

2025年07月18日

汉桑科技（301491.SZ）

新股覆盖研究

投资要点

◆ 下周二（7月22日）有一家创业板上市公司“汉桑科技”询价。

◆ **汉桑科技（301491）**：公司致力于提供高性能音频、创新音频等产品的研发、设计、制造一体化服务。公司 2022-2024 年分别实现营业收入 13.86 亿元/10.31 亿元/14.54 亿元，YOY 依次为 36.08%/-25.60%/40.98%；实现归母净利润 1.90 亿元/1.36 亿元/2.54 亿元，YOY 依次为 79.08%/-28.26%/86.52%。根据公司管理层初步预测，公司 2025 年 1-6 月营业收入较上年同期变动-3.14%至 4.31%，归母净利润较上年同期下降 24.22%至 19.76%。

② **投资亮点**：1、公司是音频行业内领先的具备从流媒体模组到音频终端产品、再到边缘计算和云平台完整技术和产品链的企业。公司拥有一支经验丰富的国际化团队，以实控人 Helge Lykke Kristensen 先生为首的核心技术成员具备在全球知名音响品牌厂商多年的工作经验；在核心团队的带领下，公司自成立伊始便专注高端音频领域，是全球高端功放、Hi-Fi 音响领域具有影响力的少数中国公司之一，同时紧抓全球音频行业智能互联化的发展契机、成为音频行业内领先的具备从流媒体模组到音频终端产品再到边缘计算和云平台完整技术和产品链的企业，核心产品覆盖高性能音频产品、创新音频和 AIoT 智能产品等。截至目前，公司已与 Tonies GmbH、NAD、Sonance、JBL、B&W 等全球著名音频品牌建立了长期合作关系；以高性能音频产品中的功率放大器为例，据海关总署统计数据，2024 年公司外销的音频放大器产品占国内同类产品出口金额的 3.12%。2、公司与全球儿童智能音频领域龙头 Tonies GmbH 深度合作；第二代合作产品或于 2025 年上半年实现量产交付。Tonies GmbH 是儿童智能音频领域的全球龙头，以安全、无线且无屏幕的产品方案改变了幼儿独立玩耍和学习的方式，其 Toniebox 产品自 2016 年推出后出货量迅速提升；根据公开信息，ToneBox 产品是欧洲学前玩具类目销量第一产品，也是全球最大的儿童智能音频平台；经营情况方面，Tonies 收入由 2021 年 1.88 亿欧元增长至 2023 年 3.61 亿欧元，2024 年收入预计增长超 30%。公司与 Tonies 合作历史长达 10 年以上；报告期内得益于 Tonies 业务在北美等市场的顺利拓展，公司来自 Tonies 的收入逐年攀升，收入占比亦由 2022 年的 34.41%增至 2024 年的 48.49%，Tonies 稳居公司第一大客户。据问询函回复披露，公司与 Tonies 已签订长期框架合同，同时双方已于 2023 年初正式启动 Tonie box 第二代产品的合作开发工作，目前第二代 Tonie box 产品已完成开发工作，预计于 2025 年上半年量产交付，预估全年出货量将继续增长。3、公司持续挖掘既有战略客户深度需求的同时，亦与多家新客户达成合作；多个项目已进入开发阶段，有望于 2025 年启动量产交付。1）在高性能音频领域，公司与战略客户 Harman 集团、Lenbrook 集团等既有大客户有数十个合作项目正在开发中，预计将于 2025 年交付并在未来持续贡献收入；同时成功与前期接洽的多个新客户，包括欧洲顶级豪华音响品牌 Focal/Naim、英国顶尖音响品牌 Cambridge Audio、欧洲知名商用音频企业 NEEC Audio 等达成合作。2）而在智能音频与 AIOT 领域，公司基于对养老、运动、陪护、医疗、居家等细分场景的需求理解，成功拓展众多新兴场景客户，包括英国 Care Tech 集团旗下残障服务品牌 Smart box、德国医疗物联网系统服务商 Vivai

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	96.75
流通股本（百万股）	
12 个月价格区间	/

分析师

李蕙

SAC 执业证书编号：S0910519100001

lihui1@huajinsec.cn

报告联系人

戴箴箴

daizhengzheng@huajinsec.cn

相关报告

华金证券-新股-新股专题覆盖报告（悍高集团）-2025 年 51 期-总第 577 期 2025.7.13
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（技源集团）-2025 年 49 期-总第 575 期 2025.7.6
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（山大电力）-2025 年 50 期-总第 576 期 2025.7.6
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（同宇新材）-2025 年第 48 期-总第 574 期 2025.6.29
 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（华电新能）-2025 年 47 期-总第 573 期 2025.6.29



Software AG、美国物联网解决方案提供商 Procern、英国智能香薰系统品牌 Zenaura 等。据公司问询函回复披露,截至 2024 年末、公司对于除 Tonies GmbH 之外的客户在手订单合计金额共 3.52 亿元,预计公司 2025 年将量产交付的新项目数量合计达 115 个。

② **同行业上市公司对比:** 根据业务的相似性,选取天键股份、国光电器、奋达科技、歌尔股份、漫步者、惠威科技为汉桑科技的可比上市公司。从上述可比公司来看,2024 年度可比公司的平均收入规模为 195.74 亿元、平均 PE-TTM (剔除异常值/算数平均)为 31.89X、销售毛利率为 22.88%;相较而言,公司营收规模未及同业平均,销售毛利率水平则处于行业中高位区间。

◆ **风险提示:** 已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2022A	2023A	2024A
主营收入(百万元)	1,386.3	1,031.4	1,454.0
同比增长(%)	36.08	-25.60	40.98
营业利润(百万元)	212.7	150.6	286.5
同比增长(%)	63.05	-29.22	90.27
归母净利润(百万元)	189.6	136.0	253.7
同比增长(%)	79.08	-28.26	86.52
每股收益(元)	1.96	1.41	2.62

数据来源:聚源、华金证券研究所

内容目录

一、汉桑科技	4
（一）基本财务状况	4
（二）行业情况	5
（三）公司亮点	8
（四）募投项目投入	9
（五）同行业上市公司指标对比	9
（六）风险提示	10

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
图 5：2022-2027 年全球智能音箱市场规模及预测（亿美元）	6
图 6：2022-2027 年全球在线音频市场规模（亿美元）	7
图 7：2022-2028 年全球智能可穿戴产品市场规模（亿美元）	7
图 8：2020-2025E 年全球物联网市场规模及预测（亿美元）	8
表 1：公司 IPO 募投项目概况	9
表 2：同行业上市公司指标对比	10

一、汉桑科技

公司是一家行业领先的提供高端音频产品和音频全链路技术解决方案的综合供应商，致力于为全球知名音频品牌客户提供高性能音频、创新音频等产品的研发、设计、制造一体化服务；目前已在音频领域积累形成了包括高性能音频信号处理和放大、音频传输和音频系统智能化等一系列核心技术能力，建立了公司在音频领域的核心竞争优势。

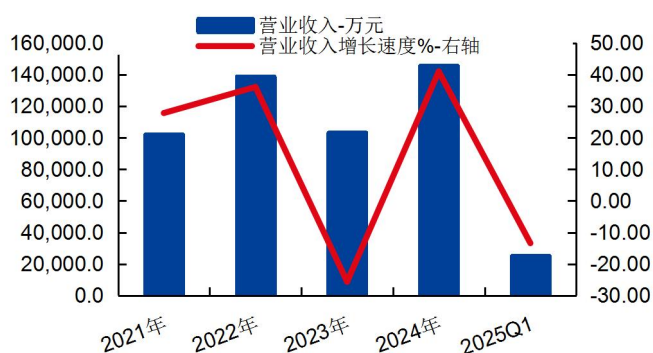
凭借突出的技术创新能力，丰富的研发设计经验和过硬的产品质量，受到了市场和客户的广泛认可，在全球音频行业内形成了良好的口碑。公司已经与全球音频行业各细分领域的众多知名品牌达成合作，包括 NAD、Bluesound、SnapOne、Sonance、JBL、McIntosh、SonusFaber、B&W、Denon、Marantz、Dynaudio、Steelseries、Tonies 等。

（一）基本财务状况

公司 2022-2024 年分别实现营业收入 13.86 亿元/10.31 亿元/14.54 亿元，YOY 依次为 36.08%/-25.60%/40.98%；实现归母净利润 1.90 亿元/1.36 亿元/2.54 亿元，YOY 依次为 79.08%/-28.26%/86.52%。根据最新财务情况，公司 2025Q1 实现营业收入 2.51 亿元，较上年同期下降 13.39%；实现归母净利润 0.38 亿元，较上年同期下降 15.18%。

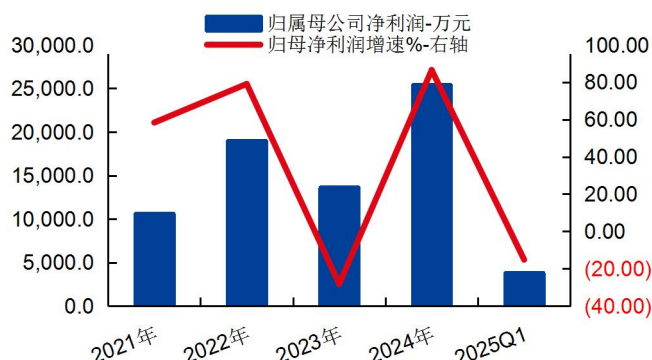
2024 年，公司收入按产品类别可分为三大板块，分别为高性能音频产品（6.38 亿元，44.25%）、创新音频和 AIoT 智能产品（7.24 亿元，50.23%）、其他产品（0.79 亿元、5.51%）；2022 年至 2024 年间，高性能音频产品、创新音频和 AIoT 智能产品始终为公司的主要收入来源、合计收入占比稳定 90%以上；其中，创新音频和 AIoT 智能产品的收入占比持续攀升，由 2022 年的 38.32%增至 2024 年的 50.23%。

图 1：公司收入规模及增速变化



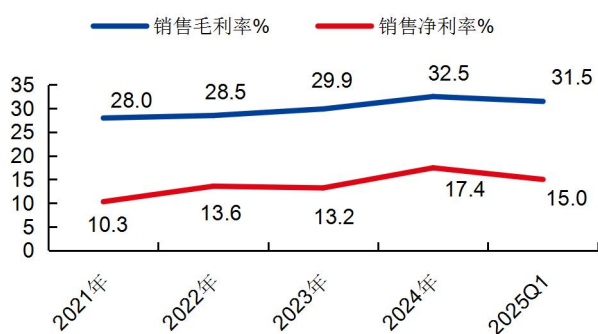
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



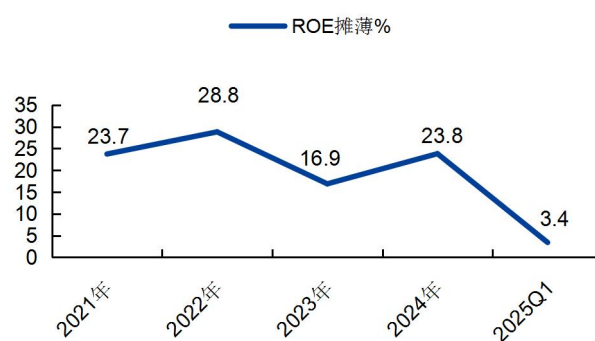
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司专业从事电子音响行业。

1、家用音响市场

家用音响的主要应用场景为家庭娱乐，包括家庭高保真音响、家庭影院音响、家庭定制安装音响等。近年来，多通道音频传输和控制技术得到了飞速发展，为实现多房间多区域的音频设备布局和控制智能化提供了条件，未来家庭定制安装音响市场将更加注重高清音频，低延时，多区域，沉浸空间音效，智能控制及音频智能生成等，将为用户提供更高品质的全屋娱乐生活体验；具体来看，

1) 家庭高保真音响：随着家庭高保真音响朝着轻便化、智能化发展，新型无线 Hi-Fi 一体式音箱逐渐进入市场，将传统的一套音响系统集成于一个音箱内，降低了用户门槛并让更多家庭享受到便捷的高保真音乐体验；根据 MarketsandMarkets 研究报告，2023 年全球高保真音响市场规模可达 160 亿美元，预计 2025 年增长至 175 亿美元，2023 年至 2025 年的复合增长率为 4.58%。2) 家庭影院音响：近年来，家庭影院市场发展迅速，彩色电视机的大屏化、轻薄化以及家用投影仪的技术逐渐成熟，家庭影院在性能、可靠性、价格、屏幕尺寸、沉浸式音效等各个方面的提升让消费者在视听体验上有了质的飞跃，预计 2023 年全球家庭影院市场规模可达 396 亿美元，预计 2025 年将增长至 435 亿美元，2023 年至 2025 年的年复合增长率将达到 4.81%。3) 家庭定制安装音响：全屋家庭定制安装音响中，多房间音频控制放大器是核心控制中枢，可以将多种音源信号经分配、处理、放大后接入全屋各个房间，具有复杂功能、高性能和可靠性高等特点，设计开发的技术难度高。根据 Statista 数据，2022 年全球定制安装音响的市场规模为 122 亿美元，预计 2027 年将增长至 186 亿美元，五年复合增长率为 8.80%。

2、专业音响市场

目前，全球专业音响行业已进入较为成熟的发展阶段，根据中国电子音响行业协会整理的数据，2022 年全球专业音响产值规模达到 1,286.58 亿元；2018-2022 年复合增长率为 3.96%；同期中国专业音响产值规模为 726.06 亿元，复合增长率为 6.84%。未来，专业音响系统将向互联化、智能化的趋势转型升级，如用于商场、店铺等公共场景的智能化商业音频系统可以根据客流

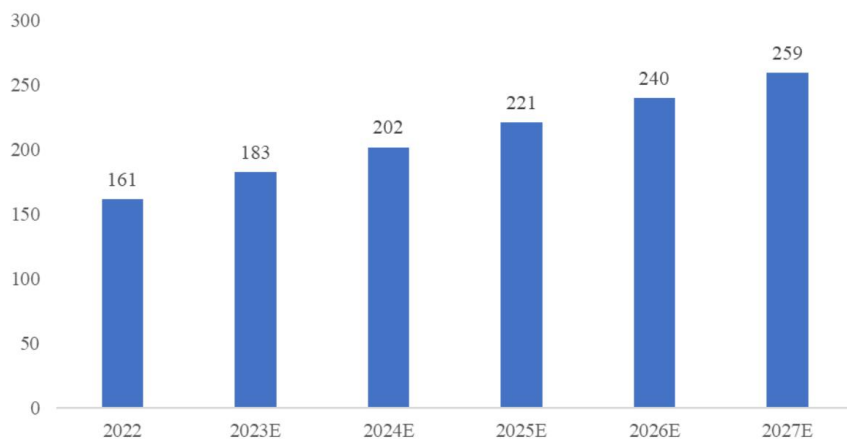
量及环境音量等因素自动调节播放音量，可以对播放内容和计划进行智能化管理，为商家节约管理成本的同时为消费者带来更好的体验。

3、创新音频市场

目前创新音频产品的主要应用领域包括智能音箱、交互式产品、智能穿戴式产品、电竞音响等一系列新的产品和服务，驱动行业蓬勃发展；具体来看，

1) 智能音箱：智能音箱作为智能家居的控制中心，市场规模保持增长。智能音箱集成了人工智能处理能力，能够通过语音识别、语音合成、语义理解等技术完成语音交互，超越了传统音箱播放音乐的功能，随着大语言模型的发展，智能音箱可以视作以语音交互为界面的新型家用计算设备和智力生产力的载体；2022 年全球智能音箱市场规模达 161 亿美元，预计 2027 年市场规模将增长至 259 亿美元，2022 年至 2027 年的预计复合增长率为 9.98%。

图 5：2022-2027 年全球智能音箱市场规模及预测（亿美元）

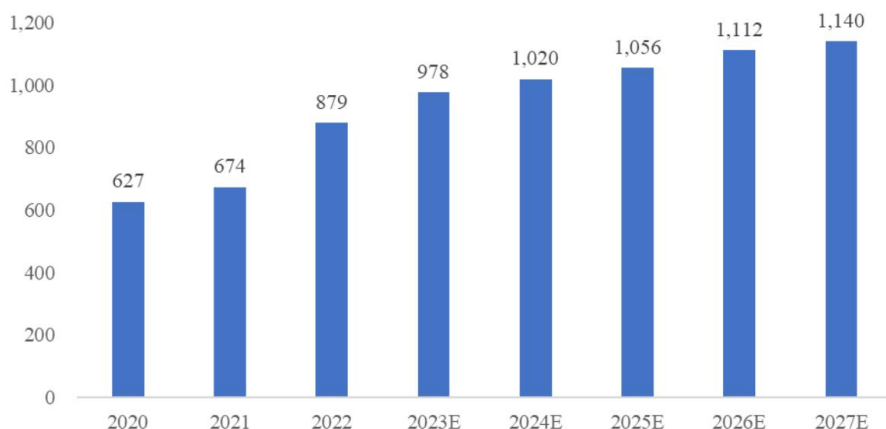


资料来源：Statista、华金证券研究所

智能音箱正在向高端化趋势发展，单价持续提升。在高端化的方向上，厂商采取了不同的策略，一是智能音箱高保真化，许多厂商选择提升智能音箱产品的音质来实现产品升级，例如华为与帝瓦雷的合作，Apple HomePod 对音质参数不断迭代升级，传统 Hi-Fi 品牌哈曼卡顿推出智能音箱等。另一个高端化方向则是智能音箱大屏化，通过加大音箱屏幕尺寸，拓展应用场景。带有屏幕的音箱除了语音交互功能外，亦可通过屏幕展现文字、图片、视频等，视觉与听觉相结合的模式有效提升了用户体验，例如百度和天猫精灵推出了 10 英寸的大屏音箱，单价均已突破千元。

2) 交互式音频产品：音频的展现形式日渐丰富，涵括了音乐、有声读物、播客、精品知识分享、音频直播等。丰富的音频形式跨越了不同年龄层与职业的界限，且具有极强的陪伴属性，可以消除用户的孤独感并带来正面的情绪价值，因此近年来全球在线音频市场规模快速增长；根据 Statista 数据，在线音频市场包括音乐、电台（含在线电台）及播客，预计 2023 年全球在线音频市场规模为 978 亿美元，2027 年预计市场规模将达到 1,140 亿美元，四年复合增长率为 3.91%，市场空间广阔。

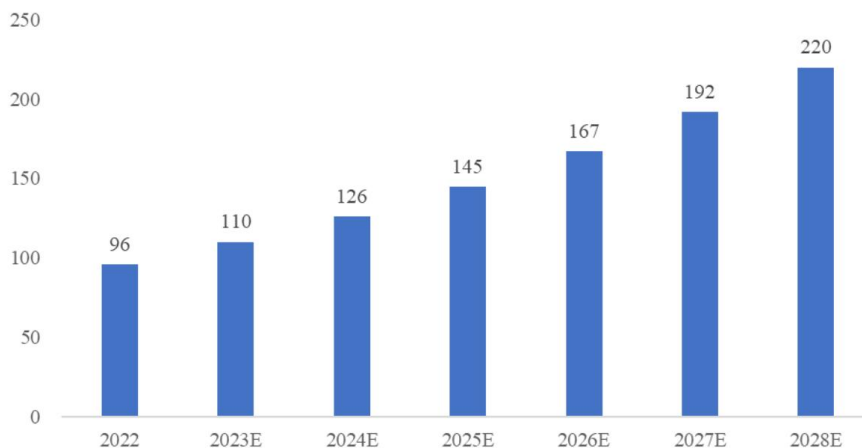
图 6：2022-2027 年全球在线音频市场规模（亿美元）



资料来源：Statista、华金证券研究所

3) 智能穿戴式产品市场：智能穿戴式产品是通过将传感、识别、通信、多媒体、音频等技术穿戴产品相融合，实现个人娱乐、社交互动、健康检测等功能的智能硬件，包括 TWS 无线耳机，VR/AR 眼镜以及智能手表、智能手环等产品。据 Market.us 和 Globalnewswire 研究，2022 年全球智能可穿戴产品市场规模已达到 96 亿美元，预计 2023 年全球智能穿戴式设备市场规模将达到 110 亿美元，2028 年将达到 220 亿美元，2023 年至 2028 年的复合增长率预计达 14.87%，市场规模持续快速增长。

图 7：2022-2028 年全球智能可穿戴产品市场规模（亿美元）

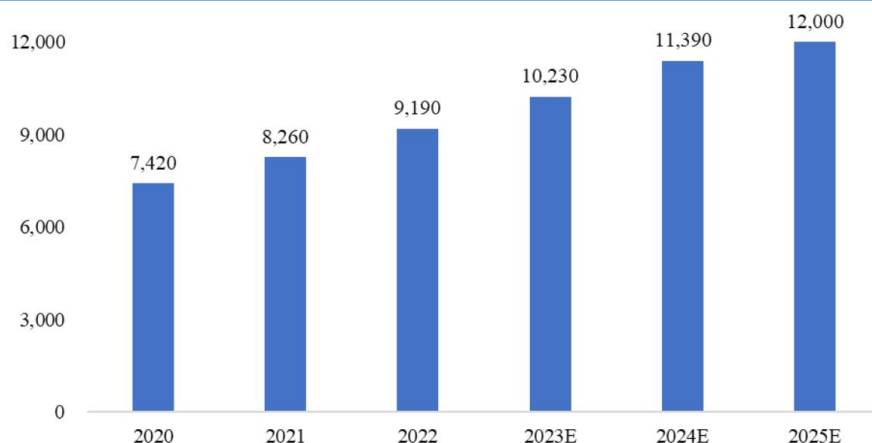


资料来源：Market.us、Globalnewswire、华金证券研究所

4、AIoT 音频物联网行业

随着物联网标准协议 Matter 的推出，将打破长期困扰物联网行业的生态壁垒问题，因此音频物联网模组将有潜力实现更多功能，可在传输音频信号的同时亦可传输物联网控制信号，跨界进入包括智能家居、智能穿戴式产品、智能农业、智能工业、智慧商业等物联网产品领域，市场下游需求广阔。近年来，全球物联网行业呈现快速发展的趋势，物联网设备出货量的快速增长拉动了物联网模组的市场需求。根据 IDC 数据显示，2022 年全球物联网市场规模为 9,190 亿美元，预计 2025 年全球物联网市场规模将增长至 12,000 亿美元，2023 年至 2025 年的 CAGR 预计为 8.31%。

图 8：2020-2025E 年全球物联网市场规模及预测（亿美元）



资料来源：IDC、华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司是音频行业内领先的具备从流媒体模组到音频终端产品、再到边缘计算和云平台完整技术和产品链的企业。我国从事音频行业的企业数量众多、但以代工制造为主，面临着同质化程度高、高端产品占比低等问题。公司拥有一支经验丰富的国际化团队，以实控人 Helge Lykke Kristensen 先生为首的核心技术成员从事音频行业 20 年以上，具备在全球知名音响品牌厂商多年的工作经验；在核心团队的带领下，公司自成立伊始便专注高端音频领域，是全球高端功放、Hi-Fi 音响领域具有影响力的少数中国公司之一，同时紧抓全球音频行业智能互联化的发展契机、成为音频行业内领先的具备从流媒体模组到音频终端产品再到边缘计算和云平台完整技术和产品链的企业，核心产品覆盖高性能音频产品、创新音频和 AIoT 智能产品等。截至目前，公司已与 Tonies GmbH、NAD、Blue sound、Snap One、Sonance、JBL、B&W 等全球著名音频品牌建立了长期合作关系；以高性能音频产品中的功率放大器为例，据海关总署统计数据，2024 年公司外销的音频扩大器产品占国内同类产品出口金额的 3.12%，在市场中占据一定的市场地位。

2、公司与全球儿童智能音频领域龙头 Tonies GmbH 深度合作；第二代合作产品或于 2025 年上半年实现量产交付。Tonies GmbH 是儿童智能音频领域的全球龙头，以安全、无线且无屏幕的产品方案改变了幼儿独立玩耍和学习的方式，其 Toniebox 产品自 2016 年推出后出货量迅速提升；根据公开信息，TonieBox 产品是欧洲学前玩具类目销量第一产品，也是亚马逊全平台销量第一的德国品牌产品，为全球最大的儿童智能音频平台；经营情况方面，Tonies 收入由 2021 年 1.88 亿欧元增长至 2023 年 3.61 亿欧元，2024 年收入预计增长超 30%。公司是 Tonies 的深度合作伙伴，双方合作历史长达 10 年以上；报告期内得益于 Tonies 业务在北美等市场的顺利拓展，公司来自 Tonies 的收入逐年攀升，收入占比亦由 2022 年的 34.41% 增至 2024 年的 48.49%，Tonies 稳居公司第一大客户。据问询函回复披露，公司与 Tonies 已签订长期框架合同，同时双方已于 2023 年初正式启动 Tonie box 第二代产品的合作开发工作，目前第二代 Tonie box 产品已完成开发工作，预计于 2025 年上半年量产交付，预估全年出货量将继续增长。

3、公司持续挖掘既有战略客户深度需求的同时，亦与多家新客户达成合作；多个项目已进入开发阶段，有望于 2025 年启动量产交付。1）在高性能音频领域，公司与战略客户 Harman

集团、Lenbrook 集团等既有大客户有数十个合作项目正在开发中，预计将于 2025 年交付并在未来持续贡献收入；同时成功与前期接洽的多个新客户，包括欧洲顶级豪华音响品牌 Focal/Naim、英国顶尖音响品牌 Cambridge Audio、欧洲知名商用音频企业 NEEC Audio 等达成合作。2) 而在智能音频与 AIOT 领域，公司基于对养老、运动、陪护、医疗、居家等细分场景的需求理解，成功拓展众多新兴场景客户，包括英国 Care Tech 集团旗下残障服务品牌 Smart box、德国医疗物联网系统服务商 Vivai Software AG、美国物联网解决方案提供商 Procern、英国智能香薰系统品牌 Zenaura 等。据公司问询函回复披露，截至 2024 年末、公司对于除 Tonies GmbH 之外的客户在手订单合计金额共 3.52 亿元，预计公司 2025 年将量产交付的新项目数量合计达 115 个。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目，以及补充流动资金。

- 1、年产高端音频产品 150 万台套项目：**项目将依托公司丰富的生产经验与完善的生产管理体系，新建厂房及相关附属设施，扩大公司高端音频产品的生产规模；本项目建成以后，公司将提升产品生产效率、制造质量以及成本管控能力。本项目建设期为 3 年，第一年进行场地建设；第二、三年进行设备购置与安装，产品投产。
- 2、智慧音频物联网产品智能制造项目：**项目将自建生产基地，加快 AIoT 及相关创新音频产品产业化的落地进程。本项目建设期为 3 年，第一年进行场地建设；第二年进行场地建设及部分设备购置与安装，部分产品投产；第三年进行设备购置与安装，产品投产。
- 3、智慧音频及 AIoT 新技术和新产品平台研发项目：**项目将购置研发设备，在硬件、软件、智慧系统等方面对相关产品与技术进行研发，包括基于大语言模型人工智能技术在音频产品中应用的技术研究、面向品牌客户的一站式数据分析平台、AVoIP 技术研究、PLC 高稳定无线智慧音频系统等。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟募集资金投资额 (万元)	项目建 设期
1	年产高端音频产品 150 万台套项目	20,000.00	20,000.00	3 年
2	智慧音频物联网产品智能制造项目	32,713.03	32,713.03	3 年
3	智慧音频及 AIoT 新技术和新产品平台研发项目	19,477.15	19,477.15	3 年
4	补充流动资金	28,000.00	28,000.00	-
	总计	100,190.18	100,190.18	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2024 年度，公司实现营业收入 14.54 亿元，同比增长 40.98%；实现归属于母公司净利润 2.54 亿元，同比增长 86.52%。根据管理层初步预测，2025 年 1-6 月公司预计营业收入为 6.50 亿元至 7.00 亿元，同比变动-3.14%至 4.31%，较上年同期基本持平；预计归母净利润为 8,500 万元至

9,000 万元，同比下降 24.22%至 19.76%；预计扣非归母净利润为 8,500 万元至 9,000 万元，同比下降 23.46%至 18.96%。

公司专注于音频相关技术领域；根据业务的相似性，选取天键股份、国光电器、奋达科技、歌尔股份、漫步者、惠威科技为汉桑科技的可比上市公司。从上述可比公司来看，2024 年度可比公司的平均收入规模为 195.74 亿元、平均 PE-TTM（剔除异常值/算数平均）为 31.89X、销售毛利率为 22.88%；相较而言，公司营收规模未及同业平均，销售毛利率水平则处于行业中高位区间。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2024 年营业收入 (亿元)	2024 年营收 增速	2024 年归母 净利润 (亿元)	2024 年归母 净利润 增速	2024 年 销售毛利 率	2024 年 ROE（摊 薄）
301383.SZ	天键股份	63.22	36.15	22.27	26.85%	2.12	55.59%	18.77%	10.27%
002045.SZ	国光电器	89.43	34.90	79.01	33.17%	2.53	-29.87%	13.35%	5.92%
002681.SZ	奋达科技	116.11	100.48	31.44	8.76%	0.97	117.44%	23.04%	4.03%
002241.SZ	歌尔股份	813.17	29.52	1,009.54	2.41%	26.65	144.93%	11.09%	8.03%
002351.SZ	漫步者	119.23	26.97	29.43	9.27%	4.49	7.06%	40.35%	16.12%
002888.SZ	惠威科技	27.58	203.42	2.71	21.61%	0.10	279.68%	30.65%	2.52%
	平均值	204.79	31.89	195.74	17.01%	6.14	95.81%	22.88%	7.06%
301491.SZ	汉桑科技	/	/	14.54	40.98%	2.54	86.52%	32.50%	23.80%

资料来源：Wind（数据截至日期：2025 年 7 月 17 日），华金证券研究所

备注：PE-TTM 计算剔除 PE 值偏高的奋达科技、惠威科技。

（六）风险提示

经营业绩波动风险、境外经营及境外子公司管理的相关风险、转移定价风险、存货跌价风险、应收账款无法收回风险、实际控制权集中的风险、对单一大客户依赖风险、原材料价格波动及短缺风险、行业政策变化风险、市场竞争加剧风险、行业下行风险、技术路线变革风险、贸易摩擦风险等风险。

投资评级说明

公司投资评级：

买入—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市—未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn