

# 九号公司 (689009.SH) 电动两轮车持续放量，继续看好 2023 年盈利提升

2023 年 03 月 31 日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**吕明（分析师）**
**周嘉乐（分析师）**
**陆帅坤（联系人）**

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

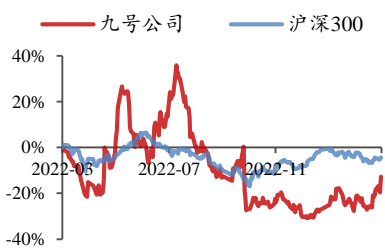
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2023/3/31
当前股价(元)	37.64
一年最高最低(元)	60.66/30.14
总市值(亿元)	26.89
流通市值(亿元)	19.26
总股本(亿股)	0.71
流通股本(亿股)	0.51
近 3 个月换手率(%)	590.04

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《2022Q4 业绩符合预期，继续看好 2023 年盈利提升—公司信息更新报告》-2023.3.2

《2022Q3 自主品牌恢复高增，费用提升挤压短期利润—公司信息更新报告》-2022.10.25

《宏观扰动致收入短期承压，2022Q2 盈利边际改善—公司信息更新报告》-2022.8.16

### ● 2022Q4 盈利提升，继续看好规模效应下长期盈利提升，维持“买入”评级

2022 年公司实现营收 101.24 亿元 (+10.7%)，归母净利润 4.51 亿元 (+9.73%)，扣非归母净利润 3.8 亿元 (+48.21%)，2022Q4 营收 24.92 亿元 (+28.23%)，归母净利润 0.57 亿元 (+155.2%)，扣非归母净利润-0.18 亿元 (+81.22%)。非经常性损益主要来自于投资收益以及政府补助等事项。考虑到后续成本回落以及规模效应持续，我们维持 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润为 6.97/10.55/13.65 亿元，对应 EPS 为 9.75/14.77/19.11 元，当前股价对应 PE 分别为 44.4/29.3/22.7 倍，维持“买入”评级。

### ● 电动两轮车规模效应下盈利提升明显，自主品牌和共享滑板车稳健增长

分产品看，2021 年公司电动滑板车/电动两轮车&电踏车/机器人/全地形车分别实现营收 55.63/26.63/1.21/5.87 亿元，同比分别-9.2%/+99.58%/+466.72%/+4.82%。电动两轮车销量 82.62 万台(+97%)，剔除建店补贴影响后均价 3063 元(+7.14%)，规模效应下预计两轮车利润率 3.7%，相较于 2022H1 实现提升。分地区看，境内/境外市场营收同比分别-6.71%/+29.09%，其中公司欧洲销售中心营收同比 +28.84%，欧美市场保持稳健，境内增长下滑主系小米渠道下滑。展望 2022 年，继续看好渠道、市场扩张下电动两轮车维持高增以及全地形车、割草机快速增长。

### ● 规模效应带动毛利率提升，看好后续成本回落及规模效应持续驱动盈利提升

2022 年公司毛利率 25.97% (+2.75pct)，其中电动两轮车&电踏车/滑板车&平衡车/机器人毛利率同比分别+4.97pct/+4.35pct/+12.88pct，2022Q4 毛利率 28.27% (+5.76pct)，规模效应及结构优化带动毛利率提升。费用端，销售/管理/研发/财务费用率同比分别+2.66pct/+0.24pct/+0.25pct/-2.78pct，销售费用提升主系营销推广费用投放增加，财务费用率下降主系人民币贬值带来较大汇兑收益。综合影响下 2022 年公司净利率 4.45% (-0.04pct)，扣非净利率 3.75% (+0.95pct)。展望后续，伴随海运以及原材料成本回落，规模效应下公司盈利能力有望持续提升。

### ● 风险提示：电动两轮车销量不及预期；滑板车政策收紧；原材料价格上涨等。

## 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	9,146	10,124	12,640	15,764	18,748
YOY(%)	52.4	10.7	24.8	24.7	18.9
归母净利润(百万元)	411	451	697	1,055	1,365
YOY(%)	-458.8	9.7	54.6	51.5	29.3
毛利率(%)	23.2	26.0	28.0	28.8	29.3
净利率(%)	4.5	4.5	5.5	6.7	7.3
ROE(%)	9.5	9.1	12.3	15.7	16.9
EPS(摊薄/元)	5.75	6.31	9.75	14.77	19.11
P/E(倍)	75.3	68.7	44.4	29.3	22.7
P/B(倍)	7.2	6.3	5.5	4.7	3.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2022Q4 营收增速环比提升，盈利能力延续提升趋势.....	3
2、 自主品牌和 TOB 滑板车稳健增长，智能电动两轮车持续放量.....	3
3、 规模效应驱动盈利能力提升，营运能力维持相对健康状况.....	5
3.1、 盈利能力：规模效应及结构优化驱动盈利能力持续提升.....	5
3.2、 营运能力：现金流显著改善，周转效率维持相对健康状况.....	6
4、 展望后市，成本回落和规模效应有望持续，继续看好公司盈利能力提升.....	6
5、 盈利预测与投资建议.....	7
6、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

## 图表目录

图 1： 2022 年公司实现营收 101.24 亿元，同比增长 10.7%.....	3
图 2： 2022Q4 实现营收 24.92 亿元，同比增长 28.23%.....	3
图 3： 2022 年公司实现归母净利润 4.51 亿元（+9.73%），扣非归母净利润 3.8 亿元（+48.21%）.....	3
图 4： 2022Q4 公司实现归母净利润 0.57 亿元（+155.2%），扣非归母净利润-0.18 亿元（+81.22%）.....	3
图 5： 2022 年电动两轮车&电踏车营收占比提升至 26.3%（+11.72pcts）.....	4
图 6： 2022 年公司毛利率 25.97%（+2.75pct）.....	5
图 7： 2022Q4 公司毛利率 28.27%（+5.76pct）.....	5
图 8： 营销推广投放阶段性增加带动销售费用率提升，人民币贬值带动财务费用率下降.....	5
图 9： 2022 年公司扣非净利率为 3.75%（+0.95pct）.....	6
图 10： 2022Q4 公司扣非净利率-0.7%（+4.11pct）.....	6
图 11： 2022 年公司存货周转率略有下降.....	6
图 12： 2022 年公司应收账款周转率略有下降.....	6

## 1、2022Q4 营收增速环比提升，盈利能力延续提升趋势

2022 年公司实现营收 101.24 亿元，同比增长 10.7%。单季度来看，2021Q4 公司实现营收 24.92 亿元，同比增长 28.23%，Q4 单季度增速环比提升。全年收入平稳增长，其中电动两轮车、自主品牌和共享滑板车贡献主要增长，小米渠道滑板车和全地形增长相对疲软。

图1：2022 年公司实现营收 101.24 亿元，同比增长 10.7%

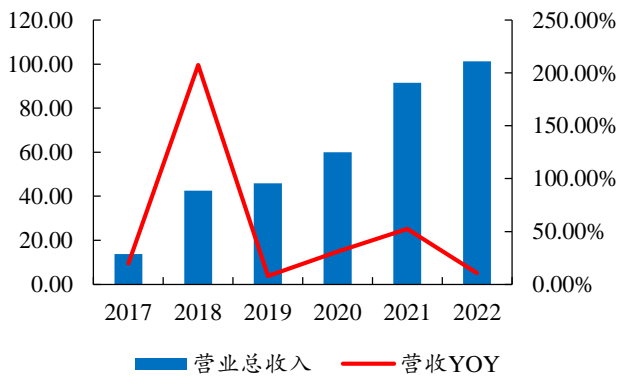
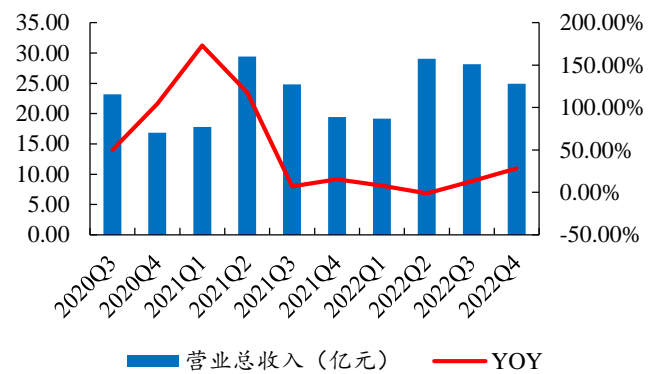


图2：2022Q4 实现营收 24.92 亿元，同比增长 28.23%

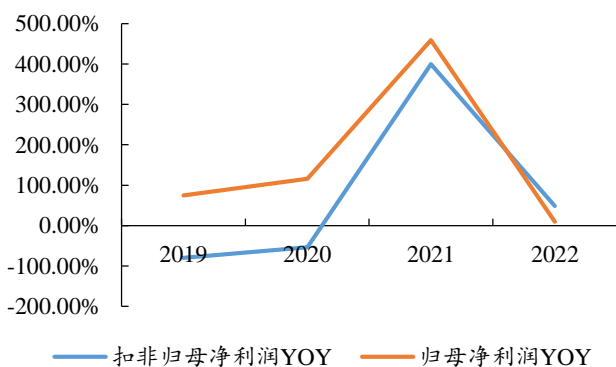


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

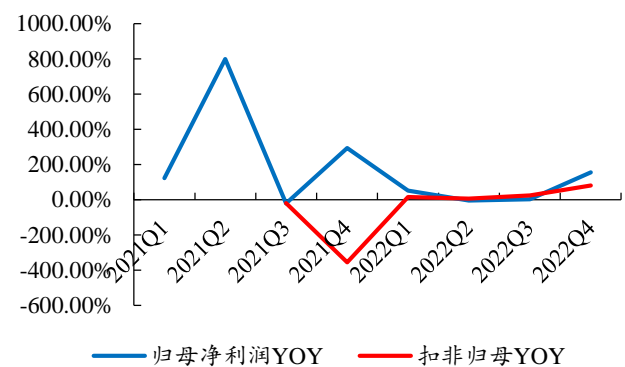
2022 年公司实现归母净利润 4.51 亿元 (+9.73%)，扣非归母净利润 3.8 亿元 (+48.21%)，非经常性损益主要来自于投资收益以及政府补助等，2022 年投资收益及非流动资产处置损益同比减少 1.53 亿元，政府补助同比增加 0.69 亿元。单季度来看，2022Q4 公司实现归母净利润 0.57 亿元 (+155.2%)，扣非归母净利润-0.18 亿元 (+81.22%)。单季度利润差异主要来自于公允价值变动政府补助，2022Q4 公司公允价值变动损益 1.03 亿元，政府补助 0.12 亿元，同比差异主要系 2021 年同期较高投资收益和非流动资产处置损益。

图3：2022 年公司实现归母净利润 4.51 亿元 (+9.73%)，扣非归母净利润 3.8 亿元 (+48.21%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q4 公司实现归母净利润 0.57 亿元 (+155.2%)，扣非归母净利润-0.18 亿元 (+81.22%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、自主品牌和 TOB 滑板车稳健增长，智能电动两轮车持续放量

分业务看，智能滑板车仍为营收重要支柱，电动两轮车贡献主要增长：

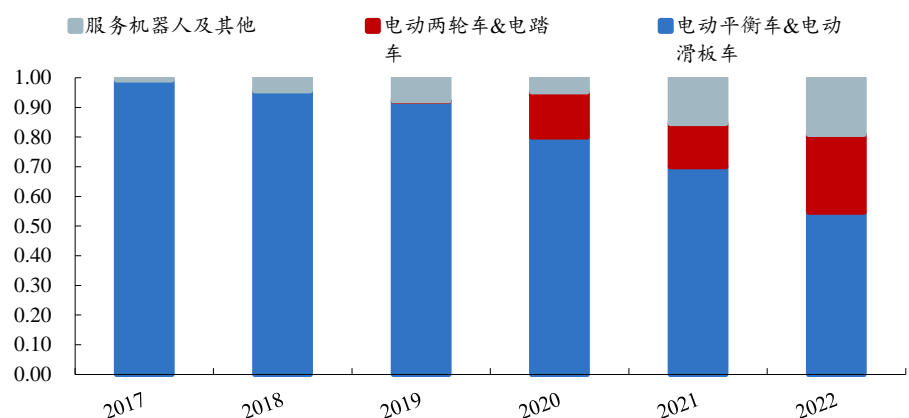
**(1) 电动平衡车与滑板车：**2022 年实现营收 55.37 亿元 (-13.56%)。滑板车方面，2022 年营收 55.63 亿元 (-9.2%)，其中 ToC 自主品牌收入 22.71 亿元 (+21.8%)，小米渠道收入 9.18 亿元 (-63.91%)，ToB 渠道收入 23.75 亿元 (+38.4%)，自主品牌和共享滑板车实现较高增长。**平衡车方面**，2022 年实现营收 7.73 亿元，2022 年同期平衡车及配件收入 10.92 亿元。

**(2) 智能电动两轮车与电踏车：**2022 年实现营收 26.63 亿 (+99.58%)，销量 86.3 万台(+94%)，均价约 3087 元(+2.9%)，剔除建店补贴后均价约 3203 元(+6.74%)**电动两轮车方面**，2022 年收入 24.31 亿元 (+102.43%)，销量 82.62 万台 (+97%)，均价 2942 元 (+2.9%)，加回建店补贴后均价 3063 元 (+7.14%)。根据控股参股子公司披露业绩，预计公司 2022 年电动两轮车事业部利润率 3.7%，相较于上半年业务利润率 2.0%，实现较大幅度提升，主要系规模效应摊薄成本。渠道方面，2022 年国内专卖店约 3000 家，门店拓展符合预期。**电踏车方面**，2022 年收入 2.32 亿元(+73.9%)，销量 3.64 万台 (+47.8%)，均价 6377 元 (+17.7%)。2022 年均价小幅提升主要系中高端新品占比提升，市场拓展方面 E 系列、B 系列产品陆续在英国、日本、墨西哥等十余个国家上市。

**(3) 机器人业务：**2022 年实现营收 1.21 亿元(+466.72%)，整体销量 17149 台。其中割草机器人全年销量 1 万台左右，已进入海外 300 多家经销门店，覆盖德语区，比荷卢，北欧，意大利等核心国家和地区。

**(4) 其他：**2022 年实现营收 19.24 亿元 (+13.85%)，其中全地形车实现营收 5.87 亿 (+4.82%)，2022H2 增速环比 H1 放缓。全地形车于 2021 年正式投入市场，2022 年拓展 3000 多家海外经销门店。根据公司控股参股子公司披露业绩，预计当前全地形车事业部仍有亏损。

**图5：2022 年电动两轮车&电踏车营收占比提升至 26.3% (+11.72pts)**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**分销售模式看，自主品牌收入占比提升。**2022 年公司自主品牌实现营收 62.34 亿元 (+42.73%)，营收占比由 2021 年的 47.75% 提升至 61.57%，而定制渠道营收占比由 2021 年的 32.16% 下降至 12.32%。**分地区看，国内外市场均呈快速增长，海外市场营收占比持续提升。**2022 年公司境内市场营收为 43.85 亿元，同比下降 6.71%；境外市场营收 57.39 亿元，同比增长 29.09%，境外收入高增主要系公司共享业务线和全地形车的境外收入实现较快增长，境内收入下降主要系小米渠道滑板车业务较大幅度下滑，对冲两轮车业务增长。

### 3、规模效应驱动盈利能力提升，营运能力维持相对健康状况

#### 3.1、盈利能力：规模效应及结构优化驱动盈利能力持续提升

(1) **毛利率**：2022 年公司毛利率 25.97% (+2.75pct)。单季度来看，2022Q4 毛利率 28.27% (+5.76pct)，毛利率提升主要系低毛利小米渠道占比降低以及全地形车和电动两轮车结构性升级所致。

图6：2022 年公司毛利率 25.97% (+2.75pct)

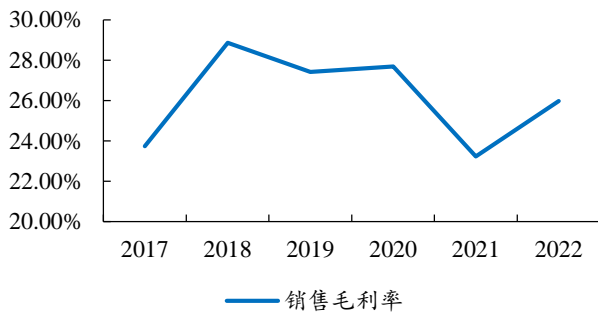
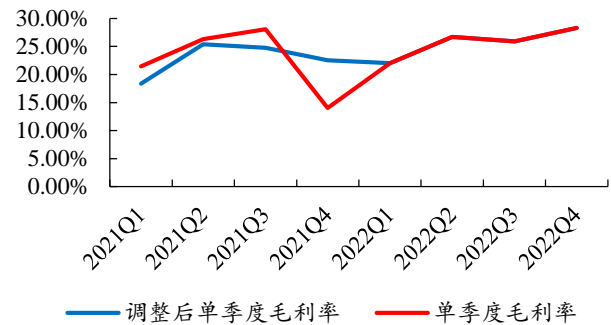


图7：2022Q4 公司毛利率 28.27% (+5.76pct)



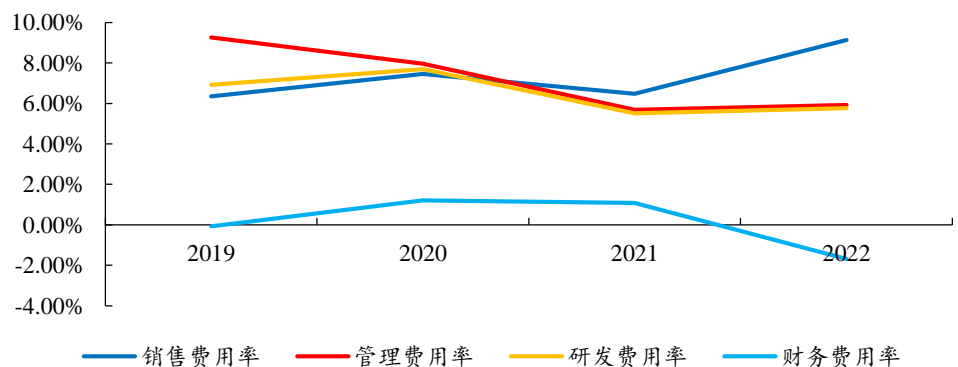
数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**分品类来看**，2022 年滑板车&平衡车毛利率 29.44% (+4.35pct)，毛利率提升主要系低毛利小米渠道占比降低；电动两轮车&电踏车毛利率 16.16% (+4.97pct)，剔除建店补贴后毛利率 20.5%，毛利率提升系规模效应显现；机器人毛利率 49.07% (+12.88pct)，毛利率提升或系高毛利割草机器人占比提升；其他产品毛利率 28.3% (+2.3pct)，毛利率提升或系全地形车结构性变化所致。

(2) **费用率**：2022 年公司期间费用率为 19.14% (+0.38pct)，销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别为 9.14%/5.93%/5.76%/-1.69%，同比分别 +2.66pct/+0.24pct/+0.25pct/-2.78pct，销售费用增加主要系宣传与广告费用上涨，财务费用率减少主要系人民币贬值带来汇兑收益。**单季度看**，公司期间费用率为 25.93% (-4.68pct)，同口径下销售费用/管理费用/研发费用/财务费用分别为 13.3%/5.88%/7.08%/-0.34%，同比分别 +3.28pct/-3.1pct/-1.22pct/-3.64pct，财务费用率较大幅度下降主要系同期较高汇兑损失。

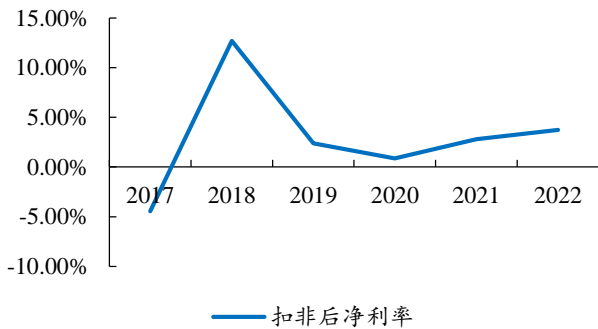
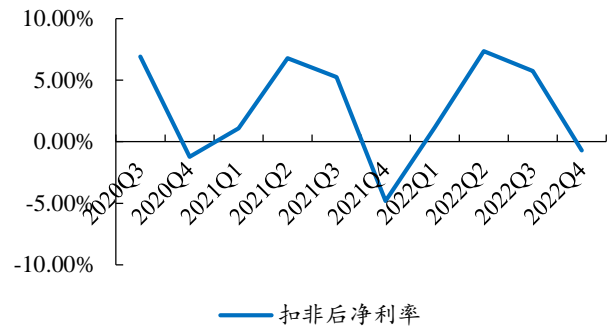
图8：营销推广投放阶段性增加带动销售费用率提升，人民币贬值带动财务费用率下降



数据来源：Wind、开源证券研究所



**(3)净利率:**2022 年公司净利率 4.45%(-0.04pct),扣非净利率 3.75%(+0.95pct),扣非净利率提升主要系业务结构性变化以及两轮车规模效应提升带动公司毛利率改善。单季度来看,2022Q4 公司净利率 2.28%(+1.14pct),扣非净利率-0.7%(+4.11pct)。单季度利润率差异主要来自于政府补助和公允价值变动损益,同比差异主要系 2021 年同期较高投资收益和非流动资产处置损益。

**图9: 2022 年公司扣非净利率为 3.75% (+0.95pct)**

**图10: 2022Q4 公司扣非净利率-0.7% (+4.11pct)**


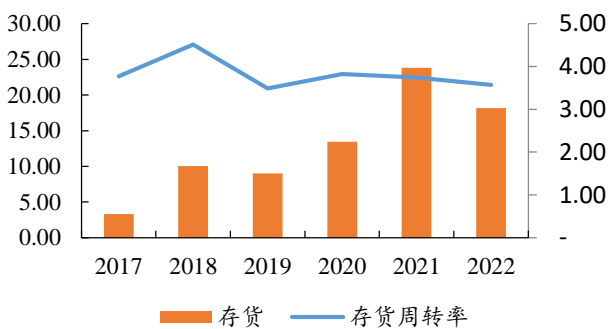
数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

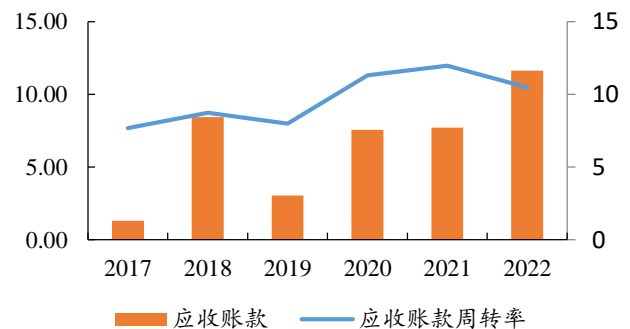
### 3.2、营运能力: 现金流显著改善, 周转效率维持相对健康状况

**(1) 存货周转率:**截至 2022 年底,公司存货 18.17 亿元 (-23.75%),主要系 2021 年年末备货消耗及产成品销售。存货周转率为 3.57,同比降低 0.18,处于相对健康状况。

**(2) 应收账款周转率:**截至 2022 年底,公司应收账款 11.62 亿元 (+50.74%),主要系销售规模提升一级对 OEM 厂物料销售和成品采购业务分别于不同公司进行。应收账款周转率为 10.48,同比降低 1.49,处于相对健康状况。

**图11: 2022 年公司存货周转率略有下降**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图12: 2022 年公司应收账款周转率略有下降**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**(3) 现金流:**2022 年公司经营性现金流为 15.89 亿元 (+1084.26%),主要系销售回款增加、收回应收出口退税款。销售规模效应提升带动公司现金流改善明显。

## 4、展望后市, 成本回落和规模效应有望持续, 继续看好公司

### 盈利能力提升

展望 2023 年, 营收端分产品来看:

**(1) 智能电动滑板车业务:**自主品牌预计保持平稳增长,毛利率有望维持稳定。2023年2月公司智能电动滑板车 E2、F2 系列全球同步上市,F2 定位高阶通勤需求,E2 定位入门级通勤需求。基于前期品牌势能以及产品持续更新迭代,自主品牌业务有望保持平稳增长,同时较好支撑整体毛利率稳定。

**(2) 电动两轮车业务:**公司产品智能化优势明显,预计渠道和市场拓展继续贡献增量。**渠道布局方面,**预计 2023 年中国线下门店将新增 2000 家左右。**市场拓展方面,**海外电动两轮车市场广阔,E 系列和 B 系列产品已陆续在英国、日本、墨西哥等十余个国家上市,后续有望贡献增量。2023 年 3 月公司两轮车累计出货量突破 150 万台,预计 2023Q1 两轮车业务延续较高增长。随着规模增长,规模效应有望继续带动两轮车业务毛利率提升。

**(3) 智能割草机方面,**2023 年预计推出更具价格竞争优势的产品,同时进入新渠道和新市场,开拓线上亚马逊渠道以及进入美国和澳新市场。当前海外智能割草机渗透率较低,随着产品功能升级以及性价比提升,割草机有望迎来高速增长。**全地形车方面,**发力美国市场,预计推出新一代混动产品,建议关注营收增长边际改善。

**展望 2023 年,我们继续看好公司盈利能力持续提高,**一方面随着智能电动两轮车持续放量,规模效应下毛利率有望逐步改善从而增厚业绩,规模的快速扩张也将进一步摊薄管理费用和研发费用。另一方面原材料成本回落以及海运费用下降也将进一步支撑公司毛利率提升,2022 年公司运输费用 3.61 亿元 (+72.45%),CCFI 数据显示 2022 年 9 月以来海运综合价格指数同比开始较大幅度下降,2022 年由于旺季错期影响公司毛利率受海运下降利好有限,2023 年有望充分受益海运成本下降带来的毛利率优化。

## 5、盈利预测与投资建议

考虑到后续成本回落以及规模效应持续,我们维持 2023-2024 年盈利预测,新增 2025 年盈利预测,预计 2023-2025 年公司归母净利润为 6.97/10.55/13.65 亿元,对应 EPS 为 9.75/14.77/19.11 元,当前股价对应 PE 分别为 44.4/29.3/22.7 倍,维持“买入”评级。

## 6、风险提示

电动两轮车销量不及预期;滑板车政策收紧;原材料价格上涨等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6127	7209	7955	10414	11664
现金	1726	3081	2897	4590	6161
应收票据及应收账款	771	1185	1326	1724	1745
其他应收款	34	68	103	80	116
预付账款	183	108	171	221	251
存货	2383	1817	2622	2921	2490
其他流动资产	1030	950	835	878	901
<b>非流动资产</b>	1545	2184	2158	2271	2326
长期投资	14	14	19	22	26
固定资产	589	937	1022	1158	1263
无形资产	339	333	313	296	268
其他非流动资产	603	900	804	795	769
<b>资产总计</b>	7672	9393	10112	12685	13990
<b>流动负债</b>	3152	4216	4176	5695	5642
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1941	2897	2977	4267	4288
其他流动负债	1212	1319	1199	1428	1354
<b>非流动负债</b>	247	232	225	226	223
长期借款	21	23	16	17	14
其他非流动负债	226	209	209	209	209
<b>负债合计</b>	3400	4447	4401	5921	5865
少数股东权益	-2	49	47	43	39
股本	0	0	71	71	71
资本公积	7579	7702	7702	7702	7702
留存收益	-3071	-2621	-1926	-874	487
<b>归属母公司股东权益</b>	4275	4897	5665	6720	8085
负债和股东权益	7672	9393	10112	12685	13990

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-161	1589	-6	2070	1912
净利润	408	449	694	1052	1361
折旧摊销	121	160	156	187	188
财务费用	99	-171	190	158	187
投资损失	-90	24	-28	-31	-12
营运资金变动	-822	1122	-991	772	257
其他经营现金流	122	5	-27	-68	-70
<b>投资活动现金流</b>	-8	-662	-32	-222	-151
资本支出	266	433	67	80	55
长期投资	159	-259	-4	-4	-3
其他投资现金流	417	-488	30	-146	-100
<b>筹资活动现金流</b>	-304	50	-145	-155	-190
短期借款	-318	0	0	0	0
长期借款	21	2	-7	1	-3
普通股增加	0	0	71	0	0
资本公积增加	173	123	0	0	0
其他筹资现金流	-180	-75	-210	-156	-187
<b>现金净增加额</b>	-510	1018	-184	1693	1571

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	9146	10124	12640	15764	18748
营业成本	7022	7495	9101	11224	13255
营业税金及附加	36	42	58	67	81
营业费用	592	925	1201	1482	1725
管理费用	520	600	733	906	1069
研发费用	504	583	733	914	1087
财务费用	99	-171	190	158	187
资产减值损失	-51	-152	-126	-161	-220
其他收益	17	29	19	22	23
公允价值变动收益	53	79	50	61	63
投资净收益	90	-24	28	31	12
资产处置收益	42	2	2	2	2
<b>营业利润</b>	511	565	849	1289	1663
营业外收入	9	17	14	13	15
营业外支出	20	20	16	19	18
<b>利润总额</b>	500	563	847	1283	1660
所得税	92	114	152	231	299
<b>净利润</b>	408	449	694	1052	1361
少数股东损益	-3	-2	-2	-3	-4
<b>归属母公司净利润</b>	411	451	697	1055	1365
EBITDA	570	632	914	1358	1687
EPS(元)	5.75	6.31	9.75	14.77	19.11

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	52.4	10.7	24.8	24.7	18.9
营业利润(%)	251.5	10.7	50.2	51.8	29.0
归属于母公司净利润(%)	-458.8	9.7	54.6	51.5	29.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.2	26.0	28.0	28.8	29.3
净利率(%)	4.5	4.5	5.5	6.7	7.3
ROE(%)	9.5	9.1	12.3	15.7	16.9
ROIC(%)	8.2	7.4	10.9	14.2	15.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	44.3	47.3	43.5	46.7	41.9
净负债比率(%)	-36.2	-59.0	-49.0	-66.5	-74.8
流动比率	1.9	1.7	1.9	1.8	2.1
速动比率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.2	1.3	1.4	1.4
应收账款周转率	12.0	10.4	10.1	10.3	10.8
应付账款周转率	3.8	3.1	3.1	3.1	3.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	5.75	6.31	9.75	14.77	19.11
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.26	22.24	-0.08	28.98	26.77
每股净资产(最新摊薄)	59.83	68.54	78.29	93.06	112.17
<b>估值比率</b>					
P/E	75.3	68.7	44.4	29.3	22.7
P/B	7.2	6.3	5.5	4.7	3.9
EV/EBITDA	50.5	43.3	30.2	19.0	14.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明



## 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R4（中高风险），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，属于商业秘密材料，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方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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn