

## 德昌股份 (605555.SH) 2024Q1 业绩超预期，拓客户拓品类持续贡献增量

2024 年 04 月 27 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）

刘文鑫（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

liuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790123070038

日期	2024/4/26
当前股价(元)	19.95
一年最高最低(元)	25.77/13.31
总市值(亿元)	74.29
流通市值(亿元)	27.07
总股本(亿股)	3.72
流通股本(亿股)	1.36
近 3 个月换手率(%)	275.52

### ● 2024Q1 业绩超预期，家电代工和汽车电机双轮驱动，维持“买入”评级

2023 年营收 27.75 亿元 (+43.2%，同比，下同)，归母净利润 3.22 亿元 (+7.9%)，扣非净利润 3.15 亿元 (+8.9%)。2024Q1 营收 8.25 亿元 (+46.1%)，归母净利润 0.85 亿元 (+102.3%)，扣非净利润 0.81 亿元 (+101.1%)。2024Q1 业绩超预期，家电基本盘拓客户、拓品类，EPS 电机持续斩获高质量定点，人形机器人电机打开成长空间，我们略微上调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 4.1/5.4/6.7 亿元（2024-2025 年原值为 4.1/5.4 亿元），对应 EPS 为 1.10/1.44/1.81 元，当前股价对应 PE 为 18.2/13.8/11.0 倍，维持“买入”评级。

### ● 家电业务持续拓客户、拓品类，汽车电机在手订单饱满

营收分板块看，2023 年公司家电板块/汽车板块分别实现营收 24.81/2.02 亿元，同比分别+38.98%/+171.69%，家电/汽车板块主营收入占比分别为 92.48%/7.52%。

(1) 家电业务拓客户、拓品类：家电业务增长得益于下游市场需求逐步恢复以及引入战略新客户 SharkNinja 的订单增量，同时 2023 年研制洗碗机产品，有望持续贡献增量。(2) 汽车电机在手订单饱满，持续受到客户认可：2023 年公司获取 EPS 电机和刹车电机新定点项目 4 个，全生命周期总销售金额超过 14 亿人民币，2024 年-2026 年定点金额共计超过 23 亿。营收分地区看，2023 年公司内销/外销营收分别实现 5.25/21.57 亿元，分别同比+203 倍/+16.17%。

### ● 2024Q1 费用明显优化，盈利能力提升

2023 年公司毛利率 19.11% (+1.33pcts)，2024Q1 毛利率 17.43% (-0.67pcts)。分产品看，2023 年公司吸尘器业务/多元化小家电业务/EPS 电机毛利率分别为 17.10%/23.00%/10.28%，同比分别+0.89/+5.11/+8.73pcts。费用端，2023 年公司期间费用率 5.42% (+4.9pcts)，2024Q1 公司期间费用率 6.47% (-2.95pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.41/-0.03/-0.67/-1.85pcts。综合影响下，2023 年公司归母净利率 11.61% (-3.80pcts)，扣非归母净利率 11.34% (-3.57pcts)。2024Q1 公司归母净利率 10.34% (+2.87pcts)，扣非归母净利率 9.86% (+2.70pcts)。2023 年分红率达 40.45%。

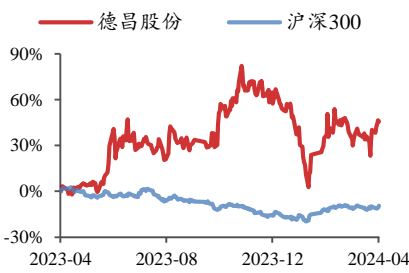
● 风险提示：海外需求不及预期、原材料成本上行、新业务拓展不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,938	2,775	3,807	4,887	6,104
YOY(%)	-31.8	43.2	37.2	28.4	24.9
归母净利润(百万元)	299	322	408	538	674
YOY(%)	-0.7	7.9	26.6	31.8	25.4
毛利率(%)	17.8	19.1	19.9	20.8	21.7
净利率(%)	15.4	11.6	10.7	11.0	11.0
ROE(%)	11.8	11.8	13.0	15.1	16.3
EPS(摊薄/元)	0.80	0.87	1.10	1.44	1.81
P/E(倍)	24.9	23.1	18.2	13.8	11.0
P/B(倍)	2.9	2.7	2.4	2.1	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所（净利率为销售净利率）

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《收获耐世特北美 EPS 电机定点，加速产品出海进程—公司信息更新报告》-2023.12.20

《Q3 收入超预期，拓客户、拓品类战略打开成长空间—公司信息更新报告》-2023.10.31

《合资成立人形机器人创新中心，看好 EPS 电机技术迁移至新赛道打开成长空间—公司信息更新报告》-2023.10.23

## 目 录

1、业绩：2024Q1 业绩超预期，多元化小家电及 EPS 电机增速亮眼	3
1.1、营收拆分：多元化小家电及 EPS 电机增速亮眼	3
1.2、分板块进展：家电拓客户、拓品类，汽车电机在手订单饱满持续收获定点	4
1.2.1、家电业务：新拓 SharkNinja 大客户贡献收入利润弹性，不断丰富品类	4
1.2.2、汽车零部件业务：新项目定点和量产持续落地，国际市场开拓加速	5
2、盈利能力：内销毛利率大幅提升，小家电及 EPS 电机盈利能力提升	5
3、营运能力：现金流充沛，周转能力优化	8
4、盈利预测与投资建议	8
5、风险提示	8
附：财务预测摘要	9

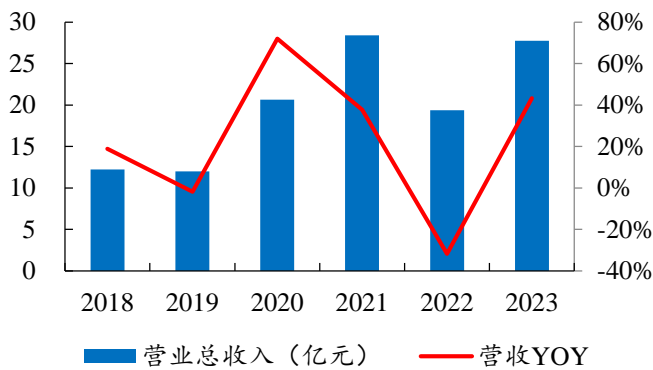
## 图表目录

图 1：2023 年公司营收实现 27.75 亿元 (+43.19%)	3
图 2：2023 年归母净利润实现 3.22 亿元 (+7.92%)	3
图 3：2024Q1 公司营收实现 8.25 亿元 (+46.14%)	3
图 4：图 3：2024Q1 归母净利润 0.85 亿元 (+102.33%)	3
图 5：2023 年公司吸尘器业务/多元化小家电业务/EPS 电机业务营收占比分别为 58.8%/29.6%/7.3%	4
图 6：2023 年公司吸尘器业务/多元化小家电业务/EPS 电机业务收入同比分别+17.98%/+117.17%/+171.69%	4
图 7：2023 年内销/外销营收分别同比+203 倍/+16.17%	4
图 8：2023 年内销占比提升至 19.6%	4
图 9：2023 年公司毛利率 19.11% (+1.33pcts)	6
图 10：2024Q1 毛利率 17.43% (-0.67pcts)	6
图 11：2023 年公司吸尘器业务/多元化小家电业务/EPS 电机毛利率分别为 17.10%/23.00%/10.28%	6
图 12：2023 年公司内销/外销毛利率分别为 16.94%/18.98%，同比分别+29.17/+2.79pcts	6
图 13：2023 年公司期间费用率 5.42% (+4.9pcts)	7
图 14：2024Q1 公司期间费用率 6.47% (-2.95pcts)	7
图 15：2023 年公司归母净利率 11.61% (-3.80pcts)，扣非归母净利率 11.34% (-3.57pcts)	7
图 16：2024Q1 公司归母净利率 10.34% (+2.87pcts)，扣非归母净利率 9.86% (+2.70pcts)	7
图 17：2023 年公司分红率达 40.45%	7
图 18：2023 年公司经营现金流净额 4.69 亿元 (+35.66%)	8
图 19：2023 年公司存货/应收账款周转天数分别同比-15.86/-39.02 天	8

## 1、业绩：2024Q1 业绩超预期，多元化小家电及 EPS 电机增速亮眼

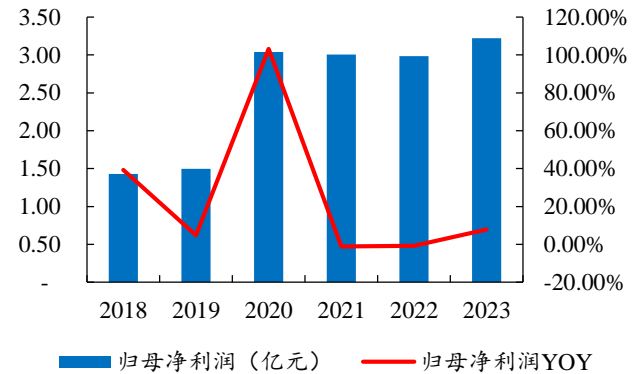
2023 年公司营收实现 27.75 亿元(+43.19%)，归母净利润实现 3.22 亿元(+7.92%)，扣非归母净利润实现 3.15 亿元 (+8.88%)。

图1：2023 年公司营收实现 27.75 亿元 (+43.19%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023 年归母净利润实现 3.22 亿元 (+7.92%)

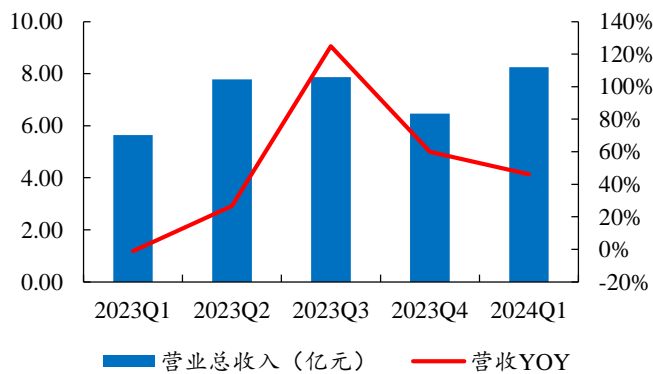


数据来源：Wind、开源证券研究所

单季度来看，2023Q4 公司营收实现 6.47 亿元 (+60.02%)，归母净利润实现 0.59 亿元 (+64.93%)，扣非归母净利润实现 0.57 亿元 (+45.35%)。

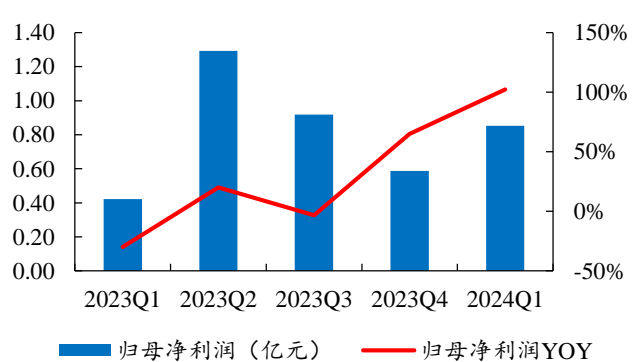
2024Q1 公司业绩超预期，营收实现 8.25 亿元 (+46.14%)，归母净利润实现 0.85 亿元 (+102.33%)，扣非归母净利润实现 0.81 亿元 (+101.13%)，主系 SharkNinja 客户收入超预期，其他客户均有明显增量。

图3：2024Q1 公司营收实现 8.25 亿元 (+46.14%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：图 3：2024Q1 归母净利润 0.85 亿元 (+102.33%)



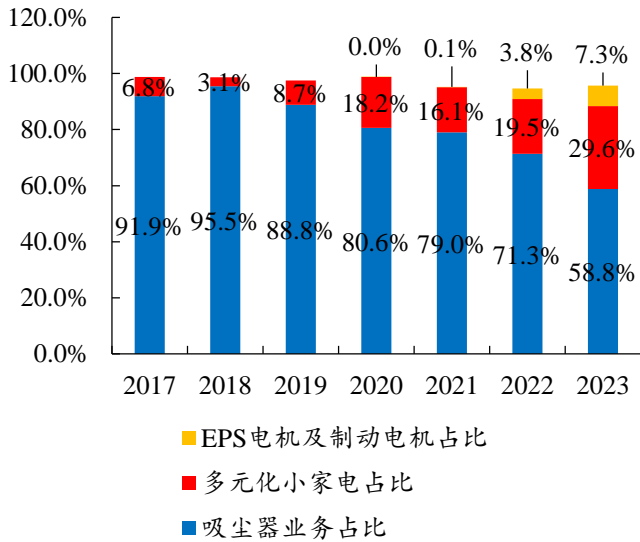
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、营收拆分：多元化小家电及 EPS 电机增速亮眼

主营业务分板块看，2023 年公司家电板块/汽车板块分别实现营收 24.81/2.02 亿元，同比分别+38.98%/+171.69%，家电/汽车板块主营收入占比分别为 92.48%/7.52%。家电业务增长得益于家电下游市场需求的逐步恢复增长以及引入战略新客户的订单增量。

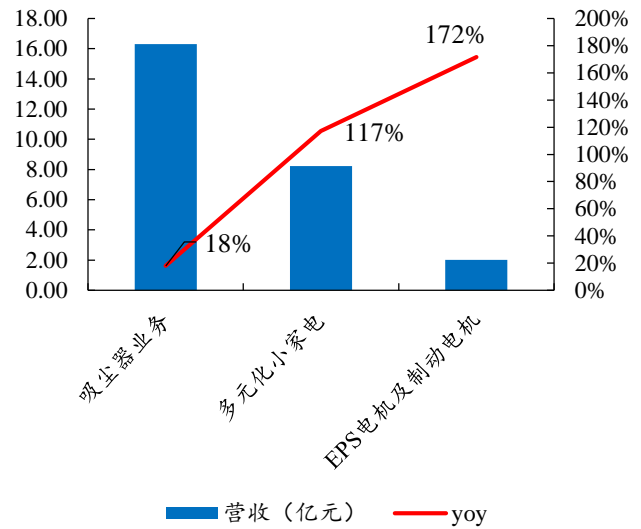
总营收分产品看，多元化小家电业务及 EPS 电机业务增速亮眼。2023 年公司吸尘器业务/多元化小家电业务/EPS 电机业务分别实现营收 16.31/8.22/2.02 亿元，同比分别+17.98%/+117.17%/+171.69%，总营收占比分别为 58.8%/29.6%/7.3%。

图5：2023 年公司吸尘器业务/多元化小家电业务/EPS 电机业务营收占比分别为 58.8%/29.6%/7.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

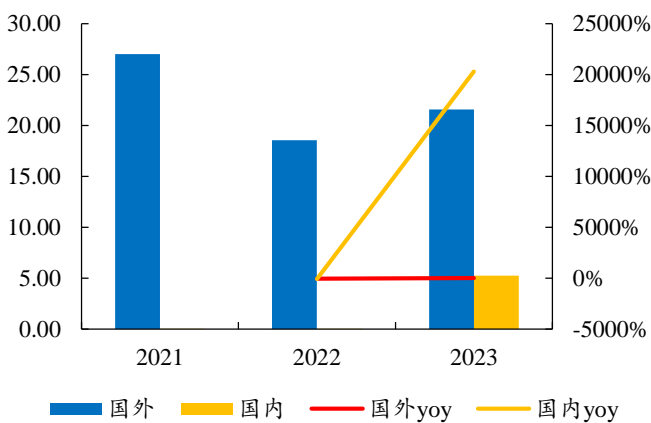
图6：2023 年公司吸尘器业务/多元化小家电业务/EPS 电机业务收入同比分别+17.98%/+117.17%/+171.69%



数据来源：Wind、开源证券研究所

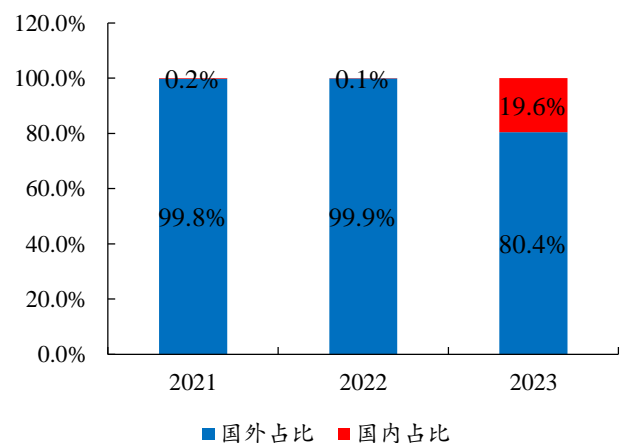
主营业务分地区看，内销收入超高速增长，占比明显提升。2023 年公司内销/外销营收分别实现 5.25/21.57 亿元，分别同比+203 倍/+16.17%，主营收入占比分别为 80.4%/19.6%。

图7：2023 年内销/外销营收分别同比+203 倍/+16.17%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023 年内销占比提升至 19.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、分板块进展：家电拓客户、拓品类，汽车电机在手订单饱满持续收获定点

### 1.2.1、家电业务：新拓 SharkNinja 大客户贡献收入利润弹性，不断丰富品类

新客户拓展，老客户去库影响结束。新引进国际知名小家电公司 SharkNinja 开启战略合作，范围包括吹风机、吸尘器、风扇、空气净化器等产品，未来有望进一

步加深合作关系；原战略大客户去库存影响基本结束，业务需求恢复稳定增长。

**新品持续研发，不断丰富储备产品梯队，打开新领域市场空间。**截至2023年末公司在研新项目28个，覆盖地面清洁电器、环境家居电器、个人护理电器和厨房电器，涉及SKU超过100个。2023年公司成功创新研制一款厨电新产品智能洗碗机，2024年4月已完成部分产线建设，准备进行体系审核及试产工作，预计2024年可实现量产。

**持续推进国内外小家电产能建设。**截至2023年末“越南厂区年产380万台吸尘器产品建设项目”建设完成，可实现超过380万台的年产设计规模；“越南厂区年产300万台小家电产品建设项目”拟于2024年开始工程建设；国内“年产734万台小家电产品建设项目”计划于2024年12月完工，新建工厂主体工程基本完工，一期已验收完成。

### 1.2.2、汽车零部件业务：新项目定点和量产持续落地，国际市场开拓加速

**新项目定点和量产持续落地，公司汽车零部件业务继续保持快速增长趋势。**2023年公司获取EPS电机和刹车电机新定点项目4个，全生命周期总销售金额超过14亿人民币。截至2023年末，公司已累计实现30个汽车电机项目的定点，其中，DP-EPS、R-EPS项目合计11个，已实现量产项目18个，**2024年-2026年定点金额共计超过23亿**，客户覆盖耐世特、采埃孚、捷太格特、上海同驭、上海利氩等国内外知名转向/制动系统供应商。随着国内外市场的持续开拓以及定点项目的量产，汽车零部件业务逐步形成规模效应，有望持续放量。

**国际市场开拓进程加速。**公司获得耐世特（北美）EPS电机项目定点，定点项目生命周期为10年，生命周期预计总销售金额约1.43亿美元，计划在2025年5月逐步开始量产；公司首个应用于全球车型的耐世特（欧洲）EPS电机项目推进顺利，已于2023年5月实现量产。

2023年公司部分One-box线控制动电机项目顺利量产；与多家客户开始合作开发SBW线控转向电机项目；与客户合作的EMB电子机械制动项目A样件开发完成并通过主机车厂的整车验证，可满足L3以上级别自动驾驶场景的应用要求。

**公司有序推进汽车EPS电机、制动电机生产线的投资建设。**截至报告期末，公司已有8条产线投产进入量产阶段，另有3条产线在安装调试中，EPS电机和制动电机年设计产能超过300万台。

## 2、盈利能力：内销毛利率大幅提升，小家电及EPS电机盈利能力提升

2023年公司毛利率19.11% (+1.33pcts)，2023Q4毛利率21.69% (+2.60pcts)，2024Q1毛利率17.43% (-0.67pcts)。

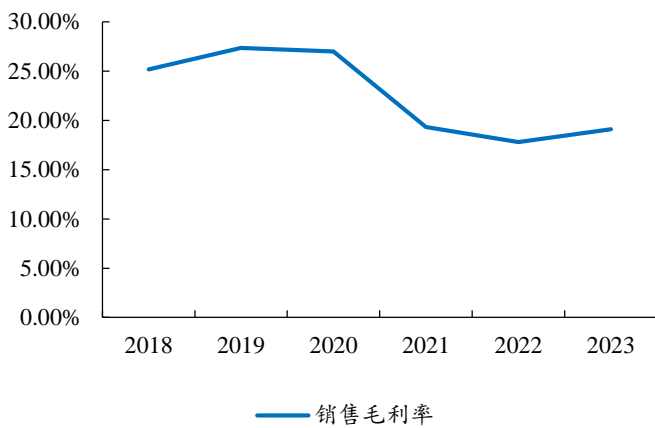
**毛利率分板块看**，2023年公司家电板块/汽车板块毛利率分别为19.26%/10.28%，同比分别+2.5/+8.73pcts。

**毛利率分产品看**，2023年公司吸尘器业务/多元化小家电业务/EPS电机毛利率分别为17.10%/23.00%/10.28%，同比分别+0.89/+5.11/+8.73pcts。

**毛利率分地区看**，2023年公司内销/外销毛利率分别为16.94%/18.98%，同比分

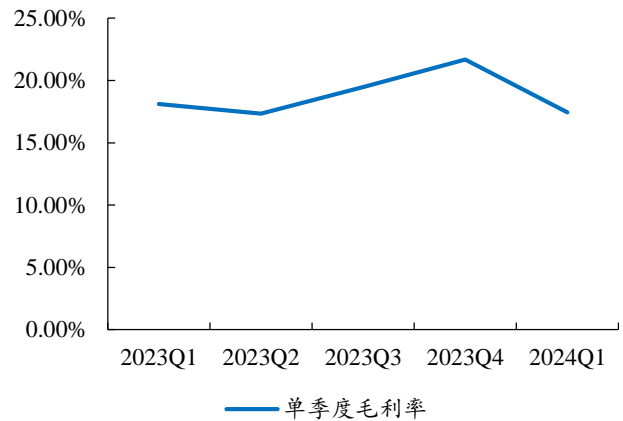
别+29.17/+2.79pcts。

**图9：2023 年公司毛利率 19.11% (+1.33pcts)**



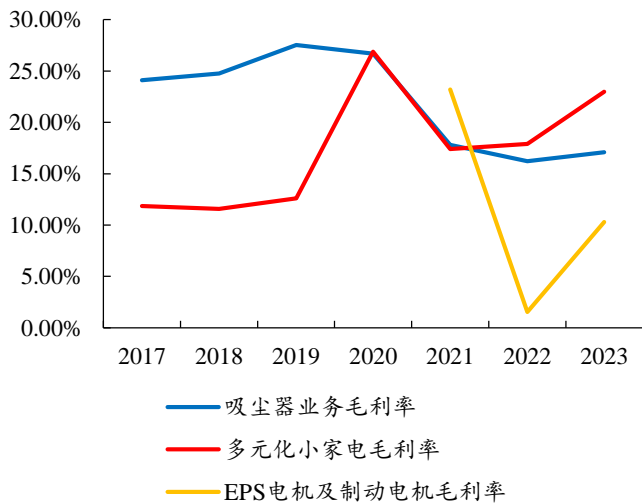
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：2024Q1 毛利率 17.43% (-0.67pcts)**



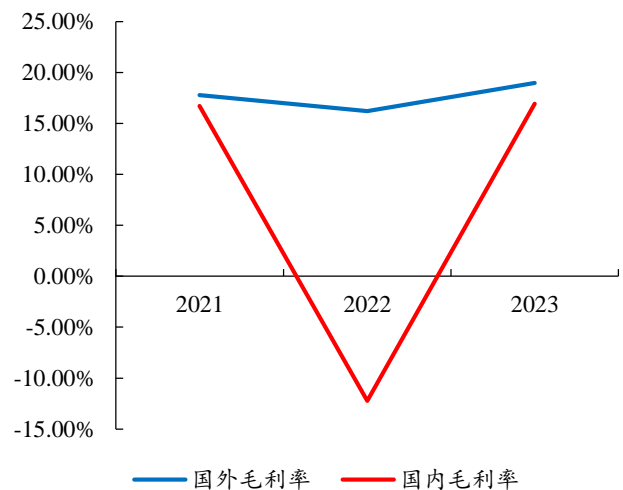
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11：2023 年公司吸尘器业务/多元化小家电业务/EPS 电机毛利率分别为 17.10%/23.00%/10.28%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

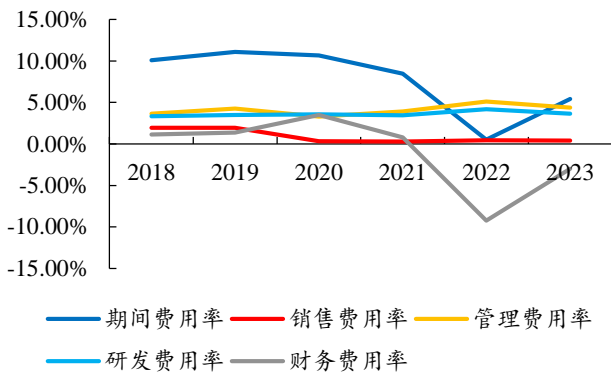
**图12：2023 年公司内销/外销毛利率分别为 16.94%/18.98%，同比分别+29.17/+2.79pcts**



数据来源：Wind、开源证券研究所

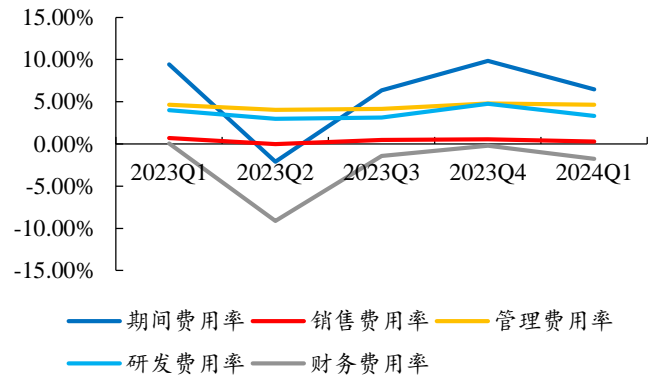
**费用端**，2023 年公司期间费用率 5.42% (+4.9pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.05/-0.73/-0.56/+6.23pcts。2023Q4 公司期间费用率 9.86% (+2.30pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 0.15/-0.52/-0.28/+3.26pcts。2024Q1 公司期间费用率 6.47% (-2.95pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.41/-0.03/-0.67/-1.85pcts。

图13: 2023 年公司期间费用率 5.42% (+4.9pcts)



数据来源: Wind、开源证券研究所

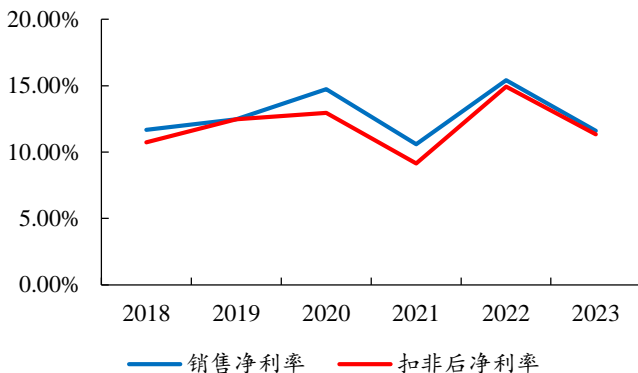
图14: 2024Q1 公司期间费用率 6.47% (-2.95pcts)



数据来源: Wind、开源证券研究所

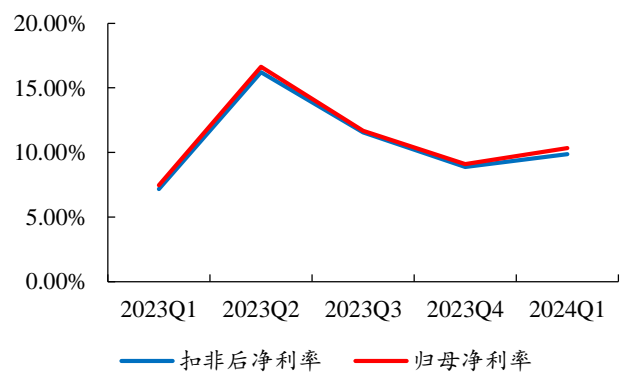
综合影响下,2023 年公司归母净利率 11.61%(-3.80pcts),扣非归母净利率 11.34%(-3.57pcts)。2023Q4 公司归母净利率 9.09% (+0.27pcts),扣非归母净利率 8.87%(-0.90pcts)。2024Q1 公司归母净利率 10.34% (+2.87pcts),扣非归母净利率 9.86% (+2.70pcts)。

图15: 2023 年公司归母净利率 11.61% (-3.80pcts), 扣非归母净利率 11.34% (-3.57pcts)



数据来源: Wind、开源证券研究所

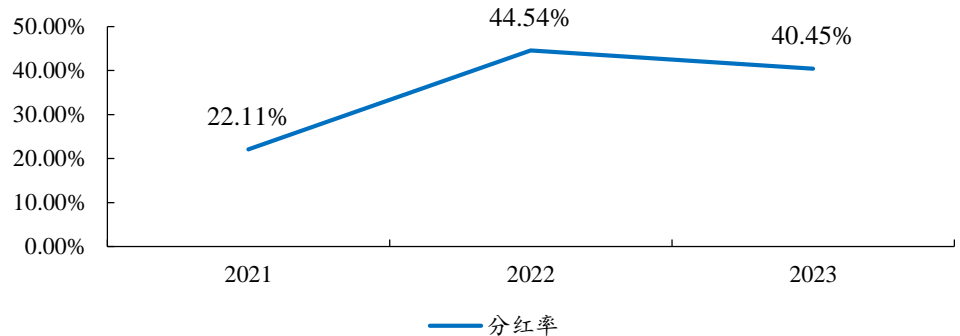
图16: 2024Q1 公司归母净利率 10.34% (+2.87pcts), 扣非归母净利率 9.86% (+2.70pcts)



数据来源: Wind、开源证券研究所

分红方面,2023 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.5 元(含税),合计拟派发现金红利 1.3 亿元,分红率达 40.45%。

图17: 2023 年公司分红率达 40.45%



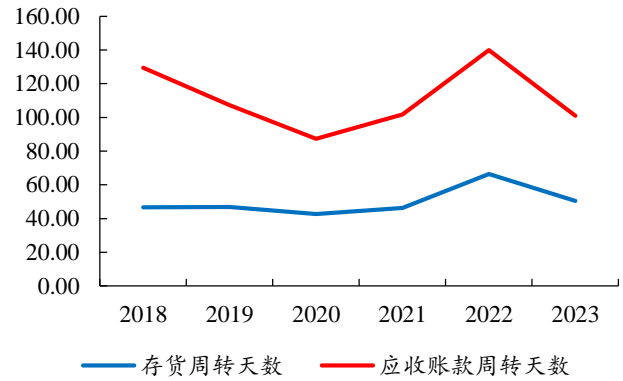
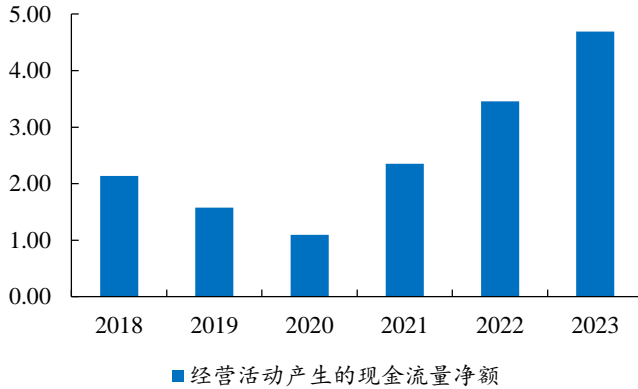
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、营运能力：现金流充沛，周转能力优化

2023 年公司经营现金流净额 4.69 亿元 (+35.66%)。2023 年公司存货/应收账款周转天数分别为 50.52/100.96 天，分别同比-15.86/-39.02 天。

图18：2023 年公司经营现金流净额 4.69 亿元(+35.66%)

图19：2023 年公司存货/应收账款周转天数分别同比-15.86/-39.02 天



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 4、盈利预测与投资建议

2024Q1 业绩超预期，家电基本盘拓客户、拓品类，汽车 EPS 电机持续斩获高质量定点，人形机器人电机打开成长空间，我们略微上调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 4.1/5.4/6.7 亿元(2024-2025 年原值为 4.1/5.4 亿元)，对应 EPS 为 1.10/1.44/1.81 元，当前股价对应 PE 为 18.2/13.8/11.0 倍，维持“买入”评级。

### 5、风险提示

海外需求不及预期、原材料成本上行、新业务拓展不及预期。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2918	2984	4104	4487	6257
现金	1763	1134	1556	1997	2494
应收票据及应收账款	662	910	1591	1381	2475
其他应收款	23	38	46	62	72
预付账款	26	21	44	39	64
存货	254	376	480	606	735
其他流动资产	190	505	387	401	416
<b>非流动资产</b>	863	1289	1414	1536	1678
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	340	806	925	1035	1159
无形资产	142	139	153	171	188
其他非流动资产	381	345	336	330	332
<b>资产总计</b>	3782	4273	5518	6023	7935
<b>流动负债</b>	1159	1430	2258	2333	3682
短期借款	350	0	343	341	745
应付票据及应付账款	649	1111	1656	1593	2572
其他流动负债	160	320	259	399	365
<b>非流动负债</b>	85	111	120	124	125
长期借款	0	0	9	13	14
其他非流动负债	85	111	111	111	111
<b>负债合计</b>	1244	1541	2378	2457	3807
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	266	372	372	372	372
资本公积	1404	1298	1298	1298	1298
留存收益	856	1045	1288	1608	2009
<b>归属母公司股东权益</b>	2537	2732	3140	3566	4128
<b>负债和股东权益</b>	3782	4273	5518	6023	7935

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	346	469	242	711	397
净利润	299	322	408	538	674
折旧摊销	63	86	109	132	156
财务费用	-179	-83	-63	-81	-95
投资损失	-8	-1	-12	-12	-8
营运资金变动	111	65	-191	146	-314
其他经营现金流	60	81	-8	-12	-16
<b>投资活动现金流</b>	-392	-638	-221	-242	-290
资本支出	365	337	234	254	298
长期投资	-29	-297	0	0	0
其他投资现金流	2	-5	13	12	9
<b>筹资活动现金流</b>	154	-507	232	-113	29
短期借款	287	-350	343	-3	404
长期借款	-30	0	9	4	1
普通股增加	76	106	0	0	0
资本公积增加	-76	-106	0	0	0
其他筹资现金流	-103	-157	-120	-114	-376
<b>现金净增加额</b>	208	-653	253	356	137

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1938	2775	3807	4887	6104
营业成本	1593	2245	3050	3871	4780
营业税金及附加	14	14	23	32	43
营业费用	9	11	16	20	24
管理费用	99	122	164	195	241
研发费用	81	101	169	248	350
财务费用	-179	-83	-63	-81	-95
资产减值损失	-5	-3	-7	-8	-11
其他收益	6	9	7	8	8
公允价值变动收益	1	-0	0	0	0
投资净收益	8	1	12	12	8
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	328	364	454	602	751
营业外收入	2	1	2	1	1
营业外支出	7	2	4	3	4
<b>利润总额</b>	324	363	451	600	749
所得税	25	41	43	62	75
<b>净利润</b>	299	322	408	538	674
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	299	322	408	538	674
EBITDA	355	414	531	700	871
EPS(元)	0.80	0.87	1.10	1.44	1.81

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-31.8	43.2	37.2	28.4	24.9
营业利润(%)	-0.7	11.0	24.6	32.7	24.8
归属于母公司净利润(%)	-0.7	7.9	26.6	31.8	25.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.8	19.1	19.9	20.8	21.7
净利率(%)	15.4	11.6	10.7	11.0	11.0
ROE(%)	11.8	11.8	13.0	15.1	16.3
ROIC(%)	28.4	23.8	24.6	33.2	32.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	32.9	36.1	43.1	40.8	48.0
净负债比率(%)	-54.7	-40.3	-37.8	-45.5	-41.5
流动比率	2.5	2.1	1.8	1.9	1.7
速动比率	2.2	1.7	1.6	1.6	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	2.6	3.6	3.1	3.3	3.2
应付账款周转率	3.8	4.3	4.0	4.2	4.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.80	0.87	1.10	1.44	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.93	1.26	0.65	1.91	1.07
每股净资产(最新摊薄)	6.81	7.34	8.43	9.58	11.09
<b>估值比率</b>					
P/E	24.9	23.1	18.2	13.8	11.0
P/B	2.9	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	16.6	14.5	11.2	7.8	6.2

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

### 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9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