

小熊电器 (002959.SZ) 2022Q2 业绩超预期，看好产品升级驱动盈利提升

2022 年 09 月 01 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

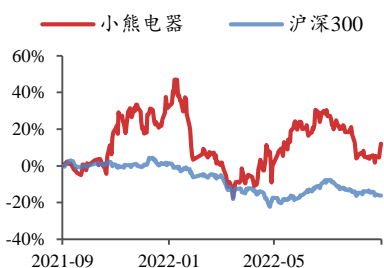
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2022/9/1
当前股价(元)	53.48
一年最高最低(元)	72.63/39.23
总市值(亿元)	83.43
流通市值(亿元)	40.76
总股本(亿股)	1.56
流通股本(亿股)	0.76
近 3 个月换手率(%)	157.54

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022Q1 利润恢复正增长，继续看好品牌升级+结构优化驱动盈利提升——公司信息更新报告》-2022.4.29

《2021Q4 收入恢复增长，看好结构优化驱动业绩增长——公司信息更新报告》-2022.4.11

《Q3 业绩环比改善，静待需求回暖下业绩逐步修复——公司信息更新报告》-2021.10.31

● **2022Q2 业绩超预期增长，看好产品结构升级下盈利提升，维持“买入”评级**
2022H1 公司实现营收 18.48 亿元（+13.15%），归母净利润 1.48 亿元（+6.65%），扣非归母净利润 1.58 亿元（+26.4%）。其中 2022Q2 营收 8.71 亿元（+19.96%），归母净利润 0.44 亿元（-10.3%），扣非归母净利润 0.59 亿元（+43.48%），非经常性损益主要来自于 0.34 亿元仓库火灾损失计提。公司积极推进品牌及产品结构升级，低基数下 2022Q2 业绩超预期增长。考虑到多品类发展战略成效显著，产品结构优化有望继续带动盈利修复。我们上调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 3.43/4.11/4.80 亿元（原值为 3.31/4.02/4.78 亿元），对应 EPS 为 2.20/2.64/3.08 元，当前股价对应 PE 为 23.6/19.7/16.9 倍，维持“买入”评级。

● **2022Q2 厨小电稳健增长，个护母婴延续高增，新一轮激励望驱动盈利提升**
2022H1 公司厨房小家电/生活小家电/其他小家电分别实现营收 15.2/1.61/1.34 亿元，同比分别+12.46%/-9.3%/+67.2%。其他小家电延续高增长主系个护母婴品类快速增长。进一步拆分厨房小家电，电动类/锅煲类/壶类/电热类/西式类营收分别 2.72 亿元、4.29 亿元、3.25 亿元、1.51 亿元、3.44 亿元，同比分别-10.21%/+33.36%/+11.01%/-5.83%/+25.23%，锅煲类/壶类/西式类延续较好增长或系电饭煲、电水壶、空气炸锅大单品份额提升。按区域分，2022H1 国内/国外分营收同比分别+15.73%/-28.86%，海外宏观扰动致外销业务有所下滑。展望后续，组织架构调整及新一轮激励或激发经营活力，切入大单品有望在厨小电领域实现长尾+大单品多元发展，激励考核侧重利润增长，目标中性，长期看好盈利提升。

● **产品结构升级叠加内部降本增效，盈利能力延续修复趋势**
2022H1 公司毛利率 35.3%（+0.87pct），2022Q2 毛利率 33.21%（+0.18pct），产品及渠道结构优化驱动毛利率修复。费用端，2022Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.35pct/-0.61pct/-0.2pct/-0.46pct。管理/研发费用率下降主系公司加强内部降本增效。2022Q2 扣非净利率 6.78%（+1.11pct），盈利能力延续修复态势。

● **风险提示：**行业需求走弱；原材料价格上涨；新品类发展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,660	3,606	4,147	4,712	5,338
YOY(%)	36.2	-1.5	15.0	13.6	13.3
归母净利润(百万元)	428	283	343	411	480
YOY(%)	59.6	-33.8	21.1	19.8	16.7
毛利率(%)	32.4	32.8	32.9	33.2	33.3
净利率(%)	11.7	7.9	8.3	8.7	9.0
ROE(%)	21.7	13.7	14.8	15.9	16.3
EPS(摊薄/元)	2.74	1.82	2.20	2.64	3.08
P/E(倍)	18.9	28.6	23.6	19.7	16.9
P/B(倍)	4.1	3.9	3.5	3.1	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、2022Q2 业绩超预期增长，厨房小家电大单品及婴童个护家电为主要驱动力	3
2、2022Q2 盈利延续修复趋势，降本增效下费用率整体可控	4
3、长尾+大单品品类多元发展，发力个护婴童，新一轮股权激励稳固发展信心	5
4、盈利预测与投资建议	7
5、风险提示	7
附：财务预测摘要	8

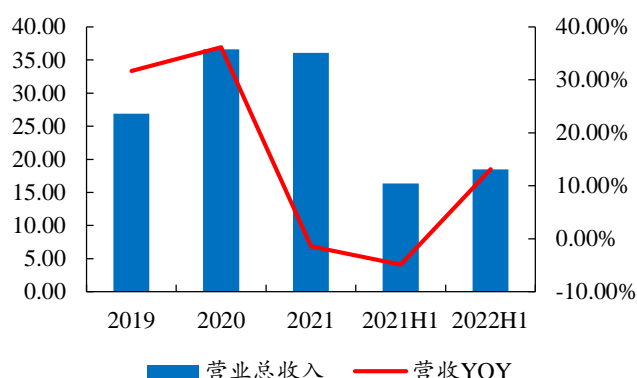
图表目录

图 1：2022H1 公司实现营收 18.48 亿元（+13.15%）	3
图 2：2022H1 扣非归母净利润 1.58 亿元（+26.4%）	3
图 3：2022Q2 实现营收 8.71 亿元（+19.96%）	3
图 4：2022Q2 实现扣非归母净利润 0.59 亿元（+43.48%）	3
图 5：2022H1 公司扣非后净利率 8.52%（+0.89pct）	5
图 6：2022Q2 公司扣非后净利率 6.78%（+1.11pct）	5
图 7：2022H1 公司期间费用率 23.24%（+1.24pct），费用率同比提升主系销售费用投放加大所致	5
图 8：2022Q2 公司期间费用率 24.69%（+0.18pct）	5
表 1：2022H1 锅煲类/壶类小家电延续较高增长或系电饭煲、电水壶等大单品拉动，西式类小家电在低基数下实现较高恢复性增长	4
表 2：切入电饭煲、电水壶等大单品领域，2021Q2-Q4 取得较好增长	6

1、2022Q2 业绩超预期增长，厨房小家电大单品及婴童个护家电为主要驱动力

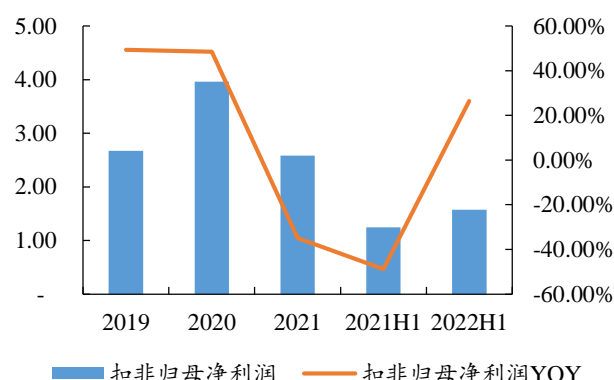
2022H1 公司实现营收 18.48 亿元(+13.15%)，归母净利润 1.48 亿元(+6.65%)，扣非归母净利润 1.58 亿元(+26.4%)。分季度来看，2022Q2 公司实现营收 8.71 亿元(+19.96%)，归母净利润 0.44 亿元(-10.3%)，扣非归母净利润 0.59 亿元(+43.48%)，非经常性损益主要来自于 0.33 亿元仓库火灾事件计提损失。公司积极推进品牌及产品结构升级，低基数下 2022Q2 公司实现较高恢复性增长。

图1：2022H1 公司实现营收 18.48 亿元 (+13.15%)



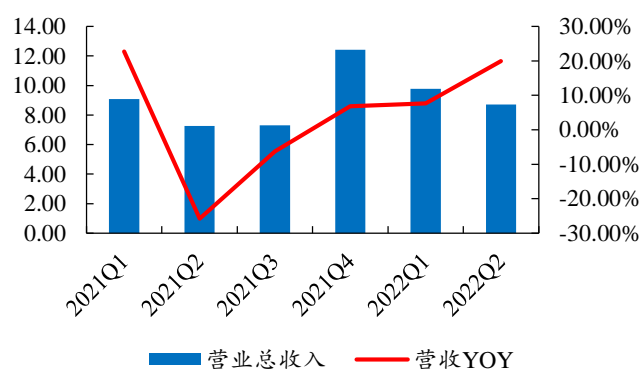
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022H1 扣非归母净利润 1.58 亿元 (+26.4%)



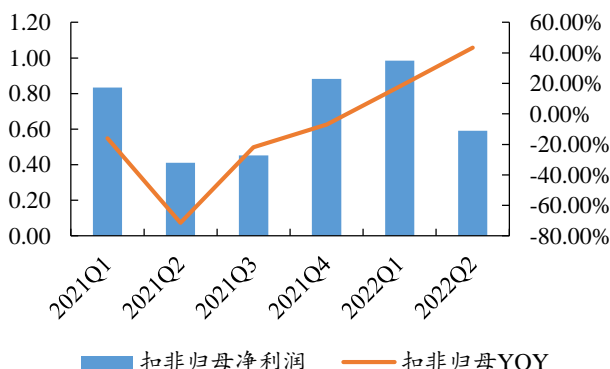
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022Q2 实现营收 8.71 亿元 (+19.96%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q2 实现扣非归母净利润 0.59 亿元 (+43.48%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

收入按品类拆分：2022H1 公司厨房小家电/生活小家电/其他小家电分别实现营收 15.2/1.61/1.34 亿元，同比分别+12.46%/-9.3%/+67.2%。其他小家电延续高增长主系公司不断加强个护小家电以及母婴小家电领域开拓。**进一步拆分厨房小家电**，电动类/锅煲类/壶类/电热类/西式类分别实现营收 2.72/4.29/3.25/1.51/3.44 亿元，同比分别-10.21%/+33.36%/+11.01%/-5.83%/+25.23%，其中锅煲类/壶类延续较好增长或系公司发力电饭煲、电水壶等大单品领域取得较好份额，西式类厨房小家电在低基数下实现恢复性增长。

表1：2022H1 电饭煲/壶类小家电延续较高增长或系电饭煲、电水壶等大单品拉动，西式类小家电在低基数下实现较高恢复性增长

	2020	2021	2021H1	2021H2	2022H1
厨房小家电	31.17	29.33	13.52	15.81	15.20
YOY	39.26%	-5.90%	-9.56%	-2.52%	12.46%
电动类	8.65	5.97	3.03	2.94	2.72
YOY	51.09%	-31.03%	-35.81%	-25.33%	-10.21%
电饭煲类	6.82	7.67	3.21	4.46	4.29
YOY	21.13%	12.56%	9.10%	15.19%	33.36%
壶类	5.63	6.28	2.93	3.35	3.25
YOY	7.12%	11.50%	20.43%	4.73%	11.01%
电热类	4.07	3.30	1.61	1.69	1.51
YOY	37.41%	-18.84%	-23.58%	-13.76%	-5.83%
西式类	6.00	6.11	2.75	3.36	3.44
YOY	113.48%	1.81%	-0.39%	3.67%	25.23%
生活小家电	4.01	4.07	1.78	2.29	1.61
YOY	5.11%	1.28%	10.64%	-4.96%	-9.30%
其他小家电	1.16	2.28	0.80	1.48	1.34
YOY	137.89%	96.14%	49.03%	136.88%	67.22%
其他业务	0.25	0.39	0.24	0.15	0.32
YOY	33.82%	53.39%	192.93%	-12.49%	37.07%

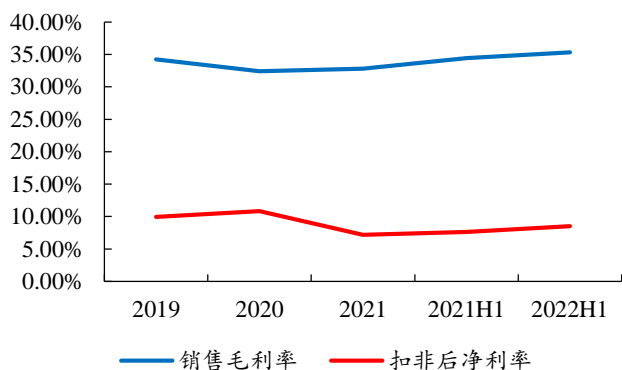
数据来源：公司公告、开源证券研究所

收入按区域拆分：2022H1 公司国内/国外分别实现营收 17.81/0.67 亿元，同比分别+15.73%/-28.86%，内销供给恢复刺激需求释放，在产品结构升级以及空气炸锅、电饭煲、电水壶等大单品拉动下实现较高增长。国外业务受海外宏观负面因素影响下有所下滑。

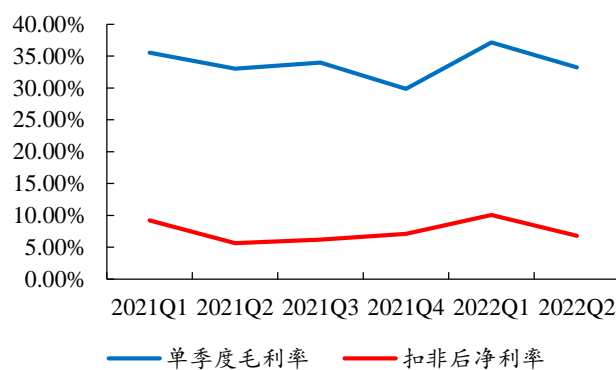
2、2022Q2 盈利延续修复趋势，降本增效下费用率整体可控

(1) 盈利能力：2022H1 公司整体毛利率为 35.3% (+0.87pct)，2022Q2 毛利率 33.21% (+0.18pct)，毛利率提升主系产品结构升级以及高毛利直营渠道占比提升。**进一步按品类拆分毛利率，**电动类/电饭煲类/壶类/西式类小家电毛利率同比分别+2.09pct/+0.57pct/-3.08pct/-0.47pct，壶类小家电强同质化、渠道红利减弱背景下毛利率承压明显。电动类小家电毛利率提升明显或系细分行业需求减弱背景下公司调整促销力度等所致。

2022H1 公司净利率为 8.02% (-0.49pct)，扣非后净利率 8.52% (+0.89pct)。其中 2022Q2 净利率为 5.06% (-1.71pct)，扣非后净利率 6.78% (+1.11pct)，盈利能力延续修复态势。

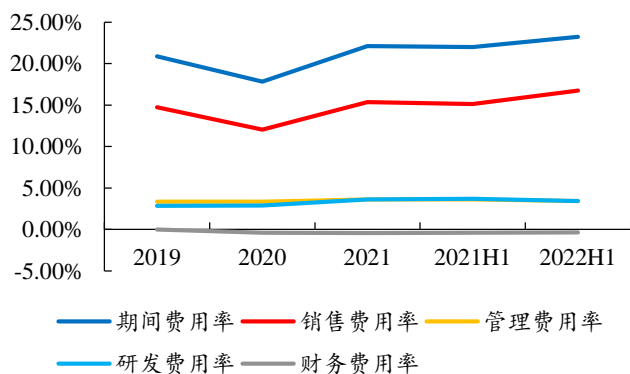
图5：2022H1 公司扣非后净利率 8.52% (+0.89pct)


数据来源：公司公告、开源证券研究所

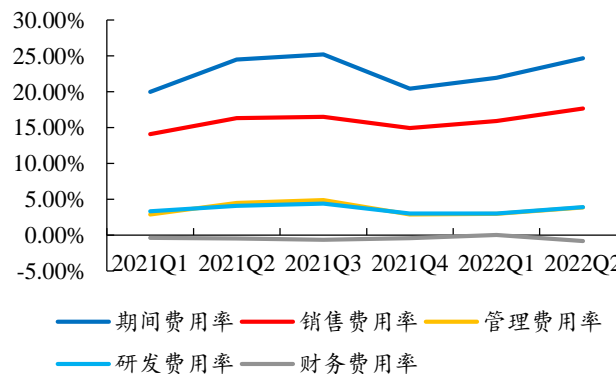
图6：2022Q2 公司扣非后净利率 6.78% (+1.11pct)


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 费用端：内部降本增效稳定费用率，市场促销投放增加致销售增长。2022H1 公司期间费用率 23.24% (+1.24pct)，销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别为 16.75%/3.44%/3.44%/-0.36%，同比分别+1.65pct/-0.2pct/-0.24pct/+0.04pct。分季度来看，2022Q2 公司期间费用率 24.69% (+0.18pct)，销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.35pct/-0.61pct/-0.2pct/-0.46pct。单季度管理费用率、研发费用率、财务费用率同比下降，主要系公司加强内部降本增效，销售费用率提升主要系公司加大市场促销费用。

图7：2022H1 公司期间费用率 23.24% (+1.24pct)，费用率同比提升主系销售费用投放加大所致


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2022Q2 公司期间费用率 24.69% (+0.18pct)


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3) 营运能力：经营性现金流改善明显，存货及应收账款周转效率提升。2022H1 公司经营性现金流净额 1.88 亿元 (+167.04%)，主要系销售商品、提供劳务增加的现金所致；投资活动现金流净额-0.83 亿元 (-141.2%)，主要系同期理财赎回减少所致。2022H1 公司存货 5.06 亿元，较 2021 年年末减少 17.82%，主要系库存商品和发出商品减少所致，存货周转天数 85 天，同比减少 2 天。2022H1 应收账款 0.96 亿元，较 2021 年年末减少 23.97%，应收账款周转天数 11 天，同比减少 5 天，公司整体周转效率有所提升。

3、长尾+大单品品类多元发展，发力个护婴童，新一轮股权激励稳固发展信心

长尾领域切入电饭煲等大单品领域，凭借小型等差异化特征摄取一定市场份额，多元化品类布局完善，或逐步摆脱长尾品类带来的成长限制。随着行业龙头布局长尾品类，公司长尾市场份额受到挤压，但随着公司发力电饭煲、空气炸锅、电水壶等大单品领域，或推升公司整体成长空间，摆脱长尾品类带来的成长限制。2021Q2-Q4 公司电饭煲、电水壶、空气炸锅京东渠道零售额同比分别+72%、+115%、+105%。2022M1-M5 电饭煲、电水壶、空气炸锅京东渠道零售额同比分别+48.9%、66.02%、138%。随着大单品品类占比的提升，未来对公司整体收入的拉动作用将更大。

表2：切入电饭煲、电水壶等大单品领域，2021Q2-Q4 取得较好增长

	2020Q2-Q4		2021Q2-Q4			2022M1-M5		
	零售额规模 (亿元)	零售额份 额	零售额规模 (亿元)	零售额份 额	同比	零售额规模 (亿元)	零售额份 额	同比
电饭煲	0.47	1.9%	0.80	2.7%	72%	0.51	2.8%	48.9%
电压力锅	0.03	0.1%	0.08	0.4%	202%	0.03	0.4%	252%
电水壶	0.33	2.5%	0.71	4.6%	115%	0.47	4.6%	66.02%
破壁机	0.23	0.9%	0.19	1.0%	-14%	0.12	1.2%	4.14%
养生壶	1.74	32.3%	1.74	26.3%	0%	1.1	26.3%	14.49%
绞肉机	1.30	29.9%	1.08	23.2%	-17%	0.7	22.7%	-0.47%
空气炸锅	0.26	4.7%	0.53	3.9%	105%	0.54	3.8%	138%
多功能锅	1.21	12.4%	1.86	15.5%	53%	1.43	16.7%	57.55%
电烤箱	0.23	2.4%	0.20	2.7%	-12%	0.09	2.5%	-8.89%
酸奶机	0.14	70.7%	0.09	56.4%	-33%	0.04	45.3%	-32.46%
电饼铛	0.32	5.0%	0.23	4.0%	-28%	0.1	3.0%	-38.52%
面包机	0.10	5.6%	0.10	8.0%	1%	0.06	9.7%	44.12%
煮蛋器	0.43	73.4%	0.46	68.2%	7%	0.23	64.2%	-4.66%
电炖锅	0.85	27.0%	0.94	26.2%	11%	0.49	25.6%	3.77%
电烧烤炉	0.38	22.7%	0.44	25.2%	16%	0.24	18.0%	-2.31%
厨房小家电整体	10.72	5.8%	11.68	5.8%	9%	7.51	6.2%	21.53%

数据来源：京东、开源证券研究所

积极调整组织架构顺应行业趋势，聚焦个护及婴童用品领域。2021 年底公司重新调整组织架构，取消了锅煲电器、电动电器事业部，新增婴童用品、零部件事业部，并将个护产品项目部升级为个护健康事业部，将管理运营等中后台支持部门改为“数字化中心”。我们预计数字化中心将进一步提升公司终端消费者洞察力，在产品周期红利中快速跟进。个护以及婴童领域的布局为公司长期发展带来更多可能性。

2022 年 8 月 30 日公司发布股票期权以及限制性股票激励计划（草案），拟向 38 人共计授予权益总数 109.25 万份，占股本总数的 0.7%，其中首次授予 87.4 万份。（1）股票期权：向激励对象授予 93 万份股票期权。其中首次授予部分激励对象为 30 名核心骨干人员，行权价格为 37.75 亿元/股，行权条件为 2022-2024 年营收较 2021 年增长率分别不低于 10%/20%/30%，净利润较 2021 年增长率分别不低于 15%/25%/40%。（2）限制性股票：向激励对象授予 16.25 万份限制性股票。其中首次授予部分激励对象为 3 名公司高管以及 5 名核心骨干，首次授予价格为 25.17 元/股，业绩考核目标与股票期权相当。股票期权摊销预计 2022-2025 年分别为 185.19/525.82/217.49/79.47 万元，限制性股票摊销预计 2022-2025 年分别为 61.05/171.74/66.41/22.81 万元。本次考核激励目标相对中性，同时侧重利润率修复，

有望调动员工积极性及驱动公司高质量增长。

4、盈利预测与投资建议

2022H1 公司实现营收 18.48 亿元 (+13.15%)，归母净利润 1.48 亿元 (+6.65%)，扣非归母净利润 1.58 亿元 (+26.4%)。其中 2022Q2 营收 8.71 亿元 (+19.96%)，归母净利润 0.44 亿元 (-10.3%)，扣非归母净利润 0.59 亿元 (+43.48%)，非经常性损益主要来自于 0.34 亿元仓库火灾损失计提。公司积极推进品牌及产品结构升级，低基数下 2022Q2 业绩超预期增长。考虑到多品类发展战略成效显著，产品结构优化有望继续带动盈利修复。我们上调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 3.43/4.11/4.80 亿元（原值为 3.31/4.02/4.78 亿元），对应 EPS 为 2.20/2.64/3.08 元，当前股价对应 PE 为 23.6/19.7/16.9 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

行业需求走弱；原材料价格上涨；新品类发展不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2946	2602	2680	2868	3112
现金	974	670	770	875	991
应收票据及应收账款	144	127	0	0	0
其他应收款	9	7	11	10	14
预付账款	39	36	51	48	64
存货	532	616	701	789	897
其他流动资产	1249	1146	1146	1146	1146
非流动资产	756	1015	1062	1111	1160
长期投资	0	6	13	19	26
固定资产	281	535	562	590	622
无形资产	195	284	313	340	361
其他非流动资产	280	190	174	162	152
资产总计	3702	3617	3742	3979	4272
流动负债	1716	1536	1410	1377	1307
短期借款	0	0	1134	1078	1014
应付票据及应付账款	1349	1252	0	0	0
其他流动负债	367	284	276	299	293
非流动负债	13	12	14	14	14
长期借款	0	0	1	2	1
其他非流动负债	13	12	12	12	12
负债合计	1729	1548	1424	1390	1321
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	156	156	156	156	156
资本公积	934	951	951	951	951
留存收益	883	979	1190	1454	1756
归属母公司股东权益	1973	2069	2318	2588	2951
负债和股东权益	3702	3617	3742	3979	4272

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1208	171	-864	386	390
净利润	428	283	343	411	480
折旧摊销	76	118	67	76	86
财务费用	-15	-16	-12	-17	-17
投资损失	-26	-33	-30	-31	-30
营运资金变动	702	-283	-1216	-51	-124
其他经营现金流	42	102	-17	-3	-5
投资活动现金流	-704	-312	-89	-101	-111
资本支出	307	426	108	119	129
长期投资	-1	-6	-6	-6	-6
其他投资现金流	-397	120	25	25	25
筹资活动现金流	-365	-12	-81	-124	-100
短期借款	0	0	1134	-57	-63
长期借款	0	0	1	0	-0
普通股增加	36	0	0	0	0
资本公积增加	-36	17	0	0	0
其他筹资现金流	-365	-29	-1217	-68	-37
现金净增加额	136	-154	-1034	162	179

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3660	3606	4147	4712	5338
营业成本	2473	2424	2782	3148	3560
营业税金及附加	23	17	23	24	28
营业费用	440	553	697	806	902
管理费用	123	131	145	160	176
研发费用	105	130	145	160	176
财务费用	-15	-16	-12	-17	-17
资产减值损失	-28	-34	-20	-20	-20
其他收益	14	12	13	10	10
公允价值变动收益	-1	-1	-1	-1	-1
投资净收益	26	33	30	31	30
资产处置收益	0	-7	-4	-5	-4
营业利润	520	334	446	495	577
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	4	6	35	5	5
利润总额	518	330	413	492	575
所得税	90	46	70	81	95
净利润	428	283	343	411	480
少数股东损益	0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	428	283	343	411	480
EBITDA	566	428	459	544	633
EPS(元)	2.74	1.82	2.20	2.64	3.08

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	36.2	-1.5	15.0	13.6	13.3
营业利润(%)	56.8	-35.8	33.5	11.0	16.6
归属于母公司净利润(%)	59.6	-33.8	21.1	19.8	16.7
获利能力					
毛利率(%)	32.4	32.8	32.9	33.2	33.3
净利率(%)	11.7	7.9	8.3	8.7	9.0
ROE(%)	21.7	13.7	14.8	15.9	16.3
ROIC(%)	20.5	12.9	9.4	10.6	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	46.7	42.8	38.0	34.9	30.9
净负债比率(%)	-49.3	-32.3	15.8	7.9	0.9
流动比率	1.7	1.7	1.9	2.1	2.4
速动比率	1.4	1.2	1.3	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	32.7	29.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	10.9	8.4	17.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.74	1.82	2.20	2.64	3.08
每股经营现金流(最新摊薄)	7.74	1.10	-5.54	2.47	2.50
每股净资产(最新摊薄)	12.65	13.26	14.86	16.59	18.92
估值比率					
P/E	18.9	28.6	23.6	19.7	16.9
P/B	4.1	3.9	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	10.5	14.9	16.1	13.3	11.2

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