用，越来越多的消费电子产品需要展示销售供消费者体验，对防盗器整体充电防盗性能要求也会进一步提升，采用充电+防盗展示的需求将会更加普遍。

表 2. 充电+防盗技术的解决方案

途径	具体方式	备注
充电与防盗功能分割独立	单独为产品充电，同时提供一根线缆连接到产品用于检测商品连接状态实现防盗功能	防盗设备连接线缆较多，安装布置复杂，从而影响展示效果
采用充电+防盗一体	通过适配产品充电接口，为其充电同时检测充电电流或电压状态来达到防盗目的	对防盗器采用的充电防盗技术有着较高的技术要求，需考虑宽泛的充电电压兼容性，对充电电流大小等指标检测精度范围则要求跨越几个毫安级别

资料来源：招股说明书，红塔证券

防盗展示产品需求趋于小型化、无线化和后台化：随着防盗器与展示道具集成化要求日趋提升，防盗展示产品小型化、无线化、后台化将会成为未来商品防盗领域主流应用技术。现有消费电子产品展示场景中，防盗器在保证商品展示安全的同时，需要尽可能做到小型化和后台化，以保障消费者体验产品时更多的聚焦于电子设备本身，避免防盗器设备过于突出，影响用户体验。为了满足以上需求，在研发设计时就需要考虑更多的运用集成化电路元器件甚至开发专用定制功能芯片，以缩小防盗产品体积并保持完善的功能。可穿戴设备产品展示场景中，客户会要求展示商品彻底抛弃原本用于防盗器与商品连接的检测线缆，以充分减少消费者体验商品时防盗检测线缆造成的束缚和不适。

新兴技术助力防盗展示产品智能化升级：随着人工智能、大数据、无线传感、数字监控等新兴技术的快速演进和发展，数字化、智能化、网络化背景下的新安防领域已成为全球数字经济竞争的热点，电子产品防盗展示行业亦正从移动互联网加速向物联网延伸。技术 IT 化、系统和产品云端化、注重顶层架构、数据挖掘、智能应用和运营服务成为了新时代电子产品防盗展示行业不可逆转的标志趋势。得益于物联网技术近年来突飞猛进，将传统单点商品防盗设备通过与 5G、物联网环境结合使之形成一套线上线下的平台化、智能化商品展示安全防损防盗系统。用户可通过该平台系统实现对商业环境内所有设备进行智能化防损安全管理，通过移动 APP 终端实时获取商业环境内设备运行状态，实时获取环境内异常防损预警等信息，并可借助智能管理平台实现商品信息的快速维护。同时，通过平台内各种传感器（热敏、客流、人脸识别、客户画像、视频）进行商业价值数据搜集，经大数据汇总分析后，形成热卖商品报表、客户画像、热卖时段等高价值商业数据。

2.2. 智能手机出货量下降或影响行业需求，可穿戴设备市场增速将有利于行业发展

防盗展示产品作为消费电子行业体验和展示门店的防盗设备，防盗器的生产、销售与下游消费电子行业景气程度密切相关。电子设备防盗展示行业

的发展受到智能手机普及的影响,并随着各类电子设备的技术水平日益提高,产品种类增多,电子设备防盗产品的应用也拓展至可穿戴设备、平板电脑等类型。因此,当消费电子行业向好、持续增长时,相关产品的市场需求迅速增长;当消费电子行业增长放缓时,产品的增速也会随之放缓。目前,智能手机出货量整体呈现下降趋势,或将影响行业整体需求,但可穿戴设备市场增速较快,线下门店的扩张将有利于行业需求的增加。

图 8. 防盗展示行业产业链

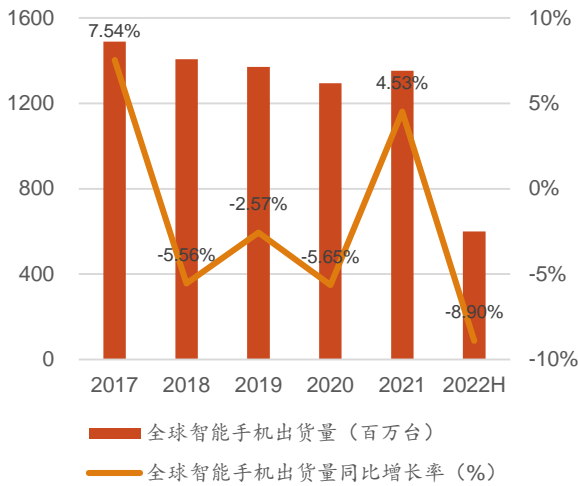


资料来源:招股说明书,红塔证券

2.2.1.全球智能手机出货量呈现下降趋势,行业集中度较高,线下销售占比更高

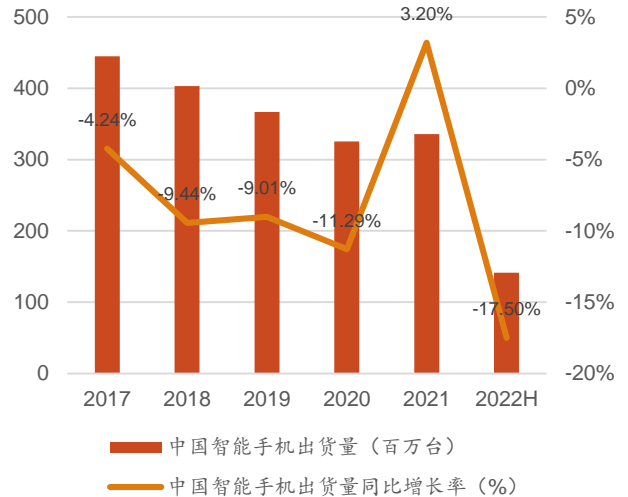
近年来,全球智能手机出货量呈现下降趋势,主要因为全球经济增速下降且存在地区不稳定,整体需求减弱。根据 IDC 统计,2022 年上半年一季度和二季度分别同比下降 8.9%和 8.7%,使得上半年出货量整体下跌 8.9%,上半年全球智能手机出货量为 6 亿台。根据 Canalys,国内市场由于疫情等因素导致消费者情绪较为消极,“618”促销活动也没能让市场恢复至 2021 年第二季度的水平。根据 IDC 统计,2022 年上半年一季度和二季度国内智能手机出货量分别同比下降 19.7%和 14.7%,上半年整体出货量下降 17.5%,上半年国内智能手机出货量为 1.41 亿台。

图 9. 全球智能手机出货量



资料来源: iFind, IDC, 红塔证券

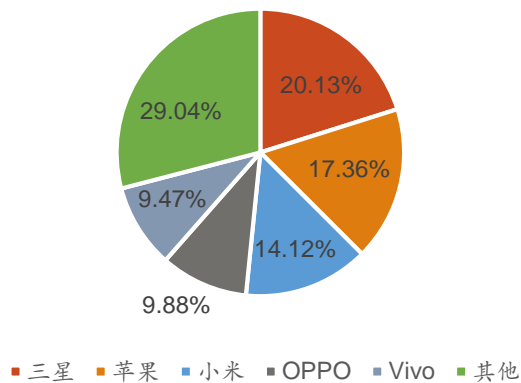
图 10. 中国智能手机出货量



资料来源: iFind, IDC, 红塔证券

根据公司招股说明书,全球前五大手机品牌商分别为三星、苹果、小米、OPPO、Vivo。根据 2021 年全球智能手机出货量计算各大手机品牌商的市场份额依次分别为三星 (20.13%)、苹果 (17.36%)、小米 (14.12%)、OPPO (9.88%)、Vivo (9.47%),前五大手机品牌商的市场占有率高达 70.96%,华为集团由于受到美国对其供应链管控影响,在 2021 年出货量已经跌出前五。

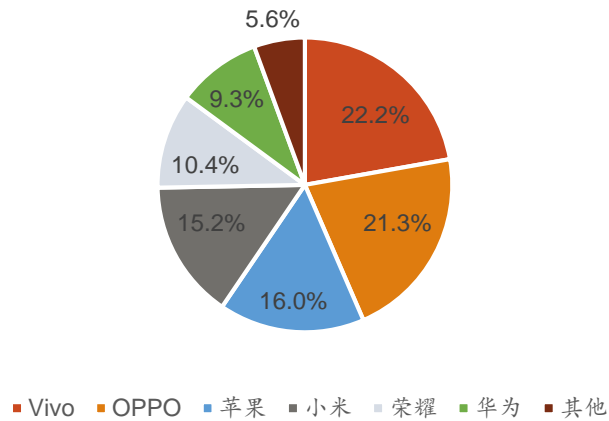
图 11. 2021 年全球手机品牌商市场份额 (根据出货量计算)



资料来源: iFind, IDC, 红塔证券

2021 年,国内市场则主要以国产品牌为主,Vivo 和 OPPO 占据了市场的 CR2,分别占比 22.2%和 21.3%,接下来是苹果和小米,市场占有率分别为 16%和 15.2%,荣耀和华为分别为第五和第六,市场占有率分别为 10.4%和 9.3%。

图 12. 2021 年国内智能手机市场份额（根据出货量计算）

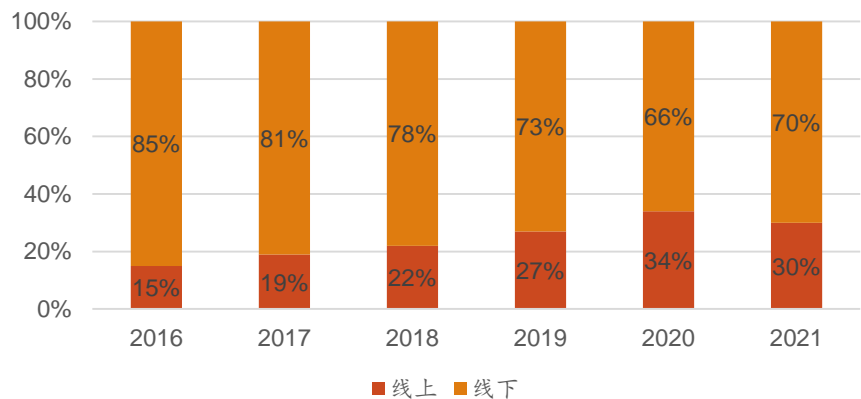


资料来源：CINNO Research，红塔证券

近年来，国内手机市场的销售渠道和模式不断发生改变，由于消费升级、市场需求多样化及终端补贴减少等因素的影响，手机销售从原有的电信运营商主导向手机品牌商自主营销转变。华为、三星、OPPO、Vivo 等手机品牌商重新调整战略，不再依赖运营商渠道，自行构建销售门店或线上渠道，重塑行业营销体系。

从销售渠道来看，2016 年以来，我国智能手机销售方式始终以线下渠道为主。虽然受到 2020 年疫情和消费习惯变化的影响，智能手机线上渠道销售占比近年来逐步提升，但从整体来看，中国智能手机市场仍然以线下渠道销售为主，线下销售占比超过 60%。2021 年小米中国区总裁卢伟冰认为中国手机市场销量仍以线下为主，占比达到 70%。

图 13. 国内智能手机市场线上线下销售占比



资料来源：招股说明书，前瞻产业研究院，赛诺，Counterpoint，东方财富网，红塔证券

国内手机品牌商仍在扩建线下门店。线下销售渠道建设以小米集团业务发展为例，近年来，小米集团持续拓展智能手机海外市场，并在中国、西欧

等市场推动智能手机产品高端化战略，延续自身线上渠道优势，同时快速拓展线下渠道与新零售建设，截至 2022 年 6 月，小米中国大陆地区线下零售店数量已经超过 10600 家。

表 3. 小米大陆地区线下零售店变动情况

公司	项目	2022 年 6 月末	2021 年末	2021 年 6 月末	2020 年末
小米集团	中国大陆地区线下零售店	超过 10600 家	超过 10200 家	超过 7600 家	超过 3200 家

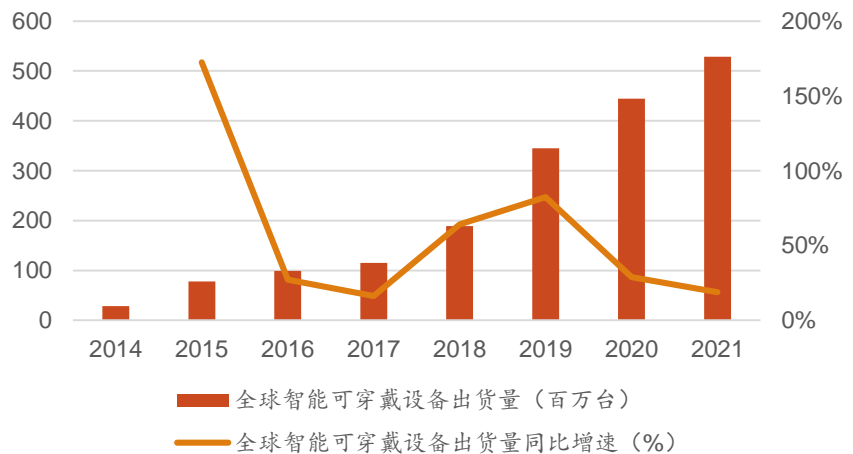
资料来源：小米集团年报，招股说明书，红塔证券

2.2.2. 可穿戴设备市场快速增长

智能穿戴设备是指可以直接穿在身上或者整合到用户衣服/配件的便携式设备，包括智能穿戴、智能手环、VR/AR 等设备。随着全球触控浪潮的来袭，消费电子全面触控化成为时下最大的时尚，在全球应用和体验式消费的驱动下，智能手机及平板电脑呈飞跃式增长，可穿戴设备也快速兴起，与可穿戴设备等新兴浪潮相关的先进产品和技术将成为焦点。

全球智能可穿戴设备总出货量 2014-2021 年复合增长率为 43.98%，其中，2020 年全球智能可穿戴设备出货量为 4.44 亿台，同比增长 28.89%；2021 年全球智能可穿戴设备出货量为 5.28 亿台，同比增长 18.88%。根据公司招股说明书，未来五年全球智能可穿戴设备需求仍保持强劲增长态势，预测 2020-2025 年全球智能可穿戴设备出货量复合增长率约为 25%。

图 14. 全球智能可穿戴设备出货量

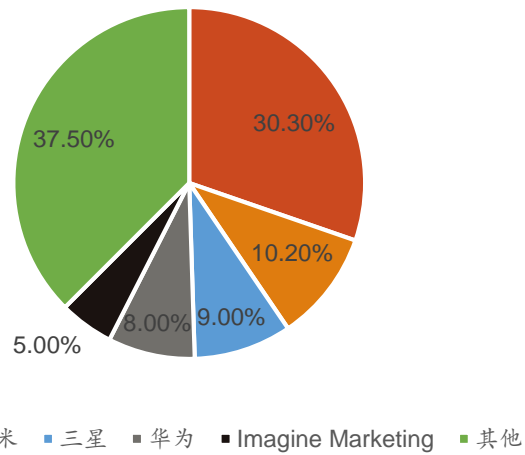


资料来源：iFind，红塔证券

从竞争格局来看，全球可穿戴设备主要竞争者为苹果、小米、三星、华为和 Imagine Marketing 等厂商，行业集中度较高。苹果以其完善的设备生态系统，从 iPhone、iPad、Apple Watch 及 AirPods pro，各种终端和可穿

戴设备联系相当紧密，能够为用户提供良好的体验，从而常年稳居全球可穿戴设备市场第一。小米以低价位和国际扩张策略相结合，通过瞄准欧洲、中东和非洲地区的国家，扩大了其全球覆盖范围。三星凭借强大的产品组合以及旗下的多个品牌，同时将可穿戴设备与智能手机设备捆绑销售的政策，促进了其可穿戴设备的销售。华为依托国内市场，凭借出色的渠道运营能力和产品市场号召力，在手表市场上的表现尤其稳健，帮助其逆势增长。排在第五位的 Imagine Marketing 则是一家新兴的印度厂商，凭借着在印度市场上的庞大出货量，一举进入了榜单前五。

图 15. 2021 年全球可穿戴设备出货量市场份额



资料来源：IDC，华经产业研究院，红塔证券

3.新建产业化基地，提升生产能力，丰富公司产品

此次募集资金 1.2 亿元，全部用于建设电子产品防盗设备产业化基地项目，项目建设集研发、销售、运营及生产一体的产业化基地，项目总用地面积 12 亩，地上总建筑面积 24,000.00 平方米，地下建筑面积 10,000.00 平方米。

表 4. 公司募投项目

项目名称	总投资规模	拟投入募集资金
电子产品防盗设备产业化基地项目	1.7 亿元	1.2 亿元

资料来源：招股说明书，红塔证券

公司构建的产业化基地将以提升研发能力为核心，在现有研发能力基础上实现研发升级。除现有手机、可穿戴电子防盗展示产品外，公司将基于该产业化基地积极开展电子防盗相关零售数字运营业务平台的研发设计，生产环节将定位于组装、测试、检测等环节及高端产品生产。

基于公司产能利用率情况，公司生产线处于满产的状态，产能限制使公司目前已经不能满足国内外客户的快速交付需求。为突破产能瓶颈，公司亟

需新建生产车间、引入高效生产线，此外还需扩增技术人员投入到优化现有防盗器产品生产工艺和零售数字运营业务平台开发中。项目的建设能够扩大生产规模，增大产能。项目建成后将新增防盗器全系列产品的生产能力，有利于满足下游市场需求，进一步拓宽市场份额。同时，新建的生产系统及智能生产线可大幅提升设备自动化比例，提高公司生产智能化水平。

表 5. 公司主芯片贴片产能利用率

项目	2021 年	2020 年	2019 年
产能 (万片)	108	87	131.4
产量 (万片)	101.07	93.94	139.86
产能利用率	93.58%	107.97%	106.44%

资料来源：招股说明书，红塔证券

募投产品包括环境安全防盗产品、安全展示柜和零售数字运营业务平台软件，主要系针对整体门店环境的防盗和展示，具体为环境安全-智能安检仪产能 50,000 套/年、环境安全-联动门控装置产能 20,000 套/年、环境安全-环境检测盒产能 80,000 套/年、环境安全-人行监控产能 50,000 套/年、环境安全-射频区域防盗产能 50,000 套/年、亲护体验安全展示柜产能 10,000 套/年、(软)零售数字运营业务平台产能 1,000 套/年。其中，环境安全类产品部分已小批量试产，展示柜已经生产，业务平台软件已研发成功，旨在以现有主营产品电子防盗展示产品线为基础，围绕发展零售智慧商业理念，规划通过商业环境安全产品，零售亲护体验产品以及配套商业数字运营业务系统，丰富电子产品智慧零售防盗业务，实现以提供完整智慧零售防盗解决方案为目标，力争打造一个以零售商业为阵营的智慧化零售防盗设备生态平台。

表 6. 具体生产产品和新增产能

产品名称	产能 (万套/年)
环境安全-智能安检仪	5
环境安全-联动门控装置	2
环境安全-环境检测盒	8
环境安全-人行监控	5
环境安全-射频区域防盗	5
亲护体验安全展示柜	1
(软)零售数字运营业务平台	0.1

资料来源：招股说明书，红塔证券

该项目预计建设周期为 2 年，于 2022 年下半年启动，经测算，项目年均营业收入 17,777.00 万元，项目所得税后财务净现值为 23,540.04 万元，内部收益率为 26.41%，静态投资回收期为 4.58 年（不含建设期），动态投资回收期为 5.29 年（不含建设期）。

4. 财务分析

公司在同行业细分领域中没有业务相同的上市公司，仅能参照产品特征选取思创医惠和青鸟消防进行比较。

表 7. 可比公司简介

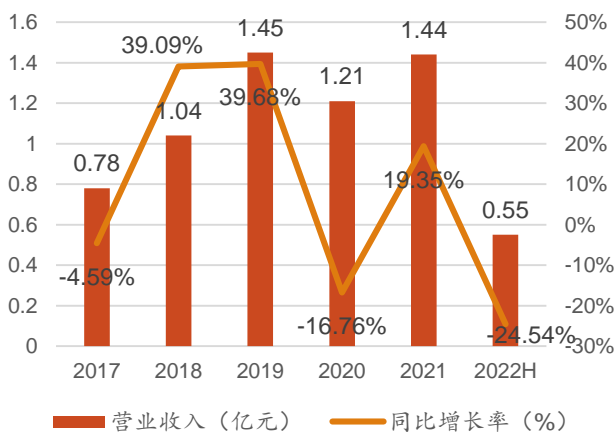
公司	简介
思创医惠	专注于无线射频识别系统（RFID）定制化硬件产品和行业应用解决方案的开发与服务，主要产品有实现防损防盗产品展示功能的硬标签、软标签、电子标签及其配套设备。其业务板块中商业智能业务（EAS 产品）与发行人产品均服务于零售安防领域，具备一定的可比性。
青鸟消防	主营业务为消防安全系统产品的研究、开发、生产和销售，主要包括火灾自动报警及联动控制系统、电气火灾监控系统、自动气体灭火系统和气体检测监控系统等四大类消防安全系统产品。青鸟消防产品中火灾自动报警及联动控制系统与发行人产品在防盗功能方面类似，具备一定的可比性。

资料来源：招股说明书，红塔证券

4.1. 公司营收受疫情影响较大，毛利率水平较高，期间费用率呈现下降趋势，净利率水平上升

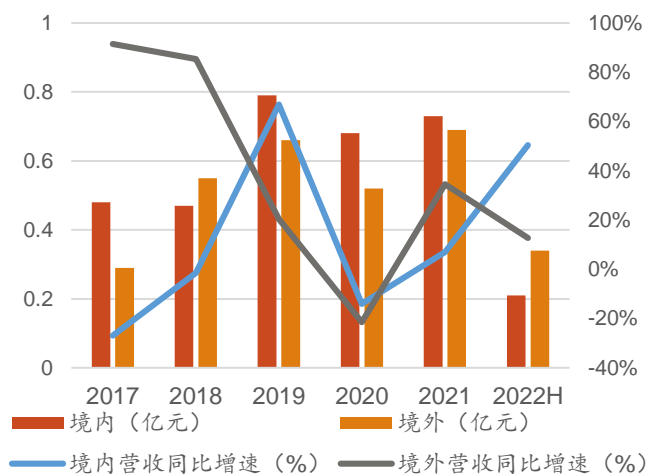
2022 年上半年公司营业收入为 0.55 亿元，同比下降 24.54%，主要受到疫情影响导致境内营收同比下降 50.41%。整体来看，公司的营业收入增速存在波动，2020 年起，由于华为集团受到美国对其供应链的管控，销量受到影响，故其主要采购产品类型华为定制防盗器的销售收入逐年下降，具体表现为公司 2019 年华为定制防盗器的收入占比为 44.56%，2020 年为 35.74%，2021 年下降至 8.60%。同时，在疫情之前，公司收入呈现正增长，可以发现公司营收受疫情影响较大，在 2020 年受疫情影响，海外运输和境内外客户的自身经营受到不利影响，导致公司营业收入同比下降 16.76%。

图 16. 公司营业收入变动情况



资料来源：iFind，红塔证券

图 17. 国内外营收变动情况



资料来源：iFind，红塔证券

2019-2021 年公司各季度销售占比相对均衡，无明显的淡旺季之分，2021 年度第二、三季度占比较高，第一、四季度占比较低，主要受当年主要客户新产品推出周期影响，根据其需求销售额出现一定程度波动。

表 8. 公司主营业务按季度营收占比（万元）

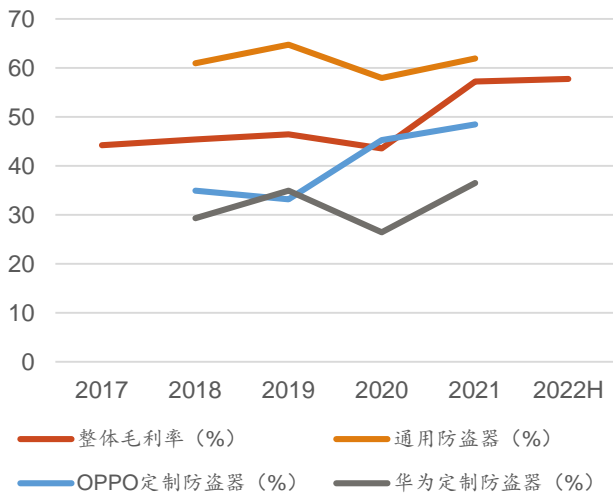
项目	2021 年度		2020 年度		2019 年度	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
第一季度	2,795.91	19.67%	3,333.66	27.88%	3,539.69	24.45%
第二季度	4,391.03	30.88%	2,481.11	20.75%	3,057.25	21.12%
第三季度	4,041.76	28.43%	2,435.41	20.37%	3,439.82	23.76%
第四季度	2,988.72	21.02%	3,707.29	31.00%	4,440.81	30.67%
合计	14,217.43	100.00%	11,957.47	100.00%	14,477.57	100.00%

资料来源：招股说明书，红塔证券

公司整体毛利率处于高位，2021 年为 57.22%，在 2020 年前后出现下降而后上升的波动，且通用防盗器的毛利率高于定制防盗器的毛利率。主要原因为华为定制防盗器、OPPO 定制防盗器属于集团定制类产品，集团会对门店布局进行整体设计，防盗器产品也会进行功能重塑，减少了部分功能，毛利率相对较低，通用防盗器具有普适性，功能集成度较高，毛利率较高；2020 年度，由于华为集团在前一年度采购规模较大，公司给予其一定的价格优惠，毛利率下降。2021 年度，由于市场因素影响，华为集团采购规模大幅减少，其中，低毛利率产品下降幅度更大，高毛利率产品占比提升，同时新产品方案开始推广应用，毛利率回升。另外，公司已经具备了防盗器产品中的核心零部件——线材(用于充电和传感)和电源适配器的规模化生产能力，使得公司整体毛利率水平较高。

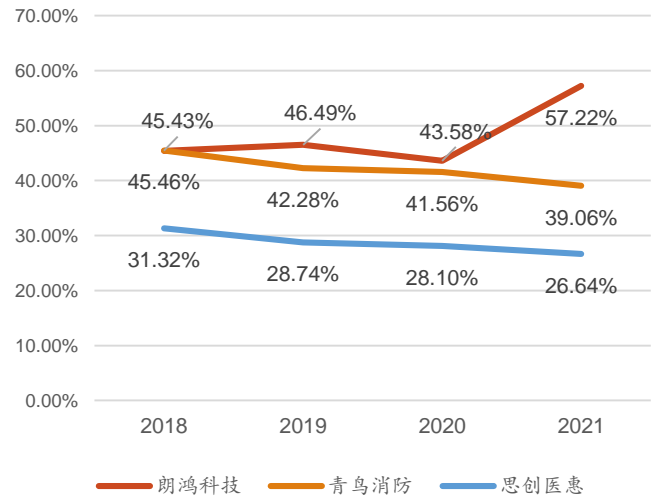
与思创医惠和青鸟消防相关业务毛利率对比，公司产品的毛利率水平较高，处于三家公司当中的首位，主要系产品差异和产业链差异。思创医惠产品中商业智能业务为 EAS（电子商品防盗系统），与朗鸿科技生产的电子设备防盗展示属于同一行业，但 EAS 展示功能（充电、外观等）较弱，且下游客户与朗鸿科技也存在区别；思创医惠直接采购柔性天线、频率元件和注塑五金件，而公司在行业内产业链延伸至上游原材料，部分线材、电源适配器、注塑件自制，降低了原材料采购成本，从而毛利率较高。另外，青鸟消防、亚太天能产品应用于消防、智能家居领域，与公司产品应用领域不同，毛利率存在差异。

图 18. 公司整体和分产品毛利率



资料来源：iFind，招股说明书，红塔证券

图 19. 公司整体毛利率对比图



资料来源：iFind，招股说明书，红塔证券

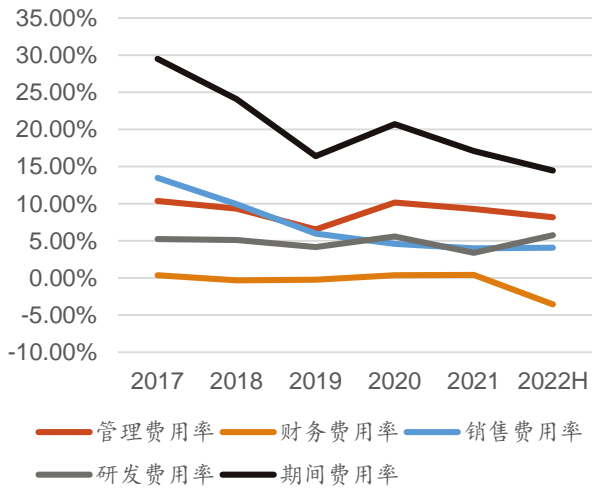
注：思创医惠的商业智能业务毛利率，青鸟消防的火灾自动报警及联动控制系统业务毛利率。

公司期间费用率呈现下降趋势，净利率呈现上升趋势。

可以看到，公司的销售费用率减少程度较大，使得公司期间费用率整体有所下滑，原因在于公司境内客户群体经历了从电信运营商到手机品牌商的转变，电信运营商集中采购，要求供应商直接发货至各地营业厅并提供上门安装服务，故早期公司在全国多个区域设立了销售办事处；手机品牌商则直接开设线下店铺，自行解决采购安装等事宜，无需供应商专门在当地提供附加服务。

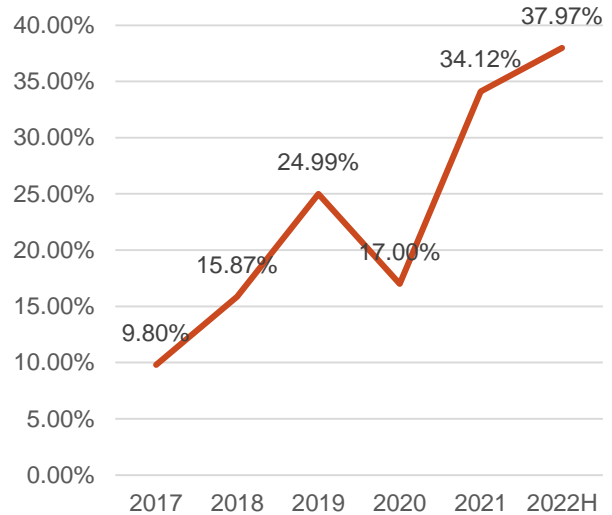
在公司毛利率保持较高水平，期间费用率下降的情况下，公司净利率呈现上升趋势。截至 2022 年上半年，公司的期间费用率为 14.46%，其中管理费用率为 8.17%，销售费用率为 4.10%，研发费用率为 5.75%，财务费用率为 -3.56%，而净利率已经上升至 37.97%。

图 20. 公司各项费用率变动情况



资料来源: iFind, 红塔证券

图 21. 公司净利率变动情况



资料来源: iFind, 红塔证券

4.2. 应收账款率较高, 产业链延伸使得存货比例增加

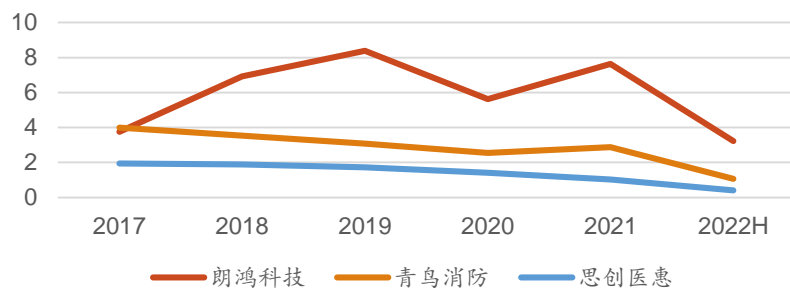
公司应收账款质量相对较好, 大多在一年以内, 公司根据客户资信和合作年限等情况一般授予客户 0-60 天的信用期限(通常以开票作为信用期的起点)。公司应收账款余额占营业收入的比例主要与报告期各期最后两个月营业收入有关, 信用期内营业收入的增减变化导致期末应收账款余额存在波动。各期末应收账款余额占当期最后两个月营业收入的比例区间在 69.77%至 95.55%之间, 比较稳定。同时, 公司的应收账款周转率高于同行业可比公司, 账期管理较好, 且回款速度较快。

表 9. 公司应收账款 (万元)

账龄	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
1 年以内	1,844.24	2,048.87	2,352.09
1 至 2 年	4.98	60.88	46.45
2 至 3 年	-	10.99	1.31
3 年以上	2.00	1.31	-
合计	1,851.22	2,122.05	2,399.85

资料来源: 招股说明, 红塔证券

图 22. 应收账款周转率对比 (次)



资料来源: iFind, 红塔证券

公司 2019-2021 年存货的账面价值分别为 2515.91 万元、2345.93 万元、4210.62 万元和 3873.40 万元，占流动资产的比例分别为 29.78%、34.75%、42.88%和 35.61%，占比上升主要受到产业链延伸和订单增长因素影响，具体原因是为提高生产响应速度，提高零部件质量，降低制造成本，公司推行纵向一体化战略，2019 年新增了线材车间，2020 年新增了电源适配器产线，产业链延伸导致生产环节增加，相应原材料和在产品备货增加，2019 年末和 2020 年末原材料、在产品增幅较大；2021 年，由于订单增长迅猛，公司增加了原材料的备货，导致 2021 年末存货大幅增长；2022 年上半年未披露具体原因，但从存货具体构成来看，公司仍在积极备货，但由于疫情导致发出商品比例降低。

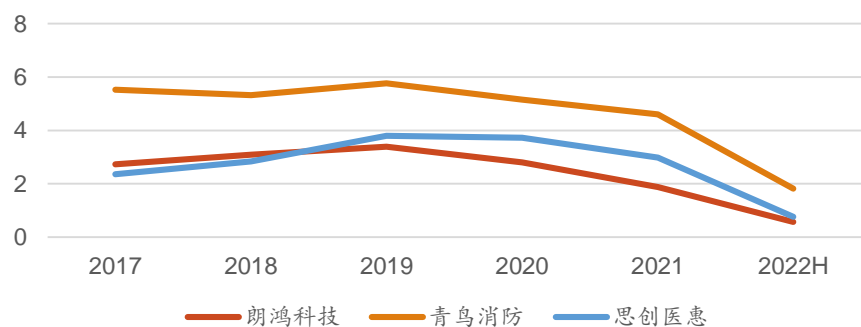
表 10. 公司存货情况

项目	2019		2020		2021		2022H	
	账面价值 (万元)	比例 (%)	账面价值 (万元)	比例 (%)	账面价值 (万元)	比例 (%)	账面价值 (万元)	比例 (%)
原材料	557.83	22.17	886.77	37.80	1973.97	46.88	1775.22	45.83
库存商品	521.97	20.75	532.52	22.70	738.37	17.54	944.80	24.39
发出商品	1106.76	43.99	321.10	13.69	745.75	17.71	246.51	6.36
在产品	329.35	13.09	605.54	25.81	752.53	17.87	906.87	23.41
合计	2515.91	100	2345.93	100	4210.62	100	3873.40	100

资料来源：公司公告，招股说明书，红塔证券

公司的存货周转率与思创医惠、青鸟消防相比偏低，主要三家公司产品应用领域存在差别。思创医惠主营业务主要包括智慧医疗和商业智能，智慧医疗业务营业成本主要为外包服务、人工费用和实施费用，硬件类成本占比不高，存货规模较少，存货周转率较高，智慧医疗业务拉高了整体存货周转率；青鸟消防主营业务为消防安全系统产品的研究、开发、生产和销售，主要包括火灾自动报警及联动控制系统、电气火灾监控系统、自动气体灭火系统和气体检测监控系统等四大类消防安全系统产品，青鸟消防产品应用领域、客户结构和存货管理与公司存在差异，导致存货周转率也存在差异。

图 23. 存货周转率对比（次）



资料来源：iFind，红塔证券

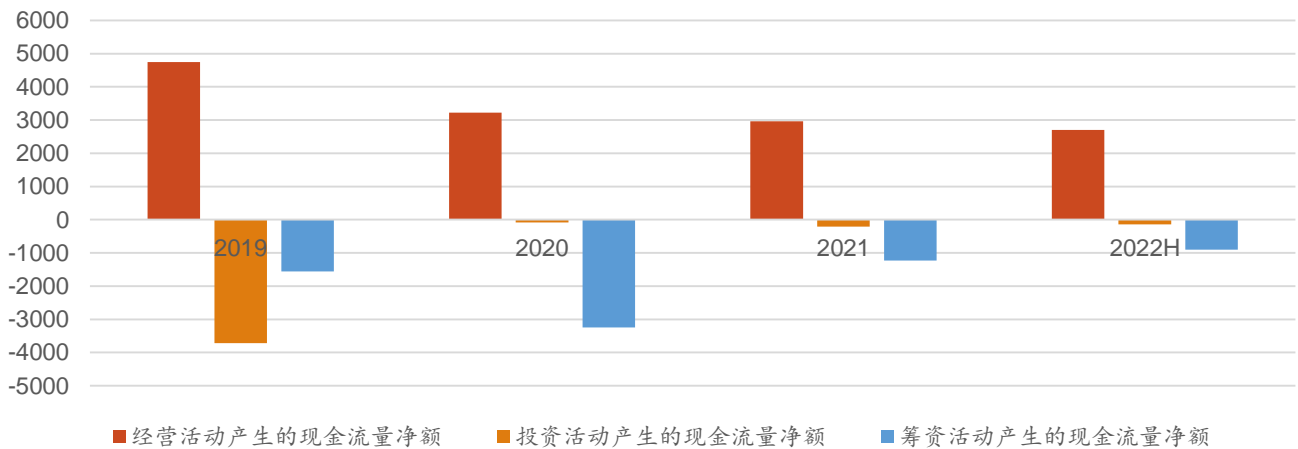
4.3.经营性现金流量净额保持正值

公司经营性现金流量净额在近几年来均为正值。

公司投资活动产生的现金流量净额 2019-2021 年分别为-3,713.71 万元、-86.56 万元和-208.87 万元，投资活动产生的现金流量净额为负，主要原因为报告期内公司新建富阳区新厂房并加大了机器设备等资产的购置，2019 年度，公司新建富阳区新厂房，投资金额较大，导致投资活动产生的现金流量净额较低。

公司筹资活动产生的现金流量净额 2019-2021 年分别为-1,558.71 万元、-3,245.74 万元和-1,226.45 万元，2019-2021 年筹资活动产生的现金流量净额为负，主要由分红导致。

图 24. 公司现金流变动情况



资料来源：iFind，红塔证券

5.研究结论及投资建议

公司产品主要分为通用防盗器、OPPO 定制防盗器、华为定制防盗器，整个防盗器业务贡献公司营收比例 98%以上，主营业务突出。

从下游产品需求来看，消费电子行业整体需求已有放缓迹象，智能手机出货量呈现下降趋势，可穿戴设备出货量呈现快速增长趋势，所以我们认为电子设备防盗产品或存在产品结构需求变化，可穿戴设备或将接过智能手机的“接力棒”，成为助力电子设备防盗产品增长的消费电子产品。另外，公司已经与国内主流手机品牌商签订长期供货合同，相关手机品牌商的线下商店扩张也将成为公司业绩催化剂。

公司将于 2022 年下半年启动电子产品防盗设备产业化基地项目基建，建设周期为 2 年。公司拟构建的电子产品防盗设备产业化基地将以提升研发能力为核心，在现有研发能力基础上实现研发升级，进一步提升公司的核心竞争力，保证公司持续稳定发展，有助于扩大公司的业务规模，提高盈利能力。除现有手机、可穿戴电子防盗展示产品外，公司将基于该产业化基地积

积极开展电子防盗相关零售数字运营业务平台的研发设计，生产环节将定位于组装、测试、检测等环节及高端产品生产。未来，随着募投项目的实施，环境安全防盗产品、安全展示柜和零售数字运营业务平台软件与现有产品防盗共同构建零售数字运营业务平台，可以突破手机、可穿戴设备产品等行业，进入整体商业防盗市场。

2022年受到疫情和全球宏观经济环境的影响，参照2020年和2021年两年的情况，2020年公司营收同比下降16.76%，2021年在疫情常态化后，公司营业收入同比增长19.35%，恢复至公司2019年的水平。因此，我们认为2022年受到整体经济形势影响之下，公司业绩会出现波动，预计在疫情和经济恢复后，公司业绩在明年会重回增速上升的状态，预计公司2022年-2024年防盗器增速在-15%、15%、20%。

盈利方面，公司已经形成核心部件自产、产业链垂直化延伸的布局，维持防盗器通用毛利率水平60%左右，OPPO定制防盗器40%左右，华为定制防盗器31%左右。

公司于北交所上市，确定发行价格为17元/股，总股本为46.85亿股，对应PE为16.31倍。根据可比公司情况，由于思创医惠2021年归母净利润为负，则主要参考青鸟消防估值，青鸟消防当前PE估值为21倍左右，当前朗鸿科技的估值所处位置低于青鸟消防，给予公司“增持”评级。

表 11. 可比公司财务数据（截至 2022-08-29）

证券代码	公司名称	PE (TTM)	市值 (亿元)	2021 年营收 (亿元)	2021 年归母净利润 (亿元)
002960.SZ	青鸟消防	21.47	147.38	38.63	5.30
300078.SZ	思创医惠	-5.86	42.87	9.62	-7.27
836395.BJ	朗鸿科技	16.31	-	1.44	0.49

资料来源：iFind，挖贝网，红塔证券

6. 风险提示

疫情恢复不及预期，导致影响市场开拓、产品销售风险：公司主营业务为电子设备防盗展示产品的研发、生产和销售。公司所提供的安防产品主要应用于智能手机、可穿戴设备等消费电子产品的防盗和展示，且与线下门店的扩张高度相关。2020年年报和2022年半年度报告中，公司营收分别同比下降16.76%和24.54%，归母净利润分别同比下降43.39%和15.87%，疫情将影响公司市场开拓和产品销售，使得公司业绩出现下滑。

客户集中度较高风险：公司产品目前主要应用于消费电子领域，具体为手机、平板电脑等电子产品。受国内外消费电子产品行业集中度较高的影响，公司的客户集中度较高。公司2019-2021年向前五大客户的销售收入占营业收入的比例分别为63.03%、62.86%和59.58%，与华为、小米、OPPO等

品牌商开展合作。下游行业集中度高的特征决定了公司在未来一定时期内仍将存在主要客户集中度较高的情形。如果消费电子产品行业发展减缓，公司主要客户的经营状况出现重大不利变化或其他因素导致其对公司产品需求下降，可能会对公司的经营业绩造成不利影响。

宏观经济波动的风险：公司专注于电子防盗产品的研发、生产和销售，产品目前主要应用于消费电子领域。消费电子行业与宏观经济发展周期有着较强的相关性，受国家宏观经济环境和经济发展速度等因素的影响较大。若未来宏观经济下行，消费电子行业客户的市场需求可能会下降，将对公司经营业绩造成不利影响。

财务模型预测结果

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	144	122	141	169
%同比增速	19%	-15%	15%	20%
营业成本	62	55	64	77
毛利	82	67	77	92
%营业收入	57%	55%	55%	54%
税金及附加	2	1	2	2
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	6	6	7	8
%营业收入	4%	5%	5%	5%
管理费用	13	12	14	16
%营业收入	9%	10%	10%	9%
研发费用	5	5	6	7
%营业收入	3%	4%	4%	4%
财务费用	1	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-1	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
其他收益	1	1	1	2
投资收益	0	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	56	45	50	61
%营业收入	39%	36%	36%	36%
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	56	45	50	61
%营业收入	39%	36%	36%	36%
所得税费用	7	8	8	9
净利润	49	37	42	51
%营业收入	34%	30%	30%	30%
归属于母公司的净利润	49	37	42	51
%同比增速	140%	-24%	12%	23%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	1.28	0.96	1.08	1.33

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.28	0.96	1.08	1.33
BVPS	2.61	7.16	8.23	9.56
PE	21.56	28.81	25.64	20.80
PEG	0.15	—	2.07	0.89
PB	10.58	3.86	3.35	2.89
EV/EBITDA	16.01	19.21	15.66	13.11
ROE	49%	13%	13%	14%
ROIC	45%	13%	12%	13%

资料来源: 红塔证券

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	32	167	162	157
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	18	17	25	23
存货	42	35	28	54
预付账款	0	0	1	1
其他流动资产	6	6	7	7
流动资产合计	98	227	222	241
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	5	6	8	9
固定资产合计	42	65	91	124
无形资产	5	4	4	3
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	0	40	66	84
资产总计	150	342	392	462
短期借款	10	15	20	27
应付票据及应付账款	25	38	39	48
预收账款	0	1	0	1
应付职工薪酬	8	5	7	8
应交税费	4	3	4	5
其他流动负债	2	2	3	3
流动负债合计	48	64	72	91
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	49	65	74	92
归属于母公司的所有者权益	101	277	318	370
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	101	277	318	370
负债及股东权益	150	342	392	462

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	30	58	53	50
投资	2	-2	-2	-1
资本性支出	-4	-65	-62	-61
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-2	-66	-64	-62
债权融资	0	0	0	0
股权融资	5	139	0	0
银行贷款增加(减少)	10	5	5	7
筹资成本	-27	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流净额	-12	144	5	7
现金净流量	15	135	-5	-5

研究团队首席分析师

宏观总量组	消费组	生物医药组	智能制造组	高新技术组
李奇霖 021-61634272	黄瑞云 010-66220148	代新宇 0871-63577083	王雪萌 0871-63577003	肖立戎 0871-63577083
新材料新能源	汽车	质控风控	合规	
唐贵云 0871-63577091	宋辛南 0871-63577091	李雯婧 0871-63577003	周明 0871-63577083	

红塔证券投资评级：

以报告日后 6 个月内绝对收益为基准：

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	绝对收益在 15%以上
	增持	绝对收益在 5%至 15%之间
	中性	绝对收益在-5%-5%之间
	减持	绝对收益在-5%至-15%之间
	卖出	绝对收益在-15%以下

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

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并注册为证券分析师。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，本报告中的证券或投资标的价格、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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，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承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。