

老板电器 (002508.SZ) 新兴品类表现亮眼，坏账风险出清看好净利率稳增

2022年04月20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	2022/4/20
当前股价(元)	30.16
一年最高最低(元)	49.05/24.65
总市值(亿元)	286.23
流通市值(亿元)	281.97
总股本(亿股)	9.49
流通股本(亿股)	9.35
近3个月换手率(%)	52.87

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-坏账计提利空出尽，龙头地位持续强化》-2022.2.25

《公司信息更新报告-2021Q3 业绩符合预期，收入结构持续优化》-2021.10.20

《公司信息更新报告-2021H1 业绩符合预期，新兴品类突破成效初显》-2021.8.4

● 2021 年营收突破百亿，新兴品类表现亮眼，维持“买入”评级

2021 年营业收入 101.5 亿(+24.8%)，归母净利润 13.3 亿(-19.8%)。传统烟灶领先优势明显，蒸烤一体机、洗碗机等新兴品类表现亮眼，业绩降幅较大主系原材料大幅上涨及应收账款计提坏账准备影响。2022Q1 营收 20.9 亿(+9.3%)，归母净利润 3.7 亿(+2.5%)。考虑疫情扰动影响，下调 2022-2023 年、新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年 21.8/25.4/29.3 亿元（2022-2023 年原值 22.4/26.8 亿元），对应 EPS 为 2.30/2.67/3.09 元（2022-2023 年原值 2.36/2.82 元），当前股价对应 PE 分别为 13.1/11.3/9.8 倍，公司新兴品类拓展顺利，维持“买入”评级不变。

● 烟灶品类表现稳健、新兴品类成绩亮眼，直营模式高增实现渠道结构优化

第一品类群增长稳健，2021 年吸油烟机/燃气灶收入分别+18.7%/24.3%，新兴品类高增，2021 年蒸烤一体机/洗碗机/热水器收入分别+71.3%/101.3%/172.6%，带动第二、三品类群收入占比分别+0.8/2.4pcts，考虑到 3 月公司推出包括高性能集成灶等七大类新品、主品牌进军集成灶领域，看好公司传统品类守住份额优势、新兴品类快速增长。分销售模式看，2021 年直营/代销/经销/工程模式收入分别+39.1%/19.2%/9.9%/7.0%，收入结构持续优化，工程客户优化后或迎增速恢复。

● 原材料上涨使毛利率承压，坏账计提风险出清净利率长期向好

2021 年毛利率 52.4% (-3.8pct)，主系运费科目由费用调整至成本以及原材料价格上涨影响。分品类看，吸油烟机/燃气灶/消毒柜毛利率分别-5.9/-2.1/-11.5pcts，原材料上涨下毛利率承压明显，同时烟灶毛利率韧性好于消毒柜。分销售模式看，2021 年直营模式毛利率+5.1pcts，逆势提升体现出公司推高卖新策略收效较好，品牌力较强。单季度来看，2022Q1 公司毛利率为 52.56% (-4.78pcts)，较 2021Q4 环比提升 8.8pcts，改善趋势已现。受运费科目调整和费用投放效率提升驱动，公司 2021 年/2022Q1 销售费用率分别-2.2/-3.2pcts。2021 年净利率 13.3% (-7.5pcts)，2022Q1 净利率 17.5% (-1.5pcts)，坏账风险出清下公司净利率预计将长期向好。

● 风险提示：原材料价格波动；房地产市场波动；新兴品类拓展不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,129	10,148	11,678	13,500	15,513
YOY(%)	4.7	24.8	15.1	15.6	14.9
归母净利润(百万元)	1,661	1,332	2,184	2,538	2,932
YOY(%)	4.5	-19.8	64.0	16.2	15.5
毛利率(%)	56.2	52.4	52.5	52.6	52.7
净利率(%)	20.4	13.1	18.7	18.8	18.9
ROE(%)	20.6	15.4	21.1	20.4	19.7
EPS(摊薄/元)	1.75	1.40	2.30	2.67	3.09
P/E(倍)	17.2	21.5	13.1	11.3	9.8
P/B(倍)	3.6	3.3	2.8	2.3	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2021 年收入首破百亿，新兴品类表现亮眼	3
1.1、 按品类拆分：第一品类群提速明显，二三品类群全面突破	3
1.2、 按销售模式拆分：直销模式收入高增，渠道结构持续优化	5
2、 坏账计提风险出清，净利率预计长期向好	6
2.1、 盈利能力：原材料上涨致毛利率下滑，净利率预计长期向好	6
2.2、 营运能力：2021 年存货周转天数有所降低，应收账款天数略有提升	7
3、 盈利预测与投资建议	8
4、 风险提示	8
附：财务预测摘要	9

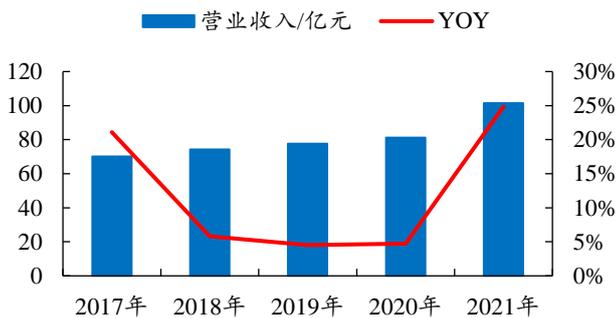
图表目录

图 1： 2021 年公司实现营收 101.5 亿 (+24.8%)	3
图 2： 2022Q1 公司实现营收 20.9 亿 (+9.3%)	3
图 3： 2021 年公司实现归母净利润 13.3 亿 (-19.8%)	3
图 4： 2022Q1 公司实现归母净利润 3.7 亿 (+2.5%)	3
图 5： 2021 年油烟机/燃气灶收入分别+18.7/+27.3%	4
图 6： 2021 年蒸烤一体机收入+71.3%，延续高增	4
图 7： 2021 年洗碗机收入+101.3%，增速进一步提升	4
图 8： 2021 年集成灶收入+26.0%，保持较快增长	4
图 9： 2021 年公司第二、第三品类群收入占营收比重分别+0.8/2.4pcts	5
图 10： 2021 年直营模式收入占营收比重达 45.8% (+4.7pcts)	5
图 11： 2021 年公司整体毛利率为 52.4% (-3.8pcts)	6
图 12： 2022Q1 公司整体毛利率为 52.6% (-4.8pcts)	6
图 13： 2021 年公司油烟机、消毒柜毛利率高于消毒柜	6
图 14： 2021 年直营模式毛利率为 67.4% (+5.1pcts)	6
图 15： 2021 年公司销售费用率 24.2% (-2.2pcts)	7
图 16： 2022Q1 销售费用率 29.0% (-3.2pcts)	7
图 17： 2021 年公司销售净利率为 13.3% (-7.5pcts)	7
图 18： 2022Q1 公司销售净利率 17.6% (-1.2pcts)	7
图 19： 2021 年公司存货周转天数同比下降 20.1 天	8
图 20： 2021 年公司应收账款周转天数同比增加 7.8 天	8

1、2021 年收入首破百亿，新兴品类表现亮眼

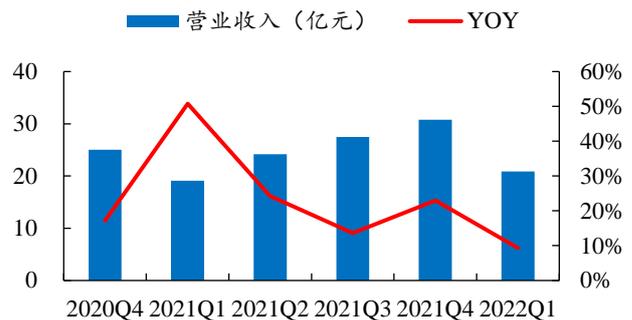
2021 年公司实现营收 101.5 亿 (+24.8%)，收入端首次突破百亿规模。公司作为厨电龙头公司，传统烟灶品类份额领先优势明显，蒸烤一体机、洗碗机等新兴品类表现亮眼，第二增长曲线持续打造、推进良好。单季度来看，2021Q4/2022Q1 分别实现营收 30.8/20.9 亿，同比分别+22.9%/+9.3%。受疫情扰动影响，2022Q1 营收增速有所放缓，考虑到厨电产品需求偏刚需、预计将递延，疫情对全年影响有限，我们预计 2022 年公司营收仍将保持稳健增长。

图1：2021 年公司实现营收 101.5 亿 (+24.8%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022Q1 公司实现营收 20.9 亿 (+9.3%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

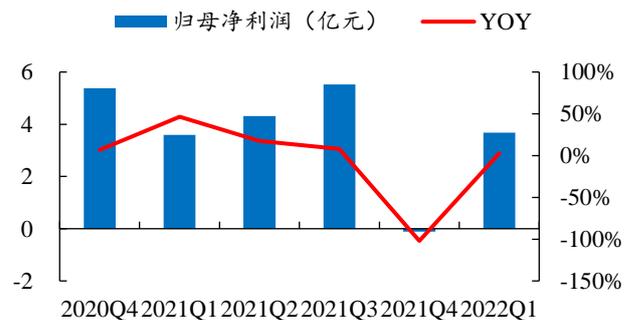
2021 年公司实现归母净利润 13.3 亿 (-19.8%)，下滑较大主系原材料价格大幅上涨及计提坏账准备，对部分财务状况困难的精装修业务客户单项计提坏账准备 7.8 亿元，毛利率下滑带动净利率承压。单季度来看，2021Q4 实现归母净利润-0.1 亿 (-102.0%)、2022Q1 实现归母净利润 3.68 亿 (+2.47%)，单季归母净利润重回正增长。

图3：2021 年公司实现归母净利润 13.3 亿 (-19.8%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q1 公司实现归母净利润 3.7 亿 (+2.5%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

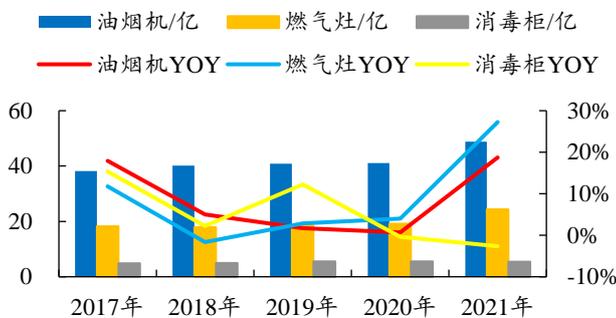
1.1、按品类拆分：第一品类群提速明显，二三品类群全面突破

(1) 第一品类群 (烟灶消产品群)：2021 年吸油烟机收入 48.8 亿 (+18.7%)，占营收比例达 48.1% (-2.5pcts)；2021 年燃气灶收入 24.4 亿 (+27.3%)，占营收比例达 24.0%(+0.5pct)；2021 年消毒柜收入 5.4 亿(-2.7%)，占营收比例达 5.4%(-1.5pcts)；

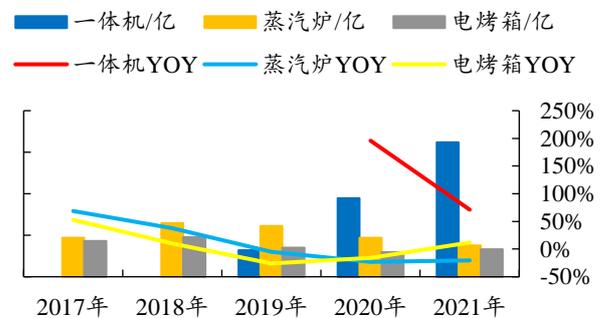
烟灶品类收入提速明显，带动第一品类群收入稳健增长、市场持续引领。根据奥维数据，公司第一品类群在 2021 年线下市场零售额份额：吸油烟机 30.5% (市场第一)、燃气灶 29.3% (市场第一)、消毒柜 22.4% (市场第二)。公司第一品类群在 2021

年线上市场零售额份额：厨电套餐 30.4%（市场第一）、烟灶两件套 24.2%（市场第一）、吸油烟机 16.9%（市场第一）、燃气灶 9.9%（市场第三）。且老板品牌吸油烟机在精装修渠道市场份额为 36.2%，稳居行业第一。根据欧睿咨询，老板品牌吸油烟机 2015-2021 年连续 7 年蝉联全球吸油烟机自有品牌市场份额第一，持续引领。根据奥维数据，线上渠道老板品牌 2022Q1 油烟机销额达 4.8 亿元（+0.86%），燃气灶销额达 2.7 亿元（+13.02%），厨电套餐销额达 4.7 亿元（+9.11%），保持稳健增长。

(2) 第二品类群（以蒸烤一体机为代表的电气化烹饪产品群）：2021 年蒸烤一体机收入 6.5 亿（+71.3%），占营收比例达 6.4%（+1.7pcts），收入延续高速增长。根据奥维数据，公司第二品类群在 2021 年线下市场零售额份额：嵌入式蒸烤一体机 34.8%（市场第一）、嵌入式电蒸箱 22.8%（市场第二）、嵌入式电烤箱 39.6%（市场第二）。公司第二品类群在 2021 年线上市场零售额份额：嵌入式蒸烤一体机 14.5%（市场第三）、嵌入式电蒸箱 25.8%（市场第一）。第二品类群市场份额持续突破。

图5：2021 年油烟机/燃气灶收入分别+18.7/+27.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

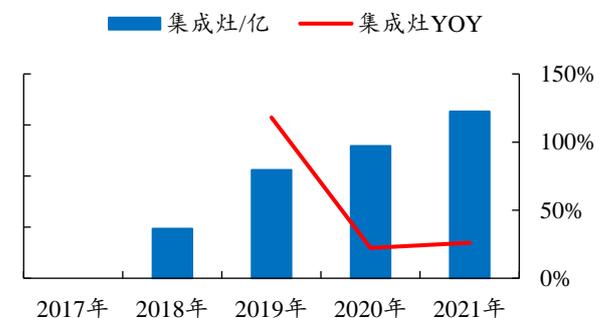
图6：2021 年蒸烤一体机收入+71.3%，延续高增


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 第三品类群（以洗碗机为代表的水厨电产品群）：2021 年洗碗机收入 4.5 亿（+101.3%），占营收比例达 4.4%（+1.7pcts），收入增速进一步提升；2021 年热水器收入 1.6 亿（+172.6%），占营收比例达 1.5%（+0.8pct），品类拓展顺利。根据奥维数据，公司嵌入式洗碗机在 2021 年线下/线上市场零售额份额分别为 17.5%（市场第二）/8.2%（市场第四）。根据奥维数据，线上渠道老板品牌 2022Q1 洗碗机销额达 0.6 亿元（+130.51%），在洗碗机热销趋势持续，第三品类群全面突破。

图7：2021 年洗碗机收入+101.3%，增速进一步提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2021 年集成灶收入+26.0%，保持较快增长


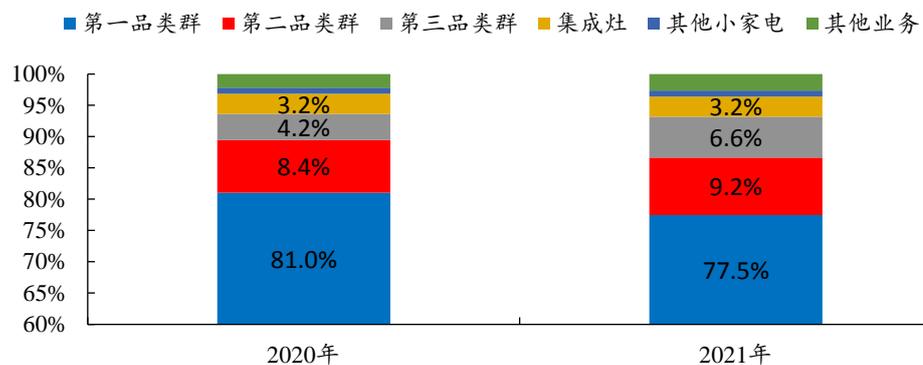
数据来源：Wind、开源证券研究所

(4) 集成品类群（以集成灶为代表的集成类产品群）：2021 年集成灶收入 3.3 亿（+26.0%），占营收比例达 3.2%（+0.03pct），保持较快增长。公司 2022 年以老板主

品牌进军集成灶行业，有望带动集成灶品类渗透率进一步提升、延续行业景气度提升，公司凭借品牌、营销、渠道优势，有望将集成灶品类打造成公司业绩新增点。

从产品结构看，2021年新兴业务全面突破、快速提升。2021年第二、第三品类群收入分别占营收比例达9.2% (+0.8pct)、6.6% (+2.4pcts)，我们预计在2022年公司发力集成灶品类下，新兴业务的收入占比预计将进一步提升。

图9：2021年公司第二、第三品类群收入占营收比重分别+0.8/2.4pcts



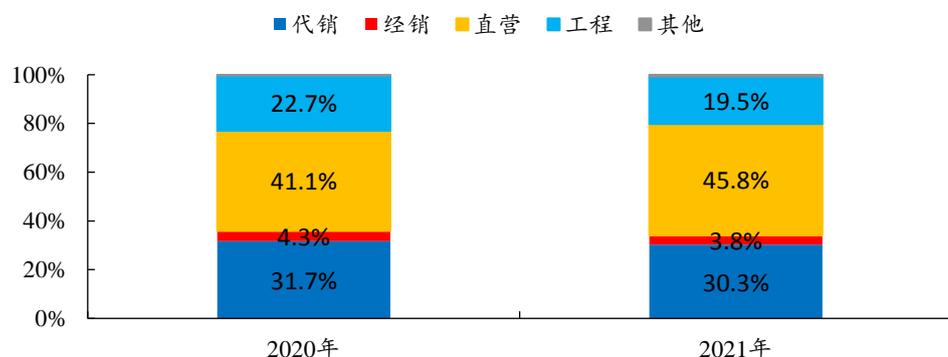
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司产品研发实力雄厚，2022年3月公司举办中国新厨房科技新品发布会，推出包括高性能集成灶、超薄系列油烟机、大容量蒸烤炸一体机、冷热双模式可烹饪冰箱、双效控温热水器、会洗锅的洗碗机、行业首款洗消一体机等七大类新品，迭代新品产品力亮眼，看好公司持续行业引领。2022年Q1公司线上渠道传统品类增速稳健，新兴品类快速增长。

1.2、按销售模式拆分：直销模式收入高增，渠道结构持续优化

从销售模式看，2021年公司直销模式营收为46.5亿元 (+39.1%)，收入占营收比例达45.8% (+4.7pcts)。提升明显主系公司在新老电商平台间相互引流，加速品类迭代升级，各渠道共享产品优势，内容化营销深挖用户价值，实现渠道效率提升。

图10：2021年直营模式收入占营收比重达45.8% (+4.7pcts)



数据来源：Wind、开源证券研究所

2021年代销模式营收为30.7亿元 (+19.2%)，经销模式营收为3.8亿元 (+9.9%)。零售渠道保持较快增长，主系公司引领行业套系化、高端化发展趋势，以“老板四件套”为切入点，打造“中国新厨房”消费场景，推动营销扁平化建设，推行营销数字

化改革,优化渠道效率,同时与全屋定制、家装公司合作,抢占前端流量入口,积极挖掘存量市场资源,实现二三品类配套率快速提升。

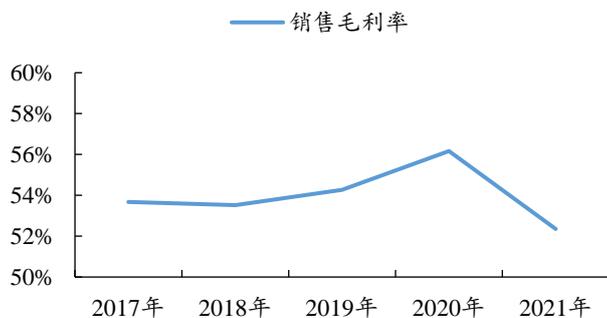
2021年工程模式营收19.8亿元(+7.0%)。工程模式收入增速有所放缓,主系公司聚焦调整客户结构,伴随产品结构升级、新品渗透率提升,收入增速有望恢复。

2、坏账计提风险出清,净利率预计长期向好

2.1、盈利能力:原材料上涨致毛利率下滑,净利率预计长期向好

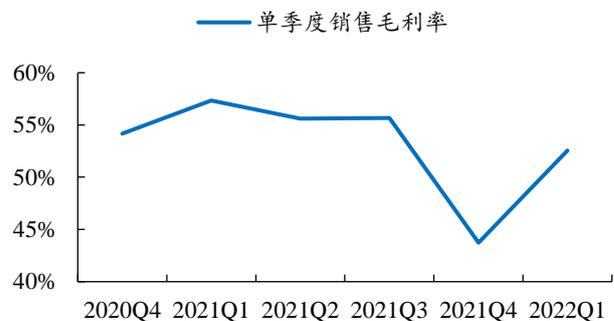
(1) **毛利率:**2021年公司整体毛利率为52.4%(-3.8pcts),单季度来看,2021Q4毛利率43.7%(-10.4pcts),降幅较大主系运费科目由费用调整至成本以及原材料价格上涨影响。2022Q1公司整体毛利率为52.6%(-4.8pcts),较2021Q4环比提升8.8pcts,改善趋势已现。我们预计原材料价格趋于下降,公司产品优势明显,有望凭借推高卖新持续推动毛利率向好。

图11: 2021年公司整体毛利率为52.4%(-3.8pcts)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2022Q1公司整体毛利率为52.6%(-4.8pcts)

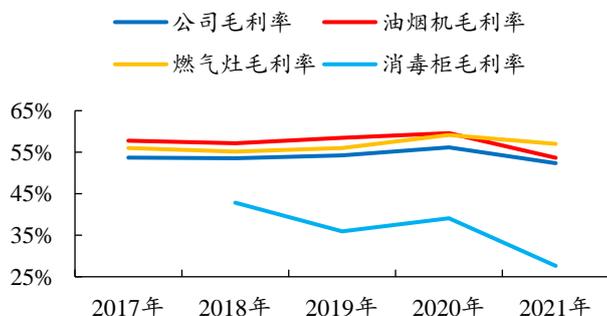


数据来源: Wind、开源证券研究所

分品类看,2021年公司吸油烟机毛利率53.7%(-5.9pcts),燃气灶毛利率57.0%(-2.1pcts),消毒柜毛利率27.6%(-11.5pcts),强势品类烟灶毛利率韧性好于消毒柜。

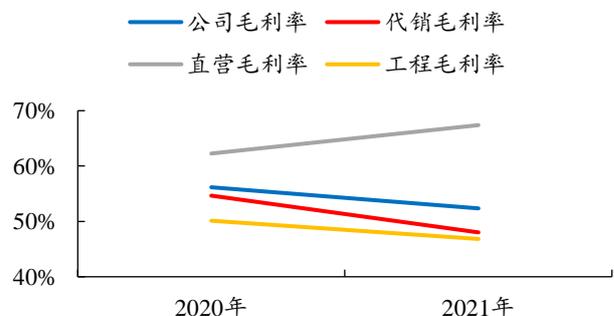
分销售模式看,2021年代销模式毛利率48.0%(-6.7pcts),直营模式毛利率67.4%(+5.1pcts),工程模式46.8%(-3.3pcts)。直营模式毛利率逆势提升体现出公司较好的产品结构升级趋势,推高卖新策略收效较好。

图13: 2021年公司油烟机、消毒柜毛利率高于消毒柜



数据来源: Wind、开源证券研究所

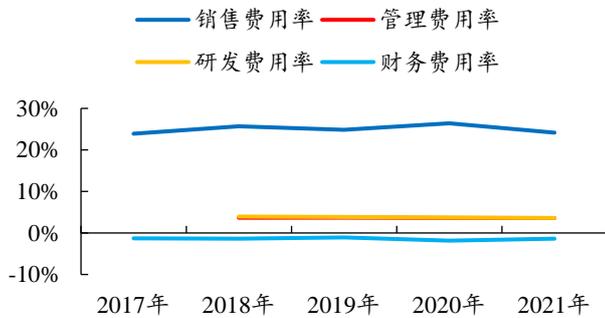
图14: 2021年直营模式毛利率为67.4%(+5.1pcts)



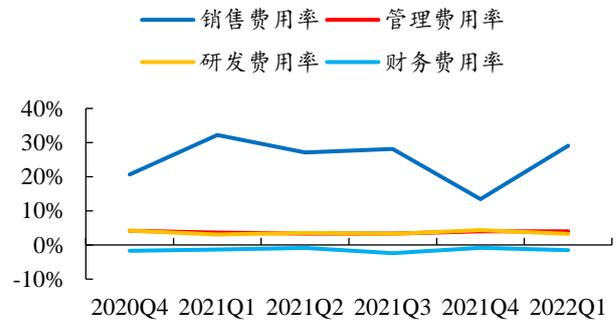
数据来源: Wind、开源证券研究所

(2) **费用率:**2021年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为24.2%/3.6%/3.6%/-

1.4%，同比分别-2.2/-0.1/-0.1/+0.5pct，销售费用率下降较为明显，主系运费科目由销售费用调整至成本以及营销费用投放效率提升。单季度来看，2022Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 29.0%/4.0%/3.2%/-1.5%，同比分别-3.2/+0.3/+0.2/-0.1pcts，销售费用率保持下降趋势。我们预计在公司凭借产品品牌优势抢占消费者心智后，营销费用投放效率有望得到进一步提升。

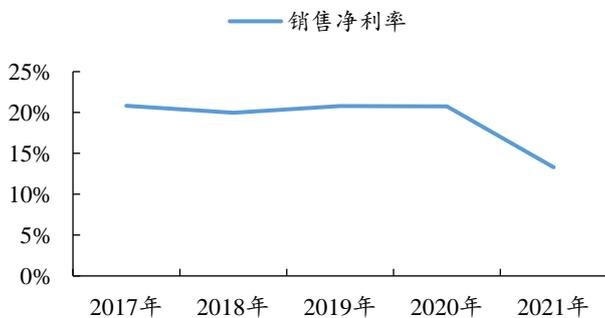
图15：2021 年公司销售费用率 24.2% (-2.2pcts)


数据来源：Wind、开源证券研究所

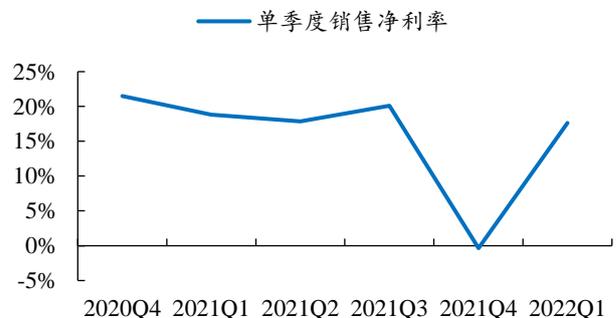
图16：2022Q1 销售费用率 29.0% (-3.2pcts)


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 净利率：2021 年公司销售净利率为 13.3% (-7.5pcts)，主系原材料致毛利率承压、大额计提坏账准备所致。单季度来看，2022Q1 净利率 17.6% (-1.2pcts)，环比有所改善。长期看在毛利率通过结构拉动、费率进一步优化改善下，净利率有望迎来修复机会。

图17：2021 年公司销售净利率为 13.3% (-7.5pcts)


数据来源：Wind、开源证券研究所

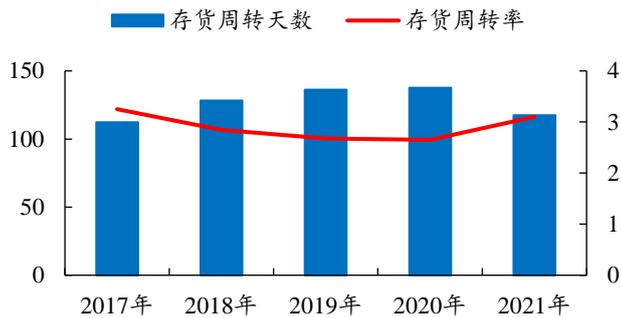
图18：2022Q1 公司销售净利率 17.6% (-1.2pcts)


数据来源：Wind、开源证券研究所

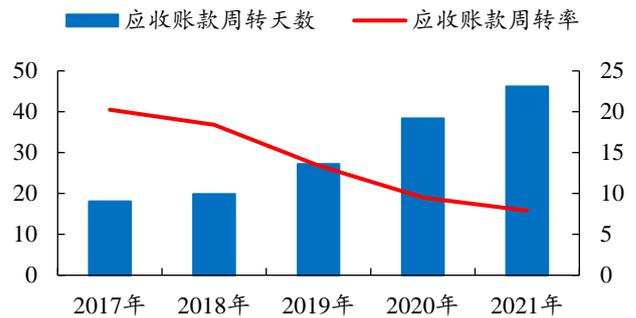
2.2、营运能力：2021 年存货周转天数有所降低，应收账款天数略有提升

(1) 存货：2021 年底公司存货为 17.72 亿元 (+27.8%)，存货周转天数为 117.6 天 (-20.1 天)，存货周转率从 2.7 次提升到 3.1 次

(2) 应收账款：2021 年公司对部分精装修客户应收账款进行了计提坏账准备，风险进一步出清。截止 2021 年底公司应账款为 16.0 亿元 (+58.5%)，应收账款周转天数为 46.2 天 (+7.8 天)，应收账款周转率从 9.5 次下降到 7.9 次。

图19：2021年公司存货周转天数同比下降20.1天


数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2021年公司应收账款周转天数同比增加7.8天


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

从公司业务层面看，公司产品研发、渠道、品牌优势明显，烟灶品类（第一品类群）市场份额领先、持续引领，有望在行业更新需求占比提升趋势下，持续推高卖新实现稳健增长；新兴品类（第二、第三、集成品类群）行业空间较大，公司蒸烤一体机、洗碗机等品类产品力强劲、销额持续高增，叠加公司2022年通过老板品牌进军集成灶，有望持续拉动新兴品类实现较快增长。

盈利能力方面，考虑到坏账风险出清，预计公司产品结构提升、原材料长期价格下行、销售费用投放效率逐渐提升，净利率有望保持稳增。

考虑疫情扰动影响，下调2022-2023年、新增2024年盈利预测，预计2022-2024年21.8/25.4/29.3亿元（2022-2023年原值22.4/26.8亿元），对应EPS为2.30/2.67/3.09元（2022-2023年原值2.36/2.82元），当前股价对应PE分别为13.1/11.3/9.8倍，公司新兴品类拓展顺利，维持“买入”评级不变。

4、风险提示

原材料价格波动；房地产市场波动；新兴品类拓展不达预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10627	11583	13642	16935	19821
现金	3921	3802	5828	8098	10712
应收票据及应收账款	2841	2928	2911	3368	3527
其他应收款	57	73	76	97	102
预付账款	70	131	100	167	140
存货	1386	1772	1851	2329	2464
其他流动资产	2353	2876	2876	2876	2876
非流动资产	1830	2323	2440	2570	2707
长期投资	3	5	8	10	12
固定资产	825	1179	1334	1488	1632
无形资产	235	229	241	244	243
其他非流动资产	767	909	856	829	820
资产总计	12458	13906	16082	19505	22528
流动负债	4108	4976	5414	6742	7269
短期借款	6	30	30	30	30
应付票据及应付账款	2476	3145	3538	4826	5295
其他流动负债	1627	1802	1846	1886	1945
非流动负债	155	164	164	164	164
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	155	164	164	164	164
负债合计	4264	5140	5578	6906	7434
少数股东权益	143	139	167	200	237
股本	949	949	949	949	949
资本公积	402	405	405	405	405
留存收益	6715	7573	8980	10712	12693
归属母公司股东权益	8051	8627	10336	12400	14857
负债和股东权益	12458	13906	16082	19505	22528

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1537	1365	2486	2719	3051
净利润	1687	1349	2212	2570	2970
折旧摊销	109	122	133	159	184
财务费用	-150	-140	-143	-225	-265
投资损失	-39	-91	-128	-92	-95
营运资金变动	-272	-694	410	305	256
其他经营现金流	202	818	1	2	1
投资活动现金流	-1218	-861	-123	-199	-228
资本支出	282	433	115	128	135
长期投资	-992	-522	-2	-2	-2
其他投资现金流	-1927	-950	-11	-73	-95
筹资活动现金流	-462	-670	-337	-249	-210
短期借款	6	24	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	0	3	0	0	0
其他筹资现金流	-468	-697	-337	-249	-210
现金净增加额	-143	-166	2025	2270	2614

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8129	10148	11678	13500	15513
营业成本	3563	4835	5547	6399	7338
营业税金及附加	62	81	95	109	123
营业费用	2147	2454	3036	3510	4033
管理费用	297	364	479	540	605
研发费用	303	366	420	486	558
财务费用	-150	-140	-143	-225	-265
资产减值损失	-22	-53	-61	-70	-80
其他收益	92	77	85	81	83
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	39	91	128	92	95
资产处置收益	-0	-2	-1	-2	-1
营业利润	1951	1535	2516	2923	3377
营业外收入	1	2	1	2	2
营业外支出	4	4	4	4	4
利润总额	1949	1533	2514	2921	3375
所得税	261	184	302	351	405
净利润	1687	1349	2212	2570	2970
少数股东损益	27	17	28	33	38
归母净利润	1661	1332	2184	2538	2932
EBITDA	1941	1542	2504	2873	3279
EPS(元)	1.75	1.40	2.30	2.67	3.09

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	4.7	24.8	15.1	15.6	14.9
营业利润(%)	4.3	-21.3	63.9	16.2	15.5
归属于母公司净利润(%)	4.5	-19.8	64.0	16.2	15.5
获利能力					
毛利率(%)	56.2	52.4	52.5	52.6	52.7
净利率(%)	20.4	13.1	18.7	18.8	18.9
ROE(%)	20.6	15.4	21.1	20.4	19.7
ROIC(%)	19.3	14.2	19.8	19.0	18.1
偿债能力					
资产负债率(%)	34.2	37.0	34.7	35.4	33.0
净负债比率(%)	-45.9	-41.2	-53.7	-62.8	-69.7
流动比率	2.6	2.3	2.5	2.5	2.7
速动比率	2.2	1.9	2.2	2.1	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
应收账款周转率	3.6	3.5	4.0	4.3	4.5
应付账款周转率	1.6	1.7	1.7	1.5	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.75	1.40	2.30	2.67	3.09
每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	1.44	2.62	2.86	3.22
每股净资产(最新摊薄)	8.48	9.09	10.89	13.07	15.66
估值比率					
P/E	17.2	21.5	13.1	11.3	9.8
P/B	3.6	3.3	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	11.7	14.4	8.1	6.3	4.7

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	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	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16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