

## 瑞联新材 (688550.SH) 增资参股出光电子向 OLED 终端材料顺利延伸，新一期股权激励计划锚定中长期成长

2024 年 06 月 07 日

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2024/6/6
当前股价(元)	32.86
一年最高最低(元)	41.88/28.78
总市值(亿元)	44.30
流通市值(亿元)	44.30
总股本(亿股)	1.35
流通股本(亿股)	1.35
近 3 个月换手率(%)	60.42

金益腾（分析师）	徐正凤（联系人）
jinyiteng@kysec.cn	xuzhengfeng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002	证书编号：S0790122070041

**● 事件：拟增资参股出光电子 20% 股权，向 OLED 终端材料顺利延伸**

6 月 6 日，公司公告与出光电子之股东出光日本、出光上海签署《合资协议》，公司拟以自有资金对出光电子以现金方式增资人民币 7,639.84 万元，增资完成后公司将持有出光电子 20% 的股权。考虑相关交易仍在推进中，暂不考虑对公司经营业绩的影响，我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 1.99、2.65、3.36 亿元，对应 EPS 为 1.48、1.96、2.49 元/股，当前股价对应 PE 为 22.2、16.7、13.2 倍。我们看好公司从 OLED 升华前材料向下游终端材料领域延伸，有序推进产能扩张和客户扩展，维持“买入”评级。

**● OLED 中尺寸渗透率有望提升，出光日本系全球 OLED 蓝光主体材料领导者**

据公司公告，出光日本系全球 OLED 蓝光主体材料的领导者，其 OLED 发光材料在全球市场份额排名第一，出光电子系出光日本在国内设立的唯一一家 OLED 发光材料制造基地。据出光日本官网，集团主要运营 3 个工厂来应对不断增长的 OLED 材料需求，分别在日本、韩国和中国成都，2023 年报披露集团 OLED 材料产能 26 吨/年。随着高世代 OLED 面板产能释放和产品应用边界扩展，我们看好 OLED 中尺寸渗透率逐步提升，OLED 材料前景可期。我们认为，本次交易完成后有助于瑞联新材和客户建立更深层次的战略合作关系，促进公司 OLED 业务从升华前材料向下游 OLED 终端材料领域延伸，增强市场竞争力和盈利能力。

**● 公司控股股东或变更为青岛开投集团，新一期股权激励计划锚定中长期成长**

5 月 11 日，公司发布 2024 年限制性股票激励计划（草案），拟授予限制性股票 671.30 万股，授予价格（含预留授予）为 19.73 元/股。股权激励考核期间为 2024-2027 年，考核指标涉及营业收入或扣非净利润，不考虑本次及其他股权激励计划股份支付费用影响，我们测算 2023-2027 年公司目标营业收入 CAGR 为 27.4%、目标扣非净利润 CAGR 为 32.1%，有望为公司中长期成长奠定坚实基础。

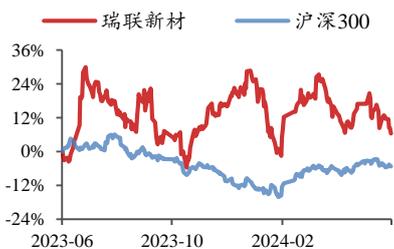
**● 风险提示：**投资进展不及预期、控制权变更、显示技术迭代等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,480	1,208	1,556	1,835	2,193
YOY(%)	-3.0	-18.4	28.8	18.0	19.5
归母净利润(百万元)	247	134	199	265	336
YOY(%)	2.8	-45.6	48.6	32.8	27.0
毛利率(%)	38.7	35.2	37.0	38.1	38.3
净利率(%)	16.7	11.1	12.8	14.4	15.3
ROE(%)	8.3	4.6	6.5	8.4	10.3
EPS(摊薄/元)	1.83	1.00	1.48	1.96	2.49
P/E(倍)	18.0	33.0	22.2	16.7	13.2
P/B(倍)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2024Q1 业绩同比大幅回暖，OLED 业务前景可期——公司信息更新报告》-2024.5.5

《Q4 业绩符合预期，可转债申请获通过——公司信息更新报告》-2024.2.23

《Q3 业绩符合预期，可转债恢复审核——公司信息更新报告》-2023.10.31

## 目 录

1、 拟增资参股出光电子 20%股权，向 OLED 终端材料领域顺利延伸.....	3
2、 公司第一大股东及控制权拟变更为青岛开投集团，新一期股权激励计划锚定中长期成长.....	5
3、 盈利预测与投资建议.....	7
4、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

## 图表目录

图 1： 出光集团主要运营 3 个 OLED 材料工厂，分别在日本、韩国和中国成都.....	4
表 1： 本次增资完成后，瑞联新材将持有出光电子 20%的股权.....	3
表 2： 2023 年度，标的公司出光电子实现营收 6,467 万元人民币、净利润 844 万元人民币.....	3
表 3： 《合资协议》对合资公司的治理、运营等进行了详细的规定.....	3
表 4： 公司拟向变更后的控股股东开投集团定增募集约 8.16 亿元，完成后开投集团持股比例将提升至 27.59%.....	5
表 5： 公司 2024 年股权激励计划考核年度为 2024-2027 年，考核营业收入或净利润指标之一.....	6
表 6： 我们测算 2023-2027 年公司目标营业收入 CAGR 为 27.4%，或者目标扣非净利润 CAGR 为 32.1%.....	6

## 1、拟增资参股出光电子 20% 股权，向 OLED 终端材料领域顺利延伸

拟增资获取出光电子 20% 股权，助力 OLED 业务从升华前材料向下游 OLED 终端材料领域延伸。6 月 6 日，瑞联新材公告鉴于出光兴产株式会社（简称“出光日本”）拟将其在中国的大部分 OLED 材料业务转移至出光电子材料（中国）有限公司（简称“出光电子”），公司将和出光日本一同协助合资公司建立独立的研发、销售体系。公司与出光电子之股东出光日本、出光（上海）投资有限公司（简称“出光上海”）于 2024 年 6 月 6 日签署《合资协议》，公司拟以自有资金对出光电子以现金方式增资人民币 7,639.84 万元，增资完成后公司将持有出光电子 20% 的股权。

表1：本次增资完成后，瑞联新材将持有出光电子 20% 的股权

项目	序号	股东名称	认缴出资额（万元）	持股比例
本次交易前	1	出光上海	8,000	93.79%
	2	出光日本	530	6.21%
	合计		8,530	100%
本次交易后	1	出光上海	8,000	75.03%
	2	出光日本	530	4.97%
	3	瑞联新材	2,132.5	20.00%
	合计		10,662.5	100%

数据来源：瑞联新材公告、开源证券研究所

表2：2023 年度，标的公司出光电子实现营收 6,467 万元人民币、净利润 844 万元人民币

项目	2022 年度/2023 年 3 月 31 日 出光日本（百万日元）	2022 年度/2022 年 12 月 31 日 出光上海（百万元人民币）	2023 年度/2023 年 12 月 31 日 出光电子（百万元人民币）
营业收入	94,562.8	4.1	64.7
净利润	2,536.5	117.4	8.4
总资产	48,653.7	2,433.3	196.9
净资产	16,293.1	1,848.5	96.2

数据来源：瑞联新材公告、开源证券研究所（对于出光日本，日本的财政年度为自每年的 4 月 1 日开始，到次年的 3 月 31 日结束）

表3：《合资协议》对合资公司的治理、运营等进行了详细的规定

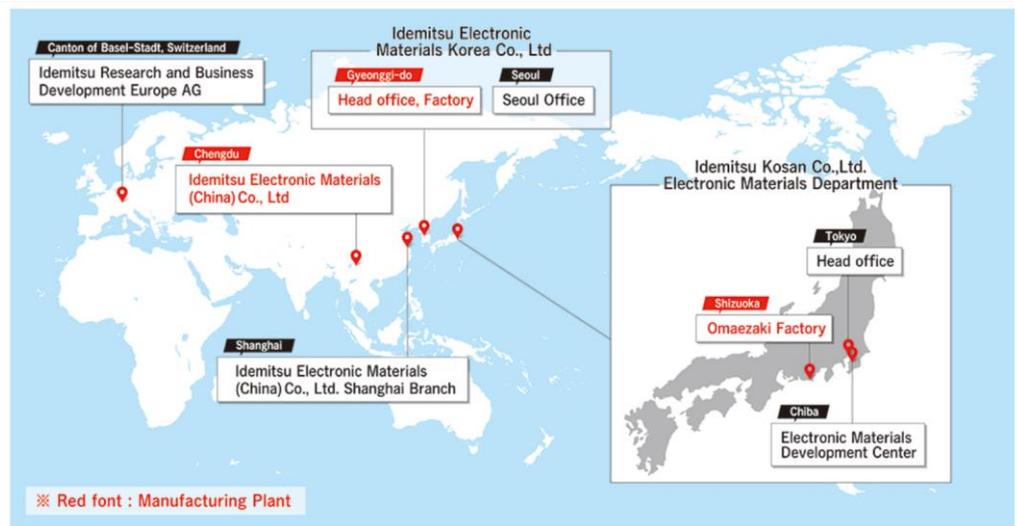
项目	具体内容
合资公司的治理	(1) 提名权 合资公司董事会共有 5 名董事，瑞联新材有权向合资公司提名一名董事。
	(2) 保留事项 未经另一方事先书面批准（不得无理拒绝、扣留或延迟批准），任何一方不得就合资公司的重大事项对合资公司实施或采取任何行动或促使合资公司实施或采取任何行动。重大事项包含修订合资公司章程、合资公司的合并/分立/股份转换/减资/解散/破产/发行股票、设立或解散合资子公司、合资公司的主营业务发生重大变化等事项。
合资公司的运营	(1) 合资公司的业务概况及签约各方的角色 出光日本协助合资公司组建独立的研发团队，使合资公司能够独立实现 OLED 材料研发能力。在合资公司实现 OLED 材料独立研发能力之前，出光日本应向合资公司提供 OLED 材料的研发服务，并有权根据出光日本与合资公司之间签订的研发服务协议从合资公司收取服务费用。 合资公司将会把 OLED 材料的生产外包给包括瑞联新材在内的制造商。瑞联新材应为合资公司的生产提供支持，包括支持合资公司开发生产工艺，以及向合资公司提供与生产 OLED 材料相关的技术、专有知识和其他支持。
	出光日本及瑞联新材应协助合资公司成立独立的营销团队进行中国客户开发。在合资公司实现自己

项目	具体内容
	<p>的 OLED 材料销售能力之前，出光日本及瑞联新材应协助合资公司与中国客户之间的销售、交易和沟通。</p> <p>合资公司对 OLED 材料进行升华提纯，并向中国显示面板厂商销售升华产品。</p>
(2) 知识产权约定	出光日本将授权合资公司在中国或其他特定地区使用出光日本的专利用于特定 OLED 材料的生产、销售，出光日本与合资公司签署的关于 OLED 材料的专利授权协议的形式和内容应当令瑞联新材满意。合资公司在交割日之后就 OLED 材料业务开发的任何专利均归合资公司所有。若瑞联新材参与了上述专利的研发，在满足一定条件后有权免费使用该专利并向其关联公司进行再许可。
(3) 分红政策	合资公司将根据盈利状况及资金需求状况实行积极的分红政策。
(4) 合资公司后续经营资金投入	本次交易完成后，若合资公司的日常生产和经营需要额外的经营资金，则合资公司的各股东须按当时各自的股权比例，向合资公司提供借款或为合资公司向银行或其他金融机构融资提供担保。
合资公司的股权转让	自本次交易交割日起五年内，任何一方不得直接或间接转让其任何股权，除非该转让经另一方事先书面同意或双方认可的其他情形。

资料来源：瑞联新材公告、开源证券研究所

**出光日本系全球 OLED 蓝光主体材料的领导者，目前 OLED 材料产能 26 吨/年。**目前，瑞联新材在 OLED 材料领域的主要产品为 OLED 升华前材料，系出光日本 OLED 升华前材料的战略供应商。据瑞联新材公告，出光日本系全球 OLED 蓝光主体材料的领导者，其 OLED 发光材料在全球市场份额排名第一，在 OLED 终端材料领域享有盛誉，出光电子系出光日本在国内设立的唯一一家 OLED 发光材料制造基地。根据出光日本官网报道，集团主要通过运营 3 个工厂来应对不断增长的 OLED 材料需求，分别是：御前崎工厂（日本静冈县，产能 2 吨/年）、出光电子材料韩国（韩国坡州，产能 8 吨/年）和成都工厂（中国成都，产能 12 吨/年），根据 2023 年报，出光集团 OLED 材料产能已经达到 26 吨/年。

**图1：出光集团主要运营 3 个 OLED 材料工厂，分别在日本、韩国和中国成都**



资料来源：出光日本官网

我们在 2024 年 4 月 15 日发布报告《OLED 材料行业点评：面板行业格局优化、景气度回升，OLED 中尺寸渗透率有望提升，继续看好 OLED 材料》，2024 年以来随着高世代 OLED 面板产能释放和产品应用边界扩展，我们看好 OLED 中尺寸渗透率逐步提升，加上 OLED 面板行业格局持续优化、行业景气度回升，我们持续看好上游 OLED 材料等消费电子材料。

在 OLED 升华前材料领域,瑞联新材已与包括 Dupont、Merck、Idemitsu、Doosan、SFC、LG 化学等在内的全球知名企业建立了长期稳定的合作关系,并成为这些客户的战略供应商或重要供应商,在其供应链体系中占据重要地位。2024 年一季度,瑞联新材 OLED 材料板块营收已经超过液晶板块,公司预计 2024 年液晶板块营收有小幅增长, OLED 板块会有较大的增长,其中氙代材料的增幅更为乐观。

我们认为,本次交易完成后,有助于公司和客户建立更深层次的合作关系,有利于公司通过资源整合,发挥公司在显示材料方面的研发、生产、技术及服务优势,促进公司 OLED 业务从升华前材料向下游 OLED 终端材料领域延伸,以逐步完善产业链条,从而更好的满足市场需求,进一步发挥公司规模化优势,提升公司在所处行业的地位,扩大营收规模,增强市场竞争力和盈利能力。

## 2、公司第一大股东及控制权拟变更为青岛开投集团,新一期股权激励计划锚定中长期成长

公司控股股东或变更为开投集团,拟向开投集团定增用于 OLED 升华前材料及高端精细化学品产业基地项目,上市公司控制权有望进一步巩固。2024 年 5 月 11 日,瑞联新材公告终止向不特定对象发行可转换公司债券并撤回申请文件,并发布 2024 年度向特定对象发行 A 股股票预案,拟向特定对象发行股票募集资金总额不超过 81,519.53 万元(含本数),扣除发行费用后将用于 OLED 升华前材料及高端精细化学品产业基地项目和补充流动资金。本次向特定对象发行股票的发行价格为 27.61 元/股,不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%。

本次发行的发行对象为青岛开发区投资建设集团有限公司(简称“开投集团”),开投集团的实际控制人为西海岸新区国资局。公司股东卓世合伙、国富永钰、刘晓春和开投集团就卓世合伙、国富永钰、刘晓春联合向开投集团转让所持有的瑞联新材部分股份和卓世合伙表决权委托一揽子事项达成一致。2024 年 5 月 10 日,开投集团与卓世合伙、国富永钰、刘晓春分别签订《股份转让协议》,开投集团以协议转让方式受让卓世合伙、国富永钰、刘晓春分别持有的 10,564,867 股、4,568,962 股、686,031 股公司股票。2024 年 5 月 10 日,开投集团与卓世合伙签订《表决权委托协议》,协议约定卓世合伙将其持有的未转让给开投集团的剩余全部上市公司股份的表决权独家、无偿地委托给开投集团行使。在上述协议转让及表决权委托完成后,开投集团拥有上市公司表决权的比例将达到 23.81%,为上市公司的控股股东,西海岸新区国资局为上市公司的实际控制人。在不考虑其他因素导致股本数量变动的情况下,按发行上限计算,本次向特定对象发行股票完成后,开投集团持股比例将达到 27.59%,上市公司的控制权将得到巩固,股权结构将得以优化。

**表4: 公司拟向变更后的控股股东开投集团定增募集约 8.16 亿元,完成后开投集团持股比例将提升至 27.59%**

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金
1	OLED 升华前材料及高端精细化学品产业基地项目	80,001.91	77,419.53
2	补充流动资金	4,100.00	4,100.00
	<b>合计</b>	<b>84,101.91</b>	<b>81,519.53</b>

资料来源:瑞联新材公告、开源证券研究所(单位:万元)

新一期股权激励计划考核年度为 2024-2027 年，公司中长期成长可期。5 月 11 日，公司同时发布 2024 年限制性股票激励计划（草案），激励计划拟授予的限制性股票数量为 671.30 万股，占公司股本总额的 4.98%，其中，首次授予权益总数为 541.30 万股，占本激励计划拟授予权益总数的 80.63%，分四期按照 25%、25%、25%、25% 比例归属；预留权益 130.00 万股，占本激励计划拟授予权益总数的 19.37%，分三期按照 30%、40%、30% 比例归属。授予价格（含预留授予）为 19.73 元/股。

根据公司设定的股权激励考核目标，不考虑本次及其他股权激励计划股份支付费用影响，我们测算 2024-2027 年公司目标营业收入分别为 15.10、20.39、25.48、31.86 亿元（2023-2027 年 CAGR 为 27.4%），或者目标扣非净利润为 1.62、2.10、2.73、3.55 亿元（2023-2027 年 CAGR 为 32.1%），为公司中长期成长奠定坚实基础。

2024 年 6 月 5 日，公司向激励对象首次授予限制性股票 541.30 万股，授予对象涉及董事、高级管理人员及核心技术人员合计 15 人以及董事会认为需要激励的其他员工 105 人。

**表5：公司 2024 年股权激励计划考核年度为 2024-2027 年，考核营业收入或净利润指标之一**

归属期	对应该考核年度	净利润	营业收入
第一个归属期	2024	以 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 40%，即净利润不低于 16,180.32 万元。	以 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 25%，即营业收入不低于 151,020.34 万元。
第二个归属期	2025	以 2023 年净利润为基数，2024 年和 2025 年累计净利润不低于 37,214.73 万元。	以 2023 年营业收入为基数，2024 年和 2025 年累计营业收入不低于 354,897.80 万元。
第三个归属期	2026	以 2023 年净利润为基数，2024 年、2025 年和 2026 年累计净利润不低于 64,559.46 万元。	以 2023 年营业收入为基数，2024 年、2025 年和 2026 年累计营业收入不低于 609,744.63 万元。
第四个归属期	2027	以 2023 年净利润为基数，2024 年、2025 年、2026 年和 2027 年累计净利润不低于 100,107.62 万元。	以 2023 年营业收入为基数，2024 年、2025 年、2026 年和 2027 年累计营业收入不低于 928,303.17 万元。
指标（对应系数）	完成度		
净利润和营业收入指标	若净利润和营业收入指标其中之一完成，则公司层面系数为 100%		
	若净利润和营业收入指标均未完成，则公司层面系数为 0		

资料来源：瑞联新材公告、开源证券研究所（注：1、上述“净利润”指标以归属于上市公司股东的扣除非经常损益后的净利润，并剔除本次及其他股权激励计划股份支付费用影响的数值作为计算依据。2、上述“营业收入”及“净利润”以经公司聘请的会计师事务所审计的按照中国财政部颁布的《企业会计准则》的规定编制的合并报表所载数据为计算依据。3、上述业绩目标不构成公司对投资者的业绩预测和实质承诺。）

**表6：我们测算 2023-2027 年公司目标营业收入 CAGR 为 27.4%，或者目标扣非净利润 CAGR 为 32.1%**

单位：亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入	14.80	12.08					
归母净利润	2.47	1.34					
扣非净利润	2.25	1.17					
目标营业收入			15.10	20.39	25.48	31.86	
目标扣非净利润			1.62	2.10	2.73	3.55	
预计摊销总费用			0.22	0.28	0.15	0.07	0.02
<b>目标营业收入 2023-2027 年 CAGR</b>				<b>27.4%</b>			
<b>目标扣非净利润 2023-2027 年 CAGR</b>				<b>32.1%</b>			

资料来源：瑞联新材公告、开源证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

考虑公司增资入股出光电子、定增等事宜仍在推进中，我们暂不考虑相关交易对公司经营业绩及股本的影响，我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 1.99、2.65、3.36 亿元，对应 EPS 为 1.48、1.96、2.49 元/股，当前股价对应 PE 为 22.2、16.7、13.2 倍。我们看好公司从 OLED 升华前材料向下游终端材料领域延伸，有序推进产能扩张和客户扩展，维持“买入”评级。

### 4、风险提示

投资进展不及预期、控制权变更、显示技术迭代等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1939	1853	2609	2522	3405	<b>营业收入</b>	1480	1208	1556	1835	2193
现金	838	629	811	956	1143	营业成本	907	783	980	1136	1353
应收票据及应收账款	256	230	395	342	539	营业税金及附加	13	13	15	18	22
其他应收款	1	1	1	1	1	营业费用	32	28	36	42	50
预付账款	9	16	17	21	24	管理费用	177	172	194	206	238
存货	625	500	908	723	1220	研发费用	104	95	114	130	154
其他流动资产	211	478	478	478	478	财务费用	-22	-24	2	16	8
<b>非流动资产</b>	1401	1471	1615	1706	1866	资产减值损失	-16	-19	-8	-9	-11
长期投资	0	30	60	90	120	其他收益	10	15	15	13	13
固定资产	1022	1078	1187	1248	1366	公允价值变动收益	4	3	3	3	3
无形资产	42	58	61	65	70	投资净收益	7	4	4	4	4
其他非流动资产	338	305	307	303	311	资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	3340	3324	4225	4228	5272	<b>营业利润</b>	276	149	227	297	376
<b>流动负债</b>	367	361	1125	1064	1972	营业外收入	0	1	0	0	1
短期借款	10	10	637	611	1342	营业外支出	4	2	3	2	3
应付票据及应付账款	258	249	386	349	527	<b>利润总额</b>	272	148	224	295	374
其他流动负债	99	103	101	104	103	所得税	26	14	25	31	37
<b>非流动负债</b>	18	22	22	22	22	<b>净利润</b>	247	134	199	265	336
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	22	22	22	22	<b>归属母公司净利润</b>	247	134	199	265	336
<b>负债合计</b>	385	383	1147	1086	1994	EBITDA	352	275	356	465	587
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.83	1.00	1.48	1.96	2.49
股本	98	138	179	179	179						
资本公积	2180	2147	2106	2106	2106	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
留存收益	728	745	850	988	1165	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	2956	2941	3078	3142	3277	营业收入(%)	-3.0	-18.4	28.8	18.0	19.5
<b>负债和股东权益</b>	3340	3324	4225	4228	5272	营业利润(%)	1.2	-46.0	52.2	31.1	26.4
						归属于母公司净利润(%)	2.8	-45.6	48.6	32.8	27.0
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	38.7	35.2	37.0	38.1	38.3
						净利率(%)	16.7	11.1	12.8	14.4	15.3
						ROE(%)	8.3	4.6	6.5	8.4	10.3
						ROIC(%)	7.5	4.0	5.4	7.4	7.8
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	11.5	11.5	27.1	25.7	37.8
						净负债比率(%)	-27.6	-20.5	-5.1	-10.5	6.6
						流动比率	5.3	5.1	2.3	2.4	1.7
						速动比率	3.4	3.5	1.4	1.6	1.1
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
						应收账款周转率	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
						应付账款周转率	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	1.83	1.00	1.48	1.96	2.49
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.44	3.33	-0.84	4.65	0.00
						每股净资产(最新摊薄)	21.92	21.81	22.83	23.30	24.31
						<b>估值比率</b>					
						P/E	18.0	33.0	22.2	16.7	13.2
						P/B	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
						EV/EBITDA	14.0	17.8	15.0	11.1	9.7

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，属于商业秘密材料，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9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