



## 主营全球龙头地位稳固，新业务助盈利双位数增长

2017.04.19

王亮(分析师)

刘凯娜(研究助理)

电话: 010-57385534

010-57385534

邮箱: wangl\_a@gzgzhs.com.cn liukn@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310514080002

### ●技术与成本优势显著,公司家用电器排水泵的全球份额持续攀升,营收与盈利将稳定增长:

1) 公司排水泵技术全球领先,拥有多项创新型专利技术,其中铝代铜技术,采用价格约是铜价 1/3 的铝线,实现了成本大幅降低,产品使用寿命大大延长(比铜线产品长 8.7 年)。2011 年至 2016 年,公司铝线泵销售收入占比由 47.7% 提升至近 78%,毛利率和净利率则分别由 34.0%、19.0% 升至 41.9% (+7.9%)、24.9% (+5.9%); 2) 公司是全球第一大家用电器排水泵生产厂商,客户包括惠而浦、三星、海尔、美的等 30 多个全球主要洗衣机厂商。公司订单获取能力强,市场份额持续上升,由 2011 年的 16% 提升至目前的近 30%。我们预计,公司凭借技术与成本优势,进一步挖掘已有客户的采购潜力,市场份额有望提升至 45%-50% (对应约 5000 万个排水泵)。

### ●我国洗碗机市场进入爆发式增长,洗衣机与洗碗机客户具有协同效应,公司洗涤循环泵业务进入快速发展期:

1) 2016 年,我国洗碗机零售量达 48 万台,同比增长 126.1%。2013-2016 年零售量年复合增速为 81.7%。我国洗碗机市场已进入快速发展时期。相较德国 69.2%、日本 23.6%、一般欧美国家普遍在 30% 以上的洗碗机普及率,我国不足 1%,洗碗机增长空间巨大,洗碗机核心零部件洗涤循环泵将直接受益。2) 2016 年公司洗涤循环泵营收同比增长 15.9%,占公司总营收的 13.4%。毛利率接近 50%,具备技术与价格优势。3) 全球洗衣机与洗碗机厂商有较大重叠性,公司庞大的洗衣机及洗碗机排水泵客户资源能为洗涤循环泵的推广提供较好的客户协同效应。

●差异化产品、较高技术壁垒,公司水疗马桶业务成为公司新的业绩增长点: 1) 2015 年,国内智能马桶坐便器销量达 195 万台 (+80.5%),销售额为 43.9 亿元 (+78.5%),已迎来高速发展期; 2) 我国肛肠类疾病患病率高达 50.1%,公司水疗马桶对肛肠类疾病与相关手术后辅助治疗效果明显,具备差异化优势及较高的技术壁垒; 3) 2016 年公司加快渠道铺设,水疗马桶出货量翻倍增长。随渠道覆盖率加大,推广力度加强,水疗马桶将成公司业绩亮点。

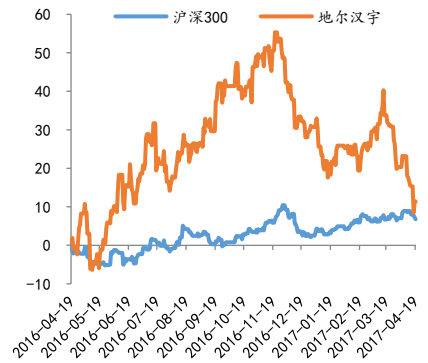
●投资建议: 不考虑非经常性收入、汇率波动、公司 2016 年利润分配方案,我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.80 元、2.29 元、2.83 元,对应 30、23、19 倍估值; 2017 年公司市值为 92 亿元,目标价为 68.86 元,对应 20170419 收盘价 53.07 元,还有 29.75% 的涨幅空间,首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

●风险提示: 洗碗机市场增速不及预期; 水疗马桶推广效果不及预期; 人民币大幅升值

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	758.20	876.14	1071.30	1262.33
同比	8.89%	15.56%	22.27%	17.83%
归属母公司净利润(百万元)	191.57	240.89	307.06	378.95
同比	29.61%	25.75%	27.47%	23.41%
毛利率	41.91%	43.03%	42.91%	42.55%
ROE	14.95%	16.49%	17.72%	18.28%
每股收益(元)	1.43	1.80	2.29	2.83
P/E	37.12	29.52	23.16	18.77
P/B	5.31	4.50	3.77	3.14
EV/EBITDA	0.47	21.14	15.95	12.16

## 强烈推荐(首次覆盖)

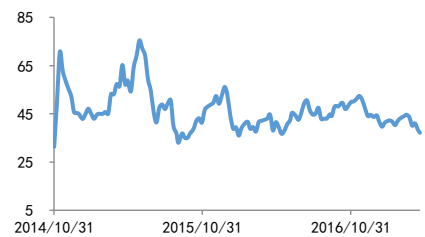
### 家用电器行业 行业指数走势



### 股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
绝对表现	-16.8	-8.1	-19.4
相对表现	-16.8	-11.7	-24.5
沪深 300	0.0	3.6	5.1

### 行业估值走势



### 行业估值

当期估值	37.12
平均估值	46.54
历史最高	75.43
历史最低	31.29



## 目录

1. 技术与成本优势显著，公司家用电器排水泵的全球份额持续攀升 .....	5
1.1 产品结构持续优化，盈利水平持续提升 .....	5
1.2 技术与成本优势显著 .....	7
1.2.1 技术全球领先，铸就产品核心竞争力 .....	8
1.2.2 铝代铜技术强化成本优势，提升产品盈利水平 .....	9
1.3 客户资源丰富，助业务稳定增长 .....	10
2. 洗碗机市场爆发，利好洗涤循环泵业务 .....	12
2.1 公司将受益于中国洗碗机市场超 80% 的销售复合增速 .....	12
2.2 客户协同效应助公司开拓洗涤循环泵市场 .....	13
3. 水疗马桶将作为新增盈利点，业绩增速超 50% .....	15
3.1 中国智能马桶市场将持续较高速增长 .....	15
3.2 水疗马桶具备差异化优势与较高技术壁垒 .....	18
4. 公司盈利预测与假设 .....	20
5. 投资建议 .....	20



## 图目录

图 1 2016 年公司主营收入（百万元）构成.....	5
图 2 公司 2016 年营收持续增长 .....	6
图 3 公司 2016 年归母净利润增速明显提升.....	6
图 4 公司销售毛利率和净利率呈上升趋势 .....	6
图 5 公司管理费用率有所提升 .....	6
图 6 公司排水泵产品毛利率提升明显 .....	6
图 7 公司产品结构持续优化 .....	6
图 8 公司股权结构及控股公司一览 .....	7
图 9 公司研发投入呈持续上升趋势 .....	8
图 10 LME 铝现货结算价是铜价的约 1/3.....	10
图 11 公司铝线产品使用寿命明显高于铜线产品.....	10
图 12 公司铝线泵产品营收占比稳步提升.....	10
图 13 公司盈利水平改善明显 .....	10
图 14 惠而浦向公司采购排水泵的量所占比例逐年攀升.....	11
图 15 公司家用电器排水泵全球市场份额稳步攀升.....	11
图 16 2016 年全球家用电器排水泵市场格局.....	11
图 17 中国洗碗机渗透率远低于西方发达国家.....	12
图 18 我国洗碗机零售量高速增长 .....	13
图 19 我国洗碗机零售额增长迅速 .....	13
图 20 公司洗涤循环泵产品 2016 年持续增长.....	14
图 21 洗涤循环泵产品营收份额持续攀升.....	14
图 22 公司洗涤循环泵出厂均价约为通用排水泵的 3 倍.....	14
图 23 公司 2016 年洗涤循环泵毛利率高于通用排水泵.....	14
图 24 智能马桶发展历程一览 .....	16
图 25 城镇居民人均可支配收入与消费性支出皆保持较高增速.....	17
图 26 城镇居民在家用设备及医疗保健上支出增速较高.....	17
图 27 智能马桶百度搜索指数自 2015 年 1 月末开始加速增长.....	17
图 28 我国智能马桶 2015 年内销量/额高速增长.....	17
图 29 日本智能马桶普及率 2012 年已达 76%.....	17
图 30 iDear 水疗马桶普通经济舱 .....	18
图 31 iDear 水疗马桶天天头等舱 .....	18



## 表目录

表 1 公司主要家用电器排水泵产品一览 .....	5
表 2 家用电器排水泵分类一览 .....	7
表 3 公司注册专利数量稳步增加 .....	8
表 4 公司家用电器排水泵核心技术一览.....	9
表 5 公司客户分类一览 .....	10
表 6 公司家用电器排水泵（不包括洗涤循环泵）营业收入假设与预测.....	12
表 7 公司洗涤循环泵业务营收预测 .....	14
表 8 公司洗涤循环泵营业收入假设与预测.....	15
表 9 2020 年公司水疗马桶目标消费群数量测算.....	19
表 10 2020 年公司水疗马桶保有量及市场规模测算.....	19
表 11 公司水疗马桶营业收入假设与预测 .....	19
表 12 公司营业收入假设与预测 .....	20
表 13 盈利预测表（单位：百万元） .....	22



## 1. 技术与成本优势显著，公司家用电器排水泵的全球份额持续攀升

### 1.1 产品结构持续优化，盈利水平持续提升

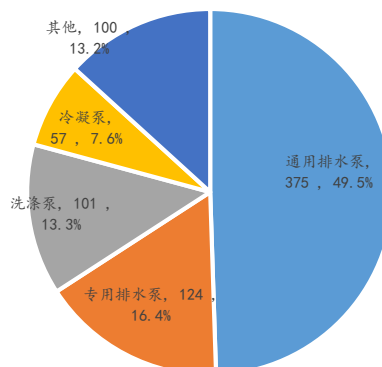
公司成立于2002年11月26日，于2014年10月30日在深圳创业板上市。公司主营高效节能家用电器排水泵的研发、生产和销售，产品有家用电器排水泵和少量气泡泵、进水阀、水洗衣机（水疗马桶）、迷你洗衣机等。其中，家用电器排水泵产品主要包括通用排水泵、专用排水泵、冷凝泵、洗涤循环泵，作为核心零部件应用于滚筒洗衣机、洗碗机、搅拌式洗衣机、冷凝式干衣机以及部分波轮洗衣机产品，其质量稳定性和节能效率能在很大程度上影响电器的整体质量和节能降耗水平。

表1 公司主要家用电器排水泵产品一览

产品	图示	应用
通用排水泵		用于普通容量的洗衣机、洗碗机等电器排水。
专用排水泵		用于大容量、要求排水扬程高的洗衣机排水，主要应用于美国市场的洗衣机产品。
冷凝泵		用于将干衣机底部集水槽中的冷凝水排出。
洗涤循环泵		主要用于将洗碗机内的水经过叶轮高速旋转加压后喷洒到洗碗机腔内碗架中的待洗涤碗碟，实现清洗和漂洗功能。

资料来源：公司招股说明书，广证恒生整理

图1 2016年公司主营收入（百万元）构成



资料来源：公司公告，广证恒生整理

作为全球最大的家用电器排水泵生产企业，公司一方面通过提升技术水平与降低生产成本在全球市场

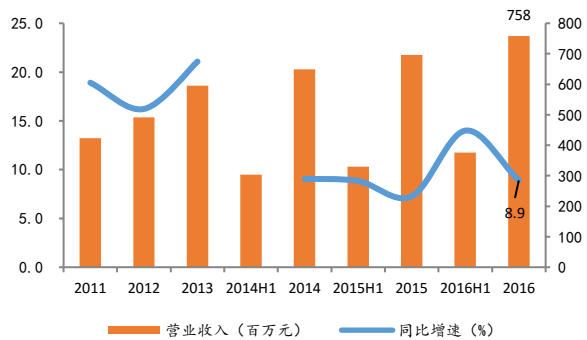
敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



抢占排水泵市场份额，一方面通过发展以洗涤循环泵和水疗马桶为代表的高毛利新产品来改善企业盈利水平。2016年，公司实现总营收7.6亿元，同比增长8.9%，实现归母净利润1.9亿元，同比增长29.6%。受益于产品结构优化及人民币贬值，公司销售毛利率和净利率较2015年分别提升3.3%、4.0%，达41.9%、24.9%，期间费用率较为稳定。

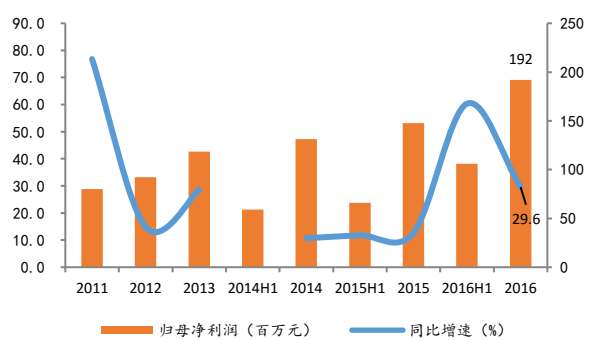
公司在提升各类产品毛利率的同时，重视产品结构改善，使较低毛利的通用排水泵业务营收占比从2009年的95.8%降至2016年的49.5%，高毛利的专用排水泵则从0.3%升至16.4%。可见公司产品结构改善已见成效，盈利水平提升明显。

图2 公司2016年营收持续增长



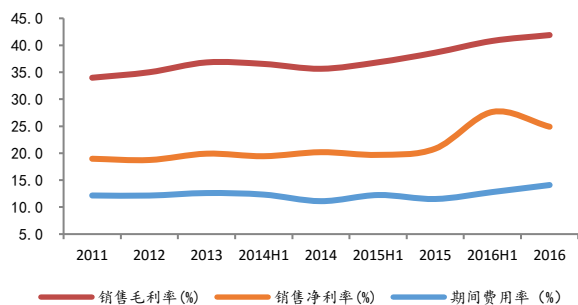
资料来源: Wind, 广证恒生整理

图3 公司2016年归母净利润增速明显提升



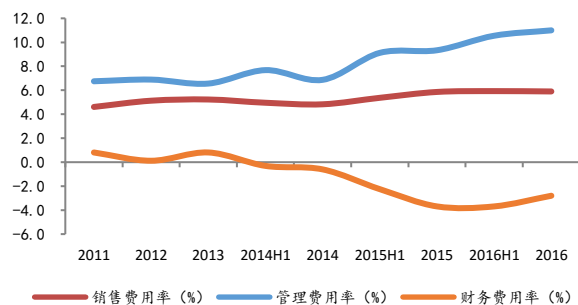
资料来源: Wind, 广证恒生整理

图4 公司销售毛利率和净利率呈上升趋势



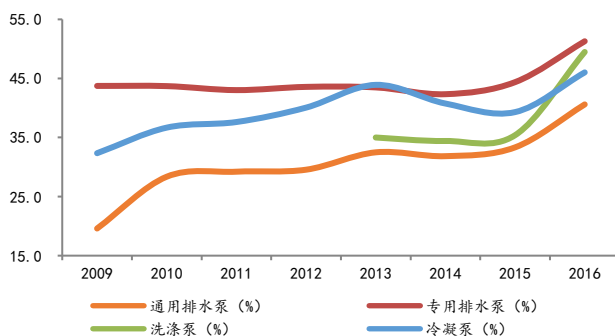
资料来源: Wind, 广证恒生整理

图5 公司管理费用率有所提升



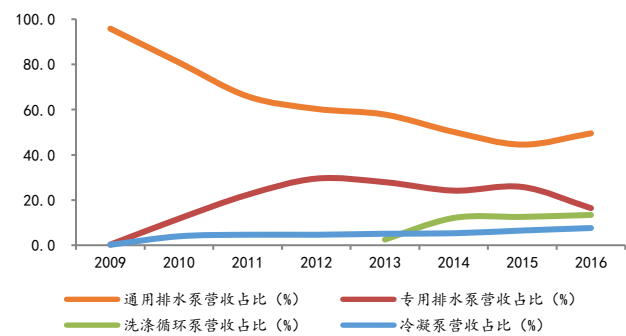
资料来源: Wind, 广证恒生整理

图6 公司排水泵产品毛利率提升明显



资料来源: 公司公告, 广证恒生整理

图7 公司产品结构持续优化

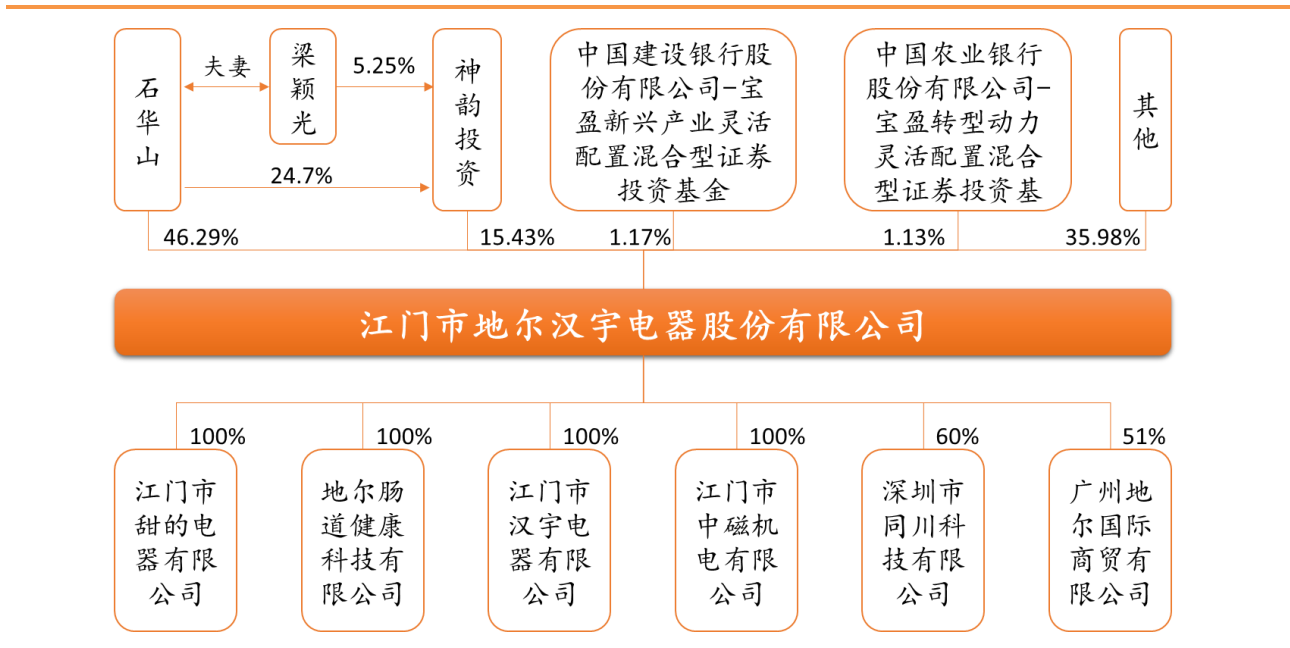


资料来源: 公司公告, 广证恒生整理

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

公司董事长兼总经理石华山直接拥有公司 46.29%的股份，并通过神韵投资间接持有公司 3.81%股份，处于绝对控股地位。

图 8 公司股权结构及控股公司一览

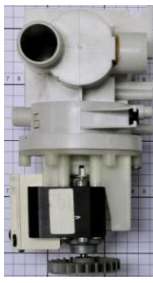



资料来源：公司公告，广证恒生整理

## 1.2 技术与成本优势显著

家用电器排水泵可根据其泵的原动机分为单极排水泵、永磁排水泵和无刷直流排水泵。

表 2 家用电器排水泵分类一览

类别	图示	基本技术原理	技术特点
单极排水泵		由线圈定子、铸铝转子、支撑支架及冷却风扇组成转动系统，转子转动时，与转子固定成一体的不锈钢轴同步转动，带动固定在不锈钢轴上的叶轮转动。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、驱动电机能量转换效率较低（14%-23%）。</li> <li>2、转子与线圈无隔离，如轴封漏水，则水会进入线圈，有漏电隐患。</li> <li>3、目前已逐渐被永磁排水泵所取代。</li> </ol>
永磁排水泵		由线圈定子、永磁转子及支撑转子的泵体组成转动系统。转子转动时，与永磁体固定成一体的不锈钢轴同步转动，带动固定在不锈钢轴末端的启动轴套，轴套上凸起的启动筋推动风叶上凸起的启动筋转动，最终使得磁芯转子和风叶连成一体，同步转动。	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、驱动电机能量转换效率较高（50%-65%）。</li> <li>2、转子与线圈隔离，如轴封漏水，水也不会进入线圈，无漏电隐患。</li> <li>3、是目前市场上的主流产品。</li> </ol>

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

无刷直  
流排水  
泵



由线圈定子、永磁转子及支撑转子的泵体组成转动系统。转子转动时，与永磁体固定成一体的不锈钢轴同步转动，带动固定在不锈钢轴末端叶轮转动，提供给线圈的电源是由电控板转换后按一定逻辑顺序通入的直流电。

- 1、驱动电机能量转换效率高（65%-80%），转速可调，转向可控且具备一定的智能化能力。
- 2、转子与线圈隔离，轴封漏水，水不会进入线圈，无漏电隐患。
- 3、是新型的排水泵产品，但由于需要增加电路板控制，目前生产成本相对较高，尚没有被大规模应用至洗衣机和洗碗机中。随着家用电器节能降噪要求的提高，无刷直流排水泵是排水泵产品未来的发展方向。

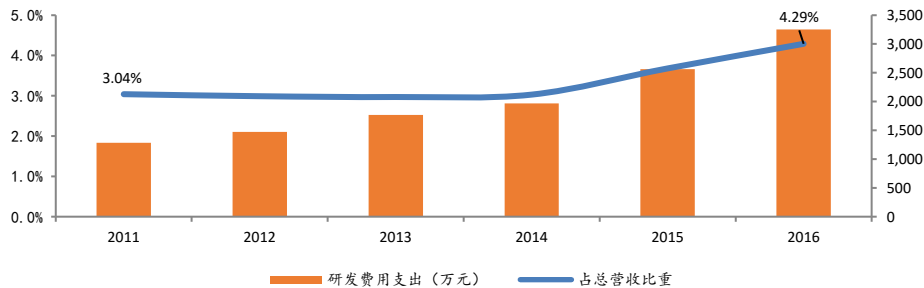
资料来源：公司首次招股说明书，广证恒生整理

上世纪 90 年代初，国外企业开始批量生产与销售永磁排水泵，并将其用来替代罩极排水泵应用于洗衣机及洗碗机产品。当时由于国内排水泵厂商并未掌握永磁排水泵核心技术，海尔、小天鹅等国内洗衣机厂商只能进口国外产品。近年来，公司在国内率先突破了永磁排水泵技术，取得了包括排水泵启动结构等在内的多项专利，引领了国内排水泵行业的发展。公司拥有永磁排水泵及无刷直流排水泵的生产能力。

### 1.2.1 技术全球领先，铸就产品核心竞争力

公司研发投入占营收比重稳步增长。2016 年，公司研发费用为 3255 万元，占公司营收的 4.29%，较 2011 年提升 1.25 个百分点。截止 2016 年 12 月 31 日，公司已获得授权专利 214 项，其中发明专利 38 项，分别较 2014H1 增加 106 项、13 项。

图 9 公司研发投入呈持续上升趋势



资料来源：公司公告，广证恒生整理

表 3 公司注册专利数量稳步增加

	2014 年	2015 年	2016 年
发明专利	27 (境内 22 项、境外 5 项)	34 (境内 28 项、境外 6 项)	38 (境内 32 项、境外 6 项)
实用新型专利	112	143	156
外观设计专利	10	13	20
<b>授权专利总计</b>	<b>149</b>	<b>190</b>	<b>214</b>

资料来源：公司公告，广证恒生整理

公司家用电器排水泵产品不仅实现了销量全球第一，技术也达到全球领先。其创新型核心专利技术有：铝漆包线代替铜漆包线技术及线圈塑封技术、叶轮启动机构技术，以及水冷技术。

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告





表 4 公司家用电器排水泵核心技术一览

核心技术	技术简介	专利情况	在客户的应用
铝漆包线代替铜漆包线技术及线圈塑封技术	<p>在<b>业内率先掌握</b>了在家用电器排水泵生产中采用铝漆包线代替铜漆包线及铝线圈塑封技术，即将铝漆包线引出线的焊接部位外表面覆盖或包覆绝缘物，使整个铝漆包线用塑料或环氧树脂容器密封的技术。</p> <p>该技术能有效防止：1) 铝漆包线线圈绕组<b>被腐蚀</b>；2) 铝漆包线与铜端子之间在空气中氧气的作用下发生<b>铜铝氧化反应</b>；3) 线圈因为异常导致热量急剧升高并最终导致漆包线绝缘层失效<b>短路、放电、着火</b>的风险。</p>	<p>相关专利已分别于 2010 年 12 月 29 日、2011 年 8 月 31 日、2014 年 1 月 7 日获得中国、南非、美国等国家专利机构的授权，欧洲专利也正在申请中。其中，“排水泵永磁同步电机”发明专利（专利号为 200710143209.3）有效期为自 2007 年 8 月 8 日起的 20 年。</p>	<p>应用于惠而浦洗衣机节省了数百万美元成本。</p>
叶轮启动机构技术	<p>该技术可使永磁排水泵的电机<b>近乎零负载启动</b>，有效地解决了永磁单相电机启动转矩小这一永磁排水泵的核心技术难点。此外，其风叶耦合结构<b>成本低</b>，使用<b>寿命长</b>，并且在整个寿命周期内<b>启动噪音变化较小</b>。</p> <p>目前，公司是<b>世界上为数不多的</b>拥有此类技术的家用电器排水泵生产企业之一。</p>	<p>2011 年 11 月 15 日，公司专利“一种离心式排水泵”（US8057199B2）获得美国专利局授权。</p>	<p>应用于惠而浦洗衣机节省了数百万美元成本。</p> <p>应用于三星洗衣机，返修率大幅降低。</p>
水冷技术	<p>利用家用电器排水泵泵腔有水的特性，在定子铁芯表面包覆了一个循环水腔，使流经循环水腔的水不断将运行过程中定子铁芯的热量带走，从而有效地降低了驱动电机的温升。</p> <p>此技术使公司产品在保持原有性能不变的条件下<b>温升更低</b>，从而更加<b>节省材料成本并实现更高的运行效率</b>，很大程度上<b>避免了高温升可能带来的危险</b>，也为满足不同客户需求提供了更多的解决方案。</p>	<p>2011 年 3 月 16 日，公司发明专利“一种永磁同步排水泵及其水箱水冷系统”（专利号：201110062868.0）获得授权，有效期 20 年。</p>	<p>应用于三星洗衣机，返修率大幅降低。</p>

资料来源：公司首次招股说明书，广证恒生整理

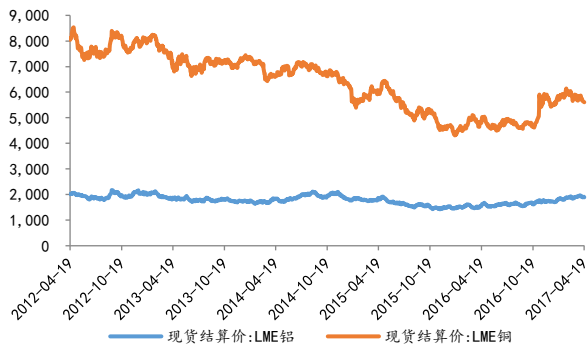
广受认可的技术优势助公司在业内树立了较为权威的专家形象，增强了客户的信任度，使部分客户在新产品的设计甚至创意的诞生阶段就开始向公司获取专家建议，有利于公司获取行业走向的最新资料，并打开获取新订单的大门，大大增强公司的客户开发能力。

### 1.2.2 铝代铜技术强化成本优势，提升产品盈利水平

由于铝价约是铜价的 1/3，铝代铜能大大降低产品生产成本，公司的成本优势显著。此外，铝代铜产品还进一步提升了产品质量水平。据三星实验室测试数据显示，公司铝线产品的使用寿命高达 23.7 年，高于铜线产品的 15 年及国标要求的 10 年，是典型的低价高质产品，大力加码公司竞争力的提升。

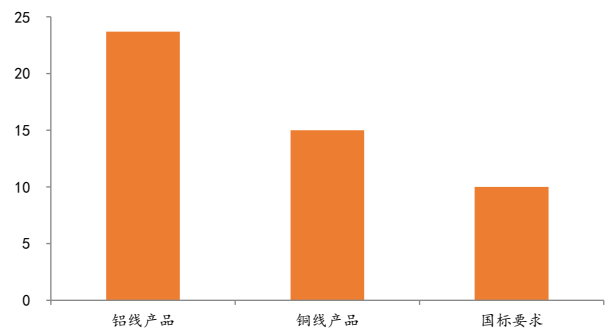


图 10 LME 铝现货结算价是铜价的约 1/3



资料来源: Wind, 广证恒生整理

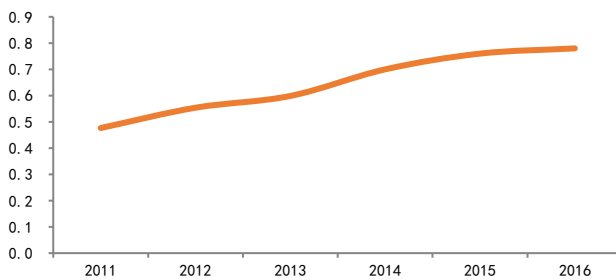
图 11 公司铝线产品使用寿命明显高于铜线产品



资料来源: 三星实验室测试数据, 广证恒生整理

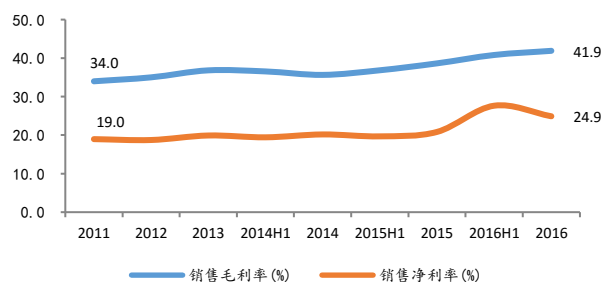
目前, 公司除了冷凝泵因技术原因无法用铝线替代铜线, 其它泵类皆已上市铝线产品, 且大部分铝线产品售价略低于铜线产品。据公司公告数据显示, 2011 年, 公司铝线泵销售收入占比 47.7%, 2016 年达 78%。相应地, 公司毛利率和净利率水平也得到了明显提升, 由 2011 年的 34.0%、19.0% 升至 2016 年的 41.9% (+7.9%)、24.9% (+5.9%), 公司铝代铜技术产生的效益显著。

图 12 公司铝线泵产品营收占比稳步提升



资料来源: 公司公告, 广证恒生整理

图 13 公司盈利水平改善明显



资料来源: 公司公告, 广证恒生整理

迄今全球仅公司有能生产出合法、安全的铝线泵产品。全球数个竞争者花费数年时间精力后, 仍无法在不使用公司专利的前提下, 生产出安全高效的铝线泵。因此, 铝代铜技术仍将作为公司独家技术, 为其带来可持续的成本与技术优势。

### 1.3 客户资源丰富, 助业务稳定增长

目前, 公司的排水泵产品有超 80% 应用于洗衣机 (超 60% 应用于滚筒洗衣机, 超 20% 应用于波轮洗衣机), 剩下的超 10% 应用于洗碗机。全球洗衣机市场格局较为稳定集中, 主要生产厂商为海尔、惠尔普、伊莱克斯、美的、LG、西门子、松下、三星、意黛喜、Arcelik 等。

公司排水泵产品的客户有惠而浦、三星、海尔、美的, GE、东芝、夏普、三洋、伊莱克斯、LG、西门子、Arcelik 等 30 余家全球知名家电制造企业, 客户资源丰富, 覆盖面极广。根据公司占客户家用电器排水泵采购数量的比例, 可将公司的客户分为以下三类:

表 5 公司客户分类一览

类别	公司占客户家用电器排水泵采购数量的比例	客户
待挖掘客户	10% 以下	伊莱克斯、LG 等

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

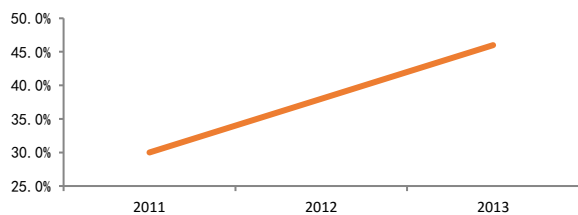


可深入挖掘客户	30%-50%	惠而浦、Arcelik、Vestel、卡迪
成熟客户	50%以上	美的、海尔、三星

资料来源：公司调研报告，广证恒生整理

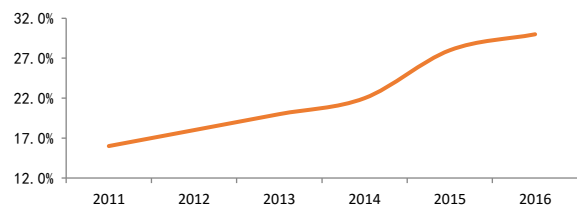
利用显著的技术与成本优势，公司具备较强的客户开发与订单获取能力。公司2010年开始开发客户惠而浦，2011年就获取了惠而浦30%的排水泵订单，2013年增至46%，进展十分迅速。与此同时，公司全球市场份额更是稳步提升，2011年为16%，目前升至近30%。

图 14 惠而浦向公司采购排水泵的量所占比例逐年攀升



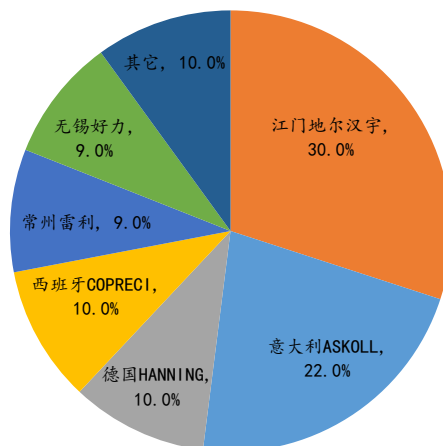
资料来源：公司首次招股说明书，广证恒生整理

图 15 公司家用电器排水泵全球市场份额稳步攀升



资料来源：Wind，广证恒生整理

图 16 2016 年全球家用电器排水泵市场格局



资料来源：公司调研数据，广证恒生整理

2016年，公司推出通用排水泵和专用排水泵的新一代产品——高效一体泵，以契合部分客户的降价诉求。高效一体泵通过技术、成本、制造工艺等方面的改进，有效降低了产品生产成本，在实现产品毛利率提升的同时，挪腾出了产品降价空间。

结合技术与成本优势，公司将进一步挖掘已有客户的采购潜力，扩大其采购比例，最终有望占据全球45%-50%的市场份额（对应约5000万个排水泵），未来3-5年内保持较快增速。

我们假设2017-2019年：

- 1) 通用排水泵销量增速维持5%；
- 2) 专用排水泵销量增速维持5%；
- 3) 通用排水泵中高效一体泵的销量占比分别为40%、50%、55%；
- 4) 专用排水泵中高效一体泵的销量占比分别为42%、48%、53%；
- 5) 通用排水泵和专用排水泵合并后的毛利率水平分别为43.9%、43%、41.9%；

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



6) 冷凝泵营收增速维持 25%，毛利率维持 45%。  
最终可得出如下盈利预测表：

表 6 公司家用电器排水泵（不包括洗涤循环泵）营业收入假设与预测

业务（百万元）		2016	2017E	2018E	2019E
通用排水泵+专用排水泵	收入	499	516	552	588
	同比增长	2.0%	3.3%	7.1%	6.5%
	毛利率	43.3%	43.9%	43.0%	41.9%
冷凝泵	收入	57	72	91	115
	同比增长	26.4%	26.0%	26.0%	26.0%
	毛利率	46.0%	45.0%	45.0%	45.0%

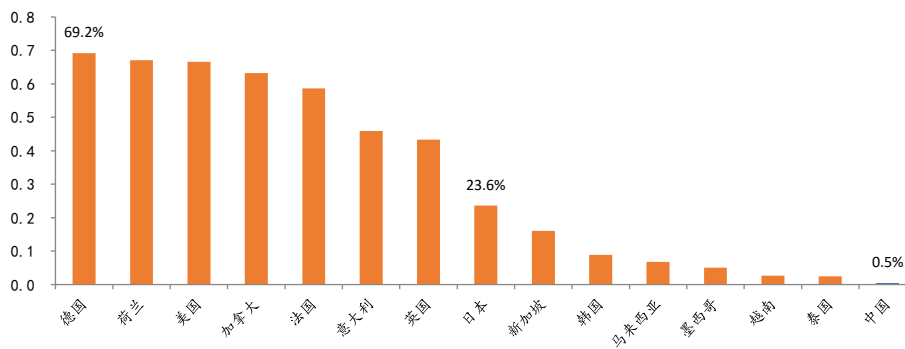
资料来源：广证恒生整理

## 2. 洗碗机市场爆发，利好洗涤循环泵业务

### 2.1 公司将受益于中国洗碗机市场超 80% 的销售复合增速

在欧美地区，洗碗机是一种常见的厨房电器。据欧睿国际数据显示，洗碗机在欧美地区的普及率通常超 30%-40%，德国更是高达 69.2%，与我国饮食文化类似的日本也有 23.6%。与之相比，我国洗碗机渗透率不到 1%，存在庞大的新增市场。

图 17 中国洗碗机渗透率远低于西方发达国家

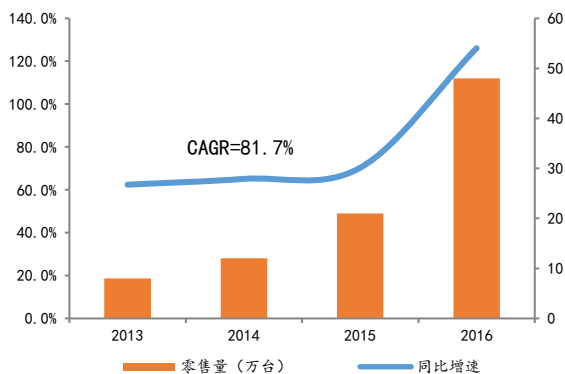


资料来源：欧睿国际，广证恒生整理

中怡康零售监测数据显示，2016 年我国洗碗机零售额达 21.2 亿元，同比增长 120.5%，零售量达 48 万台，同比增长 126.1%。2013-2016 年零售量/额年复合增速分别为 81.7%/84.1%，我国洗碗机市场已处于快速发展时期。

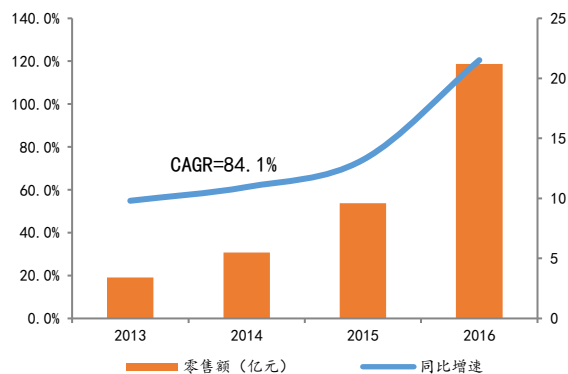


图 18 我国洗碗机零售量高速增长



资料来源：中怡康，广证恒生整理

图 19 我国洗碗机零售额增长迅速



资料来源：中怡康，广证恒生整理

洗碗机市场的爆发式增长吸引了诸多家电厂商。我国洗碗机市场正进行着进口替代。美的、海尔等早期进入的厂商开始将业务重心回归国内，针对中国消费者的实际需求研发并推出了一系列新品。

方太 2015 年进入市场并推出“三合一”水槽洗碗机，迅速占领 17.3% 的市场份额，2016 年 Q1 更是升至 24.2%。老板电器采取国外代工的方式在 2016 年成功推出新品。

博西家电在我国的首家洗碗机工厂将于 2018 年年初正式投产，年产量将达 60 万台；华帝拟投资 1.13 亿元用于洗碗机产品线建设，年产能将达 20 万台。

无论是从需求还是供给层面来看，我国洗碗机市场未来 3-5 年将持续高速增长。公司的洗涤循环泵业务将直接受益于我国洗碗机市场的快速发展，有望于未来 3 年维持较高增速。以方太为例，由于其水槽式洗碗机所用洗涤循环泵的独特性，公司为其专门研发了适用性的产品，并成为其独家供应商。2016 年受益于洗碗机市场的爆发式增长，方太的采购量暴增至约 10 万台，2017 年预计将翻倍增长。

## 2.2 客户协同效应助公司开拓洗涤循环泵市场

目前全球主要的洗碗机用洗涤泵生产厂商有意大利 ASKOLL、德国 HANNING、我国的威灵电机等。传统洗涤泵产品体积和重量都较大，售价普遍在 80-100 元/台，利润空间不大。2013 年底，公司将其铝线圈排水泵的部分技术（包括电子控制单向启动和运行技术、转子腔密封设计技术、铝漆包线代替铜漆包线的线圈塑封技术、循环水冷却技术、水冷腔的热交换金属压盖设计技术等）延用至洗涤泵，开发出了明显有别于市面上已有产品的新一代洗涤循环泵产品。该产品体积更小，重量更轻，售价更是比市面上同类产品低 10%-20%，毛利率却更高，具备很强的竞争力。

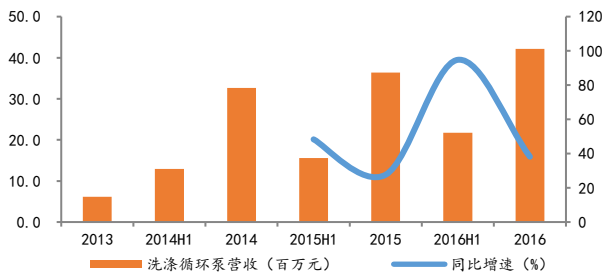
由于全球洗衣机与洗碗机厂商有较大的重叠性，公司庞大的客户资源能为洗涤循环泵产品的开发推广提供很好的客户协同效应。目前公司洗涤循环泵产品的客户有惠而浦、方太（独家供应商）、海尔、格兰仕等，少量出口中东地区。

2016 年，惠而浦采购量占公司销量的 90% 以上（约 149 万台），方太占 6.8% 左右（约 11 万台）。惠而浦洗碗机年销量超 400 万台，预计公司将持续受益于惠而浦采购比例的提升，以及方太销量的高速增长。除此之外，公司还与美的、伊莱克斯、Arcelik、Vestel、意黛喜、卡迪等洗碗机生产厂商建立了洗涤循环泵的合作开发意向，未来市场潜力值得期待。

2016 年，公司洗涤循环泵实现营收 1.01 亿元，同比增长 15.9%，占公司总营收的 13.4%，较 2013 年提升 10.9 个百分点。

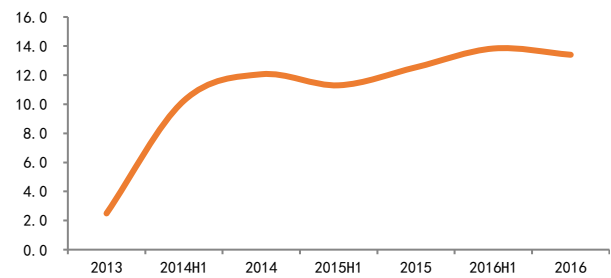


图 20 公司洗涤循环泵产品 2016 年持续增长



资料来源：公司公告，广证恒生整理

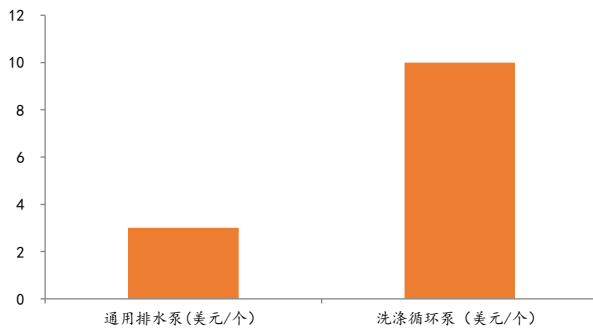
图 21 洗涤循环泵产品营收份额持续攀升



资料来源：公司公告，广证恒生整理

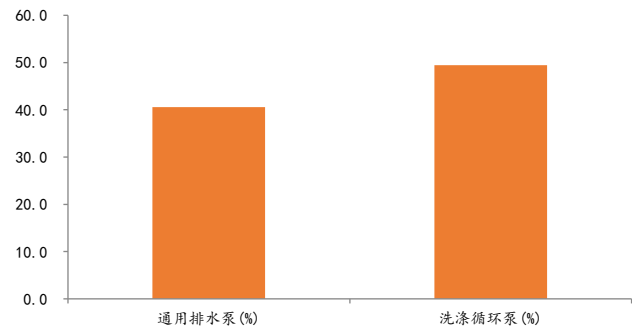
公司洗涤循环泵不含税出厂均价约为通用排水泵的 3 倍,2016 年毛利率比通用排水泵高 8.9 个百分点,可见洗涤循环泵业务的发展有利用公司营收的增长与盈利水平的提升。

图 22 公司洗涤循环泵出厂均价约为通用排水泵的 3 倍



资料来源：公司调研数据，广证恒生整理

图 23 公司 2016 年洗涤循环泵毛利率高于通用排水泵



资料来源：公司公告，广证恒生整理

中怡康数据显示，方太洗碗机 2016 年零售量达 8.45 万台，份额为 17.6%。调研数据显示，方太洗碗机 2016 年出货量约为 11 万台，为零售量的 76.8%。考虑到方太洗碗机在工程渠道的拓展处于行业额领先水平，折中后我们假设洗碗机整体市场零售量占出货量的 90%，则 2016 年洗碗机出货量为 53 万台，公司洗涤泵销量占比 22.5%。

结合行业整体预期及公司开发客户的进度，我们假设：

- 1) 2017-2019 年国内洗碗机销量增速分别为 90%、75%、55%；
- 2) 公司 2016-2019 年占国内洗涤循环泵市场份额为 22.5%、25.7%、32.7%、36.7%；
- 3) 假设 2016 年国外市场洗碗机出货量为 2400 万台，2017-2019 年保持 2%的增速；
- 4) 公司 2016 年洗涤泵出口量约为 149 万台，占全球份额 6.2%。假设 2017-2019 年公司国外市场份额分别为 7.4%、10.8%、12.6%；
- 5) 2017-2019 年，公司洗涤循环泵单价维持在 63 元。

表 7 公司洗涤循环泵业务营收预测

类别	2016	2017E	2018E	2019E
国内洗碗机整体销量增速	—	90.0%	75.0%	55.0%
国内洗碗机整体销量 (万台)	53	101	177	275
地尔汉宇洗涤泵国内销量 (万台)	12	26	58.0	100.9

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



地尔汉字洗涤泵国内市场份额	22.5%	25.7%	32.7%	36.7%
国外市场洗碗机销量（万台）	2400	2448	2497	2547
地尔汉字洗涤泵出口量（万台）	149	180	270	322
地尔汉字洗涤泵国外市场份额	6.2%	7.4%	10.8%	12.6%
<b>地尔汉字洗涤泵总销量（万台）</b>	<b>161</b>	<b>206</b>	<b>328</b>	<b>423</b>
全球总销量（万台）	2500	2700	2900	3100
地尔汉字洗涤泵全球份额	6.4%	7.6%	11.3%	13.6%
<b>地尔汉字洗涤泵营收（百万元）</b>	<b>101.19</b>	<b>129.78</b>	<b>206.63</b>	<b>266.41</b>
地尔汉字洗涤泵营收增速	15.9%	28.3%	59.2%	28.9%

资料来源：广证恒生

根据上表，我们假设公司洗涤循环泵 2017-2019 年营收增速分别为 28.3%、59.2%、28.9%，毛利率维持 49%，则可得出如下盈利预测表：

表 8 公司洗涤循环泵营业收入假设与预测

业务（百万元）		2016	2017E	2018E	2019E
洗涤泵	收入	101	130	207	266
	同比增长	15.9%	28.3%	59.2%	28.9%
	毛利率	49.5%	49.0%	49.0%	49.0%

资料来源：广证恒生整理

随着国内洗碗机市场的持续高增长及公司对已有及潜在客户的进一步挖掘，洗涤循环泵业务将成为公司业绩增长的一大驱动力，助推泵类业务的持续增长。

### 3. 水疗马桶将作为新增盈利点，业绩增速超 50%

#### 3.1 中国智能马桶市场将持续较高速增长

1964 年，智能马桶盖登录美国及日本市场。1995 年，维卫卫浴推出国内首个国产智能马桶。随后的将近二十年里，由于缺少恰当的消费引导及宣传推广，消费者意识与消费能力未成长到位，智能马桶在中国发展缓慢，在 2013 年前都属于年均销量 10 余万台、年营业额不到 20 亿元的“小众”产品。

2015 年初，财经作家吴晓波发表《去日本买只马桶盖》一文引发热议，推动了国人对智能马桶的关注。借此事件对市场的刺激，中国智能马桶逐渐加快了普及的步伐。

图 24 智能马桶发展历程一览



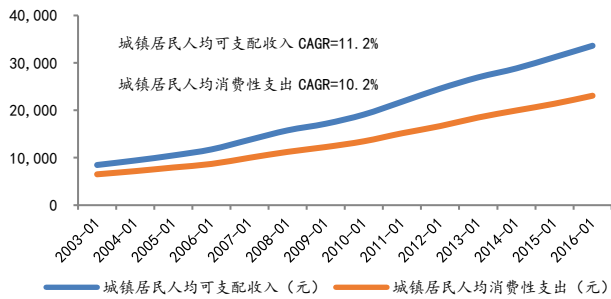
资料来源：广证恒生整理

由于在同品牌的情况下，智能马桶价格通常是普通马桶的 3-5 倍，所以对人们的消费能力要求较高。近年来，随着人们收入水平的提升，及在包括家用设备及医疗保健等方面上的支出的较高速增长，消费升级已成为一大趋势。近几年，IH 电饭煲、破壁料理机、扫地机器人、空气净化器、洗碗机等较为昂贵的新兴家电产品相继成为消费热点。



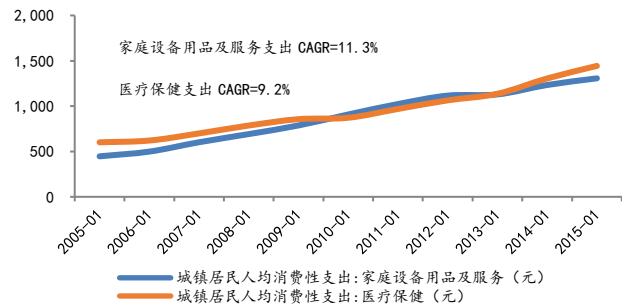


图 25 城镇居民人均可支配收入与消费性支出皆保持较高增速



资料来源：国家统计局，广证恒生整理

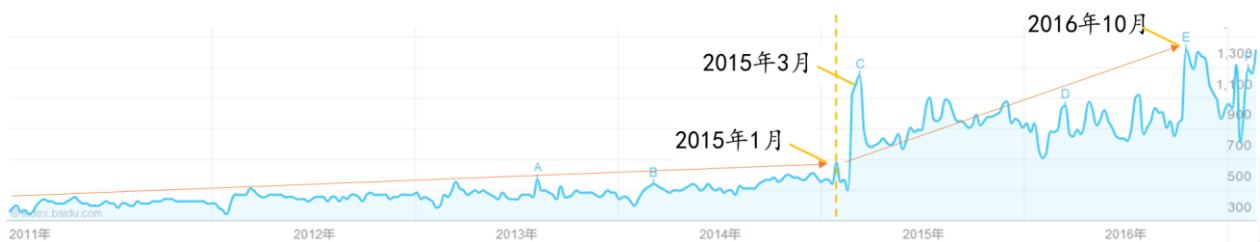
图 26 城镇居民在家用设备及医疗保健上支出增速较高



资料来源：国家统计局，广证恒生整理

智能马桶对如厕方式的改变导致消费意识的培养成为产品普及推广的关键。在这个过程中，热点事件的引爆常能起到事半功倍的效果。三聚氰胺事件引爆了豆浆机的销售，北京雾霾引发了空气净化器的热捧，吴晓波事件则诱发了智能马桶盖的抢购热潮。相应地，“智能马桶”的百度搜索指数在 2015 年 1 月末至 2 月初出现了一个小高潮，在 3 月初则骤升至一个高峰，从此进入高搜索频次阶段。

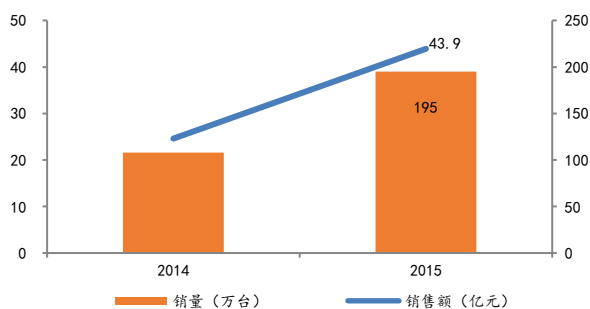
图 27 智能马桶百度搜索指数自 2015 年 1 月末开始加速增长



资料来源：百度指数，广证恒生整理

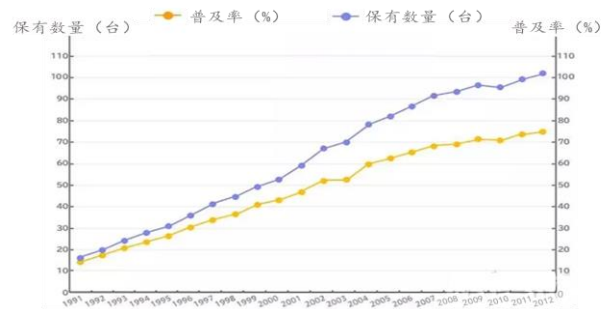
据中国家用电器协会智能卫浴电器专业委员会发布的智能坐便器行业发展报告显示，2015 年，我国智能坐便器市场累计销量约 500 万台。其中，内销量为 195 万台，较 2014 年的 108 万台增长 80.5%，内销销售额为 43.9 亿元，较 2014 年的 24.6 亿元增长 78.5%。中国市场保有量为 300-400 万台，普及率约 1%，即便在上海和北京两大城市，智能马桶普及率也仅为 8%、5%，远低于日本 2012 年就达到的 76%（日本内阁府数据）。

图 28 我国智能马桶 2015 年内销量/额高速增长



资料来源：中国家用电器协会，广证恒生整理

图 29 日本智能马桶普及率 2012 年已达 76%



资料来源：日本内阁府，广证恒生整理



我们认为，我国智能马桶市场已具备基本的消费能力、消费意识与消费需求，市场已经点燃，随着生产厂商对产品力、品牌力、渠道力的进一步拓展，智能马桶将持续维持较高增速。

### 3.2 水疗马桶具备差异化优势与较高技术壁垒

2010年，公司推出创新型产品——水疗马桶。此产品不仅拥有市面上智能马桶标配的“座圈加热、温水冲洗”功能，还配有“肠道水疗”功能，能帮助用户进行健康恰当的非接触式灌肠，从而很好地缓解便秘，排清身体毒素。除此之外，它还对痔疮治疗及肛肠类手术患者的术后恢复具有明显疗效，可被作为医疗器械用于辅助治疗。

图 30 iDear 水疗马桶普通经济舱



资料来源：公司官网，广证恒生整理

图 31 iDear 水疗马桶天天头等舱



资料来源：公司官网，广证恒生整理

2015年10月，中华中医药学会肛肠分会组织的中国成人常见肛肠疾病流行病学调查结果显示，中国肛肠疾病发病率为50.1%（98.09%的患者有痔疮症状），但由于各种原因，前去医院就诊的比例却仅为28%。公司的水疗马桶经过实验及实践的双重检验，对便秘及肛肠类病痛的辅助治疗效果明显，较市面上普通的智能马桶具备更强的竞争优势与差异化竞争空间。

公司产品拥有60多项专利技术，已获得医疗器械认证和美国FDA认证，其包括无刷直流排水泵在内的核心零部件的研发设计及生产制造技术由公司自己掌握，竖立了较高的进入壁垒，在市场竞争中具备较强的抗冲击力。

在推广渠道上，公司自2014年底起采用经销商推广，以在五星级酒店、美容院、医院等的体验式营销方式为主。公司已和100多家五星级酒店及20多家医院达成合作，超100家的体验店已覆盖全国省会城市及部分发达的二三线城市。未来公司将以酒店和医院为重点推广渠道，加大推广力度，以实现产品销量的高速增长。

2016年全年，公司水疗马桶出货量超8000台，实现翻倍增长。今年公司将加快渠道铺设速度，加大市场推广力度，聚焦销量的快速增长。随着渠道与市场的顺利推进，在市场情绪正热、产品契合消费需求、差异化优势明显的情况下，我们看好公司的水疗马桶业务，认为它将成为公司发展的一大驱动力，带动公司业绩持续增长。

BCG报告显示，2020年我国中产阶级（家庭可支配月收入为8300-12500元）城镇家庭户数约为8171万户，富裕人群（家庭可支配月收入为人民币12500元以上）城镇家庭户数约为10000万户，全国城镇家庭户数将达3.33亿户。考虑到公司水疗马桶的价位及功能，我们将患有痔疮及其它肛肠类疾病且去医院就诊的中产及富裕城镇家庭作为目标消费群体。假设2020年肛肠类疾病的患病率及就诊率不变，可测算

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



出公司水疗马桶的目标消费群数量为 2500 万户家庭。

表 9 2020 年公司水疗马桶目标消费群数量测算

项目	数值
中产阶层 (万户)	8171
富裕阶层 (万户)	10000
总计 (万户)	18171
肛肠类患病率	50.10%
肛肠类疾病患者的痔疮患病率	98.09%
肛肠类疾病就诊率	28%
肛肠类疾病与痔疮患者就诊率	13.8%
<b>公司水疗马桶目标消费群 (万户)</b>	<b>2500</b>

资料来源：广证恒生

在对目标客户群购买比例进行不同假设后，可得出水疗马桶对应的家庭保有量。在假设其销售均价为 1.5 万元/台后，可得出对应市场规模。

表 10 2020 年公司水疗马桶保有量及市场规模测算

目标客户群购买比例	水疗马桶保家庭有量 (万台)	水疗马桶市场规模 (亿元)
0.5%	12.5	18.8
<b>1.0%</b>	<b>25.0</b>	<b>37.5</b>
1.5%	37.5	56.3
2.0%	50.0	75.0
2.5%	62.5	93.8
3.0%	75.0	112.5

资料来源：广证恒生

我们测算公司 2016 年水疗马桶销量（不包括经销商库存量）为 6560 台，营收为 4558 万元。结合市场需求及公司渠道拓展进度等因素，我们假设 2017-2019 年，公司水疗马桶：

1) 销量增速分别为 120%、70%、55%，出厂平均价为 0.65、0.6、0.55 万元/台，则营收增速可达 105.8%、56.9%、42.1%；

2) 毛利率分别为 48%、47%、46%。

则可得如下营收预测：

表 11 公司水疗马桶营业收入假设与预测

业务 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E
水疗马桶	收入	46	94	147	209
	同比增长	—	105.8%	56.9%	42.1%
	毛利率	—	48.0%	47.0%	46.0%

资料来源：广证恒生整理

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告



#### 4. 公司盈利预测与假设

根据对公司各项业务的分析及相应市场评估，我们对其各项业务盈利状况进行了如下假设及预测：

- 1) 2017-2019 年，公司通用排水泵与专用排水泵业务营收增速分别为 3.3%、7.1%、6.5%，毛利率分别为 43.9%、43.0%、41.9%；
- 2) 2017-2019 年，公司冷凝泵营收增速维持 26%，毛利率维持 45%；
- 3) 受益于国内洗碗机零售市场 2016 年翻倍式增长及方太洗碗机市场份额的迅速提升，公司洗涤循环泵 2017-2019 年营收增速分别为 28.3%、59.2%、28.9%，对应毛利率维持 49%；
- 4) 水疗马桶受益于渠道铺设范围的扩大及市场推广力度的加强，2017-2019 年营收增速分别为 120%、70%、55%，毛利率分别为 48%、47%、46%；
- 5) 公司其他业务收入 2017-2019 年营收增速分别为 18%、15%、13%，毛利率维持 15%。

表 12 公司营业收入假设与预测

业务 (百万元)		2016	2017E	2018E	2019E
通用排水泵+专用排水泵	收入	499	516	552	588
	同比增长	2.0%	3.3%	7.1%	6.5%
	毛利率	43.3%	43.9%	43.0%	41.9%
冷凝泵	收入	57	72	91	115
	同比增长	26.4%	26.0%	26.0%	26.0%
	毛利率	46.0%	45.0%	45.0%	45.0%
洗涤泵	收入	101	130	207	266
	同比增长	15.9%	28.3%	59.2%	28.9%
	毛利率	49.5%	49.0%	49.0%	49.0%
水疗马桶	收入	46	94	147	209
	同比增长	—	105.8%	56.9%	42.1%
	毛利率	—	48.0%	47.0%	46.0%
其他	收入	55	65	74	84
	同比增长	—	18.0%	15.0%	13.0%
	毛利率	—	15.0%	15.0%	15.0%
营业收入合计	收入	758	876	1071	1262
	增长率	8.9%	15.6%	22.3%	17.8%

资料来源：广证恒生整理

#### 5. 投资建议

受益于全球领先的技术优势及在规模效应与技术优势领跑带动下的成本优势，公司家用电器排水泵产品有望通过扩大已有客户的采购比例，持续提升全球市场份额至 45%-50%（对应约 5000 万个排水泵）。其中，洗涤循环泵将受益于国内洗碗机市场的爆发式增长，2017-2019 年营收增速约为 30%-60%。根据我们的盈利预测表可知，2017 年公司家用电器排水泵业务产生的利润占公司总利润的 85.5%，我们假设净利润



占比也是 85.5%，则公司泵类业务 2017 年有望实现净利润 2.06 亿元，考虑到公司较高的净利润率及稳定的家电排水泵全球龙头地位，给予其 38 倍估值，对应市值为 78.28 亿元。

公司水疗马桶将受益于我国智能马桶市场的快速发展，且其具备市场差异性较高技术壁垒的水疗功能对便秘及肛肠类患者疗效明显，假设其 2017 年净利润占比等同于利润占比（11.9%），则有望实现净利润 2877 万元，参考其医疗器械属性，我们给予其 40 倍估值，对应 11.51 亿元市值。

同理，其它业务 2017 年有望实现净利润 620 万元，给予 40 倍估值，对应 2.48 亿元市值。

我们预估公司 2017 年总市值为 92.27 亿元，对应当前股本 1.34 亿股，预计股价可达 68.86 元/股，对应 2017 年 4 月 19 日收盘价 53.07 元/股，有 29.75% 的涨幅空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。



表 13 盈利预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1009	1230	1507	1857
现金	639	838	1073	1458
应收账款	155	152	153	154
其它应收款	8	4	5	6
预付账款	4	7	5	5
存货	110	102	105	106
其他	93	127	165	128
<b>非流动资产</b>	478	476	514	540
长期投资	30	10	13	18
固定资产	199	264	294	311
无形资产	106	114	126	130
其他	143	88	81	81
<b>资产总计</b>	1487	1706	2020	2397
<b>流动负债</b>	123	106	113	114
短期借款	0	0	0	0
应付账款	67	57	60	61
其他	56	48	53	52
<b>非流动负债</b>	23	20	22	22
长期借款	0	0	0	0
其他	23	20	22	22
<b>负债合计</b>	145	126	135	136
少数股东权益	2	-0	-3	-5
归属母公司股	1339	1580	1887	2266
<b>负债和股东权</b>	1487	1706	2020	2397

利润表	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	758	876	1071	1262
营业成本	440	499	612	725
营业税金及附	9	8	8	8
营业费用	44	39	41	42
管理费用	84	64	71	73
财务费用	-21	-11	-14	-19
资产减值损失	12	4	6	7
公允价值变动	14	0	0	5
投资净收益	16	6	8	10
<b>营业利润</b>	220	279	355	440
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	222	280	358	443
所得税	34	41	53	66
<b>净利润</b>	188	239	304	376
少数股东损益	-3	-2	-3	-3
<b>归属母公司净</b>	192	241	307	379
<b>EBITDA</b>	242	297	378	465
<b>EPS (摊薄)</b>	1.43	1.80	2.29	2.83

现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	169	219	277	418
净利润	188	241	307	379
折旧摊销	29	28	35	41
财务费用	-21	-11	-14	-19
投资损失	-16	-6	-8	-10
营运资金变动	-22	-45	-37	37
其它	11	12	-5	-10
<b>投资活动现金流</b>	98	-34	-58	-50
资本支出	-87	-45	-45	-46
长期投资	31	20	-3	-4
其他	154	-10	-10	1
<b>筹资活动现金流</b>	-68	15	16	17
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-66	15	16	17
<b>现金净增加额</b>	200	199	235	385

主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	8.9%	15.6%	22.3%	17.8%
营业利润增长率	30.7%	26.8%	27.6%	23.9%
归属于母公司净利润	29.6%	25.8%	27.5%	23.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	41.9%	43.0%	42.9%	42.6%
净利率	25.0%	24.9%	27.3%	
ROE	14.9%	16.5%	17.7%	18.3%
ROIC	13.5%	14.5%	15.4%	15.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	9.8%	7.4%	6.7%	5.7%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	8.22	11.65	13.30	16.31
速动比率	7.33	10.69	12.38	15.38
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.53	0.55	0.57	0.57
应收账款周转率	4.91	5.71	7.02	8.22
应付账款周转率	7.18	8.05	10.42	11.95
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.43	1.80	2.29	2.83
每股经营现金流(最	1.26	1.63	2.07	3.12
每股净资产(最新摊	10.00	11.79	14.09	16.91
<b>估值比率</b>				
P/E	43.59	29.52	23.16	18.77
P/B	6.23	4.50	3.77	3.14
EV/EBITDA	0.47	21.14	15.95	12.16



机构销售团队:

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	张岚	(86) 18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86) 13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	李婉秋	(86) 18611153323	liwq_a@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86) 18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
	张妤	(86) 13814033622	zhang_yu@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86) 18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86) 15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86) 13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	樊正兰	(86) 18898886127	fanzl@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86) 13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86) 15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn
	邓玲	15914306876	dengl@gzgzhs.com.cn



**廣證恒生**  
GUANGZHENG HANG SENG

## 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。

敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告