

富佳股份 (603219.SH) 吸尘器代工主业稳健, 洗地机新品类打开成长空间

2022年08月09日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

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

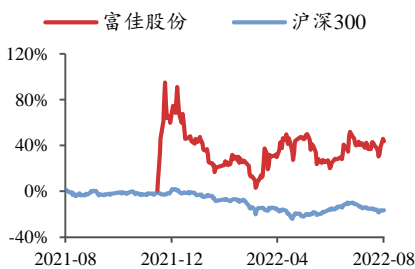
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790121060033

日期	2022/8/9
当前股价(元)	19.34
一年最高最低(元)	26.91/11.47
总市值(亿元)	77.55
流通市值(亿元)	7.93
总股本(亿股)	4.01
流通股本(亿股)	0.41
近3个月换手率(%)	520.73

股价走势图



数据来源: 聚源

● 吸尘器代工稳健发展, 洗地机打开成长空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级

公司起家于吸尘器代工, 通过深度绑定 JS 环球生活快速发展; 公司聚焦国内拓客户和拓品类, 并积极实现降费提效, 实现净利率持续提升。我们看好公司在关税减免等利好下吸尘器代工主业保持稳健增长, 以 ODM 模式切入高景气洗地机赛道, 借助与方太厨具、JS 环球生活及顺造科技的合作, 持续构筑收入增量; 在原材料价格下行、人民币贬值趋势下, 看好公司利润率修复机会。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 2.88/3.74/4.64 亿元, 对应 EPS 分别为 0.72/0.93/1.16 元, 当前股价对应 PE 为 26.9/20.7/16.7 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 深度合作 JS 环球生活、入股小米生态链, 看好吸尘器基本盘稳健发展

全球吸尘器市场规模稳步提升, 市场品牌格局稳固。公司深度绑定全球清洁电器龙头 JS 环球生活拓展北美及欧洲市场, 此外公司也积极拓展国内市场, 与顺造科技等小米生态链企业合作逐步深化。伴随关税减免、人民币贬值、叠加塑料粒子等原材料价格进一步回落等利好, 看好公司吸尘器代工主业基本盘平稳发展。

● ODM 模式切入高景气洗地机赛道, 公司拓品类进展顺利

2022 年上半年国内洗地机市场规模 57.8 亿, 同比增长 84%。公司依托深耕清洁电器积累的技术优势, 通过和方太厨具合作米博洗地机 V6 切入洗地机赛道, 针对传统拖布易发臭的痛点, 主打差异化的无滚布地刷设计。根据奥维云网, 6 月米博洗地机 V6 销售额达 3612.6 万元, 销售额市占率达 3.5%。此外, 我们预计公司将以 ODM 业务方式与方太厨具推出米博第二代洗地机、Shark 品牌洗地机、顺造品牌洗地机等新品, 打开成长空间, 并在后续有望推出自有品牌清洁保姆新品。

● 募资解决产能瓶颈, 助力拓品类以及客户关系深化

公司通过 IPO 募资约 6 亿元, 主用于产能扩张、研发投入和补充流动资金。其中扩产能计划约在国内实现 130 万台无线锂电吸尘器及 20 万台有线吸尘器的产能扩张, 同时在越南设厂规避关税波动影响, 进一步深化与 JS 环球生活的合作。

● **风险提示:** 外销需求回落风险; 新品拓展不及预期风险; 原材料价格上涨风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,095	2,601	2,795	3,460	4,181
YOY(%)	89.9	24.1	7.5	23.8	20.8
净利润(百万元)	172	232	288	374	464
YOY(%)	104.3	34.5	24.4	29.7	24.2
毛利率(%)	19.1	16.8	20.0	21.0	22.0
净利率(%)	8.3	9.0	10.4	10.9	11.2
ROE(%)	23.6	17.9	20.3	22.8	23.9
EPS(摊薄/元)	0.43	0.58	0.72	0.93	1.16
P/E(倍)	45.0	33.5	26.9	20.7	16.7
P/B(倍)	10.6	6.0	5.4	4.7	4.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 富佳股份：吸尘器代工稳健发展，洗地机新品类打开成长空间.....	4
1.1、 发展历程：与 JS 环球生活合作关系稳固，入股小米生态链发力内销.....	4
1.2、 股权结构：创始人对公司掌控力强，管理层多为技术型人才.....	5
1.3、 财务分析：费用管控效率提升下净利率稳步提升.....	5
2、 深度合作 JS 环球生活、入股小米生态链，看好吸尘器基本盘稳健发展.....	9
2.1、 吸尘器市场保持平稳增长，龙头公司份额优势稳固.....	9
2.2、 吸尘器业务客户关系稳定，产品朝着无线化智能化发展.....	11
3、 ODM 模式切入高景气洗地机赛道，公司拓品类进展顺利.....	14
3.1、 洗地机品类渗透率持续提升，高景气赛道下竞争格局尚未稳定.....	14
3.2、 公司以 ODM 切入洗地机赛道，拓展出方太厨具、JS 环球生活和顺造科技等客户.....	16
4、 募资解决产能瓶颈，助力拓品类以及客户关系深化.....	17
5、 盈利预测与投资建议.....	19
6、 风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

图 1： 公司的产品主要为清洁电器和高效电机，代工合作品牌为国内外知名企业.....	4
图 2： 公司股权结构稳定，实控人王跃旦控制能力较强.....	5
图 3： 2017-2021 年公司营收 CAGR 达 27.9%.....	5
图 4： 2019 年受关税政策影响公司营收有所下滑.....	5
图 5： 2020 年无线吸尘器营收占比超过有线吸尘器，成为营收第一大品类.....	6
图 6： 境外营收占比持续下降，2021 年外销占比 86.4%.....	6
图 7： 2021 年上半年北美及欧洲地区收入占比达 78.9%.....	6
图 8： 2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 达 19.2%.....	7
图 9： 2019 年受关税政策影响公司归母净利润增速放缓.....	7
图 10： 受原材料价格上涨影响，2017-2021 年公司毛利率有所下降.....	7
图 11： 分业务看，2021 年吸尘器业务毛利率较高，无线拖把和扫地机器人提升较大.....	7
图 12： 2017 年-2022Q1 公司的销售费用率低于科沃斯与莱克电气.....	8
图 13： 2017-2022Q1 年公司管理费用率控制较好，保持较低水平.....	8
图 14： 2022Q1 公司研发费用率有所提升，主系对新产品的研发投入力度加大.....	8
图 15： 2017 年-2022Q1 公司财务费用率略有提升.....	9
图 16： 公司 2017-2020 年净利率稳步提升，且高于同行业可比公司.....	9
图 17： 2016-2021 年全球吸尘器市场零售量平稳增长，CAGR 达 4.5%.....	10
图 18： 欧美地区吸尘器市场成熟，渗透率超过 90%.....	10
图 19： 2020 和 2021 年中国吸尘器市场零售量保持较快增长.....	10
图 20： 公司维度看，SharkNinja 在 2016-2021 年全球吸尘器市场保持稳定上升.....	11
图 21： 品牌维度看，2016-2021 年全球吸尘器市场份额 CR3 从 19.7%提升到了 20.7%.....	11
图 22： 公司吸尘器产品较为丰富，无线式产品延展了更多使用场景.....	12
图 23： 公司的吸尘器产品结构朝无线化智能化发展.....	12
图 24： 无线吸尘器毛利率稳步提升，2021 年已与有线吸尘器持平.....	13
图 25： JS 环球生活为公司业务的第一大客户，占营收比例虽有下滑但仍占超 80%.....	13

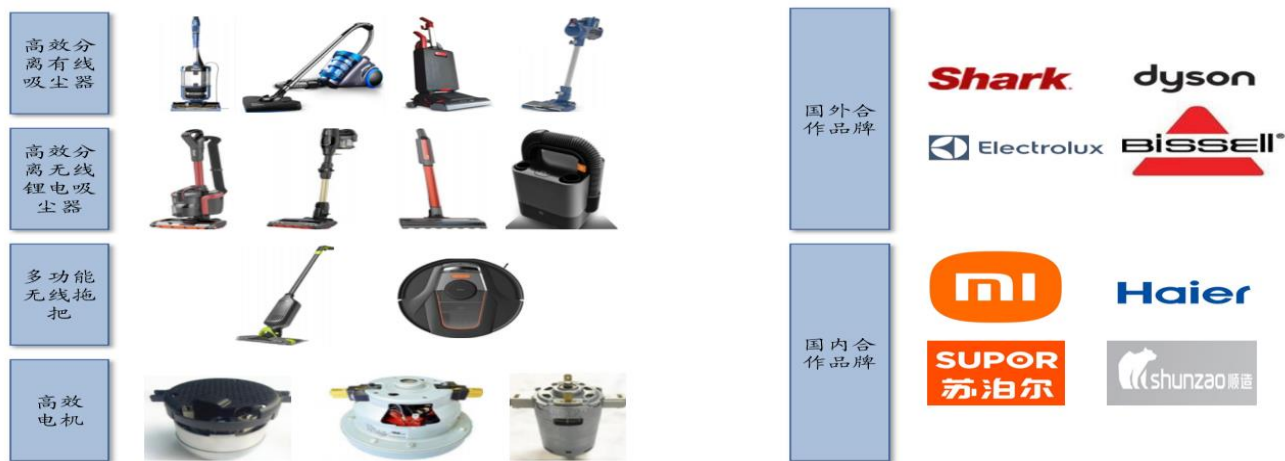
图 26: 塑料 ABS 指数自 2021 年高点已下降 25.6%	14
图 27: 人民币兑美元自 2022 年高点贬值 7.3%	14
图 28: 入股小米生态链顺造科技, 2020 年顺造科技销售收入占比达 5.57%	14
图 29: 2019 年中国家庭地面环境以瓷砖和木地板为主	15
图 30: 2018 年美国家庭地板材质以地毯为主	15
图 31: 2021 年洗地机全渠道规模已达 57.8 亿元, 2019-2021 年 CAGR 为 808.7%	15
图 32: 2020 年洗地机入局者少, 添可必胜占据九成份额	16
图 33: 洗地机竞争格局尚未稳定, 2022H1 竞争加剧	16
图 34: 2022 年 6 月米博洗地机产品销额已达 3612.6 万元, 销额市占率达 3.5%	16
图 35: 2022 年 6 月顺造品牌洗地机产品销额达 1002.6 万元, 销额市占率达 1.04%	17
图 36: 2020 年公司产能利用率高达 130.7%, IPO 有效解决产能瓶颈	18
表 1: 2019 年 5 月国内吸尘器水机、干机对美出口关税税率从 10% 提升至 25%, 2021 年 10 月重获豁免	6
表 2: 依托公司在清洁电器领域的技术深耕, 公司与方太厨具合作的米博 V6 洗地机主打差异化的无滚布地刷设计	16
表 3: 顺造科技目前的产品主打高性价比	17
表 4: 募集资金有望进一步扩大规模优势、研发优势和成本优势	18
表 5: 公司研发实力强劲, 在多个品类中拥有自主创新研发技术	18
表 6: 我们预计无线吸尘器/洗地机业务放量将驱动公司营收保持较快增长	19
表 7: 清洁电器可比公司估值情况	20

1、富佳股份：吸尘器代工稳健发展，洗地机新品类打开成长空间

公司全称宁波富佳实业股份有限公司，2002 年成立，专注于吸尘器、扫地机器人等智能清洁类小家电产品及无刷电机等重要零部件的研发、设计、生产与销售，主要产品包括无线锂电吸尘器、有线吸尘器、多功能无线拖把、智能扫地机器人以及电机等。作为国家高新技术企业，富佳股份已通过 ISO9001、ISO14000/GB/t28001-2011 等质量体系认证，并获得“ITS 认可实验室证书”，拥有超 200 项知识产权。

公司是国内最大的吸尘器生产商及出口商之一，产品出口至欧、美、亚、非、澳五大洲 30 多个国家和地区，与国际知名品牌 Shark、伊莱克斯、戴森、Bissell 等国际著名品牌均有合作，同时与米家、顺造、海尔、苏泊尔等知名品牌建立了合作关系。

图1：公司的产品主要为清洁电器和高效电机，代工合作品牌为国内外知名企业



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

1.1、发展历程：与 JS 环球生活合作关系稳固，入股小米生态链发力内销

2002-2009 年，借由股东资源开拓市场，寻求立足渠道。2002 年，公司于香港成立，公司实际控制人王跃旦主要从事小家电以及其他家用电器的制造和加工，富佳股份在此基础上进一步引入科技人员和新型人才，完善小家电制造设计产业链，拓展整体客户群范围和销售市场。同时，公司开始建立与 JS 环球生活的稳定的合作关系，进一步打通国际市场。

2010-2018 年，不断扩充资本规模，提高客户粘性。富佳股份规模不断扩大，2010-2018 年内，公司共完成四次增资，增资规模逐渐上升，资金流也逐渐充足。同时，通过自身在技术研发和供应链整合管理方面的优势，富佳股份已经与 JS 环球生活建立了比较稳定的合作关系，具备较大的订单量和销量的保证。

2019-2022 年，聚焦国内市场，寻求突破创新。作为代工企业，富佳股份在保持与 JS 环球生活的稳定合作关系之外，还进一步拓展国内市场，入股小米生态链企业顺造科技。2019 年和 2020 年，富佳股份对顺造科技的销售收入分别为 690.22 万元和 1.17 亿元。2020 年，顺造科技超越戴森，成为富佳实业第二大客户。目前，富佳股份是顺造科技吸尘器品类的主要供应商。2022 年公司与方太厨具合作，针对国内

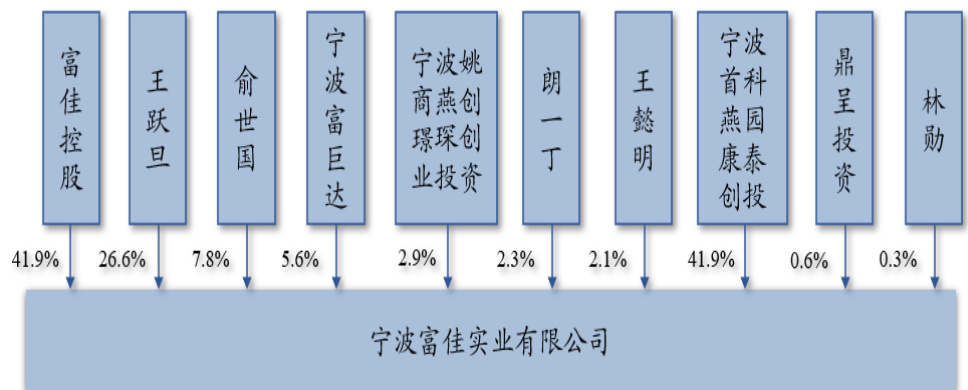
市场推出米博洗地机 V6，成功切入高景气洗地机赛道。

1.2、股权结构：创始人对公司掌控力强，管理层多为技术型人才

公司股权结构稳定，创始人对公司掌控能力较强，员工持股平台深度利益绑定。公司自上市以来股权结构整体变动不大。截止 2022 年 8 月 8 日，公司董事长王跃旦直接或间接通过富佳控股持有公司 68.5% 的股份，是公司的实际控制人。此外公司通过设立富巨达员工持股平台对核心员工进行利益绑定，总计持有公司 5.6% 的股份。

管理层具备较为深厚的行业背景和研发实力。公司具备研发、外销、管理背景的高层人员占比较高，高学历（本科及以上）占管理层比例为 77.8%。

图2：公司股权结构稳定，实控人王跃旦控制能力较强

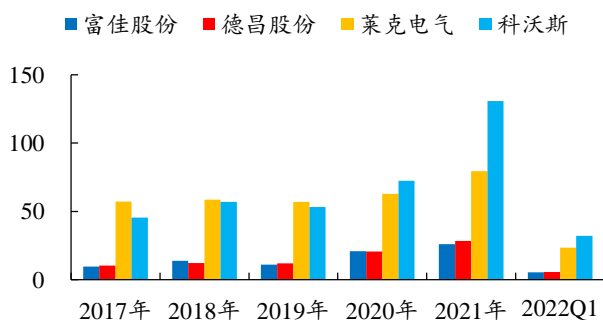


资料来源：Wind、开源证券研究所（截至 2022 年 8 月 8 日）

1.3、财务分析：费用管控效率提升下净利率稳步提升

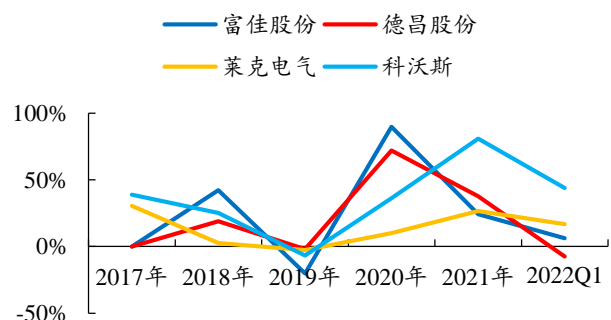
2017-2021 年，公司营收由 9.7 亿元增长至 26.0 亿元，CAGR 达 27.9%。公司 2019 年营收同比下滑 20.2%，2020 年营收同比快速反弹 89.9%，波动较大主系受到美国关税政策变动影响。2018 年 9 月至 2019 年 11 月，美国吸尘器关税经历了 0%-10%-25%-0% 的大幅度波动。2021 年 1 月开始，干机税率恢复至 25%。2022 年 3 月，美国重新恢复对中国的吸尘器关税豁免，适用于 2021 年 10 月 12 日至 2022 年 12 月 31 日之间进口自中国的商品。2022Q1 公司营收为 5.5 亿元，同比增速 6.1%，增速有所放缓主系海外通胀及局势动荡影响下清洁电器需求不振所致。

图3：2017-2021 年公司营收 CAGR 达 27.9%



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图4：2019 年受关税政策影响公司营收有所下滑



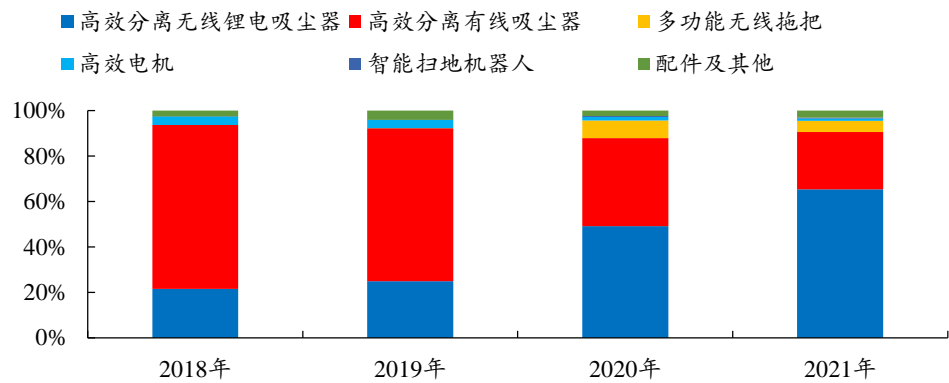
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

表1: 2019年5月国内吸尘器水机、干机对美出口关税税率从10%提升至25%，2021年10月重获豁免

产品	2018年1月- 2018年8月	2018年9月- 2019年4月	2019年5月- 2019年11月	2019年12月- 2020年8月	2020年9月- 2020年12月	2021年1月- 2021年10月	2021年10月 -2022年12月
水机	0%	10%	25%	0%	25%	25%	0%
干机	0%	10%	25%	0%	0%	25%	0%

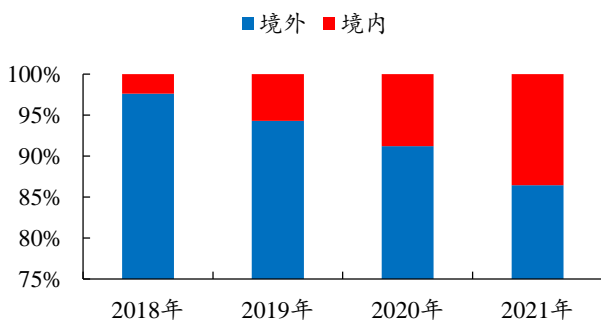
数据来源: Wind、开源证券研究所

营收分品类看，2020年无线吸尘器超越优先吸尘器，成为公司第一大营收产品类型。产品结构的变化主系传统吸尘器市场需求转向无线化与智能化。2021年公司分品类营收及占比分别为：无线吸尘器16.8亿，占比65.4%；有线吸尘器6.5亿，占比25.3%；无线拖把1.3亿，占比4.9%，扫地机器人0.12亿，占比0.46%；高效电机0.25亿，占比0.95%。

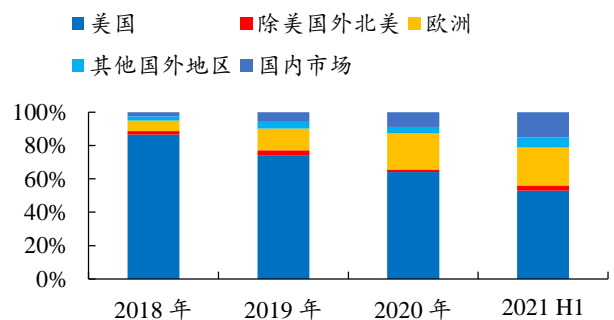
图5: 2020年无线吸尘器营收占比超过有线吸尘器，成为营收第一大品类


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

营收分区域来看，公司产品以外销为主，但近年境内收入占比持续提升。受关税波动以及国内清洁电器行业渗透率不断提升影响，境外市场收入占营收比例从2018年的97.6%，下降到2021年的86.4%。同时境内市场收入占营收比例从2018年的2.4%上升到2021年13.6%。

图6: 境外营收占比持续下降，2021年外销占比86.4%


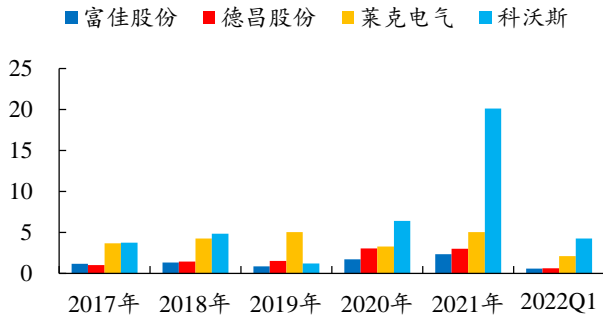
数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图7: 2021年上半年北美及欧洲地区收入占比达78.9%


数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

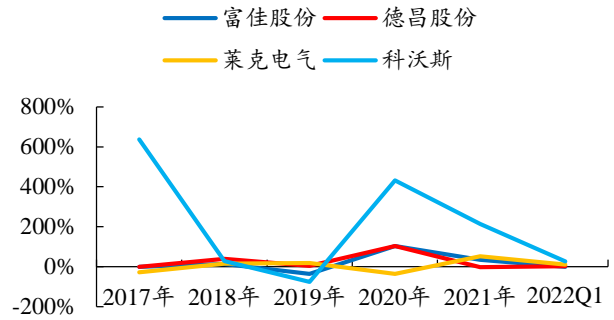
2017-2021年，公司归母净利润分别为1.15/1.31/0.84/1.72/2.32亿元，CAGR为19.2%。公司2021年/2022Q1归母净利润增速分别为34.5%和0.6%。2021年利润增长主系公司主要市场美国持续量化宽松，以及疫情影响下公司的环境清洁特性产品订单大幅增长所致。2022Q1收入增长放缓、原材料价格仍处相对高位下，盈利能力承压。

图8: 2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 达 19.2%



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

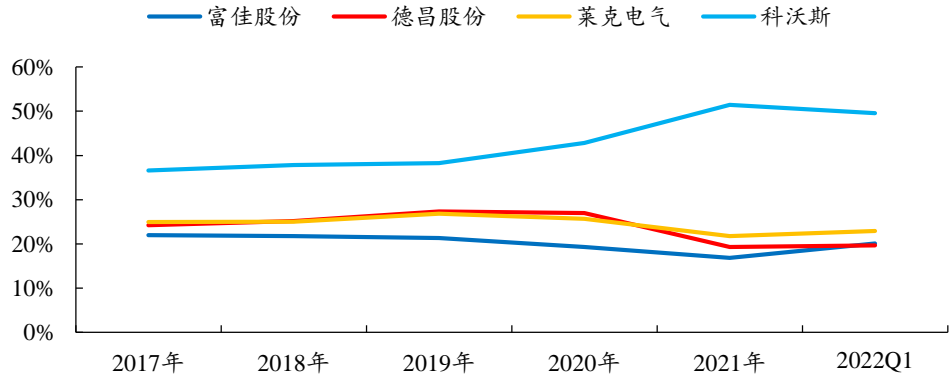
图9: 2019 年受关税政策影响公司归母净利润增速放缓



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

受原材料价格上涨影响, 2017-2021 年公司毛利率有所下降。2022Q1 毛利率有所改善, 主系受到原材料价格回落和汇率波动影响。

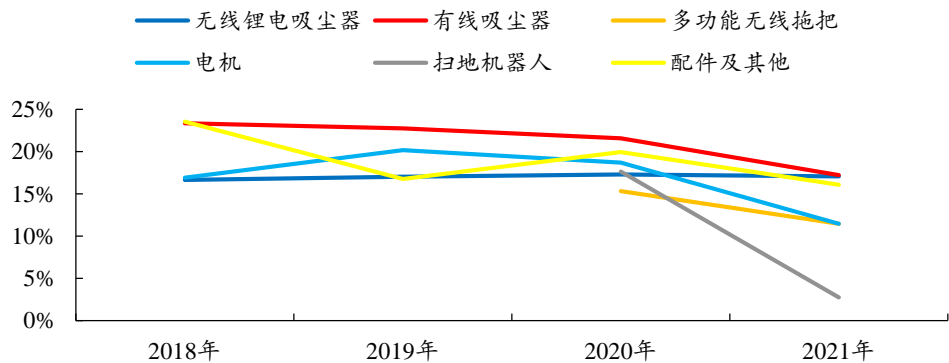
图10: 受原材料价格上涨影响, 2017-2021 年公司毛利率有所下降



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

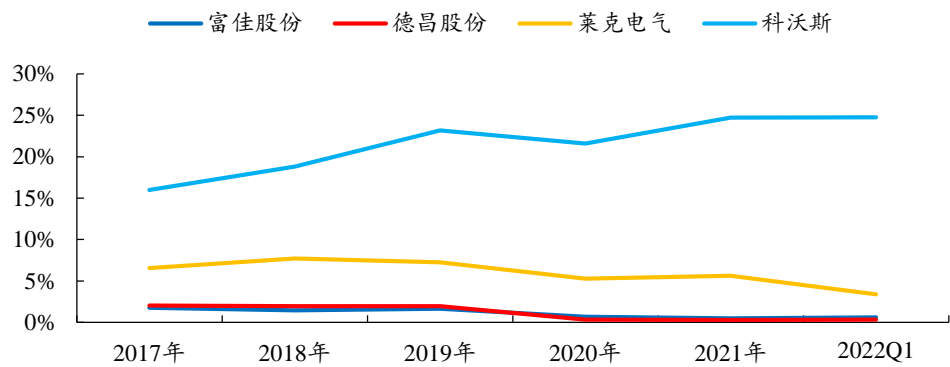
拆分品类看, 无线/有线吸尘器产品的毛利率约 17%, 高于其他品类。

图11: 分业务看, 2021 年吸尘器业务毛利率较高, 无线拖把和扫地机器人提升较大



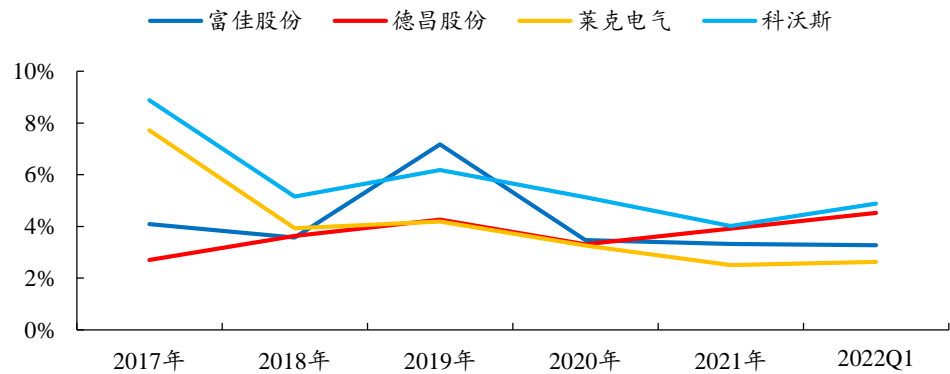
数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

公司销售费用率较低, 2020 年会计准则变动下运输费调整至营业成本, 销售费用率明显下滑。公司以 ODM 业务模式下, 销售费用率与德昌股份水平相近, 2022Q1 约为 0.6%, 低于拥有自有品牌业务的莱克电气和科沃斯。

图12：2017年-2022Q1公司的销售费用率低于科沃斯与莱克电气


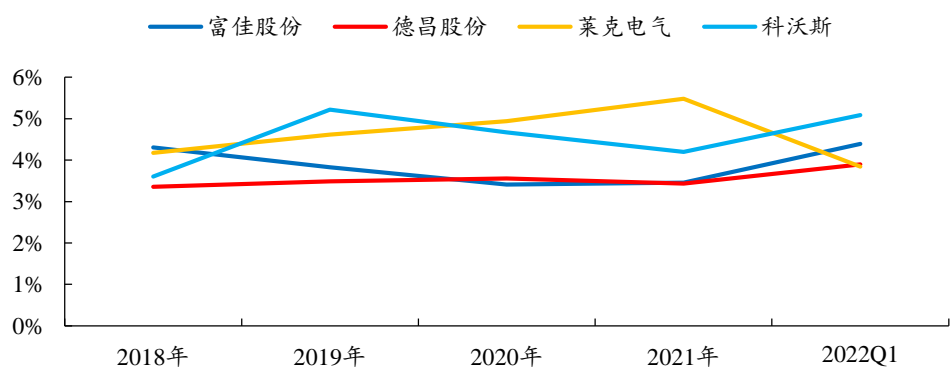
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2017-2022Q1 年公司管理费用率控制较好，保持较低水平，与莱克电气水平相近。2021 年管理费用率为 3.3%，主要来源于职工薪酬和物料消耗。

图13：2017-2022Q1 年公司管理费用率控制较好，保持较低水平


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2018-2020 年公司研发费用率有所下降，2020-2021 年公司研发费用率与业务模式相似的德昌股份相近，2022Q1 研发费用率有所提升，主系对洗地机等新产品的研发投入力度加大。

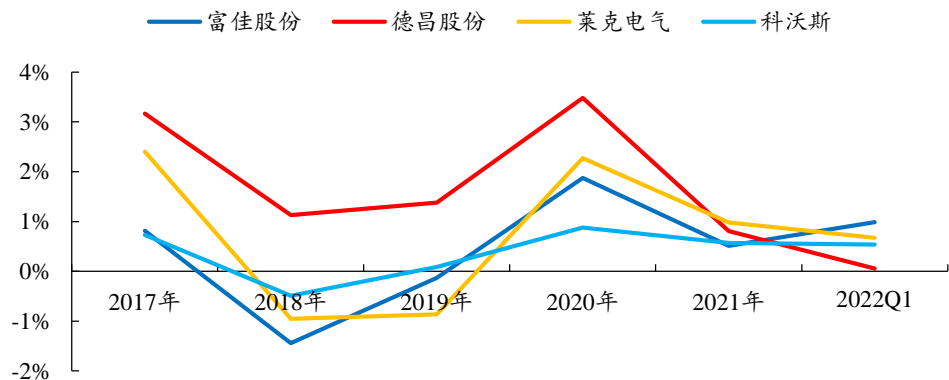
图14：2022Q1 公司研发费用率有所提升，主系对新产品的研发投入力度加大


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2017 年-2022Q1 公司财务费用率略有提升，略高于可比公司德昌股份、科沃斯和莱克电气。公司财务费用主要包含利息费用及汇兑损益，受汇率影响较大。预计

公司 2022 年将受益于人民币贬值带来的汇兑收益提升。

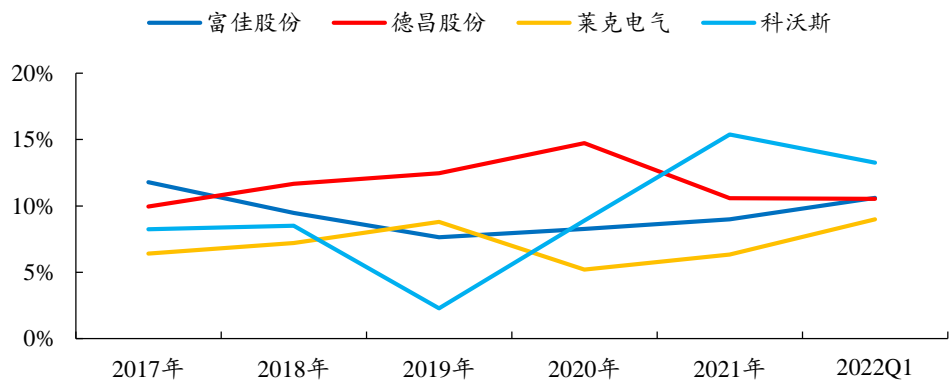
图15：2017年-2022Q1 公司财务费用率略有提升



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

从净利率来看，公司 2019 年后净利率稳步提升，主要系公司费用管控效率提升所致。公司 2022Q1 的净利率延续提升趋势，我们认为公司有望受益于人民币贬值和原材料价格下降，盈利能力有望保持提升。

图16：公司 2017-2020 年净利率稳步提升，且高于同行业可比公司

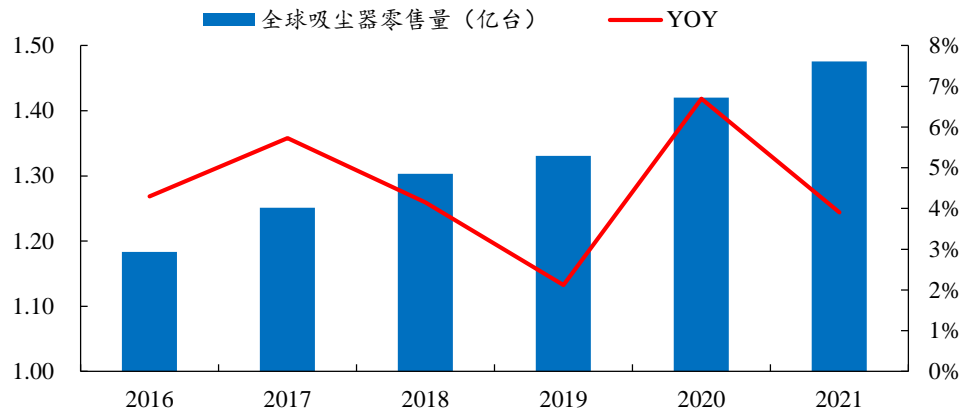


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

2、深度合作 JS 环球生活、入股小米生态链，看好吸尘器基本盘稳健发展

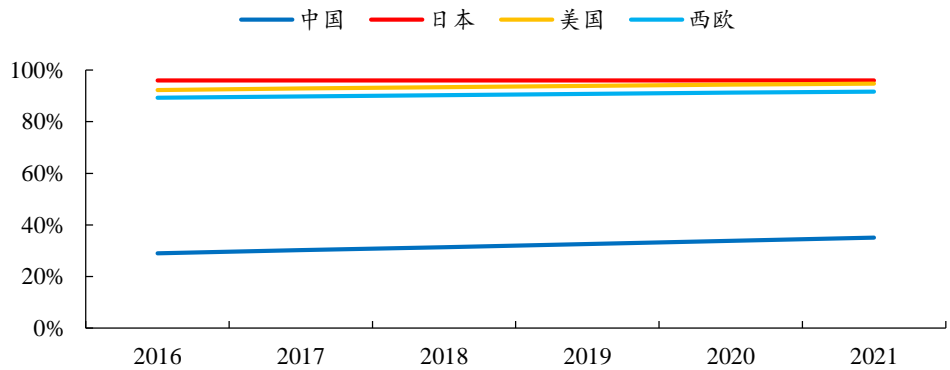
2.1、吸尘器市场保持平稳增长，龙头公司份额优势稳固

全球吸尘器市场规模稳步增长。根据 Euromonitor 数据，2016-2021 年，全球吸尘器市场零售量由 1.18 亿台增加至 1.48 亿台，CAGR 为 4.5%。受疫情催化影响，消费者的室内环境清洁需求增加，预计吸尘器市场规模会平稳增长。

图17: 2016-2021 年全球吸尘器市场零售量平稳增长, CAGR 达 4.5%


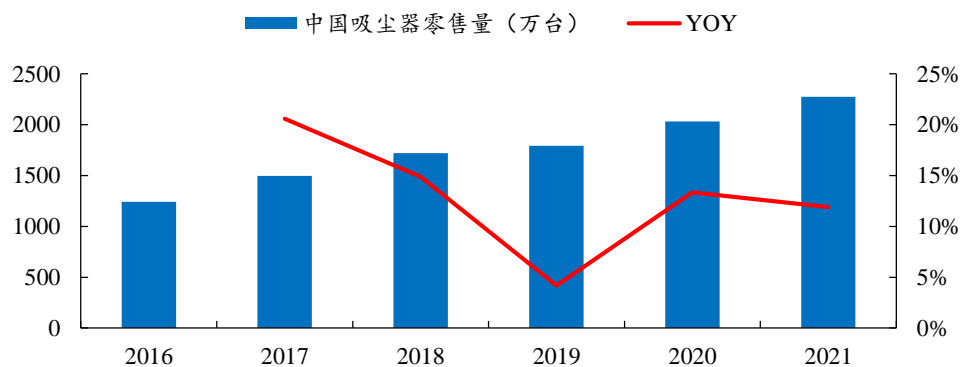
数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

日本及美欧等发达区域吸尘器市场较为成熟, 中国提升空间较大。2021 年吸尘器在日本、美国、西欧的渗透率分别达 96%、94.7%、91.6%。中国吸尘器的渗透率在 2016-2021 年间从 29%提升到了 35%, 保持较快增长的同时后续提升空间仍较大。

图18: 欧美地区吸尘器市场成熟, 渗透率超过 90%


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

中国吸尘器市场发展迅速, 增长空间较大。根据 Euromonitor 数据, 2016-2021 年, 中国吸尘器市场零售量由 1242.5 万台增加至 2274.9 万台, CAGR 为 12.9%。

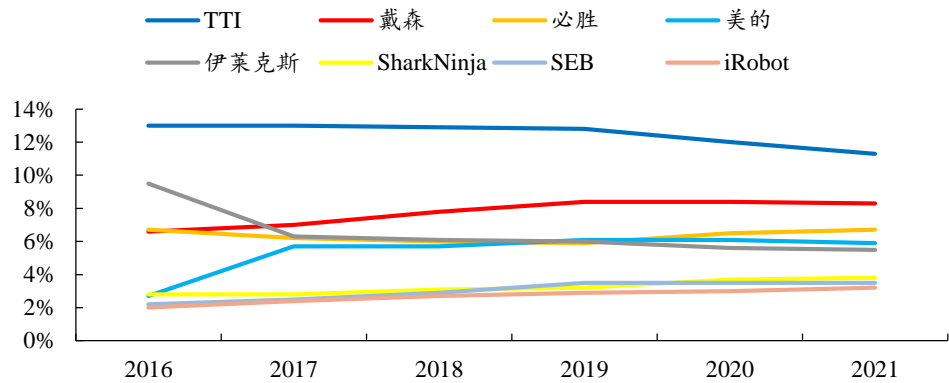
图19: 2020 和 2021 年中国吸尘器市场零售量保持较快增长


数据来源: Euromonitor、开源证券研究所

从各家公司份额角度看, 公司第一大客户 JS 环球生活子公司 SharkNinja 在

2016-2021 年全球吸尘器市场保持稳定上升。龙头公司竞争格局较为稳定，CR6 在 2016-2021 年间保持在 41-42%，2021 年 SharkNinja 市场份额为 3.8%，排名第六。

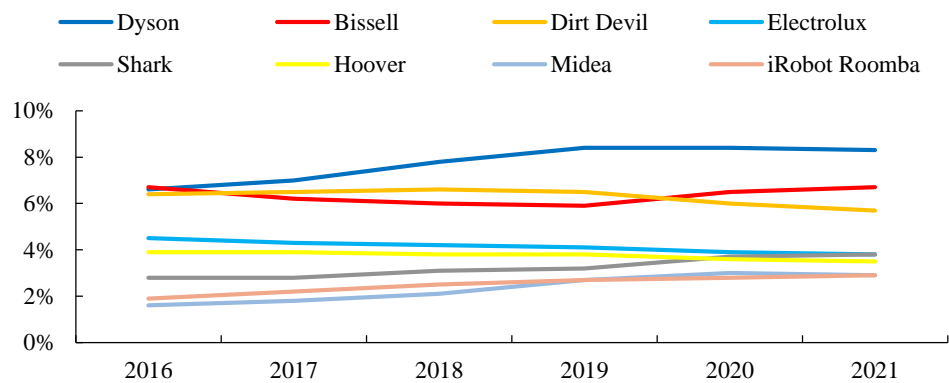
图20：公司维度看，SharkNinja 在 2016-2021 年全球吸尘器市场保持稳定上升



数据来源：Euromonitor、开源证券研究所

从品牌维度看，Shark 品牌在 2021 年全球吸尘器市场份额排名第五。2016-2021 年全球吸尘器市场竞争格局较为稳定，CR5 从 27.0%提升到了 28.3%，品牌集中度稳中有升。我们认为，吸尘器的全球市场竞争格局较为稳定，龙头公司竞争优势明显，市场集中度稳中有升，有助于富佳股份等龙头供应商持续获取稳定的订单。

图21：品牌维度看，2016-2021 年全球吸尘器市场份额 CR3 从 19.7%提升到了 20.7%



数据来源：Euromonitr、开源证券研究所

2.2、吸尘器业务客户关系稳定，产品朝着无线化智能化发展

公司吸尘器产品较为丰富，包括大立式、卧式、直立式商用、手持、无线立式、无线手持式、酒瓶式随手吸等类型，主要销往欧美市场。

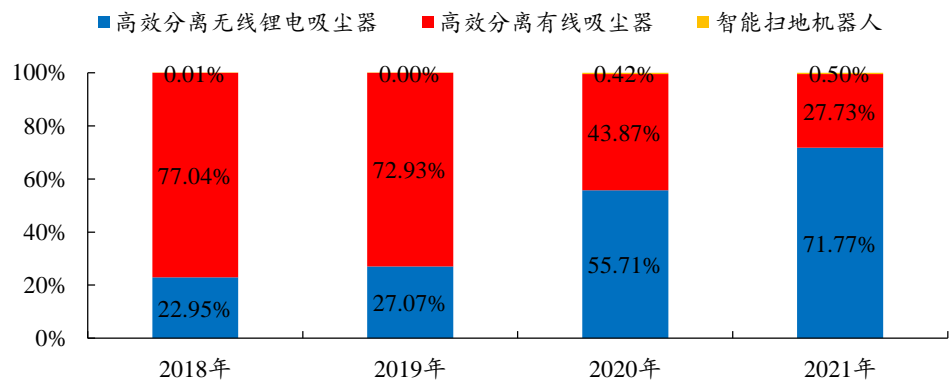
图22：公司吸尘器产品较为丰富，无线式产品延展了更多使用场景



资料来源：公司官网

公司的吸尘器产品结构朝无线化智能化发展。公司吸尘器业务中，技术附加值更高的无线产品收入占比从2018年的23.0%上升至2021年的71.8%。同时智能扫地机器人2021年收入占比达0.5%。

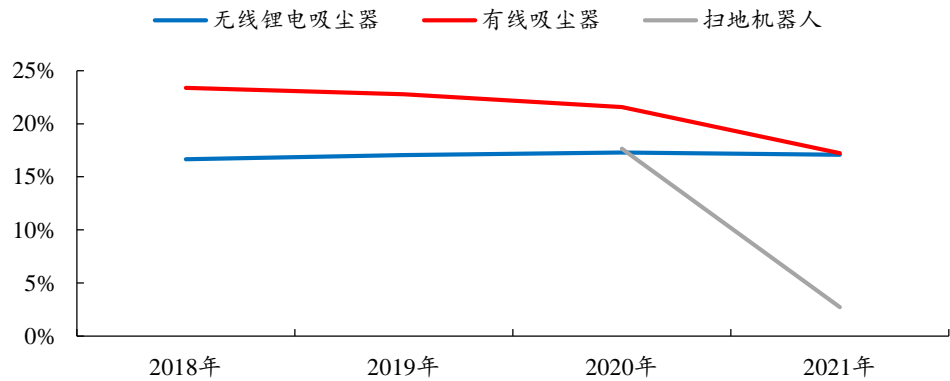
图23：公司的吸尘器产品结构朝无线化智能化发展



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

从毛利率上来看，无线吸尘器已与有线吸尘器持平，扫地机器人仍处于产能爬坡阶段。2021年公司无线/有线吸尘器的毛利率分别为17.1%/17.2%，整体差距不大。公司扫地机器人产品主要销往青岛塔波尔机器人技术有限公司，业务2020年开始盈利，毛利率达17.7%，随后在国内扫地机器人激烈竞争下2021年下滑至2.7%。

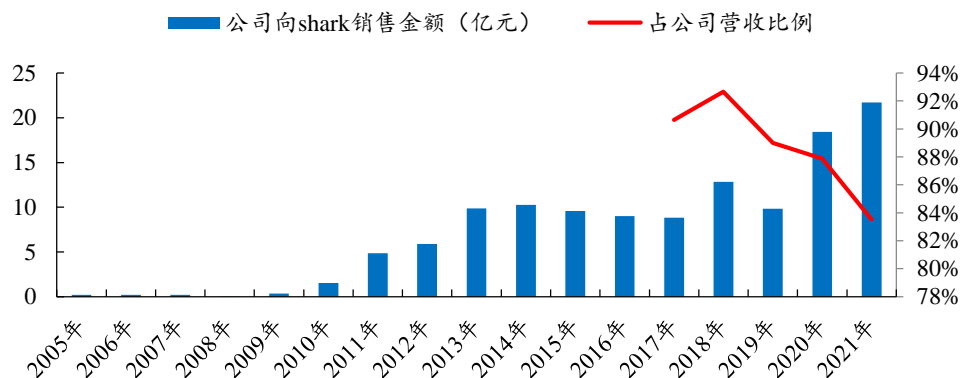
图24：无线吸尘器毛利率稳步提升，2021年已与有线吸尘器持平



数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

JS 环球生活为目前公司业务的第一大客户。2018 年-2021H1 公司对 JS 环球生活的吸尘器产品销售收入分别为 12.82、9.82、18.41 和 9.75 亿元，分别占公司当年吸尘器产品收入的 92.7%、89.0%、87.9%和 83.5%，主系公司持续拓展国内市场，内销占比上升。公司自 2004 年开始与 JS 环球生活合作，并在 2018 年成为 JS 环球生活的第一大供应商，参与 JS 环球生活产品开发主要以 ODM 模式为主。

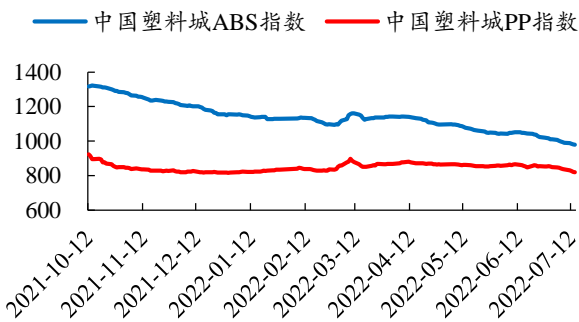
图25：JS 环球生活为公司业务的第一大客户，占营收比例虽有下滑但仍占超 80%



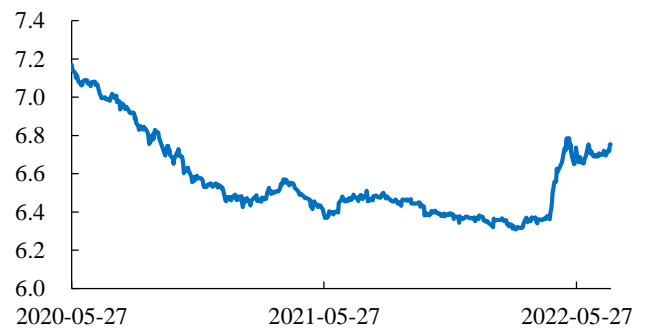
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

公司大客户 JS 环球生活是全球知名的小家电创新集团，在全球供应链整合趋势下订单将更多集中于优质龙头代工企业。JS 环球生活销售区域遍布中国、北美、欧洲、日本及全球多个国家，其中 Shark 品牌专注于家居环境电器。

原材料和汇率因素利好海外业务稳健增长。受 6 月美国 CPI 超预期影响，一方面近期美元兑人民币指数再度攀升，中国塑料城 ABS 指数自 2021 年 10 月高点已下降 25.6%，近一个月亦下降 6.4%，根据德昌股份招股说明书，ABS 塑料价格变动 1% 对毛利率的影响约为 0.09%。另一方面美元走强态势下将带动大宗商品下降。人民币兑美元自 2022 年 4 月高点贬值约 7.3%，近一周人民币贬值约 1.1%。我们预计公司有望充分受益人民币贬值带来的收入增益同时在生产端形成成本优化，带动毛利率稳步改善。

图26：塑料 ABS 指数自 2021 年高点已下降 25.6%


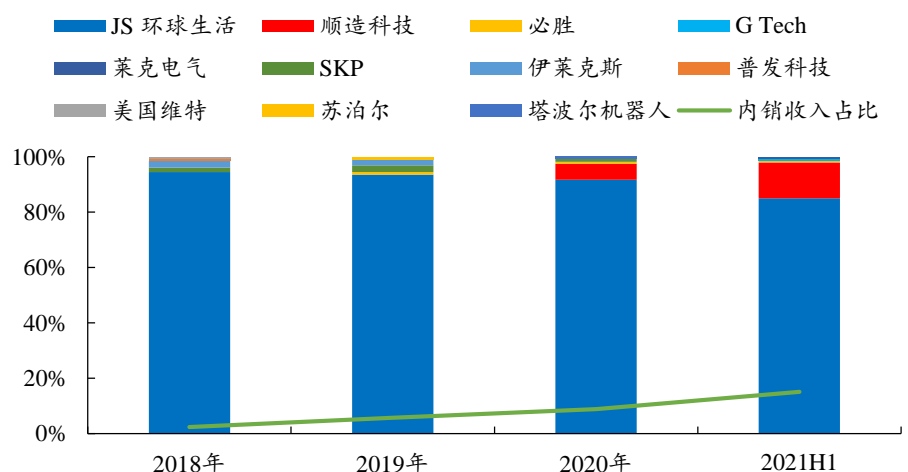
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：人民币兑美元自 2022 年高点贬值 7.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

积极拓展国内客户，发力内销市场。自 2018 年提出上市计划以来，公司积极进行战略转型，大力开拓国内客户。2020 年公司与塔波尔机器人合作开发了海尔扫地机器人，同时也切入必胜、莱克电气和顺造科技等国内厂商供应链，内销收入从 2018 年的 2.4% 提升至 2021 年的 13.6%，为公司代工业务带来了更多元的可能性。

入股小米生态链顺造科技，有望依托强大的渠道和品牌优势保持快速增长。富佳股份在 2019 年入股顺造科技，持有 5% 股权。2021 年 2 月小米科技对增资入股顺造科技，正式将其纳入小米生态链。截至 2022 年 3 月 31 日，小米科技累计持有顺造科技 10.0% 的股权，富佳实业持有 3.42%。凭借小米集团强大的渠道能力和品牌效应，2020 年公司向顺造科技销售货物形成收入达 1.17 亿，占营收比例达 5.57%，为公司第二大客户。2021 年公司向顺造科技销售货物形成收入达 1.69 亿，占营收比例达 6.5%，占比持续提升。公司有望以 ODM 形式与顺造科技合作其第二款自有品牌洗地机。根据奥维云网，2022 年 6 月顺造科技自有品牌洗地机线上销量 3712 台，销量市占率达 1.2%，我们期待公司与顺造科技的洗地机业务有望构筑公司收入新增量。

图28：入股小米生态链顺造科技，2020 年顺造科技销售收入占比达 5.57%


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

3、ODM 模式切入高景气洗地机赛道，公司拓品类进展顺利

3.1、洗地机品类渗透率持续提升，高景气赛道下竞争格局尚未稳定

洗地机是吸尘器功能的升级版，更符合中国家庭使用习惯。洗地机兼具吸入垃圾和拖湿功能，通过具有牵引力的电动拖把可以完成厨房等区域顽固污渍的清扫工作，一定程度上是吸尘器在硬质地面的互补品。目前中国家庭地面环境以瓷砖和木地板为主，相比于以地毯为主的美国来说洗地机是更符合使用场景的清洁电器选择。

图29：2019年中国家庭地面环境以瓷砖和木地板为主

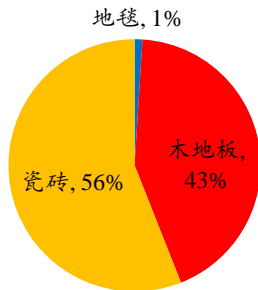
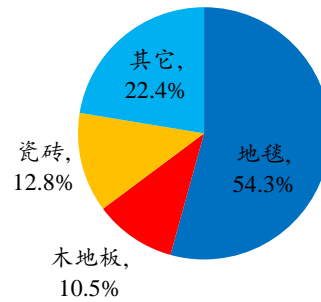


图30：2018年美国家庭地板材质以地毯为主

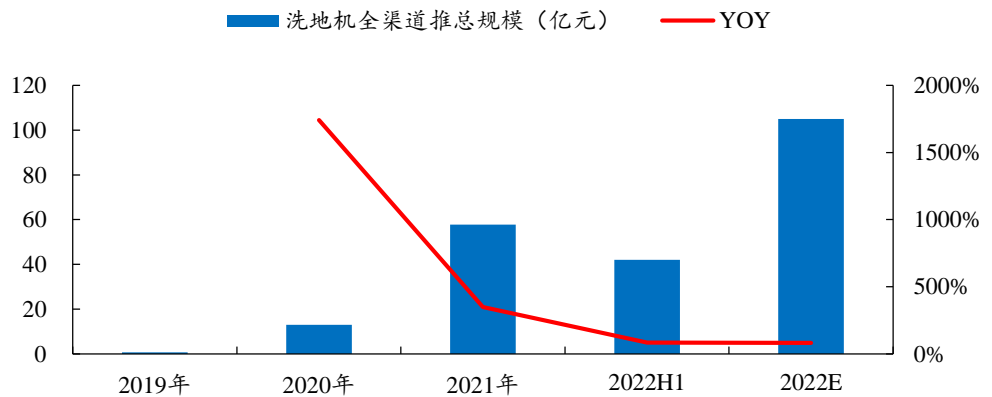


数据来源：《中国家庭擦地需求与专用擦地机器人技术趋势白皮书》、开源证券研究所

数据来源：产业信息网、开源证券研究所

洗地机行业规模增长迅速，在清洁电器中的渗透率快速提高。根据奥维数据，2021年，洗地机全渠道规模已达57.8亿元，2019-2021年CAGR为808.7%，在清洁电器中的销额占比也从0.4%快速增长至18.7%。2022年上半年洗地机全渠道规模42亿，同比增长84%；预计2022年洗地机全渠道规模105亿，同比增长82%。

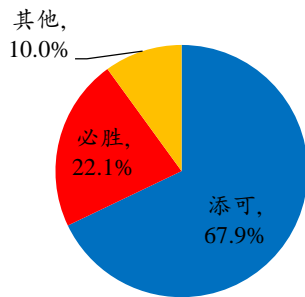
图31：2021年洗地机全渠道规模已达57.8亿元，2019-2021年CAGR为808.7%



数据来源：AVC、开源证券研究所

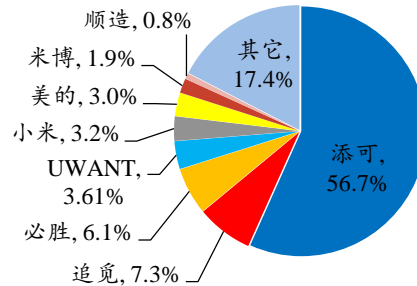
洗地机竞争格局尚未稳定，添可作为率先入局者占据一半的市场份额。作为快速增长的清洁电器新品类，洗地机行业入局者众多，根据AVC数据，截至到2021年9月底，行业入局品牌达到52家，2022年有望突破百家。随着竞争程度愈加激烈，具有先发优势的添可品牌销额市占率有所下滑，但仍占据半壁江山，2022年H1份额为56.7%。与此同时，米博、追光和顺造等新兴品牌势头强劲，2022年H1分别占据1.9%/1.8%/0.8%的市场份额。

图32：2020年洗地机入局者少，添可必胜占据九成份额



数据来源：AVC、开源证券研究所

图33：洗地机竞争格局尚未稳定，2022H1竞争加剧



数据来源：AVC、开源证券研究所

3.2、公司以 ODM 切入洗地机赛道，拓展出方太厨具、JS 环球生活和顺造科技等客户

老客户：方太米博洗地机持续热销，第二代产品有望继续升级电动力系统

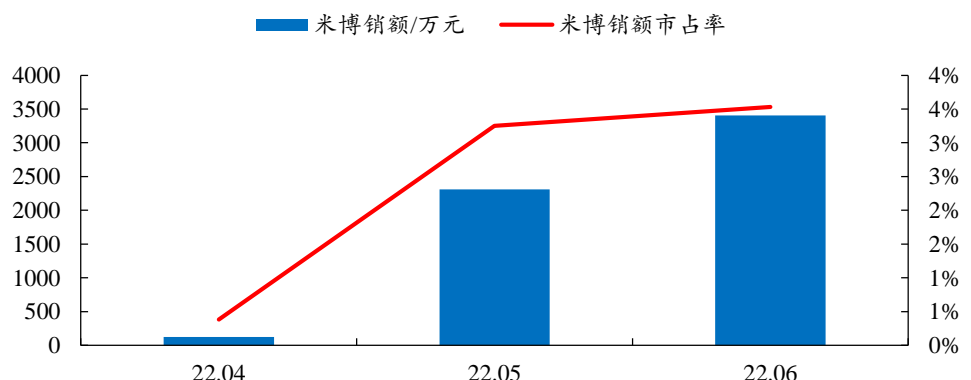
依托深耕清洁电器 ODM 业务的研发制造端优势，2022 年公司以 ODM 方式与方太厨具合作，推出米博 V6 洗地机，针对传统拖布易发臭的痛点，主打差异化的无滚布地刷设计，通过每分钟高达 3000 次的擦地实现了高效的地面清洁效果。2022 年 4 月底方太米博洗地机产品上市，凭借着创新的清洁设计一炮走红，2022 年 6 月米博产品销额已达 3612.6 万元，销额市占率达 3.5%，延续热销趋势。

表2：依托公司在清洁电器领域的技术深耕，公司与方太厨具合作的米博 V6 洗地机主打差异化的无滚布地刷设计

产品名称	价格/元	噪音/db	污水箱容量	清水箱容量	刷头类型	是否固液分离	续航时间	吸力/AW	上市时间	滚刷转速	其它亮点
米博 V6	3980	78	0.72L	0.8L	无滚布地刷	是	40min, 200 m ²	41	2022-04	3000rpm/min	电解水除菌、机器自清洁

资料来源：米博京东旗舰店、开源证券研究所

图34：2022年6月米博洗地机产品销额已达3612.6万元，销额市占率达3.5%



数据来源：AVC、开源证券研究所

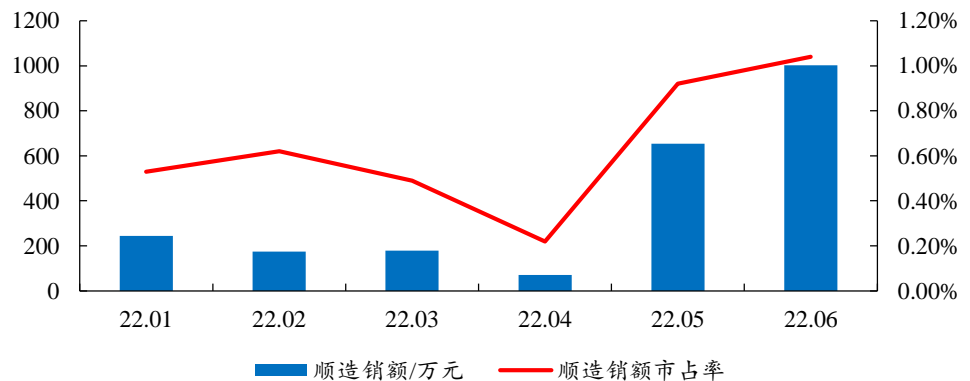
产品持续迭代升级，有望贡献新的收入增量。考虑到米博洗地机 V6 没有助力装置，公司与方太厨具合作的第二代米博洗地机产品有望搭载电动力系统，新品有望于下半年面世，看好公司充分受益于洗地机新品热销带来的新增收入贡献。

洗地机业务新客户方面依据已有合作基础继续与 JS 环球生活、顺造科技拓展合作。我们预计公司与 JS 环球生活合作的洗地机在 2022 年下半年有望量产贡献收入，且公司有望以 ODM 形式与顺造科技合作其第二款自有品牌洗地机。顺造科技目前的产品主打高性价比，2022 年 6 月线上产品均价为 2702 元，低于行业均价 3110 元，后续有望在与富佳股份合作后推出更多高附加值产品，提高公司盈利水平，持续扩大品牌声量。

表3：顺造科技目前的产品主打高性价比

产品名称	价格/元	噪音/db	污水箱容量	清水箱容量	刷头类型	是否固液分离	续航时间	吸力/AW	上市时间	滚刷转速	其它亮点
顺造 H200	2699	82	0.64L	0.73L	履带滚刷	是	35min, 200 m ²	10	2022-05	300rpm/min	180° 放平使用, 电解水除菌, 自带牵引力, 热风烘干
顺造 H100Pro	2999	78	0.64L	0.78L	滚刷	是	35min, 200 m ²	24	2021-10	1000rpm/min	高温热水清洁、智能脏污检测、电解水除菌、一键加水

资料来源：顺造京东旗舰店、开源证券研究所

图35：2022 年 6 月顺造品牌洗地机产品销售额达 1002.6 万元，销售额市占率达 1.04%


数据来源：AVC、开源证券研究所

后续有望在洗地机以代工+自有品牌模式继续打造公司的增长曲线。我们看好公司凭借长期深耕清洁电器 ODM 业务积累的经验，通过 ODM 方式与方太厨具、JS 环球生活、顺造科技等品牌合作打造持续热销的洗地机产品。同时公司在后续有望通过清洁保姆等产品形态推出公司自有品牌洗地机业务，发力内销市场。

4、募资解决产能瓶颈，助力拓品类以及客户关系深化

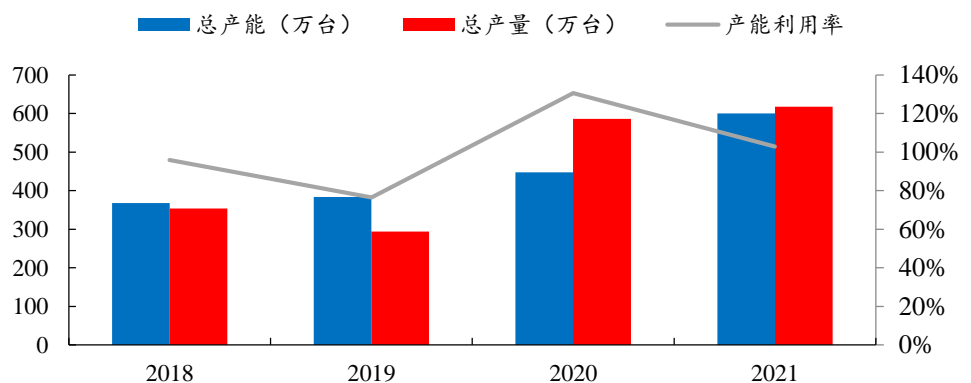
募集资金有望进一步扩大规模优势、研发优势和成本优势。公司通过 IPO 募集资金合计约 6 亿元，主要用于支持公司的产能扩张、加大研发投入和补充流动资金。其中年产 500 万台智能高效吸尘器家电生产建设项目总投资额约 2.37 亿元，可累计为公司实现 130 万台无线锂电吸尘器及 20 万台有线吸尘器的产能。越南生产基地建设项目总投资额约 1.48 亿元，通过产能的多元分布可以有效规避美国对中国进口商品加征关税的影响，更符合国际客户的需求。智能家电研发中心建设项目投资额为 6000 万元，建成后的“宁波富佳智能家电研发中心”有望持续助力公司维系吸尘器主业代工竞争优势的同时加速品类拓展。

表4：募集资金有望进一步扩大规模优势、研发优势和成本优势

项目名称	项目概况	项目总投资额 (万元)	截至 21 年末已投入金额 (万元)
年产 500 万台智能高效吸尘器家电生产建设	可新增 130 万台无线锂电吸尘器及 20 万台有线吸尘器的产能	23733.7	5464.8
越南生产基地建设	位于越南同奈省	14812.0	7196.4
智能家电研发中心建设	新建两层研发中心	6000	72.6
补充流动资金	-	15472.65	-
合计	-	60018.4	60018.4

数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

IPO 有效解决产能瓶颈，后续三年产能将逐步提升至 800 万台以上。2020 年新冠疫情下清洁电器需求旺盛，公司产能利用率高达 130.7%。随着 IPO 募集资金逐步到位，公司在宁波及越南生产基地的产能扩充计划持续进行，截至 2021 年底清洁类小家电年生产能力可达约 600 万台，并计划在后续 3 年内将年产能提升至 800 万台以上，有效解决产能瓶颈。

图36：2020 年公司产能利用率高达 130.7%，IPO 有效解决产能瓶颈


数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司研发实力强劲，专利数量众多。截至 2021 年 12 月，公司已拥有有效授权专利达 226 项，其中发明专利 18 项，实用新型专利 152 项，外观专利 49 项，国际专利 7 项。从整体研发方向来看，公司的主要在研项目中 2/3 涉及扫地机器人、节能马桶盖品类，已研发项目中的 4/5 涉及无线吸尘器品类。公司自主创新了扫地机器人的防缠毛自动切割技术、吸尘器的滚刷自动识别地板地毯技术和多功能无线拖把的吸、拖一体等技术，专注于解决用户痛点，有效服务产品拓新。

表5：公司研发实力强劲，在多个品类中拥有自主创新研发技术

类别	核心技术名称	技术内容简介
扫地机器人	防缠毛自动切割	利用几组定刀片和动刀片，通过直线电机驱动刀片做直线运动来切割缠着在滚刷上的头发及宠物的毛发，实现无人自动清理滚刷上的缠绕物，将该技术应用于扫地机器人后，效果十分显著
	自动清洁	是一种智能拖布结构，可以应用于清洁机器人和扫地机器人中，具有独特的运行方法

吸尘器	防缠毛自动切割	利用几组定刀片和动刀片，通过直线电机驱动刀片做直线运动来切割缠着在滚刷上的头发及宠物的毛发，实现无人自动清理滚刷上的缠绕物，解决用户使用带滚刷吸尘器的最大痛点
	整机降噪	利用隔音原理，改变隔音材料形态，使其可以有效阻隔噪音，来实现整机降噪
	一键开尘杯及倒尘一体化	利用机械传动原理来实现一键开尘杯的效果，大大改善用户操作体验
	过滤锥刮除毛发	利用用户拆出过滤锥时，尘杯内置机构自动刮除滤网上的毛发，改善用户体验
	灰尘感应自动调节风机功率	利用红外传感技术自动侦测风道微尘数量，以判断清洁面灰尘多寡，自动调节风机功率，达到清洁效率及续航的平衡，改善用户体验。
	滚刷自动识别地板地毯	利用滚刷在地板地毯上负载电流的变化自动识别工作环境并自动调节滚刷转速，达到清洁效率最优状态。
多功能无线拖把	高效率输出	应用到无线多级旋风吸尘器，通过优化进气通道和排风系统来提高主机效率
	充电磁吸	利用磁性原理并结合机械结构设计来实现无插入式充电，大大提高使用效率，用户使用时比插入式充电方便，体验极佳
	地拖吸、拖一体	通过在拖布上缝制尘袋，使其同时具备拖地和吸尘的功能；释放拖布至垃圾桶时，尘袋可一并释放，便于使用
无刷电机	高效率输出	通过电机新结构、新材料、新工艺来提高无刷电机输出效率至领先水平
	低噪音	通过优化风道系统及转子一体化技术来降低风机高频噪音

资料来源：公司公告、开源证券研究所

电机技术相通，拓品类稳步推进。公司计划投入 6000 万元建设的“宁波富佳智能家电研发中心”将积极和高校及科研院所等三方机构合作布局，深挖用户需求痛点的同时，利用公司现有的优质客户群体并结合自身高效有刷/无刷电机、PCBA 的优势进行新一代智能家电的研发，包括家用服务机器人、智能安防家电等，实现产品转型，推动公司整个业务有序快速的增长，助力公司跨入智能家电制造行业先进技术的引领行列。此外公司在美容美发、医疗器械和汽车电机等行业亦有一定的产品技术积累，有望通过技术转移创造收入增量，增厚公司业绩。

5、盈利预测与投资建议

考虑到公司吸尘器基本盘业务稳健，预计 2022-2024 年公司有线吸尘器收入增速分别为 3%/10%/10%；考虑到公司在洗地机客户拓展方面进展顺利，预计 2022-2024 年公司无线吸尘器/洗地机收入增速分别为 8%/30%/25%；公司 2022-2024 年营收增速分别为 7%/24%/21%。

盈利能力方面，2021 年公司受原材料价格大涨及汇率变动影响，毛利率承压；2022 年公司预计将受益于人民币贬值以及原材料价格下降，盈利能力预计将有所提升。考虑到公司长期看，有望凭借洗地机新品类以及自有品牌业务带动公司毛利率提升，叠加吸尘器产品结构的持续提升，公司净利率有望稳步提升。

表6：我们预计无线吸尘器/洗地机业务放量将驱动公司营收保持较快增长

	2021A	2022E	2023E	2024E
公司营收/亿元	26.01	27.95	34.61	41.82
yoy	24%	7%	24%	21%
高效分离无线锂电吸尘器/亿元	16.84	18.19	23.64	29.55
yoy	68%	8%	30%	25%

	2021A	2022E	2023E	2024E
高效分离有线吸尘器/亿元	6.51	6.71	7.38	8.11
yoy	-17%	3%	10%	10%
多功能无线拖把/亿元	1.26	1.26	1.26	1.26
yoy	-19%	0%	0%	0%
高效电机/亿元	0.25	0.25	0.25	0.25
yoy	-22%	0%	0%	0%
智能扫地机器人/亿元	0.12	0.12	0.18	0.25
yoy	50%	0%	50%	40%
配件及其他/亿元	0.78	1.17	1.64	2.13
yoy	63%	50%	40%	30%
其他业务/亿元	0.26	0.26	0.26	0.26
yoy	-58%	0%	0%	0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.88/3.74/4.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.72/0.93/1.16 元，当前股价对应 PE 为 26.9/20.7/16.7 倍。与可比公司科沃斯、莱克电气、富佳股份的平均估值水平相比，公司当前估值水平较高，考虑到公司切入高景气度洗地机赛道，后续有望借助自有品牌转型进一步拓展收入、实现盈利能力提升，公司可以享受高于行业平均的估值水平。首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：清洁电器可比公司估值情况

证券代码	证券简称	评级	收盘价（元）	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
688169.SH	石头科技	买入	335.19	2.41	27.13	33.72	27.56	38.7	17.6	13.1	10.3
603486.SH	科沃斯	买入	90.98	213.51	25.77	32.32	29.89	43.0	20.6	15.6	12.0
605555.SH	德昌股份	买入	29.55	-1.09	34.44	27.09	19.66	25.8	19.4	15.3	12.8
A 股平均								35.8	19.2	14.6	11.7
603219.SH	富佳股份	买入	19.34	34.5	24.4	29.7	24.2	34.3	26.9	20.7	16.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（科沃斯、石头科技、德昌股份均采用所内盈利预测数据，收盘价日期为 2022/08/09）

6、风险提示

外销需求回落风险；新品拓展不及预期风险；原材料价格上涨风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1283	1920	1330	1572	1693
现金	319	432	642	575	790
应收票据及应收账款	434	694	0	0	0
其他应收款	23	20	26	31	38
预付账款	3	6	3	9	6
存货	343	479	371	669	572
其他流动资产	162	288	288	288	288
非流动资产	554	522	530	611	696
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	279	375	378	451	528
无形资产	11	35	41	46	52
其他非流动资产	265	111	110	114	116
资产总计	1837	2442	1860	2183	2389
流动负债	1063	1096	388	493	391
短期借款	382	331	331	434	331
应付票据及应付账款	629	701	0	0	0
其他流动负债	51	65	57	59	61
非流动负债	42	40	36	36	36
长期借款	40	27	23	23	22
其他非流动负债	2	13	13	13	13
负债合计	1105	1136	424	529	427
少数股东权益	3	5	8	11	16
股本	360	401	401	401	401
资本公积	113	414	414	414	414
留存收益	259	491	580	696	841
归属母公司股东权益	729	1301	1429	1642	1946
负债和股东权益	1837	2442	1860	2183	2389

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	188	-101	386	62	562
净利润	173	234	291	377	469
折旧摊销	28	34	34	41	51
财务费用	39	13	16	18	17
投资损失	-3	-1	-2	-3	-2
营运资金变动	-54	-349	99	-308	94
其他经营现金流	5	-33	-53	-63	-66
投资活动现金流	-76	-74	12	-56	-68
资本支出	77	168	42	122	136
长期投资	-3	0	0	0	0
其他投资现金流	3	94	55	66	68
筹资活动现金流	127	282	-189	-176	-176
短期借款	177	-51	0	103	-103
长期借款	0	-13	-4	0	-1
普通股增加	15	41	0	0	0
资本公积增加	-1	301	0	0	0
其他筹资现金流	-64	3	-184	-280	-72
现金净增加额	219	101	210	-170	318

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2095	2601	2795	3460	4181
营业成本	1694	2163	2236	2733	3261
营业税金及附加	10	8	16	18	19
营业费用	10	13	20	35	63
管理费用	73	86	98	121	146
研发费用	71	90	140	176	217
财务费用	39	13	16	18	17
资产减值损失	-6	-8	0	0	0
其他收益	19	9	9	10	12
公允价值变动收益	0	53	53	63	66
投资净收益	3	1	2	3	2
资产处置收益	0	0	-0	0	0
营业利润	197	270	333	434	537
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	1	6	3	4	4
利润总额	198	267	332	432	535
所得税	25	33	41	54	67
净利润	173	234	291	377	469
少数股东损益	1	2	3	4	4
归属母公司净利润	172	232	288	374	464
EBITDA	242	310	378	486	597
EPS(元)	0.43	0.58	0.72	0.93	1.16

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	89.9	24.1	7.5	23.8	20.8
营业利润(%)	101.2	36.9	23.4	30.3	23.8
归属于母公司净利润(%)	104.3	34.5	24.4	29.7	24.2
获利能力					
毛利率(%)	19.1	16.8	20.0	21.0	22.0
净利率(%)	8.3	9.0	10.4	10.9	11.2
ROE(%)	23.6	17.9	20.3	22.8	23.9
ROIC(%)	41.5	20.8	28.3	26.8	33.2
偿债能力					
资产负债率(%)	60.1	46.5	22.8	24.3	17.9
净负债比率(%)	14.3	-4.6	-19.6	-6.6	-21.7
流动比率	1.2	1.8	3.4	3.2	4.3
速动比率	0.9	1.1	1.9	1.4	2.3
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.2	1.3	1.7	1.8
应收账款周转率	6.4	4.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.5	4.2	8.4	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.58	0.72	0.93	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	-0.25	0.96	0.16	1.40
每股净资产(最新摊薄)	1.82	3.24	3.56	4.10	4.85
估值比率					
P/E	45.0	33.5	26.9	20.7	16.7
P/B	10.6	6.0	5.4	4.7	4.0
EV/EBITDA	31.8	24.6	19.6	15.6	12.2

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