

电力设备

2024年01月04日

多重积极因素累积，便携式储能行业拐点已至

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

殷晟路（分析师）

鞠爽（联系人）

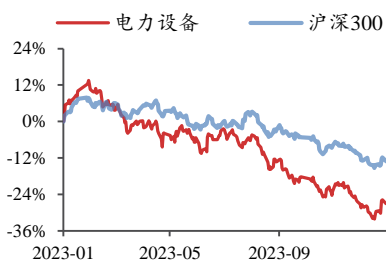
yinshenglu@kysec.cn

jushuang@kysec.cn

证书编号：S0790522080001

证书编号：S0790122070070

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《多区域多场景储能需求持续释放，重视结构性机会——储能行业2024年度投资策略》-2023.12.30

《电动汽车无线充电产业化进程加速——行业点评报告》-2023.12.25

《“红海事件”带来能源供应短缺担忧，推荐欧洲光储板块——行业点评报告》-2023.12.23

● 多重积极因素累积，便携式储能行业拐点已至

2023年便携式储能消费需求受美联储持续加息、欧洲库存高企等多重不利因素影响，便携式储能产品相比2022年出现了一定幅度的下滑。同时，受此前行业高增长预期影响，行业新进入者持续增长，2023年行业竞争持续激烈，其他品牌销售收入占比由2022年的31%提升至2023H1的41%，行业竞争持续加剧，多数头部企业份额均实现一定程度的下滑。不过随着美联储降息预期强化叠加欧洲市场库存持续去化，全球便携式储能需求有望恢复平稳同时在供给端随着外部融资环境收紧，部分行业新进入者竞争策略有望收紧，便携式储能行业从供需两端均将迎来行业拐点。头部企业凭借资金优势、此前积累的品牌与渠道优势其市占率有望逐步提升。受益标的头部便携式储能企业**华宝新能**，利用原本发电机销售渠道的企业**神驰机电**，具备丰富消费电子类产品销售经验的企业**安克创新**。

● 供需两难，2023年便携式储能行业出现显著下滑

需求端，受美联储持续加息影响，便携式储能主力消费市场美国、日本等地需求均出现一定程度的下滑。同时受能源危机影响库存积压问题严重的欧洲市场在2023年持续去库，2023前三季度行业需求受到了较大程度的抑制。同时在供给端，受行业高增长吸引，2023年行业新进入者持续增长同时头部企业也陆续通过扩大营销投入的方式抢占市场份额，行业竞争持续白热化，行业整体盈利能力被显著压缩。整体供需两难背景下，头部便携式储能企业也承受了较大压力。

● 不利因素淡化，便携式储能行业有望迎来拐点

伴随美联储降息预期强化、欧洲去库持续消化与美国加州等地对柴油机产品禁售带来的便携式储能替代需求，便携式储能行业需求有望触底回升，到2026年行业市场空间有望超250亿美元，2023-2026年三年复合增速有望达38.8%。同时在供给端，随着外部融资环境收紧及销售渠道拓展，行业准入壁垒有望进一步抬升。头部企业在线下、线上多渠道拓展优势有望进一步凸显，行业格局有望再次由分散走向集中。长期来看，便携式储能产品在户外与应急备电渗透率仍具备大幅提升空间，到2026年户外与应急备电场景便携式储能产品渗透分别有望达15.9%与19.4%。头部具备品牌效应与渠道优势的便携式储能企业有望实现业绩稳步提升。

● 受益标的

随着便携式储能行业需求复苏、原材料价格下降与竞争趋缓，预计行业整体盈利水平将有所修复。受益标的销售渠道布局领先的头部便携式储能企业**华宝新能**，利用原本发电机销售渠道的企业**神驰机电**，具备丰富消费电子类产品销售经验的企业**安克创新**。

● **风险提示：**便携式储能产品需求不及预期；行业竞争格局持续恶化。

目 录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1、 多因素影响，2023 年便携式储能行业供需两难..... | 4 |
| 1.1、 加息叠加电价走低，海外需求持续萎靡..... | 4 |
| 1.2、 2023 年行业竞争加剧，其他品牌份额持续增加..... | 4 |
| 1.3、 原材料成本大幅下降，高价库存影响竞争策略..... | 5 |
| 2、 市场前景广阔，行业有望触底回升..... | 6 |
| 2.1、 应急与户外场景需求有望持续释放..... | 6 |
| 2.2、 政策助力，便携式储能有望加速替代汽柴油发电机..... | 7 |
| 3、 受益标的..... | 9 |
| 3.1、 华宝新能..... | 9 |
| 3.2、 神驰机电..... | 10 |
| 3.3、 安克创新..... | 11 |
| 4、 风险提示..... | 13 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1： 2020 年便携式储能主力销售区域包括美国、日本、欧洲等..... | 4 |
| 图 2： 2021 年来美国联邦基金利率持续走高..... | 4 |
| 图 3： 德国电价自 2023 年来出现大幅下降（单位：欧元/MWh）..... | 4 |
| 图 4： 2022 年便携式储能当中其他企业占比 31%（营业收入占比）..... | 5 |
| 图 5： 2023H1 便携式储能当中其他企业占比 41%（营业收入占比）..... | 5 |
| 图 6： 2023 年以来碳酸锂价格持续下跌..... | 5 |
| 图 7： 2023 年来储能电芯价格出现了大幅下滑..... | 5 |
| 图 8： 2017-2022E 之间户外及应急是便携式储能的主要应用场景..... | 6 |
| 图 9： 便携式储能在户外具有多种应用场景..... | 6 |
| 图 10： 便携式储能在户外场景渗透率有望持续增加..... | 6 |
| 图 11： 便携式储能在应急备灾场景渗透率有望持续增加..... | 6 |
| 图 12： 预计到 2026 年全球便携式储能市场规模将超过 250 亿美元..... | 7 |
| 图 13： 预计到 2026 年便携式储能对小型燃油发电机的替代比例将达 18.6%..... | 8 |
| 图 14： 2023Q1-3 公司营收逐季环比提升..... | 9 |
| 图 15： 2023Q1-3 公司归母净利润亏损持续收窄..... | 9 |
| 图 16： 2023Q1-3 公司净利率持续修复..... | 9 |
| 图 17： 2023Q1-3 公司费用率稳步降低..... | 9 |
| 图 18： 2023 年 10 月华宝新能线上销量位居亚马逊前列..... | 10 |
| 图 19： 公司线下零售渠道收入占比持续提升..... | 10 |
| 图 20： 2019-2021 年间便携式储能产品中电芯成本在 35-40%左右..... | 10 |
| 图 21： 2019-2023H1 之间公司收入以北美与亚洲区域为主..... | 10 |
| 图 22： 公司产品包括部件类产品与终端类产品..... | 11 |
| 图 23： 2019-2022 年间公司终端类产品收入占比在 60%以上..... | 11 |
| 图 24： 2022-2023H1 神驰机电便携式储能销售收入在 300 万元以内..... | 11 |
| 图 25： 神驰机电便携式储能产品能够应用于多种应用场景..... | 11 |
| 图 26： 2020-2022 年公司收入以充电类、创新类及无线音频类产品为主..... | 12 |
| 图 27： 安克创新便携式储能产品多样..... | 12 |

| | |
|--|----|
| 表 1: 相比传统柴油发电机发电, 便携式储能具备多种优势..... | 7 |
| 表 2: 安克创新就便携及户用储能产品研发及产业化项目投资 2.48 亿元..... | 12 |
| 表 3: 受益标的公司盈利预测与估值..... | 12 |

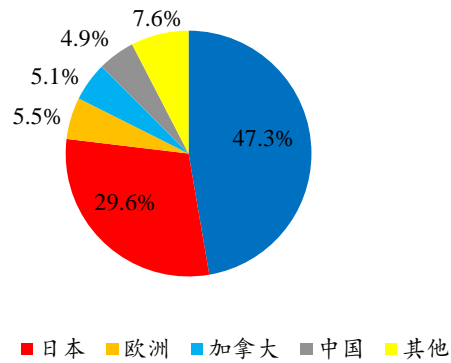
1、多因素影响，2023 年便携式储能行业供需两难

1.1、加息叠加电价走低，海外需求持续萎靡

便携式储能消费市场以美国、日本与欧洲等海外区域为主。根据中国化学与物理电源行业协会统计，2020 年全球便携式储能主力消费市场包括美国、日本与欧洲三个区域，其收入占比分别为 47.3%、29.6%与 5.5%，其中 2022 年欧洲地区受能源危机影响，当地居民开启恐慌性囤货，其收入占比相比此前年份实现了较大幅度的增长。

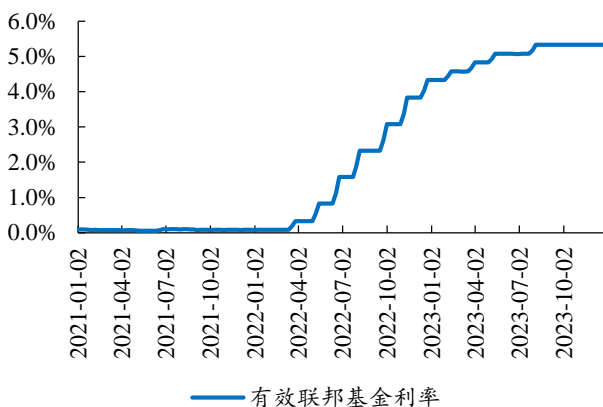
加息影响海外居民消费需求，能源危机缓和下欧洲市场回归理性。受高通胀影响，美联储自 2022 年 4 月以来持续加息。高利率的宏观环境对美国消费者的消费意愿造成了较大的影响。同时欧洲区域在能源危机影响缓解后，当地需求相比 2023 年年初的预测同样出现了大幅下滑。

图1：2020 年便携式储能主力销售区域包括美国、日本、欧洲等



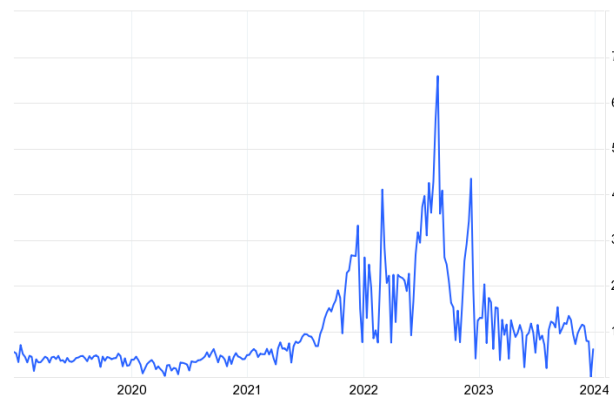
数据来源：中国化学与物理电源行业协会、开源证券研究所

图2：2021 年来美国联邦基金利率持续走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：德国电价自 2023 年来出现大幅下降（单位：欧元/MWh）



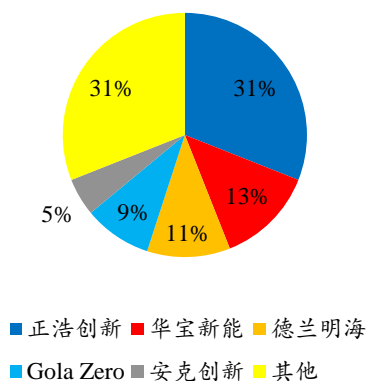
数据来源：Trading Economics

1.2、2023 年行业竞争加剧，其他品牌份额持续增加

高增长赛道持续吸引新军，行业竞争显著加剧。2023 年以来行业新进入者增多，市场竞争愈发白热化，2023H1 其他品牌份额相比 2022 年实现了较大幅度提升，其

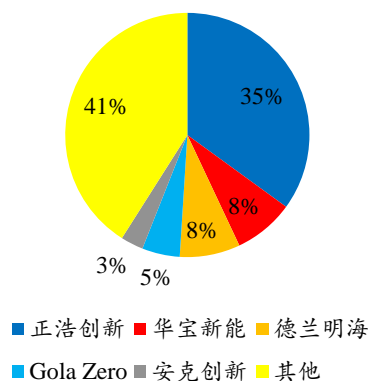
营收口径份额由 2022 年的 31% 提升至 41%，主要系年初行业高增长预期下，行业新进入者持续增多，白牌企业陆续加入加剧行业竞争。根据高工锂电数据统计，2023 年上半年相比 2022 年包括华宝新能、德兰明海等企业市场份额均出现不同程度的下滑。

图4：2022 年便携式储能当中其他企业占比 31%（营业收入占比）



数据来源：GGII、开源证券研究所

图5：2023H1 便携式储能当中其他企业占比 41%（营业收入占比）



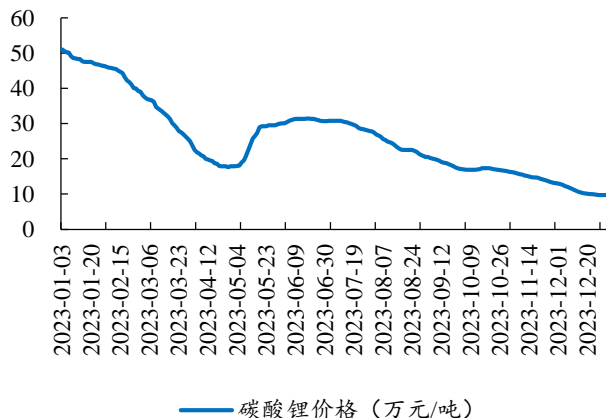
数据来源：GGII、开源证券研究所

1.3、原材料成本大幅下降，高价库存影响竞争策略

原材料价格大幅下滑，高价库存影响企业盈利水平。受电动车行业销量下滑及碳酸锂产能大幅投放影响，碳酸锂及储能电芯价格均出现了大幅下滑，2023 年 12 月 29 日，碳酸锂现货价格降低至 9.7 万元/吨，相比年初 51 万元/吨的价格下降幅度超 80%。储能电芯价格同样在碳酸锂价格大幅下降的情况下同样出现了大幅下降，2023 年 12 月 29 日，储能电芯报价已经跌至 0.44 元/Wh，相比 2023 年下降幅度超 50%。

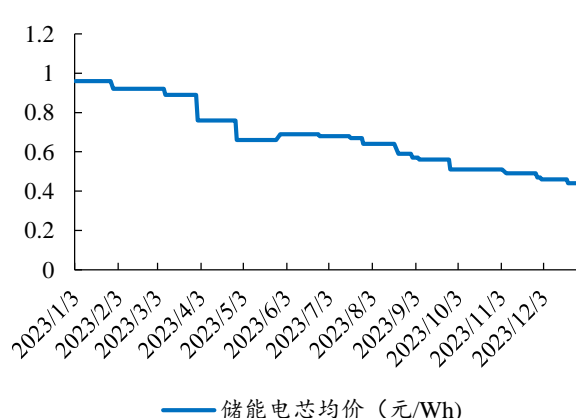
同时年初基于对欧洲、美国市场需求的乐观判断，多家头部企业进行了相应的原材料库存储备。因此相比行业新进入者，部分头部企业的高价库存对其价格竞争策略选择造成了较大影响。

图6：2023 年以来碳酸锂价格持续下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023 年来储能电芯价格出现了大幅下滑



数据来源：鑫椽锂电公众号、开源证券研究所

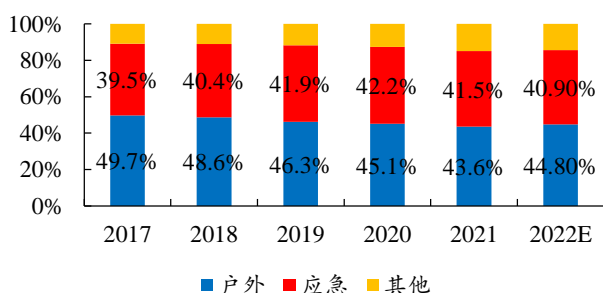
2、市场前景广阔，行业有望触底回升

2.1、应急与户外场景需求有望持续释放

下游应用场景广阔，便携式储能需求有望持续释放。根据中国化学与物理电源行业协会统计，便携式储能的主要应用场景包括户外、应急及其他三大应用场景。其在各个领域的用途分别包括（1）**户外**：给手机、相机等数码产品及电饭锅、照明灯具等电器提供短时供电的作用，此外还可以为车辆打火启动、应急照明等提供临时电源；（2）**应急领域**：在发生自然灾害的情况下，作为应急电源为家庭提供供电。（3）**其他领域**：对车辆进行充电及为电力匮乏的地区提供电力等作用。

图8：2017-2022E 之间户外及应急是便携式储能的主要应用场景

图9：便携式储能户外具有多种应用场景



数据来源：中国化学与物理电源行业协会、开源证券研究所

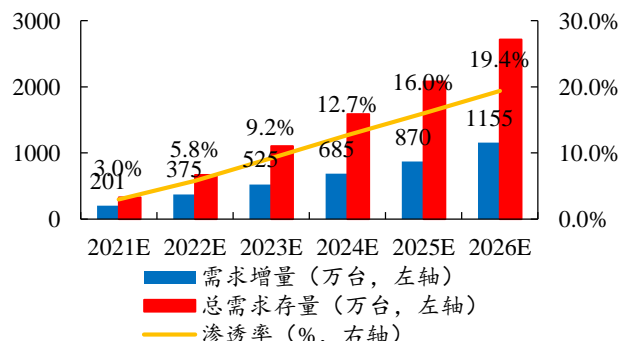
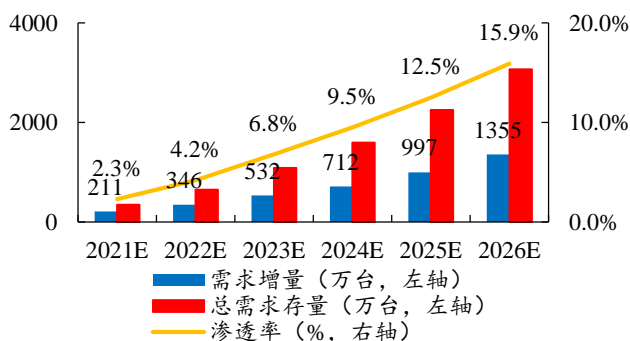
资料来源：华宝新能招股书

便携式储能产品渗透率尚处低位，具备大幅提升空间。随着户外活动领域对便携储能产品的需求持续提升，便携储能产品的市场渗透率有望持续走高，中国化学与物理电源行业协会预计到 2026 年户外活动领域对便携储能产品的购置需求将达 1355 万台。根据 2026 年全球户外活动参与家庭数量约 1.9 亿户及便携储能产品平均生命周期 3 年进行测算，便携储能产品在户外活动领域的渗透率可达 15.9%。

同时随着人们应急备灾意识增强和对家庭应急用电需求的提升，将持续推动便携式储能产品在家庭应急备灾场景的渗透率提升。中国化学与物理电源行业协会预计到 2026 年，家庭应急领域对便携储能产品的购置需求将达 1155 万台，同样假设 2026 年全球存在应急用电需求的家庭约为 1.4 亿户，便携储能产品在应急用电领域的渗透率可达 19.4%。

图10：便携式储能户外场景渗透率有望持续增加

图11：便携式储能应急备灾场景渗透率有望持续增加



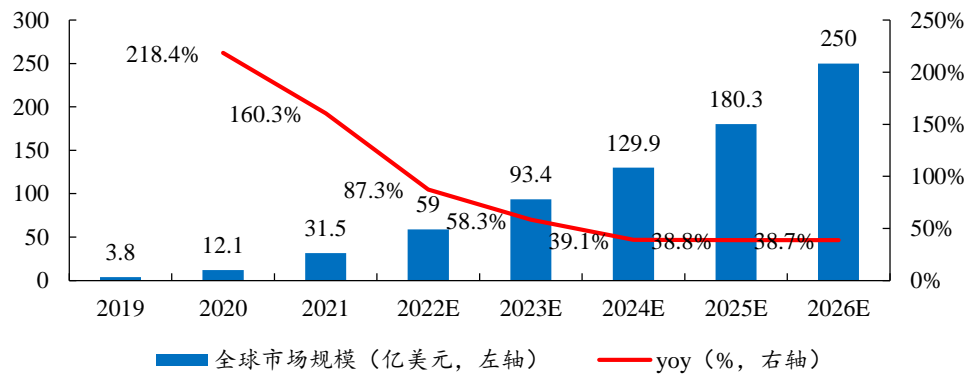
数据来源：中国化学与物理电源行业协会、开源证券研究所

数据来源：中国化学与物理电源行业协会、开源证券研究所

预计到2026年全球便携式储能市场空间将超250亿美元。在疫情带来户外运动风潮与应急备灾需求下，全球便携式储能市场在2019-2022年间实现了快速增长。行业空间由3.8亿美元增长至59亿美元。

展望2024年，在预期美联储降息、锂电池原材料价格企稳及欧洲区域库存陆续消化背景下，全球便携式储能出货有望实现复苏。未来在户外运动与应急备电两大应用场景需求持续释放背景下，全球便携式储能市场有望持续增长，艾媒咨询预计到2026年行业新增市场空间有望超250亿美元，2023-2026年三年复合增速有望达38.8%。

图12：预计到2026年全球便携式储能市场规模将超过250亿美元



数据来源：艾媒咨询、开源证券研究所

2.2、政策助力，便携式储能有望加速替代汽柴油发电机

低碳发展背景下，便携式储能有望加速对传统柴油发电机替代。相比传统柴油发电机产品，便携式储能具备重量较轻、发电质量更高、维护成本低等多种性能优势。此外更加低碳环保的锂电便携式储能产品有望在低碳化发展背景下成为主流应用工具。

此外，以美国加州为代表的地区出于自身低碳清洁化的发展目标，已经明确其要在2024年1月1日起禁售燃油驱动设备，包括草坪设备、发电机和压力清洗机等，政策端的强制要求同样有望加速便携式储能对汽柴油发电机的替代。根据中国化学与物理电源行业协会预测，便携式储能对柴油发电机的替代比例有望稳步提升，到2026年便携式储能对柴油发电机的替代比例有望提升至18.6%。

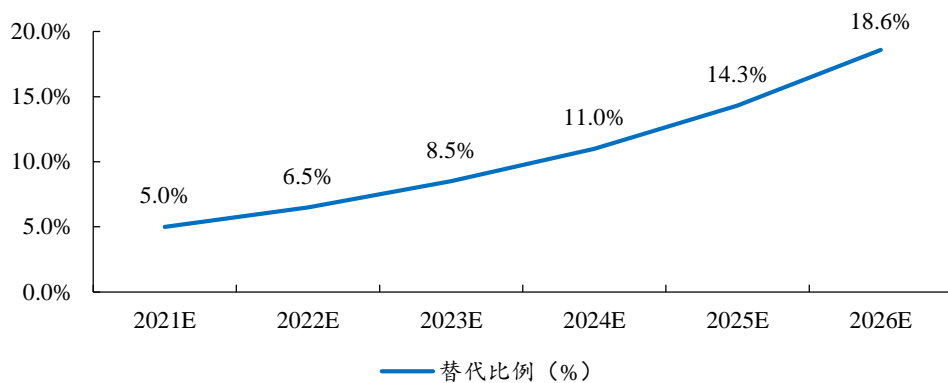
表1：相比传统柴油发电机发电，便携式储能具备多种优势

| 项目 | 便携式储能 | 传统柴油发电机 |
|-------|-------------------------|-------------------|
| 能源 | 电能 | 柴油,汽油 |
| 功率 | 1-3KW | 2-8KW |
| 体积和重量 | 重量较轻,单人可搬运 | 重量重,一般会要2人及以上配合搬运 |
| 使用方法 | 操作简单,无须转换。即插即用,节省大量准备时间 | 接口较多,操作复杂 |
| 发电质量 | 输出电网同等质量的正弦波交流电 | 纹波抖动,电能质量较差,功率因数低 |
| 购买成本 | 1000Wh/3000元 | 单机2000元左右 |

| 项目 | 便携式储能 | 传统柴油发电机 |
|------|----------------------|---------------------------------|
| 使用成本 | 充电,度电成本约 0.5 元 | 柴油发电机组 1L 可发电 10kWh,度电成本约 0.7 元 |
| 维护成本 | 几乎不需要维护,但电量会衰减 | 周期性维护,成本较高 |
| 寿命 | 500 次完整循环后约 80%的初始电量 | 可持续使用 10000 至 30000 小时 |
| 环境保护 | 无污染 | 油烟多,污染本体及周边环境 |
| 噪音 | 无噪音 | 噪音大,影响周边环境,伤害作业人员 |

资料来源：中国化学与物理电源行业协会、开源证券研究所

图13：预计到 2026 年便携式储能对小型燃油发电机的替代比例将达 18.6%



数据来源：中国化学与物理电源行业协会、开源证券研究所

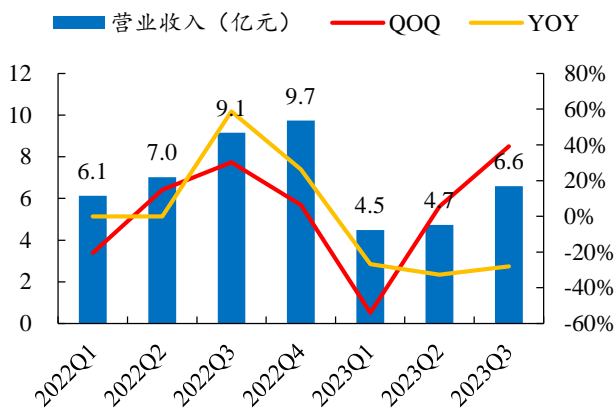
3、受益标的

3.1、华宝新能

业绩逐季环比修复趋势显著，净利率持续环比提升。2023年以来受美联储加息影响下游需求、竞争加剧与欧洲市场库存积压等多重问题影响，公司2023Q1-3收入同比均出现了一定幅度的下滑，归母净利润也出现了比较大幅度的亏损。不过就单月的亏损情况下，随着收入规模的扩大与费用率的下降，公司2023Q3亏损幅度相比Q1与Q2实现了较大幅度的缩减。

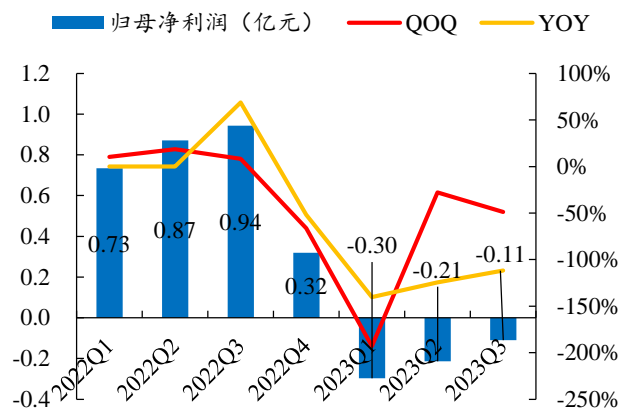
在盈利能力方面，随着公司高价库存电芯的消化，公司2023Q3毛利率与净利率也均环比此前实现了较大幅度的提升。费用率方面随着收入规模的扩大，公司2023Q3销售、管理与研发费用相比此前两个季度也是实现了显著下滑。

图14：2023Q1-3 公司营收逐季环比提升



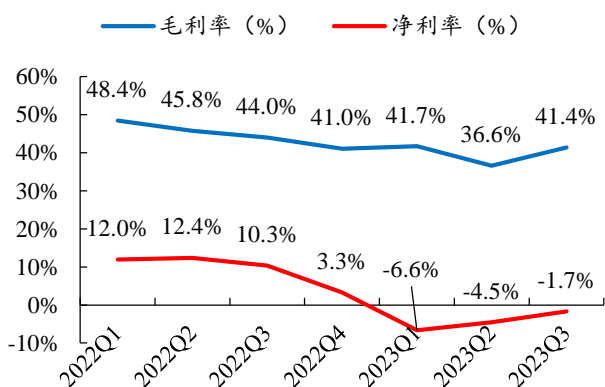
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2023Q1-3 公司归母净利润亏损持续收窄



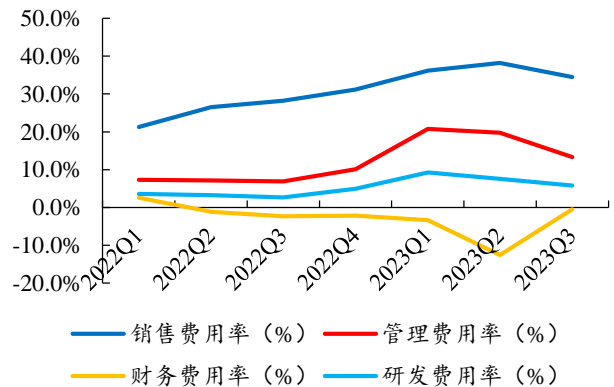
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2023Q1-3 公司净利率持续修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2023Q1-3 公司费用率稳步降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

线上头部地位稳固，开辟线下销售渠道打开更大市场空间。以美国市场为例，公司在亚马逊等线上销售平台地位仍旧稳固，2023年10月热销产品当中公司两款产品分别位居热销榜的第二与第三位。同时，公司积极拓展线下销售渠道，截至2023年前三季度，公司线下渠道收入占比已经达公司总收入比例的28.1%，相比2021-2022年实现了稳步提升，截至2023Q3公司已经在全球成功进驻超8000家知名零售商店

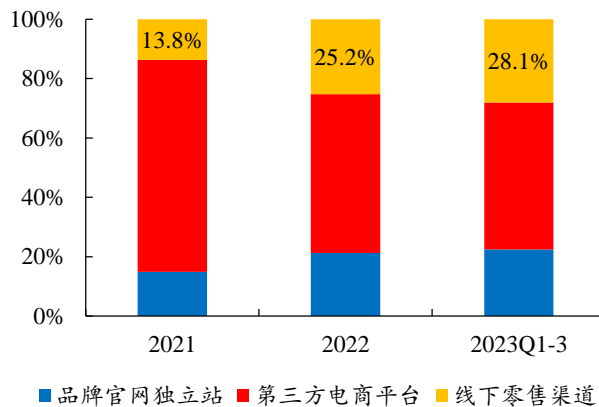
铺。线下渠道的成功拓展有望加速形成线下销售的规模效应，进一步提升公司便携式储能业务的规模效应。

图18： 2023年10月华宝新能线上销量位居亚马逊前列



资料来源：充电头网

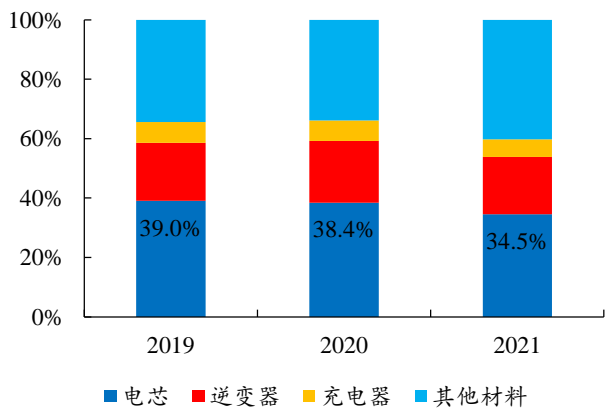
图19： 公司线下零售渠道收入占比持续提升



数据来源：华宝新能公告、开源证券研究所

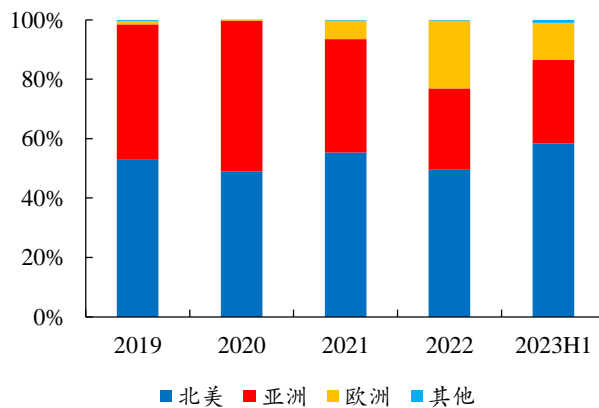
电芯成本下降打开盈利空间，主力销售市场陆续复苏。根据公司招股书披露，在 2019-2021 年间，电芯占其便携式储能产品的成本比重在 35-40% 之间，且作为终端消费品其价格相对稳定。同时公司主力销售市场集中在北美及亚洲日本市场。

图20： 2019-2021 年间便携式储能产品中电芯成本在 35-40% 左右



数据来源：华宝新能公告、开源证券研究所

图21： 2019-2023H1 之间公司收入以北美与亚洲区域为主



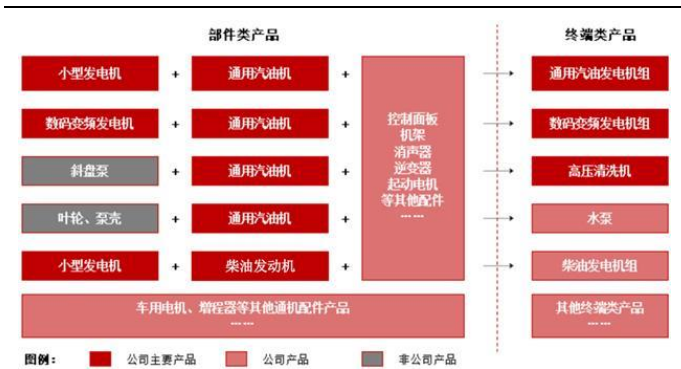
数据来源：华宝新能公告、开源证券研究所

3.2、神驰机电

神驰机电主营小型发电机、通用汽油机及终端类产品的研发、制造和销售。公司主要产品包括小型发电机、通用汽油机等，其主要用于配套终端类产品。终端类产品则以通用汽油发电机组、数码变频发电机组和园林机械等等。公司在 2019-2022 年间终端类产品的收入比重均达到了 60% 以上。

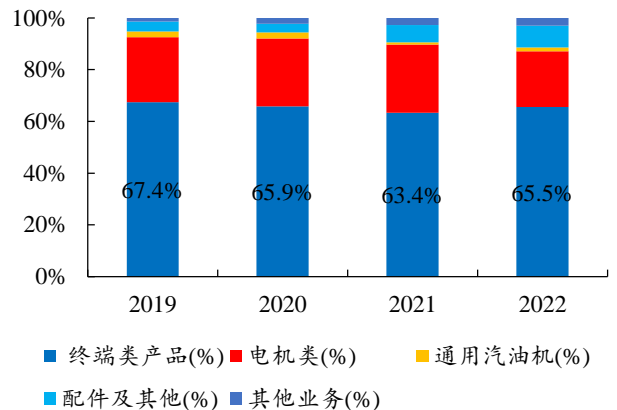
公司自主品牌市场开拓位居行业前列。截至 2023 年上半年公司自主品牌产品已陆续进入 COSTCO、PRICE、SAMS CLUB、AMAZON INC 等美国通机市场的主流销售渠道，目前在海外市场已经初步建立了一定口碑。

图22：公司产品包括部件类产品与终端类产品



资料来源：神驰机电公告

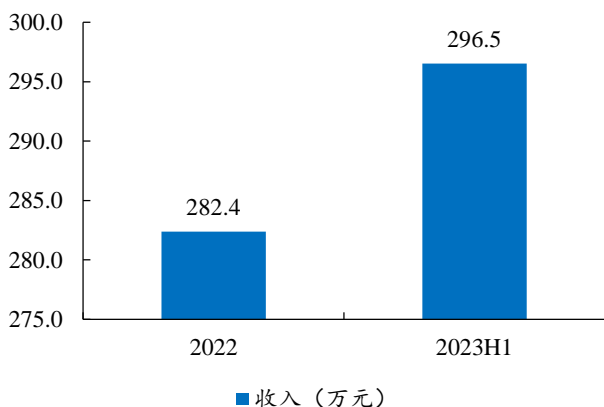
图23：2019-2022 年间公司终端类产品收入占比在 60% 以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

便携式储能新军，收入有望快速增长。公司便携式储能产品下游应用场景主要包括户外活动与应急备灾两大场景，其 2022 年与 2023 年上半年收入分别为 282.4 万元与 296.5 万元，截至 2023 年上半年已经形成了 5 万套/年的产能，主要销售客户包括德国 Haussmann GmbH、亚马逊跨境电商、homedepot 等。

图24：2022-2023H1 神驰机电便携式储能销售收入在 300 万元以内



数据来源：神驰机电公告、开源证券研究所

图25：神驰机电便携式储能产品能够应用于多种应用场景



资料来源：神驰机电公告

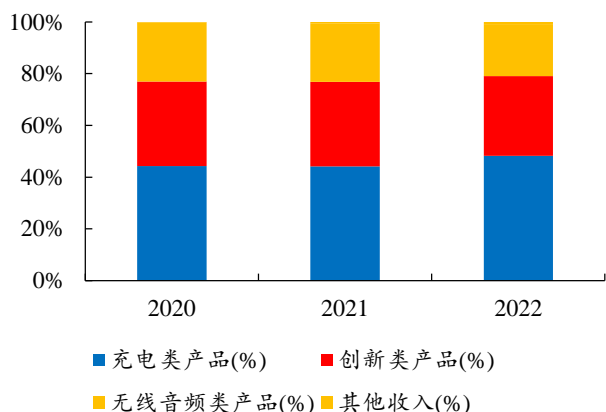
3.3、安克创新

安克创新是全球化知名消费电子品牌企业，产品涵盖充电、智能创新和无线音频等多个产品品类。公司储能系列产品丰富，凭借其在充电及储能领域的核心技术，研发多款应用于不同场景的储能产品。截至 2023 年上半年，公司成功开发露营供电 Camping 系列、房车和家庭备用供能 Flex 系列、家庭能源解决方案系列产品等。

同时公司积极扩充其储能产能，抢占市场先机。根据其 2023 年 8 月 18 日发布的《安克创新科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书(申报稿)》公告，其计划投资 2.48 亿元用于便携及户用储能产品研发及产业化项目。

图26：2020-2022 年公司收入以充电类、创新类及无线音频类产品为主

图27：安克创新便携式储能产品多样



数据来源：Wind、开源证券研究所

资料来源：安克创新公告

表2：安克创新就便携及户用储能产品研发及产业化项目投资 2.48 亿元

| 序号 | 项目名称 | 投资总额 (万元) | 拟投入募集资金额 (万元) |
|----|-------------------|------------|---------------|
| 1 | 便携及户用储能产品研发及产业化项目 | 24,804.61 | 20,104.00 |
| 2 | 新一代智能硬件产品研发及产业化项目 | 27,055.08 | 20,554.00 |
| 3 | 仓储智能化升级项目 | 14,699.00 | 13,998.00 |
| 4 | 全链路数字化运营中心项目 | 23,827.08 | 22,726.00 |
| 5 | 补充流动资金 | 33,100.00 | 33,100.00 |
| | 合计 | 123,485.77 | 110,482.00 |

资料来源：安克创新公告、开源证券研究所

表3：受益标的公司盈利预测与估值

| 公司代码 | 公司名称 | 收盘价(元) | 评级 | 归母净利润(亿元) | | | PE | | |
|-----------|------|--------|-----|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 301327.SZ | 华宝新能 | 72.93 | 买入 | 4.80 | 6.94 | 9.31 | 19.0 | 13.1 | 9.8 |
| 603109.SH | 神驰机电 | 16.62 | 未评级 | / | / | / | / | / | / |
| 300866.SZ | 安克创新 | 82.5 | 买入 | 16.47 | 19.75 | 23.32 | 20.4 | 17.0 | 14.4 |

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：华宝新能、安克创新盈利预测来自开源证券研究所

4、风险提示

便携式储能产品需求不及预期；

行业竞争格局持续恶化。

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（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，属于商业秘密材料，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

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
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

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