

新宝股份 (002705.SZ) 爆款产品+内容营销效果显著，小家电新贵已露峥嵘

2020 年 05 月 08 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
吕明（分析师）
周嘉乐（联系人）
孟昕（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

mengxin@kysec.cn

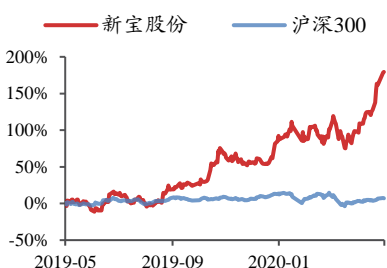
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790120030019

证书编号：S0790120040004

日期	2020/5/7
当前股价(元)	28.51
一年最高最低(元)	29.20/9.10
总市值(亿元)	228.50
流通市值(亿元)	226.97
总股本(亿股)	8.01
流通股本(亿股)	7.96
近 3 个月换手率(%)	51.82

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 小家电代工龙头逐步转型 OBM 企业，首次覆盖给予“买入”评级

新宝股份是国内出口小家电代工龙头企业，多年的代工经验使公司积累了丰富的客户资源及优异的制造能力。随着消费者、渠道出现变革，公司以“类目快切、内容种草、单品打爆”的方式，推动品牌业务快速发展，逐步实现向 OBM 企业转型。预计公司 2020-2022 年归母净利润为 9.14/11.00/13.54 亿元，对应 EPS 为 1.14/1.37/1.69 元，当前股价对应 PE 为 25/21/17 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 消费者、渠道变革给新兴品牌带来发展机会，摩飞实现快速增长

伴随消费者、渠道变革，新兴品牌发展出现机会。我们总结上述变革趋势，对厂商应对措施进行推演：1）行业端，新兴品牌出现机会，利基产品市场出现；2）产品端，厂商需重视利基产品，产品本身需要具备高颜值、解决痛点的特性，能与消费者形成情感共鸣；3）营销端，厂商需重视社区营销、品牌文化建设，实现包括直播在内的全渠道覆盖。基于上述变革，公司一方面积极研究新消费习惯、新品类流行趋势，另一方面将自身优秀的产品研发和制造能力与新流量运营打法相结合，实现摩飞品牌收入快速提升，2019、2020Q1 分别实现收入约 6.5 亿（+350%）、3 亿（+380%）。近年来，摩飞品牌明显加快品类扩张、产品更新迭代速度。品类扩张提速一方面体现公司强大的设计研发及供应链能力，另一方面也提升了出现“爆款单品”的概率，有望延长“爆款周期”并实现业绩持续增长。

● 品牌业务收入占比有望持续提升，公司具备长期成长空间

近年来，以摩飞为代表的高毛利率品牌业务收入占比由 2014 年的 7.86% 提升至 2019 年 18.40%。我们认为，摩飞的成功源于：1）公司长期积累的产品综合能力；2）“爆款产品+内容营销”的打法；3）“产品经理+内容经理”内部机制。公司在运作摩飞成功的基础上，逐步将方法拓展到其他自主品牌，东菱品牌自 2019 年下半年重新定义品牌形象后，2020Q1 实现收入 0.7 亿（+20%）呈增长趋势。未来随着品牌业务收入占比持续提升，公司整体盈利能力有望实现提升。

● 风险提示：汇率、原材料价格波动风险，新品类扩展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,444	9,125	10,027	11,210	12,559
YOY(%)	2.7	8.1	9.9	11.8	12.0
归母净利润(百万元)	503	687	914	1,100	1,354
YOY(%)	23.2	36.7	33.0	20.3	23.1
毛利率(%)	20.6	23.7	24.7	25.8	26.7
净利率(%)	6.0	7.5	9.1	9.8	10.8
ROE(%)	12.9	15.9	18.6	19.6	20.4
EPS(摊薄/元)	0.63	0.86	1.14	1.37	1.69
P/E(倍)	45.5	33.2	25.0	20.8	16.9
P/B(倍)	5.9	5.3	4.7	4.1	3.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、新宝股份：小家电代工龙头逐步转型 OBM 企业	4
1.1、发展历程：从出口代工龙头迈向自有品牌企业	4
1.2、业务结构持续优化，盈利能力有望提升	5
1.3、股权结构稳定，设立激励基金夯实长期增长信心	6
2、行业：线上销售为主，渠道裂变给新兴品牌带来机会	7
2.1、行业规模：预计 2023 年达 6000 亿以上，单品类规模上限明显	7
2.2、行业空间：多重因素提升行业景气度	8
2.3、竞争格局：“美苏九”三足鼎立，线上集中度低于线下	9
2.4、销售渠道：产品销售以线上为主	9
3、思考：摩飞爆款本质逻辑	10
3.1、消费者变革：“种草”一代逐渐成为主流消费者	10
3.1.1、品牌忠诚度降低，给新兴品牌带来机会	10
3.1.2、群体重视 UGC 社区，营销载体开始“去中心化”	11
3.1.3、注重“情感满足”，在意品牌背后的细节	12
3.1.4、个性化需求带来利基产品市场需求提升	12
3.2、渠道变革：线上渠道占比持续提升，且出现碎片化趋势	12
3.2.1、线上渠道占比持续提升，利基产品的供给渐多	12
3.2.2、线上渠道逐步碎片化、多元化，给新兴品牌带来弯道超车的机会	13
3.3、总结：消费者、渠道的变革带给品牌商的启示	14
3.4、摩飞的爆款秘诀：积极应对变革，打造爆款单品	14
3.4.1、产品端：针对特定群体“微创新”，打造高颜值产品解决痛点	14
3.4.2、营销端：以消费者、渠道变革为导向，全面布局	15
3.4.3、渠道端：顺应线上消费潮流，经销商兼职营销	16
3.5、摩飞的核心竞争力	18
3.5.1、对产品、营销的把控源于“产品经理”、“内容经理”制度	18
3.5.2、完整、优异的供应链能力是公司打造“爆款”的根基	18
4、内销收入增长可期，代工业务持续推动自动化及信息化	19
4.1、摩飞品牌：扩品类、产品加速更新迭代	19
4.2、其他自有品牌：找准定位，有望再造“摩飞”	20
4.3、代工业务：持续扩大代工业务优势，提升盈利能力	21
5、盈利预测	22
5.1、关键假设	22
5.2、盈利预测与估值	22
6、风险提示	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

图 1：从海外代工到发展自有品牌，新宝股份成长为西式小家电代工龙头	5
图 2：营收整体保持稳步提升	5
图 3：内销业务增速高于主营收入增速	5
图 4：内销业务占比持续提升	6
图 5：公司整体毛利率稳步提升	6

图 6: 近三年来归母净利润增速持续提升	6
图 7: 新宝股份销售费用率显著低于九阳、苏泊尔	6
图 8: 股权较为集中, 实际控制人为创始人及董事长郭建刚	7
图 9: 预计 2023 年小家电市场达 6000 亿	8
图 10: 小家电品类众多, 单品规模上限明显	8
图 11: 城镇居民人均可支配收入提升	8
图 12: 中国小家电保有量相比欧美较低, 提升空间较大	8
图 13: 2018-2019 年, 线上小家电 CR3 稳定在 67%~68%	9
图 14: 2018-2019 年, 线下小家电 CR3 稳定在 91%~92%	9
图 15: 2016-2021 年小家电线上市场份额有望持续提升	9
图 16: 95 后成为线上购物主力人群	10
图 17: 95 后品牌忠诚度较低, 给新兴品牌发展机会	11
图 18: 95 后乐于分享, 品牌传播能力强	11
图 19: 95 后在购买前会看大量材料	11
图 20: 95 后个性化需求开始提升	12
图 21: 近年来, 小家电行业出现明显的“长尾现象”	13
图 22: 线上渠道发展、个性化需求提升带来“长尾现象”	13
图 23: 2019 年小家电线上渠道开始逐步裂变	13
图 24: 渠道的碎片化使厂商营销手段发生改变	14
图 25: 消费者变革带给厂商的启示	14
图 26: 渠道变革带给厂商的启示	14
图 27: 高颜值的产品设计更利于在互联网上二次传播	15
图 28: 在美食类 APP 以“菜谱”方式宣传产品	16
图 29: 摩飞充分受益小红书平台红利	16
图 30: 李佳琦在直播间三次带货摩飞榨汁杯	16
图 31: 小家电行业线上 CR3 集中度低于线下	17
图 32: 摩飞的包销商制度进一步强化品牌营销, 形成正反馈	17
图 33: 产品经理、内容经理制度为爆款保驾护航	18
图 34: 新宝股份先进的信息化供应链系统作为优秀案例登上 2020/3/6 新闻联播	19
图 35: 摩飞内销收入快速提升	20
图 36: 近年来摩飞持续扩品类、加快新品推出速度	20
图 37: 东菱 2019 年品牌战略发布会	21
图 38: 东菱品牌趋向年轻化	21
图 39: 百胜图发布全新品牌战略“总有一杯在身边”	21
表 1: 公司设立业绩激励解锁目标, 夯实未来增长信心	7
表 2: 针对特定用户, 对“主流产品”进行微创新解决消费者痛点	15
表 3: 小家电公司估值情况: 新宝股份估值低于同行业可比公司	22

1、新宝股份：小家电代工龙头逐步转型 OBM 企业

1.1、发展历程：从出口代工龙头迈向自有品牌企业

出口代工小家电龙头企业，积累丰富客户资源。1995 年，广东新宝电器成立，主要面向欧洲、美洲、亚洲等海外市场代工西式小家电，是国内西式小家电代工的龙头公司。公司与国际大型知名品牌商、零售商保持长期合作伙伴关系，包括摩飞（Morphy Richards）、JARDEN、APPLICA、HAMILTON BEACH（汉美驰）等。国内市场与沃尔玛、家乐福、苏宁等大型连锁系统也建立了紧密的合作关系。

长期代工积累优异生产制造能力，使公司具备较强的新品开发能力。多年代工经验的积累，使公司具备丰富的小家电生产经验，并拥有产业链深度配套能力，有效确保产品品质及交货期。此外，公司注重技术积累，根据天眼查信息，截止 2020 年 4 月公司共拥有 4387 项专利。覆盖品类也从 1998 年 1-2 个品类拓张至 2019 年 20 多个品类，包括厨房小家电、家居护理电器、婴儿电器、个护美容电器等。

厚积薄发，逐步转型打造内销品牌矩阵。多年积累的产品能力、客户资源，使公司开始逐渐尝试打造自有品牌，向 OBM 企业转型。公司目前打造了以 Donlim（东菱）、Morphy Richards（摩飞）、GEVILAN（歌岚）为主的品牌矩阵。在品牌策略方面，对于摩飞品牌，公司继续深化爆款打法、蓄力新消费势能；对于东菱品牌，公司有效结合爆款和内容营销打法、丰富产品矩阵。

摩飞表现优秀，“产品经理+内容经理”双轮驱动机制可复制到其他自主品牌。2013 年，公司从多年代工客户摩飞手中拿到摩飞品牌在国内市场的独家代理权，从产品设计到营销全面发力，打造了多功能锅、榨汁杯等多款爆品，成功打开国内市场。同时，公司利用自身长期积累的产品综合能力，采取“爆款产品+内容营销”的方法，建立“产品经理+内容经理”双轮驱动机制，在公司运作的 Morphy Richards（摩飞）品牌业务取得积极成效的基础上，逐步把这种方法拓展到公司其他自主品牌业务上。

根据公司发展的路径及特点，我们将其发展的历程划分为四个阶段：

- （1）**1995-1998 年，海外代工制造：**公司在成立初期，主要是面向欧美市场进行 OEM 模式的代工制造；
- （2）**1999-2008 年，快速发展扩大规模，进军国内市场：**销售规模快速扩大，并于 2003 年开始进军国内市场，拓展内销；
- （3）**2009-2013 年，发展自有品牌，进入东南亚市场：**发展自有品牌东菱，并向东南亚市场推广；
- （4）**2014 年至今，上市后完善品牌矩阵，加强研发拓展合作：**2014 年在深交所上市后，逐步完善了摩飞、百胜图、鸣盏、歌岚和莱卡等品牌；投入资金研发智慧小家电；与名创优品、拼多多等进行战略合作。

图1：从海外代工到发展自有品牌，新宝股份成长为西式小家电代工龙头

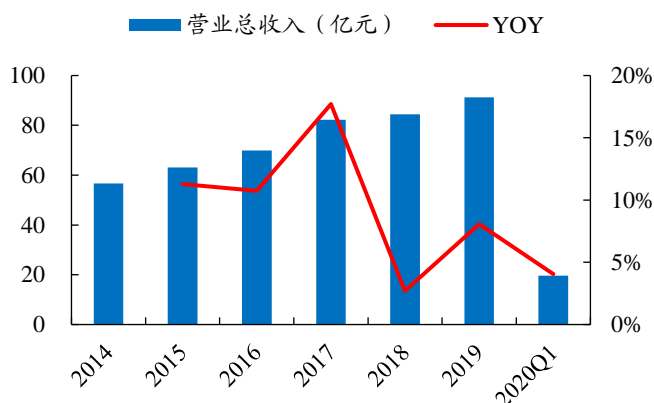


资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、业务结构持续优化，盈利能力有望提升

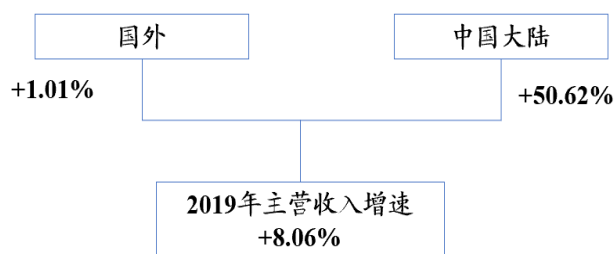
内销业务快速发展，推动公司收入稳步提升。公司 2019 年实现收入 91.25 亿元（+8.06%），其中内销收入 18.06 亿元（+50.62%），占营收比重 19.80%，较 2018 年提升 5.6pct；海外业务收入 73.18 亿元（+1.01%），占营收比重 80.20%，较 2018 年下滑 5.6pct；分品牌看，摩飞内销收入 6.5 亿元，同比增长 350%；东菱内销收入 2.4 亿元，与 2018 年基本持平。近年来随着公司策略性向 OBM 公司转型，快速发展的内销业务对公司营收增长起到积极推动作用。2014-2019 营收 GAGR 为 9.99%。由于营收占比较高的海外代工业务以美元结算，2018 年人民币升值使公司营收增速波动。

图2：营收整体保持稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：内销业务增速高于主营收入增速

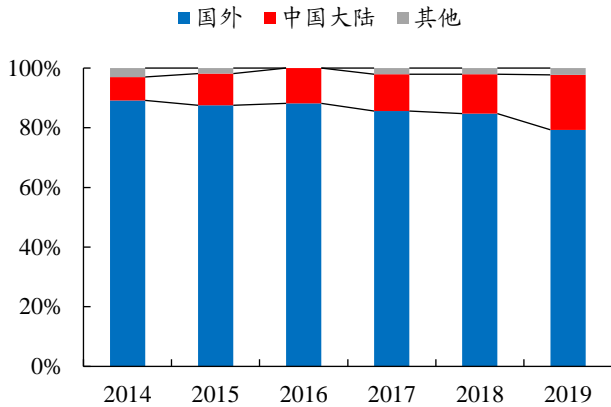


数据来源：Wind、开源证券研究所

内销业务占比持续提升，带来公司整体毛利率提升。OBM 模式下产品的设计、生产、销售都由企业独立完成，其附加值远高于代工模式，因此企业的利润率也会随之提升。近年来随着公司加大对 OBM 业务的投入，以摩飞为代表的内销收入占比

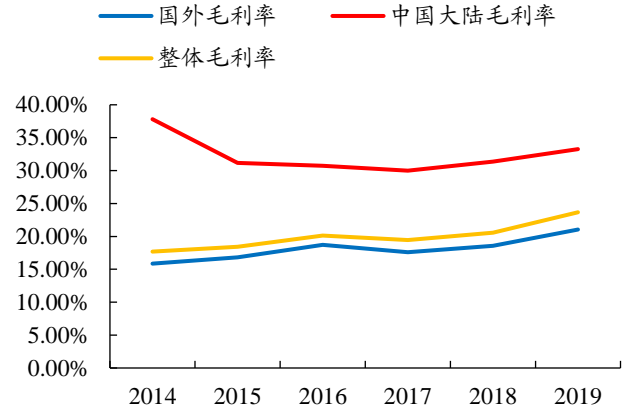
由 2014 年的 7.86% 提升到 2019 年 18.40%。未来随着东菱 (DONLIM)、百胜图 (BARSETTO)、鸣盏及代理品牌摩飞 (Morphy Richards)、歌岚 (GEVILAN)、莱卡 (LAICA) 等持续发展, 公司毛利率仍有提升空间。

图4: 内销业务占比持续提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

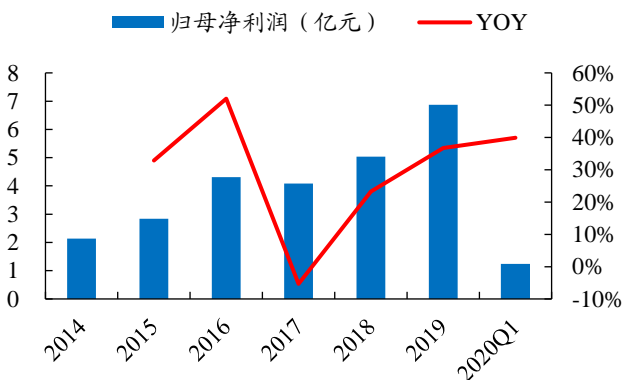
图5: 公司整体毛利率稳步提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

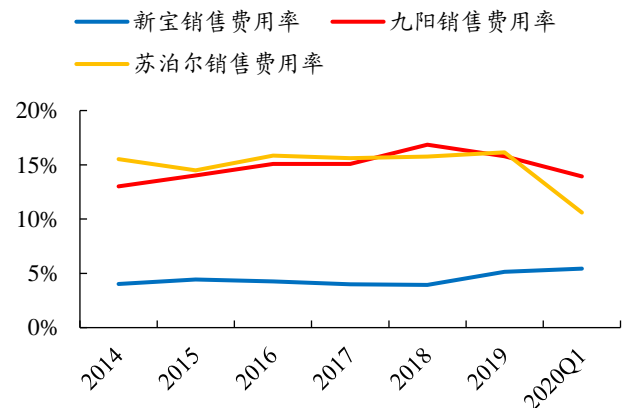
毛利率提升、费用管控良好, 净利润增速高于收入增速。2019 年公司归母净利润为 6.87 亿元, 同比增长 36.73%, 高于收入增速。一方面是由于整体毛利率提升所致, 另一方面由于公司费用率较低。新宝股份的销售费用率维持在 5% 以下, 而同行业的九阳、苏泊尔在 13%~17% 的区间。我们认为, 低销售费用主要源于两点: (1) 新宝股份低销售费用的代工业务占比较高; (2) 新宝股份内销品牌营销以社群营销为主, 整体费用较低。

图6: 近三年来归母净利润增速持续提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 新宝股份销售费用率显著低于九阳、苏泊尔

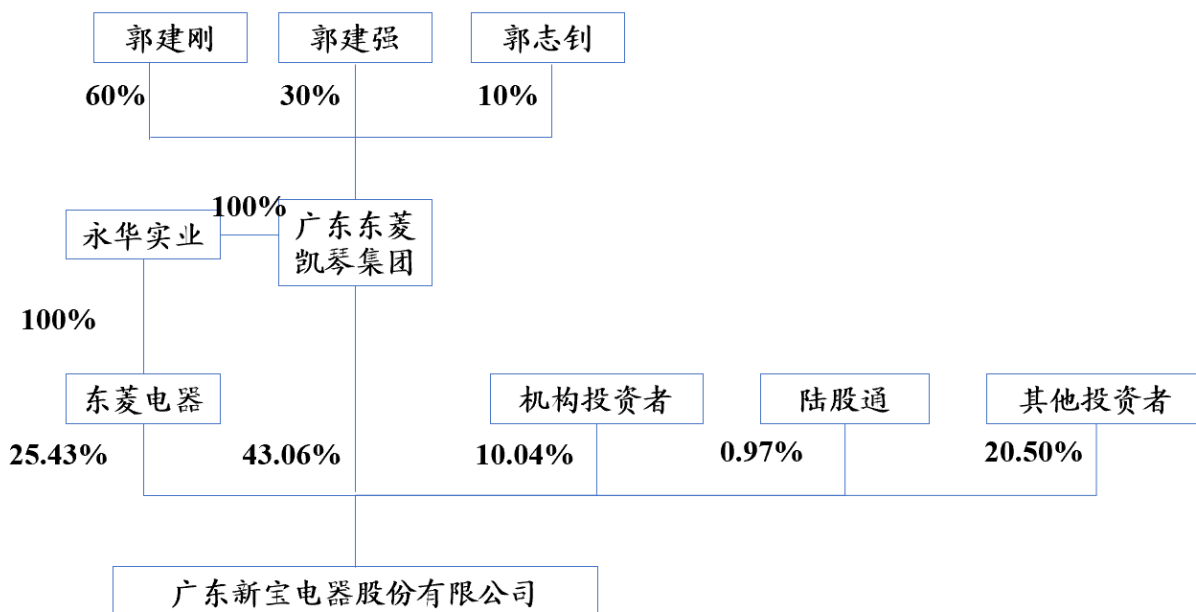


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、股权结构稳定, 设立激励基金夯实长期增长信心

公司股权较为集中, 实际控制人为郭建刚。公司控股股东为广东东菱凯琴集团直接和间接共持股 68.49%, 创始人及董事长郭建刚实际持股 41.09%。郭建刚与郭建强为兄弟关系, 郭志钊为郭建刚、郭建强之父。

图8: 股权较为集中, 实际控制人为创始人及董事长郭建刚



资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所（数据为 2020Q1 最新披露）

设立业绩激励基金，夯实未来增长信心。根据公司 2019 年 8 月发布的公告，2019 年开始公司实行业绩激励基金计划，暂定 3 年即 2019-2021 年。面向对象为公司高管（不含独立董事、外部董事及外部监事）、公司及子公司的核心业务和技术骨干、有重大贡献的其他员工。考核标准为 2019~2021 年期间国内主营业务收入相较 2018 年（11.11 亿元）增长不低于 20%、40%、60%，考核净利润相较 2018 年净利润（5.03 亿元）增长不低于 15%、30%、45%，达成进行现金奖励，以调动管理层和员工积极性。

表1: 公司设立业绩激励解锁目标, 夯实未来增长信心

	2019E (2019A)	2020E	2021E
营收 (单位: 亿元)	13.33 (16.79)	15.55	17.78
考核净利润 (单位: 亿元)	5.78 (6.87)	6.54	7.29

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：括号内为 2019 年实际达成值，已达成目标。）

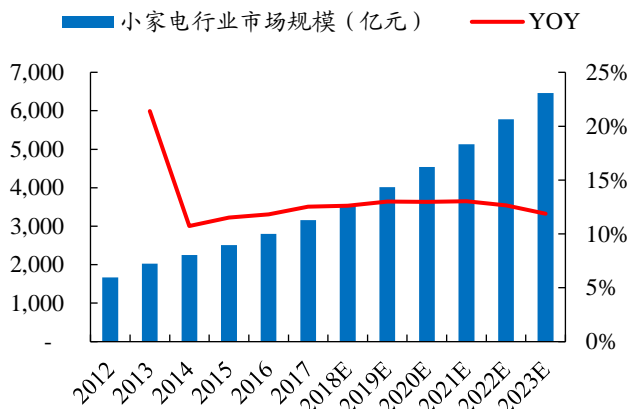
2、行业：线上销售为主，渠道裂变给新兴品牌带来机会

2.1、行业规模：预计 2023 年达 6000 亿以上，单品类规模上限明显

小家电行业规模稳步增长，预计 2023 年达到 6000 亿元以上的市场规模。根据前瞻产业研究院的数据及预测，2012-2017 年，小家电行业市场规模由 1673 亿元提升至 3155 亿元，CAGR 达 13.53%；预计 2018-2023 年，该行业的市场规模将以 12.70% 的增速增长，并预期在 2023 年达到 6000 亿元以上的市场规模。

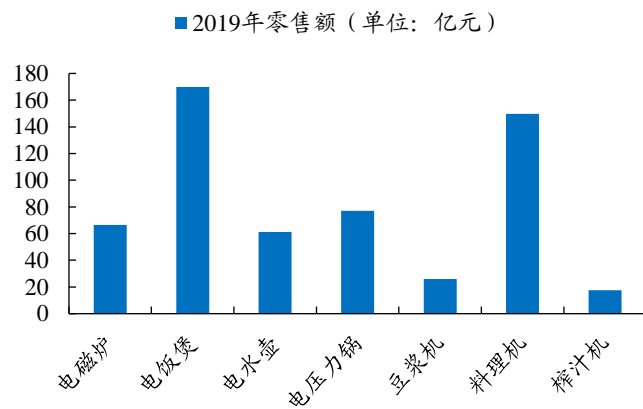
单品规模上限明显，品类扩张、产品迭代是小家电企业“做大做强”必经之路。由于小家电单品价格较低，且部分品类仍处于导入期，因此单品类规模上限明显。对于企业来说，扩品类并进行产品持续迭代是其成长的必经之路。

图9：预计 2023 年小家电市场达 6000 亿



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

图10：小家电品类众多，单品规模上限明显



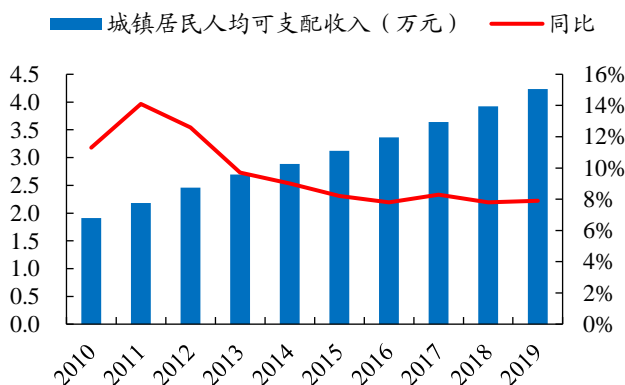
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.2、行业空间：多重因素提升行业景气度

从政策、人均收入、人均保有量等角度来看，小家电行业仍有较大提升空间。

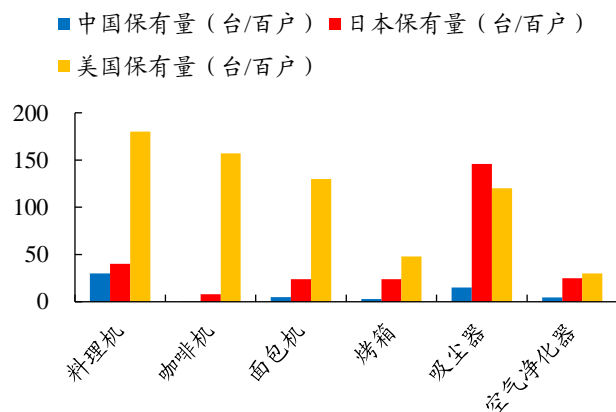
- (1) **政策方面**：从政策端来看，国家发布政策支持小家电行业以及智能制造和消费发展的政策，对于小家电行业有一定利好。
- (2) **人均收入**：居民可支配收入提升、购买力增强是小家电行业长期增长的基础。
- (3) **人均保有量**：国内小家电每百户保有量相比于欧美发达市场仍较低，未来在渗透率方面较大的提升空间。根据产业信息网，2018 年整体我国城镇、农村小家电保有量分别为 10 件/户、5 件/户，而美日保有量均值在 22 件/户，我国小家电居民保有量提升空间较大。

图11：城镇居民人均可支配收入提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：中国小家电保有量相比欧美较低，提升空间较大

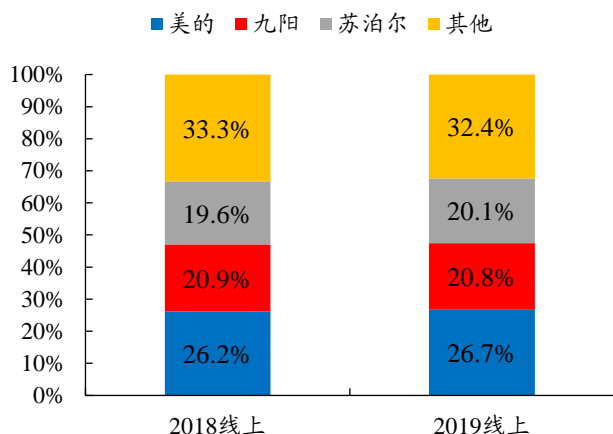


数据来源：产业信息网、开源证券研究所（部分新兴小家电为例）

2.3、竞争格局：“美苏九”三足鼎立，线上集中度低于线下

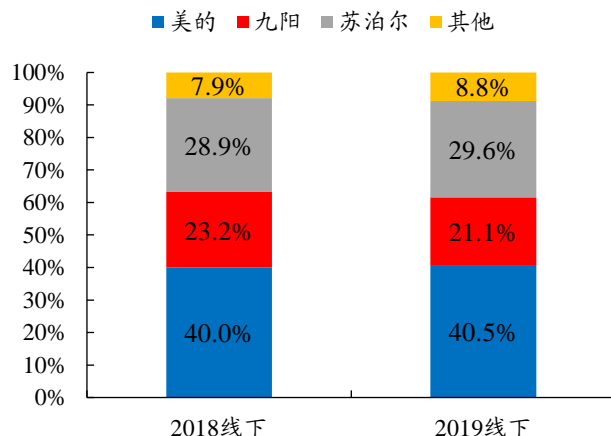
“美苏九”三足鼎立，线上集中度低于线下。根据奥维云网的数据，2018-2019年，线上小家电市场 CR3（“美苏九”）稳定在 67%~68%，线下小家电市场 CR3（“美苏九”）稳定在 91%~92%。因此，在小家电市场，“美苏九”传统品牌三足鼎立的格局较为稳定，主要因传统的线下渠道较强，以及原有消费群体对品牌认知度较高。但相对而言，线上渠道较线下更为分散，加之代际更迭下，95 后新消费群体的崛起，新兴品牌仍有机会，尤其是能够打造电商渠道爆款产品的品牌。

图13：2018-2019 年，线上小家电 CR3 稳定在 67%~68%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图14：2018-2019 年，线下小家电 CR3 稳定在 91%~92%

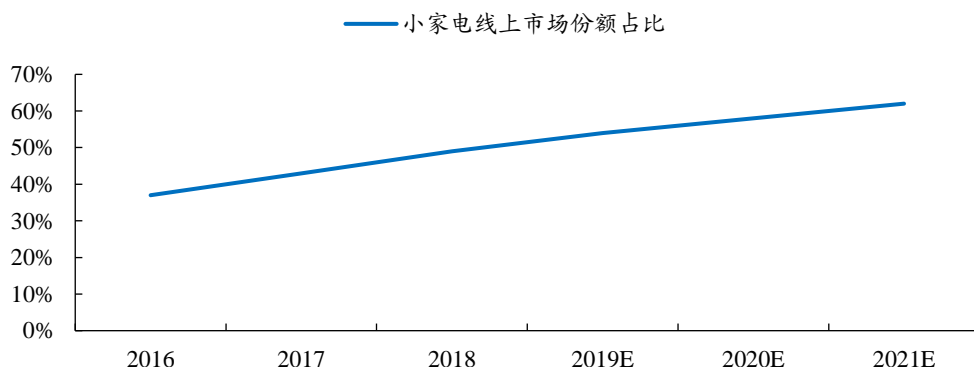


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.4、销售渠道：产品销售以线上为主

小家电销售渠道以线上为主，未来线上销售占比有望持续提升。区别于大家电体积较大，涉及安装、售后等步骤，小家电单体价格低、体积相对较小、操作简单，更适合线上购买。此外，互联网技术的普及使得线下渠道近距离试用、观察产品的优势也可以被直播、试用视频等进行替代。随着越来越多的厂商开始意识到线上市场的流量并针对性的引导、辅助，未来线上市场份额将持续提升，根据奥维云网估计 2021 年小家电线上市场份额有望达到 62%。

图15：2016-2021 年小家电线上市场份额有望持续提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所（注：此处小家电包括电饭煲、电磁炉、电压力锅、电水壶、豆浆机、料理机、榨汁机、电蒸炖锅、煎烤机、养生壶）

3、思考：摩飞爆款的本质逻辑

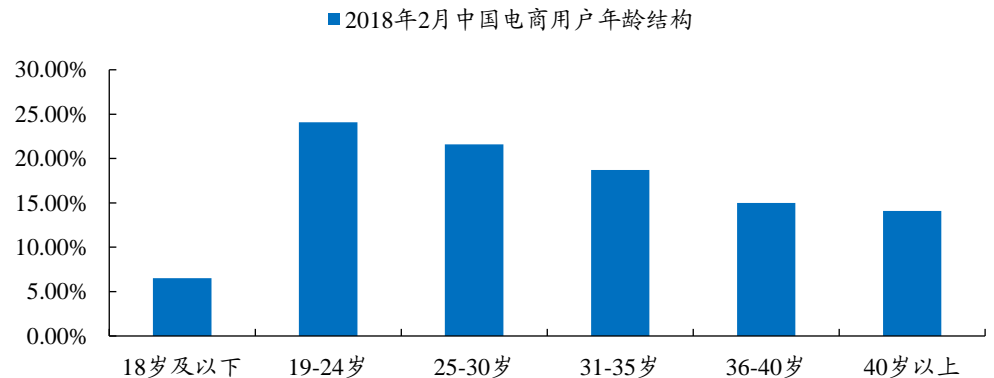
2019 年摩飞实现内销收入共计 6.5 亿元，同比增长 350%，其高速增长得益于公司的爆款打法。打造“网红爆款”产品是一个概率游戏。从消费者、渠道、产品、营销四个角度来考虑，消费者、渠道的变革主要由社会、科技因素推动，而厂商的主要发力点在于产品和营销。对于厂商来说“顺应消费者和渠道的变革，用产品力和营销手段，最大可能的吸引消费者完成购买”是打造“爆款产品”的最优解。我们在下文从消费者、渠道的变革开始推演，发现摩飞几乎“完美”地顺应了各类变革，这源于其独特的“产品经理”、“内容经理”制度，而多个“爆款”的出现更是佐证了组织架构的优异性。此外，厚积薄发的制造能力也是摩飞成功的关键因素。

3.1、消费者变革：“种草”一代逐渐成为主流消费者

线上购物人群年轻化趋势显著，95 后逐渐成为主力。根据艾瑞咨询在 2018 年 2 月的监测数据，19-24 岁用户是目前电商平台使用人群最大的群体，占比高达 24.1%，95 后群体开始成为线上消费的主流。我们结合艾瑞咨询、CGK 等报告，总结出 95 后人群的四类重要特征变化：

- （1） 相较年长消费者，品牌忠诚度降低；
- （2） 乐于分享，主动评价，热衷 UGC 社区；
- （3） 注重情感满足，更在意产品细节；
- （4） 个性化消费需求提升；

图16：95 后成为线上购物主力人群



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

3.1.1、品牌忠诚度降低，给新兴品牌带来机会

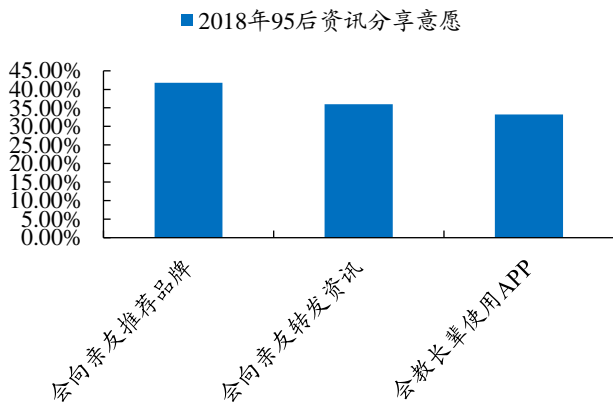
95 后品牌忠诚度较低，给了新兴品牌发展机会。根据艾瑞咨询调研数据，70 后“习惯某品牌后会持续回购”，80 后“喜欢研究产品并购买品牌的明星单品”，而 95 后“喜欢尝试网红产品和新品”。这种“喜欢尝鲜、没有固定品牌偏好”的消费者特性给了新兴品牌发展的机会。

图17: 95后品牌忠诚度较低, 给新兴品牌发展机会

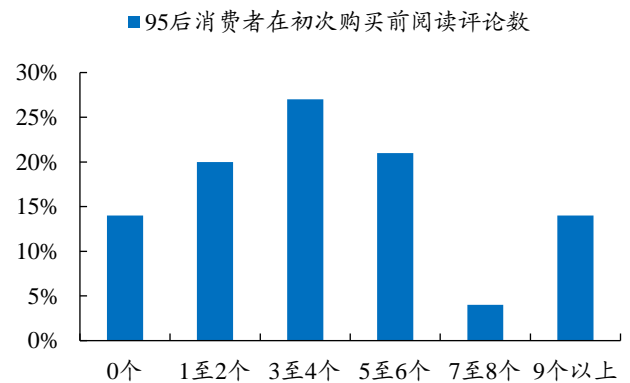

资料来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

3.1.2、群体重视 UGC 社区, 营销载体开始“去中心化”

乐于分享, 接受“种草”, 热衷于 UGC 社区。95 后作为互联网时代的原住民, 成长于社交媒体快速发展的环境下, 具有较高的分享意愿。根据艾瑞咨询数据, 41.8% 的 95 后会向亲友推荐好用的品牌, 人群品牌传播能力强。而另一方面, 根据极光大数据报告, 67.9% 的 95 后表示商品的好评度会对自身的网络购物产生影响。CGK 数据则进一步显示, 66% 的 95 后在初次购买前会阅读 3 个以上评论。一边“种草”一边“接受种草”的 95 后在社交工具进步的大背景中, 形成了自己的社群圈, 开始形成以社群为核心的消费群体。

图18: 95 后乐于分享, 品牌传播能力强


数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

图19: 95 后在购买前会看大量材料


数据来源: CGK、开源证券研究所

社群的出现使营销载体逐渐“去中心化”。传统营销载体主要依赖于电视、电台、报纸等, 因此其往往具有集中传播态势, 随着“种草”文化盛行, 社群消费群体出现, 新媒体、自媒体等方式快速流行, 具有丰富内容的 PUGC 社区吸引了大量用户, 营销载体正由过去的“集中化”转为“去中心化”。另一方面, 根据央视市场研究公司 CTR 报告, 截止 2019 年前三季度, 中国传统媒体广告市场收入同比降幅达到 11.4%,

也印证了营销载体“去中心化”的趋势。

3.1.3、注重“情感满足”，在意品牌背后的细节

注重“情感满足”，在意产品细节。95后出生于物质相对富足的年代，且多为独生子女。富足的物质条件使其对产品的实用性重视程度降低。独生子女的经历使他们比上一代人更渴望获得共鸣，而产品与消费者的共鸣往往藏在细节中，如品牌背后的故事、文化、时尚元素等，新一代的消费者愿意为“精神”买单。

3.1.4、个性化需求带来利基产品市场需求提升

个性化需求提升，使得利基市场产品需求开始提升。根据艾瑞咨询在《种草一代：95后时尚消费报告》中的调研数据，个性、有趣已经成为其最重要的品牌诉求，TGI分别达到123和106。（TGI：目标年龄段统一该观点的人群占比/其他年龄段同意该观点的人群占比*100）大众化的审美已不再受到重视。所谓个性需求，其本质是受众细分产生需求差异，利基产品市场需求开始提升。

图20：95后个性化需求开始提升



资料来源：艾瑞咨询

3.2、渠道变革：线上渠道占比持续提升，且出现碎片化趋势

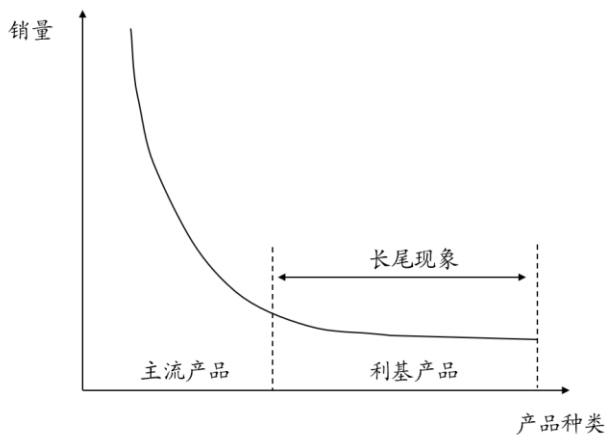
我们认为，渠道的变革主要体现在2个方面：（1）线上渠道占比持续提升；（2）线上渠道开始逐步多元化、碎片化。

3.2.1、线上渠道占比持续提升，利基产品的供给渐多

电子商务的蓬勃发展及消费者“个性化”需求提升，造就了小家电行业“长尾现象”。近年来，小家电行业出现明显的“长尾效应”，即一些冷门的利基产品创造出不可忽视的销量。我们认为，从供需两个角度来看，线上消费的快速发展及消费者“个性化需求”的提升，是“长尾现象”产生的重要原因。

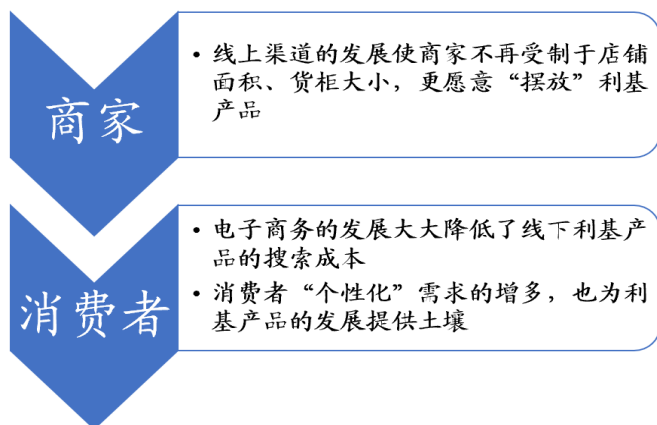
- （1）对于商家来说，线上渠道的发展使商家不再受制于店铺面积、货柜大小，更愿意“摆放”利基产品。
- （2）对于消费者来说，电子商务的发展大大降低了线下利基产品的搜索成本。此外，近年来消费者“个性化”需求的增多，也为利基产品的发展提供土壤。

图21：近年来，小家电行业出现明显的“长尾现象”



资料来源：开源证券研究所

图22：线上渠道发展、个性化需求提升带来“长尾现象”



资料来源：开源证券研究所

3.2.2、线上渠道逐步碎片化、多元化，给新兴品牌带来弯道超车的机会

我们认为，渠道的碎片化一方面给新兴厂商带去了布局新渠道的机会，另一方面碎片化的渠道缩短了消费者从接收营销到购买入口的距离，对于商家来说，需要从过去“重记忆”的营销理念转变为“重冲击”。商品给消费者的“冲击性”往往需要产品和营销共同发力。

新兴品牌需重视新兴线上渠道机遇。随着近年来网速提升，流量资费降低，线上渠道从过去单一的传统电商逐步裂变为短视频、直播、社群平台、播放平台内置商城等多种形式。以直播带货为例，2019年双11李佳琦与薇娅两位头部主播分别实现近30亿元成交额，头部KOL影响力的日益提升，进一步加速了渠道的裂变。而渠道的裂变使各品牌在渠道布局方面又重回同一起跑线，带给新兴品牌发展机遇。

图23：2019年小家电线上渠道开始逐步裂变

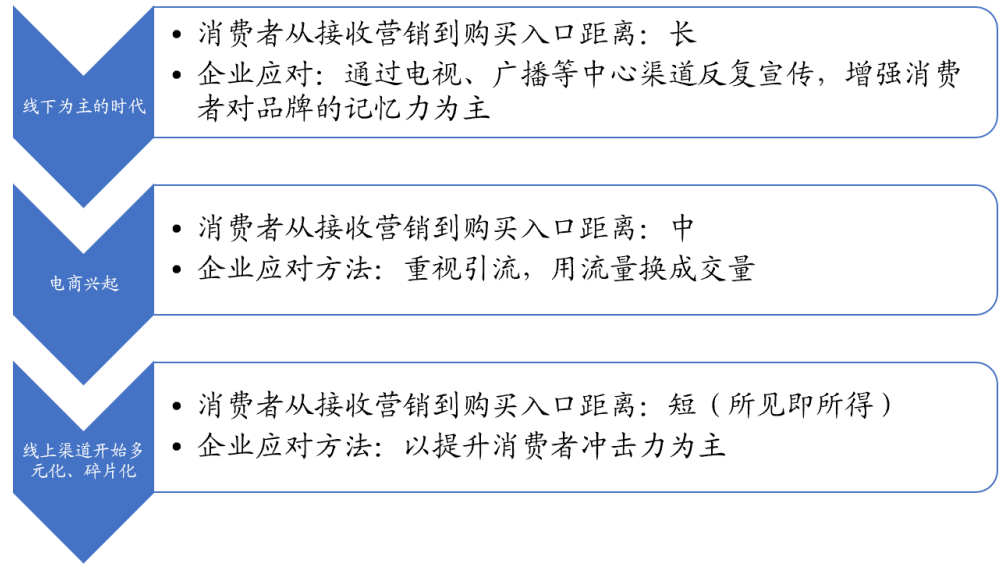


资料来源：奥维云网

渠道的碎片化使厂商的营销策略需要随之改变。我们回顾过去几年渠道的变革，从电商兴起到线上多元化、碎片化趋势出现，其本质是缩短了消费者从接收营销到购买入口的距离。过去线下为主的时代，消费者从接收信息到完成购买，间隔时间较长，因此企业往往通过不停播放来强化消费者记忆，而随着抖音、直播等线上渠道出现，消费者逐步形成了“所见即所得”的消费模式，厂商需要从过去“重记忆”的营销方式转换为“重冲击”。而商品对消费者的“冲击力”往往需要产品和营销共

同发力。

图24：渠道的碎片化使厂商营销手段发生改变



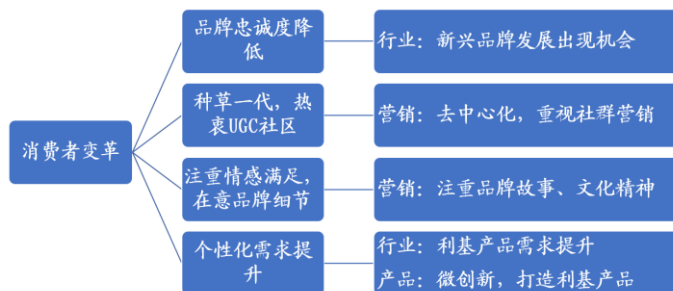
资料来源：开源证券研究所

3.3、总结：消费者、渠道的变革带给品牌商的启示

我们总结上述变革，并进行应对措施推演，从行业、营销、产品三个角度来看：

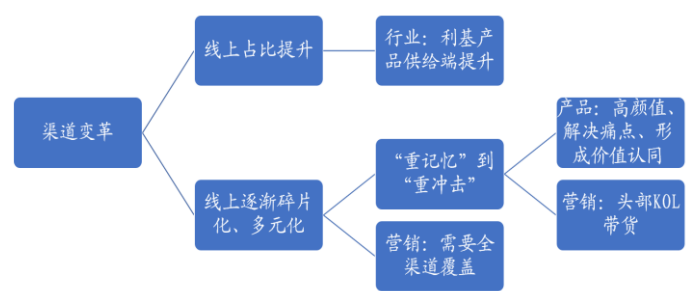
- （1）行业端：新兴品牌出现机会，利基产品市场出现。
- （2）产品端：厂商需重视微创新、利基产品，产品本身需要具备高颜值、解决痛点的特性，与消费者形成共鸣
- （3）营销端：厂商需要重视社区营销，重视品牌故事（文化）建设，并进行全渠道覆盖，充分利用 KOL 带货提升“冲击力”。

图25：消费者变革带给厂商的启示



资料来源：开源证券研究所

图26：渠道变革带给厂商的启示



资料来源：开源证券研究所

3.4、摩飞的爆款秘诀：积极应对变革，打造爆款单品

3.4.1、产品端：针对特定群体“微创新”，打造高颜值产品解决痛点

针对特定用户进行“微创新”，解决消费者痛点。回顾摩飞的爆品，其本质都是

针对特定用户群体，在“主流产品”上进行“微创新”，解决消费者痛点，使消费者获得良好的用户体验。如多功能锅，其本质是实现传统锅的“一锅多用”，便于小户型、学生宿舍、租房群体进行炊具储藏、清洗。

表2: 针对特定用户，对“主流产品”进行微创新解决消费者痛点

产品	针对人群	对应主流产品	主流产品存在痛点	解决方案	其余优化
多功能锅	租房、学生宿舍、小户型等	电火锅、蒸锅等	(1)不同的炊具占用空间较多；(2)清洗不易；	多功能合一锅	设计感强，配件盘、控制板等多处优化
榨汁杯	重视健康人群	榨汁机	(1)清洗不易；(2)便携性差；	(1) 10秒清洗；(2)将榨汁机做成榨汁杯	设计感强，磁吸式充电、全材质等等

资料来源：开源证券研究所

高颜值的产品设计提升视觉“冲击力”的同时，便于二次传播。摩飞产品的设计充满英伦风格，线条圆润柔和，典雅大气，可以搭配多数家居风格。高颜值的设计一方面提升了消费者的视觉冲击，另一方面使消费者更愿在社交平台上分享产品，是二次传播的必要条件之一。

图27: 高颜值的产品设计更利于在互联网上二次传播



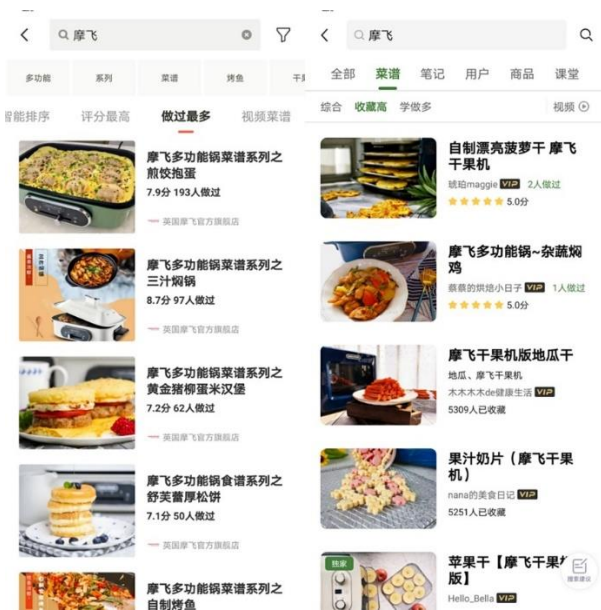
资料来源：摩飞官网

3.4.2、营销端：以消费者、渠道变革为导向，全面布局

重视品牌文化建设，营造高品牌调性，注重消费者情感满足。多数消费者刚接触摩飞，往往会发现摩飞成立于1936年，源于英国，二战时曾协助政府生产飞机零部件。“悠久历史”、“英伦风格”、“军工代工”这三点特性无疑提升了摩飞的品牌调性，符合当下年轻消费者注重体验，为“情怀”买单的特性。

重视社区营销，精准布局各类社区平台，充分受益小红书平台红利。公司在美食类APP以“菜谱”的形式来宣传自身厨房电器产品，精准定位潜在消费群体。此外，一些家居生活产品，则在小红书、什么值得买等生活类社区APP实现口碑传播。以小红书为例，早在2016年便有用户在小红书上开始种草摩飞品牌产品，伴随小红书的飞速发展，2018年10月摩飞官方也入驻小红书平台，实现PUGC的内容生产模式，既拥有UGC模式的产品覆盖广度，又拥有PGC模式生产内容的专业度，进一步提升了品牌的知名度。

图28: 在美食类 APP 以“菜谱”方式宣传产品



资料来源：下厨房、豆果美食

图29: 摩飞充分受益小红书平台红利



资料来源：小红书、易观千帆、开源证券研究所

利用头部 KOL 带货，提升品牌知名度，扩大产品“冲击力”。近年来“直播带货”成为炙手可热的新兴销售模式，而头部主播的影响力更是举足轻重。根据淘宝官方数据显示，2019 年双 11 李佳琦与薇娅两位头部主播分别实现近 30 亿元成交额，约占淘宝直播整体成交额的 30%。而摩飞榨汁杯三次登上李佳琦直播间，为品牌带来了较大的曝光度，进一步提升了品牌影响力和产品“冲击力”。

图30: 李佳琦在直播间三次带货摩飞榨汁杯



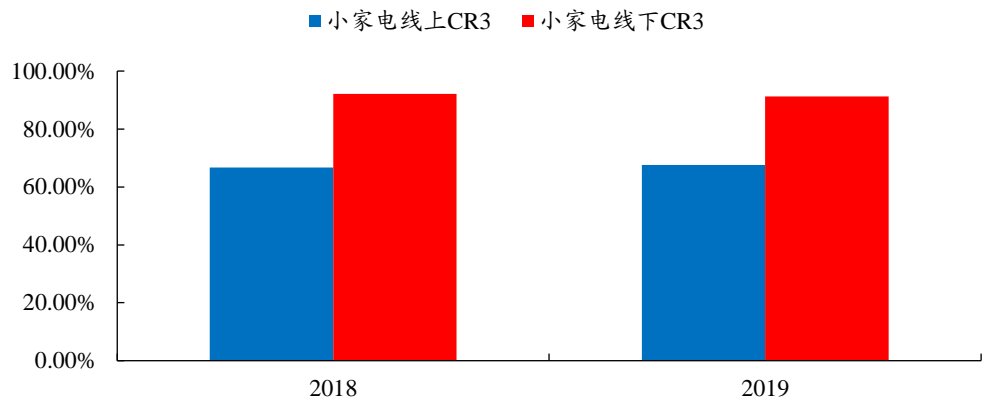
资料来源：凤凰网

3.4.3、渠道端：顺应线上消费潮流，经销商兼职营销

站在新兴品牌角度，小家电行业线上竞争格局优于线下，且线上市场渠道呈现“多元化”趋势，存在“弯道超车”的可能性。根据奥维云网数据，2019年小家电

线上市场 CR3 为 67.6%，远低于线下市场的 91.2%。此外，随着短视频、直播、社群平台等新兴渠道兴起，线上消费开始呈现多样化，给予新兴品牌一定发展机遇。

图31: 小家电行业线上 CR3 集中度低于线下

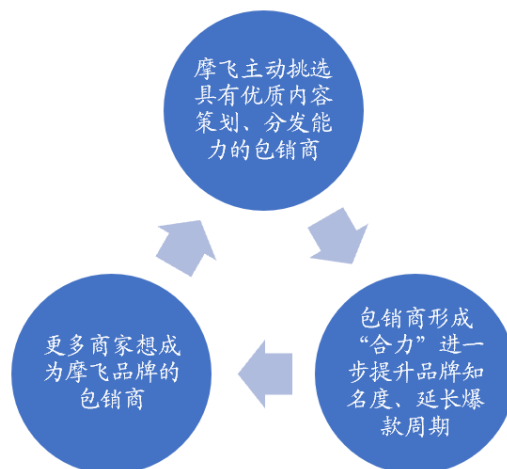


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

摩飞产品销售渠道以线上为主，线下渠道主要起销售展示及品牌宣传作用。根据公司 2020 年 3 月 12 日披露的投资者关系活动记录表，摩飞产品主要以线上销售为主，在淘宝、京东等传统电商及小红书、抖音、直播等新兴渠道均有布局。线下渠道整体占比较低，约 10%-20%，主要集中在高端百货、精品超市、潮牌店等。线下渠道主要起到销售展示及品牌宣传的作用。

摩飞品牌主动挑选具有内容策划、分发能力的承销商，进一步强化品牌营销，形成正反馈循环。根据 2020 年 2 月 7 日公司披露的投资者关系活动记录，摩飞品牌在挑选包销商时，区别于传统渠道商强调的物流、客服、资金等能力，更看重分销商的内容策划、分发能力，而随着众多具有内容策划分发能力的分销商形成合力，无形中又进一步提升知名度，延长爆款周期，吸引更多商家想成为摩飞的包销商，形成积极的正反馈。

图32: 摩飞的包销商制度进一步强化品牌营销，形成正反馈



资料来源：开源证券研究所

3.5、摩飞的核心竞争力

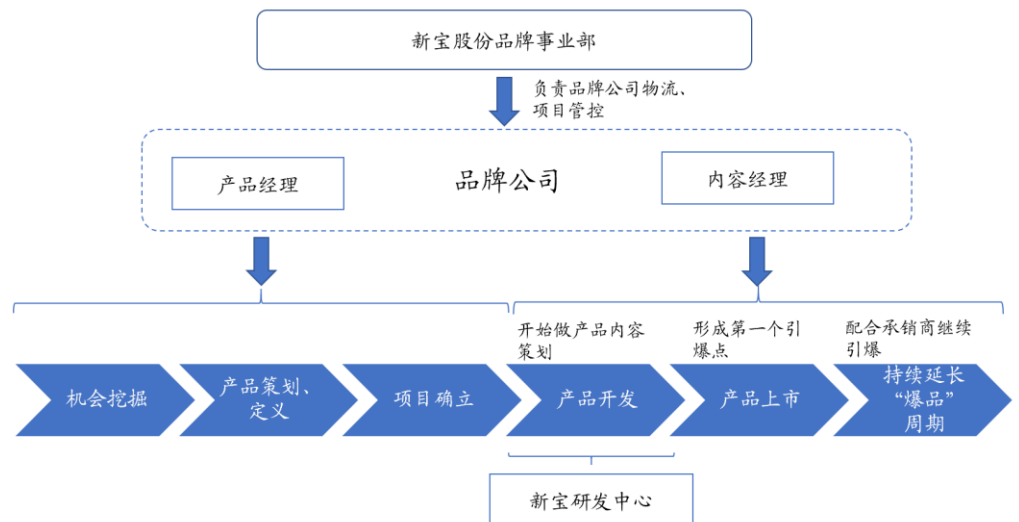
表面看，摩飞的成功得益于其对于产品打磨、对新型营销手段的把握，而其本质是公司“产品经理”、“内容经理”制度及强大的供应链能力所带来的核心竞争力。持续、多款爆品的出现一方面证明了其组织架构的优越性，另一方面也给公司打造多个“摩飞”提供了可能性。

3.5.1、对产品、营销的把控源于“产品经理”、“内容经理”制度

内部改革成立了品牌事业部，品牌公司将重心放在产品和营销。2018年，新宝股份成立品牌事业部，为品牌公司（摩飞品牌公司、东菱品牌公司）提供各类综合服务，包括物流、项目管控等，让品牌公司将重心放在产品和营销。同时，在品牌公司内部设立“产品经理、内容经理”制度专门对接产品及营销工作。

- （1） 产品经理主要负责产品机会挖掘、产品策划、产品定义及项目确立。当项目确立以后，再把流程安排到原有的组织架构中，由研发中心实现产品开发。
- （2） 内容经理主要负责引爆产品，在产品开发阶段，内容经理便开始做产品内容策划，在产品首发日形成第一个引爆点，之后再配合具有品宣能力的承销商将爆款的周期尽可能延长。

图33：产品经理、内容经理制度为爆款保驾护航



资料来源：开源证券研究所

3.5.2、完整、优异的供应链能力是公司打造“爆款”的根基

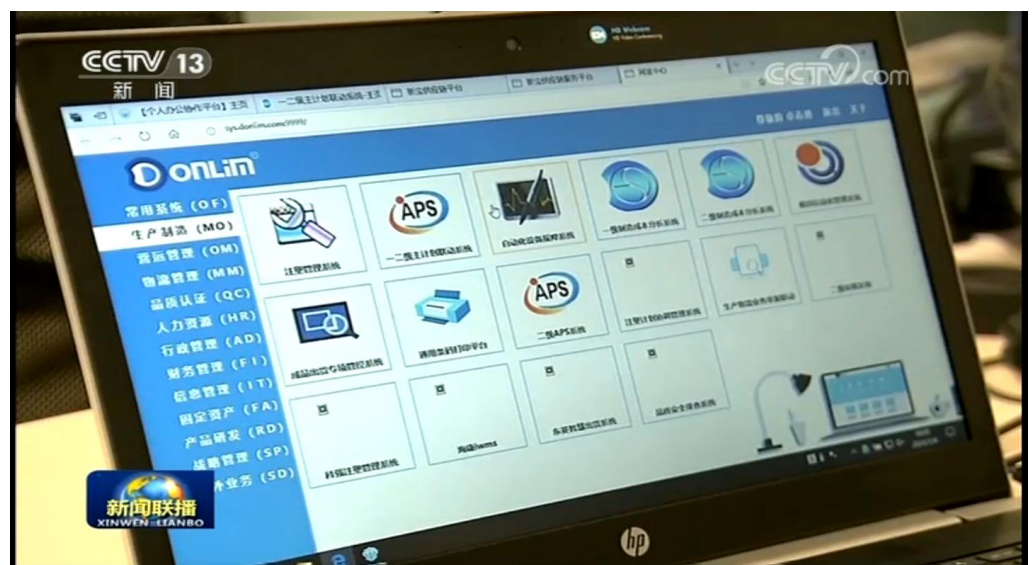
强大的供应链能力是公司打造爆款单品的基础。“单品爆款”的销量往往具有较大弹性，因此公司的供应链能力是支撑爆款的基础。我们认为，公司强供应链能力主要体现在完整的深度配套能力及注重信息化建设带来的柔性供应链能力。受益于其强供应链能力，根据2020年3月6日新闻联播信息，新宝股份在2020年3月份订单不降反升，同比提升11.8%。

向上游延伸产业链，加强自我配套能力。根据招股说明书，目前公司向上游整合了塑胶模具分厂、电机分厂、五金件制品分厂、不锈钢制品厂和色粉厂等配件分

厂，拥有自主研发塑胶模具、五金模具、压铸模具和自我配套塑胶配件、电器配件、五金配件、压铸配件的能力。目前如电机、电路板等约 50% 的零配件由公司内部配套生产完成，确保产品品质及交货期。

重视信息化管理，打造柔性供应链，灵活满足客户需求。根据新闻联播信息，新宝股份以订单为核心，纳入自身及上下游产业链 147 个系统，1400 多家供应商打造了一套产业链监控系统。系统包含详细的产业链数据，从与客户洽谈意向、接订单、物料准备、配件生产、总装、出货等一应俱全。同时，信息化系统还会根据上游物料情况灵活调整生产交付周期，具有高度的灵活性和应变能力。根据招股说明书数据，公司从谈判意向到交货周期一般为 30~40 天，比行业平均水平提前 10 天左右，不仅增加客户的满意度，而且缩短了经营周期，减少了资金占用。

图34：新宝股份先进的信息化供应链系统作为优秀案例登上 2020/3/6 新闻联播



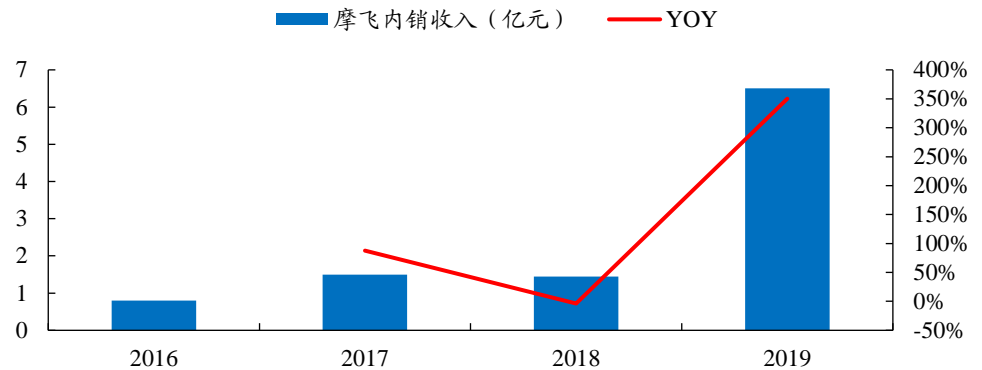
资料来源：新闻联播

4、内销收入增长可期，代工业务持续推动自动化及信息化

4.1、摩飞品牌：扩品类、产品加速更新迭代

高毛利率的摩飞销售收入持续提升。由于产业附加值不同，公司内销业务毛利率显著高于海外 OEM 业务毛利率。摩飞尽管品牌源于英国，但在国内销售的产品由公司独家生产、设计、代理销售，高附加值也带来了相应的高毛利率。近年来，随着摩飞“单品爆款”的策略取得一定成功，其内销收入实现快速增长，根据公司投资者关系官网及年报披露的信息，2016-2019 年摩飞内销收入由 0.8 亿元增长到 6.5 亿元，CAGR 达 101%。

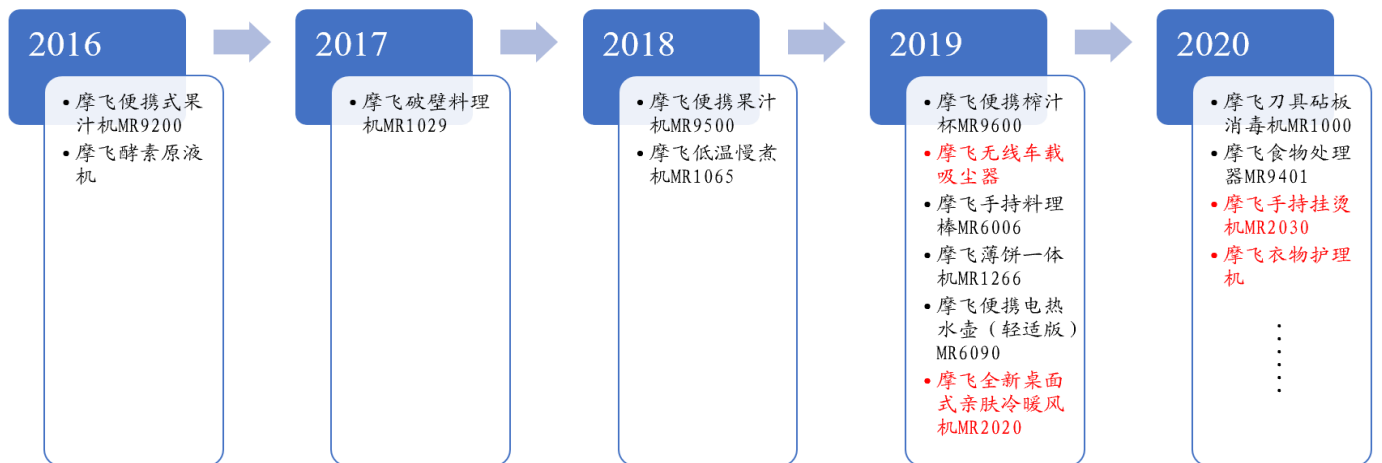
图35：摩飞内销收入快速提升



数据来源：新宝股份 2019 年年报、新宝股份投资者关系官网、开源证券研究所（2019 年为年报公布值，2018 年为计算值，2016-2017 年为投资者关系官网披露值。）

近年来摩飞加速产品更新迭代，品牌“爆款单品”周期有望延长。近年来摩飞持续进行品类扩张、产品更新迭代。品类的快速扩张一方面体现了公司强大的设计研发及供应链能力，另一方面也提升了出现“爆款单品”的概率。此外，公司于 2019 年推出无线车载吸尘器，实现从厨房电器向家居电器的扩张，扩大了产品覆盖范围。除了品类扩张，公司也在原有“爆款单品”上持续进行更新迭代，延长爆款周期，如 2016 年的便携式果汁机 MR9200，在 2018 年升级为便携式果汁机 MR9500，2019 年更是“进化”为便携式榨汁杯 MR9600，持续延长“爆款”周期。

图36：近年来摩飞持续扩品类、加快新品推出速度



资料来源：摩飞官方微信公众号、开源证券研究所（注：红色字体为家居电器类，黑色字体为厨房电器类）

4.2、其他自有品牌：找准定位，有望再造“摩飞”

东菱开始布局年轻消费市场。随着 90 后为代表的新兴消费力量的崛起，消费开始呈现多元化的趋势。基于年轻消费者的特征，东菱未来将聚焦更多细分场景需求，通过微创新的产品、多元化场景以及标签化内容，与用户近距离建立联系，满足年轻个性与兴趣的表达，致力成为更懂年轻人的生活方式品牌。

图37: 东菱 2019 年品牌战略发布会



资料来源: 东菱微信公众号

图38: 东菱品牌趋向年轻化



资料来源: 东菱微信公众号

Barsetto 百胜图携手苏宁, 向“城市咖啡生态圈”持续迈进。随着咖啡文化在国内的逐步普及, 咖啡零售行业成为商业竞争焦点。2018 年, 百胜图发布全新品牌形象, 致力于构建城市咖啡生态圈, 打造新的品牌口号“总有一杯在身边”。近年来, 百胜图已与苏宁开展全面合作, 为苏宁易购、苏宁小店、CBD 店、无人店等全方位提供咖啡服务, 通过不同的商用机型来解决不同场景下的多元化咖啡消费需求, 致力于成为中国咖啡零售市场领军者。

图39: 百胜图发布全新品牌战略“总有一杯在身边”



资料来源: 百胜图官网

4.3、代工业务: 持续扩大代工业务优势, 提升盈利能力

持续扩大代工业务优势, 提高盈利能力。根据 2019 年年报, 以代工为主的国外销售收入占比为 80.20%, 考虑到国内销售收入中也包含 OEM/ODM 订单销售收入, 整体来看, 代工业务收入仍是公司主营业务。未来公司将继续从多个角度扩大代工业务原有优势, 提升整体盈利能力。

- (1) **加强代工业务上游原材料的自我配套能力。**根据招股说明书, 目前公司向上游整合了塑胶模具分厂、电机分厂、五金件制品分厂、不锈钢制品厂和色粉厂等配件分厂, 拥有自主研制塑胶模具、五金模具、压铸模具和自我配套塑胶配件、电器配件、五金配件、压铸配件的能力。目前如电机、电路板等约 50% 的零配件由公司内部配套生产完成, 确保产品品

质及交货期。

- (2) **加大代工业务自动化、信息化投入，提升重点产品线的国际竞争力。**公司将主动淘汰和替换落后设备，以投入产出比作为主要依据，精准聚焦自动化、少人化和节能化。此外，公司还将加大信息化供应链建设，结合市场的订单预测和未来销售规划，对新扩产项目分级分类，精细化展开扩产。有效降低平台产品成本，保证重点产品线在国际中的价格竞争力。
- (3) **加强代工业务与欧美高端品牌合作，加快新兴市场拓展，提升订单质量。**目前公司与海外知名品牌商保持密切合作，由于国际采购商风险偏好较低，更乐意与代工龙头合作，未来公司海外代工市占率仍有提升空间。在新兴市场加速布局，目前公司在国内已与小米、名创优品、拼多多等企业开始合作。
- (4) **运用金融手段对冲海外代工业务汇率波动风险。**由于海外代工业务主要采用美元结算，因此收入受汇率波动影响较大，未来公司将加强对汇率变动分析，运用远期外汇合约等金融工具保值避险，减少汇兑损失，提升代工业务盈利能力。

5、盈利预测

5.1、关键假设

(1) 内销品牌业务持续扩张推动公司整体营收增长，2020-2022 年收入增速分别为 9.89%，11.80%，12.03%；

(2) 随着品牌业务收入占比持续提升，公司毛利率稳步提升，2020-2022 年毛利率分别为 24.7%，25.8%，26.7%。费用率保持稳定；

5.2、盈利预测与估值

新宝股份是国内出口小家电代工龙头企业，多年的代工经验使公司积累了丰富的客户资源及优异的制造能力。随着消费者、渠道出现变革，公司以“类目快切、内容种草、单品打爆”的方式，推动品牌业务快速发展，逐步实现向 OBM 企业转型。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 9.14/11.00/13.54 亿元，对应 EPS 为 1.14/1.37/1.69 元，当前股价对应 PE 为 25/21/17 倍，低于小家电可比公司平均估值。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：小家电公司估值情况：新宝股份估值低于同行业可比公司

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002959.SZ	小熊电器	101.39	44.6	29.6	24.9	27.5	45.5	35.1	28.1	22.5
002032.SZ	苏泊尔	66.59	15.0	5.7	15.0	11.3	28.5	27.0	23.4	21.1
002242.SZ	九阳股份	30.86	9.3	12.6	16.0	14.1	28.8	25.5	22.0	19.3
A 股平均							34.3	29.2	24.5	21.0
002705.SZ	新宝股份	28.51	36.7	33.0	20.3	23.1	33.2	25.0	20.8	16.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/05/07，除新宝股份外，其他公司均使用 Wind 一致预期数据）

6、风险提示

- 1) 汇率、原材料价格波动风险：公司代工业务受汇率、原材料价格影响较大；
- 2) 新品类扩展不及预期：公司品牌业务新品类拓展与市场喜好相关性较高；

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4416	5163	5838	7092	8198
现金	1850	1836	2184	2583	3368
应收票据及应收账款	1161	993	1236	1272	1628
其他应收款	70	41	81	56	97
预付账款	23	30	28	37	36
存货	1184	1464	1387	2353	2270
其他流动资产	127	799	922	792	798
非流动资产	2715	2988	2943	2921	2934
长期投资	67	67	71	75	80
固定资产	1828	1941	1903	1884	1855
无形资产	474	527	573	614	668
其他非流动资产	346	452	396	348	332
资产总计	7131	8151	8781	10013	11132
流动负债	3214	3569	3643	4214	4336
短期借款	334	143	143	143	143
应付票据及应付账款	2251	2509	2653	3033	3254
其他流动负债	629	917	846	1038	939
非流动负债	0	254	213	173	133
长期借款	0	200	159	119	79
其他非流动负债	0	54	54	54	54
负债合计	3214	3823	3856	4387	4469
少数股东权益	14	29	31	34	37
股本	813	801	801	801	801
资本公积	1227	1139	1139	1139	1139
留存收益	1947	2354	2790	3299	3945
归属母公司股东权益	3903	4299	4893	5592	6626
负债和股东权益	7131	8151	8781	10013	11132

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	445	1444	937	1161	1560
净利润	504	688	917	1103	1357
折旧摊销	347	369	333	376	397
财务费用	-34	-2	-30	-23	-14
投资损失	40	25	9	-13	15
营运资金变动	-514	379	-293	-284	-198
其他经营现金流	103	-16	0	2	3
投资活动现金流	-673	-1167	-298	-343	-428
资本支出	730	618	-48	-26	9
长期投资	95	-525	-4	-4	-4
其他投资现金流	152	-1074	-350	-374	-424
筹资活动现金流	-28	-301	-291	-418	-346
短期借款	334	-191	0	0	0
长期借款	0	200	-41	-40	-40
普通股增加	0	-12	0	0	0
资本公积增加	0	-88	0	0	0
其他筹资现金流	-363	-210	-251	-377	-306
现金净增加额	-257	-2	348	399	785

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8444	9125	10027	11210	12559
营业成本	6708	6965	7554	8321	9201
营业税金及附加	74	65	80	90	100
营业费用	332	470	457	600	640
管理费用	452	537	569	601	643
研发费用	275	334	324	348	383
财务费用	-34	-2	-30	-23	-14
资产减值损失	8	-12	0	0	0
其他收益	31	45	0	0	0
公允价值变动收益	-35	25	-0	-2	-3
投资净收益	-40	-25	-9	13	-15
资产处置收益	2	-1	0	0	0
营业利润	587	784	1064	1285	1587
营业外收入	15	18	19	13	16
营业外支出	17	7	10	9	11
利润总额	585	795	1073	1289	1593
所得税	82	107	156	186	236
净利润	504	688	917	1103	1357
少数股东损益	1	1	3	3	3
归母净利润	503	687	914	1100	1354
EBITDA	896	1131	1360	1606	1912
EPS(元)	0.63	0.86	1.14	1.37	1.69

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	2.7	8.1	9.9	11.8	12.0
营业利润(%)	25.6	33.6	35.6	20.8	23.5
归属于母公司净利润(%)	23.2	36.7	33.0	20.3	23.1
获利能力					
毛利率(%)	20.6	23.7	24.7	25.8	26.7
净利率(%)	6.0	7.5	9.1	9.8	10.8
ROE(%)	12.9	15.9	18.6	19.6	20.4
ROIC(%)	11.2	14.0	16.6	17.7	18.6
偿债能力					
资产负债率(%)	45.1	46.9	43.9	43.8	40.1
净负债比率(%)	-38.7	-33.2	-36.3	-39.6	-45.8
流动比率	1.4	1.4	1.6	1.7	1.9
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	8.2	8.5	9.0	8.9	8.7
应付账款周转率	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.86	1.14	1.37	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	1.80	1.17	1.45	1.95
每股净资产(最新摊薄)	4.87	5.36	6.11	6.98	8.27
估值比率					
P/E	45.5	33.2	25.0	20.8	16.9
P/B	5.9	5.3	4.7	4.1	3.4
EV/EBITDA	23.8	18.5	15.1	12.5	10.1

数据来源：贝格数据、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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835