

## 亿田智能 (300911.SZ) 2024Q1 经营承压明显，全年新业务有望贡献增量

2024 年 05 月 05 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

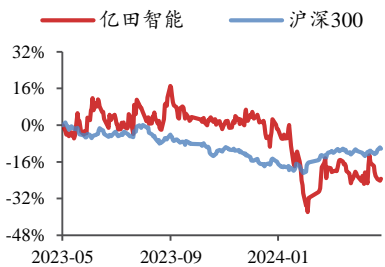
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790123070038

日期	2024/4/30
当前股价(元)	28.08
一年最高最低(元)	43.30/21.63
总市值(亿元)	29.98
流通市值(亿元)	27.98
总股本(亿股)	1.07
流通股本(亿股)	1.00
近 3 个月换手率(%)	169.97

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

- 《新房需求承压导致 Q3 收入低于预期，看好产能扩充支撑市场份额抢夺——公司信息更新报告》-2023.11.3
- 《Q2 营收恢复增长，毛利率提升显著——公司信息更新报告》-2023.8.30

### ● 2024Q1 经营承压明显，考虑到新业务有望贡献增量，维持“买入”评级

2023 年营收 12.27 亿元 (-3.80%，同比，下同)，归母净利润 1.79 亿元 (-14.64%)，扣非净利润 1.65 亿元 (-6.00%)。2024Q1 营收 1.27 亿元 (-44.49%)，归母净利润 0.05 亿元 (-88.88%)，扣非归母净利润-0.01 亿元 (-102.58%)，主系春节因素开工时间较短。考虑到集成灶行业需求低迷，2024Q1 经营承压，我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.0/2.2/2.3 亿元（2024-2025 年原值为 2.4/2.6 亿元），对应 EPS 为 1.9/2.0/2.2 元，当前股价对应 PE 为 15.0/14.0/13.0 倍，考虑公司持续营销渠道变革，新业务有望贡献增量，维持“买入”评级。

### ● 直销收入增长较快，建商换商后经销商数量创新高，渠道持续拓展

营收分产品看，2023 年公司集成灶/其他产品营收分别实现 10.95/1.32 亿元，分别同比-5.76%/+16.29%，营收占比分别为 89.26%/10.74%。分销售模式看，2023 年公司经销/直销分别实现收入 9.82/2.46 亿元，分别同比-9.42%/+28.06%，营收占比分别为 80%/20%。线上渠道，2023 年公司京东/天猫总成交额分别为 5.5/3.6 亿元，同比分别+6.57%/+17.67%；合计成交额 9.0 亿元 (+10.68%)。渠道拓展上，截至 2023 年末，公司拥有经销商逾 1,500 家，覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市）。

### ● 费用投放加大，净利率下降

2023 年公司毛利率 48.66% (+2.04pcts)，2024Q1 毛利率 44.64% (-0.78pcts)。毛利率分产品，2023 年公司集成灶/其他产品毛利率分别为 49.93%/38.13%，同比分别+1.54/+9.64pcts。毛利率分销售模式看，2023 年经销/直销毛利率分别为 46.71%/56.49%，同比分别+1.08/+4.24pcts。费用端，2023 年公司期间费用率 33.33% (+4.14pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.16/+2.43/+0.50/+0.05pcts。2024Q1 公司期间费用率 45.21% (+16.28 pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+9.94/+4.19/+1.75/+0.40pcts。综合影响下 2023 年公司归母净利率 14.59% (-1.85pcts)，扣非归母净利率 13.41% (-0.31pcts)；2024Q1 归母净利率 3.57% (-14.25 pcts)，扣非净利率-0.78% (-17.51 pcts)。

● **风险提示：**需求下滑风险；原材料价格风险；新品销售和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)	1,276	1,227	1,232	1,278	1,344
YOY(%)	3.7	-3.8	0.4	3.7	5.2
归母净利润(百万元)	210	179	199	215	231
YOY(%)	0.1	-14.6	11.4	7.7	7.7
毛利率(%)	46.6	48.7	46.8	46.8	47.0
净利率(%)	16.4	14.6	16.2	16.8	17.2
ROE(%)	15.6	11.7	11.5	11.7	11.8
EPS(摊薄/元)	1.96	1.68	1.87	2.01	2.17
P/E(倍)	14.3	16.7	15.0	14.0	13.0
P/B(倍)	2.2	2.0	1.8	1.7	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2023Q4 业绩略有恢复，2024Q1 业绩承压	3
1.1、 业绩端：营收、利润承压，线上渠道增长稳健	3
1.2、 盈利能力：2023 年直销毛利率提升明显，费用投放扩大	4
1.3、 营运能力：现金流略有减少，应收账款周转天数增加	6
2、 分红：上市以来积极分红，2023 年分红率接近 60%	7
3、 集成灶行业继续承压，公司线上市占率提升	7
4、 发行可转债扩产，布局水洗类产品	8
5、 成立算力租赁子公司，2024 年有望贡献收入增量	9
6、 盈利预测与投资建议	9
7、 风险提示	9
附：财务预测摘要	10

## 图表目录

图 1： 2023 年公司实现营收 12.27 亿元（-3.80%）	3
图 2： 2023 年实现归母净利润 1.79 亿元（-14.64%）	3
图 3： 2023Q4 实现营收 2.83 亿元（-9.56%），2024Q1 营收 1.27 亿元（-44.49%）	3
图 4： 2023Q4 实现归母净利润 0.04 亿元（-91.87%），2024Q1 归母净利润 0.05 亿元（-88.88%）	3
图 5： 2023 年公司集成灶/其他业务分别实现 10.95/1.32 亿元，分别同比-5.76%/+16.29%	4
图 6： 2023 年公司集成灶/其他业务营收占比分别为 89.26%/10.74%	4
图 7： 2023 年公司经销/直销分别实现收入 9.82/2.46 亿元，分别同比-9.42%/+28.06%	4
图 8： 2023 年公司经销/直销营收占比分别为 80%/20%	4
图 9： 2023 年公司毛利率 48.66%（+2.04pcts）	5
图 10： 2023Q4 毛利率 45.35%（+0.11pcts），2024Q1 毛利率 44.64%（-0.78pcts）	5
图 11： 2023 年公司集成灶/其他产品毛利率分别为 49.93%/38.13%，同比分别+1.54/+9.64pcts	5
图 12： 2023 年经销/直销毛利率分别为 46.71%/56.49%，同比分别+1.08/+4.24pcts	5
图 13： 2023 年公司期间费用率 33.33%（+4.14pcts），销售/管理/研发/财务费用率同比+1.2/+2.4/+0.5/+0.05pcts	6
图 14： 2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+9.94 /+4.19 /+1.75 /+0.40pcts	6
图 15： 2023 年公司归母净利率 14.59%（-1.85pcts），扣非归母净利率 13.41%（-0.31pcts）	6
图 16： 2024Q1 归母净利率 3.57%（-14.25 pcts），扣非净利率-0.78%（-17.51 pcts）	6
图 17： 2023 年公司经营活动现金流净额 1.52 亿元（-7.4%）	7
图 18： 2023 年存货周转天数/应收账款周转天数分别为 53.15/24.51 天，分别同比-0.66/+6.83 天	7
图 19： 上市以来积极分红，2023 年分红率接近 60%	7
图 20： 2023 年集成灶市场累计零售额为 249 亿元，同比下滑 4.0%；累计零售量为 278 万台，同比下滑 4.2%	8
图 21： 2023 年集成灶均价 8957 元（+0.3%），均价提升放缓	8
图 22： 2023 年线下亿田销额/销量市占率分别为 11.8%/11.8%，分别同比+4.3/+5.1pcts	8
图 23： 2023 年线上亿田销额/销量市占率分别为 15.6%/11.3%，分别同比+1.9/+0.6pcts	8

## 1、2023Q4 业绩略有恢复，2024Q1 业绩承压

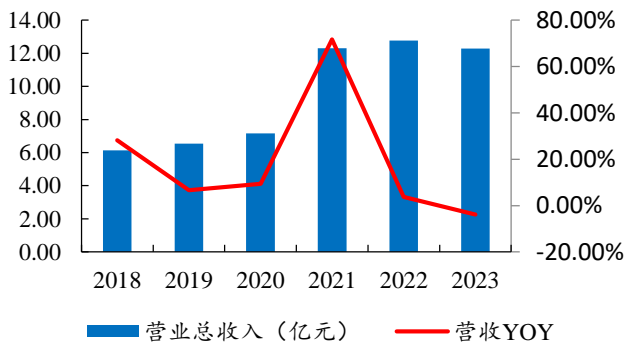
### 1.1、业绩端：营收、利润承压，线上渠道增长稳健

2023 年公司实现营收 12.27 亿元 (-3.80%)，归母净利润 1.79 亿元 (-14.64%)，扣非净利润 1.65 亿元 (-6.00%)。

2023Q4 公司实现营收 2.83 亿元 (-9.56%)，归母净利润 0.04 亿元 (-91.87%)，扣非归母净利润 0.10 亿元 (-65.22%)。

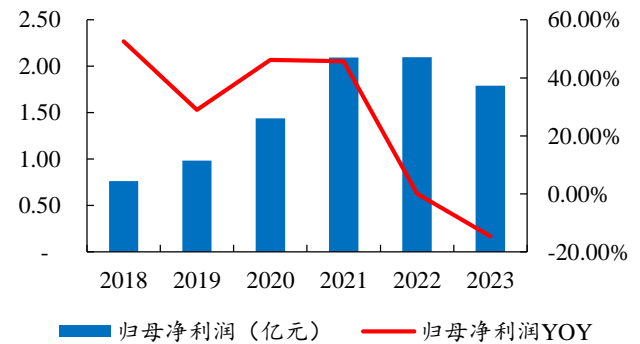
2024Q1 公司实现营收 1.27 亿元 (-44.49%)，营收下降主系开工时间较短；归母净利润 0.05 亿元 (-88.88%)，扣非归母净利润-0.01 亿元 (-102.58%)，扣非归母增速小于归母增速主要系政府补助较多所致。

图1：2023 年公司实现营收 12.27 亿元 (-3.80%)



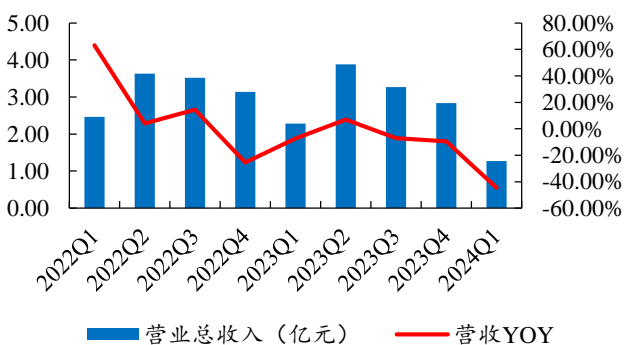
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023 年实现归母净利润 1.79 亿元 (-14.64%)



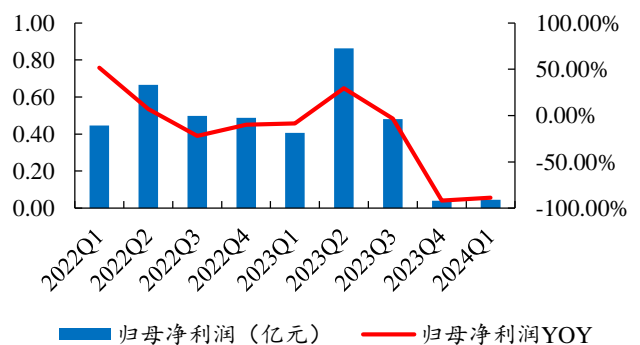
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q4 实现营收 2.83 亿元 (-9.56%)，2024Q1 营收 1.27 亿元 (-44.49%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

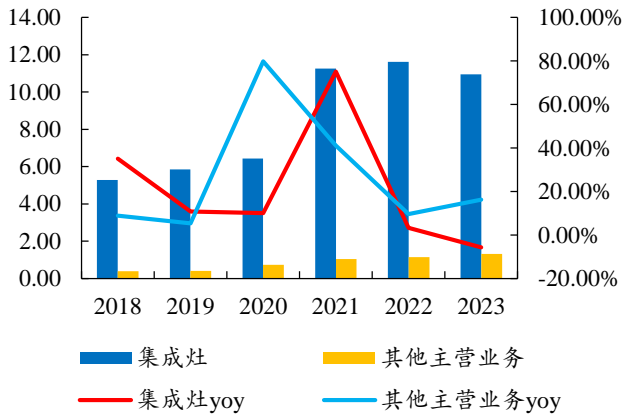
图4：2023Q4 实现归母净利润 0.04 亿元 (-91.87%)，2024Q1 归母净利润 0.05 亿元 (-88.88%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

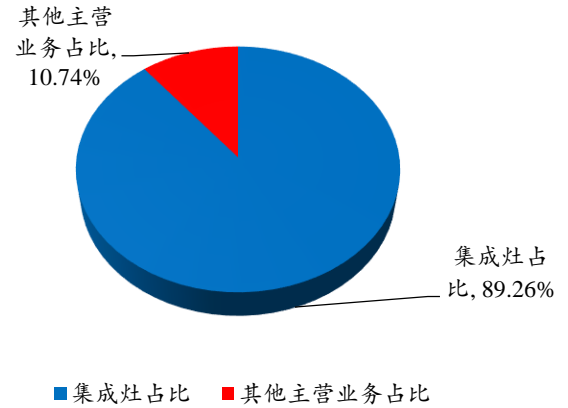
营收分产品看，2023 年公司集成灶/其他产品营收分别实现 10.95/1.32 亿元，分别同比-5.76%/+16.29%，营收占比分别为 89.26%/10.74%。

图5：2023 年公司集成灶/其他业务分别实现 10.95/1.32 亿元，分别同比-5.76%/+16.29%



数据来源：Wind、开源证券研究所

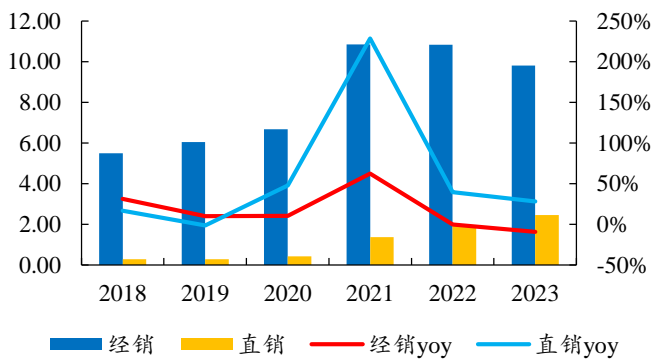
图6：2023 年公司集成灶/其他业务营收占比分别为 89.26%/10.74%



数据来源：Wind、开源证券研究所

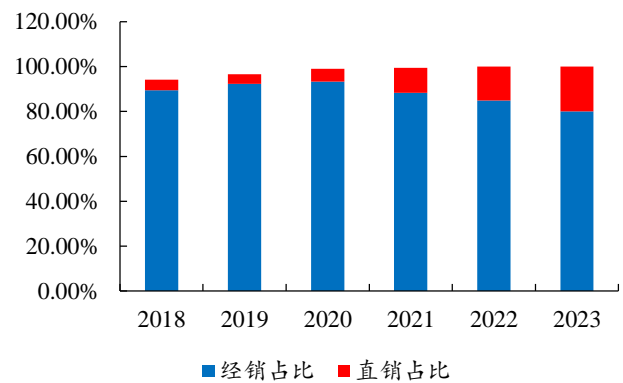
分销售模式看，2023 年公司经销/直销分别实现收入 9.82/2.46 亿元，分别同比-9.42%/+28.06%，营收占比分别为 80%/20%。线上渠道，2023 年公司京东/天猫总成交额分别为 5.5/3.6 亿元，同比分别+6.57%/+17.67%；合计成交额 9.0 亿元(+10.68%)。

图7：2023 年公司经销/直销分别实现收入 9.82/2.46 亿元，分别同比-9.42%/+28.06%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023 年公司经销/直销营收占比分别为 80%/20%

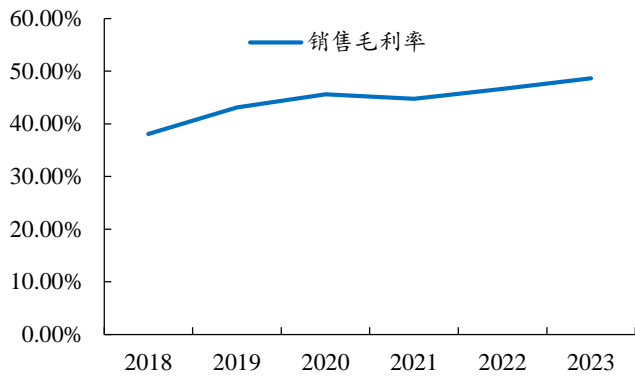


数据来源：Wind、开源证券研究所

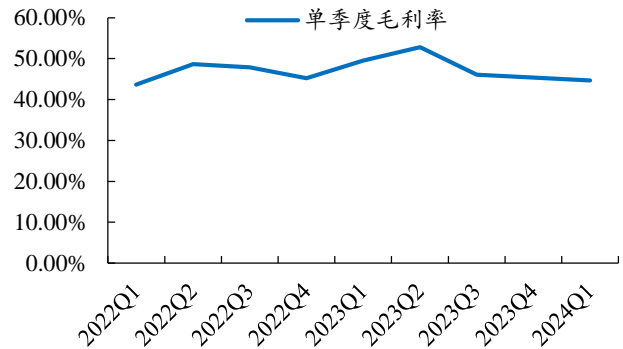
**精细运作各销售渠道，提升渠道效率，推动营销组织变革。**（1）打造信息化客户管理系统，全方位强化销售能力；（2）深耕经销渠道，扶弱育优，建商换商，快速拓展空白地区，截至 2023 年末末，公司拥有经销商逾 1,500 家，覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市）；（3）发力电商渠道，以专业团队精细化运营多元线上渠道体系，平台电商、内容电商、社交电商齐头并进；（4）拓宽家装、KA 渠道，择优开拓工程渠道，签约家装龙头企业与优质地产商开展战略合作；（5）积极开展新零售业务，跟进下沉市场，增设服务网点，入驻京东家电、天猫优品、五星万镇通、国美新零售等下沉渠道网点，扩大市场覆盖面，多措并举积极开发各细分和新兴市场。

## 1.2、盈利能力：2023 年直销毛利率提升明显，费用投放扩大

2023 年公司毛利率 48.66%(+2.04pcts)，2023Q4 公司毛利率 45.35%(+0.11pcts)，2024Q1 毛利率 44.64% (-0.78pcts)。

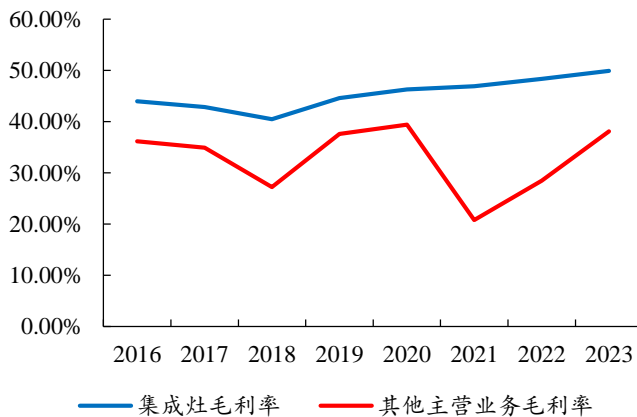
**图9：2023 年公司毛利率 48.66% (+2.04pcts)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

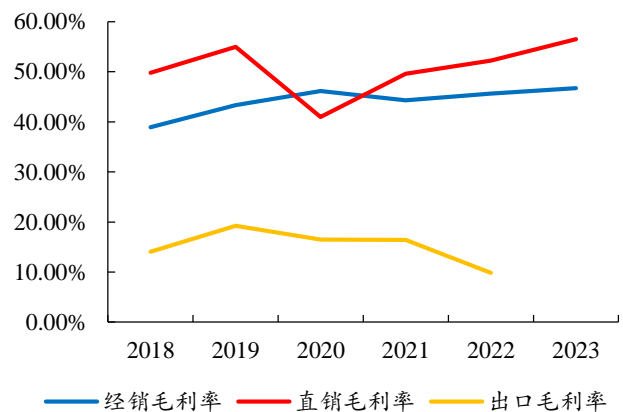
**图10：2023Q4 毛利率 45.35% (+0.11pcts)，2024Q1 毛利率 44.64% (-0.78pcts)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**毛利率分产品**，2023 年公司集成灶/其他产品毛利率分别为 49.93%/38.13%，同比分别+1.54/+9.64pcts。毛利率分销售模式看，2023 年经销/直销毛利率分别为 46.71%/56.49%，同比分别+1.08/+4.24pcts。

**图11：2023 年公司集成灶/其他产品毛利率分别为 49.93%/38.13%，同比分别+1.54/+9.64pcts**


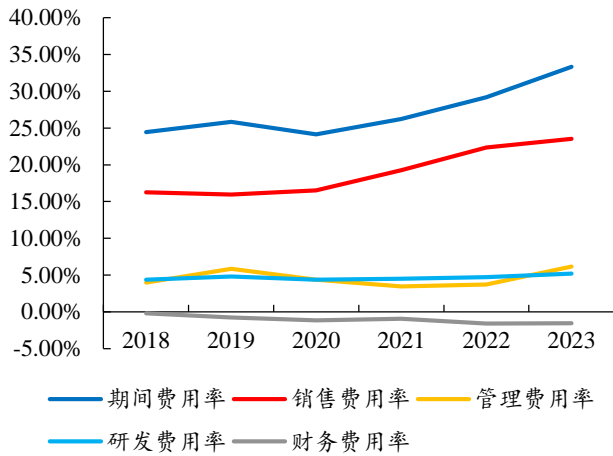
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图12：2023 年经销/直销毛利率分别为 46.71%/56.49%，同比分别+1.08/+4.24pcts**


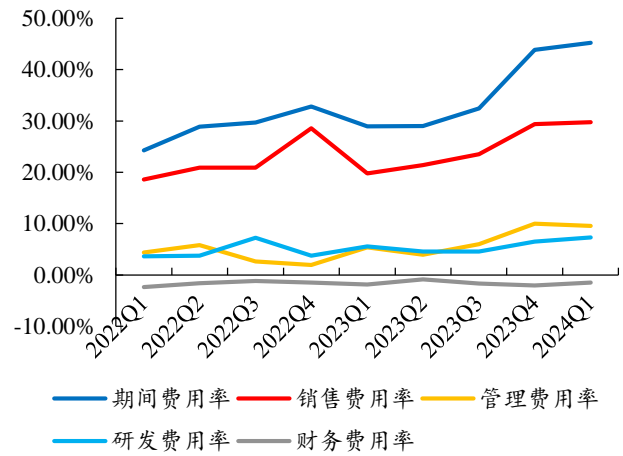
数据来源：Wind、开源证券研究所

**费用端**，2023 年公司期间费用率 33.33% (+4.14pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.52%/6.15%/5.21%/-1.54%，同比分别+1.16/+2.43/+0.50/+0.05pcts，管理费用率的增长主要系募投项目转固后折旧费用增加所致。

2023Q4 公司期间费用率 43.83% (+10.99pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.79/+8.04/+2.74/-0.59pcts。2024Q1 公司期间费用率 45.21% (+16.28 pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+9.94/+4.19/+1.75/+0.40pcts。管理费用率提升主系募投项目转固后，尚未投入生产，折旧费用计入管理费用当中，导致管理费用上升。后续随着项目投入生产使用，折旧费用会被计入生产成本当中，对管理费用不会产生影

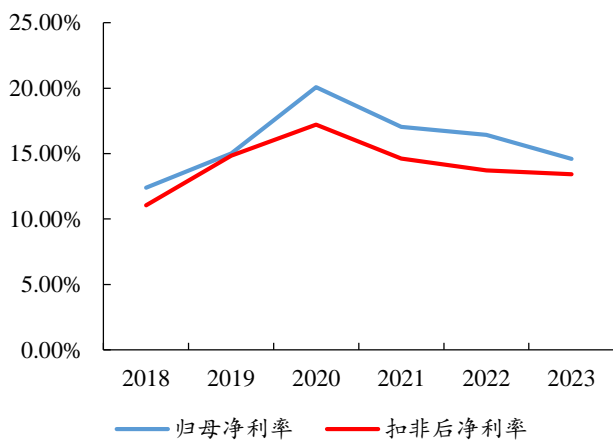
**图13: 2023 年公司期间费用率 33.33% (+4.14pcts), 销售/管理/研发/财务费用率同比+1.2/+2.4/+0.5/+0.05pcts**


数据来源: Wind、开源证券研究所

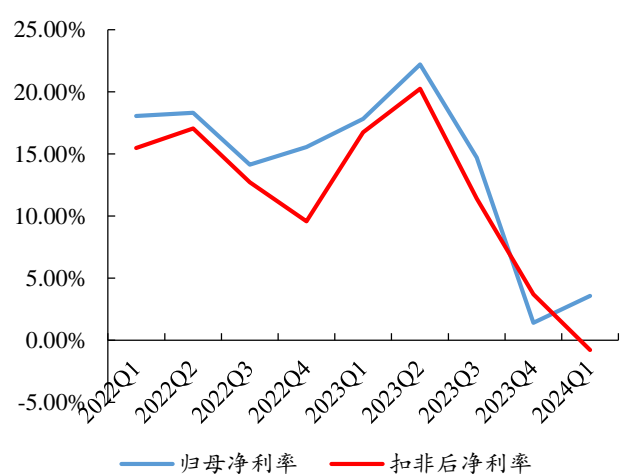
**图14: 2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+9.94/+4.19/+1.75/+0.40pcts**


数据来源: Wind、开源证券研究所

综合影响下,2023 年公司归母净利润率 14.59%(-1.85pcts),扣非归母净利润率 13.41%(-0.31pcts);2023Q4 归母净利润率 1.40%(-14.16pcts),扣非净利率 3.69%(-5.90pcts);2024Q1 归母净利润率 3.57%(-14.25 pcts),扣非净利率-0.78%(-17.51 pcts)。

**图15: 2023 年公司归母净利润率 14.59% (-1.85pcts), 扣非归母净利润率 13.41% (-0.31pcts)**


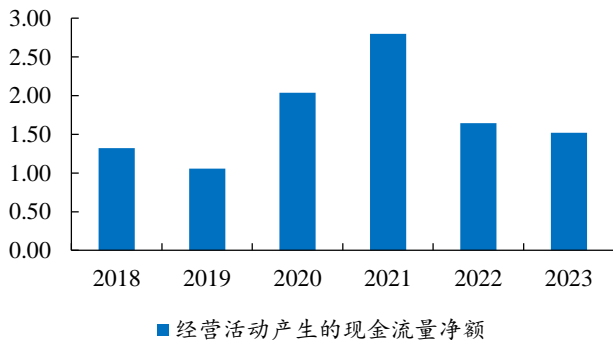
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图16: 2024Q1 归母净利润率 3.57% (-14.25 pcts), 扣非净利率-0.78% (-17.51 pcts)**


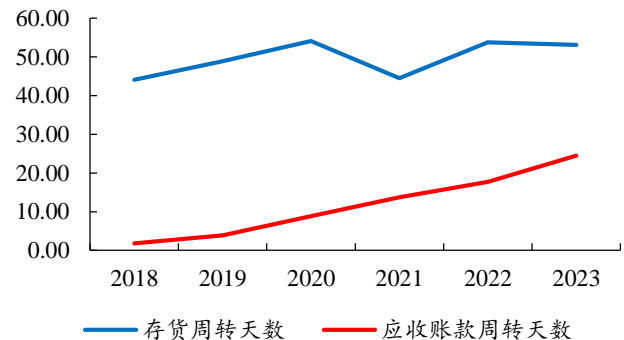
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3、营运能力: 现金流略有减少, 应收账款周转天数增加

2023 年公司经营活动现金流净额 1.52 亿元(-7.4%),主要系销售回款减少所致。存货周转天数/应收账款周转天数分别为 53.15/24.51 天,分别同比-0.66/+6.83 天。

**图17: 2023 年公司经营活动现金流净额 1.52 亿元 (-7.4%)**


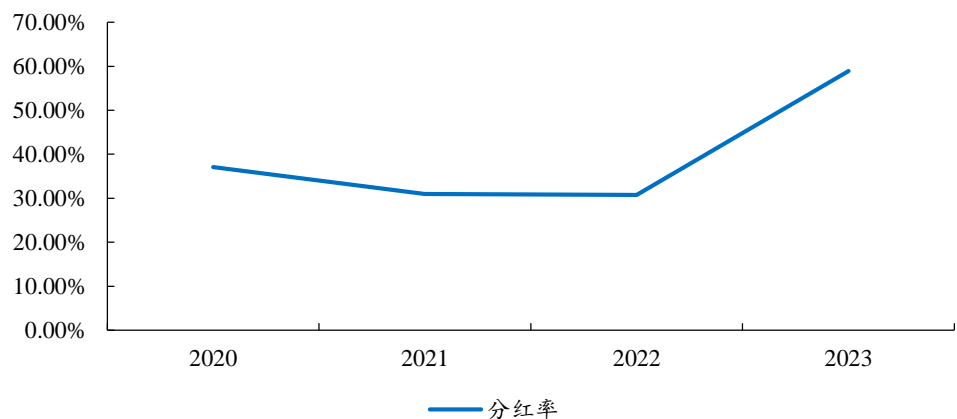
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图18: 2023 年存货周转天数/应收账款周转天数分别为 53.15/24.51 天, 分别同比-0.66/+6.83 天**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、分红: 上市以来积极分红, 2023 年分红率接近 60%

上市以来积极分红, 回报投资者。2023 年公司现金分红 1.05 亿元, 占本年度归母净利润的 58.93%。

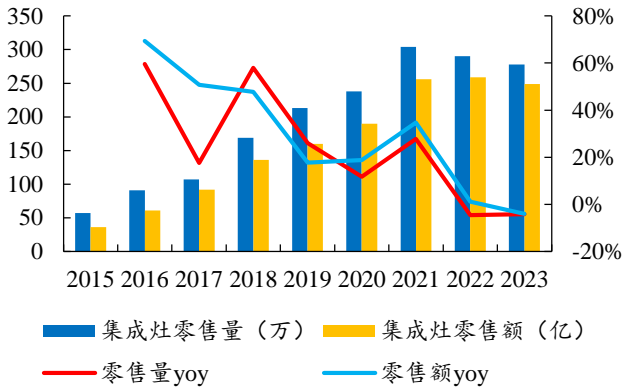
**图19: 上市以来积极分红, 2023 年分红率接近 60%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 3、集成灶行业继续承压, 公司线上市占率提升

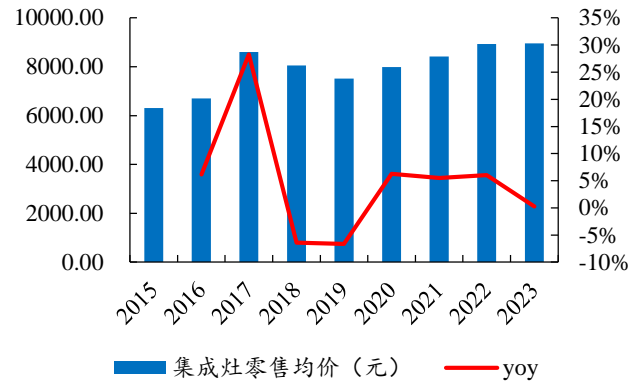
奥维云网 (AVC) 推总数据显示, 2023 年集成灶市场累计零售额为 249 亿元, 同比下滑 4.0%; 累计零售量为 278 万台, 同比下滑 4.2%, 量额齐跌; 均价 8957 元 (+0.3%)。2024Q1 集成灶线上渠道销额同比下滑 35.21%, 销量同比下滑 31.39%; 线下 KA 渠道销量同比增加 13.35%, 销额同比增加 15.19%。2024 年集成灶行业仍处于阵痛期, 增速回落、结构回调、红利消退。

**图20: 2023年集成灶市场累计零售额为249亿元, 同比下滑4.0%; 累计零售量为278万台, 同比下滑4.2%**



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

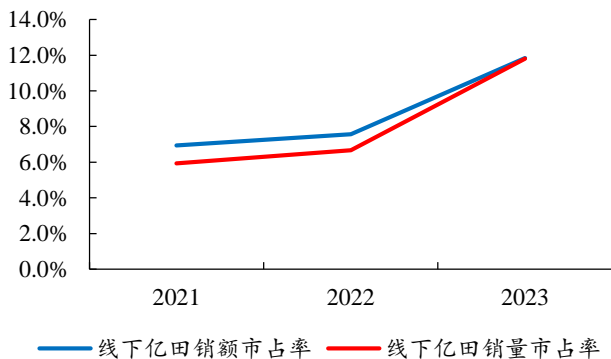
**图21: 2023年集成灶均价8957元(+0.3%), 均价提升放缓**



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

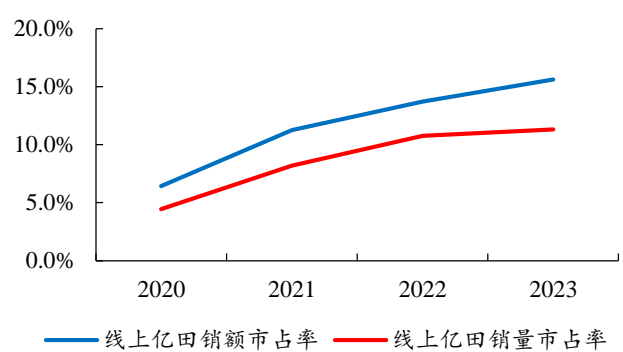
**2023年公司线上市占率提升明显。**2023年线下亿田销额/销量市占分别为11.8%/11.8%，分别同比+4.3/+5.1pcts；线上亿田销额/销量市占分别为15.6%/11.3%，分别同比+1.9/+0.6pcts。2024Q1线下亿田销额/销量市占分别为18.48%/15.8%；线上亿田销额/销量市占分别为27.11%/16.3%。

**图22: 2023年线下亿田销额/销量市占率分别为11.8%/11.8%，分别同比+4.3/+5.1pcts**



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

**图23: 2023年线上亿田销额/销量市占率分别为15.6%/11.3%，分别同比+1.9/+0.6pcts**



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

#### 4、发行可转债扩产，布局水洗类产品

**发行可转债扩产有望拓展水洗类产品第二曲线。**2023年12月公司发行5.2亿元可转债用于环保集成灶产业园（二期）项目以及品牌推广与建设项目。环保集成灶产业园（二期）项目建成后将新增7万套/年集成灶产能、4万套/年集成水槽产能和2万套/年集成洗碗机产能，进一步扩大公司既有业务的生产规模。环保集成灶产业园（二期）项目达产后预计可实现年销售收入58,400.00万元，年利润总额7,398.00万元，年净利润6,288.00万元。

集成灶行业承压下我们预计新增产能存在消化风险，同时环保集成灶产业园（二期）项目建成后新增资产预计每年将带来折旧摊销费用约2,822.00万元，在营收规模增长不明显的情况下可能会拖累业绩。



## 5、成立算力租赁子公司，2024 年有望贡献收入增量

公司于 2023 年 12 月 26 日成立全资子公司浙江亿算智能科技有限公司，在集成灶主业之外发展新的增量业务。目前公司在该业务的采购及销售端已积累一定的经验，为后续的发展打下良好的基础。截至 2024 年 4 月，公司已有少部分订单，预计新业务 2024 年会贡献增量。

## 6、盈利预测与投资建议

考虑到集成灶行业需求低迷，2024Q1 经营承压，我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.0/2.2/2.3 亿元（2024-2025 年原值为 2.4/2.6 亿元），对应 EPS 为 1.9/2.0/2.2 元，当前股价对应 PE 为 15.0/14.0/13.0 倍，考虑公司持续营销渠道变革，新业务有望贡献增量，维持“买入”评级。

## 7、风险提示

需求下滑风险；原材料价格风险；新品销售和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>	1204	1689	2022	1968	2159
现金	1019	1455	1874	1719	1986
应收票据及应收账款	56	111	2	118	15
其他应收款	1	1	1	1	1
预付账款	21	16	21	17	23
存货	98	88	105	95	115
其他流动资产	9	18	18	18	18
<b>非流动资产</b>	632	687	658	637	622
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	338	545	513	493	477
无形资产	70	71	69	67	65
其他非流动资产	224	70	75	78	80
<b>资产总计</b>	1836	2375	2680	2604	2781
<b>流动负债</b>	446	364	560	467	609
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	316	261	349	275	394
其他流动负债	131	103	211	192	215
<b>非流动负债</b>	46	480	388	298	208
长期借款	0	436	345	254	164
其他非流动负债	46	44	44	44	44
<b>负债合计</b>	493	843	948	765	817
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	107	107	107	107	107
资本公积	677	670	670	670	670
留存收益	559	673	753	839	932
<b>归属母公司股东权益</b>	1344	1532	1731	1840	1964
<b>负债和股东权益</b>	1836	2375	2680	2604	2781

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	164	152	389	9	432
净利润	210	179	199	215	231
折旧摊销	27	42	45	46	45
财务费用	-20	-19	-36	-45	-49
投资损失	-16	-13	-14	-13	-14
营运资金变动	-70	-67	203	-185	228
其他经营现金流	34	30	-8	-9	-10
<b>投资活动现金流</b>	-32	-131	-2	-12	-17
资本支出	328	144	15	25	30
长期投资	280	0	0	0	0
其他投资现金流	16	13	14	13	13
<b>筹资活动现金流</b>	-87	429	31	-152	-148
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	436	-91	-91	-90
普通股增加	-1	-1	0	0	0
资本公积增加	-16	-7	0	0	0
其他筹资现金流	-70	1	122	-62	-58
<b>现金净增加额</b>	46	450	419	-155	267

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1276	1227	1232	1278	1344
营业成本	681	630	656	679	712
营业税金及附加	9	14	12	9	9
营业费用	285	289	290	301	317
管理费用	48	76	52	51	52
研发费用	60	64	58	60	64
财务费用	-20	-19	-36	-45	-49
资产减值损失	0	-0	0	-0	-0
其他收益	22	19	17	16	19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	16	13	14	13	14
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	233	203	225	242	261
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	2	1	2	2	2
<b>利润总额</b>	232	202	224	242	260
所得税	23	23	24	27	29
<b>净利润</b>	210	179	199	215	231
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	210	179	199	215	231
EBITDA	229	229	231	244	257
EPS(元)	1.96	1.68	1.87	2.01	2.17

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	3.7	-3.8	0.4	3.7	5.2
营业利润(%)	-2.6	-12.8	10.5	8.0	7.6
归属于母公司净利润(%)	0.1	-14.6	11.4	7.7	7.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	46.6	48.7	46.8	46.8	47.0
净利率(%)	16.4	14.6	16.2	16.8	17.2
ROE(%)	15.6	11.7	11.5	11.7	11.8
ROIC(%)	55.9	29.9	50.4	34.9	69.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	26.8	35.5	35.4	29.4	29.4
净负债比率(%)	-72.6	-63.6	-80.8	-72.5	-86.1
流动比率	2.7	4.6	3.6	4.2	3.5
速动比率	2.4	4.3	3.4	4.0	3.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	20.4	14.7	25.5	21.7	20.6
应付账款周转率	4.0	4.7	4.5	4.4	4.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.96	1.68	1.87	2.01	2.17
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.43	3.65	0.08	4.05
每股净资产(最新摊薄)	12.59	13.71	15.58	16.60	17.76
<b>估值比率</b>					
P/E	14.3	16.7	15.0	14.0	13.0
P/B	2.2	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.8	8.8	6.9	6.8	5.1

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

### 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