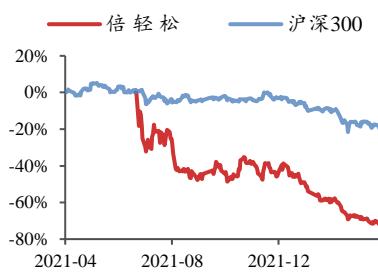


倍轻松 (688793.SH)

2022 年 04 月 26 日

2022Q1 业绩阶段承压，艾灸第二增长曲线拓展顺利**——公司信息更新报告****投资评级：买入（维持）**

日期	2022/4/25
当前股价(元)	44.11
一年最高最低(元)	185.58/44.11
总市值(亿元)	27.19
流通市值(亿元)	5.78
总股本(亿股)	0.62
流通股本(亿股)	0.13
近3个月换手率(%)	183.66

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-新品开启第二成长曲线，疫情扰动下净利率承压》 - 2021.10.29

《公司深度报告-负面因素影响有限，基本面催化因素有望逐步释放》 - 2021.10.15

《公司信息更新报告-2021H1 业绩略超预期，新品加速迭代》 - 2021.8.20

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

陆帅坤（联系人）

lushuaikun@kysec.cn

证书编号: S0790121060033

● 2022Q1 业绩阶段承压，看好疫情趋稳收入增速恢复，维持“买入”评级

2021 年实现营收 11.9 亿元 (+43.9%)，归母净利润 0.9 亿元 (+29.9%)。2022Q1 实现营收 2.5 亿元 (+15.3%)，归母净利润-0.1 亿元 (-188.8%)。2022Q1 业绩承压，主系高毛利率线下渠道受疫情扰动影响。我们下调 2022-2023 年，新增 2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.21/1.61/2.10 亿元 (2022-2023 年原值为 1.82/2.72 亿元)，对应 EPS 分别为 1.96/2.61/3.40 元 (2022-2023 年原值为 2.95/4.42 元)，当前股价对应 PE 为 22.5/16.9/13.0 倍，考虑按摩器品类渗透率低、公司借助高端品牌定位、产品差异化持续引领，维持“买入”评级不变。

● 2021 年颈部按摩器表现亮眼，艾灸品类稳步拓展第二增长曲线

2021 年公司颈部按摩器表现亮眼，实现营收 3.1 亿元 (+49.8%)。2021 年艾灸新品类实现营收 0.6 亿元，占营收比例达 5.1%。预计 2022 年 618 前仍有迭代款姜小竹艾灸盒产品上市，有望拉动第二增长曲线持续打造。2021 年公司线上 B2C/电商平台入仓/线上经销收入分别为 4.4/2.0/0.4/ 亿元，增速分别为 +61.9%/+53.2%/+49.0%。预计 2022 年公司将通过推广高铁营销、加盟代理等试点模式，加速线下经销渠道收入增长，构筑收入增量。2021 年公司境内/境外业务实现营收 10.6/1.2 亿元，同比分别为 +42.4%/+59.1%，境外业务稳步拓展。

● 看好疫情缓解净利率环比改善延续，股权激励计划高目标牵引长远发展

受原材料大涨及渠道结构影响，2021 年毛利率 56.7% (-1.6pcts)，2022Q1 毛利率 53.9% (-2.8pcts)，环比改善趋势已现。分渠道看，2021 年线上 B2C/电商平台入仓毛利率分别 +0.2/+4.7pcts，产品迭代对结构拉动效果积极。2022Q1 销售费用率 +3.6pcts，预计在疫情影响下，直营门店租金等费用或将迎来减免利好。2021 年净利率 7.8% (-0.8pcts)，2022Q1 净利率 -4.0% (-9.2pcts)，预计在疫情趋缓叠加推新利好，Q2 净利率或将迎来拐点。公司推出限制性股票激励计划，对应 2022-2024 年净利润增速分别不低于 30.0%、69.0%、119.7%，高目标牵引长远发展。

● 风险提示： 新品拓展不达预期；疫情反复扰动；原材料价格波动。**财务摘要和估值指标**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	826	1,190	1,548	2,060	2,687
YOY(%)	19.1	43.9	30.1	33.1	30.4
归母净利润(百万元)	71	92	121	161	210
YOY(%)	29.6	29.9	31.3	33.6	30.2
毛利率(%)	58.4	56.7	58.0	58.5	59.0
净利率(%)	8.6	7.7	7.8	7.8	7.8
ROE(%)	30.1	14.1	16.3	18.7	20.3
EPS(摊薄/元)	1.15	1.49	1.96	2.61	3.40
P/E(倍)	38.5	29.6	22.5	16.9	13.0
P/B(倍)	11.6	4.1	3.7	3.1	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022Q1 业绩阶段承压，看好疫情趋稳收入增速恢复.....	3
1.1、 按品类拆分：按摩保健器材贡献主要营收，艾灸品类拓展第二曲线.....	3
1.2、 按地区拆分：境内业务构筑收入基本盘，境外业务实现高增长.....	4
1.3、 按渠道拆分：线上模式收入高增，看好 2022 年线下经销模式突破.....	5
2、 上新叠加疫情趋缓，看好 2022Q2 净利率环比提升延续.....	6
2.1、 盈利能力：疫情叠加原材料涨价影响，净利率阶段承压.....	6
2.2、 营运能力：公司存货周转率、应收账款周转率均有所提升.....	8
3、 推出限制性股票激励计划，高目标牵引公司长期发展.....	9
4、 盈利预测与投资建议.....	9
5、 风险提示.....	9
附：财务预测摘要.....	10

图表目录

图 1： 2021 年公司实现营收 11.9 亿元 (+43.9%)	3
图 2： 2022Q1 公司实现营收 2.5 亿元 (+15.3%)	3
图 3： 2021 年公司实现归母净利润 0.9 亿元 (+29.9%)	3
图 4： 2022Q1 公司实现归母净利润-0.1 亿元 (-188.8%)	3
图 5： 智能便携按摩器为公司主营业务收入，艾灸系列产品有望开拓第二增长曲线	4
图 6： 境内业务占比稳定，境外业务实现高增长	5
图 7： 2022Q1 阿里渠道公司按摩器销售额市占率达 14.5% (+1.9pcts)，延续提升趋势	5
图 8： 线上 B2C 和线下直销贡献公司主要收入	6
图 9： 2021 年公司整体毛利率为 56.7% (-1.6pcts)	6
图 10： 2022Q1 公司整体毛利率为 53.9% (-2.8pcts)	6
图 11： 2021 年各类按摩器毛利率有所下滑	7
图 12： 2021 年境外业务毛利率有所下滑	7
图 13： 2021 年电商平台入仓模式毛利率+4.7pcts	7
图 14： 2021 年销售费用率为 40.8% (-0.7pcts)	8
图 15： 2022Q1 销售费用率为 45.7% (+3.6pcts)	8
图 16： 2021 年公司净利率为 7.8% (-0.8pcts)	8
图 17： 2022Q1 公司净利率为 -4.0% (-9.2pcts)	8
图 18： 2021 年存货周转天数为 121.1 天 (-6.2 天)	8
图 19： 2021 年公司应收账款周转天数为 24 天 (-10 天)	8

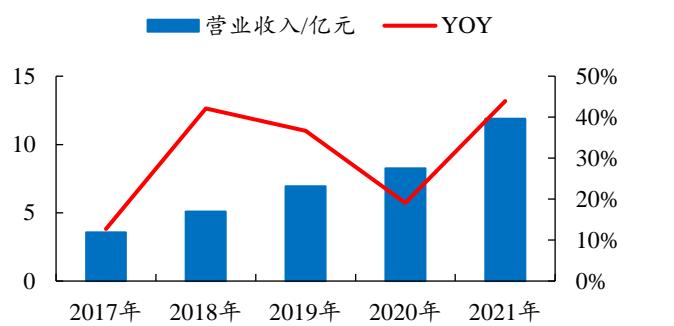
1、2022Q1 业绩阶段承压，看好疫情趋稳收入增速恢复

2021年公司实现营收11.9亿元(+43.9%)，2017-2021年营收CAGR达35.1%。

2021年公司营收增长进一步提速，主要系公司在原有眼部、颈部等品类持续迭代新品，且新拓艾灸品类取得良好市场反响，2021年公司新品营收规模达2.4亿元，占公司主营业务收入的比例达20%。此外公司推广力度加大、引进顶流明星肖战作为品牌代言人，提升品牌声量。

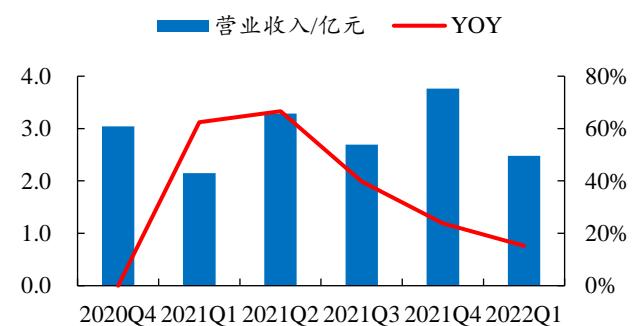
单季度来看，2021Q4公司实现营收3.8亿元(+23.8%)，2022Q1公司实现营收2.5亿元(+15.3%)，收入增速有所放缓，主系公司线下渠道受疫情扰动，预计同比下滑20%。考虑到疫情影响预计趋于稳定，公司线下渠道布局完善，收入增速有望重回高增长。

图1：2021年公司实现营收11.9亿元(+43.9%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

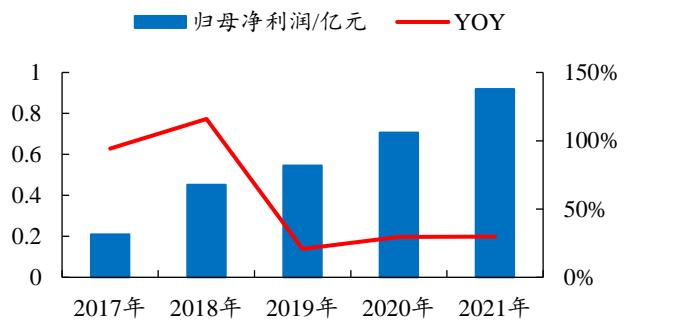
图2：2022Q1公司实现营收2.5亿元(+15.3%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

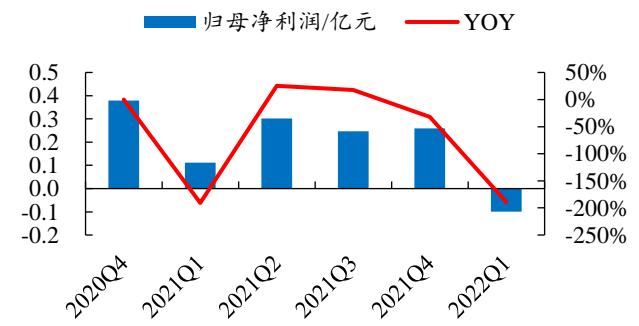
2021年公司实现归母净利润0.9亿元(+29.9%)，2017-2021年归母净利润CAGR达44.8%。单季度来看，2021Q4公司实现归母净利润0.3亿元(-31.8%)，2022Q1实现归母净利润-0.1亿元(-188.8%)，业绩下滑主要系公司线下渠道拓展下门店租金、人力成本以及渠道推广费用大幅增加，同时受疫情扰动收入不达预期影响。

图3：2021年公司实现归母净利润0.9亿元(+29.9%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q1公司实现归母净利润-0.1亿元(-188.8%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、按品类拆分：按摩保健器材贡献主要营收，艾灸品类拓展第二曲线

(1) 颈部按摩保健器材：2021年实现营收3.1亿元(+49.8%)，营收增长较快主要系2021年公司推出颈部按摩器Neck C2等新品，凭借产品力持续热销，根据“天猫后台生意参谋”平台数据，2021年公司颈部按摩器产品在天猫平台的市场占

有率达 9.48% (+5.45pcts)。

(2) 眼部按摩保健器材：2021 年实现营收 3.0 亿元 (+19.1%)，2017-2021 年 CAGR 为 28.1%，作为传统优势品类保持较快增长。

(3) 头皮智能便携按摩器：2021 年实现营收 1.2 亿元 (+1.7%)，2017-2021 年 CAGR 为 42.0%。

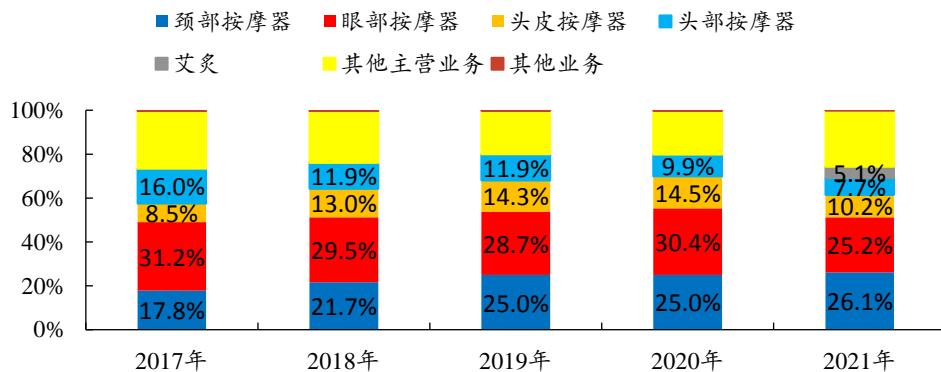
(4) 头部按摩保健器材：2021 年实现营收 0.9 亿元 (+11.0%)，2017-2021 年 CAGR 为 12.4%，保持稳定增长。2021 年推出头部按摩器 Dream 6 等新品，首创可折叠四合一 AI 睡眠舱，产品力强劲。

(5) 艾灸系列产品：2021 年公司实现营收 0.6 亿元。2021 年公司拓展艾灸系列新品类，2021 年 Q3 公司加大姜小竹智能明火艾灸盒推广后市场反响积极，2021Q4 公司继续推出艾灸眼罩、艾灸袜套等产品，构建艾灸品类产品矩阵。同时由于艾灸品类具有耗材运营模式属性，有助于公司降低获客成本，提升用户粘性。预计 2022 年 618 前仍有迭代款姜小竹艾灸盒产品上市，有望拉动品类延续热销。

(6) 其他产品：2021 年实现营收 3.1 亿元 (+82.7%)，主要系腰背部、肩部、健康运动类以及促销礼盒套装的增长，2017-2021 年 CAGR 为 34.1%，保持较快增长。2022 年 5 月预计经络枪等新品的上市，有望持续构筑收入增量。

从结构来看，2021 年颈部按摩器拓展顺利，占营收比例达 26.1% (+1.1pcts)，占比进一步提升。2021 年公司新推出的艾灸品类产品实现营收 0.6 亿元，占主营收入的 5.1%，有望为公司开拓第二增长曲线。

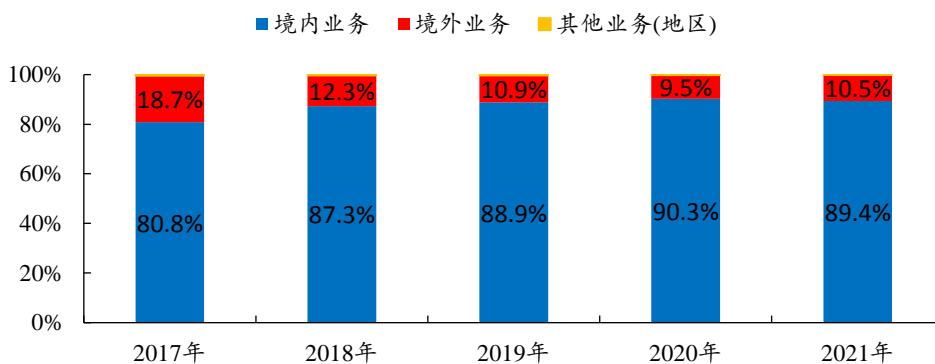
图5：智能便携按摩器为公司主营业务收入，艾灸系列产品有望开拓第二增长曲线



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、按地区拆分：境内业务构筑收入基本盘，境外业务实现高增长

2021 年公司境内营收为 10.6 亿元 (+42.4%)，占总营收的 89.4%。2021 年公司境外营收为 1.2 亿元 (+59.1%)，增速较快主系 ODM 客户以及线上直销亚马逊、独立站等渠道贡献较大。2022 年公司预计将延续发力海外，重点发展美国、俄罗斯、日本及东南亚等市场，并通过与电商平台和区域分销商的密切合作，拓展海外的分销渠道，境外收入有望延续高增长。

图6：境内业务占比稳定，境外业务实现高增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、按渠道拆分：线上模式收入高增，看好2022年线下经销模式突破

(1) 公司线上B2C：2021年实现营收4.4亿元(+61.9%)，主要系公司加大线上渠道推广，积极拥抱社交电商的营销方式，天猫、抖音、亚马逊、京东、拼多多等电商平台共同贡献收入增长。

(2) 电商平台入仓：2021年实现营收2.0亿元(+53.2%)，主要系京东平台业绩贡献。

2021年公司线上收入高速增长，我们认为趋势将持续，2022年以来公司凭借产品和品牌端优势，线上渠道市占率持续提升。根据生意参谋数据，2022Q1阿里渠道公司按摩器销额市占率达14.5%(+1.9pcts)，延续提升趋势，预计伴随头部效应的逐步显现，公司市占率将稳步提升。

图7：2022Q1阿里渠道公司按摩器销额市占率达14.5% (+1.9pcts)，延续提升趋势


数据来源：生意参谋、开源证券研究所

(3) 线上经销：2021年实现营收0.4亿元(+49.0%)，主要系公司加大开拓线上新分销客户力度带动。

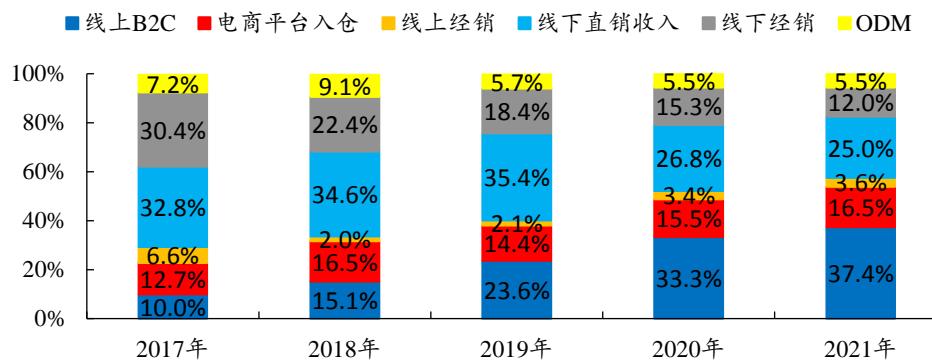
(4) 线下直销：2021年实现营收3.0亿元(+33.9%)，主要系公司大力扩建线下门店，构筑以一二线城市中高端商场、机场、高铁为核心的线下直营门店渠道。公司截至2021年末，公司直营门店数累计达186家，其中购物中心门店数量为108家，交通枢纽门店数量为78家。我们预计公司直营门店的稳步拓展，有望推动公司

高端品牌形象持续深化，

(5) 线下经销：2021 年实现营收 1.4 亿元 (+12.3%)，占总营收的 12.0%。预计 2022 年公司将通过探索新型销售场景，推广高铁营销、加盟代理等试点模式，加速线下经销渠道收入增长。

(6) ODM：2021 年实现营收 0.7 亿元 (+45.2%)，主要来自对俄罗斯客户销售贡献。

图8：线上 B2C 和线下直销贡献公司主要收入



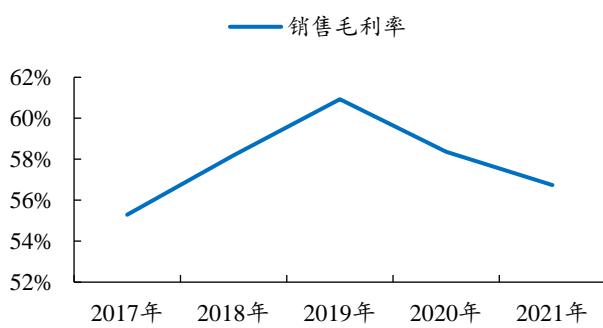
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、上新叠加疫情趋缓，看好 2022Q2 净利率环比提升延续

2.1、盈利能力：疫情叠加原材料涨价影响，净利率阶段承压

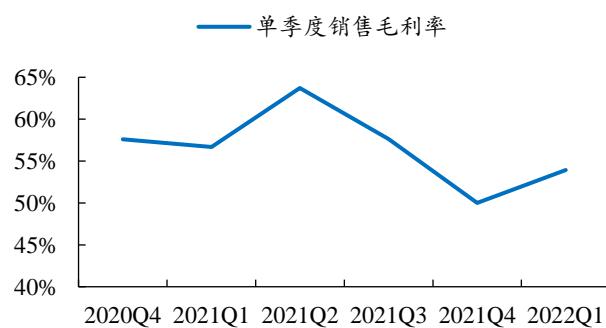
2021 年公司整体毛利率为 56.7% (-1.6pcts)，主系受高毛利率直营渠道占比下滑、以及原材料大涨影响。单季度看，2022Q1 公司整体毛利率为 53.9% (-2.8pcts)，较 2021Q4 环比提升 3.9pcts，改善趋势或已显现。我们预计 Q2 新品上市叠加线下直营渠道恢复，都有望驱动毛利率修复。

图9：2021 年公司整体毛利率为 56.7% (-1.6pcts)



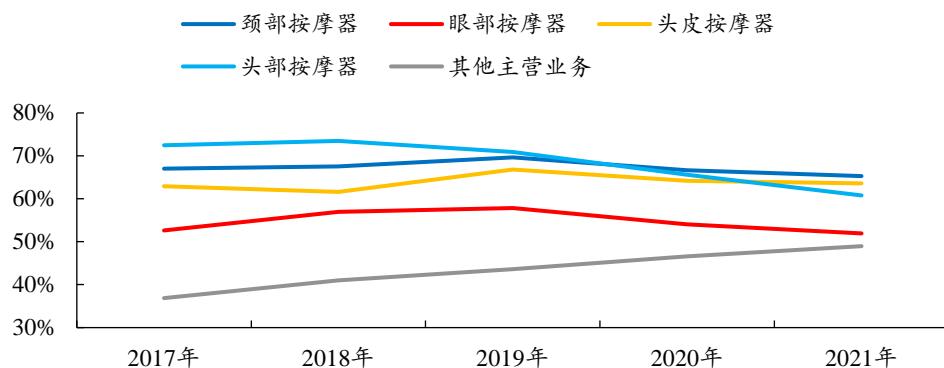
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2022Q1 公司整体毛利率为 53.9% (-2.8pcts)



数据来源：Wind、开源证券研究所

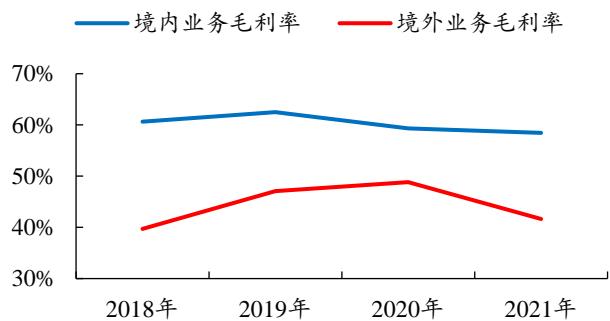
分品类看，2021 公司颈部/眼部/头皮/头部按摩器以及其他主营业务毛利率分别为 65.3%/51.9%/63.6%/60.8%/49.0%，同比分别 -1.4/-2.1/-0.6/-4.8/+2.4pcts。

图11：2021年各类按摩器毛利率有所下滑


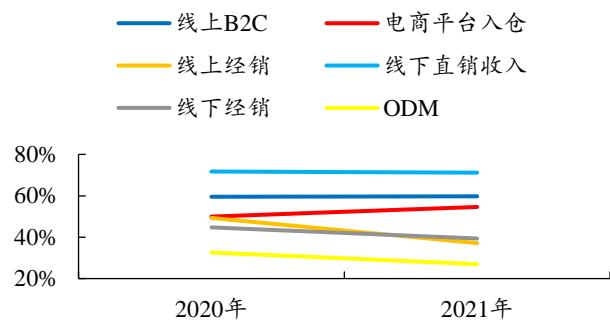
数据来源：Wind、开源证券研究所

分地区来看，公司境内业务毛利率为 58.5% (-0.9pcts)，境外业务毛利率为 41.6% (-7.2pcts)，境外业务毛利率有所下滑。

分渠道来看，公司线上 B2C/电商平台入仓/线上经销/线下直销/线下经销/ODM 毛利率分别为 59.8%/54.6%/37.1%/71.2%/39.4%/27.0%，同比分别+0.2/+4.7/-12.2/-0.6/-5.4/-5.6pcts。其中线上 B2C、电商平台入仓模式毛利率保持逆势提升，产品迭代创新驱动毛利率结构趋势有望延续。

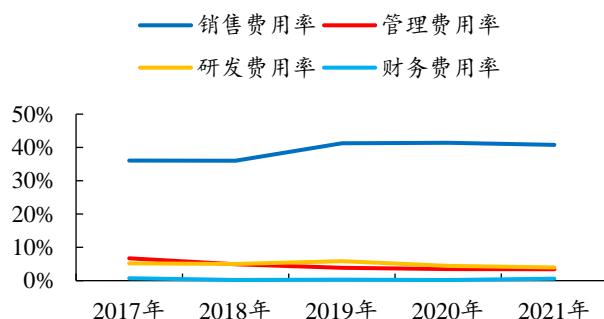
图12：2021年境外业务毛利率有所下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所

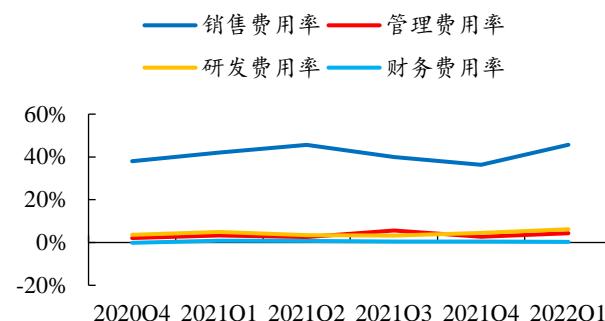
图13：2021年电商平台入仓模式毛利率+4.7pcts


数据来源：Wind、开源证券研究所

2021 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 40.8%/3.4%/4.0%/0.6%，同比分别-0.7/-0.03/-0.5/+0.4pcts。公司财务费用率略有增加主要系公司采用新租赁准则，其中租赁负债对应未确认融资费用、汇兑损益增加。2022Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 45.7%/4.4%/6.2%/0.3%，同比分别+3.6/+1.1/+1.3/-0.5pcts，主系受疫情扰动下收入增速有所放缓影响。我们预计在疫情持续影响下，公司直营门店租金等费用或将迎来减免利好，叠加公司内部降本提效，费用率将迎来改善。

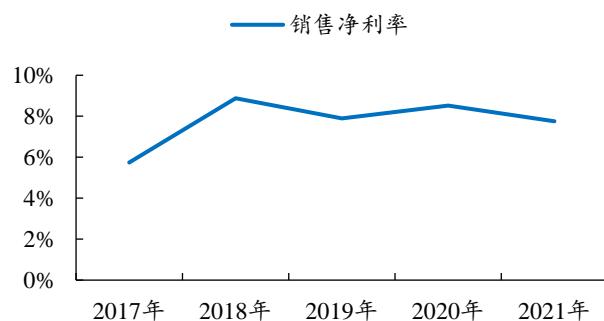
图14：2021年销售费用率为40.8% (-0.7pcts)


数据来源：Wind、开源证券研究所

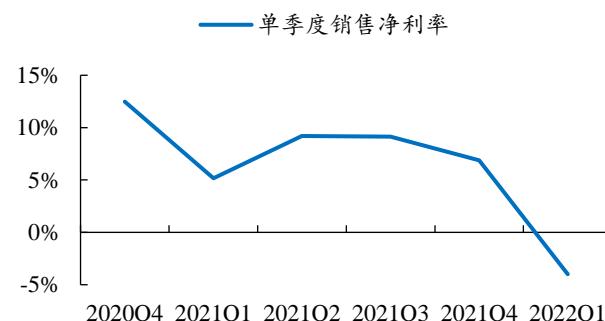
图15：2022Q1销售费用率为45.7% (+3.6pcts)


数据来源：Wind、开源证券研究所

受毛利率下滑影响，2021年公司净利率为7.8% (-0.8pcts)。2022Q1公司净利率为-4.0% (-9.2pcts)。净利率阶段性承压，主系销售费用率上升及毛利率下滑影响。预计在疫情趋缓、线下流量恢复，预计净利率将迎来拐点。

图16：2021年公司净利率为7.8% (-0.8pcts)


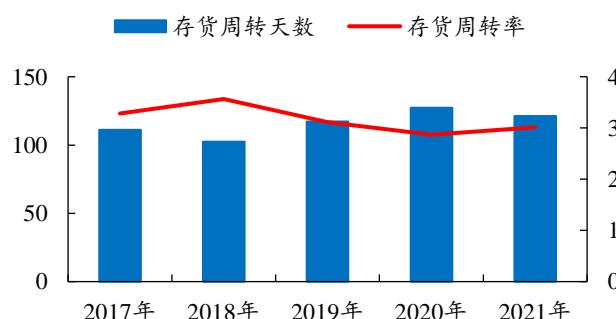
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2022Q1公司净利率为-4.0% (-9.2pcts)


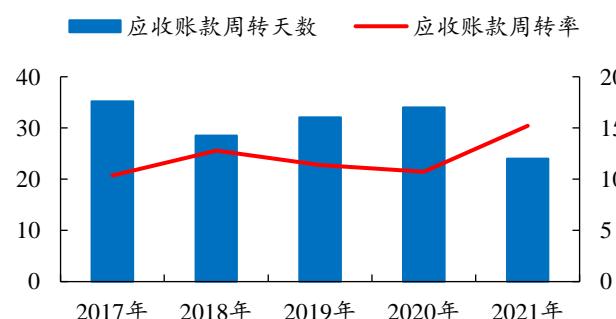
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、营运能力：公司存货周转率、应收账款周转率均有所提升

2021年公司存货为2.1亿元(+46.3%)，主要系公司扩大生产经营导致备货增加。2021年存货周转天数为121.1天(-6.2天)，存货周转率有所提升。2021年公司应收账款为0.79亿元，同比没有变动。2021年公司应收账款周转天数为24天(-10天)，应收账款周转率有所提升。

图18：2021年存货周转天数为121.1天 (-6.2天)


数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：2021年公司应收账款周转天数为24天 (-10天)


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、推出限制性股票激励计划，高目标牵引公司长期发展

公司计划推出 2022 年限制性股票激励计划，激励对象包括公司董事、高级管理人员，核心技术人员以及其他员工共 149 人。我们认为激励计划有助于将员工利益与公司绑定，有助于公司长远发展。

(1) 激励对象：董事、高级管理人员以及核心技术人员共 6 人，其他员工共 143 人。

(2) 激励数量：拟授予激励对象 177.00 万股的限制性股票数量，约占激励计划草案公告日公司股本总额 6164.00 万股的 2.87%。

(3) 授予价格：27.40 元/股

(4) 限制性股票归属分 3 期，对应考核年度要求为 2022-2024 年营收增速分别不低于 30.0%，69.0%，119.7%；2022-2024 年净利润增速分别不低于 30.0%，69.0%，119.7%。

(5) 推销费用：预计总推销费用 0.35 亿元，其中 2022-2024 年分别推销 1227.54 万元、1449.63 万元、644.47 万元、168.08 万元。

此次股权激励具有激励范围广、授予价格低的优点。我们认为通过股权激励将有助于稳固核心人才，帮助公司长远发展。

4、盈利预测与投资建议

从公司业务层面看，按摩器品类渗透率对标日韩国家仍处于较低水平、提升空间较大，公司高端品牌定位清晰、线上线下渠道布局完善，产品涵盖包括头部、颈部、眼部、头皮按摩器，叠加艾灸类及经络枪等新品推出，满足消费者的不同需求，有望延续较快增长。

从盈利角度看，我们预计目前承压为短期阶段，在疫情扰动趋于平稳，公司通过技术革新、产品迭代毛利率有望保持提升，净利率有望趋于稳定。

我们下调 2022-2023 年，新增 2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.21/1.61/2.10 亿元（2022-2023 年原值为 1.82/2.72 亿元），对应 EPS 分别为 1.96/2.61/3.40 元（2022-2023 年原值为 2.95/4.42 元），当前股价对应 PE 为 22.5/16.9/13.0 倍，考虑按摩器品类渗透率低、公司借助高端品牌定位、产品差异化持续引领，维持“买入”评级不变。

5、风险提示

新品拓展不达预期；疫情反复扰动；原材料价格波动。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	435	782	1099	1173	1561	营业收入	826	1190	1548	2060	2687
现金	139	220	406	308	521	营业成本	344	515	650	855	1102
应收票据及应收账款	82	81	174	169	270	营业税金及附加	5	5	8	10	13
其他应收款	40	48	85	96	135	营业费用	342	485	650	872	1142
预付账款	24	47	22	77	58	管理费用	29	41	54	72	94
存货	141	206	232	344	398	研发费用	37	47	62	82	107
其他流动资产	9	180	180	180	180	财务费用	2	7	7	10	15
非流动资产	41	178	73	74	81	资产减值损失	-1	-4	-4	-6	-7
长期投资	4	4	4	5	5	其他收益	16	20	19	21	22
固定资产	15	17	17	16	13	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	5	4	4	3	2	投资净收益	-0	1	0	0	0
其他非流动资产	17	153	47	50	62	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	476	961	1171	1247	1642	营业利润	84	106	141	187	244
流动负债	241	260	387	338	560	营业外收入	1	1	1	1	1
短期借款	45	10	10	10	10	营业外支出	2	1	1	1	1
应付票据及应付账款	153	143	299	265	451	利润总额	83	106	140	186	243
其他流动负债	43	107	78	62	99	所得税	12	14	19	25	33
非流动负债	2	46	46	46	46	净利润	70	92	121	161	210
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	-0	0	-0	0	0
其他非流动负债	2	46	46	46	46	归母净利润	71	92	121	161	210
负债合计	242	306	433	384	606	EBITDA	98	119	144	192	242
少数股东权益	-1	-0	-0	-0	-0	EPS(元)	1.15	1.49	1.96	2.61	3.40
股本	46	62	62	62	62	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	22	365	365	365	365	成长能力					
留存收益	168	230	302	398	524	营业收入(%)	19.1	43.9	30.1	33.1	30.4
归属母公司股东权益	234	655	739	863	1036	营业利润(%)	32.8	26.2	32.9	32.9	30.4
负债和股东权益	476	961	1171	1247	1642	归属于母公司净利润(%)	29.6	29.9	31.3	33.6	30.2
						盈利能力					
						毛利率(%)	58.4	56.7	58.0	58.5	59.0
						净利率(%)	8.6	7.7	7.8	7.8	7.8
						ROE(%)	30.1	14.1	16.3	18.7	20.3
						ROIC(%)	24.4	11.3	14.2	16.6	18.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	50.9	31.8	36.9	30.8	36.9
						净负债比率(%)	-39.7	-16.7	-47.3	-29.2	-44.9
						流动比率	1.8	3.0	2.8	3.5	2.8
						速动比率	1.1	2.0	2.2	2.2	2.0
						营运能力					
						总资产周转率	1.9	1.7	1.5	1.7	1.9
						应收账款周转率	10.3	14.6	12.1	12.0	12.3
						应付账款周转率	2.4	3.5	2.9	3.0	3.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.15	1.49	1.96	2.61	3.40
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	1.41	3.12	-0.55	4.57
						每股净资产(最新摊薄)	3.80	10.63	11.99	14.00	16.81
						估值比率					
						P/E	38.5	29.6	22.5	16.9	13.0
						P/B	11.6	4.1	3.7	3.1	2.6
						EV/EBITDA	26.8	20.5	15.3	12.0	8.6

数据来源：聚源、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

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