

业务增长稳健，费用率进一步优化

—— 外服控股 (600662.SH) 首次覆盖

2024年10月25日

核心观点

- 事件:** 公司发布 2024 年三季报, 公司 3Q24 实现营收 53.7 亿元/同比+13.1%, 1Q24-3Q24 营收 159.2 亿元/同比+14.0%; 3Q24 归母净利润 1.4 亿元/同比+5.1%, 1Q24-3Q24 归母净利润 5.0 亿元/同比+5.4%; 1Q24-3Q24 扣非归母净利润 1.3 亿元/同比+17.8%。24 年累计扣非归母净利润 4.0 亿元, 同比+6.8%。
- 毛利率受业务外包+招聘及灵活用工规模扩张影响小幅下降, 费用率整体呈下滑趋势:** 3Q24 公司毛利率为 10.2%, 同比-0.5pct, 环比-0.4pct, 我们认为主要是毛利率较低的业务外包和招聘及灵活用工板块规模扩张造成。费用方面, 销售费用/管理费用/研发费用/财务费用分别为 18011 万元/12356 万元/2440 万元/-1868 万元 (利息收入高于利息费用, 因此财务费用为负值), 占营收比重各为 3.4%/2.3%/0.5%/-0.3%, 同比 -0.5pct/-0.4pct/+0.1pct/+0.3pct, 环比+0.1pct/+0pct/-0.2pct/+0.1pct。总体来看, 公司销售和管理费用同比呈下行趋势, 研发费用占比虽仅小幅提升, 但规模方面同比+60.8%, 远高于其他费用支出增速, 表明公司持续发力数字化转型。
- 公司看点:** 1) 公司作为 40 年人力资源服务行业老品牌, 企业影响力较强, 属于人服机构龙头之一, 业务覆盖人力资源全流程和各细分板块, 近年来业务规模稳中有进, 不断扩张; 2) 公司多年来累积大量优质客户, 且客户留存率极高, 同时客户行业分散, 且对大客户依赖程度较低。3) 公司注重技术创新和数字化转型, 不断加大技术投入, 打造升级三大生态平台, 未来有望进一步提高业务流程效率, 降低成本。
- 投资建议:** 公司深耕人服行业多年, 业务实力雄厚, 传统业务中人事管理和人才派遣服务提供稳定收入来源, 新兴业务中业务外包和灵活用工有望贡献未来增量空间, 且公司费用率呈下降趋势。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 6.5 亿元/7.0 亿元/7.4 亿元, 对应 PE 估值为 17.1X/15.8X/14.9X, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。
- 风险提示:** 宏观经济波动的风险; 行业政策变化的风险, 行业竞争加剧的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	19156.14	21961.15	25222.45	28539.13
收入增长率%	30.64	14.64	14.85	13.15
归母净利润 (百万元)	585.99	645.08	696.85	738.34
利润增速%	7.26	10.08	8.03	5.95
毛利率%	10.05	9.16	8.79	8.52
摊薄 EPS(元)	0.26	0.28	0.31	0.32
PE	18.78	17.06	15.79	14.91
PB	2.60	2.25	1.97	1.74
PS	0.57	0.50	0.44	0.39

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

外服控股 (600662.SH)

推荐 首次评级

分析师

顾熹闽

☎: 021-2025 2670

✉: guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522070001

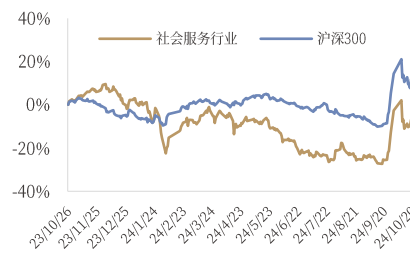
市场数据

2024-10-25

股票代码	600662
A 股收盘价(元)	4.82
上证指数	3280.26
总股本(亿股)	22.84
实际流通 A 股(亿股)	22.63
流通 A 股市值(亿元)	114

相对沪深 300 表现图

2024-10-25



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河社服】10 月投资月报: 预期转向下的社服板块布局思考

目录

Catalog

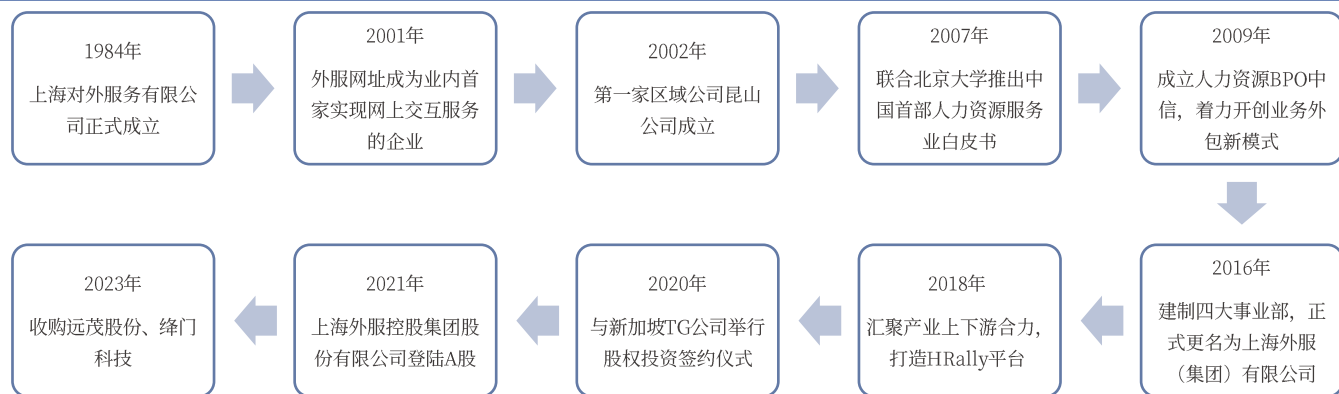
一、 深耕人服行业 40 年，核心业务稳健	3
(一) 上海国资委控股，打造全国领先全方位人力服务机构	3
(二) 核心业务韧性良好，外包服务驱动营收稳步增长	4
二、 行业动能充足，公司以科技赋能优质客户群体	6
(一) 行业展现良好活力，政策利好头部企业发展	6
(二) 公司客户优质、集中度低，抗风险能力较强	7
(三) 公司坚持技术创新和数字化转型，以科技赋能运营效率	7
三、 投资建议	9
四、 风险提示	10

一、深耕人服行业 40 年，核心业务稳健

(一) 上海国资委控股，打造全国领先全方位人力服务机构

公司为客户提供全方位人力资源解决方案，为国内领先人力资源服务机构。外服控股旗下全资子公司上海外服（集团）有限公司成立于 1984 年，是上海市首家市场化涉外人力资源服务机构。经历在人力资源行业中近 40 年的深耕，外服控股于 2021 年完成了重大资产重组并顺利借壳强生控股上市，成为首家登陆 A 股主板的人力资源服务企业。公司以“咨询+技术+外包”的独特服务模式，为各类企业提供全方位的人力资源解决方案。目前，公司已在全国拥有 170 余个直属分支机构和 540 余个网点。服务超过 5 万家企业，超 300 万名雇员，同时海外业务覆盖 17 个国家和地区。

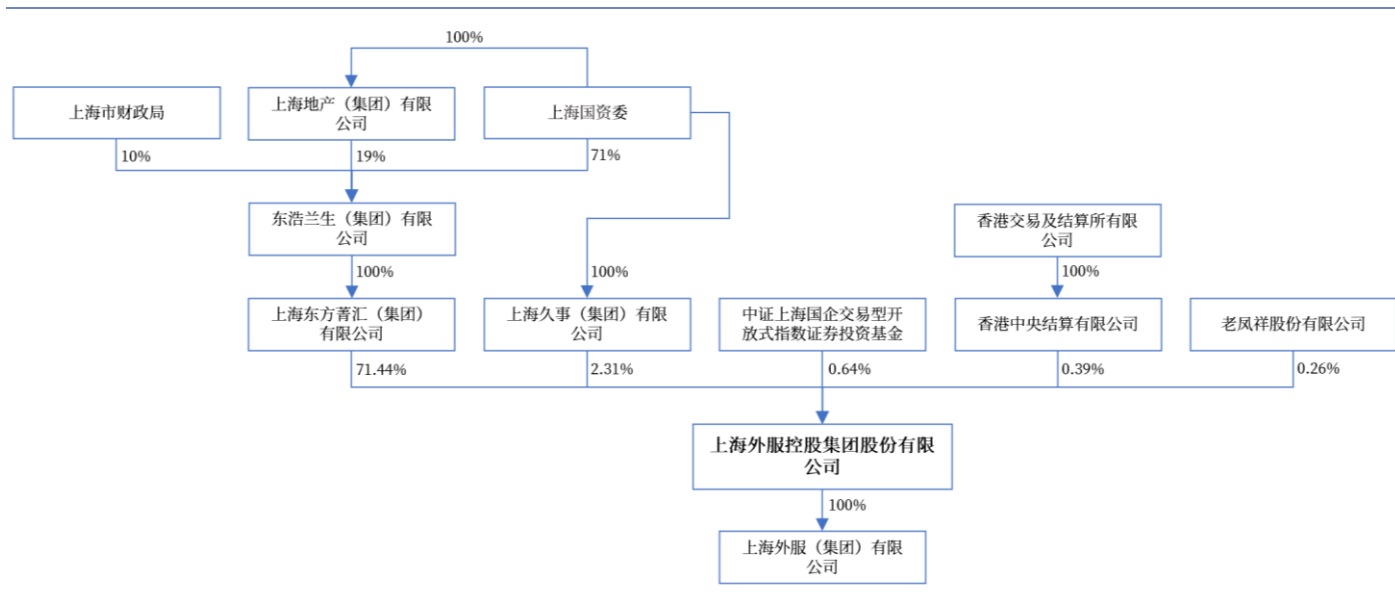
图1：外服控股发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司股权结构集中，上海国资委为公司实际控制人。重组上市前，东浩兰生（集团）有限公司通过上海东浩实业（集团）有限公司（现更名为上海东方菁汇（集团）有限公司）持有上海外服 100% 股权，上海国资委则持东浩兰生 90% 股权。公司登录 A 股主板至今，公司股本增至 22.84 亿股，上海东方菁汇作为第一大股东持股 71.44%，上海国资委仍为实际控制人。

图2：外服控股股权穿透图

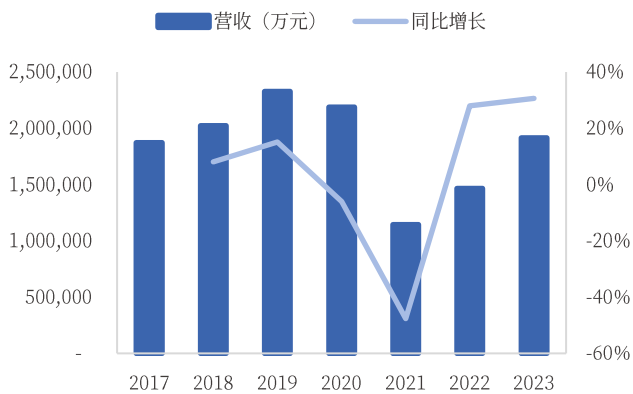


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 核心业务韧性良好，外包服务驱动营收稳步增长

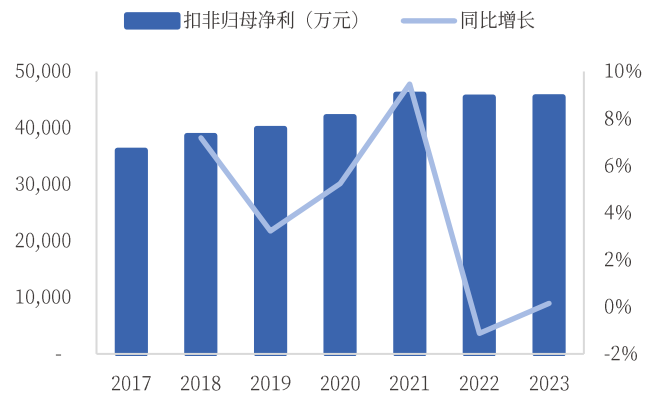
公司疫情期间营收增长稳健，疫后恢复良好，业务展现韧性。公司 2021 年营业收入同比-47.6%，主要归因于自该报告期起公司调整其人力派遣业务收入及成本确认方式，导致人力派遣板块营收同比-99.0%，拖累整体营收规模，但口径调整并不影响经营成果，派遣业务规模保持稳定。2022 年起，公司营收连续两年超 25%，增速良好。同时，扣非归母净利润除 2022 年小幅下滑 1.1%外，基本保持稳定上行趋势。业务在疫情期间整体表现出了较强韧性，且疫后业务规模扩大迅速。

图3：外服控股历年营业收入和增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图4：外服控股历年扣非归母净利润和增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

上海外服核心业务主要包括人事管理服务、人才派遣服务、薪酬福利服务、招聘及灵活用工服务、和业务外包服务，五大业务板块实现了人力资源行业流程、细分行业的全范围覆盖，主要服务内容如下：

表1：公司主营业务介绍

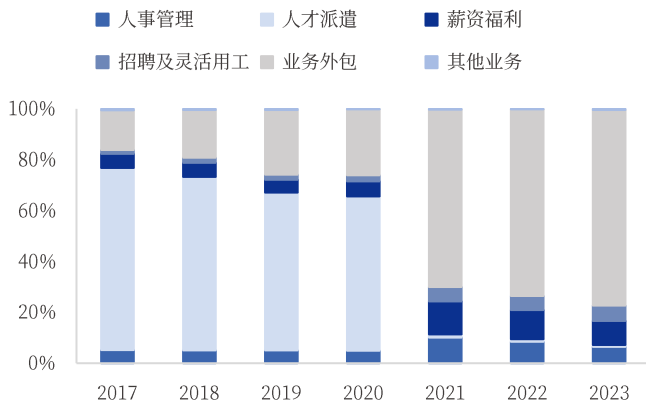
业务名称	细分板块	业务内容	收入确认方式
人事管理服务	人事管理服务	公司建立了人事管理、员工劳动关系及法定福利服务等领域的专业咨询和服务团队，同时通过技术手段，为客户提供事政策咨询、人事代理、法定社会保险代理及用退工管理等人事管理服务。	根据合同约定，与员工相关的工资、加班费、社保等劳务费用由客户实际支付。收费标准一般为公司每月派出服务的员工数量，乘以约定的人次服务费。人事管理服务按月结算，公司每月根据所服务的客户员工数量，确认人事管理服务及劳务派遣收入。
人才派遣服务	人才派遣服务	人才派遣服务是指根据客户（用工单位）的实际需求，与派遣员工签订劳动合同，建立用人单位（雇主）、员工、客户（用工单位）的三方关系，并将员工派遣到实际用工单位工作。	
薪资管理服务	薪资管理服务	薪税管理服务是向客户提供包括 HR SaaS 等软件系统应用、薪酬流程服务外包、考勤管理、工资计算与发放、个税缴纳、个税咨询、财税外包等在内的全流程薪税管理和咨询服务。	
薪资福利服务	健康管理服务	公司通过对客户员工健康危险因素进行分析和评估，提供健康管理方案，共提供“健康教育”“健康检测”“健康干预”和“健康保障”四条产品线的服务交付。	公司每月根据所服务的客户员工数量，确认薪税管理服务收入。公司根据合同服务项目及交付方式，确认商业福利服务收入。
	商业福利服务	据客户的需求，完成福利调研规划、福利计划方案制定、福利商品或服务的采购组织、福利发放及满意度调研等一系列工作，客户以福利产品提供的数量以及配套服务的情况进行结算的服务方式。	

招聘及灵活用工服务	中高端人才寻访服务	为客户提供咨询、搜寻、甄选、评估、推荐并协助录用中高级人才的服务，目标群体是具有较高知识水平、专业技能的中高层管理人员和中高级技术人员及其他稀缺人员。	公司根据招聘岗位的税前年总收入为基准按一定比例收费。
	招聘流程外包服务	客户将全部或部分招聘流程外包给人力资源服务机构，由人力资源服务机构负责招聘人才规划、雇主品牌建立与维护、专业工具应用、招聘流程实施和优化，以降低招聘成本、提高招聘效率、保证招聘质量。	公司根据招聘流程和实施时间收费。
	灵活用工服务	针对客户临时性、季节性、不定时性、项目性等岗位用人需求，设计专业解决方案，提供从招聘、培训、绩效管理到人员替代等覆盖岗前、岗中、岗后的全流程专业人才配置服务。	公司根据合同约定为其客户提供人力资源相关服务，公司每月依照实际派出人员数量，或派出人员实际完成工作量等合同约定的计算服务费用并确认收入。
业务外包服务	为客户提供以外包人员管理为核心的业务流程外包服务，针对不同行业客户提供零售业务外包服务、金融行业外包服务、数据文档外包服务、政务外包服务、蓝领及技能人才外包服务、信息技术外包服务等个性化流程外包解决方案		

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

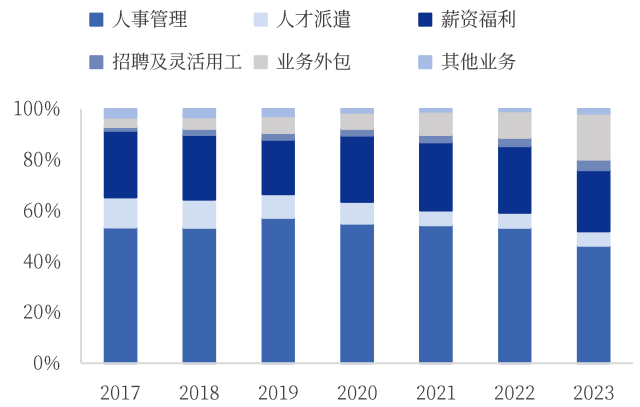
毛利率差距导致各业务板块营收和利润贡献不对等，外包业务为公司最大收入来源，人事管理业务贡献主要利润来源。分业务板块来看，自 2021 年调整收入确认方式以来，业务外包成为了公司主要收入来源。2023 年，人事管理/人才派遣/薪资福利/招聘及灵活用工/业务外包/其他业务营收分别为 12.2 亿元/1.5 亿元/18.2 亿元/11.4 亿元/147.5 亿元/0.8 亿元人民币，同比增速分别为-0.8%/+5.3%/+7.5%/+41.8%/+37.1%/+104.0%。同时，各板块间毛利率差距巨大，2023 年六个业务板块毛利率依次为 72.7%/72.2%/25.5%/7.0%/2.4%/45.0%，在报告期内毛利贡献占比各为 46.1%/5.7%/24.0%/4.2%/18.2%/1.8%。由此可见，人事管理服务为公司贡献了近半数的毛利收入。

图5：外服控股历年营业收入构成



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图6：外服控股历年毛利构成



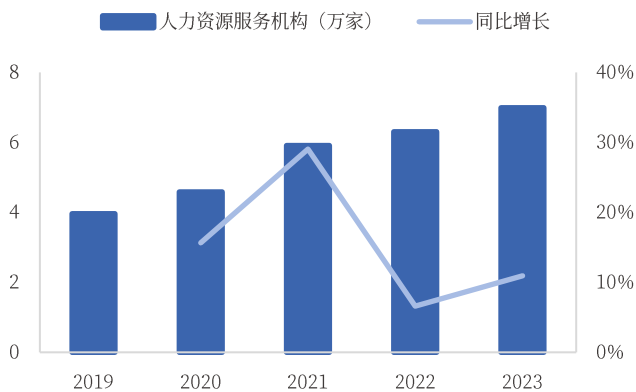
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、行业动能充足，公司以科技赋能优质客户群体

(一) 行业展现良好活力，政策利好头部企业发展

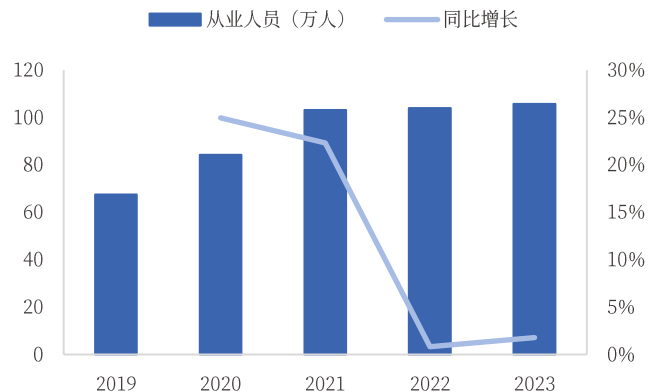
人力资源服务行业稳中有进，规模持续扩张。截至 2023 年年底，全行业共存人力资源服务机构 6.99 万家。同比+11.0%，从业人员 105.84 万人，同比+1.77%，全年共服务劳动者 3.31 亿人次，同比+5.6%，服务用人单位 55999 万家次，同比+6.3%。总结来看，人力资源服务行业在近几年宏观经济波动情况下各项指标始终保持稳定增长趋势，展现出较强的稳定性和活力。同时，全国城镇调查失业率 2024 年上半年平均值为 5.1%，较疫情前、中小幅下降，就业形势整体稳定。

图7：人力资源服务机构数和增长率



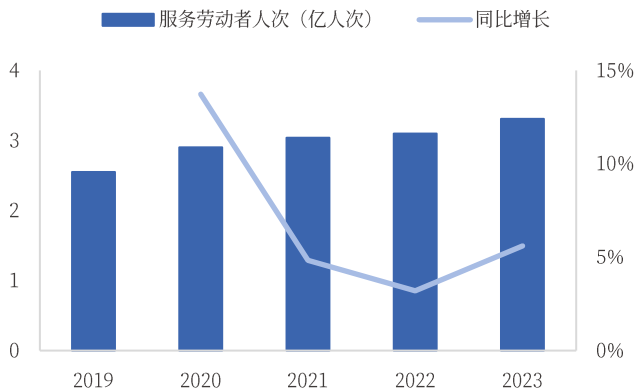
资料来源：人社部，中国银河证券研究院

图8：人力资源服务行业从业人员规模和增长率



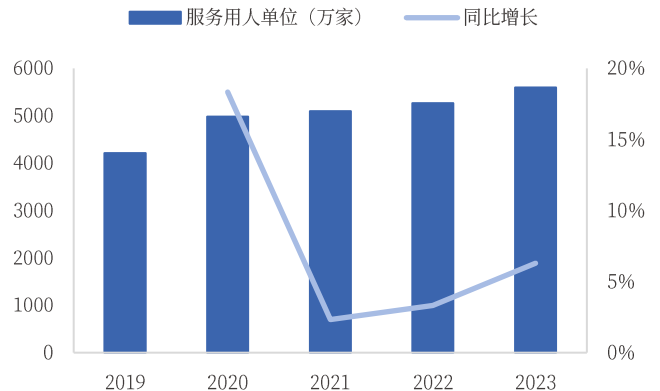
资料来源：人社部，中国银河证券研究院

图9：人力资源服务行业服务劳动者规模和增长率



资料来源：人社部，中国银河证券研究院

图10：人力资源服务行业服务用人单位和增长率



资料来源：人社部，中国银河证券研究院

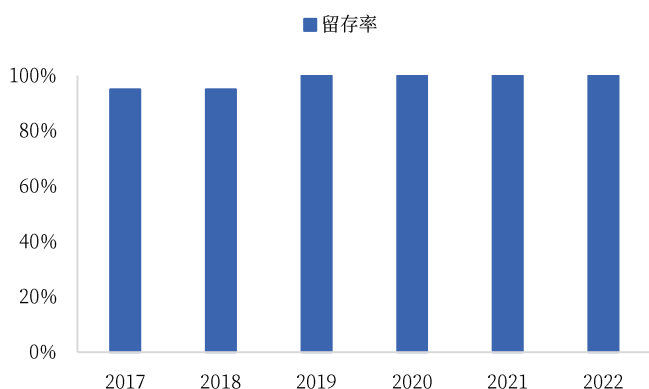
行业合规化加速中小企业出清，政策扶持进一步利好头部人服企业。近年来随着监管要求愈发严格，监管模式愈发完善，行业整体合规和透明程度不断提高，促使部分原先不合规企业退出市场，加之严格监管下利润空间被压缩，进一步促使中小企业加速出清。同时，2022年12月人社部发布《关于实施人力资源服务业创新发展行动计划（2023-2025年）的通知》，通知中剔除神话人力资源服务供给侧结构性改革，加速提升人力资源服务水平，做强做优龙头企业，到2025年重点培育形成50家左右人力资源服务龙头企业。总结来看，市场环境优化加之政策扶持有望助力龙头企业高速高质量发展。

（二）公司客户优质、集中度低，抗风险能力较强

公司客户优质，稳定性良好，利于抵抗宏观经济风波。自 2017 年起，公司前 20 大客户留存率均保持在极高水平，2022 年，公司前 100 位大客户留存率可达 100%，客户粘性较大，在疫情影响宏观经济波动较大环境下仍与公司保持紧密合作。同时，公司持续发力内资客户市场，2023 年内签约央国企及政府机构 85 家、民企 46 家，其中包括中国人寿、国盛集团等大型央国企，进一步为公司业务提供稳定性。

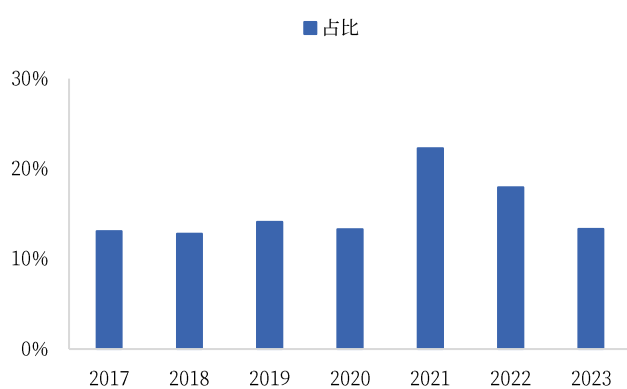
大客户集中度较低，规避依赖大客户问题。公司前五大客户销售额在总销售额中占比基本保持在 15%。2023 年，公司前五大客户销售占比为 13.3%，大幅低于北京人力、科锐国际同期的 40%、44.1% 的占比情况，因此公司不存在严重依赖大客户的情况，大客户流失风险相对较小。

图11：外服控股历年前二十大客户留存率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图12：外服控股前五名客户销售额在总销售额中占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）公司坚持技术创新和数字化转型，以科技赋能运营效率

公司高度重视技术发展，研发费用逐年增长。2021 年，公司向东浩实业非公开发行股票募集资金 9.6 亿元，用于“数字外服”转型升级项目，主要包括以下三个方面：1) 数字外服创新技术中心建设；2) 信息系统能级升级建设；3) 数字科技应用、新产品和新商业模式研发。自项目开始后，公司的研发费用规模迅速提升，同时在营收中的占比呈上升趋势。1H24 外服控股/科锐国际/北京人力分别在研发费用上投入 5383 万元/2585 万元/1823 万元，同比+103.0%/+3.2%/-64.0%，研发费用率为 0.51%/0.47%/0.08%，总结来看，外服控股在各维度上超越同业公司科锐国际和北京人力的研发投入。

图13：外服控股历年研发费用和增速

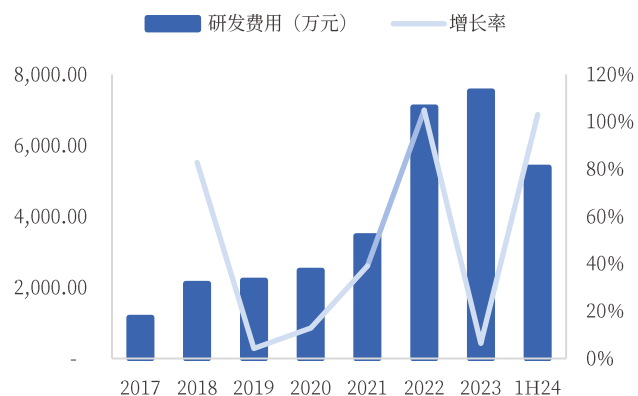
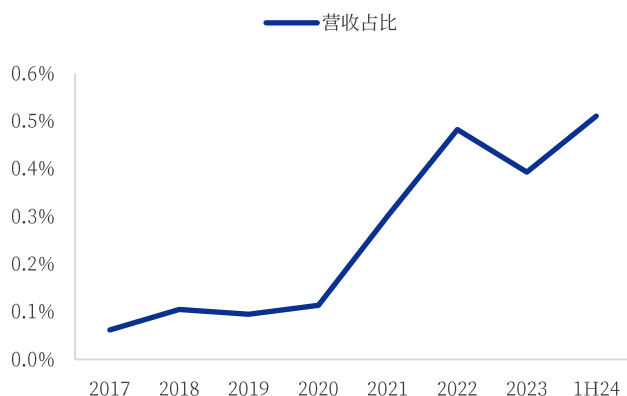


图14：外服控股历年研发费用在营收中占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

坚持数字化转型，三大生态平台赋能业务、管理与交付。公司持续推动全面数字化转型，升级三大平台，目前各平台已为公司大幅提高服务实施效率并积攒大量客户，具体细分如下：1) 外服云平台（FSGPLUS）：截至 1H24，平台已累计个人用户约 250 万人，较 2023 年年底增长 3.2%，同时据 2022 年统计数据，平台企业客户数当期已达 12,261 家；2) 聚合力平台（HRally）：截至 2022 年，平台注册用户共计 2898 个，收、发包用户合计 533 家，覆盖全国 543 个地区，服务员工超过 79 万人；3) 业务后援平台（BBC）：2022 年，平台推进“人社网厅、RPA 项目”实现自动化审批和批量查询，业务提速 60%，人力成本减少 50%，截至 1H24，平台“人社网厅”项目申报效率提升 75%，区域业务自动化申报同比提升 33.9%。

表2：三大生态平台简介

外服云平台 (FSGPLUS)	聚合力平台 (HRally)	业务后援平台 (BBC)
上海外服开发的云服务平台，涵盖客户人事服务、健康管理、薪酬服务、商业福利等线上服务、客户和雇员服务信息展示等模块，访问模式包括 WEB 端、Apps、微信、小程序等入口	上海外服提供的面向全国人力资源服务企业、以全国社保公积金缴纳收、发包平台为基础的全国人力资源服务生态圈，平台功能可划分为生产交付、财务管理、平台管理及政策管理四个部分。	上海外服打造的打造内部信息系统，以适应政府部门数字化建设方向，实现业务数据及流程处理自动化，为全区域、全产品线人力资源服务提供业务保障。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

三、投资建议

公司深耕人服行业多年，业务实力雄厚，传统业务中人事管理和人才派遣服务提供稳定收入来源，新兴业务中业务外包和灵活用工有望贡献未来增量空间，且公司费用率呈下降趋势。我们预计2024-2026年归母净利分别为6.5亿元/7.0亿元/7.4亿元，对应PE估值为17.1X/15.8X/14.9X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示

- 1) 宏观经济波动风险；
- 2) 行业政策变化风险；
- 3) 行业竞争加剧风险。

图表目录

图 1: 外服控股发展历程.....	3
图 2: 外服控股股权穿透图	3
图 3: 外服控股历年营业收入和增速	4
图 4: 外服控股历年扣非归母净利润和增速	4
图 5: 外服控股历年营业收入构成	5
图 6: 外服控股历年毛利构成	5
图 7: 人力资源服务机构数和增长率	6
图 8: 人力资源服务行业从业人员规模和增长率.....	6
图 9: 人力资源服务行业服务劳动者规模和增长率.....	6
图 10: 人力资源服务行业服务用人单位和增长率	6
图 11: 外服控股历年前二十大客户留存率	7
图 12: 外服控股前五名客户销售额在总销售额中占比.....	7
图 13: 外服控股历年研发费用和增速	7
图 14: 外服控股历年研发费用在营收中占比	7
表 1: 公司主营业务介绍.....	4
表 2: 三大生态平台简介.....	8

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12876.88	17977.22	20461.25	24726.57
现金	9631.47	13724.47	15901.82	19402.65
应收账款	814.52	946.35	1079.68	1225.73
其它应收款	1974.52	2728.35	2866.66	3394.59
预付账款	331.37	454.65	483.34	571.78
存货	22.03	20.99	26.81	28.95
其他	102.97	102.40	102.95	102.88
非流动资产	3025.37	3041.94	3041.94	3041.94
长期投资	327.49	327.49	327.49	327.49
固定资产	1619.20	1619.20	1619.20	1619.20
无形资产	122.23	122.23	122.23	122.23
其他	956.44	973.01	973.01	973.01
资产总计	15902.24	21019.16	23503.19	27768.51
流动负债	11132.11	15530.58	17240.34	20685.28
短期借款	1231.88	1847.82	2766.02	3533.10
应付账款	1543.32	2371.03	2397.28	2911.83
其他	8356.91	11311.73	12077.03	14240.35
非流动负债	109.42	105.23	105.23	105.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	109.42	105.23	105.23	105.23
负债合计	11241.53	15635.81	17345.56	20790.51
少数股东权益	419.80	491.47	568.90	650.94
归属母公司股东权益	4240.92	4891.88	5588.73	6327.07
负债和股东权益	15902.24	21019.16	23503.19	27768.51

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	543.45	3490.53	1246.85	2719.86
净利润	698.72	716.75	774.28	820.38
折旧摊销	157.55	0.00	0.00	0.00
财务费用	21.46	0.00	0.00	0.00
投资损失	-9.33	-10.69	-12.28	-13.90
营运资金变动	-329.10	2782.74	484.86	1913.38
其它	4.15	1.73	0.00	0.00
投资活动现金流	-1998.93	-7.61	12.28	13.90
资本支出	-1768.33	-3.46	0.00	0.00
长期投资	-232.18	0.00	0.00	0.00
其他	1.58	-4.15	12.28	13.90
筹资活动现金流	822.62	612.83	918.21	767.07
短期借款	1220.48	615.94	918.21	767.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-397.86	-3.11	0.00	0.00
现金净增加额	-631.09	4093.01	2177.34	3500.83

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	19156.14	21961.15	25222.45	28539.13
营业成本	17230.55	19950.54	23004.95	26108.93
营业税金及附加	130.71	149.34	171.51	194.07
营业费用	712.60	735.70	844.95	956.06
管理费用	491.56	505.11	580.12	656.40
财务费用	-121.64	-144.47	-205.87	-238.53
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.02	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.33	10.69	12.28	13.90
营业利润	890.12	943.09	1018.79	1079.44
营业外收入	25.18	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	912.31	943.09	1018.79	1079.44
所得税	213.59	226.34	244.51	259.07
净利润	698.72	716.75	774.28	820.38
少数股东损益	112.73	71.68	77.43	82.04
归属母公司净利润	586	645	697	738
EBITDA	916.68	798.62	812.92	840.92
EPS (元)	0.26	0.28	0.31	0.32

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	30.64%	14.64%	14.85%	13.15%
营业利润	9.14%	5.95%	8.03%	5.95%
归属母公司净利润	7.26%	10.08%	8.03%	5.95%
毛利率	10.05%	9.16%	8.79%	8.52%
净利率	3.06%	2.94%	2.76%	2.59%
ROE	13.82%	13.19%	12.47%	11.67%
ROIC	9.69%	8.28%	6.85%	6.02%
资产负债率	70.69%	74.39%	73.80%	74.87%
净负债比率	-177.91%	-218.76%	-211.70%	-225.99%
流动比率	1.16	1.16	1.19	1.20
速动比率	1.12	1.12	1.15	1.16
总资产周转率	1.25	1.19	1.13	1.11
应收账款周转率	26.34	24.94	24.90	24.76
应付账款周转率	9.97	10.19	9.65	9.84
每股收益	0.26	0.28	0.31	0.32
每股经营现金	0.24	1.53	0.55	1.19
每股净资产	1.86	2.14	2.45	2.77
P/E	18.78	17.06	15.79	14.91
P/B	2.60	2.25	1.97	1.74
EV/EBITDA	2.91	-0.96	-2.50	-5.66
PS	0.57	0.50	0.44	0.39

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾熹闻 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn