

飞科电器 (603868.SH) Q1 毛利率延续提升，看好推新开启新一轮产品周期

2023 年 05 月 04 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

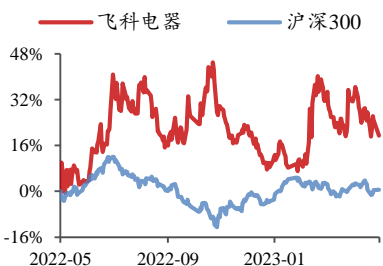
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2023/5/4
当前股价(元)	74.20
一年最高最低(元)	93.53/58.10
总市值(亿元)	323.22
流通市值(亿元)	323.22
总股本(亿股)	4.36
流通股本(亿股)	4.36
近3个月换手率(%)	16.15

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3 业绩延续高增，品牌升级驱动净利率持续提升——公司信息更新报告》-2022.10.30

《改革红利持续释放叠加国货崛起风口机遇，个护电器龙头品牌升级再启航——公司首次覆盖报告》-2022.8.25

● 2023Q1 业绩较快增长，看好推新开启新一轮产品周期，维持“买入”评级

2022 年公司实现营收 46.3 亿元 (+15.5%)，归母净利润 8.2 亿元 (+28.5%)，扣非净利润 7.7 亿元 (+32.0%)，主系中高端产品销售占比提升到 45.2%。2023Q1 营收 13.7 亿元 (+22.7%)，归母净利润 3.2 亿元 (+35.3%)，扣非净利润 2.8 亿元 (+23.5%)。考虑到个护需求预计将缓慢修复，我们下调 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 11.1/13.8/16.9 亿元(2023-2024 年原值为 12.0/14.0 亿元)，对应 EPS 分别为 2.55/3.16/3.87 元，当前股价对应 PE 为 29.1/23.4/19.2 倍，考虑到持续推新拓品类、提结构，维持“买入”评级不变。

● 2022 年剃须刀/电吹风均价提升，2023Q1 个护品类线上均价延续提升趋势

2022 年剃须刀/电吹风/电动牙刷分别+15.5%/+16.3%/+111.8%。2022 年剃须刀/电吹风均价分别+32.1%/+11.6%。2022 年剃须刀/电吹风销量分别-12.6%/+4.2%。2022 年博锐品牌实现营收 4.0 亿元 (+13.5%)，预计将稳步承接飞科品牌升级前对应的中低端需求。持续推新卖贵和飞科品牌升级趋势下，公司产品均价持续提升，根据久谦数据，2023Q1 飞科品牌电动剃须刀天猫渠道均价+22%；电吹风天猫渠道均价+33%；电吹风抖音渠道均价+203%；电动牙刷天猫渠道均价+9%。**分模式看**，公司营销端高举高打、推行线上 C 端化，直营占比持续提升。2022 年公司直销/经销同比分别+54.4%/-8.8%，直销业务占比达 51.3% (+12.9pct)。看好在高速电吹风、便携式剃须刀、电动牙刷推新拉动下，开启新一轮产品周期。

● 推新卖贵带动 2023Q1 毛利率持续提升，看好新品推出下净利率持续提升趋势

2022 年毛利率 53.6% (+6.6pct)，2022Q4 毛利率为 53.7% (+7.0pct)，2023Q1 毛利率为 56.1% (+2.0pct)。费用端公司高举高打，2022 年销售费用率+5.5pct，2022Q4 销售费用率+11.8pct。2023Q1 销售费用率+3.6pct。综合影响下 2022 年公司净利率为 17.8% (+1.8pct)，2022Q4 净利率为 8.9% (-3.2pct)，2023Q1 净利率为 23.3% (+2.2pct)。公司产品储备丰富，看好新品拉动下公司净利率持续提升。

● 风险提示：市场需求不及预期、行业竞争加剧、吹风机拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,005	4,627	5,703	6,995	8,427
YOY(%)	12.3	15.5	23.3	22.6	20.5
归母净利润(百万元)	641	823	1,112	1,378	1,685
YOY(%)	0.4	28.4	35.2	23.9	22.2
毛利率(%)	47.0	53.6	57.0	59.0	60.0
净利率(%)	15.9	17.8	19.5	19.7	20.0
ROE(%)	21.0	24.0	24.5	23.3	22.2
EPS(摊薄/元)	1.47	1.89	2.55	3.16	3.87
P/E(倍)	50.4	39.3	29.1	23.4	19.2
P/B(倍)	10.6	9.4	7.1	5.5	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、产品结构升级拉动 2023Q1 业绩较快增长，看好推新开启新一轮产品周期.....	3
1.1、 营收拆分：剃须刀/电吹风双位数增长，直销占比进一步提升.....	3
1.2、 盈利能力：结构升级下均价提升带动毛利率提升，费用率趋于稳定.....	4
1.3、 现金流充足，2023Q1 存货/应收账款周转效率明显提升.....	5
2、 飞科天猫/抖音双渠道电动剃须刀/电吹风均价不断提升.....	5
3、 盈利预测与投资建议.....	7
4、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

图表目录

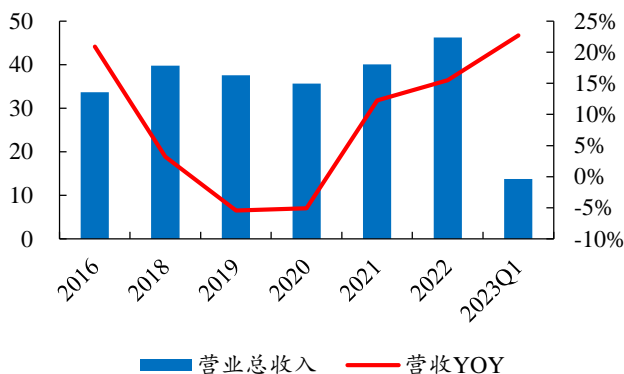
图 1： 2022 年营收实现 46.27 亿元（+15.53%），2023Q1 营收实现 13.74 亿元（+22.73%）.....	3
图 2： 2022 年归母净利润实现 8.23 亿元（+28.45%），2023Q1 归母净利润 3.20 亿元（+35.3%）.....	3
图 3： 2022 年直销/经销分别实现 23.66/22.47 亿元，同比分别+54.43%/-8.78%，直销业务占比 51.29%（+12.94pct）.....	4
图 4： 2022 年博锐/飞科分别实现营收 4.04/42.23 亿元，同比分别+15.72%/+13.5%.....	4
图 5： 2022 年毛利率/净利率分别为 53.63%/17.79%，分别+6.6/+1.79pct；2023Q1 毛利率/净利率分别为 56.09%/23.31%，分别+2.02/+2.17pct.....	4
图 6： 2022 年销售/管理/研发/财务费用率分别+5.47/-0.54/-1.37/-0.04pct，2023Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别+3.61/-0.64/-0.32/+0.01pct.....	4
图 7： 2022 年经营性现金净额为 8.16 亿元（+10.13%），2023Q1 经营性现金净额为 5.78 亿元（+743.46%）.....	5
图 8： 截至 2022 年末公司存货/应收账款周转天数分别为 108.1/26.2 天，分别+11.8/-14.75 天.....	5
图 9： 飞科天猫电动剃须刀 2022 年销量-25.77%，均价+36.36%；2023Q1 销量-36.35%，均价+22.35%.....	6
图 10： 飞科抖音电动剃须刀 2022 年销量+1282%， 2023Q1 销量+664.2%，均价保持在 200 元左右.....	6
图 11： 飞科天猫电吹风 2022 年销量-27.26%，均价+17.55%；2023Q1 销量-28.25%，均价+32.93%.....	6
图 12： 飞科抖音电吹风 2022 年销量+292%，均价+99.45%；2023Q1 销量+27.46%，均价+202.5%.....	6
图 13： 飞科天猫电动牙刷 2022 年销量+131.61%，2023Q1 销量+39.49%，均价 195.4 元（+8.56%）.....	7
图 14： 飞科抖音电动牙刷 2022 年销量+1553%，均价 167 元左右；2023Q1 销量 5.18 万件（+286.51%）.....	7
表 1： 2022 年公司电动剃须刀/电吹风产品均价分别同比+32.08%/+11.64%.....	3

1、产品结构升级拉动 2023Q1 业绩较快增长，看好推新开启新一轮产品周期

一轮产品周期

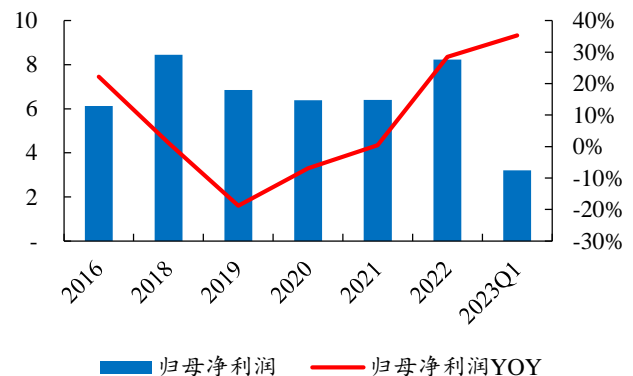
2022 年公司实现营收 46.27 亿元(+15.53%)，归母净利润 8.23 亿元(+28.45%)，扣非净利润 7.71 亿元(+32.04%)，主系中高端产品销售占比提升到 45.22% 带动产品均价提升。2022Q4 实现营收 9.13 亿元(-20.08%)，归母净利润 0.81 亿元(-41.3%)，扣非净利润 0.72 亿元(-44.66%)，疫情下物流发货受阻导致业绩出现异常性下滑。2023Q1 实现营收 13.74 亿元(+22.73%)，归母净利润 3.20 亿元(+35.3%)，扣非净利润 2.79 亿元(+23.51%)。

图1：2022 年营收实现 46.27 亿元 (+15.53%)，2023Q1 营收实现 13.74 亿元 (+22.73%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022 年归母净利润实现 8.23 亿元 (+28.45%)，2023Q1 归母净利润 3.20 亿元 (+35.3%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、营收拆分：剃须刀/电吹风双位数增长，直销占比进一步提升

收入按业务拆分：2022 年公司个护电器/生活电器/其他业务分别实现 43.47/1.31/1.35 亿元，同比分别+17.53%/-26.51%/+14.02%。

收入按产品拆分：2022 年电动剃须刀/电吹风/电动理发器/电动牙刷/鼻毛修剪器分别实现 32.12/6.02/2.64/1.23/1.34 亿元，分别+15.5%/+16.3%/-0.7%/+111.8%/+157.6%，占比较高的核心剃须刀业务较快增长带动整体发展。均价方面，2022 年公司电动剃须刀/电吹风产品均价分别同比+32.08%/+11.64%。

表1：2022 年公司电动剃须刀/电吹风产品均价分别同比+32.08%/+11.64%

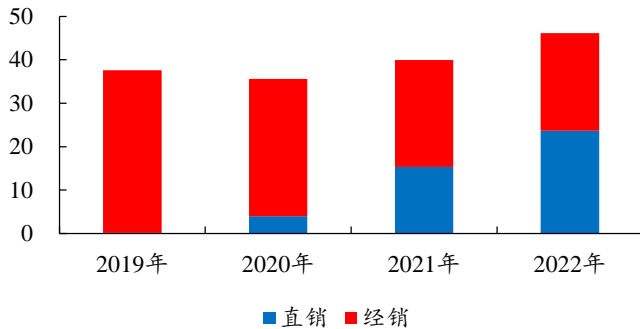
	销量 (万件)			销额 (亿元)			均价 (元)		
	2022 年	2021 年	同比	2022 年	2021 年	同比	2022 年	2021 年	同比
电动剃须刀	4,774	5,462	-12.59%	32.12	27.83	15.45%	67.29	50.94	32.08%
电吹风	1,302	1,250	4.18%	6.02	5.18	16.31%	46.27	41.44	11.64%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

收入按模式拆分：2022 年公司直销/经销分别实现 23.66/22.47 亿元，同比分别+54.43%/-8.78%，直销业务占比为 51.29% (+12.94pct)。

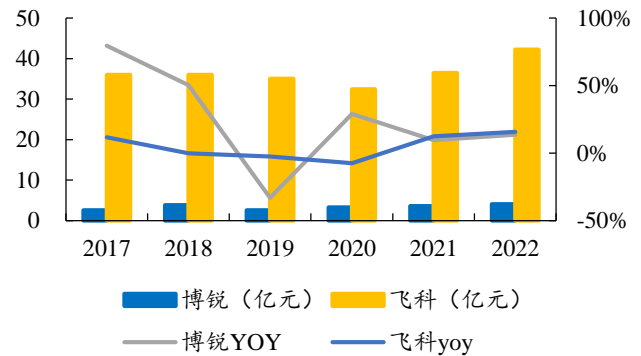
收入按品牌拆分：2022 年博锐/飞科分别实现营收 4.04/42.23 亿元，同比分别+15.72%/+13.5%，多品牌战略进一步巩固市场地位。

图3：2022年直销/经销分别实现23.66/22.47亿元，同比分别+54.43%/-8.78%，直销业务占比51.29%(+12.94pct)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2022年博锐/飞科分别实现营收4.04/42.23亿元，同比分别+15.72%/+13.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

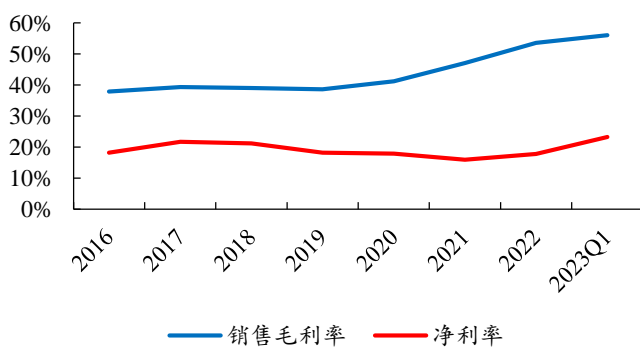
1.2、盈利能力：结构升级下均价提升带动毛利率提升，费用率趋于稳定

(1) **毛利率**：2022年毛利率53.63% (+6.6pcts)，主系产品均价提升，Q4毛利率为53.71% (+6.98pcts)，2023Q1毛利率为56.09% (+2.02%)。2022年公司个护电器/生活电器/其他产品毛利率分别为54.25%/39.69%/46.14%，同比分别+6.12/+16.91/+0.45pct。

(2) **净利率**：2022年公司净利率为17.79% (+1.79pct)，2022Q4净利率为8.86% (-3.2pct)，2023Q1净利率为23.31% (+2.17pct)。

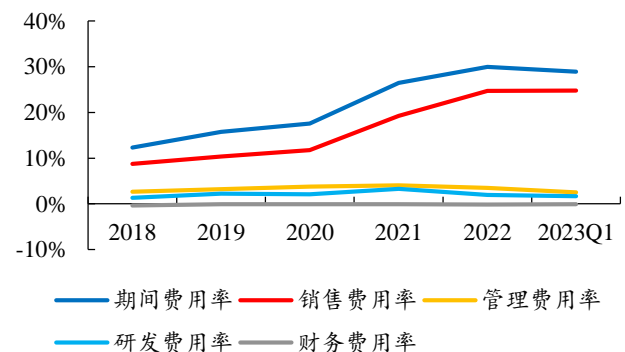
(3) **费用端**：2022年公司期间费用率为29.97% (+3.52pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为24.69%/3.48%/1.92%/-0.12%，同比分别+5.47/-0.54/-1.37/-0.04pct。2022Q4销售/管理/研发/财务费用率分别+11.81/-0.86/-1.88/-0.06pct，2023Q1销售/管理/研发/财务费用率分别+3.61/-0.64/-0.32/+0.01pct。销售费用变动主系推广费及职工薪酬等增加，财务费用变动主系汇兑收益增加，研发费用变动主系研发模具、材料投入减少。渠道建设、营销打法成熟后公司销售费用率趋于稳定。

图5：2022年毛利率/净利率分别为53.63%/17.79%，分别+6.6/+1.79pct；2023Q1毛利率/净利率分别为56.09%/23.31%，分别+2.02/+2.17pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022年销售/管理/研发/财务费用率分别+5.47/-0.54/-1.37/-0.04pct，2023Q1销售/管理/研发/财务费用率分别+3.61/-0.64/-0.32/+0.01pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

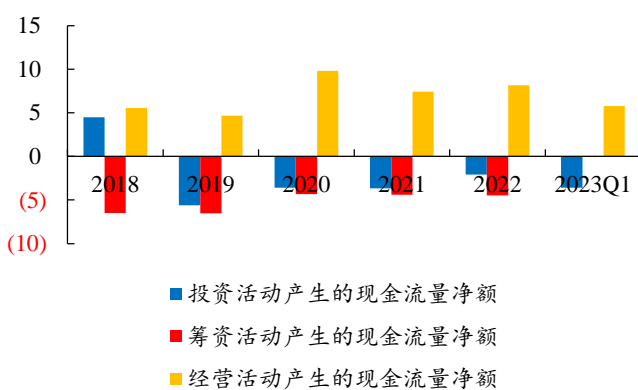
1.3、现金流充足，2023Q1 存货/应收账款周转效率明显提升

(1) 现金流：2022 年经营性现金净额为 8.16 亿元 (+10.13%)，主要系营收增加带来现金回流增加；投资活动现金净额为-2.1 亿元 (+42.57%)，主系支付的工程款与购买理财产品的净额减少；筹资活动现金净额为-4.48 亿元 (-1.78%)，主系偿还租赁负债本金和利息所支付的现金增加。2023Q1 经营性现金净额为 5.78 亿元 (+743.46%)。

(2) 存货：截至 2022 年末，公司存货为 6.52 亿元 (+2.55%)，存货周转天数 108.1 天 (+11.8 天)。截至 2023Q1 末，公司存货为 4.32 亿元 (较 2022 年末-33.8%)，存货周转天数 80.9 天 (较 2022 年-27.2 天)。

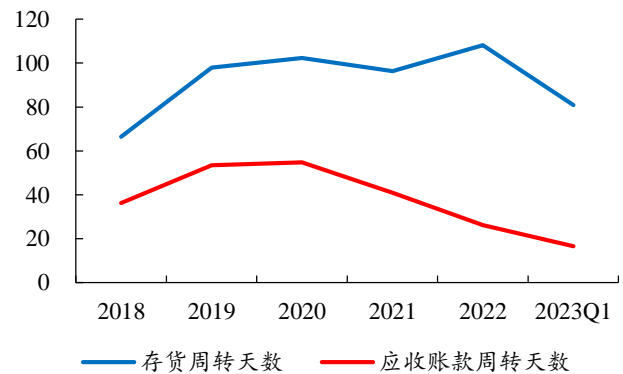
(3) 应收账款：截至 2022 年末，公司应收账款为 2.77 亿元 (-29.79%)，应收账款周转天数 26.2 天 (-14.75 天)。截至 2023Q1 末，公司应收账款为 2.28 亿元 (较 2022 年末-17.9%)，应收账款周转天数 16.55 天 (较 2022 年-9.6 天)。

图7：2022 年经营性现金净额为 8.16 亿元 (+10.13%)，2023Q1 经营性现金净额为 5.78 亿元 (+743.46%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：截至 2022 年末公司存货/应收账款周转天数分别为 108.1/26.2 天，分别+11.8/-14.75 天



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、飞科天猫/抖音双渠道电动剃须刀/电吹风均价不断提升

根据久谦中台数据，分渠道对飞科的主打产品电动剃须刀、电吹风、电动牙刷进行分析：

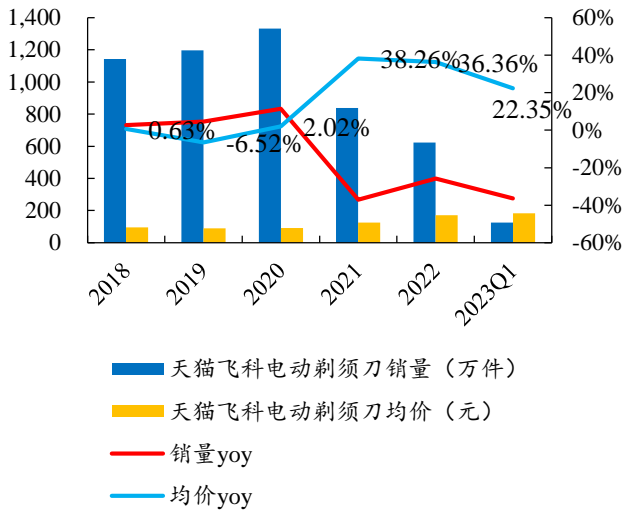
(1) 电动剃须刀：天猫渠道，2022 年销量 622.8 万件 (-25.77%)，均价 171 元 (+36.36%)；2023Q1 销量 125.46 万件 (-36.35%)，均价 182.3 元 (+22.35%)。抖音渠道，2022 年销量 240.3 万件 (+1282%)，2023Q1 销量 109.4 万件 (+664.2%)，均价保持在 200 元左右。

(2) 电吹风：天猫渠道，2022 年销量 206 万件(-27.26%)，均价 84.4 元(+17.55%)；2023Q1 销量 46 万件 (-28.25%)，均价 99.7 元 (+32.93%)。抖音渠道，2022 年销量 197.25 万件(+292%)，均价为 146 元(+99.45%)；2023Q1 销量 57.79 万件(+27.46%)，均价为 240.5 元 (+202.5%)。

(3) 电动牙刷 (不含婴幼儿电动牙刷)：天猫渠道，2022 年销量 53 万件 (+131.61%)，均价 183.6 元 (-2.13%)；2023Q1 销量 18 万件 (+39.49%)，均价 195.4 元 (+8.56%)。抖音渠道，2022 年销量 8.93 万件 (+1553%)，均价为 167 元左右；

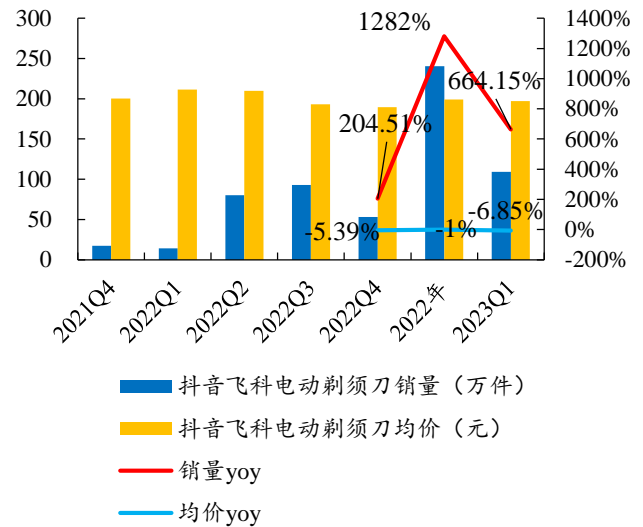
2023Q1 销量 5.18 万件 (+286.51%)。

图9：飞科天猫电动剃须刀 2022 年销量-25.77%，均价 +36.36%；2023Q1 销量-36.35%，均价+22.35%



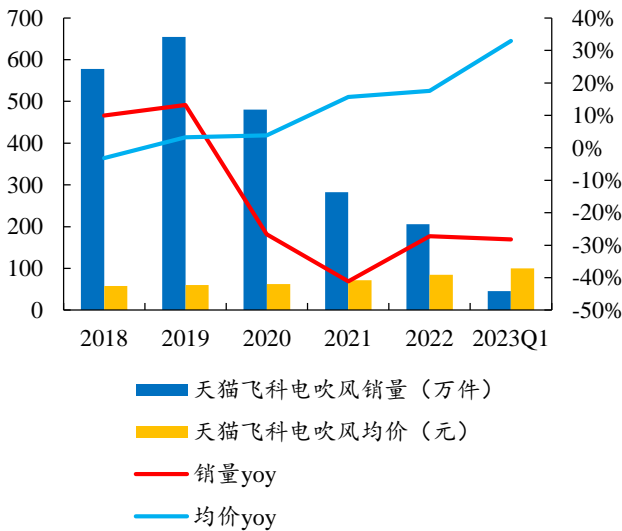
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图10：飞科抖音电动剃须刀 2022 年销量+1282%，2023Q1 销量+664.2%，均价保持在 200 元左右



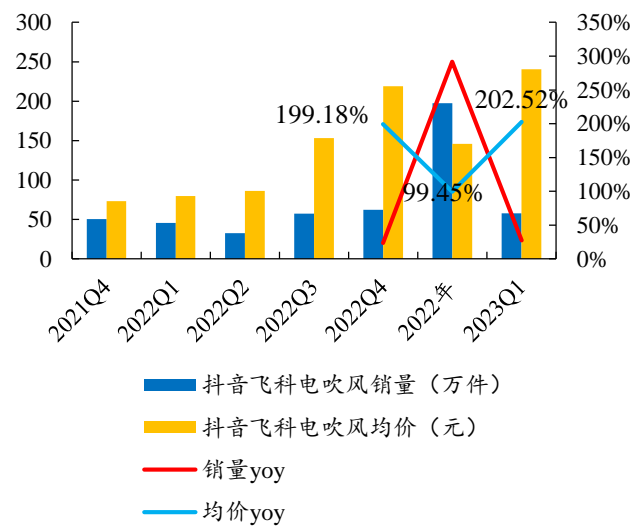
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图11：飞科天猫电吹风 2022 年销量-27.26%，均价 +17.55%；2023Q1 销量-28.25%，均价+32.93%



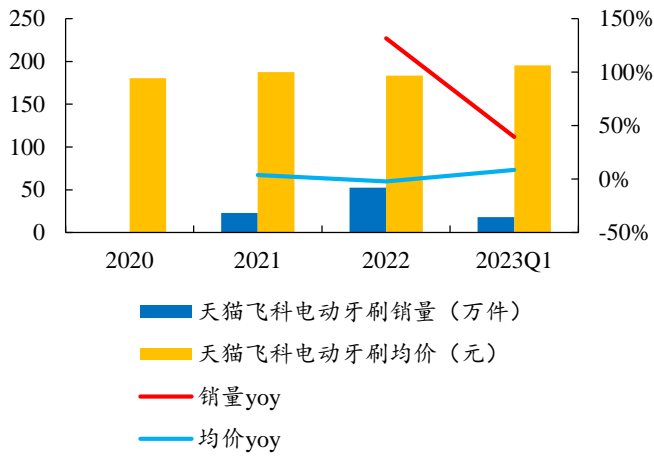
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图12：飞科抖音电吹风 2022 年销量+292%，均价 +99.45%；2023Q1 销量+27.46%，均价+202.5%



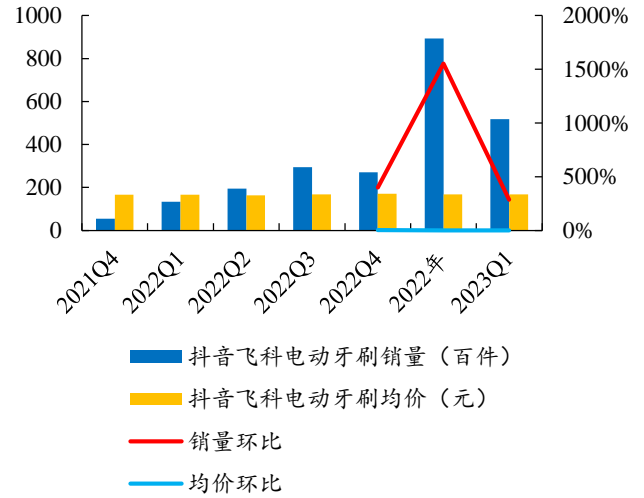
数据来源：久谦中台、开源证券研究所

图13: 飞科天猫电动牙刷 2022 年销量+131.61%，2023Q1 销量+39.49%，均价 195.4 元（+8.56%）



数据来源: 久谦中台、开源证券研究所

图14: 飞科抖音电动牙刷 2022 年销量+1553%，均价 167 元左右；2023Q1 销量 5.18 万件（+286.51%）



数据来源: 久谦中台、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

考虑到个护需求预计将缓慢修复，我们下调 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 11.1/13.8/16.9 亿元（2023-2024 年原值为 12.0/14.0 亿元），对应 EPS 分别为 2.55/3.16/3.87 元，当前股价对应 PE 为 29.1/23.4/19.2 倍，考虑到持续推新拓品类、提结构，维持“买入”评级不变。

4、风险提示

市场需求不及预期、行业竞争加剧、吹风机拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2369	2571	3864	4760	6724
现金	348	508	1347	2211	3643
应收票据及应收账款	400	277	558	467	767
其他应收款	21	24	31	37	45
预付账款	47	77	76	111	114
存货	636	652	820	902	1122
其他流动资产	918	1032	1032	1032	1032
非流动资产	1798	1776	1993	2265	2558
长期投资	221	219	219	217	217
固定资产	971	1124	1289	1506	1752
无形资产	201	196	192	182	171
其他非流动资产	405	237	292	360	417
资产总计	4167	4347	5857	7025	9282
流动负债	1027	810	1209	999	1572
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	655	510	941	684	1268
其他流动负债	372	300	267	315	304
非流动负债	99	108	108	108	108
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	99	108	108	108	108
负债合计	1126	918	1317	1107	1680
少数股东权益	-1	0	-1	-1	-2
股本	436	436	436	436	436
资本公积	693	691	691	691	691
留存收益	1914	2301	3035	4178	5433
归属母公司股东权益	3042	3428	4540	5919	7604
负债和股东权益	4167	4347	5857	7025	9282

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	741	816	1126	1189	1768
净利润	638	823	1112	1378	1684
折旧摊销	78	100	101	122	148
财务费用	-3	-6	-27	-52	-87
投资损失	-10	-2	-6	-4	-5
营运资金变动	55	-130	-10	-206	85
其他经营现金流	-17	32	-44	-48	-57
投资活动现金流	-366	-210	-299	-377	-423
资本支出	180	113	318	395	441
长期投资	-206	-116	-0	2	1
其他投资现金流	19	19	19	17	18
筹资活动现金流	-440	-448	12	52	87
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	7	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-447	-446	12	52	87
现金净增加额	-65	160	839	865	1432

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4005	4627	5703	6995	8427
营业成本	2122	2146	2452	2868	3371
营业税金及附加	37	43	38	48	57
营业费用	770	1142	1483	1944	2402
管理费用	161	161	200	245	295
研发费用	132	89	114	140	169
财务费用	-3	-6	-27	-52	-87
资产减值损失	-7	-8	-9	-12	-14
其他收益	3	10	6	8	4
公允价值变动收益	13	12	13	13	13
投资净收益	10	2	6	4	5
资产处置收益	-0	1	0	0	0
营业利润	781	1048	1427	1780	2184
营业外收入	55	50	48	49	49
营业外支出	2	11	6	9	7
利润总额	835	1087	1469	1820	2225
所得税	197	264	357	443	541
净利润	638	823	1112	1378	1684
少数股东损益	-2	-0	-1	-1	-1
归属母公司净利润	641	823	1112	1378	1685
EBITDA	903	1171	1543	1890	2286
EPS(元)	1.47	1.89	2.55	3.16	3.87

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	12.3	15.5	23.3	22.6	20.5
营业利润(%)	-5.6	34.2	36.2	24.7	22.7
归属于母公司净利润(%)	0.4	28.4	35.2	23.9	22.2
获利能力					
毛利率(%)	47.0	53.6	57.0	59.0	60.0
净利率(%)	15.9	17.8	19.5	19.7	20.0
ROE(%)	21.0	24.0	24.5	23.3	22.2
ROIC(%)	38.1	45.5	53.5	52.4	57.6
偿债能力					
资产负债率(%)	27.0	21.1	22.5	15.8	18.1
净负债比率(%)	-8.7	-12.2	-28.0	-36.1	-46.9
流动比率	2.3	3.2	3.2	4.8	4.3
速动比率	1.6	2.2	2.4	3.7	3.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.0
应收账款周转率	8.8	13.8	13.8	13.8	13.8
应付账款周转率	3.1	3.7	3.4	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.47	1.89	2.55	3.16	3.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.70	1.87	2.59	2.73	4.06
每股净资产(最新摊薄)	6.98	7.87	10.42	13.59	17.46
估值比率					
P/E	50.4	39.3	29.1	23.4	19.2
P/B	10.6	9.4	7.1	5.5	4.3
EV/EBITDA	34.5	26.4	19.5	15.4	12.1

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