

新宝股份 (002705.SZ) 2022Q1 外销增长稳健，静待原材料成本压力缓解下盈利修复

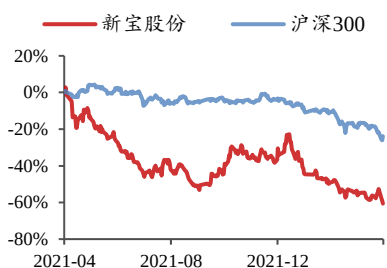
2022 年 04 月 29 日

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2022/4/28
当前股价(元)	14.99
一年最高最低(元)	39.84/14.05
总市值(亿元)	123.93
流通市值(亿元)	123.36
总股本(亿股)	8.27
流通股本(亿股)	8.23
近 3 个月换手率(%)	52.63

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-洗地机上新两周展现竞争力，清洁赛道增长可期》-2022.3.6

《公司信息更新报告-外销收入维持稳健增长，期待盈利能力修复》-2021.10.30

《公司信息更新报告-2021H1 营收快速增长，内外环境改善盈利修复可期》-2021.8.30

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

● **2022Q1 外销增长稳健，看好成本压力缓解下盈利修复，维持“买入”评级**
2021 年公司实现营收 149.12 亿元（+13.05%），归母净利润 7.92 亿元（-29.15%）。2021Q4/2022Q1 营收增速同比分别+3.26%/+13.46%，归母净利润同比分别-5.24%/+4.60%，扣非归母净利润同比分别+58.6%/-11.71%，2022Q1 非经常性损益主要来自于远期外汇等投资收益差异。考虑到原材料成本仍处高位，我们下调 2022-2023 年盈利预测，新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司净利润为 9.63/11.75/13.66 亿元（2022-2023 年原值为 10.04/12.72 亿元），对应 EPS 为 1.17/1.42/1.65 元，当前股价对应 PE 分别为 12.9/10.5/9.1 倍，长期看好关税豁免、海运费回落稳定外销订单，原材料价格回落带动盈利修复，维持“买入”评级。

● **2021Q4 新品拉动内销回暖，2022Q1 外销恢复稳健增长**
内销方面，2021 年实现收入 32.89%（+9.03%），其中 2021Q4/2022Q1 收入同比分别+28.91%/+3%。分品牌来看，2021Q4 摩飞/东菱/其他业务内销收入同比分别+16.41%/+2.3%/+58.7%，2021Q4 内销较大程度回暖或系摩飞等品牌新品拉动所致，全年来看多品类收入占比已达 10%左右。外销方面，2021 年实现收入 116.24 亿元（+14.24%），其中 2021Q4/2022Q1 收入同比分别-3.7%/+17%。展望 2022 年，关税豁免及海运费回落外销订单或维持稳定，看好内销持续推新助力长期增长。

● **2021 年业绩短期承压，费用提质增效带动 2022Q1 盈利能力边际修复**
2021 年公司毛利率 17.61%（-5.71%），同口径下 2021Q4/2022Q1 毛利率同比分别-3.68pcts/-2.42pcts，2022Q1 降幅环比收窄或系产品调价等效果显现。费用端，2021Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.4pcts/-0.95pcts/-0.18pcts/-2.7pcts，2022Q1 同比分别-0.68pcts/-1.14pcts/+0.37pcts/+0.29pcts，整体费用管控效果良好。综合影响下 2021 年扣非净利率同比-2.49pcts，2022Q1 扣非净利率环比+0.57pcts。

● **风险提示：**人民币汇率大幅波动；海外需求下滑；原材料价格上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,191	14,912	16,591	17,977	19,494
YOY(%)	44.6	13.0	11.3	8.4	8.4
归母净利润(百万元)	1,118	792	963	1,175	1,366
YOY(%)	62.7	-29.2	21.5	22.0	16.3
毛利率(%)	23.3	17.6	18.1	19.3	19.7
净利率(%)	8.5	5.3	5.8	6.5	7.0
ROE(%)	18.9	13.4	14.1	15.5	15.9
EPS(摊薄/元)	1.35	0.96	1.17	1.42	1.65
P/E(倍)	11.1	15.6	12.9	10.5	9.1
P/B(倍)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2021 年业绩短期承压，2022Q1 外销恢复稳健增长.....	3
1.1、 按品牌及区域拆分：2022Q1 外销维持稳健增长，2021Q4 新品拉动下内销有所回暖	3
1.2、 按产品拆分：高基数压力下 2021H2 各主品类增速有所放缓	4
2、 2022Q1 盈利能力边际改善，营运能力处于相对健康水平.....	5
2.1、 盈利能力：2021 年业绩短期承压，2022Q1 盈利能力边际改善	5
2.2、 营运能力：营运能力处于相对健康水平，经营性现金流短期流出	6
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

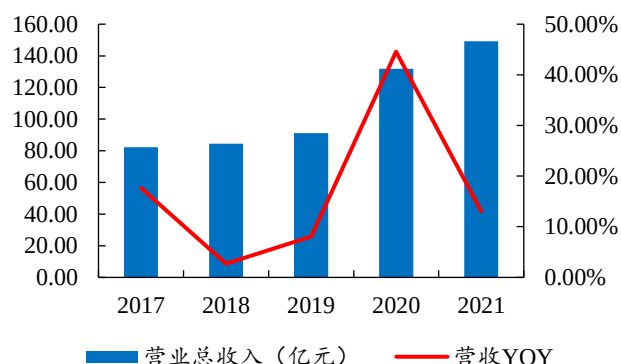
图 1： 2021 年公司实现营收 149.12 亿元（+13.05%）	3
图 2： 2021Q4/2022Q1 营收增速分别为 3.23%/13.46%.....	3
图 3： 2021 年实现归母净利润 7.92 亿元（-29.15%）	3
图 4： 2021Q4/2022Q1 扣非归母净利润增速分别为 58.6%/-11.71%.....	3
图 5： 2021 年公司毛利率 17.61%（-5.71pcts）	5
图 6： 2021Q4/2022Q1 毛利率同比分别-3.68pct/-2.42pct.....	5
图 7： 2021 年公司期间费用率 11.46%（-1.93pcts）	6
图 8： 2021Q4/2022Q1 期间费用率同比分别-4.24pcts/-1.15pcts.....	6
图 9： 2021 年公司扣非净利率为 4.57%（-2.49pcts）	6
图 10： 2021Q4/2022Q1 扣非净利率同比分别+1.26pcts/-1.19pcts	6
图 11： 2022Q1 公司存货周转效率略有提升	7
图 12： 2022Q1 公司回款能力略有提升	7
表 1： 2021Q4 国内销售收入回暖，国外销售收运力紧张有所下滑，2022Q1 国外销售保持稳健增长	4
表 2： 高基数压力下 2021H2 电热类、电动类以及家居电器增速均有所放缓，多品类发展下其他产品延续亮眼表现	5

1、2021 年业绩短期承压，2022Q1 外销恢复稳健增长

营收端，高基数下全年增长稳健，2021 年公司实现营收 149.12 亿元(+13.05%)。单季度来看 2021Q4/2022Q1 公司分别实现营收 42.09 亿元/36.42 亿元，同比分别+3.26%/+13.46%，2021Q4 收入增速放缓主要系国际物流紧张致外销订单出货放缓，2022Q1 在同期高基数以及国内外环境不佳的情况下实现稳定增长，主要系外销业务增长稳健。

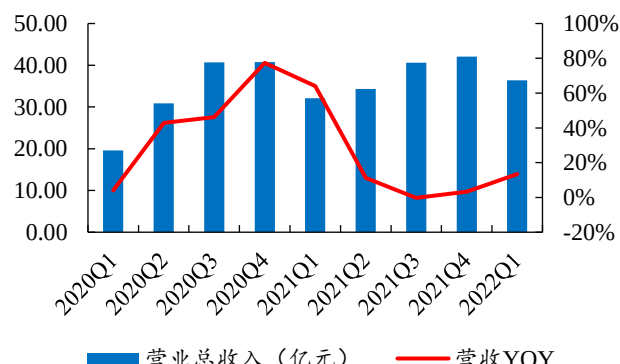
业绩端，受人民币汇率波动以及原材料成本上涨影响，2021 年公司实现归母净利润 7.92 亿元(-29.15%)。单季度来看 2021Q4/2022Q1 公司分别实现归母净利润 1.98 亿元/1.78 亿元，同比分别-5.24%/+4.60%，扣非归母净利润为 1.52/1.52 亿元，同比分别+58.6%/-11.71%。2021Q4 扣非净利润同比涨幅较大主要系同期投资收益和公允价值变动收益较大，2022Q1 扣非净利润下跌主要系 0.16 亿元远期外汇投资收益和公允价值变动收益。

图1：2021 年公司实现营收 149.12 亿元 (+13.05%)



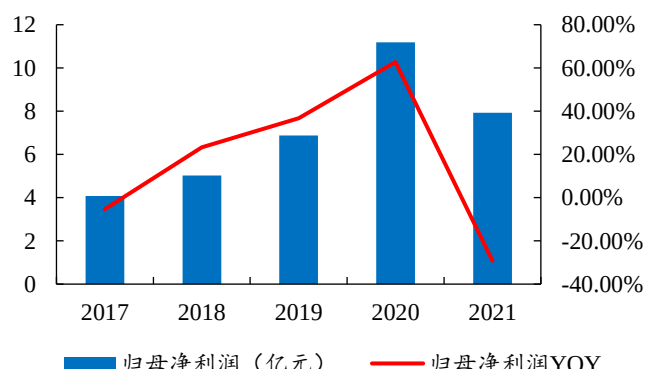
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021Q4/2022Q1 营收增速分别为 3.26%/13.46%



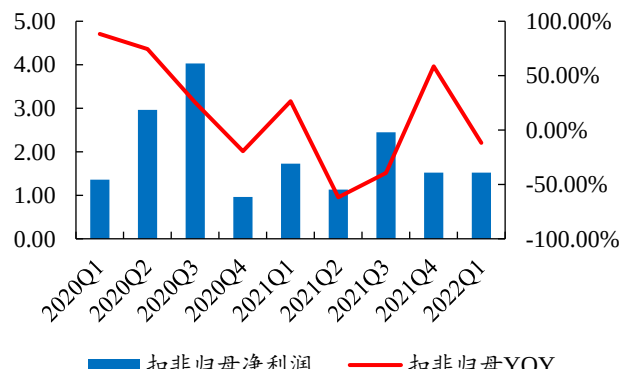
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2021 年实现归母净利润 7.92 亿元 (-29.15%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021Q4/2022Q1 扣非归母净利润增速分别为 58.6%/-11.71%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、按品牌及区域拆分：2022Q1 外销维持稳健增长，2021Q4 新品拉动下内销有所回暖

(1) 国外销售：出口业务主要以 OEM/ODM 模式开展，2021 年公司国外销售

收入 116.24 亿元 (+14.24%)，其中 2021Q4 实现销售收入 30.88 亿元 (-3.7%)，增速放缓主要系下半年国际运力紧张导致订单出货受限。2022Q1 国外销售收入 31.39 亿元 (+17.00%)，在同期高基数以及国际环境不佳的情况下恢复稳健增长。

(2) 国内销售：国内业务主要经营授权品牌摩飞、自主品牌东菱等，2021 年公司实现国内销售收入 32.89% (+9.03%)，其中 2021Q4 国内销售收入 11.20 亿元 (+28.91%)，2022Q1 疫情扰动下国内销售收入 5.82 亿元 (+3%)。**具体分品牌来看：**

(a) 2021 年摩飞品牌收入 16.6 亿元 (+10%)，其中 2021Q4 收入 5.6 亿元 (+16.41%)，增速较前三季度环比改善较为明显，我们认为主要系 2021M9-M10 摩飞上新频率提高、新品拉动增长所致，2021 年 9-10 月公司推出多功能烤箱、多功能锅、升降锅、迷你养生壶、除螨仪、空气净化器、加湿器、蒸汽拖把等多款产品。并且 2021 年新品类收入贡献稳步提升，消毒机、食物处理器、绞肉机等收入占比分别达 10% 左右，多品类发展战略初显成效。

(b) 2021 年东菱品牌收入 2.4 亿元 (-21%)，其中 2021Q4 收入 1 亿元 (+2.13%)，目前东菱仍处于品牌定位、产品定位调整阶段，未来会继续扩充品类。

(c) 2021 年国内其他业务收入 13.89 亿元 (+14.16%)，其中 2021Q4 收入 4.6 亿元 (+58.7%)，单季度增速表现亮眼，我们认为或系歌岚、鸣盏和百盛图品牌均有较好增长，双十一期间百盛图咖啡机位列细分类目第二；歌岚美妆冰箱单品销量进入上升通道；鸣盏拓展至消毒茶电器，产品系列化初见雏形。

表1：2021Q4 国内销售收入回暖，国外销售收运力紧张有所下滑，2022Q1 国外销售保持稳健增长

	2021H1	2021Q3	2021Q4	2021	2022Q1
国外销售（亿元）	51.48	33.87	30.88	116.24	31.39
YOY	43.35%	0.32%	-3.70%	14.24%	17.00%
国内销售（亿元）	14.96	6.73	11.20	32.89	5.82
YOY	2.88%	-3.00%	28.91%	9.03%	3.00%
其中：摩飞品牌（亿元）	7.70	3.30	5.60	16.60	
YOY	7%	7.13%	16.41%	10.00%	
东菱品牌（亿元）	1.00	0.40	1.00	2.40	
YOY	-41%	11.48%	2.13%	-21.00%	
其他业务（亿元）	6.26	3.03	4.60	13.89	
YOY	11%	-13.40%	58.70%	14.16%	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、按产品拆分：高基数压力下 2021H2 各主品类增速有所放缓

(1) 电热类厨房电器：2021 年实现收入 73.68 亿元 (+8.76%)，其中 2021H2 实现收入 39.85 亿元 (-4.4%)，高基数压力下增速有所放缓，较 2019H2 复合增速为 23.66%，保持平稳增长。

(2) 电动类厨房电器：2021 年实现收入 34.96 亿元 (+11.21%)，其中 2021H2 实现收入 19.66 亿元 (+2.38%)，高基数压力下增速有所放缓，较 2019H2 复合增速为 19.9%，保持相对平稳增长。

(3) 家居电器：2021 年实现收入 22.74 亿元 (+19.88%)，其中 2021H2 实现收入 12.75 亿元 (+2.36%)，同样高基数压力下增速放缓，较 2019H2 复合增速为 43.32%，

保持较高增长，主要系 2021 年公司继续针对家居电器推出挂烫机、除螨仪、净化器等多款新品。

(4) 其他产品：2021 年实现收入 14.82 亿元 (+32.67%)，其中 2021H2 实现收入 8.81 亿元 (+30.82%)，延续亮眼表现。

表2：高基数压力下 2021H2 电热类、电动类以及家居电器增速均有所放缓，多品类发展下其他产品延续亮眼表现

项目	2020	2021	2021H1	2021H2
电热类厨房电器（亿元）	67.74	73.68	33.83	39.85
YOY	45.88%	8.76%	29.80%	-4.40%
电动类厨房电器（亿元）	31.43	34.96	15.30	19.66
YOY	33.76%	11.21%	25.09%	2.38%
家居电器（亿元）	18.97	22.74	9.99	12.75
YOY	60.05%	19.88%	53.41%	2.36%
其他产品（亿元）	11.17	14.82	6.01	8.81
YOY	51.53%	32.67%	35.47%	30.82%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、2022Q1 盈利能力边际改善，营运能力处于相对健康水平

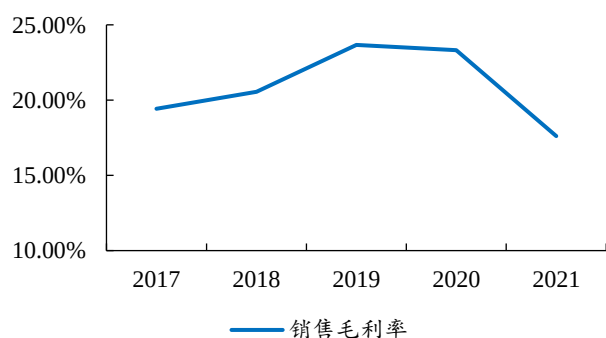
2.1、盈利能力：2021 年业绩短期承压，2022Q1 盈利能力边际改善

(1) 毛利率：2021 年公司毛利率 17.61% (-5.71pts)，其中 2021Q4 毛利率 17.79% (+0.47pts)，同口径下 2021Q4 毛利率同比-3.68pts，主要系原材料价格以及运费上涨所致，2021 年运费/直接材料成本分别上涨 26.03%/26.17%，但毛利率自 2021Q3 其环比改善，或系调价、战略性采购效果逐步显现。2022Q1 公司毛利率为 16.61% (-2.42pts)，降幅收窄，但原材料价格维持高位下毛利仍有所承压。

分产品看：2021 年电热类/电动类/家居电器毛利率分别为 16.81%/18.3%/16.87%，同比分别-6.24pts/-7.92pts/-4.21pts，各品类毛利率受成本压力影响均较大。

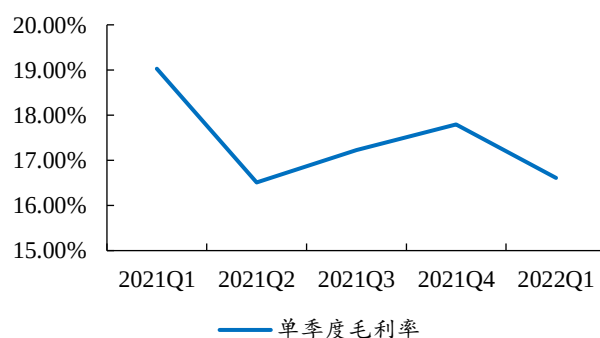
分区域看：2021 年国内/国外市场毛利率分别为 14.73%/27.77%，同比分别-5.7pts/-5.26pts，国内外市场毛利率受原材料成本压力较大。

图5：2021 年公司毛利率 17.61% (-5.71pts)



数据来源：Wind、开源证券研究所

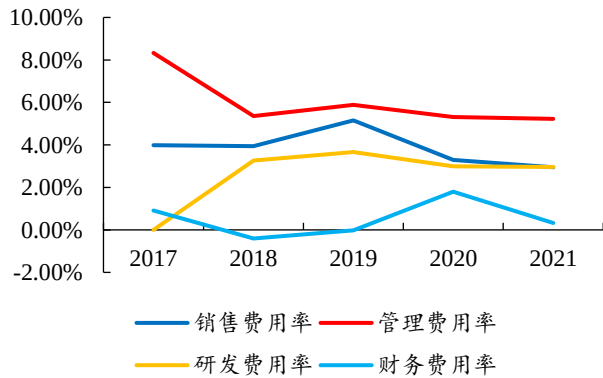
图6：2021Q4/2022Q1 毛利率同比分别-3.68pct/-2.42pct



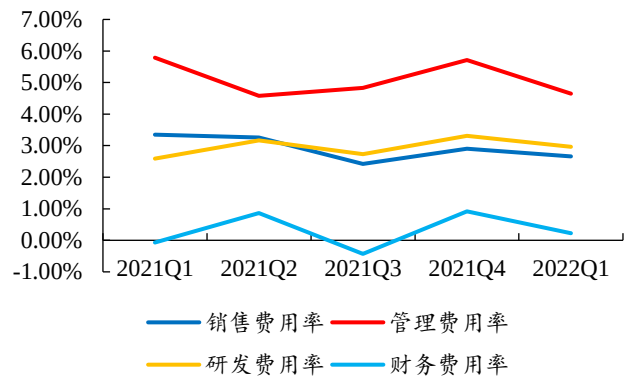
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 费用率：2021 年公司期间费用率 11.46% (-1.93pts)，其中销售费用/管理费用/研发费用率/财务费用率分别为 2.95%/5.23%/2.96%/0.33%，同比分别-0.35pts/-

0.09pcts/-0.02pcts/-1.47pcts。单季度来看，2021Q4 销售费用/管理费用/研发费用率/财务费用率同比分别-0.4pcts/-0.95pcts/-0.18pcts/-2.7pcts，财务费用率同比下滑较大比例主要系 2021 年汇兑损失较少。2022Q1 销售费用/管理费用/研发费用率/财务费用率同比分别-0.68pcts/-1.14pcts/+0.37pcts/+0.29pcts，公司整体费用管控情况良好。

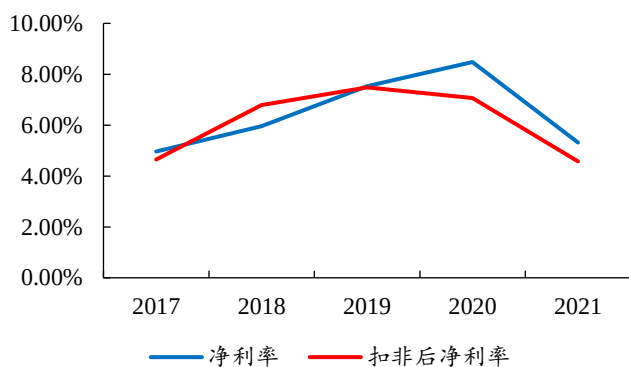
图7：2021 年公司期间费用率 11.46% (-1.93pcts)


数据来源：Wind、开源证券研究所

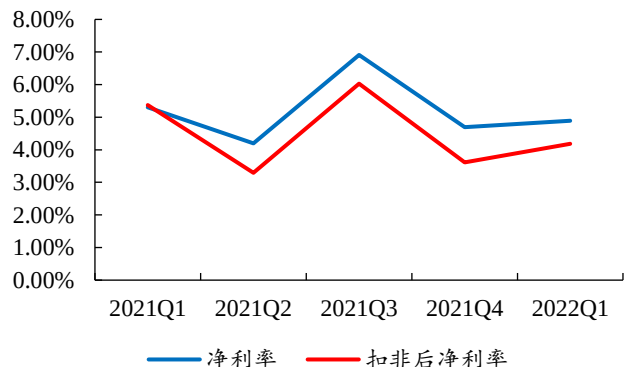
图8：2021Q4/2022Q1 期间费用率同比分别-4.24pcts/-1.15pcts


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 净利率：2021 年公司净利率为 5.31% (-3.17pcts)，扣非净利率为 4.57% (-2.49pcts)。单季度来看，2021Q4/2022Q1 公司净利率同比分别-0.42pcts/-0.41pcts，扣非后净利率同比分别+1.26pcts/-1.19pcts，2021Q4 扣非净利率同比提升主要系汇兑损失较大幅度减少所致，环比下降主要系新品上市推广致费用率有所增加。2022Q1 扣非净利率同比下滑主要系原材料及运费成本压力较大，环比 2021Q4 改善主要系费用控制情况良好。

图9：2021 年公司扣非净利率为 4.57% (-2.49pcts)


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2021Q4/2022Q1 扣非净利率同比分别+1.26pcts/-1.19pcts


数据来源：Wind、开源证券研究所

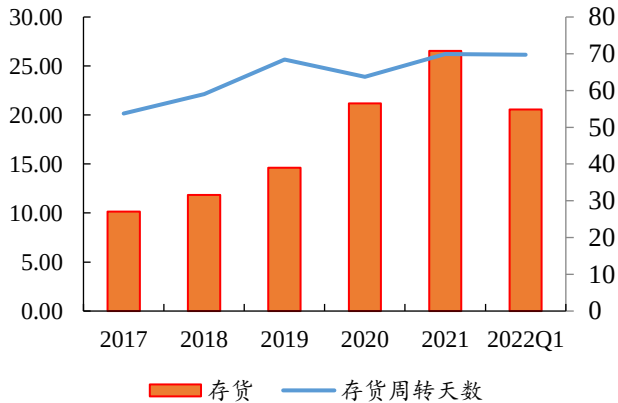
2.2、营运能力：营运能力处于相对健康水平，经营性现金流短期流出

(1) 存货：截至 2021 年末，公司存货 26.53 亿元 (+25.15%)，存货周转天数 69.92 天，同比增加 6 天。截至 2022Q1 期末，公司存货 20.56 亿元，较 2021 年末减少 22.5%，存货周转天数为 69.77 天，较 2021 年减少 0.15 天，整体存货周转效率处于相对健康水平。

(2) 应收账款：截至 2021 年末，公司应收账款 14.96 亿元 (-15.22%)，应收账

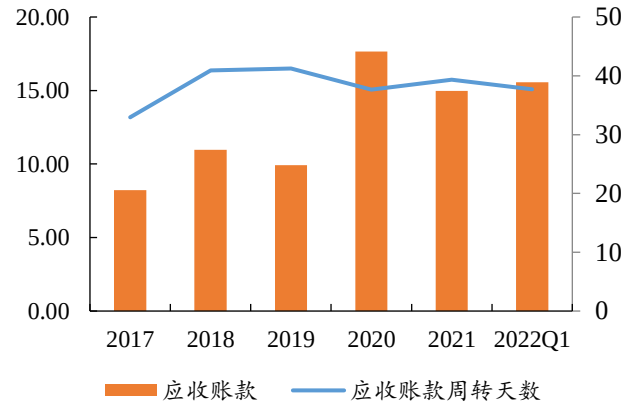
款周转天数 39.36 天，同比增加 2 天。截至 2022Q1 期末，公司应收账款 15.55 亿元，较 2021 年末增加 3.93%，应收账款周转天数为 37.7 天，较 2021 年减少 2 天，整体回款能力处于相对健康水平。

图11：2022Q1 公司存货周转效率略有提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2022Q1 公司回款能力略有提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 现金流：2021 年公司经营性现金流净额为 8.46 亿元 (-66.28%)，同比较大幅度下滑主要系报告期内公司购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。2021Q4、2022Q1 公司经营性现金流净额分别为 9.03 亿元、-2.88 亿元，2021Q4 经营性现金流情况环比较大幅度改善，2022Q1 经营性现金流下滑或系海外客户销售回款速度下降。

3、盈利预测与投资建议

展望 2022 年，营收端看好外销业务稳健增长，内销多品类、多品牌布局助力长期增长：(1) 外销方面，从 2022Q1 表现来看海外需求仍比较旺盛，关税豁免以及海运费回落的情况下下游订单或维持稳定，叠加 2022Q2 后进入低基数，2021 下半年的增速压力有望得到逐步缓解。(2) 内销方面，预计公司在巩固提升现有西式厨房小家电优势的基础上，逐步发力家居护理、婴儿电器、个护美容电器等领域，摩飞品牌品类数量将超过 2021 年，看好持续推新、扩品拉动内销增长。

业绩端，2022 年公司将持续聚焦经营效率提升，例如严控人工费用率以及管理人员数量等，经营效率的提升或进一步提高费用管控效率。此外，人民币贬值预期或进一步带来较大利润弹性。

考虑到原材料成本仍处高位，我们下调 2022-2023 年盈利预测，新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司净利润为 9.63/11.75/13.66 亿元 (2022-2023 年原值为 10.04/12.72 亿元)，对应 EPS 为 1.17/1.42/1.65 元，当前股价对应 PE 分别为 12.9/10.5/9.1 倍，长期看好关税豁免、海运费回落稳定外销订单，原材料价格回落带动盈利修复，维持“买入”评级。

4、风险提示

人民币汇率大幅波动；海外需求下滑；原材料价格上涨等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8940	8374	10301	10680	13264
现金	4285	3603	5172	4183	6437
应收票据及应收账款	1786	1653	2152	1916	2450
其他应收款	46	47	57	56	66
预付账款	71	92	89	107	106
存货	2120	2653	2477	4041	3828
其他流动资产	632	325	354	377	377
非流动资产	3554	4253	4293	4234	4109
长期投资	99	106	116	127	137
固定资产	2318	2583	2714	2702	2640
无形资产	519	515	544	583	589
其他非流动资产	618	1050	918	821	744
资产总计	12495	12627	14594	14913	17373
流动负债	6326	6393	7543	7075	8462
短期借款	99	438	438	438	438
应付票据及应付账款	4695	4484	5672	5162	6536
其他流动负债	1532	1471	1433	1475	1487
非流动负债	66	78	78	77	74
长期借款	0	0	0	-1	-4
其他非流动负债	66	78	78	78	78
负债合计	6391	6471	7622	7152	8536
少数股东权益	66	73	92	120	160
股本	827	827	827	827	827
资本公积	2055	2055	2055	2055	2055
留存收益	3152	3448	4017	4756	5650
归属母公司股东权益	6038	6083	6880	7642	8677
负债和股东权益	12495	12627	14594	14913	17373

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2510	846	2196	-102	3001
净利润	1156	825	982	1203	1406
折旧摊销	384	425	403	445	498
财务费用	237	49	20	117	115
投资损失	-33	-158	-32	-12	-59
营运资金变动	1063	-376	831	-1836	1058
其他经营现金流	-297	81	-8	-18	-17
投资活动现金流	-574	-805	-404	-355	-298
资本支出	925	1078	29	-70	-134
长期投资	316	99	-11	-11	-10
其他投资现金流	667	373	-385	-436	-443
筹资活动现金流	559	-661	-223	-531	-449
短期借款	-45	339	0	0	0
长期借款	-200	0	0	-1	-3
普通股增加	25	0	0	0	0
资本公积增加	915	0	0	0	0
其他筹资现金流	-137	-1000	-224	-530	-446
现金净增加额	2354	-660	1568	-989	2254

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13191	14912	16591	17977	19494
营业成本	10116	12287	13594	14502	15658
营业税金及附加	83	79	114	115	121
营业费用	435	440	448	485	526
管理费用	701	779	813	863	936
研发费用	394	442	498	521	565
财务费用	237	49	20	117	115
资产减值损失	-30	-7	0	0	0
其他收益	45	60	0	0	0
公允价值变动收益	123	-82	8	18	17
投资净收益	33	158	32	12	59
资产处置收益	0	9	0	0	0
营业利润	1375	977	1144	1405	1647
营业外收入	18	21	18	13	18
营业外支出	19	12	14	13	14
利润总额	1374	986	1148	1405	1650
所得税	219	161	166	202	244
净利润	1156	825	982	1203	1406
少数股东损益	37	33	19	28	40
归母净利润	1118	792	963	1175	1366
EBITDA	1636	1330	1446	1736	2015
EPS(元)	1.35	0.96	1.17	1.42	1.65

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	44.6	13.0	11.3	8.4	8.4
营业利润(%)	75.3	-28.9	17.0	22.8	17.2
归属于母公司净利润(%)	62.7	-29.2	21.5	22.0	16.3
获利能力					
毛利率(%)	23.3	17.6	18.1	19.3	19.7
净利率(%)	8.5	5.3	5.8	6.5	7.0
ROE(%)	18.9	13.4	14.1	15.5	15.9
ROIC(%)	16.5	11.4	12.1	13.6	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	51.2	51.2	52.2	48.0	49.1
净负债比率(%)	-64.5	-49.6	-66.8	-47.3	-67.1
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.0	0.9	1.0	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	9.5	8.7	8.7	8.8	8.9
应付账款周转率	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.35	0.96	1.17	1.42	1.65
每股经营现金流(最新摊薄)	3.04	1.02	2.66	-0.12	3.63
每股净资产(最新摊薄)	7.30	7.36	8.32	9.24	10.50
估值比率					
P/E	11.1	15.6	12.9	10.5	9.1
P/B	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	5.0	7.0	5.3	5.0	3.2

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的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