

九阳股份(002242.SZ) 核心品类创新+品类拓展，小家电龙头有望提速增长

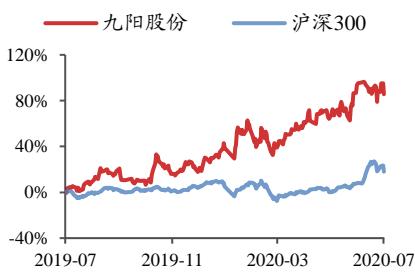
2020年07月24日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/7/24
当前股价(元)	35.22
一年最高最低(元)	38.31/19.37
总市值(亿元)	270.20
流通市值(亿元)	269.26
总股本(亿股)	7.67
流通股本(亿股)	7.65
近3个月换手率(%)	50.5

股价走势图



数据来源：贝格数据

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 国内厨房小家电行业龙头企业之一，首次覆盖给予“买入”评级

九阳股份是国内厨房小家电行业的龙头企业之一。我们认为，行业空间较大，市场规模有望继续扩大，尤其料理机等新兴品类增长迅速。公司作为厨房小家电行业龙头有望继续受益市场规模的扩大。另外，公司在保持原有品牌、渠道和产品优势的基础上，继续扩产品、拓渠道和进行品牌年轻化，还进行架构改革和收购海外清洁类小家电 Shark 品牌等，公司有望实现进一步的业绩增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 9.30/10.83/12.38 亿元，对应 EPS 为 1.21/1.41/1.61 元，当前股价对应 PE 为 29.1/25.0/21.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 品牌认知度较高，渠道产品多元化布局

公司具备较强的品牌力、渠道力和产品力。1) 品牌力：九阳豆浆机深入人心，品牌认知度较高；2) 渠道力：渠道结构多元化，持续探索新模式。具体来讲，公司在线下布局 KA、专卖店、ShoppingMall 品牌店等，在线上布局天猫、京东、苏宁易购等电商平台，并积极探索 O2O 等新模式；3) 产品力：打造多元化产品矩阵，三级研发支撑产品持续竞争力。作为厨房小家电龙头，公司在以上三个方面具备良好优势，是业绩能够稳健发展的重要基础。

● 五大维度全面革新，产品创新及品类拓展带来增量

公司从品牌、渠道、产品、组织架构和业务领域五个维度进行全面革新。1) “新”品牌：品牌年轻化战略，以新形式触达年轻客群；2) “新”渠道：拓展线下自有渠道，提升用户体验；3) “新”产品：在核心和创意单品方面积极创新；4) “新”架构：由事业部转型 BU 制，提高效率共享资源；5) “新”领域：收购 SharkNinja 进军清洁小家电，优势互补发挥协同效应。其中，核心品类的产品创新以及清洁类小家电的品类拓展将为公司带来增量，拉动业绩进一步增长。

● 风险提示：疫情形势恶化、行业竞争加剧、新品拓展不及预期、SharkNinja 国内业务拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,169	9,351	10,455	12,013	13,598
YOY(%)	12.7	14.5	11.8	14.9	13.2
归母净利润(百万元)	754	824	930	1,083	1,238
YOY(%)	9.5	9.3	12.9	16.4	14.4
毛利率(%)	32.1	32.5	32.7	32.9	33.1
净利率(%)	9.2	8.8	8.9	9.0	9.1
ROE(%)	19.4	21.5	22.1	22.0	21.7
EPS(摊薄/元)	0.98	1.07	1.21	1.41	1.61
P/E(倍)	35.8	32.8	29.1	25.0	21.8
P/B(倍)	7.1	7.2	6.4	5.5	4.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 九阳股份：26年积淀的国内厨房小家电龙头.....	4
1.1、 发展历程：凭借豆浆机起家，逐步发展为厨房小家电龙头.....	4
1.2、 财务分析：收入净利润整体稳增，净利率有提升空间.....	5
1.3、 股权结构稳定，管理层激励措施完善.....	8
2、 行业：小家电成长空间较大，新兴品类增长迅速.....	9
2.1、 行业规模：小家电市场规模稳增，料理机等新兴品类快速增长.....	9
2.2、 行业空间：多因素提升小家电行业景气度.....	10
2.3、 竞争格局：“美苏九”三足鼎立，线上集中度低于线下.....	11
2.4、 行业渠道：以线上渠道为主，且占比有望持续提升.....	11
3、 公司看点：龙头基础优势显著，五大变革迎来新增量.....	12
3.1、 基础优势：品牌认知度较高，渠道产品多元化布局.....	12
3.1.1、 品牌力：九阳豆浆机深入人心，品牌认知度较高.....	12
3.1.2、 渠道力：渠道结构多元化，持续探索新模式.....	13
3.1.3、 产品力：打造多元化产品矩阵，三级研发支撑产品持续竞争力.....	15
3.2、“新”变革：五大维度全面革新，产品创新及品类拓展带来增量.....	17
3.2.1、“新”品牌：品牌年轻化战略，以新形式触达年轻客群.....	17
3.2.2、“新”渠道：拓展线下自有渠道，提升用户体验.....	17
3.2.3、“新”产品：在核心和创意单品方面积极创新.....	18
3.2.4、“新”架构：由事业部转型 BU 制，提高效率共享资源.....	19
3.2.5、“新”领域：收购 SharkNinja 进军清洁小家电，优势互补发挥协同效应.....	20
4、 盈利预测与投资建议	22
4.1、 关键假设	22
4.2、 盈利预测与估值	22
5、 风险提示	22
附：财务预测摘要	23

图表目录

图 1： 公司形成了多元化的业务格局，产品品类丰富	4
图 2： 凭借豆浆机起家，逐步发展为厨房小家电龙头	5
图 3： 2015~2019 年公司总营收稳增，2020Q1 受疫情影响营收增速下滑	6
图 4： 公司营收以食品加工机、营养煲品类为主	6
图 5： 公司以内销收入为主，海外占比提升	6
图 6： 公司整体毛利率较为稳定，2020Q1 逆势上扬	7
图 7： 食品加工机、西式电器拉升整体毛利率	7
图 8： 公司销售费率较为稳定	7
图 9： 公司重视研发，研发费率处于行业较高水平	7
图 10： 公司净利率略有下滑	8
图 11： 公司归母净利润整体稳步增长	8
图 12： 公司股权结构较为稳定，实际控制人为创始人及董事长王旭宁	8
图 13： 小家电市场规模预计逐年稳步提升	9
图 14： 小家电细分品类众多，单品规模上限明显	9

图 15: 料理机增速较高, 电饭煲增速放缓, 豆浆机呈负增长.....	10
图 16: 城镇居民人均可支配收入稳步增加.....	11
图 17: 中国小家电保有量相比欧美较低, 提升空间较大.....	11
图 18: 2018-2019 年, 线上小家电 CR3 稳定在 67%~68%	11
图 19: 2018-2019 年, 线下小家电 CR3 稳定在 91%~92%	11
图 20: 2014~2020 年小家电线上渠道占比呈上升趋势	12
图 21: 在豆浆机品类中, 九阳品牌市占率维持在 60% 左右	12
图 22: 公司渠道结构多元化, 线下线上全面布局.....	13
图 23: 公司线上渠道销售持续增长	15
图 24: 公司打造多元化产品矩阵, SKU 丰富	15
图 25: 三级研发体系支撑产品的可持续竞争力.....	16
图 26: 公司研发费用率处于较高水平	16
图 27: 公司研发人员数量逐年增长	16
图 28: 公司聘请邓伦为九阳品牌代言人	17
图 29: 公司与 LINE FRIENDS 萌潮品牌 IP 跨界合作	17
图 30: 李佳琦、邓伦等 618 直播带货	17
图 31: 吴晓波、刘涛淘宝直播带货	17
图 32: 九阳 Shopping Mall 品牌店	18
图 33: 线下品牌店为消费者提供产品体验.....	18
图 34: 公司具备较为优秀的创新基因, 不断推出新品.....	18
图 35: 2019 首发 SKY 系列: S5、K solo、Y88.....	19
图 36: 2020 年 SKY 系列再推新品: S160、Y3、Ymini	19
图 37: 九阳 VF171 空气炸锅新品	19
图 38: 九阳 V161XL 小烤箱新品 (LINE FRIENDS 联名)	19
图 39: 公司组织架构改革为 BU 制	20
图 40: 九阳股份收购美国高端清洁类小家电公司 SharkNinja.....	20
图 41: SharkNinja 在清洁领域具备多元化产品矩阵	21
图 42: 2017 年 Shark 品牌在美国吸尘器市场中份额较高	21
图 43: 吸尘器行业规模增长较快	21
图 44: 2018 年, 中国吸尘器渗透率显著低于发达市场.....	21
 表 1: 公司于 2014、2018 年先后推出限制性股票激励计划.....	9
表 2: 在豆浆机品类中, 九阳品牌认知度较高.....	13
表 3: 公司持续推动渠道建设, 探索和发展新渠道模式.....	14
表 4: 预计 2020 年线上占比将提升, 线上具体渠道结构有望维持稳定	15
表 5: 可比家电公司估值情况	22

1、九阳股份：26年积淀的国内厨房小家电龙头

公司专注厨房小家电领域，形成多元化业务格局。公司成立于1994年，前身为山东九阳小家电有限公司，2008年于深交所上市。**1)主营业务方面**，以豆浆机为核心，在厨房小家电领域不断拓展品类，主要包括：食品加工机、营养煲、西式电器、电磁炉等多个系列，产品涵盖豆浆机、破壁机、电饭煲、电磁炉、净水机、洗碗机、空气炸锅、烤箱等300多个型号。**2)品牌方面**，主品牌九阳（Joyoung）以“定位厨房，升级厨房”为战略；2018年，公司收购的Shark（鲨客）品牌则定位于家居清洁。**3)渠道方面**，公司覆盖了KA、专卖店、Shopping Mall品牌店等线下渠道，以及天猫、京东、苏宁易购等线上渠道，形成多元化渠道结构。

图1：公司形成了多元化的业务格局，产品品类丰富



资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.1、发展历程：凭借豆浆机起家，逐步发展为厨房小家电龙头

根据公司技术、产品、品牌等的发展与完善，将公司的发展历程分为四个阶段：

1) 1994~2004年，专注豆浆机，以大单品引领行业：1994年，公司成立并生产出第一台豆浆机；接下来的10年，公司专注豆浆机，以大单品引领行业。a. 渠道方面：1996年，公司创立独特的“地区总经销”模式，随后两年内公司经销商数量突破100家；2003年，公司前瞻性布局KA渠道，具备先发优势。b. 技术方面：1999~2001年，豆浆机的“智能不粘”与“浓香技术”技术陆续研发成功；2004年，豆浆机销量突破100万台，九阳成为豆浆机行业的领导品牌。

2) 2005~2014年，品类多元化，打造厨房小家电领导者：2005年开始，公司以豆浆机为核心，产品品类逐渐多元化，全力开拓厨房小家电领域。在品类扩展上，先后上市了大口榨汁机、电压力锅、商用豆浆机、料理机、净水机、面包机、面条机、馒头机、Onecup胶囊豆浆机等，以优质产品打开了厨房小家电市场。

3) 2015~2017年，战略升级，打造优质生活家电品牌：2016年起，公司致力于品牌升级，实现了“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”的战略转型。2017年，公司收购Shark中国营运公司尚科宁家51%的股权，开启了厨房小家电和清洁小家电双线发展模式。

4) 2018 年至今，拓展边界，全面数字化转型：2018 年开始，公司不断拓展产品边界，通过投资尚科宁家（中国）科技有限公司，实现了“走出厨房、进入客厅”的转变，借助 Shark 品牌以及自身渠道切入了国内家居清洁电器领域。同时，公司积极拥抱 5G 潮流，努力实现全面数字化转型，在社交电商、在线直播、O2O 等不同领域实现跨界运营，追求品牌、产品和用户的无缝连接。

图2：凭借豆浆机起家，逐步发展为厨房小家电龙头



资料来源：公司官网、开源证券研究所

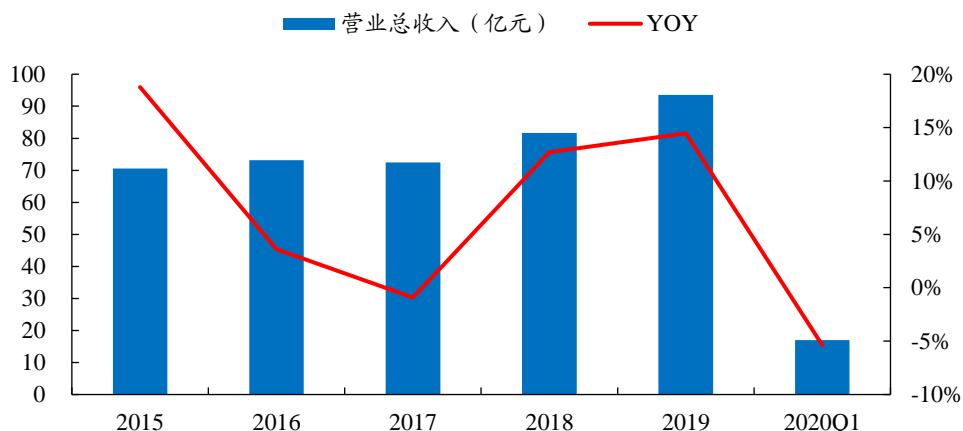
1.2、财务分析：收入净利润整体稳增，净利率有提升空间

整体来看，公司总营收稳定增长。2015~2019年，公司总营收由 70.60 亿元提升至 93.51 亿元，CAGR 为 7.28%，增长较为稳定。2020Q1 公司实现总营收 17.02 亿元，同比下滑 5.37%，主要系疫情影响。

分品类看，以食品加工机、营养煲系列为主。2019 年，食品加工机收入 40.97 亿元 (+20.20%)，占比 43.81%；营养煲收入 31.05 亿元 (+13.32%)，占比 33.20%；西式电器收入 11.53 亿元 (+7.23%)，占比 12.33%；电磁炉收入 6.03 亿元 (-8.68%)，占比 6.45%。其中，食品加工机和营养煲占比较高，拉动整体营收增长。

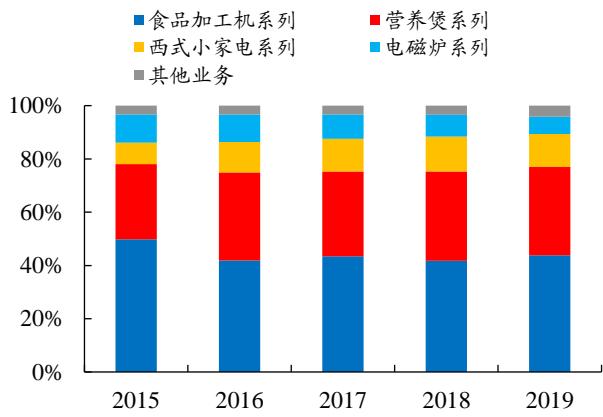
分地区看，以内销收入为主，外销占比逐年增加。2019 年，公司实现内销收入 87.75 亿元 (+12.57%)，占比 93.84%；海外收入 5.76 亿元 (+54.42%)，占比 6.16%（已合并其他地区收入）。公司营收以内销为主，海外收入占比较少但增长较快，仍有较大发展空间。

图3：2015~2019年公司总营收稳增，2020Q1受疫情影响营收增速下滑



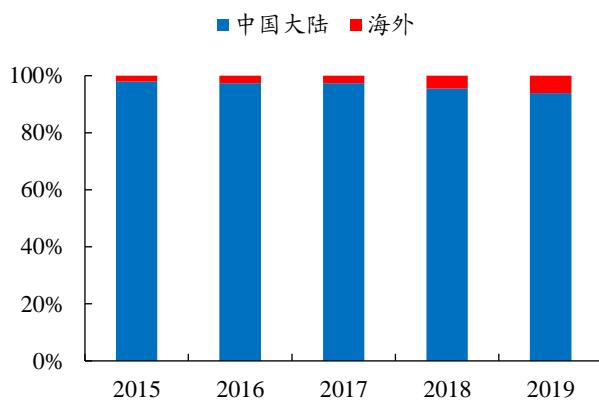
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司营收以食品加工机、营养煲品类为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

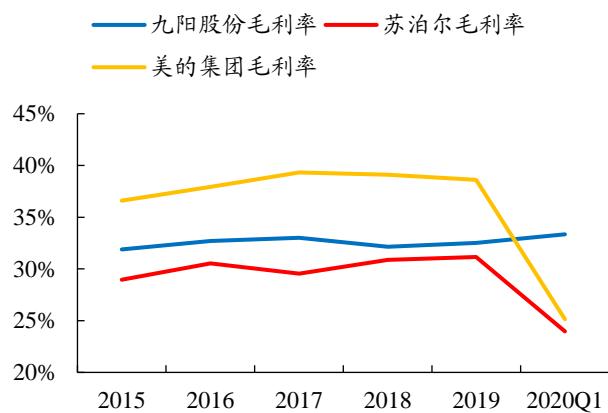
图5：公司以内销收入为主，海外占比提升



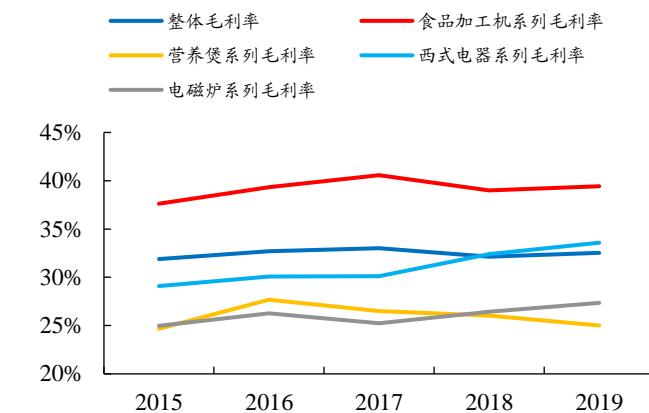
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：已将其他地区收入合并至海外收入）

公司整体毛利率稳定在30%以上。2015~2019年，公司整体毛利率基本维持在30%以上，2019年达32.52%。相较于美的集团、苏泊尔等可比公司，九阳股份毛利率较为稳定，尤其2020Q1逆势上扬，毛利率达33.34%，体现了公司在疫情冲击下的良好应对。

分品类看，食品加工机、西式电器拉升整体毛利率。具体来看，2015~2019年，各品类毛利率基本稳定。2019年，食品加工机、西式电器、电磁炉、营养煲系列毛利率分别为39.44%、34.58%、27.35%、25.02%。其中，食品加工机、西式电器收入合计占比约56%且毛利率较高，拉升整体毛利率水平。

图6：公司整体毛利率较为稳定，2020Q1逆势上扬


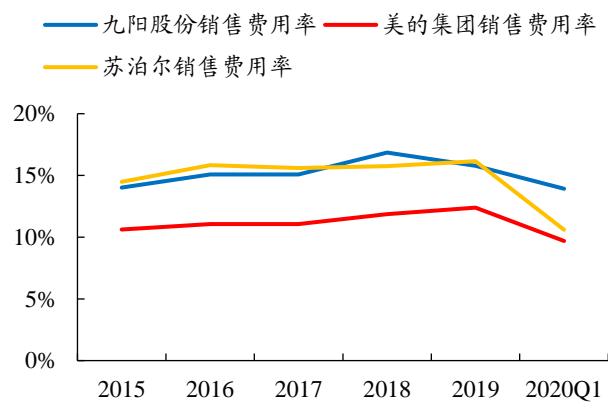
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：食品加工机、西式电器拉升整体毛利率


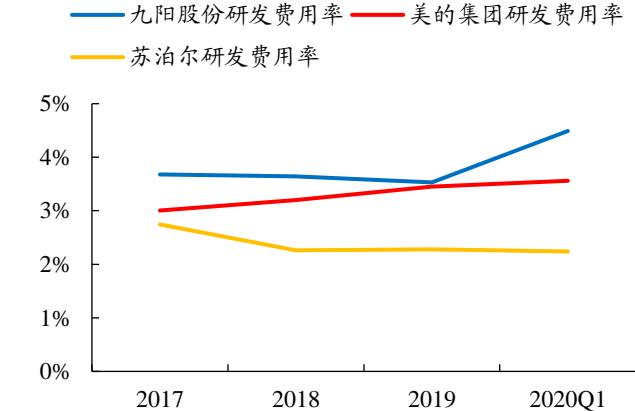
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司销售费用率较为稳定。2015~2019年，公司销售费用率维持在15%左右，2019年达15.79%，其中，职工薪酬与渠道、售后及广告费用占比较高，体现了公司对于营销推广的重视。2020Q1公司销售费用率为13.92%，有所下降主要系疫情影响。

公司重视研发，研发费用率提升。2017~2019年，公司研发费用率保持在3.5%以上，处于行业较高水平。2019年，公司研发费用率为3.53%，2020Q1提升至4.49%，体现了公司对研发的愈加重视。

图8：公司销售费用率较为稳定


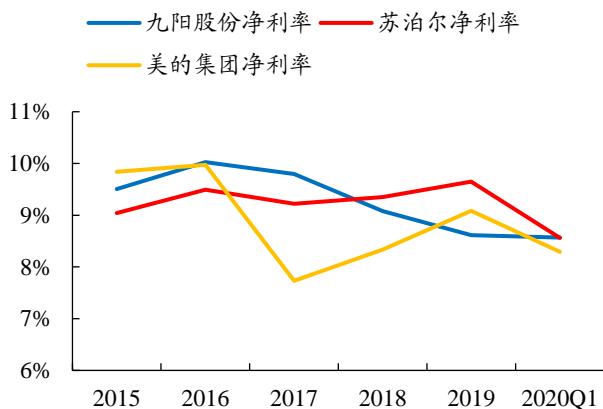
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：公司重视研发，研发费用率处于行业较高水平


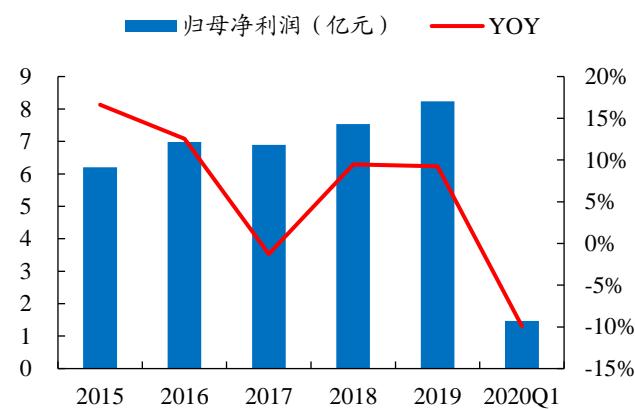
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司净利率略有下滑。2015~2019年，公司净利率由9.50%下降至8.62%，2020Q1净利率为8.57%。公司净利率略有下滑主要系毛利率较为稳定，但研发等费用率有所提升。

公司归母净利润整体稳步增长。2015~2019年，公司归母净利润由6.20亿元提升到8.24亿元，CAGR为7.37%，归母净利润与总营收趋势基本一致。2020Q1公司实现归母净利润1.47亿元，同比下滑9.91%，主要系疫情影响导致利润下滑。

图10：公司净利率略有下滑


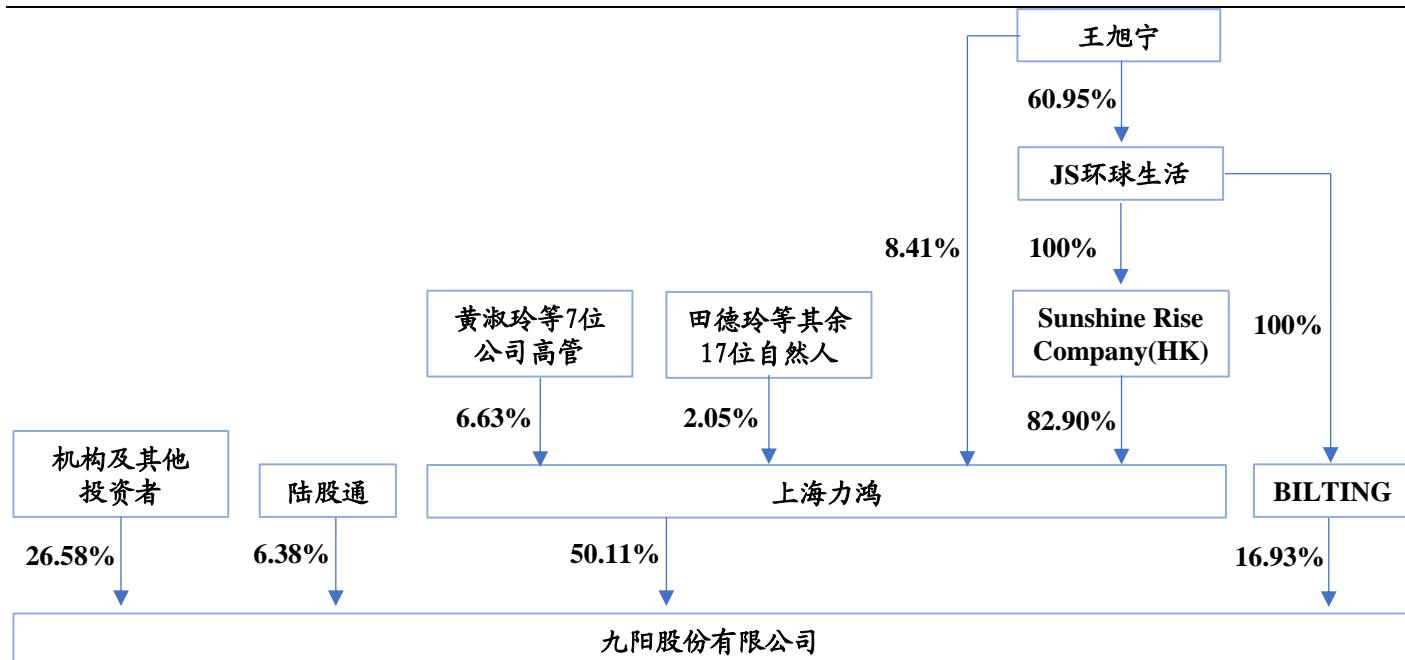
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：公司归母净利润整体稳步增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、股权结构稳定，管理层激励措施完善

公司股权结构较为稳定，实际控制人为创始人及董事长王旭宁。截至 2020Q1，公司第一大股东为上海力宏企业管理有限公司，持有公司 50.11% 的股份；第二大股东为 Bilting Developments Limited，持有公司 16.93% 的股份。公司创始人及董事长王旭宁通过 JS 环球生活等间接控制公司 67.04% 的股份，为公司实际控制人。

图12：公司股权结构较为稳定，实际控制人为创始人及董事长王旭宁


资料来源：Wind、开源证券研究所（数据为 2020Q1 最新披露）

股权激励措施到位，管理层积极性得以激发。公司自 2014 年起，陆续推出限制性股票激励计划，分年度进行业绩考核，以达到公司销售额增长率、净利润增长率考核目标等为获得限制性股票激励的条件。通过股权激励计划绑定公司管理层与股东的利益，有利于激发管理层的积极性。

表1：公司于2014、2018年先后推出限制性股票激励计划

年份	激励措施	激励对象	激励方案	条件
2014	半价股权激励	高管 3 名, 核心经营骨干人员 116 名	授予价为 4.42 元, 自授权日起一年后的三年内分三次解锁, 解锁比例分别为 40%, 30%, 30%。	以 2013 年为基准年, 2014~2016 年公司销售额复合增长率均不低于 10%, 同期净利润增长率分别为 6%, 8%, 10%。锁定期内, 公司扣除非净利润均不得低于 2011-2013 年三个会计年度的平均水平且不得为负。
2018	限制性股票激励	高管 5 名, 中层管理人及核心技术人员及其他人员合计 186 名	授予价为 1 元, 自授权日起一年后的三年内分三次解锁, 解锁比例分别为 30%, 30%, 40%。	以相应前一年为基准年, 2018~2020 年公司销售额增长率分别不低于 6%, 11%, 17%; 同期净利润增长率分别不低于 2%, 8%, 15%。

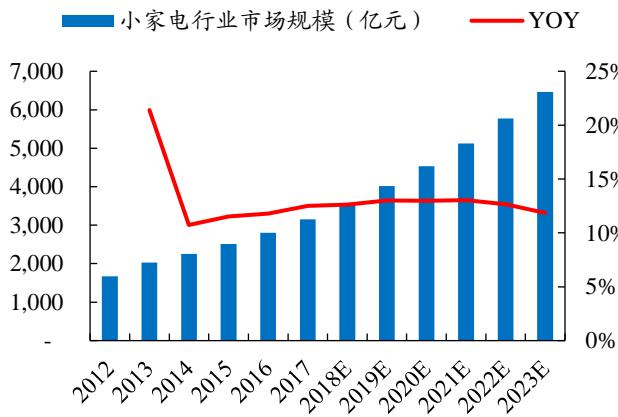
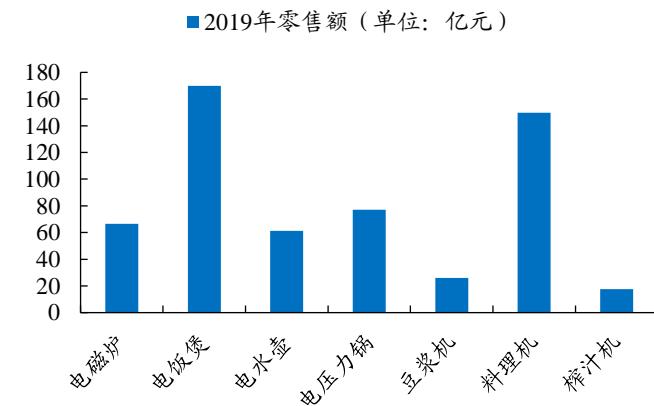
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、行业：小家电成长空间较大，新兴品类增长迅速

2.1、行业规模：小家电市场规模稳增，料理机等新兴品类快速增长

小家电行业市场规模稳步增长，预计将于 2023 年达 6000 亿元以上。根据前瞻产业研究院数据，2012~2017 年，小家电行业市场规模由 1673 亿元提升至 3155 亿元，CAGR 为 13.53%；预计 2018~2023 年，该行业的市场规模将以 12.70% 的增速增长，并预期于 2023 年达到 6000 亿元以上的市场规模。

小家电细分品类较多，单品规模上限明显，品类扩张、产品迭代为小家电企业的重中之重。根据奥维云网数据，2019 年电饭煲、料理机品类销售贡献较大，零售额分别为 170 亿元和 150 亿元，其他小家电品类销售额相对较低。由于小家电单品价格较低，且部分品类仍处于导入期，因此单品类规模上限明显，进行品类扩张和产品迭代或将提升企业竞争力。

图13：小家电市场规模预计逐年稳步提升

图14：小家电细分品类众多，单品规模上限明显


数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所（仅更新至 2017 年）

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

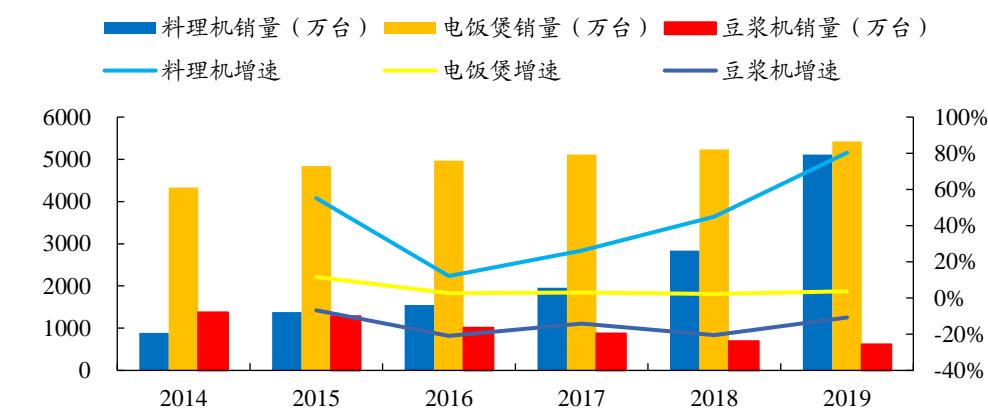
从细分品类看，不同品类市场规模增速差异较大。

1) 料理机增速较高：根据奥维云网数据，2014~2019年料理机（含破壁机、搅拌机）销量由891万台增长到5114万台，CAGR为41.83%。其中，2016~2019年增速上行，2019年增速已达80.32%。料理机的高速增长主要系产品处于导入期，随着渗透率的提升，料理机未来仍有较大发展空间。

2) 电饭煲增速放缓：作为传统厨房小家电品类，电饭煲销量增速放缓。根据华经产业研究院数据，2014~2019年，电饭煲销量由4331万台提升至5424万台，CAGR为4.60%，整体增长较为缓慢。

3) 豆浆机呈负增长：由于豆浆机这一传统品类发展较为成熟，红利逐渐消退，市场规模呈负增长状态。根据奥维云网数据，2014~2019年，豆浆机销量由1374万台下滑至617万台，CAGR为-14.80%，表现较为低迷。

图15：料理机增速较高，电饭煲增速放缓，豆浆机呈负增长



数据来源：奥维云网、华经产业研究院、开源证券研究所

2.2、行业空间：多因素提升小家电行业景气度

从政策、人均收入及人均保有量来看，小家电行业具备较大成长空间。

1) 政策支持：国家出台支持小家电行业以及智能制造和消费发展的相关政策，为小家电行业发展提供了良好的政策环境。

2) 人均收入提升：居民可支配收入逐年提升，购买力的增强保障了小家电行业市场规模的扩张。

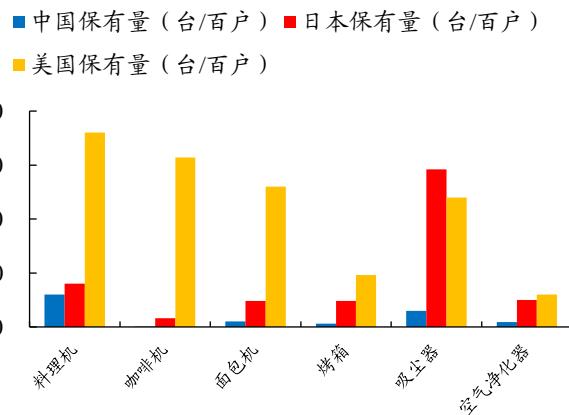
3) 人均保有量较低：相比欧美市场，国内小家电保有量处于较低水平，渗透率有较大提升空间。根据产业信息网，2018年我国城镇、农村小家电保有量分别为10件/户、5件/户，而美日保有量均值在22件/户，我国小家电保有量提升空间较大。

图16：城镇居民人均可支配收入稳步增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：中国小家电保有量相比欧美较低，提升空间较大

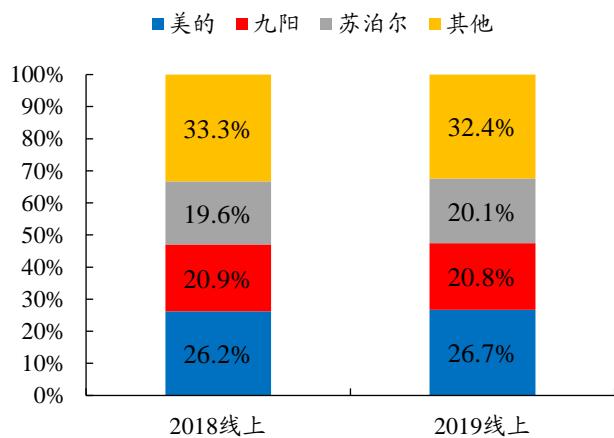


数据来源：产业信息网、开源证券研究所（部分新兴小家电为例）

2.3、竞争格局：“美苏九”三足鼎立，线上集中度低于线下

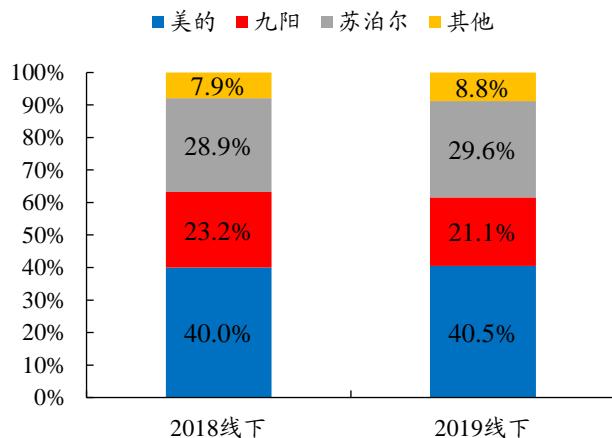
“美苏九”三足鼎立，线上集中度低于线下。根据奥维云网的数据，2018~2019年，线上小家电市场CR3（“美苏九”）稳定在67%~68%，线下小家电市场CR3（“美苏九”）稳定在91%~92%。小家电市场中，“美苏九”传统品牌三足鼎立的格局较为稳定，主要因传统的线下渠道较强，以及原有消费群体对品牌认知度较高，优势较大。相对而言，线上渠道较线下更为分散，集中度有待进一步提升。

图18：2018-2019年，线上小家电CR3稳定在67%~68%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图19：2018-2019年，线下小家电CR3稳定在91%~92%

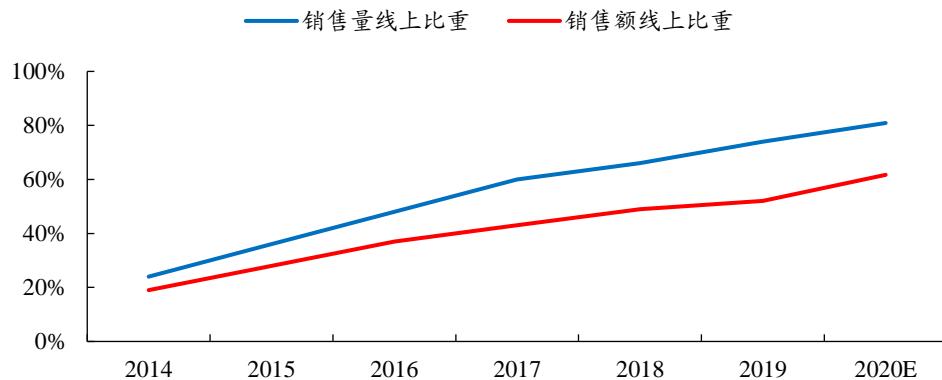


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.4、行业渠道：以线上渠道为主，且占比有望持续提升

小家电销售以线上渠道为主，未来线上销售占比有望持续提升。根据奥维云网数据，2014~2019年，小家电线上销量、销售额占比稳步上升，预计2020年线上销量、销额比重分别达81%、62%。线上渠道占比提升主要系小家电价格较低、体积较小、操作简单，更适合线上购买，且社交电商、直播等线上新形式发展迅速，将助推线上渠道占比持续提升。另外，2020年疫情也将催化线上渠道的进一步发展。

图20：2014~2020年小家电线上渠道占比呈上升趋势



数据来源：奥维云网、开源证券研究所（注：此处小家电包括电饭煲、电磁炉、电压力锅、电水壶、豆浆机、料理机、榨汁机、电蒸炖锅、煎烤机、养生壶等）

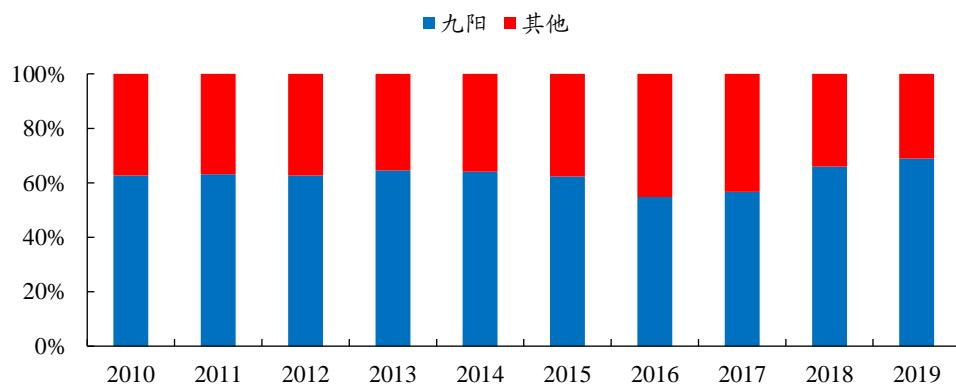
3、公司看点：龙头基础优势显著，五大变革迎来新增量

3.1、基础优势：品牌认知度较高，渠道产品多元化布局

3.1.1、品牌力：九阳豆浆机深入人心，品牌认知度较高

九阳豆浆机深入人心，品牌认知度较高。根据中怡康数据，2010~2019年，九阳品牌豆浆机市占率维持在60%左右的水平，稳定且较高的市场份额体现了九阳较强的品牌影响力。另外，从淘数据统计的热搜关键词可以看出，豆浆机已经成为九阳的标签产品，品牌形象深入人心。

图21：在豆浆机品类中，九阳品牌市占率维持在60%左右



数据来源：中怡康、开源证券研究所

表2：在豆浆机品类中，九阳品牌认知度较高

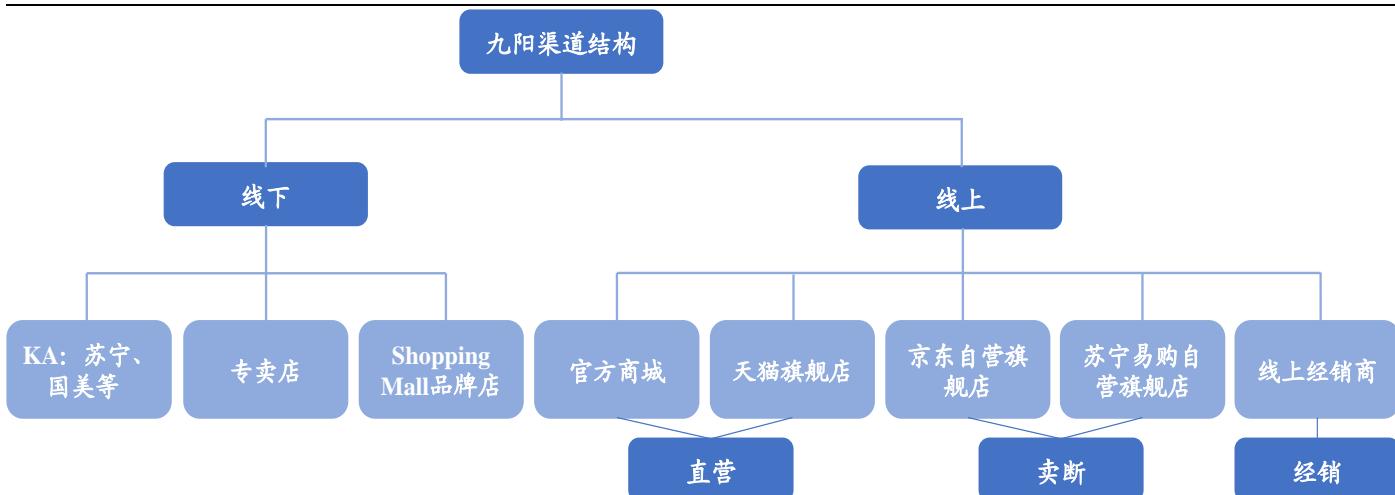
热搜 TOP5	第一	第二	第三	第四	第五
2020 年 4 月	豆浆机	豆浆机家用	九阳正品官网 旗舰店	九阳破壁机	九阳豆浆机
2019 年	豆浆机	豆浆机 破壁	破壁机	豆浆机 joyoung	九阳豆浆机
2018 年	豆浆机	豆浆机	破壁机	九阳豆浆机	豆浆机 joyoung

资料来源：淘数据、开源证券研究所

3.1.2、渠道力：渠道结构多元化，持续探索新模式

从结构上看，公司渠道多元化，线下线上全面布局。线下方面，公司布局了 KA、专卖店及 Shopping Mall 品牌店等；线上方面，公司布局了直营模式的官方商城、天猫旗舰店，卖断模式的京东、苏宁易购自营旗舰店以及经销模式的线上经销商店等。多元化的渠道布局使公司能覆盖到不同渠道的客群，体现了较强的渠道力。

从历史上看，公司持续推动渠道建设，探索和发展新渠道模式。根据公司公告，2003~2009 年，公司积极拓展线下渠道，扩大网点覆盖范围，并进行拆分改革；2011~2015 年，公司发展线上电商渠道并建设体验终端、探索 O2O 模式；2016 年至今，进行渠道扁平化改革，开设 Shopping Mall 品牌店，推进线上线下渠道融合发展。

图22：公司渠道结构多元化，线下线上全面布局


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

表3：公司持续推动渠道建设，探索和发展新渠道模式

时间	举措
2003 年	重点拓展 KA 渠道
2008 年	拥有 450 名一级经销商，8000 多个零售终端，359 家售后服务点
2009 年	针对豆浆机和小家电在销售渠道上进行拆分变革
2011 年	建立电子商务中心
2013 年	推动联合体验终端建设
2015 年	进一步推进体验式终端建设，探索 O2O 模式
2016 年	经销商渠道的优化改革，至 2017 年底完成
2017 年	探索 Shopping Mall 品牌店等渠道建设
2018 年	推进线上线下融合发展的新零售业务，开发自建零售系统为自有渠道提供技术支持
2019 年	线下新开品牌店数十家，专卖店数百家。线上根据不同产品品类，布局拓展相应品类的旗舰店。

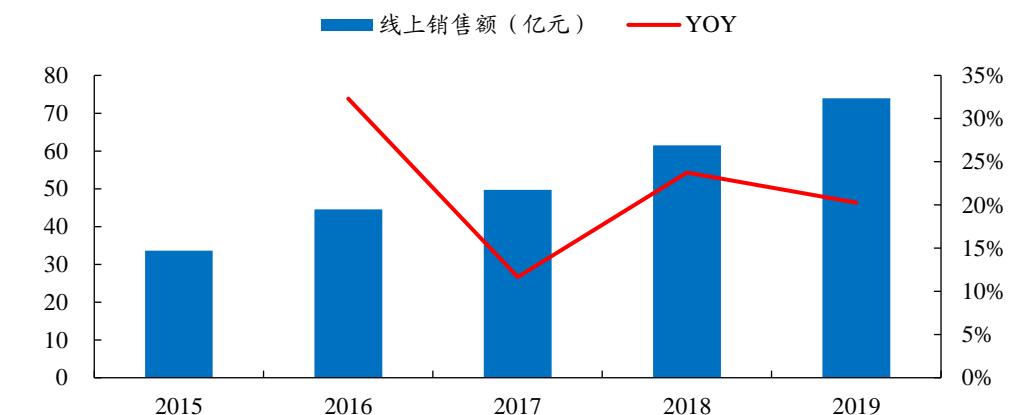
资料来源：公司公告、开源证券研究所

线下方面，公司在 2016 年进行了前瞻性的经销商渠道改革。

- 1) **原因：**原有经销结构存在问题。根据招股说明书及年报披露数据，公司在 2008 年上市时拥有 450 个一级经销商、8000 余个销售终端；2015 年，公司拓展经销商数量至 470 个，并建立了 4 万余个销售终端、2000 个售后网点。经销渠道的不断扩张，在促进业绩增长的同时，也隐藏着一些问题，比如：经销商与公司出现利益分歧，经销商的区域结构和效率等存在不匹配、不均衡的现象等。
- 2) **举措：**精简整合，股权投资。一方面，根据经销商区位和效率进行精简整合，2016 年改革后，经销商数量由 470 个减至 300 余个；另一方面，对核心经销商进行股权投资、绑定利益，2016 年投资约几十家经销商，投资各占比约 20~30%。
- 3) **意义：**
 - a. 公司统筹、经销商销售，精简扁平化改革有助于渠道效率的提升。在改革后的模式下，公司按照经销商需求统筹订单、组织生产、6 折出货，并通过 ERP 系统监测渠道销售数据等，效率提升。
 - b. 通过股权投资的方式，绑定经销商和公司的利益。如此可以形成利益共同体，避免利益分歧造成的矛盾，利于促进销售增长。

线上方面，公司线上销售稳增，占比有望提升。2015~2019 年，公司线上销售额由 33.65 亿元提升至 73.99 亿元，CAGR 为 21.77%，实现稳定增长。另外，由于疫情影响，线下受到冲击，线上占比有望提升。根据我们测算，预计 2020 年线上占比约为 60%，线上或将成为更重要的收入来源渠道。

图23：公司线上渠道销售持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：预计 2020 年线上占比将提升，线上具体渠道结构有望维持稳定

年份	线上占比	阿里	京东	苏宁易购	其他
2019 年	55%				
2020 年	60%	50%	30%	10%	10%

数据来源：开源证券研究所（注：阿里等具体占比数据为线上渠道内部拆分；其他线上渠道包括云集、拼多多等新兴社交电商。）

3.1.3. 产品力：打造多元化产品矩阵，三级研发支撑产品持续竞争力

公司打造多元化产品矩阵，SKU 丰富。公司在产品方面涉足多品类，包括：豆浆机、破壁机、电饭煲、净水机和面条机等其他厨房小家电，且各品类 SKU 丰富。多元化的产品矩阵体现了公司较强的产品力。

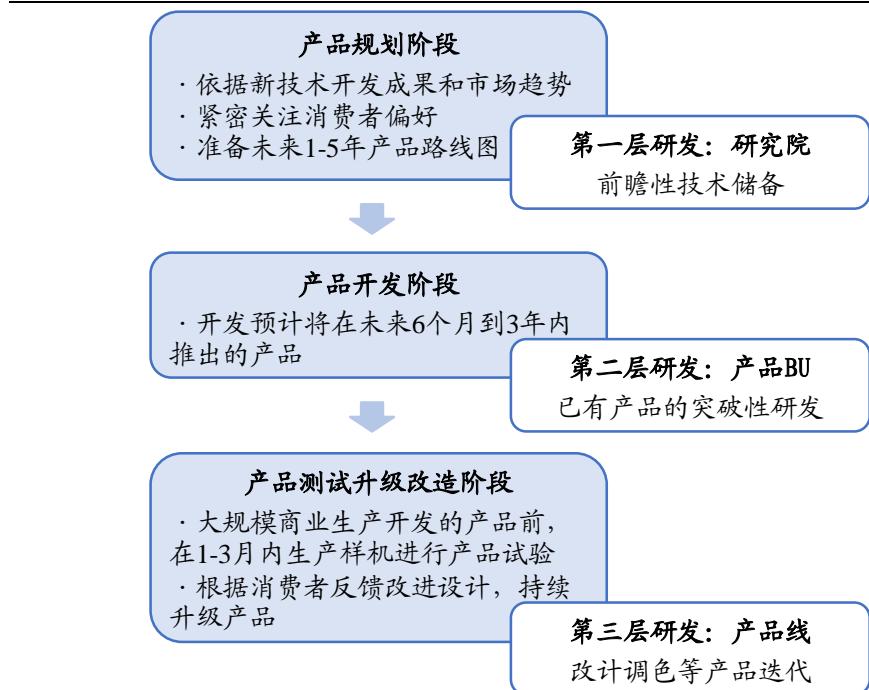
图24：公司打造多元化产品矩阵，SKU 丰富



资料来源：公司官网、开源证券研究所（注：仅展示部分代表性产品）

三级研发体系支撑产品的可持续竞争力。在丰富的产品线和较强的产品力背后是公司的三级研发体系，主要包括：1) 在产品规划阶段，由研究院进行前瞻性技术储备；2) 在产品开发阶段，由产品 BU 进行研发和技术突破；3) 在产品测试升级阶段，由产品线进行修改升级。三级研发体系环环相扣，是产品端拥有可持续竞争力的有力支撑。

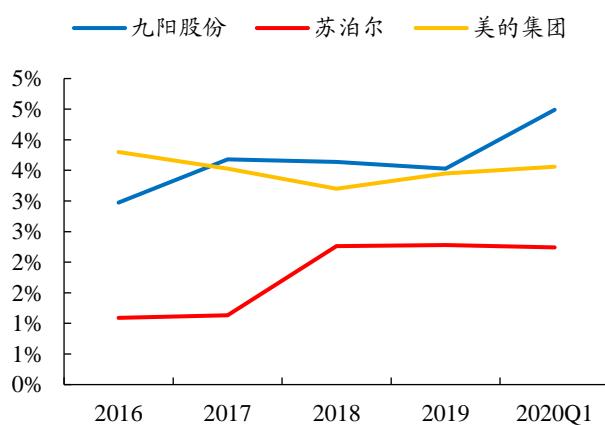
图25：三级研发体系支撑产品的可持续竞争力



资料来源：公司公告、开源证券研究所

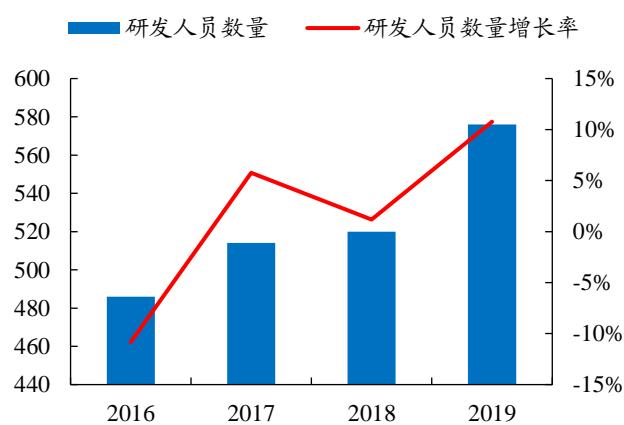
公司重视研发投入和人才引进。1) 研发费用方面，相比于苏泊尔、美的集团，公司研发费用率处于较高水平，且呈上升趋势；2) 研发人才方面，公司研发人员数量不断增加。这都体现了公司对于研发的重视，是产品创新的重要动力。

图26：公司研发费用率处于较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：公司研发人员数量逐年增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 “新” 变革：五大维度全面革新，产品创新及品类拓展带来增量

3.2.1、 “新” 品牌：品牌年轻化战略，以新形式触达年轻客群

公司积极践行品牌年轻化战略，抓住新生代消费群体。公司主要通过三种方式触达新生代消费者：1) 新生代明星代言：公司于2019年初聘请“90后”明星邓伦为品牌代言人，树立年轻化的品牌形象；2) IP联名：与年轻人喜爱的萌潮品牌LINE FRIENDS、Hello Kitty等进行跨界合作，推出联名款小家电，外形可爱吸引年轻消费者购买；3) 直播带货：邀请李佳琦、刘涛、吴晓波等KOL及明星直播带货，以新形式触达年轻客群。

图28：公司聘请邓伦为九阳品牌代言人



资料来源：公司官网

图29：公司与 LINE FRIENDS 萌潮品牌 IP 跨界合作



资料来源：公司官网

图30：李佳琦、邓伦等 618 直播带货



资料来源：九阳官方微博

图31：吴晓波、刘涛淘宝直播带货



资料来源：九阳官方微博

3.2.2、 “新” 渠道：拓展线下自有渠道，提升用户体验

拓展线下自有渠道，提升用户体验。**1) 举措：**通过开设品牌店积极拓展线下自有渠道，主要包括：九阳之家、品牌旗舰店、品牌体验店、品牌专卖店等；2019年，公司线下新开品牌店数十家，专卖店数百家。**2) 意义：**一方面，品牌的打造有利于品牌形象的升级；另一方面，增强用户的线下体验能够促进冲动消费，有利于提

升消费者的购买率。

图32：九阳 Shopping Mall 品牌店



资料来源：公司官网

图33：线下品牌店为消费者提供产品体验



资料来源：公司官网

3.2.3. “新”产品：在核心和创意单品方面积极创新

公司具备优秀的创新基因，不断推出新品。一方面，公司不断横向拓宽产品品类，如：面包机、面条机、烟灶、消毒柜、洗碗机等；另一方面，公司在原有核心品类上进行产品创新，如：胶囊豆浆机、免洗豆浆机、蒸汽饭煲、静音破壁机等。

图34：公司具备较为优秀的创新基因，不断推出新品



资料来源：公司官网、开源证券研究所

核心单品方面，推出 SKY 高端系列新品，并拓宽价格带。**1) 在产品上**，2019 年，公司创新推出 SKY 系列产品（S 系列：无涂层蒸汽饭煲、K 系列：免手洗破壁豆浆机、Y 系列：免手洗破壁机），在电饭煲、豆浆机、破壁机核心品类进行技术创新。2020 年，SKY 系列继续推出 S160 玻璃内胆低糖蒸汽饭煲、Y3 免手洗静音全自动加热破壁机、Ymini 小型免手洗破壁机（LINE FRIENDS 联名款）等。**2) 在价格上**，SKY 系列主打高端，产品价格一般在千元以上，2020 年的新品价格下探至千元

以下，能够覆盖更广泛的消费群体。

图35：2019首发 SKY 系列：S5、Ksolo、Y88



资料来源：天猫九阳官方旗舰店

图36：2020年SKY系列再推新品：S160、Y3、Ymini



资料来源：天猫九阳官方旗舰店

创意单品方面，围绕用户需求推出空气炸锅、烤箱等新品。公司在创意单品上主要围绕用户需求进行创新，如：健康生活热潮下推出无油空气炸锅，单身经济下推出小型“一人食”小烤箱等，并在萌潮化趋势下推出IP联名款，提升产品“颜值”。

图37：九阳 VF171 空气炸锅新品



资料来源：天猫九阳官方旗舰店

图38：九阳 V161XL 小烤箱新品（LINE FRIENDS 联名）

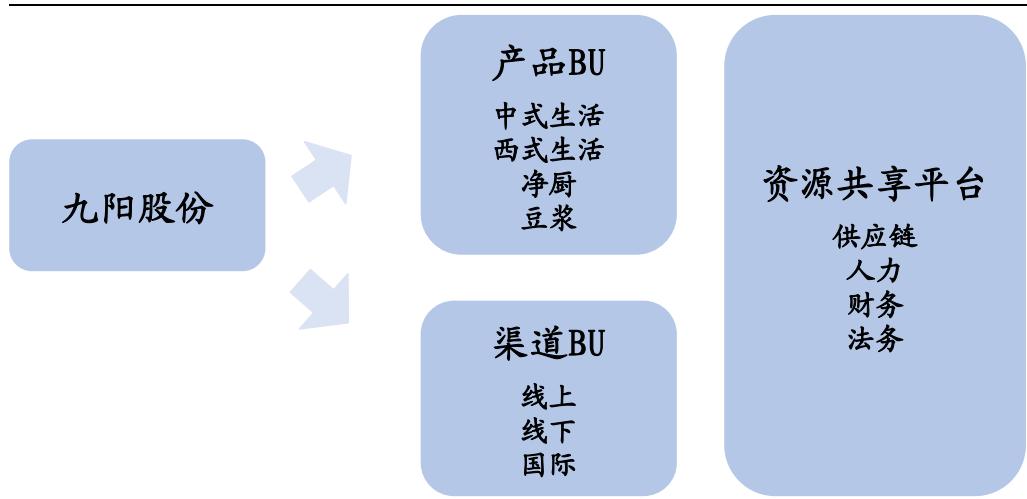


资料来源：天猫九阳官方旗舰店

3.2.4. “新”架构：由事业部转型 BU 制，提高效率共享资源

组织架构方面，公司由事业部制改革为 BU 制以提升效率。2019 年，公司由原有的事业部转变为产品 BU 和渠道 BU 架构。**1) 产品 BU：**主要分为中式生活、西式生活、净厨和豆浆四大类，并向下细分为 20 余个小品类，每条产品线有专人负责业绩。**2) 渠道 BU：**主要分为线上、线下和国际三个部分，与产品 BU 共同构成网格，覆盖每个员工。**3) 资源共享平台：**公司的职能部门为各 BU 提供财务、法务等方面的支持。转型后，业绩责任和部分激励落实到具体 BU 负责人身上，权责与激励更加分明，效率更高。

图39：公司组织架构改革为 BU 制



资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2.5、“新”领域：收购 SharkNinja 进军清洁小家电，优势互补发挥协同效应

公司收购 SharkNinja，进军清洁类小家电领域。2017 年 10 月，九阳股份控股股东上海力鸿联合鼎晖投资收购 SharkNinja (HongKong)，随后开展其与九阳的业务整合。2018 年 7 月，九阳股份出资 1250 万元收购 SharkNinja 中国营运公司尚科宁家 51% 的股权，成为其控股股东。

图40：九阳股份收购美国高端清洁类小家电公司 SharkNinja



资料来源：公司公告、开源证券研究所

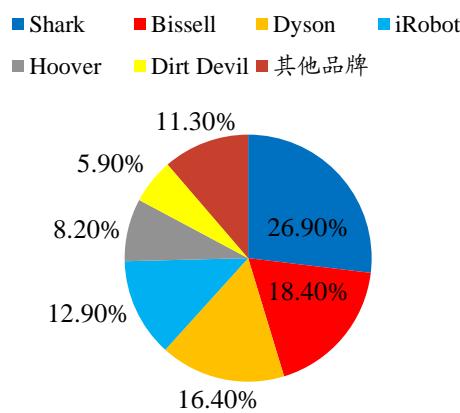
SharkNinja 专注清洁领域，Shark 品牌美国市占率较高。SharkNinja 是一家全球化清洁和厨房家电公司，于 1998 年成立，总部位于美国波士顿，拥有多元化产品矩阵，覆盖吸尘器、随手吸、蒸汽清洁机和扫地机器人等多个产品品类。在美国，Shark 品牌市占率较高，2017 年其吸尘器市场份额达 26.9%（排名第一）。在中国，SharkNinja 于 2016 年成立苏州设计及测试中心，并逐步打开内地市场。

图41: SharkNinja 在清洁领域具备多元化产品矩阵



资料来源：公司官网、开源证券研究所

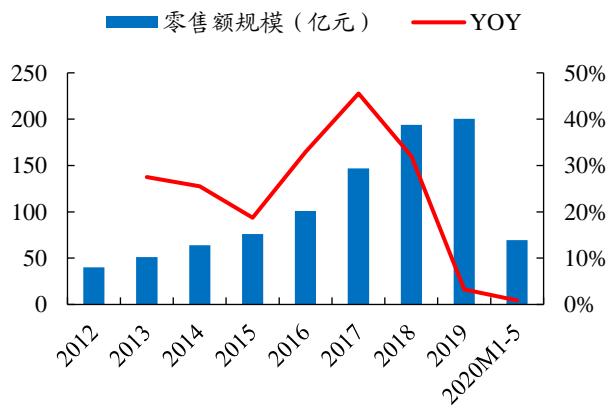
图42: 2017年 Shark 品牌在美国吸尘器市场中份额较高



数据来源：中关村在线、开源证券研究所

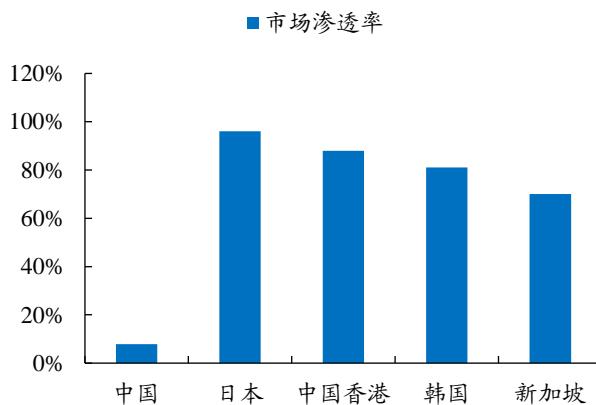
吸尘器行业规模较快增长，未来仍有成长空间。1) 在规模上，2012~2019年，吸尘器零售额规模由40亿元提升至200亿元，CAGR为25.88%，增长较快。2020Q1吸尘器零售额为69.6亿元，同比增长0.87%，主要系疫情影响。2) 在渗透率上，根据欧睿国际数据，2018年日本、中国香港、韩国、新加坡的吸尘器渗透率分别为96%、88%、81%、70%，而中国吸尘器(不含除螨仪与扫地机器人)的渗透率为7.8%，未来有较大发展空间。

图43: 吸尘器行业规模增长较快



数据来源：奥维数据、开源证券研究所

图44: 2018年，中国吸尘器渗透率显著低于发达市场



数据来源：欧睿国际、开源证券研究所

九阳股份与SharkNinja优势互补，发挥协同效应。1) 在渠道上，SharkNinja可借助九阳股份密集的线下网点拓展业务。根据公司2019年报披露，九阳股份线下仍有4万余个销售终端，借助其渠道优势SharkNinja可以较低的成本更快捷的推广产品。2) 在品牌上，九阳可借助Shark的国际知名度提升品牌形象。二者形成优势互补，能够发挥良好的协同效应，促进公司业绩增长。

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 随着小家电行业规模继续扩大以及新兴品类渗透率的提升，小家电行业整体市场规模有望继续扩大，龙头公司市占率稳定，地位较为稳固。

(2) 公司在品牌上进行年轻化，渠道上拓展线下自有品牌店，产品上进行核心和创意单品的创新，架构上转型 BU 制，另外收购 SharkNinja 拓展业务至清洁类小家电领域。其中，SKY 高端系列新品推出将拉动毛利率提升，预计 2020~2022 年毛利率分别为 32.7%，32.9%，33.1%；预计公司费用率保持稳定。

4.2、盈利预测与估值

九阳股份是国内厨房小家电行业的龙头公司之一。我们认为，行业空间较大，市场规模有望继续扩大，尤其料理机等新兴品类增长迅速。公司作为厨房小家电行业龙头有望继续受益市场规模的扩大。另外，公司在保持原有品牌、渠道和产品优势的基础上，继续扩产品、拓渠道和进行品牌年轻化，还进行架构改革和收购海外清洁类小家电 Shark 品牌等，公司有望实现进一步的业绩增长。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 9.30/10.83/12.38 亿元，对应 EPS 为 1.21/1.41/1.61 元，当前股价对应 PE 为 29.1/25.0/21.8 倍。相对于主打创意小家电的可比公司新宝股份、小熊电器，九阳股份由于传统品类业务较多，因此估值略低，但与同业务类型的苏泊尔估值水平基本一致。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：可比家电公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002032.SZ	苏泊尔	84.00	14.97	2.87	15.60	11.82	35.90	34.85	30.22	27.01
002705.SZ	新宝股份	45.10	36.7	51.0	24.1	22.5	52.44	34.96	28.01	22.89
002959.SZ	小熊电器	145.92	44.6	69.4	27.7	24.1	84.84	50.14	39.23	31.58
A 股平均							57.73	39.99	32.48	27.16
002242.SZ	九阳股份	35.22	9.3	12.9	16.4	14.4	32.8	29.1	25.0	21.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/07/24，除九阳股份、新宝股份、小熊电器外，其他公司使用 Wind 一致预期预测数据。）

5、风险提示

- 1) 疫情形势恶化：公司国内外业务受挫，生产销售受到冲击。
- 2) 行业竞争加剧：小家电行业竞争加剧，导致价格战等恶性竞争，影响业绩。
- 3) 新品拓展不及预期：公司新品在推广中存在销售不达预期的可能。
- 4) SharkNinja 在国内拓展不及预期：SharkNinja 存在业务受阻不达预期的可能。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4819	5522	6209	7944	8353	营业收入	8169	9351	10455	12013	13598
现金	1091	1603	2942	3833	4416	营业成本	5544	6310	7033	8062	9096
应收票据及应收账款	2572	1442	3046	2111	3727	营业税金及附加	49	47	70	79	82
其他应收款	26	24	32	32	41	营业费用	1377	1477	1651	1897	2147
预付账款	50	17	58	28	69	管理费用	310	389	378	450	530
存货	747	1086	0	1240	0	研发费用	298	330	376	437	498
其他流动资产	332	1349	130	700	100	财务费用	-11	-25	-40	-72	-88
非流动资产	1841	1946	1581	1649	1803	资产减值损失	10	-0	0	0	0
长期投资	257	255	273	298	322	其他收益	43	46	0	0	0
固定资产	702	681	720	784	836	公允价值变动收益	0	13	3	4	5
无形资产	126	123	101	83	64	投资净收益	135	60	80	91	92
其他非流动资产	757	887	487	484	581	资产处置收益	108	1	0	0	0
资产总计	6660	7468	7790	9594	10157	营业利润	878	943	1069	1254	1429
流动负债	2828	3700	3528	4648	4481	营业外收入	4	6	35	16	15
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	11	9	11	10	10
应付票据及应付账款	1764	2781	2284	3522	3029	利润总额	871	940	1093	1260	1434
其他流动负债	1064	919	1243	1126	1452	所得税	129	134	154	178	206
非流动负债	3	17	17	17	17	净利润	742	806	939	1083	1229
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-13	-18	9	-0	-9
其他非流动负债	3	17	17	17	17	归母净利润	754	824	930	1083	1238
负债合计	2830	3717	3545	4665	4498	EBITDA	915	982	1109	1242	1408
少数股东权益	20	-2	7	7	-3	EPS(元)	0.98	1.07	1.21	1.41	1.61
股本	768	767	767	767	767						
资本公积	843	887	887	887	887	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	2206	2066	2504	2865	3309	成长能力					
归属母公司股东权益	3810	3753	4238	4922	5661	营业收入(%)	12.7	14.5	11.8	14.9	13.2
负债和股东权益	6660	7468	7790	9594	10157	营业利润(%)	8.7	7.3	13.4	17.3	14.0
						归属于母公司净利润(%)	9.5	9.3	12.9	16.4	14.4
						获利能力					
						毛利率(%)	32.1	32.5	32.7	32.9	33.1
						净利率(%)	9.2	8.8	8.9	9.0	9.1
						ROE(%)	19.4	21.5	22.1	22.0	21.7
						ROIC(%)	18.7	20.4	20.8	20.2	19.8
现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
经营活动现金流	409	1253	1202	1275	1149	资产负债率(%)	42.5	49.8	45.5	48.6	44.3
净利润	742	806	939	1083	1229	净负债比率(%)	-28.4	-42.7	-69.3	-77.8	-78.0
折旧摊销	77	90	84	84	97	流动比率	1.7	1.5	1.8	1.7	1.9
财务费用	-11	-25	-40	-72	-88	速动比率	1.3	0.9	1.7	1.3	1.8
投资损失	-135	-60	-80	-91	-92	营运能力					
营运资金变动	-170	410	302	275	8	总资产周转率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
其他经营现金流	-94	32	-3	-4	-5	应收账款周转率	3.7	4.7	4.7	4.7	4.7
投资活动现金流	342	-365	542	-57	-154	应付账款周转率	4.0	2.8	2.8	2.8	2.8
资本支出	112	90	1	43	30	每股指标(元)					
长期投资	-43	122	-18	-20	-24	每股收益(最新摊薄)	0.98	1.07	1.21	1.41	1.61
其他投资现金流	411	-153	525	-35	-149	每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	1.63	1.57	1.66	1.50
筹资活动现金流	-516	-637	-405	-327	-411	每股净资产(最新摊薄)	4.97	4.89	5.52	6.42	7.38
短期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款	0	0	0	0	0	P/E	35.8	32.8	29.1	25.0	21.8
普通股增加	0	-0	0	0	0	P/B	7.1	7.2	6.4	5.5	4.8
资本公积增加	-53	44	0	0	0	EV/EBITDA	28.4	25.7	21.7	18.7	16.1
其他筹资现金流	-463	-682	-405	-327	-411						
现金净增加额	236	253	1339	890	584						

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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R3（中风险），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C3、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C3、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，属于机密材料，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，开源证券不对其实内容负责。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形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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835