

帅丰电器 (605336.SH) 2024Q1 经营承压，看好中高端升级带动盈利提升

2024年05月06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

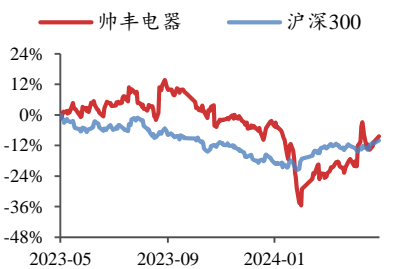
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790123070038

日期	2024/5/6
当前股价(元)	14.38
一年最高最低(元)	18.38/9.52
总市值(亿元)	26.46
流通市值(亿元)	26.37
总股本(亿股)	1.84
流通股本(亿股)	1.83
近3个月换手率(%)	114.61

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《需求下滑叠加渠道调整导致 Q3 收入承压，看好集成灶中心—公司信息更新报告》-2023.11.15

《Q2 业绩增速快于营收，静待需求逐步回暖—公司信息更新报告》-2023.8.30

● 2024Q1 经营承压，看好中高端升级带动盈利提升，维持“买入”评级

2023 年公司实现营收 8.31 亿元 (-12.23%，同比，下同)，归母净利润 1.90 亿元 (-11.51%)，扣非归母净利润 1.69 亿元 (-11.95%)。2024Q1 公司营收实现 1.17 亿元 (-32.96%)，归母净利润 0.22 亿元 (-44.5%)，扣非归母净利润 0.18 亿元 (-47.25%)。房地产下行致使行业需求低迷，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 2.0/2.1/2.2 亿元（2024-2025 年原值为 2.1/2.3 亿元），对应 EPS 为 1.08/1.13/1.19 元，当前股价对应 PE 为 13.3/12.7/12.1 倍，公司渠道变革叠加以旧换新政策利好，维持“买入”评级。

● 蒸烤一体款全国销量领先，电商及线下直销渠道快速增长，推进各渠道建设分产品看，2023 年集成灶/其他厨房用品/木制橱柜营收同比分别-16.40%/+53.52%/+31.60%，营收占比分别为 86.47%/7.61%/4.67%。根据欧睿数据，公司在 2019-2023 连续五年实现蒸烤一体款（含蒸烤同步款）集成灶全国销量领先。分渠道看，2023 年经销商/电商/线下直销及其他营收同比分别-16.8%/+66.2%/+69.8%。渠道全面拓展：(1) 线下专卖店：新增、优化经销商超过 100 家。(2) 线上：调整产品布局、开拓新兴渠道、增加运营投入。(3) 家装：与地方家装合作网点 1200 家以上，新增 3 家总对总家装企业合作。(4) 下沉渠道：上样门店覆盖超 300 家。

● 2023 年盈利能力稳健，Q1 盈利能力下滑，看好中高端升级带动盈利提升

2023 年毛利率 46.86% (+0.76pcts)，2024Q1 毛利率 44.59% (-3.12pcts)。分产品看，2023 年集成灶/其他厨房用品/木制橱柜毛利率分别为 49.4%/24.4%/30.4%，同比分别+1.4/+12.8/+12.1pcts。分销售模式看，2023 年公司经销商/电商/线下直销或其他毛利率分别为 46.05%/51.11%/50.12%，同比分别+0.97/-3.02/+6.31pcts。费用端，2023 年期间费用率 22.04% (+0.32pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.04/-0.17/-0.19/-0.36pcts。2024Q1 期间费用率 25.51% (+3.05pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+4.13/+4.77/+1.02/-6.86pcts。综合影响下 2023 年归母净利率 22.84% (+0.19pcts)，扣非归母净利率 20.29% (+0.07pcts)。2024Q1 归母净利率 18.94% (-3.94pcts)，扣非归母净利率 15.26% (-4.13pcts)。2023 年公司现金分红率达 60.15%。

● 风险提示：需求下滑风险；原材料价格风险；渠道改革不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	946	831	866	908	949
YOY(%)	-3.2	-12.2	4.3	4.7	4.5
归母净利润(百万元)	214	190	199	208	219
YOY(%)	-13.1	-11.5	4.9	4.8	5.1
毛利率(%)	46.1	46.9	47.1	47.3	47.5
净利率(%)	22.6	22.8	23.0	23.0	23.1
ROE(%)	11.2	9.6	9.1	9.0	8.7
EPS(摊薄/元)	1.16	1.03	1.08	1.13	1.19
P/E(倍)	12.3	14.0	13.3	12.7	12.1
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所（表格中净利率指销售净利率）

目 录

1、 2023 年盈利能力稳健，2024Q1 经营承压.....	3
1.1、 业绩端：2023 年电商及线下直销增速亮眼，2024Q1 经营承压.....	3
1.2、 盈利能力：2023 年各类产品毛利率改善，线下直销毛利率提升明显.....	4
1.3、 分红：上市以来积极分红，2023 年分红率超 60%.....	6
2、 集成灶行业继续承压，公司市占率保持提升趋势.....	7
3、 全面推进各渠道建设，总部运营强化，赋能终端销售.....	8
4、 盈利预测与投资建议.....	9
5、 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 8.31 亿元 (-12.23%)	3
图 2： 2023 年实现归母净利润 1.90 亿元 (-11.51%)	3
图 3： 2023Q4 公司实现营收 2.07 亿元 (-12.67%)，2024Q1 公司营收实现 1.17 亿元 (-32.96%)	3
图 4： 2023Q4 实现归母净利润 0.50 亿元 (-19.27%)，2024Q1 公司归母净利润 0.22 亿元 (-44.5%)	3
图 5： 2023 年公司集成灶/其他厨房用品/木制橱柜营收分别实现 7.18/0.63/0.39 亿元，同比分别-16.40%/+53.52%/+31.60%.....	4
图 6： 2023 年公司集成灶/其他厨房用品/木制橱柜营收占比分别为 86.47%/7.61%/4.67%.....	4
图 7： 2023 年公司经销商/电商/线下直销及其他分别实现 7.28/0.70/0.23 亿元，同比分别-16.79%/+66.19%/+69.78%.....	4
图 8： 2023 年公司经销商/电商/线下直销及其他营收占比分别为 87.6%/8.4%/2.8%.....	4
图 9： 2023 年公司毛利率 46.86% (+0.76pcts)	5
图 10： 2023Q4 公司毛利率 44.05% (-2.85pcts)，2024Q1 毛利率 44.59%(-3.12pcts)	5
图 11： 2023 年公司集成灶/其他厨房用品/木制橱柜毛利率同比分别+1.40/+12.82/+12.06pcts.....	5
图 12： 2023 年经销商/电商/线下直销或其他的毛利率同比分别+0.97/-3.02/+6.31pcts	5
图 13： 2023 年期间费用率 22.0% (+0.3pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.0/-0.2/-0.2/-0.4pcts	6
图 14： 2023Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-4.73/+0.28/+1.15/+0.35pcts.....	6
图 15： 2023 年公司销售净利率 22.84% (+0.19pcts)，扣非归母净利率 20.29% (+0.07pcts)	6
图 16： 2023Q4 公司销售净利率 24.34% (-1.99pcts)，扣非归母净利率 22.01% (-1.26pcts)	6
图 17： 上市以来积极分红，2023 年分红率超 60%.....	7
图 18： 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%.....	7
图 19： 2023 年集成灶均价 8957 元 (+0.3%)，均价提升放缓.....	7
图 20： 2023 年线下帅丰销额/销量市占分别为 1.1%/0.8%，分别同比+0.7/+0.4pcts.....	8
图 21： 2023 年线上帅丰销额/销量市占分别为 7.4%/5.0%，分别同比+1.2/+0.4pcts.....	8

1、2023 年盈利能力稳健，2024Q1 经营承压

1.1、业绩端：2023 年电商及线下直销增速亮眼，2024Q1 经营承压

2023 年公司实现营收 8.31 亿元 (-12.23%)，归母净利润 1.90 亿元 (-11.51%)，扣非归母净利润 1.69 亿元 (-11.95%)。2023Q4 公司营收 2.07 亿元 (-12.67%)，归母净利润 0.50 亿元 (-19.27%)，扣非净利润 0.46 亿元 (-17.39%)。2024Q1 公司营收实现 1.17 亿元 (-32.96%)，归母净利润 0.22 亿元 (-44.5%)，扣非归母净利润 0.18 亿元 (-47.25%)。

图1：2023 年公司实现营收 8.31 亿元 (-12.23%)

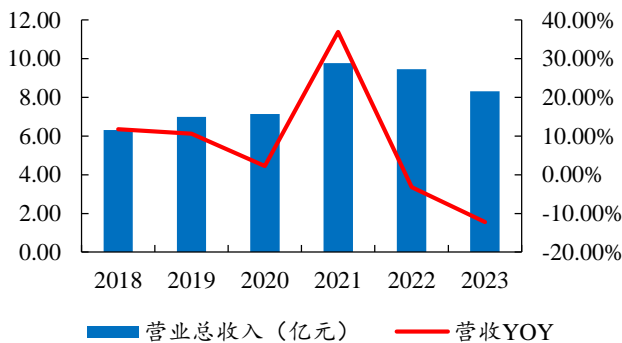
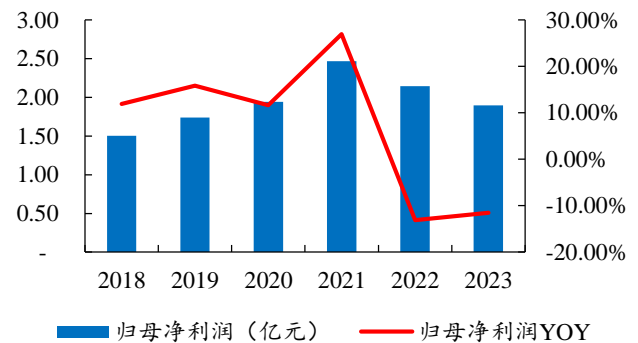


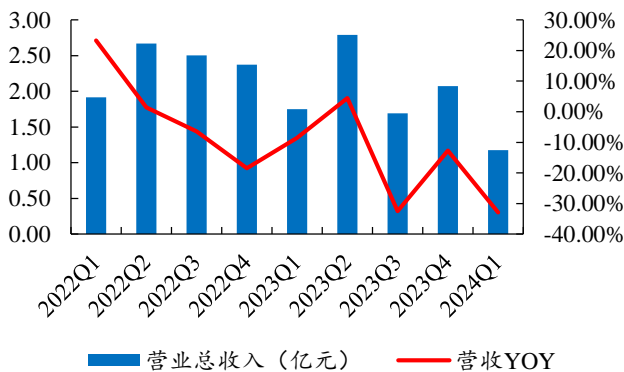
图2：2023 年实现归母净利润 1.90 亿元 (-11.51%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

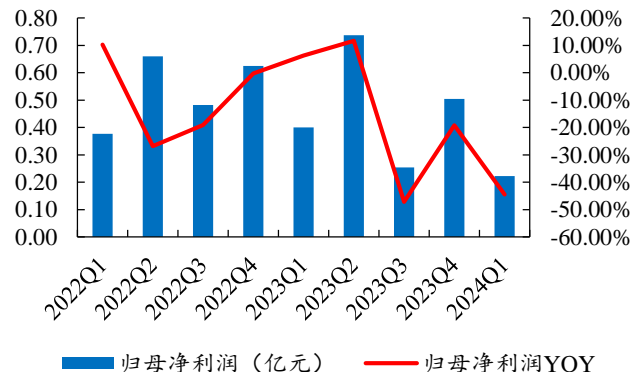
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q4 公司实现营收 2.07 亿元 (-12.67%)，2024Q1 公司营收实现 1.17 亿元 (-32.96%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q4 实现归母净利润 0.50 亿元 (-19.27%)，2024Q1 公司归母净利润 0.22 亿元 (-44.5%)

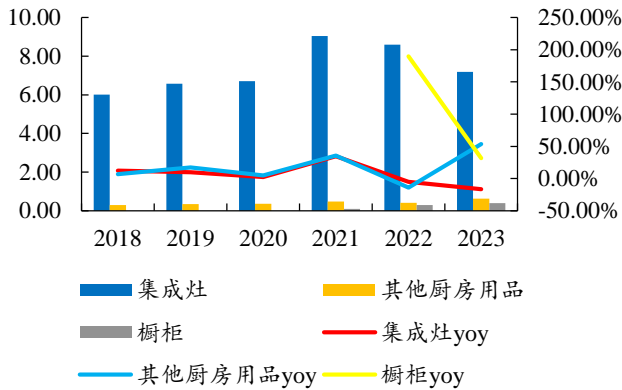


数据来源：Wind、开源证券研究所

营收分产品，2023 年公司集成灶/其他厨房用品/木制橱柜营收分别实现 7.18/0.63/0.39 亿元，同比分别 -16.40%/+53.52%/+31.60%，营收占比分别为 86.47%/7.61%/4.67%。

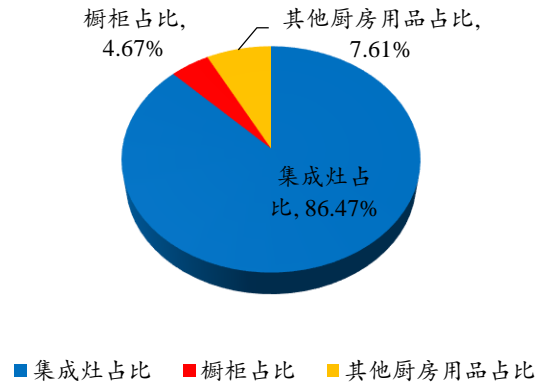
基于个性化、多元化、场景化的消费趋势，公司布局集成烹饪中心、集成水洗中心、整体厨房新场景，除了推出全新的集成灶产品外，积极完善第二产品品类，扩大产品矩阵，打造第二增长曲线。2023 年公司推出了融合前沿科技和时尚设计的魔净、魔洁系列集成水洗产品，进一步完善集成水洗产品布局。

图5：2023年公司集成灶/其他厨房用品/木制橱柜营收分别实现 7.18/0.63/0.39 亿元，同比分别-16.40%/+53.52%/+31.60%



数据来源：Wind、开源证券研究所

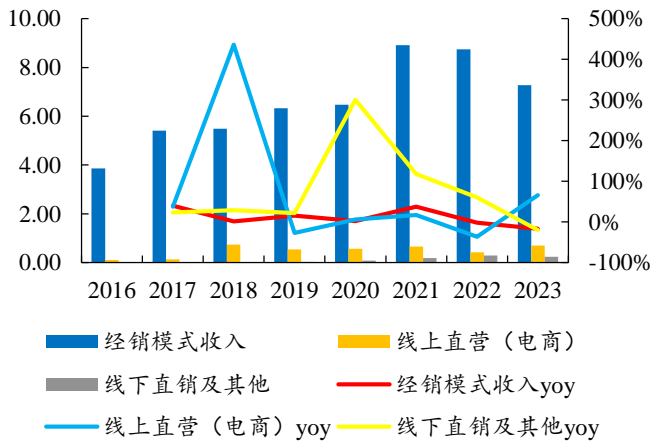
图6：2023年公司集成灶/其他厨房用品/木制橱柜营收占比分别为 86.47%/7.61%/4.67%



数据来源：Wind、开源证券研究所

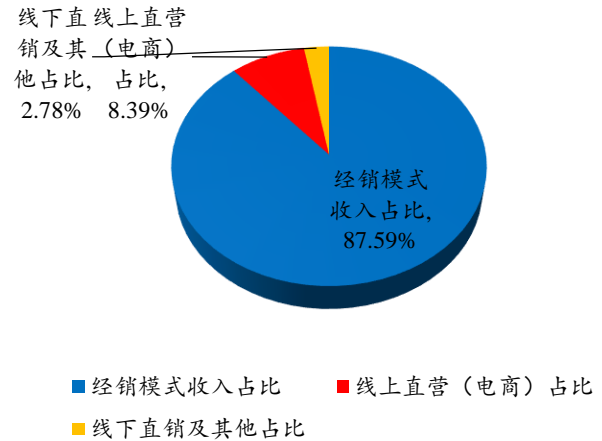
营收分销售模式看，2023 年公司经销商/电商/线下直销及其他分别实现 7.28/0.70/0.23 亿元，同比分别 -16.79%/+66.19%/+69.78%，营收占比分别为 87.6%/8.4%/2.8%。电商销售收入增加主系加大线上营销力度，丰富线上产品。线下直销及其他收入增长主系扩大全屋定制产品销售。

图7：2023年公司经销商/电商/线下直销及其他分别实现 7.28/0.70/0.23 亿元，同比分别-16.79%/+66.19%/+69.78%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023年公司经销商/电商/线下直销及其他营收占比分别为 87.6%/8.4%/2.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、盈利能力：2023 年各类产品毛利率改善，线下直销毛利率提升明显

2023 年公司毛利率 46.86%(+0.76pcts), 2023Q4 公司毛利率 44.05%(-2.85pcts)。2024Q1 毛利率 44.59%(-3.12pcts)，环比+0.54pcts。

图9：2023 年公司毛利率 46.86% (+0.76pcts)

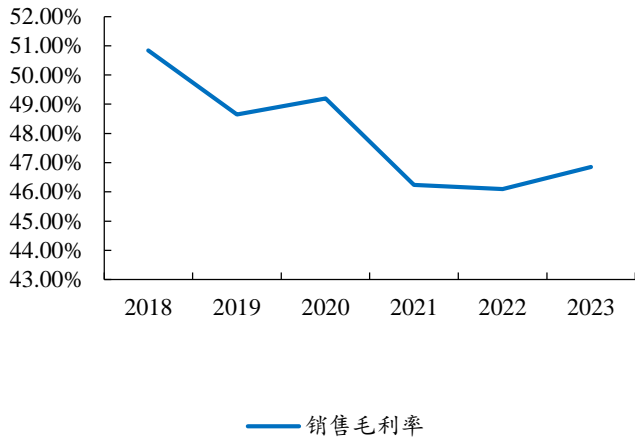
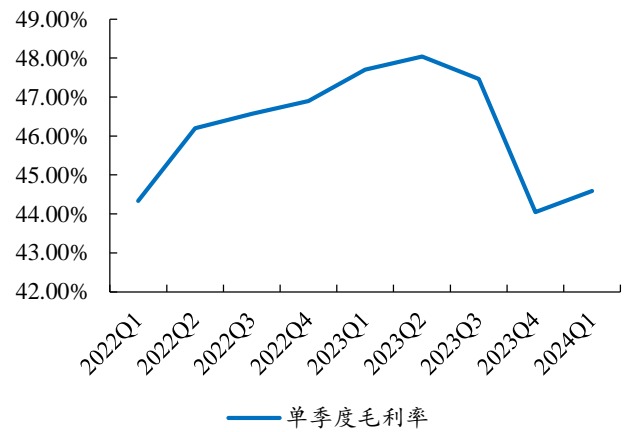


图10：2023Q4 公司毛利率 44.05% (-2.85pcts), 2024Q1 毛利率 44.59%(-3.12pcts)



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率分产品看，2023 年公司集成灶/其他厨房用品/木制橱柜毛利率分别为 49.43%/24.36%/30.37%，同比分别+1.40/+12.82/+12.06pcts。

毛利率分销售模式看，2023 年公司经销商/电商/线下直销或其他的毛利率分别为 46.05%/51.11%/50.12%，同比分别+0.97/-3.02/+6.31pcts。

图11：2023 年公司集成灶/其他厨房用品/木制橱柜毛利率同比分别+1.40/+12.82/+12.06pcts

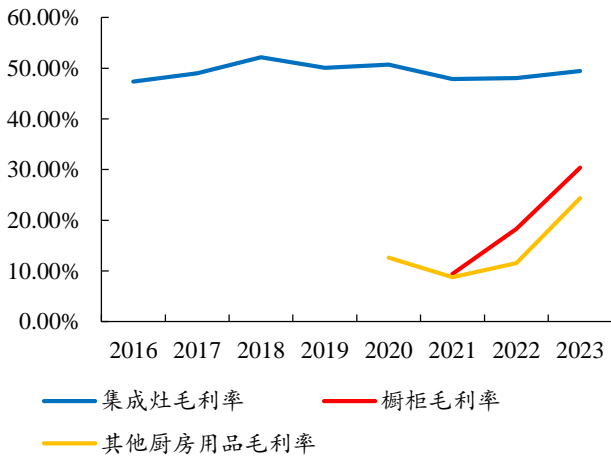
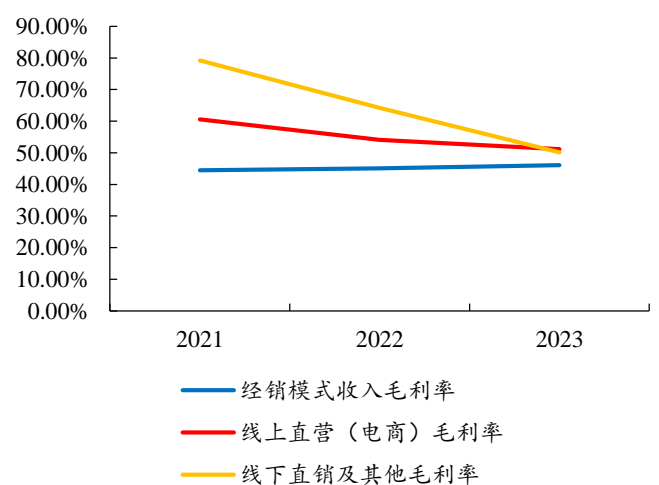


图12：2023 年经销商/电商/线下直销或其他的毛利率同比分别+0.97/-3.02/+6.31pcts

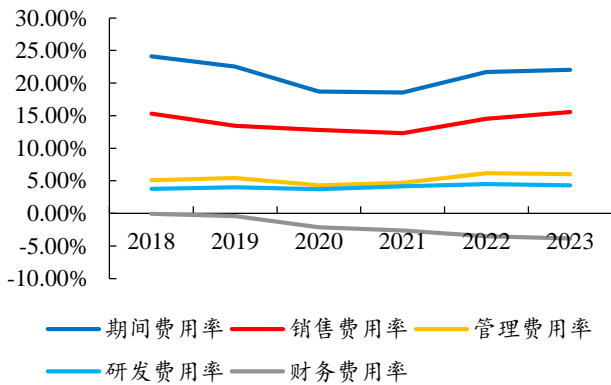


数据来源：Wind、开源证券研究所

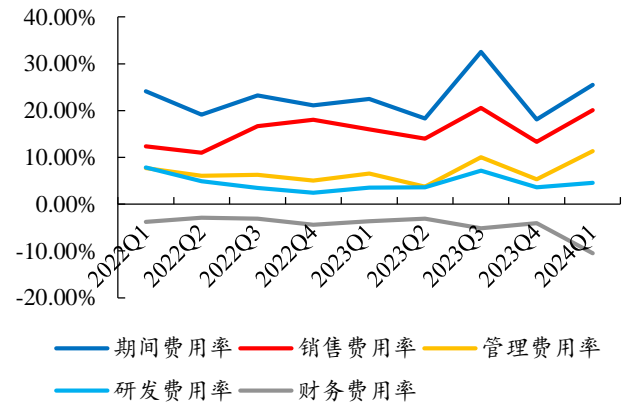
数据来源：Wind、开源证券研究所

费用端看，2023 年公司期间费用率 22.04% (+0.32pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.04/-0.17/-0.19/-0.36pcts，其中销售费用、管理费用、研发费用绝对数额均同比下降，费率提升主系营收下降。2023Q4 期间费用率 18.14% (-2.95pcts)，费用管控效果明显，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-4.73/+0.28/+1.15/+0.35pcts。

2024Q1 公司期间费用率 25.51% (+3.05pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.11%/11.32%/4.57%/-10.49%，同比分别+4.13/+4.77/+1.02/-6.86pcts。

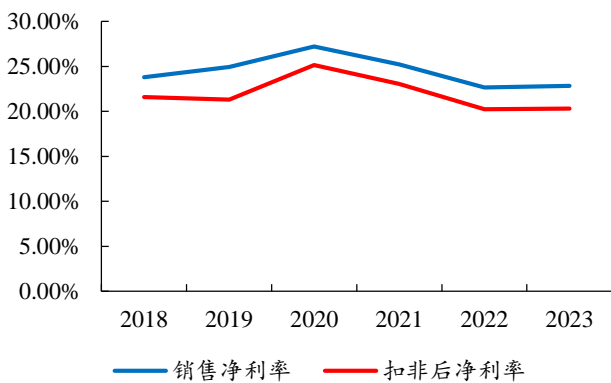
图13: 2023 年期间费用率 22.0% (+0.3pcts), 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.0/-0.2/-0.2/-0.4pcts


数据来源: Wind、开源证券研究所

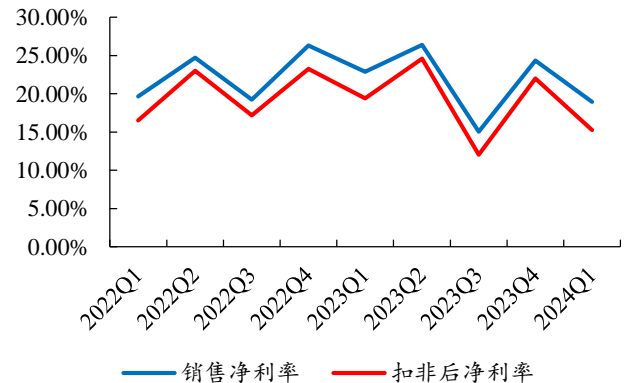
图14: 2023Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -4.73/+0.28/+1.15/+0.35pcts


数据来源: Wind、开源证券研究所

综合影响下 2023 年归母净利润率 22.84% (+0.19pcts), 扣非归母净利润率 20.29% (+0.07pcts)。2023Q4 归母净利润率 24.34% (-1.99pcts), 扣非归母净利润率 22.01% (-1.26pcts)。2024Q1 归母净利润率 18.94% (-3.94pcts), 扣非归母净利润率 15.26% (-4.13pcts)。

图15: 2023 年公司销售净利率 22.84% (+0.19pcts), 扣非归母净利润率 20.29% (+0.07pcts)


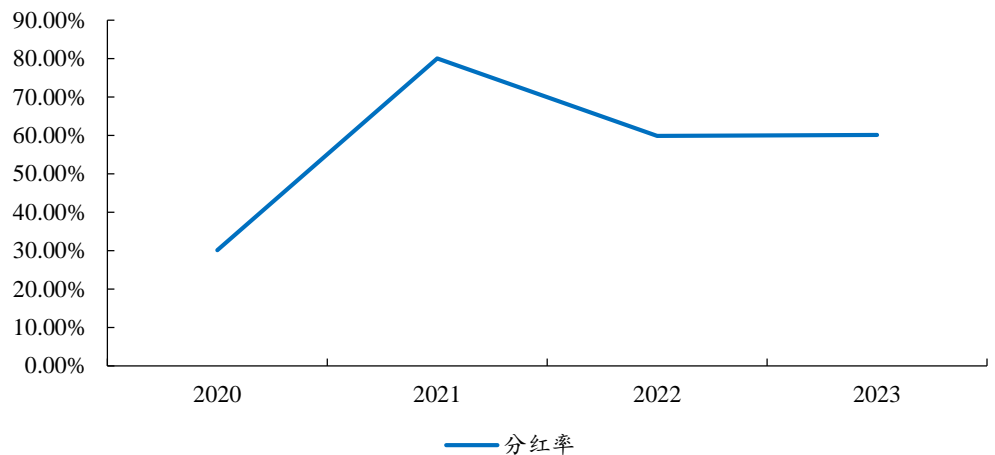
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2023Q4 公司销售净利率 24.34% (-1.99pcts), 扣非归母净利润率 22.01% (-1.26pcts)


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、分红: 上市以来积极分红, 2023 年分红率超 60%

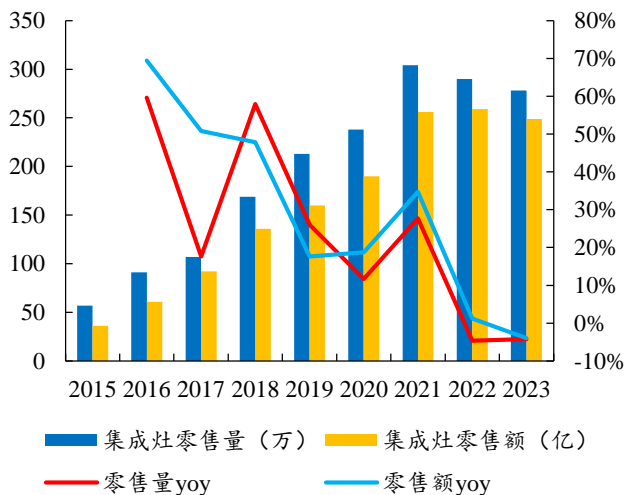
上市以来积极分红, 回报投资者。2023 年公司现金分红 1.14 亿元, 占归母净利润的 60.15%。

图17：上市以来积极分红，2023 年分红率超 60%


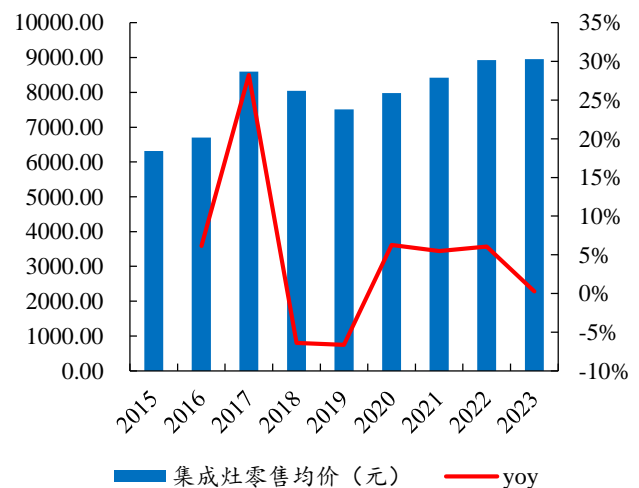
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、集成灶行业继续承压，公司市占率保持提升趋势

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。

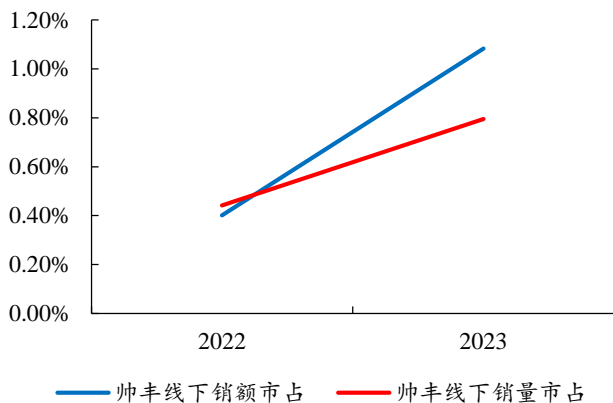
图18：2023 年集成灶市场累计零售额为 249 亿元，同比下滑 4.0%；累计零售量为 278 万台，同比下滑 4.2%


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

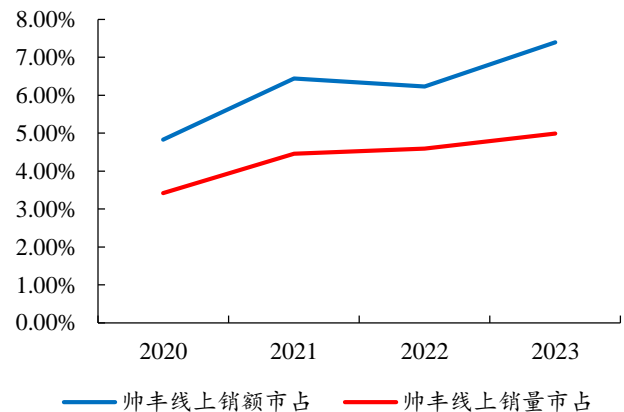
图19：2023 年集成灶均价 8957 元（+0.3%），均价提升放缓


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

公司线下/线上市占率均保持提升趋势。2023 年线下帅丰销额/销量市占分别为 1.1%/0.8%，分别同比+0.7/+0.4pcts；线上帅丰销额/销量市占分别为 7.4%/5.0%，分别同比+1.2/+0.4pcts。

图20：2023 年线下帅丰销额/销量市占分别为 1.1%/0.8%，分别同比+0.7/+0.4pcts


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图21：2023 年线上帅丰销额/销量市占分别为 7.4%/5.0%，分别同比+1.2/+0.4pcts


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

3、全面推进各渠道建设，总部运营强化，赋能终端销售

公司渠道分为线下专卖店渠道、线上渠道、家装渠道、下沉渠道。2023 年各个渠道均有拓展。

(1) 线下专卖店渠道：2023 年公司新增、优化经销商超过 100 家，保持经销商数量近 1,300 家，不断提升经销商的质量；同时不断提升帅丰第五代形象店专卖店的门店体验和配套产品的展陈。

(2) 线上渠道：公司加快调整线上产品的渠道布局、大力开拓线上新兴渠道建设、持续增加线上运营投入。

(3) 家装渠道：通过产品调整与政策支持赋能经销商，持续推进和家装企业的总对总对接，加深与千思装饰的合作。截至 2023 年末，公司已实现与地方家装合作网点 1,200 家以上，新增 3 家总对总家装企业合作。

(4) 下沉渠道：组织架构上，推进组织能力提升，扩充招商部人员队伍以提高招商效率；产品结构上，加大高性价比产品的投放力度，推出高性价比产品（如 NJ3 全系列）以加持下沉渠道的拓展，该系列产品功能涵盖了消毒柜、蒸烤一体和蒸烤同步；渠道拓展上，公司辅助性增加外部服务商，一起推动拓展下沉渠道市场，致力于打造服务商拓展类的样板市场。2023 年，公司下沉渠道上样门店覆盖超 300 家。

总部运营强化，赋能终端销售：

(1) 经销商赋能支持：坚持“强地区树标杆”战略，给予标杆经销商资源配称，由“标杆俱乐部”的经销商成员分享在营销、管理、团队等方面的优秀经验，提升大商、赋能小商；公司营销中心高层为主导，深入一线，直接对接市场，召开以地区为单位的经销商会议上百场，了解市场问题，并针对问题即时提出有效解决方案。公司针对新经销商举办了多次“新商训练营”，为新经销商助跑；此外，公司策划并组织“添翼计划”等为新老经销商赋能的活动，每季度开展一次优秀经销商、大商的专项分享和培训。

(2) 开展多元化营销活动，包括大型线上直播、大型线下促销活动等等，提升品牌曝光率，赋能经销商。

(3) **老客户群体运营维护。**持续开展“帅丰微笑服务 2.0”行动，给予老客户提供清洁与安检服务，对老客户做好服务，增加客户粘性，为后续复购及推荐打下良好基础。同时，公司持续推动“一部换新”为主题的以旧换新活动，加快老厨房改造市场的推进。

4、盈利预测与投资建议

房地产下行致使行业需求低迷，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 2.0/2.1/2.2 亿元(2024-2025 年原值为 2.1/2.3 亿元)，对应 EPS 为 1.08/1.13/1.19 元，当前股价对应 PE 为 13.3/12.7/12.1 倍，公司渠道变革叠加以旧换新政策利好，维持“买入”评级。

5、风险提示

需求下滑风险；原材料价格风险；渠道改革不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1713	1768	2015	2153	2385
现金	570	1158	1373	1526	1725
应收票据及应收账款	62	47	67	52	72
其他应收款	3	4	3	4	4
预付账款	13	23	14	25	16
存货	118	106	127	116	137
其他流动资产	947	431	431	431	431
非流动资产	567	550	541	533	526
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	460	434	427	422	416
无形资产	57	65	64	64	64
其他非流动资产	51	51	49	48	47
资产总计	2280	2318	2555	2686	2911
流动负债	344	328	366	353	391
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	238	230	256	251	277
其他流动负债	106	98	110	102	114
非流动负债	15	15	15	15	15
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	15	15	15	15
负债合计	359	343	381	368	406
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	185	184	184	184	184
资本公积	1005	991	991	991	991
留存收益	744	807	846	888	932
归属母公司股东权益	1922	1975	2174	2318	2505
负债和股东权益	2280	2318	2555	2686	2911

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	306	218	176	179	189
净利润	214	190	199	208	219
折旧摊销	33	35	27	28	29
财务费用	-33	-32	-40	-44	-50
投资损失	-18	-15	-16	-16	-16
营运资金变动	81	19	6	2	6
其他经营现金流	29	21	1	1	1
投资活动现金流	-27	505	-2	-6	-7
资本支出	39	26	17	21	22
长期投资	-43	510	0	0	0
其他投资现金流	56	21	15	15	15
筹资活动现金流	-197	-134	40	-20	18
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	43	-1	0	0	0
资本公积增加	-34	-15	0	0	0
其他筹资现金流	-205	-119	40	-20	18
现金净增加额	83	588	214	153	199

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	946	831	866	908	949
营业成本	510	441	459	478	498
营业税金及附加	10	13	13	14	15
营业费用	137	129	140	148	157
管理费用	59	50	54	57	60
研发费用	43	36	38	40	43
财务费用	-33	-32	-40	-44	-50
资产减值损失	-1	-0	-0	-0	-0
其他收益	11	11	11	11	11
公允价值变动收益	-1	-1	-1	-1	-1
投资净收益	18	15	16	16	16
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	247	218	229	239	252
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	247	218	228	239	251
所得税	32	28	30	31	33
净利润	214	190	199	208	219
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	214	190	199	208	219
EBITDA	263	218	218	224	232
EPS(元)	1.16	1.03	1.08	1.13	1.19

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-3.2	-12.2	4.3	4.7	4.5
营业利润(%)	-13.3	-11.9	4.9	4.7	5.1
归属于母公司净利润(%)	-13.1	-11.5	4.9	4.8	5.1
获利能力					
毛利率(%)	46.1	46.9	47.1	47.3	47.5
净利率(%)	22.6	22.8	23.0	23.0	23.1
ROE(%)	11.2	9.6	9.1	9.0	8.7
ROIC(%)	33.9	20.3	21.6	22.4	23.6
偿债能力					
资产负债率(%)	15.7	14.8	14.9	13.7	13.9
净负债比率(%)	-29.4	-58.3	-62.9	-65.5	-68.6
流动比率	5.0	5.4	5.5	6.1	6.1
速动比率	4.0	3.7	3.9	4.5	4.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
应收账款周转率	28.3	15.8	15.8	15.8	15.8
应付账款周转率	4.7	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.16	1.03	1.08	1.13	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	1.18	0.95	0.97	1.03
每股净资产(最新摊薄)	10.44	10.73	11.82	12.60	13.62
估值比率					
P/E	12.3	14.0	13.3	12.7	12.1
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	5.1	6.8	5.9	5.0	4.0

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

10 / 12

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