

2025 年 05 月 06 日

伟星股份(002003.SZ)

投资评级：买入（首次）

——服装辅料头部企业，产能及产品布局夯实公司竞争优势

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇

zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 30 日

收盘价（元）	11.06
一年内最高/最低（元）	15.28/10.41
总市值（百万元）	12,927.92
流通市值（百万元）	11,243.75
总股本（百万股）	1,168.89
资产负债率（%）	28.83
每股净资产（元/股）	3.82

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **中国服装辅料市场规模预计稳定增长。**辅料是服装上除面料外材料的统称，一般具备服用性能及装饰性能。伴随内需市场企稳回升及海外市场订单在补库背景下修复，预计中国未来辅料市场需求仍在，规模有望维持稳定增长。据共研网微信公众号，预计到 2030 年，中国服装辅料市场规模将增长至 1291.6 亿元，2023–2030 年 CAGR 为 5.03%。
- **以客户为核心，公司持续布局海外产能及其他服饰辅料产品。**据公司公告，公司近年持续践行“市场优先”原则。从海外布局方面看，公司已在全球布局多家销售分公司及营销网点，并于 2024 年改造升级孟加拉工厂、完成越南工业园投产，更多的海外产能布局有望提高与客户的协同效率并节省成本。
- **注重研发，持续维持公司产品的竞争力。**据公司公告，公司近年坚持“以开发为先锋”，跟踪行业技术前沿及市场流行趋势，持续投入研发费用以不断强化其产品的竞争优势，2024 年公司研发费用为 1.81 亿元，同比+13.04%。在持续的研发投入下，据公司公告，截至 2024 年底，公司持有有效专利 1372 项，且近年公司多项产品设计获得 ISPO、红点奖等奖项，创新设计有望助公司持续强化其产品竞争力。
- **致力于高标准绿色智慧工厂建设，公司运营效率持续提升。**据公司公告，公司致力于推动数智制造战略，加速数字化工厂建设，持续引进国际精密制造研发设备、智能化系统，并配备先进的 ERP 生产管理系统，高效管理生产环节。
- **盈利预测与评级：**公司深耕服装辅料赛道，近年通过产能海外布局提升与客户的协同效率，注重把握流行趋势持续通过研发提升产品竞争优势，深化数字应用以建立绿色数智工厂等方式提升公司经营效率，夯实公司在行业内的竞争优势。我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别 7.83 亿元/8.79 亿元/9.67 亿元，同比分别增长 11.80%/12.33%/9.95%。我们选择与公司同属纺服代工赛道的华利集团及同属纺服细分赛道头部企业公司的安踏体育为可比公司。根据我们的盈利预测，考虑到公司在服饰辅料赛道的头部企业地位、产能的成长性、运营的高效性及产品的研发能力，给予公司一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**消费者消费意愿修复不及预期风险；国际关税政策变动风险；全球经济下行风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3,907	4,674	5,183	5,703	6,209
同比增长率（%）	7.67%	19.66%	10.89%	10.02%	8.88%
归母净利润（百万元）	558	700	783	879	967
同比增长率（%）	14.16%	25.48%	11.80%	12.33%	9.95%
每股收益（元/股）	0.48	0.60	0.67	0.75	0.83
ROE（%）	12.83%	16.08%	16.98%	17.96%	18.55%
市盈率（P/E）	23.16	18.46	16.51	14.70	13.37

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

公司深耕服装辅料赛道，近年通过产能海外布局提升与客户的协同效率，注重把握流行趋势持续通过研发提升产品竞争优势，深化数字应用以建立绿色数智工厂等方式提升公司经营效率，夯实公司在行业内的竞争优势。我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别 7.83 亿元/8.79 亿元/9.67 亿元，同比分别增长 11.80%/12.33%/9.95%。我们选择与公司同属纺服代工赛道的华利集团及同属纺服细分赛道头部公司的安踏体育为可比公司。根据我们的盈利预测，考虑到公司在服饰辅料赛道的头部企业地位、产能的成长性、运营的高效性及产品的研发能力，给予公司一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 销售费用率，公司深耕服装辅料赛道，近年通过产能海外布局及产品研发创新等多重方式巩固竞争优势，并持续吸引客户，因此预计 2025–2027 公司销售费用率分别为 8.70%、8.60%、8.50%；
- 2) 管理费用率，公司近年持续通过应用数字化工具等方式提升运营效率，管理费用率有望逐步下行，因此预计 2025–2027 管理费用率分别为 10.60%、10.50%、10.40%。

投资逻辑要点

- 1) 短期发展看，公司通过扩大产能布局及提升产品质量与客户长期深度合作，有望减少关税等外部因素扰动，持续提升客户订单份额。
- 2) 长期发展看，公司海外产能持续投产、绿色数智工厂建设及持续研发投入有望助公司持续提升经营效率并提高产出，营收端及利润端具备持续增长潜力。

核心风险提示

消费者消费意愿修复不及预期风险；国际关税政策变动风险；全球经济下行风险。

内容目录

1. 内外需修复助行业稳增长，中国服装辅料行业未来仍具备发展空间	5
2. 下游需求驱动业绩增长，辅料头部公司竞争优势显著	7
3. 盈利预测与评级	12
3.1. 核心假设与盈利预测	12
3.2. 首次覆盖给予“买入”评级	13
4. 风险提示	14

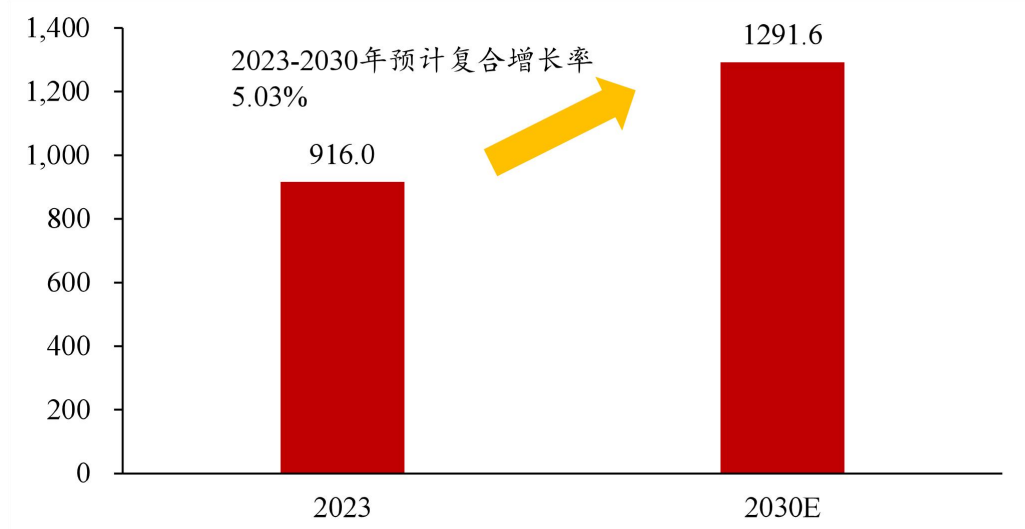
图表目录

图表 1： 预计 2023–2030 年中国服装辅料市场规模 CAGR 为 5.03%（单位：亿元） ...	5
图表 2： 2025 年中国纽扣市场规模有望达 313 亿元	6
图表 3： 2027 年中国拉链市场规模有望达 581 亿元	6
图表 4： 2024 年公司营收同比+19.66%	7
图表 5： 2024 年公司毛利率增至 41.73%	7
图表 6： 2024 年公司销售费用率为 8.87%	7
图表 7： 2024 年公司归母净利率为 14.98%	7
图表 8： 2024 年存货周转天数为 86 天	8
图表 9： 公司孟加拉库米拉工业园	9
图表 10： 2024 年公司国际业务营收同比+30.62%	9
图表 11： 2024 年公司国际业务营收占比达 33.81%	9
图表 12： 2024 年公司其他服饰辅料营收同比+41.92%	9
图表 13： 2024 年公司其他服饰辅料营收占比达 3.52%	9
图表 14： 公司多款产品获得 ISPO 奖项	10
图表 15： 公司产品设计获得红点奖	10
图表 16： 2024 年公司研发费用同比+13.04%	11
图表 17： 公司通过智慧工厂与信息化平台协同提效	11
图表 18： 2024 年公司年人均创收达 46.49 万元	12
图表 19： 伟星股份重点费率预测	12
图表 20： 伟星股份简易预测利润表（金额单位：亿元）	13
图表 21： 可比公司估值表	13

1. 内外需修复助行业稳增长，中国服装辅料行业未来仍具备发展空间

中国服装辅料市场规模预计稳定增长。辅料是服装上除面料外材料的统称，一般具备服用性能及装饰性能。伴随内需市场企稳回升及海外市场订单在补库背景下修复，预计中国未来辅料市场需求仍在，规模有望维持稳定增长。据共研网微信公众号，2023 年，中国服装辅料市场规模为 916.0 亿元，预计到 2030 年将增长至 1291.6 亿元，CAGR 为 5.03%。

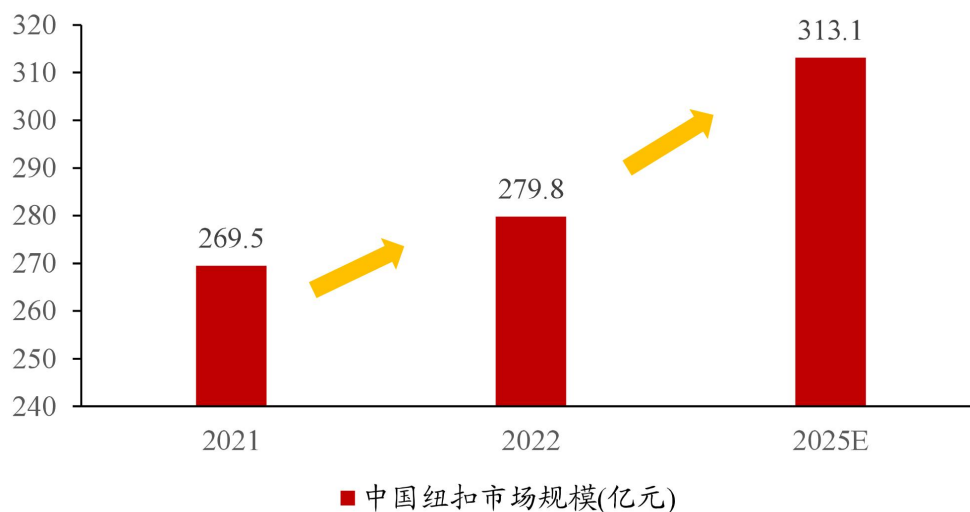
图表 1：预计 2023-2030 年中国服装辅料市场规模 CAGR 为 5.03%（单位：亿元）



资料来源：共研网微信公众号，华源证券研究所

辅料细分市场中，中国纽扣市场规模 2025 年有望达 313 亿元。作为服装辅料市场的重要组成部分，据华经产业研究院，纽扣在服装辅料市场规模中占三成左右，2022 年中国纽扣行业市场规模为 279.8 亿元，同比+3.82%，在现有的下游行业发展环境下未来有望保持稳定增长，预计 2025 年中国纽扣市场规模达 313.1 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 3.82%，仍具备增长空间。

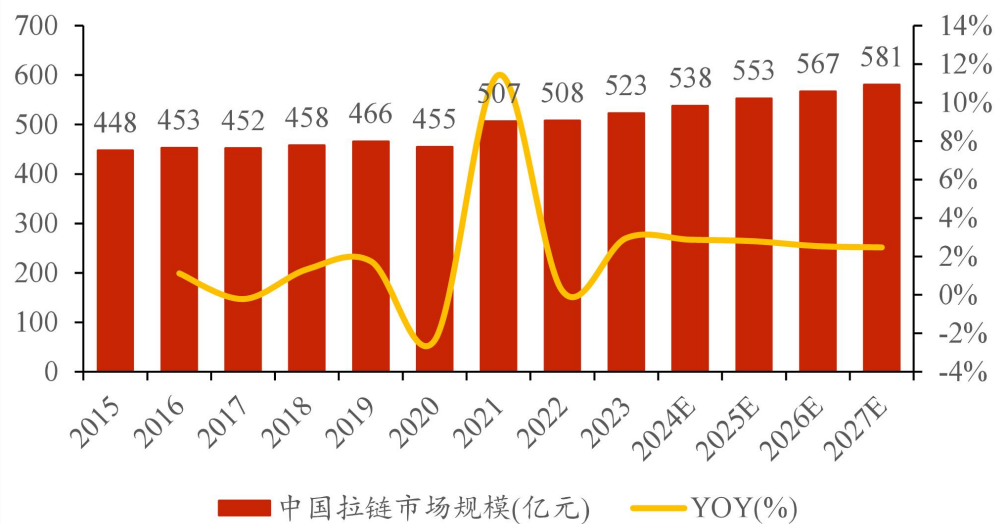
图表 2：2025 年中国纽扣市场规模有望达 313 亿元



资料来源：华经情报网，华经产业研究院，华源证券研究所

辅料细分市场中，中国拉链市场规模 2027 年预计达 581 亿元。据观研天下微信公众号，拉链是重要的服饰辅料，在全球服饰辅料中，拉链市场规模占比大致为 24%。近年，中国拉链市场整体仍维持增长趋势，2015-2023 年，中国拉链市场规模由 448 亿元增至 523 亿元，CAGR 为 1.95%，预计 2027 年市场规模达 581 亿元，2023-2027 年 CAGR 为 2.66%，市场规模仍有进一步增长的空间。

图表 3：2027 年中国拉链市场规模有望达 581 亿元

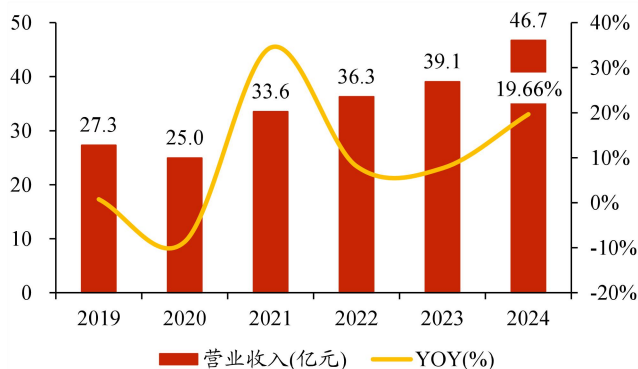


资料来源：观研天下微信公众号，华源证券研究所

2. 下游需求驱动业绩增长，辅料头部公司竞争优势显著

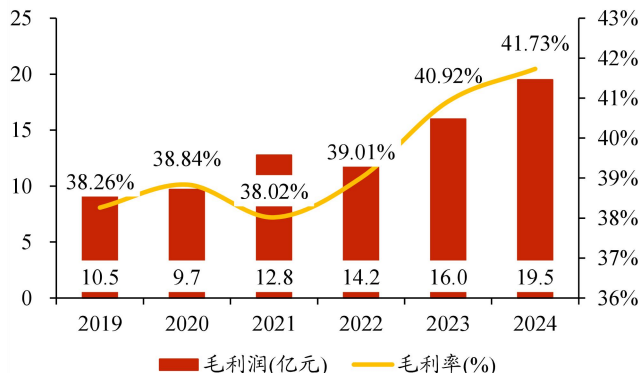
全球运动鞋服补库背景下，公司营收及毛利均实现快速增长。深耕三十余载，公司为国内服饰辅料行业的头部企业，始终坚守研发、智造、规模化、营销服务、品牌品质等优势，在全球品牌补库及对代工质量要求日益增加的当下保持快速发展。2024 年公司营收/毛利分别为 46.74 亿元/19.51 亿元，同比分别+19.66%/+22.04%；2019–2024 年公司营收/毛利 CAGR 分别为 11.34%/13.29%，自 2021 年后持续保持增长趋势。2024 年公司毛利率较 2019 年增长 3.47pct 至 41.73%，自 2021 年后持续改善。

图表 4：2024 年公司营收同比+19.66%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

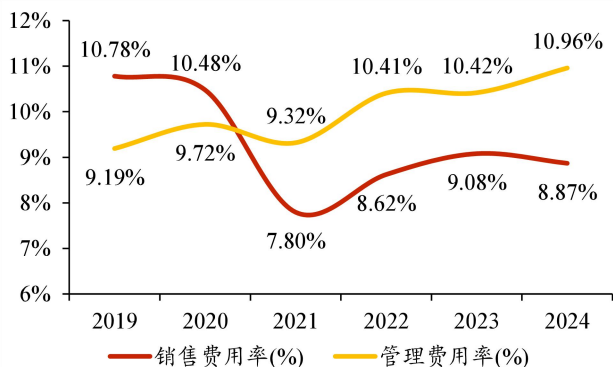
图表 5：2024 年公司毛利率增至 41.73%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

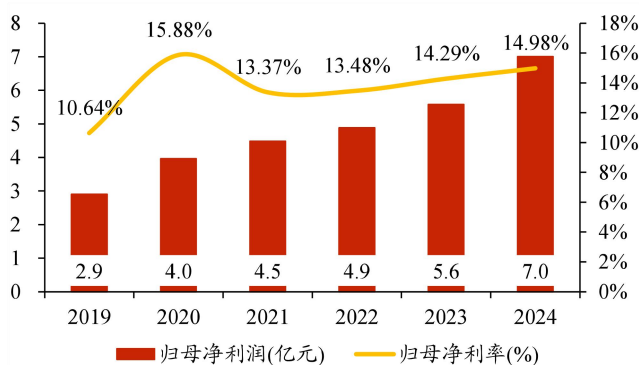
剔除极端年份，公司归母净利率稳定增长。公司积极适应市场变化，持续追求高质量增长。从费用端看，2024 年销售费率下降 0.21pct 至 8.87%，同时，受下游补库需求高景气影响，公司员工薪酬等开支增加带动管理费率上升 0.54pct 至 10.96%。从利润端看，2024 年公司实现归母净利润 7.00 亿元，同比+25.48%，归母净利率达 14.98%，较 2023 年增长 0.70pct，若剔除极端年份，2019–2024 年间公司归母净利率呈稳增长趋势。

图表 6：2024 年公司销售费用率为 8.87%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

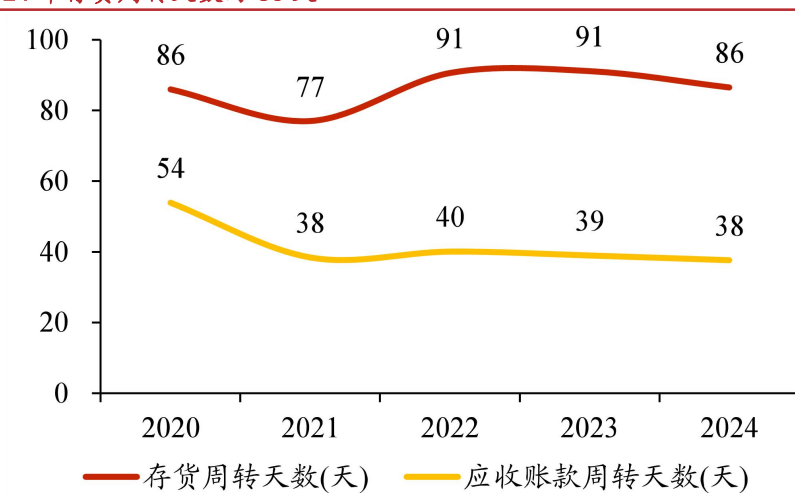
图表 7：2024 年公司归母净利率为 14.98%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

存货周转天数 2024 年有所下降。伴随前期公共卫生事件等因素对下游品牌补库需求影响，公司存货周转天数自 2023 年后呈下降趋势，2024 年降至 86 天左右；2024 年应收账款周转天数较 2020 年下降 16 天至 38 天左右。未来，公司营运效率有望在线下消费场景修复及品牌补库恢复常态后维持稳定向好的趋势。

图表 8：2024 年存货周转天数为 86 天



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

以客户为核心，公司持续布局海外产能及其他服饰辅料产品。据公司公告，公司近年持续践行“市场优先”原则，通过多项举措满足客户需求以实现业绩增长。

从海外布局方面看，1) 销售端，公司已在全球布局 20 多家销售分公司、50 多个营销网点，与全球头部服装品牌建立合作关系；2) 产能端，据公司公告，自 2018 年孟加拉工业园开工投产后，公司开启国际化经营步伐，并于 2024 年改造升级孟加拉工厂、完成越南工业园投产，更多的海外产能布局有望提高与客户的协同效率并节省成本，有助于吸引头部客户长期合作，公司海外营收占比剔除极端年份后整体呈增长趋势，持续推动公司业绩增长。

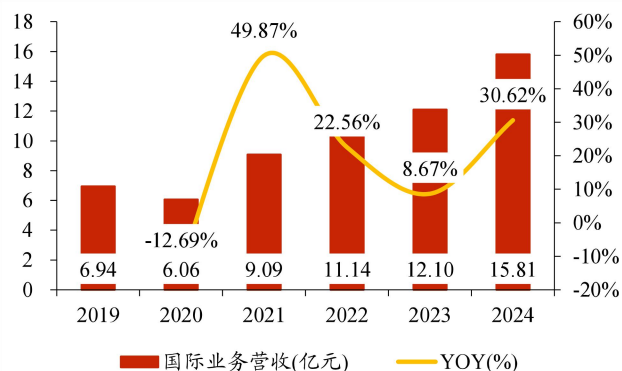
从推进新品类布局方面看，公司近年持续布局新品类以拓宽产品 SKU，据公司官网，公司现有产品除拉链与纽扣外还包括金属制品、塑料制品、衣架、标牌、绳带等，推动 2024 年公司其他服饰辅料营收同比+41.92%，营收占比自 2021 年来持续提升，为公司业绩增长提供新动力。

图表 9：公司孟加拉库米拉工业园



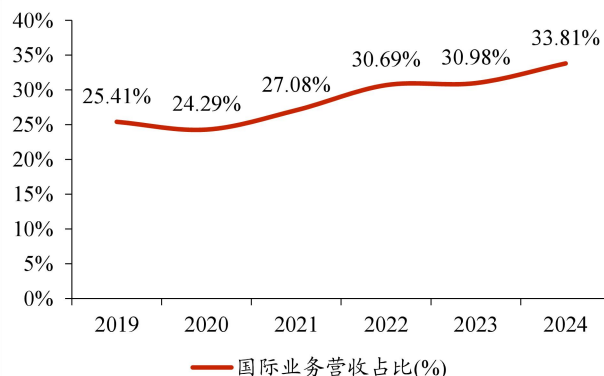
资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 10：2024 年公司国际业务营收同比+30.62%



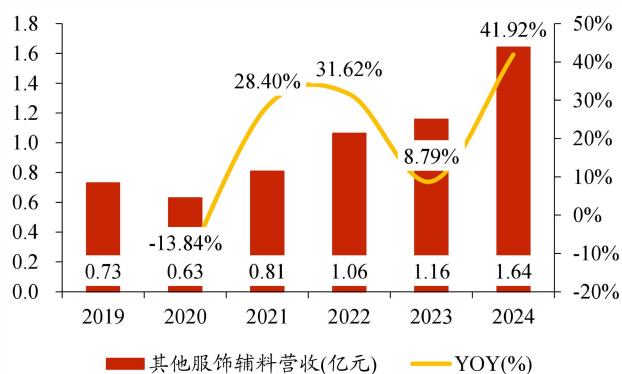
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 11：2024 年公司国际业务营收占比达 33.81%



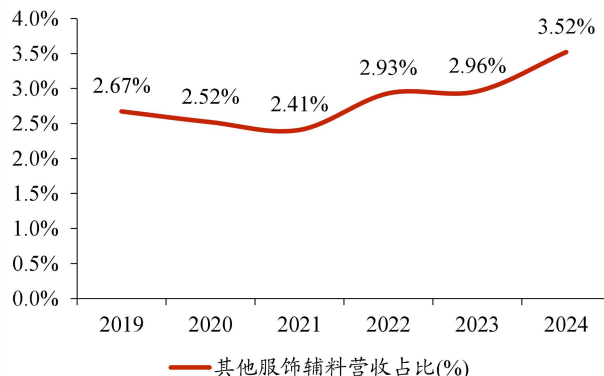
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 12：2024 年公司其他服饰辅料营收同比+41.92%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

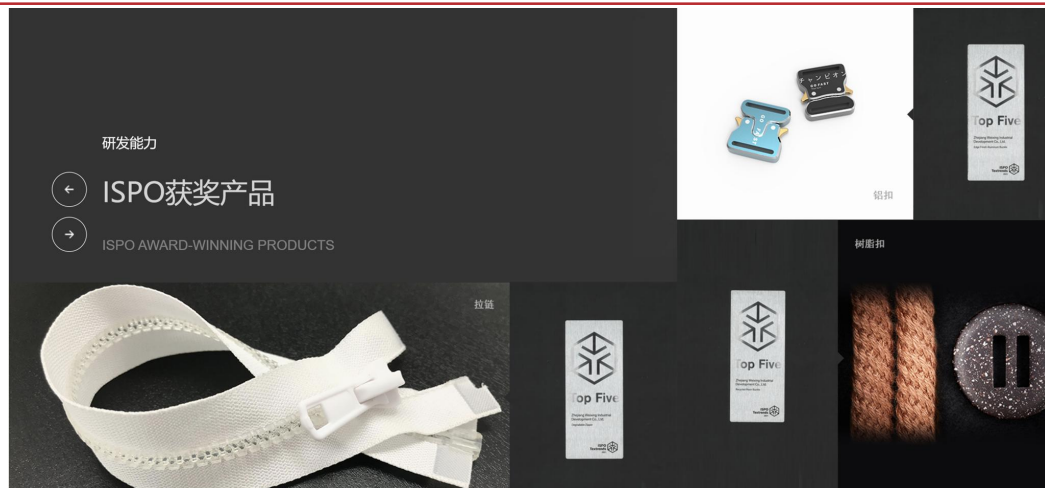
图表 13：2024 年公司其他服饰辅料营收占比达 3.52%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

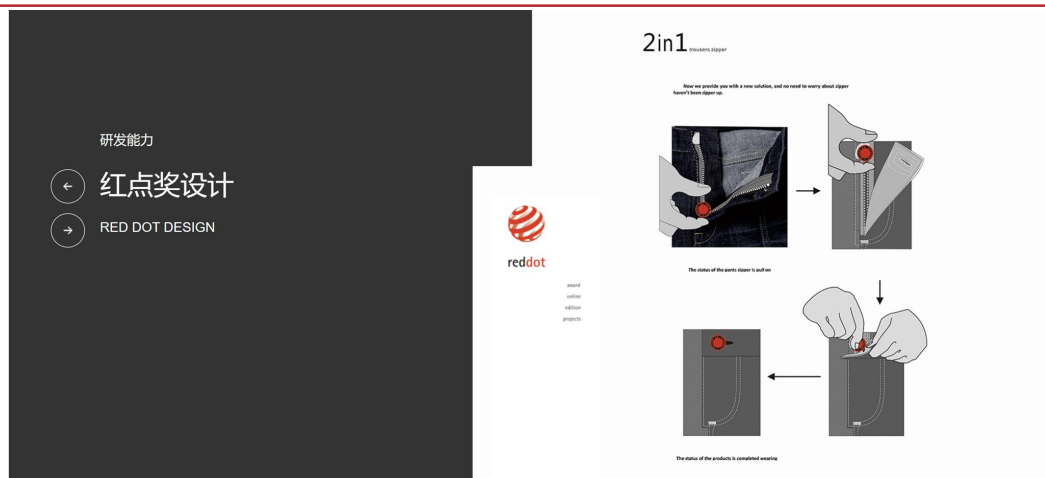
注重研发，持续维持公司产品的竞争力。据公司公告，公司近年坚持“以开发为先锋”，跟踪行业技术前沿及市场流行趋势，持续投入研发费用以不断强化其产品的竞争优势，2024年公司研发费用为 1.81 亿元，同比+13.04%。在持续的研发投入下，据公司公告，截至 2024 年底，公司持有有效专利 1372 项，且近年公司多项产品设计获得 ISPO、红点奖等奖项，创新设计有望助公司持续强化其产品竞争力。

图表 14：公司多款产品获得 ISPO 奖项



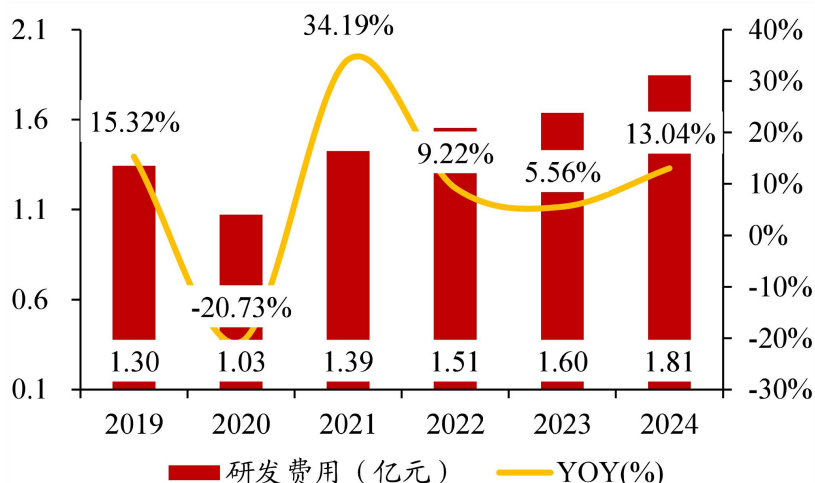
资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 15：公司产品设计获得红点奖



资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 16: 2024 年公司研发费用同比+13.04%



资料来源: Wind, 公司公告, 华源证券研究所

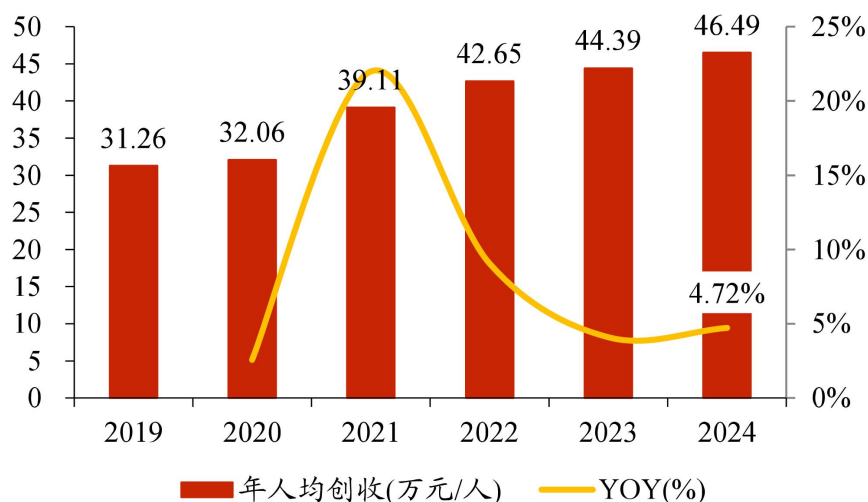
致力于高标准绿色智慧工厂建设，公司运营效率持续提升。据公司公告，公司致力于推动数智制造战略，加速数字化工厂建设，持续引进国际精密制造研发设备、智能化系统，并配备先进的 ERP 生产管理系统，高效管理生产环节。此外，公司持续围绕绿色工厂做节能减耗工作，如 2024 年公司大洋工业园分布式光伏发电机项目成功并网发电，预计年发电量 600 万千瓦时，相当于节省标准煤 1700 吨。在公司高效运营下，2024 年公司年人均创收达 46.49 万元，同比+4.72%，人均创收整体呈增长趋势，公司运营效率在绿色智慧工厂建设下持续提升。

图表 17: 公司通过智慧工厂与信息化平台协同提效



资料来源: 公司官网, 华源证券研究所

图表 18：2024 年公司年人均创收达 46.49 万元



资料来源：公司公告，华源证券研究所（注：人均创收=营收/报告期末在职员工数量合计）

3. 盈利预测与评级

3.1. 核心假设与盈利预测

期间费率端：1) **销售费用率**，公司深耕服装辅料赛道，近年通过产能海外布局及产品研发创新等多重方式巩固竞争优势，并持续吸引客户，因此预计 2025–2027 公司销售费用率分别为 8.70%、8.60%、8.50%；2) **管理费用率**，公司近年持续通过应用数字化工具等方式提升运营效率，管理费用率有望逐步下行，因此预计 2025–2027 管理费用率分别为 10.60%、10.50%、10.40%。

图表 19：伟星股份重点费率预测

	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	8.87%	8.70%	8.60%	8.50%
管理费用率	10.96%	10.60%	10.50%	10.40%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

最终，我们预计公司 2025–2027 营业收入分别为 51.83 亿元/57.03 亿元/62.09 亿元，同比分别增长 10.89%/10.02%/8.88%；归母净利润分别 7.83 亿元/8.79 亿元/9.67 亿元，同比分别增长 11.80%/12.33%/9.95%。

图表 20：伟星股份简易预测利润表（金额单位：亿元）

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	46.74	51.83	57.03	62.09
YOY	19.66%	10.89%	10.02%	8.88%
营业成本	27.24	30.12	33.08	35.95
YOY	18.01%	10.57%	9.83%	8.69%
毛利率	41.73%	41.90%	42.00%	42.10%
归母净利润	7.00	7.83	8.79	9.67
YOY	25.48%	11.80%	12.33%	9.95%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 首次覆盖给予“买入”评级

从相对估值角度看：公司深耕服装辅料赛道，近年通过产能海外布局提升与客户的协同效率，注重把握流行趋势持续通过研发提升产品竞争优势，深化数字应用以建立绿色数智工厂等方式提升公司经营效率，夯实公司在行业内的竞争优势。我们选择与公司同属纺服代工赛道的华利集团及同属纺服细分赛道头部公司的安踏体育为可比公司。根据我们的盈利预测，考虑到公司在服饰辅料赛道的头部企业地位、产能的成长性、运营的高效性及产品的研发能力，给予公司一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 21：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）		EPS（元/股）				PE		
		2025-4-30	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
002003.SZ	伟星股份	11.1	0.6	0.7	0.8	0.8	18.5	16.5	14.7	13.4
可比公司										
300979.SZ	华利集团	51.2	3.3	3.7	4.2	4.8	15.6	14.0	12.1	10.6
2020.HK	安踏体育	86.7	5.4	4.8	5.5	6.1	16.0	17.9	15.9	14.3
可比公司 PE 均值							15.8	15.9	14.0	12.4

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：安踏体育股价调整为人民币计价，对应汇率取 1 人民币=1.06 港元，所有盈利预测均来自华源证券研究所

4. 风险提示

消费者消费意愿修复不及预期风险。公司所处可选消费行业受宏观经济及消费者消费意愿等因素影响较大，若消费者消费意愿修复不及预期，存在上游企业需求修复不及预期风险。

国际关税政策变动风险。美国对贸易国加征的关税税率仍存在变动可能，若关税税率上行，服饰辅料行业有需求下降或利润减少风险。

全球经济下行风险。公司制造业务主要面向海外头部运动品牌，如经济下行则对全球运动鞋服购买需求有不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,108	518	570	621
应收票据及账款	658	729	802	873
预付账款	20	25	28	30
其他应收款	53	42	46	50
存货	704	778	854	929
其他流动资产	67	79	87	95
流动资产总计	2,609	2,172	2,388	2,599
长期股权投资	117	131	146	160
固定资产	2,725	2,766	3,008	3,118
在建工程	251	351	238	250
无形资产	404	421	476	569
长期待摊费用	20	10	0	0
其他非流动资产	164	284	368	414
非流动资产合计	3,681	3,963	4,235	4,511
资产总计	6,290	6,135	6,624	7,110
短期借款	712	187	270	327
应付票据及账款	516	557	612	665
其他流动负债	528	593	651	708
流动负债合计	1,755	1,337	1,533	1,700
长期借款	14	20	24	25
其他非流动负债	121	121	121	121
非流动负债合计	136	142	145	147
负债合计	1,891	1,479	1,678	1,847
股本	1,169	1,169	1,169	1,169
资本公积	1,710	1,710	1,710	1,710
留存收益	1,475	1,731	2,019	2,335
归属母公司权益	4,354	4,610	4,898	5,214
少数股东权益	45	46	48	49
股东权益合计	4,400	4,657	4,945	5,263
负债和股东权益合计	6,290	6,135	6,624	7,110

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	707	741	838	925
折旧与摊销	298	342	382	408
财务费用	2	18	9	12
投资损失	-15	-14	-14	-14
营运资金变动	52	-45	-51	-50
其他经营现金流	46	45	45	45
经营性现金净流量	1,090	1,086	1,209	1,327
投资性现金净流量	-755	-612	-642	-672
筹资性现金净流量	-648	-1,063	-515	-604
现金流量净额	-303	-590	52	51

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,674	5,183	5,703	6,209
营业成本	2,724	3,012	3,308	3,595
税金及附加	55	56	62	68
销售费用	415	451	490	528
管理费用	512	549	599	646
研发费用	181	201	221	242
财务费用	2	18	9	12
资产减值损失	-2	-8	-9	-10
信用减值损失	-5	-3	-3	-4
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	15	14	14	14
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	7	7	7
其他收益	58	38	38	38
营业利润	852	943	1,059	1,164
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	6	8	8	8
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	847	937	1,052	1,157
所得税	140	153	172	189
净利润	707	784	881	968
少数股东损益	7	1	1	1
归属母公司股东净利润	700	783	879	967
EPS(元)	0.60	0.67	0.75	0.83

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	19.66%	10.89%	10.02%	8.88%
营业利润增长率	26.70%	10.68%	12.24%	9.88%
归母净利润增长率	25.48%	11.80%	12.33%	9.95%
经营现金流增长率	58.50%	-0.36%	11.32%	9.74%
盈利能力				
毛利率	41.73%	41.90%	42.00%	42.10%
净利率	15.12%	15.13%	15.44%	15.59%
ROE	16.08%	16.98%	17.96%	18.55%
ROA	11.13%	12.76%	13.28%	13.60%
估值倍数				
P/E	18.46	16.51	14.70	13.37
P/S	2.77	2.49	2.27	2.08
P/B	2.97	2.80	2.64	2.48
股息率	1.81%	4.08%	4.58%	5.03%
EV/EBITDA	15	10	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。