

帅丰电器（605336.SH） 乘集成灶行业东风，品牌渠道变革成效可期

2022 年 06 月 10 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

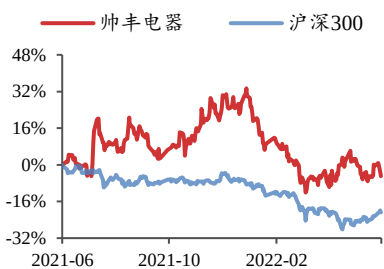
陆帅坤（联系人）

lushuaikun@kysec.cn

证书编号：S0790121060033

日期	2022/6/9
当前股价(元)	25.64
一年最高最低(元)	37.50/22.81
总市值(亿元)	36.42
流通市值(亿元)	11.49
总股本(亿股)	1.42
流通股本(亿股)	0.45
近 3 个月换手率(%)	261.77

股价走势图



数据来源：聚源

● 乘行业东风，品牌渠道变革成效可期，首次覆盖，给予“买入”评级

公司作为国内集成灶领军企业，深耕技术研发、产品差异化实现引领。在集成灶品类低渗透率叠加高景气趋势下，公司持续改善经销商质量，发力多元化渠道拓展、售后体系升级、加码品牌营销投入，市场份额有望进一步提升。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.05/3.84/4.66 亿元，对应 EPS 分别为 2.14/2.70/3.28 元，当前股价对应 PE 为 12.0/9.5/7.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 低渗透率叠加高景气度，集成灶赛道持续高增长亮眼表现

集成灶作为新兴家电品类，对于传统烟灶替代效应明显，2021 年渗透率达 12.4%。集成灶行业零售额从 2015 年的 36 亿元增长至 2021 年的 256 亿元，CAGR 达 38.7%，受益消费升级以及传统厨电品牌的进场布局，行业增速有望维持高增长。产品结构方面，功能丰富化、智能化、高端化发展趋势显著，消毒柜款/蒸箱款份额下滑明显，蒸烤一体款/独立款逐渐成为主流，行业产品迭代升级趋势延续。

● 公司借助底层核心技术实现产品差异化，品牌渠道提升持续加码

（1）产品研发：依托侧吸下排、火焱三燃烧器等行业领先核心技术，公司把握用户需求，推出 X1 蒸烤一体集成灶、X1 双子星 Max 蒸烤同步集成灶等爆款产品，实现差异化引领，根据欧睿咨询，帅丰为 2019-2021 连续三年全国蒸烤一体款集成灶销量领先品牌。2021 年成立杭州创新研究院，助力研发实力进一步强化。（2）渠道售后：公司销售模式线上线下双轮驱动，一方面持续加大招商、通过“标杆俱乐部”、“添翼计划”提升经销商质量，拓展家装、KA、工程等多元化销售渠道；另一方面，通过设立杭州电商中心、推出电商专供款发力线上，2021 年双 11 成绩亮眼。2021 年公司推出全新服务体系——帅丰微笑服务，强化用户粘性和口碑效应。（3）品牌营销：签约“联合国妇女署亲善大使”海清为品牌形象代言人，通过传统（央视循环播放、高铁机场持续曝光）+新兴（小红书等内容平台种草、电视剧产品植入、爆款综艺冠名）营销加码助力品牌形象提升。

● **风险提示：**房地产市场波动风险；市场竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	714	978	1,249	1,566	1,896
YOY(%)	2.3	36.9	27.8	25.3	21.1
归母净利润(百万元)	194	247	305	384	466
YOY(%)	11.7	26.9	23.5	25.9	21.5
毛利率(%)	49.2	46.2	47.5	47.8	48.0
净利率(%)	27.2	25.2	24.4	24.5	24.6
ROE(%)	11.4	13.0	15.2	18.6	21.0
EPS(摊薄/元)	1.37	1.74	2.14	2.70	3.28
P/E(倍)	18.7	14.8	12.0	9.5	7.8
P/B(倍)	2.1	1.9	1.8	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、乘集成灶行业东风，品牌渠道变革成效可期.....	4
1.1、发展历程：深耕技术实力雄厚，品牌产品行业引领.....	4
1.2、公司治理：股权结构稳定，股权激励计划稳固核心人才.....	4
1.3、财务分析：营收提速明显，盈利能力稳中有升.....	5
2、低渗透率叠加高景气度，集成灶行业持续高增长.....	8
2.1、行业空间：集成灶品类加速发展，对传统烟灶替代效应显现.....	8
2.2、品类趋势：升级迭代延续，蒸烤一体/独立款成为主流.....	10
3、差异化产品持续引领，品牌提升持续发力.....	10
3.1、产品研发：依托底层技术产品差异化发展，蒸烤一体产品持续引领.....	10
3.2、渠道：线上线下双轮驱动，全新售后服务流程提升用户体验.....	14
3.3、品牌营销：传统、新兴营销全面发力，品牌影响力持续提升.....	18
4、盈利预测与投资建议.....	20
5、风险提示.....	21
附：财务预测摘要.....	22

图表目录

图 1：公司注重研发创造，推进集成灶产品技术不断更新.....	4
图 2：公司股权结构稳定，实控人为商若云、邵贤庆和邵于佑.....	5
图 3：2021 年公司营业收入同比增长 36.93%，提速明显.....	5
图 4：2018 年以来其他厨电用品收入占比逐年提升.....	5
图 5：2017-2019 年中高端款集成灶收入占比逐渐增加.....	6
图 6：结构拉动下 2017-2020 年公司集成灶均价持续上涨.....	6
图 7：2021 年公司归母净利润同比增长 26.9%，提速较快.....	6
图 8：2017-2021 年公司毛利率整体保持平稳，2021 年受原材料影响有所承压.....	6
图 9：2019 年公司渠道款和中高端款集成灶毛利率高于经济适用款.....	7
图 10：2018-2021 年公司期间费用率保持下降趋势，费率控制能力较强.....	7
图 11：2020-2021 年公司销售费用率水平高于浙江美大，低于火星人、亿田智能.....	8
图 12：2017-2020 年公司净利率逐年递增，受毛利率拖累 2021 年略有下滑.....	8
图 13：2017-2021 年油烟机、燃气灶零售量逐年下滑.....	9
图 14：2021 年油烟机、燃气灶零售额重回正增长.....	9
图 15：2015-2021 年集成灶行业零售量 CAGR 达 32.2%.....	9
图 16：2015-2021 年集成灶行业零售额 CAGR 达 38.7%.....	9
图 17：2016-2021 年国内居民人均可支配收入稳步提升.....	9
图 18：2015-2021 年集成灶品类渗透率持续提升.....	9
图 19：2016-2020 年集成灶品牌数持续增加.....	10
图 20：集成灶行业三大产业集群分布在浙江省和广东省.....	10
图 21：2021 年集成灶线上蒸烤一体/独立款份额提升.....	10
图 22：2021 年集成灶线下蒸烤一体/独立款份额提升.....	10
图 23：公司 2019-2021 连续三年全国蒸烤一体款集成灶销量领先.....	12
图 24：X1 双子星 Max 蒸烤同步款集成灶产品力强劲.....	12
图 25：公司在行业内首家获评“国家认可委员会认可实验室”.....	13

图 26: 公司重视研发创新, 2019 年以来研发费用率保持行业较高水平	14
图 27: 公司销售模式通过线上线下双轮驱动	14
图 28: 2018-2021 年经销收入占主营收入比例稳中有升	14
图 29: 2018 年以来公司对经销商平均销额持续提升	15
图 30: 2018 年以来公司对经销门店平均销额持续提升	15
图 31: 公司设立“标杆俱乐部”, 大力发展经销商	15
图 32: 公司为新加入的经销商举办“新商赋能”活动	15
图 33: 2022 年 3 月公司与德信服务签署战略合作协议	16
图 34: 公司与红星美凯龙等头部 KA 加大合作力度	16
图 35: 天猫直营店为公司线上主要销售平台	16
图 36: 公司明星产品中 T6 双子星、J2 双子星、T1 蒸烤一体夺得电商平台销量冠军	17
图 37: 公司总部向经销商售后服务人员提供培训	17
图 38: 公司设有全国统一的服务热线, 保障消费者权益	17
图 39: 公司对售后服务人员提出“形象规范、收费公开”等要求	18
图 40: 公司蒸箱款 F16 登上《消费主张》, 展示高吸净率	18
图 41: 公司 180 秒短片登上《品牌故事》, 讲述品牌文化	18
图 42: 公司设置高铁列车专线, 提升品牌知名度	19
图 43: 公司上刊北京、杭州等热门城市机场	19
图 44: 公司特约赞助《欢乐喜剧人》, 拓展品牌知名度	19
图 45: 签约海清为品牌形象代言人, 提升品牌知名度	19
图 46: 公司通过抖音营销挑战赛积极布局短视频市场	19
图 47: 展开“百变女神, 一步到位”活动扩大品牌影响	19
表 1: 公司集成灶产品线全面, 以中高端款为主, 同时发展经济适用款、线上电商系列	11
表 2: 公司已掌握多项集成灶核心技术, 打造智能高效的集成灶	13
表 3: 我们预计 2022-2024 年公司集成灶产品将维持量价齐升	20
表 4: 集成灶行业可比公司估值情况	20

1、乘集成灶行业东风，品牌渠道变革成效可期

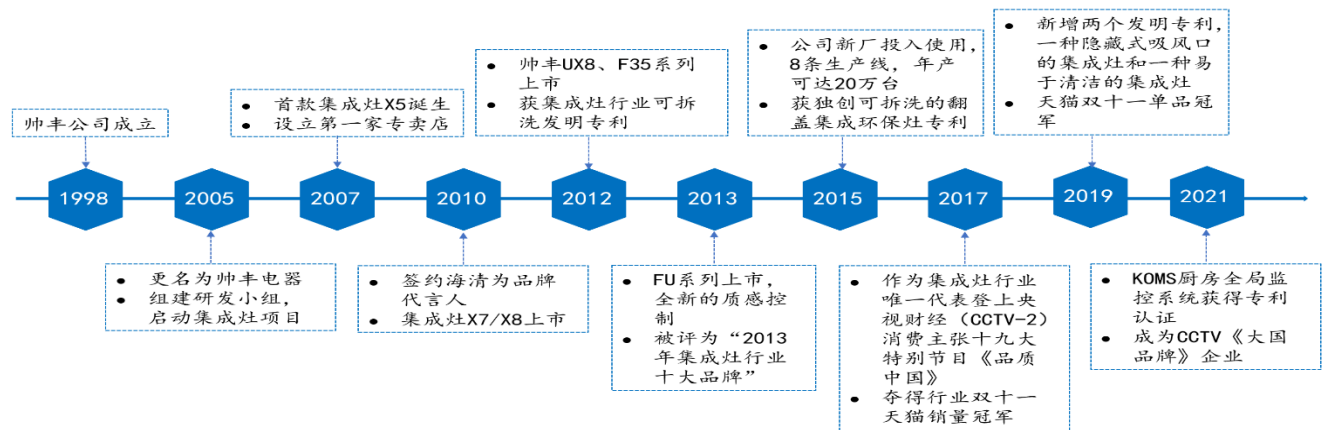
1.1、发展历程：深耕技术实力雄厚，品牌产品行业引领

公司前身帅丰有限成立于 1998 年，2017 年整体变更为浙江帅丰电器股份有限公司，2020 年公司在上交所主板挂牌。历经 20 余年的发展，公司已成为一家集研发、制造、销售为一体的高新技术企业。公司持续丰富产品品类，除集成灶外已相继配套水槽、洗碗机、集成水槽、嵌入式厨电、燃气热水器、橱柜等系列产品，同时正在逐步推进整厨、全屋定制，产品矩阵逐渐完善，致力于为消费者提供一站式集成智慧厨房解决方案。

公司技术实力深厚，收获专业机构认可。2016 年 7 月，公司实验室荣获中国合格评定国家认可委员会认可，成为国家认可实验室，按照相关国家标准、行业标准、地方标准要求，可展开上百项集成灶的相关安全和性能指标的检测。2021 年 7 月，公司获批省级标准国际化试点单位。

公司始终坚持中高端品牌定位，集成灶产品持续热销。2017 年公司作为集成灶行业唯一代表登上央视财经《品质中国》。2021 年 8 月，公司成为集成灶领域首家 CCTV《大国品牌》企业。根据欧睿咨询声明，帅丰为 2019-2021 连续三年全国蒸烤一体集成灶销量领先品牌，验证公司蒸烤一体集成灶行业引领地位。2021 年双十一期间，根据天猫、京东平台官方数据，帅丰 T6 与 J2 型号双子星产品分别夺得各自平台蒸烤独立单品销量第一。

图1：公司注重研发创造，推进集成灶产品技术不断更新

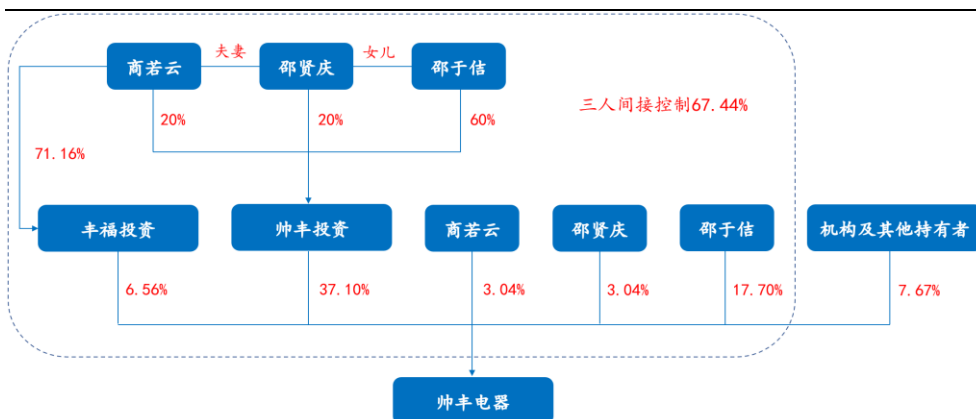


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、公司治理：股权结构稳定，股权激励计划稳固核心人才

公司实控人为商若云、邵贤庆夫妇和二者之女邵于信，股权结构稳定。2022 年 3 月公司发布公告，聘任邵于信担任公司总经理，稳步接班。根据 2022 年公司一季报，商若云、邵贤庆和邵于信分别持有公司 3.04%、3.04%和 17.70%的股份，三人又通过帅丰投资间接持有公司 37.10%的股份。另外，商若云通过丰福投资间接控制公司 6.56%的股份。商若云、邵贤庆和邵于信三人合计控制公司 67.44%的股份，持股集中度较高，公司股权结构稳定。

图2：公司股权结构稳定，实控人为商若云、邵贤庆和邵于信



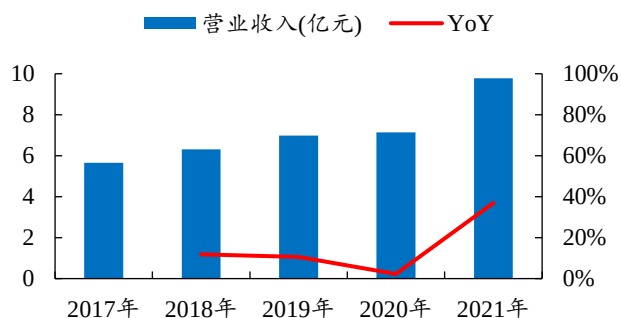
资料来源：Wind、开源证券研究所

通过股权激励计划，绑定核心人员与上市公司利益一致。2021年5月，公司首次向公司及子公司共33名核心人员以13.205元/股授予股票激励，激励股票总计为122.50万股，占公司总股本的0.87%；2022年1月，公司以17.09元/股的授予价格向37名核心人员授予30.625万股限制性股票。股权激励计划的推进，将公司核心人员的利益与公司的利益紧密绑定，激发了核心人员的工作动力，有助于公司未来持续稳定发展。

1.3、财务分析：营收提速明显，盈利能力稳中有升

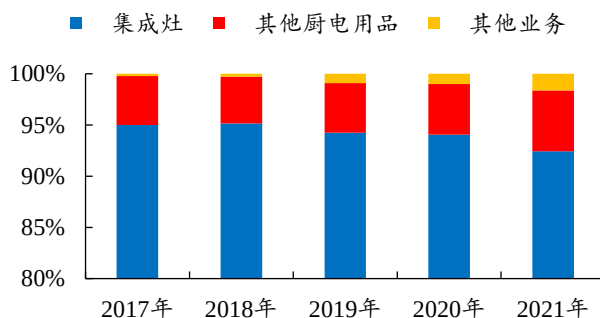
公司营收逐年递增，主要由集成灶贡献。2017-2021 年公司营业收入逐年增加，从 2017 年的 5.65 亿元到 2021 年的 9.78 亿元，CAGR 为 14.7%。2021 年公司营业收入同比增长 36.93%，提速明显。公司核心品类集成灶贡献主要收入，2021 年公司集成灶收入为 9.04 亿元，橱柜、洗碗机以及集成水槽等其他厨电用品收入为 0.58 亿元，其他业务收入 0.26 亿元。集成灶品类营收占比稳定在 90%以上；2018-2021 年水洗类、橱柜等其他厨电用品营收占比持续提升，从 2018 年的 4.6%提升到 2021 年的 5.9%。伴随公司产品线布局提速，2022 年公司其他厨电用品收入占比有望进一步提升，产品结构更为健康。

图3：2021 年公司营业收入同比增长 36.93%，提速明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

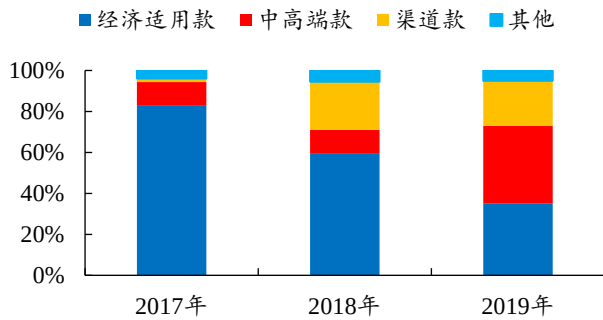
图4：2018年以来其他厨电用品收入占比逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

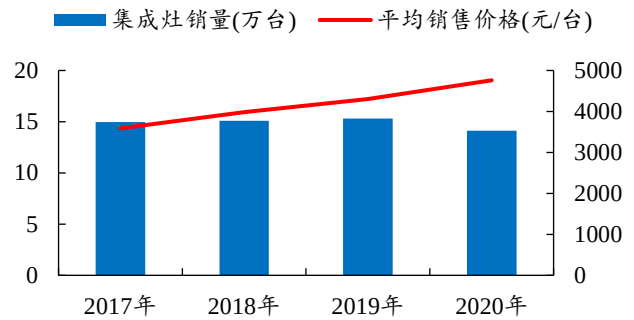
产品结构提升下公司集成灶销售均价持续上涨。在中高端机型占比提升的拉动下，2017-2020 年公司集成灶均价从 3588 元提升到 4761 元。我们预计随着新产品的推出，中高端产品销售占比将会进一步增加。

图5：2017-2019 年中高端款集成灶收入占比逐渐增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

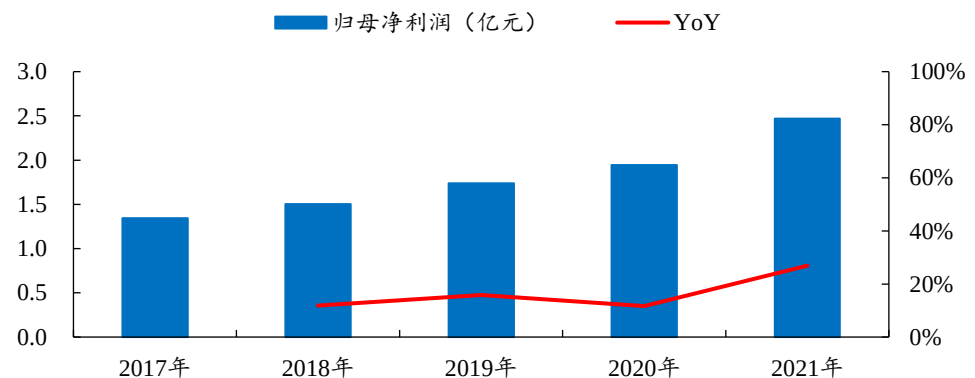
图6：结构拉动下 2017-2020 年公司集成灶均价持续上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 16.5%，2021 年公司归母净利润同比增长 26.9%，提速较快，我们预计在公司持续推进品牌提升、产品提升、渠道扩张下，公司有望保持较快增长。

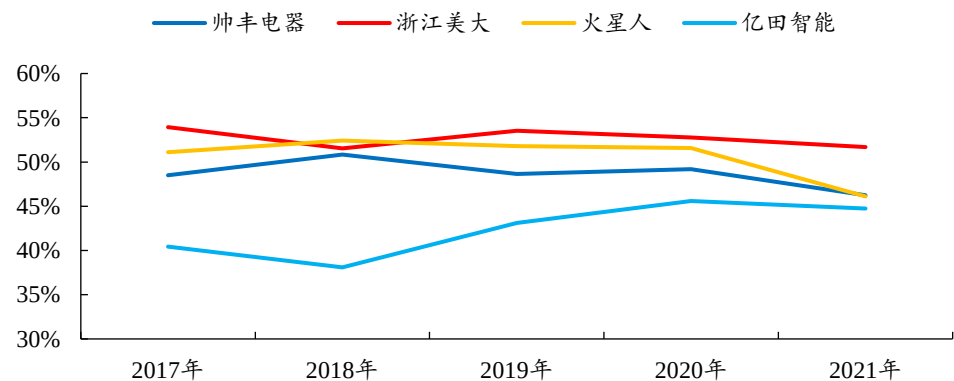
图7：2021 年公司归母净利润同比增长 26.9%，提速较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

2017-2021 年公司毛利率整体保持平稳，受原材料上涨影响，2021 年公司毛利率为 46.2%，同比下降 3.0pcts。与可比公司相比，公司 2021 年毛利率低于浙江美大，高于火星人和亿田智能。伴随公司品牌力逐步提高、中高端产品占比逐步提升，我们预计公司毛利率长期向好。

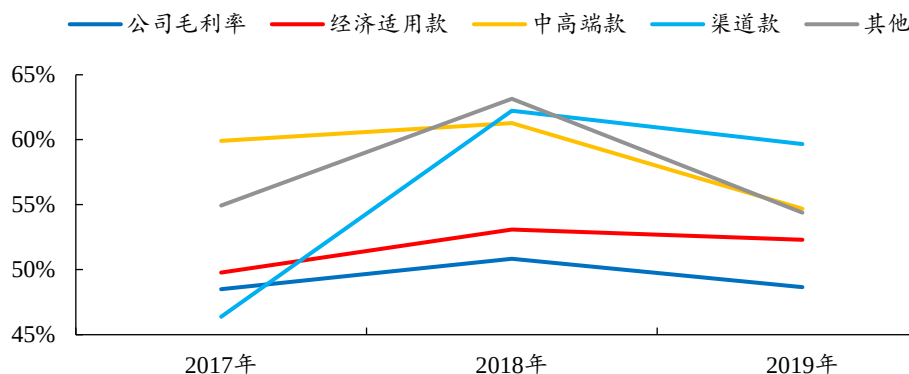
图8：2017-2021 年公司毛利率整体保持平稳，2021 年受原材料影响有所承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

分集成灶品类看，中高端款和渠道款毛利率高于经济适用款毛利率。由于中高端款和渠道款收入占比较高，品类毛利率变化对公司毛利率有较大影响。2019 年公司毛利率略有下降，主要由于公司推出中高端蒸烤一体集成灶的生产成本较高而售价未大幅提升。

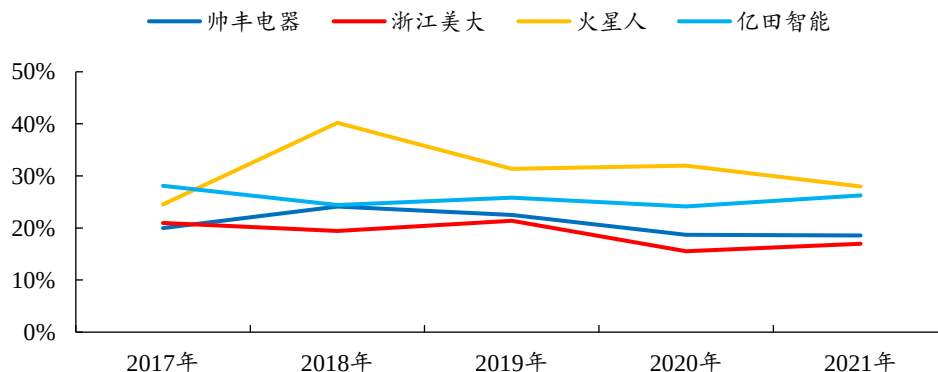
图9：2019 年公司渠道款和中高端款集成灶毛利率高于经济适用款



数据来源：Wind、开源证券研究所

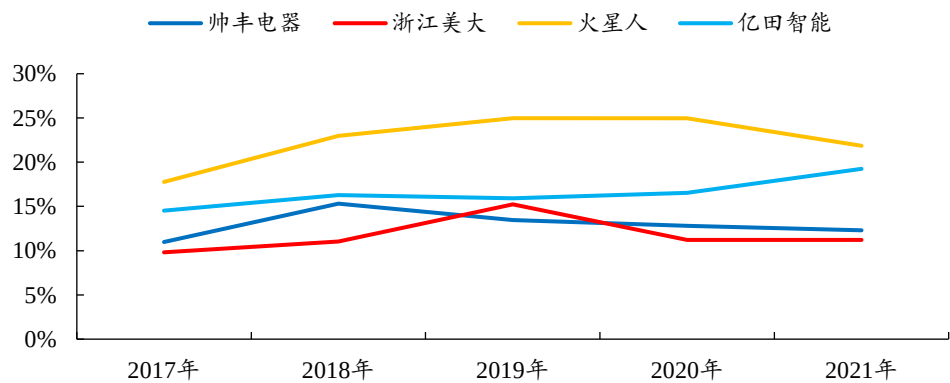
2018-2021 年公司期间费用率保持下降趋势，费率控制能力较强。与可比公司相比，2021 年公司期间费用率水平低于火星人、亿田智能，与浙江美大的费率差距较 2020 年有所减小。

图10：2018-2021 年公司期间费用率保持下降趋势，费率控制能力较强



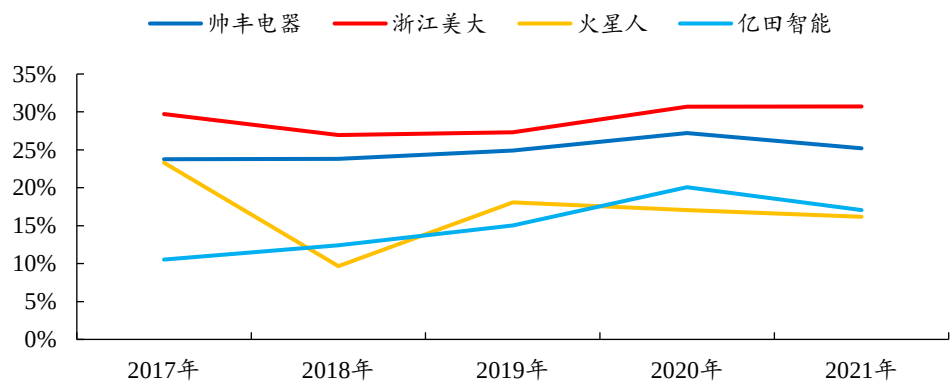
数据来源：Wind、开源证券研究所

具体到销售费用率来看，2018-2021 年公司销售费用率逐渐递减，从 15.3% 下降到 12.3%，与火星人和亿田智能相比，公司的销售费用率水平不高，我们预计公司后续将逐步加大销售费用投放力度，配合差异化产品体系，有望拉动销售收入增长提速。

图11：2020-2021 年公司销售费用率水平高于浙江美大，低于火星人、亿田智能


数据来源：Wind、开源证券研究所

2017 年以来公司净利率稳中有升，从 2017 年的 23.8%，提升到 2021 年的 25.2%，主系公司毛利率保持平稳下，控费提效贡献。对比行业内可比公司，公司 2021Q1-3 净利率处于较高水平，低于浙江美大，高于亿田智能、火星人。

图12：2017-2020 年公司净利率逐年递增，受毛利率拖累 2021 年略有下滑


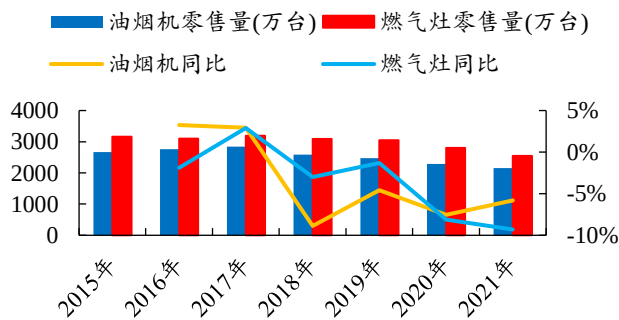
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、低渗透率叠加高景气度，集成灶行业持续高增长

2.1、行业空间：集成灶品类加速发展，对传统烟灶替代效应显现

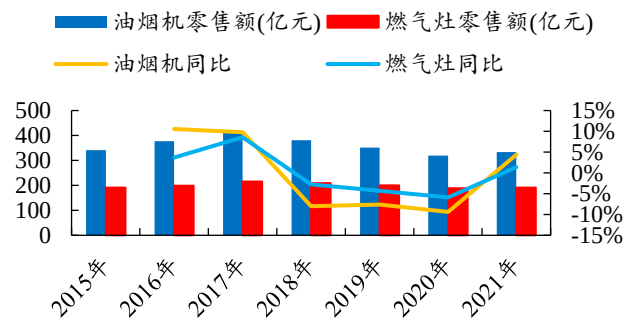
传统厨电品类中，油烟机和燃气灶国内行业表现较为疲软。自 2017 年以来，油烟机和燃气灶的国内零售量持续下滑。从国内零售额来看，2017-2020 年油烟机和燃气灶品类均呈现持续下降的趋势，2021 年油烟机、燃气灶零售额分别增长了 4.4%、1.4%，重回正增长。

图13：2017-2021年油烟机、燃气灶零售量逐年下滑



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

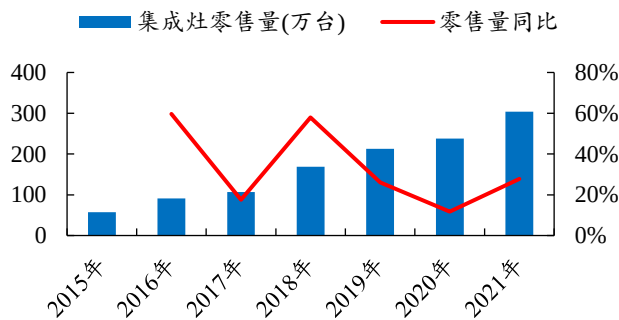
图14：2021年油烟机、燃气灶零售额重回正增长



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

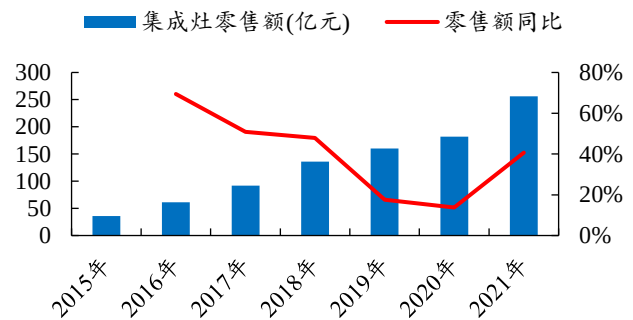
从国内集成灶行业表现看，2015-2021年集成灶行业零售量CAGR达32.2%，2015-2021年集成灶行业零售额CAGR达38.7%，量价齐升、发展前景广阔。集成灶零售量增速持续跑赢传统烟灶，说明集成灶对传统烟灶有较好的替代效应，渗透率提升逻辑持续验证。

图15：2015-2021年集成灶行业零售量CAGR达32.2%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

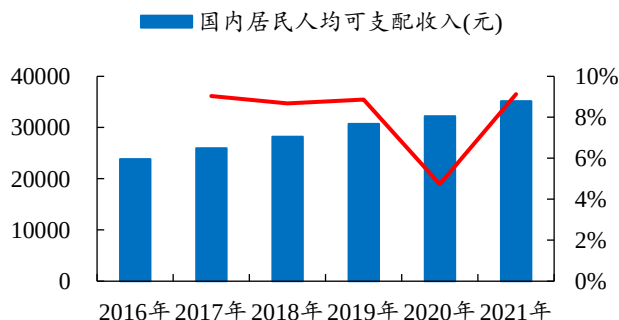
图16：2015-2021年集成灶行业零售额CAGR达38.7%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

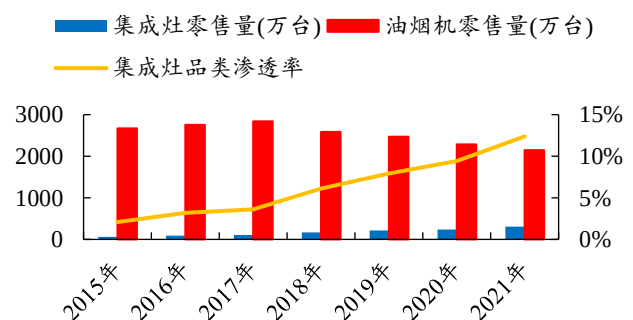
集成灶品类渗透率低、景气度高，伴随国内居民人均可支配收入增加、高端厨电需求提升，集成灶渗透率有望进一步提升。国内居民人均可支配收入从2016年的23821元增长至2021年的35128元，CAGR为8.1%。我们通过公式集成灶渗透率=集成灶零售量/（集成灶零售量+油烟机零售量）来测算，2015-2021年集成灶品类渗透率从2.1%提升到12.4%，渗透率持续提升，且上升空间仍较大。

图17：2016-2021年国内居民人均可支配收入稳步提升



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

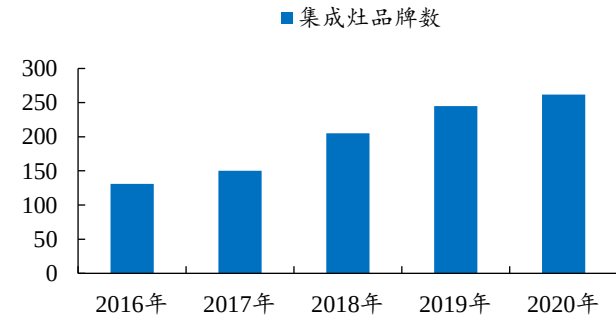
图18：2015-2021年集成灶品类渗透率持续提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2016-2020 年集成灶行业内品牌数量不断增加，从 131 家增长到 262 家，品类普及提速。从产业集群分布来看，主要分为以浙江美大、火星人为代表的浙江海宁产业集群，以帅丰电器、亿田智能为代表的浙江嵊州产业集群，以美的集团、TCL 为代表的广东佛山中山产业集群。

图19：2016-2020 年集成灶品牌数持续增加



数据来源：中怡康、开源证券研究所

图20：集成灶行业三大产业集群分布在浙江省和广东省



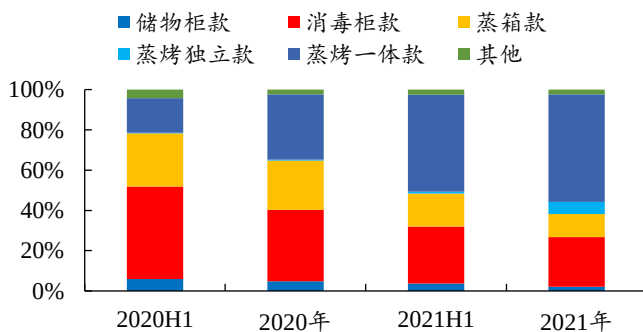
资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2.2、品类趋势：升级迭代延续，蒸烤一体/独立款成为主流

集成灶行业产品结构不断升级，蒸烤一体/独立份额提升较快，消毒柜款/蒸箱款份额下滑明显。2021 年蒸烤一体款线上份额达 53.4% (+20.9pcts)，线下份额达 29.6% (+21.9pcts)。2021 年蒸烤独立款线上份额达 6.1% (+5.2pcts)，线下份额达 11.8% (+7.9pcts)。从传统的蒸箱款和消毒柜款来看，2021 年蒸箱款线上份额达 11.4% (-5.0pcts)，线下份额达 9.8% (-6.5pcts)。2021 年消毒柜款线上份额达 24.7% (-3.6pcts)，线下份额达 36.5% (-12.1pcts)。

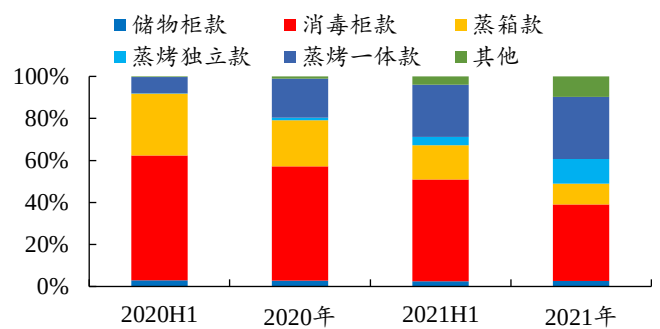
根据奥维云网 2021 年集成灶线上渠道细分数据，消毒柜款主销价格带 6000-8000 元，蒸箱款主销价格带 8000-10000 元，蒸烤一体款主销价格带 10000-13000 元，蒸烤一体款主销价格带 10000-14000 元。我们认为，在头部品牌主推蒸烤一体款和蒸烤独立款集成灶的趋势下，万元以上高端市场份额预计将稳步提升。

图21：2021 年集成灶线上蒸烤一体/独立款份额提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图22：2021 年集成灶线下蒸烤一体/独立款份额提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

3、差异化产品持续引领，品牌提升持续发力

3.1、产品研发：依托底层技术产品差异化发展，蒸烤一体产品持续引领

公司自 2005 年组建团队研发集成灶产品开始，在集成灶领域不断深耕。从消费

需求出发，持续进行集成灶产品的迭代升级。从单独烤箱款、蒸箱款集成灶，到蒸烤一体款，再到左蒸右烤的同步款，在产品功能、性能行业领先。

公司集成灶分为 V 系列、F 系列、E 系列、S 系列、X 系列和电商系列（U 系列、N 系列和 T 系列），能够满足消费者蒸、烤双需求，根据不同型号还配备消毒柜、烘干柜和储物柜。V 系列是公司较早推出的产品，主要定位是经济适用款，适合对集成灶功能需求不多的消费者。F 系列、E 系列、S 系列和 X 系列主要是公司近几年推出的产品，属于中高端价位，配备的功能较为丰富，包括蒸烤一体、蒸烤同步等。电商系列也是公司近几年发展重点，产品具备语音控制、蒸烤一体的功能。

表1：公司集成灶产品线全面，以中高端款为主，同时发展经济适用款、线上电商系列

产品定位	产品系列	产品型号	配备功能
经济适用款	V 系列	V3	储藏柜、消毒柜
		V10	储藏柜、消毒柜
		V7	消毒柜、蒸箱、蒸烤一体
中高端款	F 系列	2019F16	消毒柜、蒸箱、蒸烤一体
	E 系列	E3	消毒柜、蒸箱、蒸烤一体
		E6	
	S 系列	S63	蒸箱、蒸烤一体
		S65	
	X 系列	X1	蒸箱、蒸烤一体、语音控制
渠道款	U 系列	U1	蒸箱、蒸烤一体、语音控制
		U3	储藏柜、消毒柜
	T 系列	T1	蒸箱、蒸烤一体、语音控制
	N 系列	N3	蒸箱、远程控制

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

公司的集成灶依托侧吸下排技术，在气味降低度、燃气灶热效率、油脂分离度、噪声等性能指标方面处于行业领先水平。（1）吸烟口距离灶面仅 20-30cm，气味降低度可达 99.96%。（2）高负压风道系统，噪声低至 67dB。（3）独特的全封闭油路和油脂分离系统，油脂集中收集，油脂分离度可达 98.91%。（4）公司自主研发可拆卸导烟板技术，解决了集成灶行业内部清洗难题。（5）全智能控制吸烟导流板，烟灶联动，避免灶具工作时吸油烟机启动不及时而产生的油烟，当灶具停止工作后吸排烟系统可延时自动关闭。（6）产品设置童锁功能，真正控制儿童使用所带来的安全风险。（7）同时产品采用烟道防火装置，在明火意外进入风道后能自动切断电源和气源，保障人身安全。（8）行业首推的 KOMS 系统，可有效防止锅内干烧引起的炊具损坏及火灾安全隐患，并具有烹饪实时油温显示。（9）集成灶具有语音控制功能和 APP 远程控制功能。

通过精准洞察消费需求，公司打造爆品引领消费趋势。根据欧睿数据，2019-2021 年帅丰蒸烤一体款集成灶连续三年全国销量领先。X1 蒸烤一体、S63 蒸烤一体、S65 蒸烤一体为公司的核心蒸烤一体款产品。

2021 年公司与浙工大联合研发的帅丰荣耀 S65 蒸烤一体集成灶，荣获中国家电及消费电子博览会“2021 艾普兰奖优秀产品”奖，同时获得了中国建筑装饰协会颁发的“红鼎应用 TOP10”。S65 蒸烤一体集成灶产品力强劲，搭载公司自主研发的 KOMS 智能监控辅助系统，植入最先进的医疗级长距红外测温模块，基于采集数据

包，通过人工智能算法，系统精确判断用户当前的烹饪状态，实时监测锅内温度，辅助用户掌握火候，并带有超高温提示、防干烧熄火等功能。

图23：公司 2019-2021 连续三年全国蒸烤一体款集成灶销量领先



资料来源：欧睿咨询

在蒸烤一体款之外，公司凭借产品研发，创新推出了蒸烤同步款集成灶。2022 年公司推出 X1 双子星 Max 蒸烤同步款集成灶。在保留原有的蒸烤特色功能外，对腔胆、面板、容量进行全面更新，同时配备 KOMS 厨房全局监控系统。（1）腔内采用纳米钛金内胆，有效降低油污附着力，抑制细菌滋生。（2）灶面采用黑晶无痕面板，仿荷叶自洁抗污属性，不易留痕，不沾手印。（3）腔内容积更大，蒸箱容积为 47L，烤箱容积为 32L，满足大量备菜要求。（4）采用 KOMS 厨房全局监控系统，智能控制油温，避免危险发生。

图24：X1 双子星 Max 蒸烤同步款集成灶产品力强劲

型号对比			
型号	X1-8B-100	X1-7B-90T	X1-7B-90S
辅助功能	KOMS厨房全局监控系统	APP远程操控系统	APP远程操控系统
火力	5.2kW	5.2kW	5.2kW
功能配置	纳米钛金内胆 黑晶钢化玻璃面板 6.86寸智能彩屏 六面空气加压烤 最高蒸温可达120℃ 最高烤温可达220℃	意大利卡罗比亚星彩搪瓷内胆 六面空气加压烤 八种蒸烤模式 最高蒸温可达120℃ 最高烤温可达220℃	贴心保温屏 一体拉伸搪瓷内胆 最高蒸温可达200℃ 最高烤温可达250℃
容量	蒸箱47L 烤箱32L	蒸箱42L 烤箱32L	70L
是否同步蒸烤	✓	✓	
顶部是否可加热	✓	✓	✓

资料来源：公司官网

2021 年 10 月，公司与天猫技术联合定制 T6-8B 语音智慧大屏蒸烤分体集成灶。T6-8B 为首款应用天猫火影模组的智能集成灶，具有天猫精灵生态设备接入功能，可接入智能门铃、照明、窗帘等天猫生态设备，可作为智慧家居控制终端。并具备天猫智慧语音，空气烤箱，手机 APP 远程控制的功能。

公司持续推出创新产品引领行业风潮的背后，我们认为公司坚持研发、持续投入的战略路线。公司拥有集成灶行业首家经国家认可委员会（CNAS）认可的实验室，参与了 3 个国际标准、20 个国家标准、4 个行业标准、16 个团体和地方标准的起草、制订，技术实力过硬。公司共有 11 项发明专利、137 项中国实用新型专利、140 项中国外观设计专利，专利积累深厚。

图25：公司在行业内首家获评“国家认可委员会认可实验室”



资料来源：公司官网

公司注重核心技术性能创新，具备集成灶核心元器件的自主设计开发能力，在油烟吸进率、燃烧热效率、油脂分离度、噪声控制等性能指标方面处于行业领先水平。集成灶的燃烧系统搭载了公司自主研发焱动力和火焱三燃烧器，搭配具有实用新型专利的聚能锅架，大幅提升了燃烧效率和热效率；公司独创的斑彩螺直流变频风道系统，在降低噪音的同时提升风压，使整个系统运行效率更高。下一步，我们预计公司通过对物联网 IOT 创新、人机互动创新、厨房烹饪数字化的研究和应用前瞻式创新，有望持续推出迭代新品引领潮流。

表2：公司已掌握多项集成灶核心技术，打造智能高效的集成灶

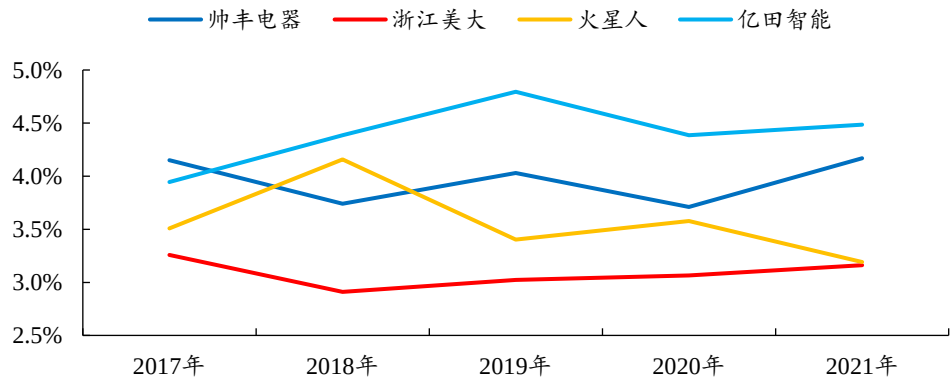
核心技术	主要作用
燃烧器技术	燃气灶具产品标准允许的设计最大热负荷燃烧器，热效率超过一级能效 59%
高效静音风道技术	风道系统运行效率更高，噪声更低
可拆卸导烟板技术	进风口导烟板独立设计，可便于单独拆洗清洁
聚能盘架	充分燃烧燃气，提升热量利用率，并有效保护火焰燃烧状态

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司 2021 年成立杭州创新研究院，专项研究厨电产品的品类创新、形态创新和智能软硬件创新的发展战略，下设产品创新部、工业设计部、智能厨电研究部、核心指标研究部等部门。其中产品创新部通过研究用户体验进行产品创新，工业设计部将品类创新研究应用到产品设计并输出到产品。智能厨电研究和核心指标研究，使产品性能持续保持领先。创新研究院的设立，将有助于强化公司品类创新能力。

2017 年以来公司研发费用率保持行业较高水平。从可比公司看，2019 年以来公司研发费用率高于火星人和浙江美大，低于亿田智能。我们预计，下一步公司有望持续通过研发投入保持优势，改进集成灶工艺和用材，拓展集成水槽、洗碗机、嵌入式电器以及厨房配套项目等品类升级，支撑公司由集成灶单品向全厨场景转型升级。

图26：公司重视研发创新，2019年以来研发费用率保持行业较高水平



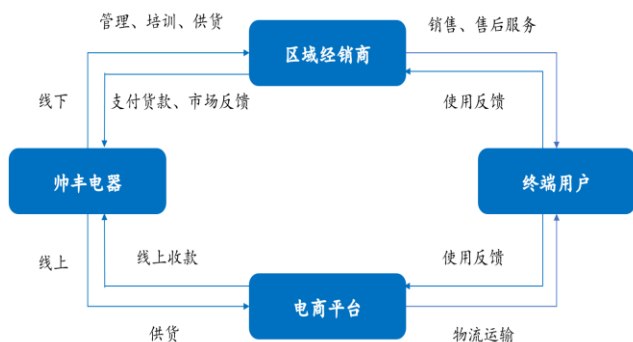
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、渠道：线上线下双轮驱动，全新售后服务流程提升用户体验

基于集成灶较强的线下安装属性，公司一直以扁平高效的经销模式为主要销售模式，省会、地级市、县级市经销商均为总部型扁平化垂直管理，线上线下双轮驱动。

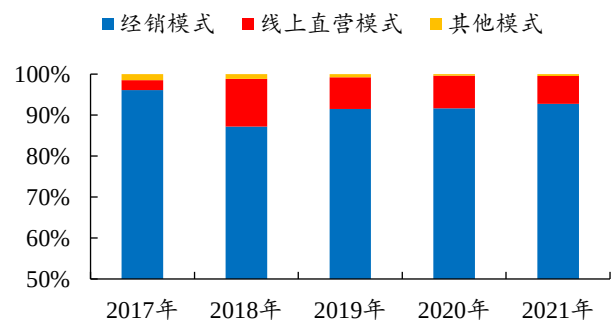
经过多年发展公司已经建立了覆盖全国范围的营销网络和服务体系。2018-2021年经销收入占主营业务收入的比例从87.21%提升到92.72%。公司持续加大推广力度，不断吸引优质经销商加入。下一步公司通过搭建以省为单位的运营中心，承载销售、招商、活动推广、产品培训、拓展渠道、品牌建设、订单管理以及后端服务八大主要职能，将进一步精细化各省经销商的管理工作。

图27：公司销售模式通过线上线下双轮驱动



资料来源：公司公告、开源证券研究所

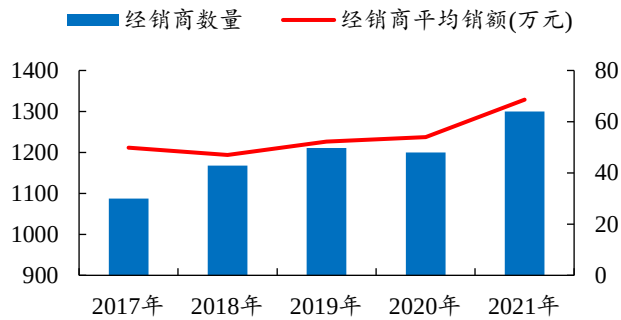
图28：2018-2021年经销收入占主营收入比例稳中有升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

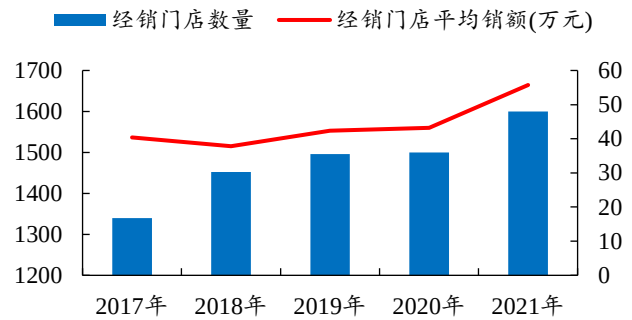
公司持续拓展经销商，经销商质量不断提升。公司持续拓展经销商，经销商数量从2017年的1087家增长至2021年的1300多家，数量持续提升，单经销商销售额持续提升。经销门店从2017年的1340家增长至2021年的1600多家，门店平均销售额从2017年的40万元增长至2021年的56万元，保持提升趋势。2021年公司新增、改造第四代形象店专卖店300多家，并且持续提升经销商质量，实现数量、质量双增长。针对全国一二线市场，公司开展快速布局行动，2021年在上海、武汉、长沙、合肥、重庆、天津、郑州等地新开、改造近50家门店，加快大市场开拓。

图29：2018年以来公司对经销商平均销额持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图30：2018年以来公司对经销门店平均销额持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司总部从营销、开店等多方面扶持经销商，设立“标杆俱乐部”，分享优秀的营销、管理和团队经验；以“标杆商”为核心，带动周边经销商共同发展。通过“添翼计划”新商赋能，助力经销商发展。2021年公司共推出10个主题活动，共计35场大型活动为经销商赋能。为配合大商计划，公司推出了荣耀行动，主要为大商各职能部门提供优先服务。针对销售一线店长，公司组织“青丰计划”超级店长创造营，开展门店、线上等多形式培训，培训开展300场以上，授训人次近3万人，提升终端的销售能力和服务能力。

图31：公司设立“标杆俱乐部”，大力发展经销商



资料来源：公司官网

图32：公司为新加入的经销商举办“新商赋能”活动



资料来源：公司官网

拓展多元化、多层次线下销售网络，全面布局整装渠道、家装渠道、KA渠道、工程渠道等。2022年3月公司与德信服务签署战略合作协议，成为“德信服务美居2022年度官方合作供应商”，为消费者提供一站式厨房安装。在家装渠道方面，公司指导经销商快速开拓家装渠道，实现了与湖南千思等地方家装合作网点700家以上。除了线上天猫、京东平台外，线下家装实体店也是消费者愿意选择的地点，公司设立了独立的KA发展部门，加大与KA渠道合作，如京东家电、京东厨卫、苏宁易购、国美电器等；同时，公司出台经销商进入KA公司的扶持政策，加大经销商对KA的进驻率。在工程渠道方面，公司从地方工程开始突破，河南、江西、山东等区域工程相继完工，完善布局多元化、多层次销售网络。

图33：2022年3月公司与德信服务签署战略合作协议



资料来源：公司官网

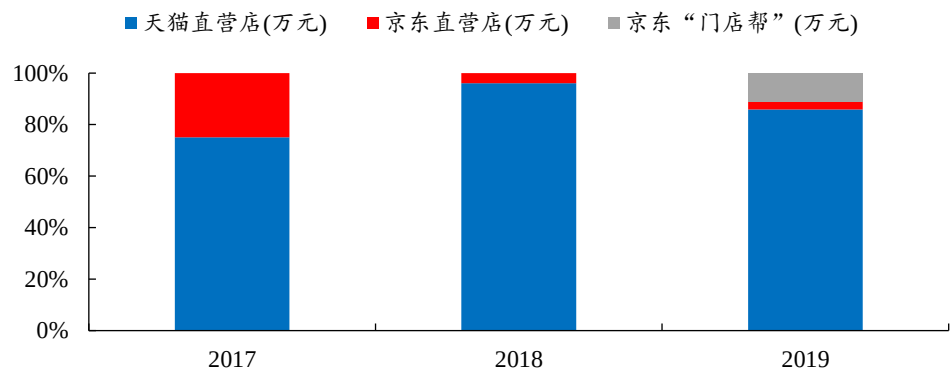
图34：公司与红星美凯龙等头部KA加大合作力度



资料来源：公司官网

公司加快发展电商渠道，成立京东电商部，在杭州设立电商中心扩充团队，推出线上特供款发力线上销售。在线上渠道中，天猫直营店为公司主要收入来源，占比从2017年的75%提升至2019年的85%。为加大京东直营店收入，公司成立京东电商部，增设京东自营店，参与“星火”计划，与京东达成了多维度的合作。公司于2021年3月在杭州设立电商中心，组建电商直播团队，加强电商团队建设和培养，积极抢占线上市场份额。公司还对电商平台推出线上特供款，提升电商渠道收入占比，拉动整体销售。

图35：天猫直营店为公司线上主要销售平台



数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2021年双十一期间，公司多个爆款产品夺得电商销量冠军，两大电商平台销售额同比翻倍。在2021年双11期间，帅丰天猫旗舰店销售额成功破亿，总成交额排名第二。帅丰在天猫和京东两大平台中销售额超过1.7亿，同比增长114%。帅丰J2双子星与T6双子星分别夺得京东、天猫两大电商平台的蒸烤分体单品的销量冠军，T1蒸烤一体夺得天猫平台蒸烤一体单品的销量冠军。

图36：公司明星产品中 T6 双子星、J2 双子星、T1 蒸烤一体夺得电商平台销量冠军



资料来源：公司官网

集成灶前装属性明显，公司全流程售后服务提升用户粘性。集成灶作为新型厨电产品，与传统厨电相比安装更为复杂，功能更加集成化，因此需要提供专业的安装及售后维修服务。为了提升售后服务质量，公司总部会向经销商的售后服务人员提供专门的售后服务培训，为消费者提供更加专业、完善和便捷的服务。同时，公司还设立了全国统一的服务热线，保障每一位消费者的权益。

图37：公司总部向经销商售后服务人员提供培训



资料来源：公司官网

图38：公司设有全国统一的服务热线，保障消费者权益



资料来源：公司官网

2021 年推出全新服务流程体系，为用户提供专业高效的服务支持。公司承诺“及时响应、高效处理、装修无忧、延期收货、高层送货上门”等事项，对服务人员提出“形象规范、收费公开”等要求，制定“2 小时内联系落实、48 小时内上门处理、72 小时内服务闭环”等售后服务政策，保障问题及时解决，为客户提供专业高效的售后服务。2021 年公司推出全新服务流程体系——帅丰微笑服务，推出基础保养套餐与深度保养套餐，为消费者免费提供安全检查、功能调试、产品清洁等集成灶保养服务。公司“微笑服务”通过五星级售后服务认证，有助于提升消费者对公司产品使用感，增强用户粘性。

图39：公司对售后服务人员提出“形象规范、收费公开”等要求



资料来源：公司微信公众号

3.3、品牌营销：传统、新兴营销全面发力，品牌影响力持续提升

2010 年起公司签约“联合国妇女署中国亲善大使”、知名演员海清为品牌形象代言人，强化国内专业厨电品牌形象。并在海清主演的爆款电视剧《小欢喜》中深度植入、宣传品牌“健康厨房”的理念。

通过与国家级主流媒体合作、品牌产品在央视荧幕循环播放。2015 年公司在 CCTV-1 和 CCTV-13 进行广告投入，同时独家冠名 CCTV-2《消费主张》，成为行业内首家获得中央电视台独家冠名权的企业。2020 年公司作为集成灶行业唯一代表，登陆央视《消费主张》十九大特别节目《品质中国》，节目中的 F16 蒸箱款集成灶向观众展示了帅丰集成灶高效的油烟吸净率。2021 年 8 月，公司首次登陆央视《大国品牌》展示品牌故事，讲述品牌文化。2021 年 10 月，帅丰品牌故事片《如果爱有标准》登陆央视 CCTV-1 进行展播。2022 年 1 月，公司《品牌责任》登陆央视，在央视王牌频道多次热播，提升品牌形象，扩大品牌影响力。

图40：公司蒸箱款 F16 登上《消费主张》，展示高吸净率



资料来源：公司微信公众号

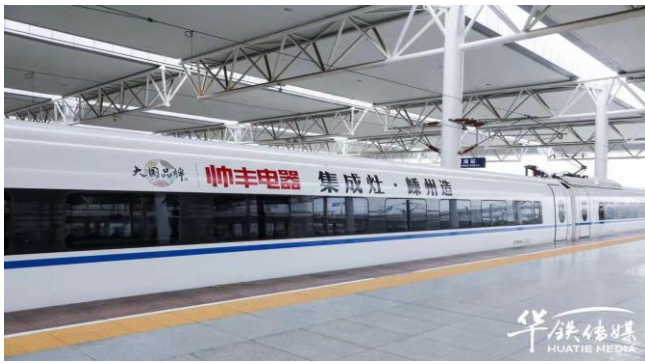
图41：公司 180 秒短片登上《品牌故事》，讲述品牌文化



资料来源：公司官网

通过冠名高铁列车专线、上刊高铁、机场广告位，线下加大曝光力度、扩大招商机会。公司冠名高铁列车专线 G7484，从高铁车外机身、到车内桌贴、天幕都布满品牌标识，有效扩大品牌影响力。公司上刊高铁站广告灯箱，加大品牌传播，扩大招商机会。

图42：公司设置高铁列车专线，提升品牌知名度



资料来源：公司微信公众号

图43：公司上刊北京、杭州等热门城市机场



资料来源：公司微信公众号

在创新营销方面，公司通过电视剧植入、综艺赞助，提升品牌在年轻群体的认知度。公司特约赞助播出《欢乐喜剧人》第七季，借助热门综艺节目的传播，加深品牌形象。公司特约赞助湖南卫视《周六做好菜》综艺节目，传播品牌形象。

图44：公司特约赞助《欢乐喜剧人》，拓展品牌知名度



资料来源：公司官网

图45：签约海清为品牌形象代言人，提升品牌知名度



资料来源：公司官网

公司以抖音、小红书、视频营销为线上推广重点，扩展品牌知名度。公司积极布局短视频市场，设立抖音营销挑战赛，通过明星与达人阵容的强势带动，激发用户的参与度。其中《就是不食人间烟火》抖音播放量破20亿，《丰味烤粽要你考中》、《欢喜过丰年》等视频播放量均破亿，品牌知名度大幅提升。公司在微信、抖音、小红书等平台发起“百变女神，一步到位”活动，鼓励消费者讲述厨房故事，关注消费者的使用体验。通过持续的营销加码，公司品牌声量持续扩大。

图46：公司通过抖音营销挑战赛积极布局短视频市场



资料来源：钱江晚报

图47：展开“百变女神，一步到位”活动扩大品牌影响



资料来源：公司官网

4、盈利预测与投资建议

从公司业务层面看，我们认为集成灶行业需求旺盛，蒸烤一体/蒸烤独立款产品力较强，对传统烟灶具有较明显的替代效应，预计 2022-2024 年公司集成灶收入增速分别为 24%/20%/13%，其中集成灶均价增速分别为 2%/2%/1%，集成灶销量增速分别为 22%/18%/12%；在全厨装修需求提升，橱柜、集成水槽等产品渗透率提升趋势下，预计 2022-2024 年公司其他厨电用品收入增速分别为 60%/60%/60%；预计 2022-2024 年公司其他收入增速分别为 100%/100%/100%。

盈利能力方面，考虑到高毛利率的蒸烤型集成灶产品占比稳步提升，以及 2022 年原材料价格预计将趋于回落，公司毛利率有望持续提升；2022 年预计公司会加大营销投放抢占行业发展机遇，预计净利率有所下降，长期看在毛利率提升带动下预计 2023-2024 年净利率稳步提升。

表3：我们预计 2022-2024 年公司集成灶产品将维持量价齐升

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入/亿元	9.78	12.49	15.66	18.96
yoy	36.93%	27.78%	25.33%	21.08%
集成灶/亿元	9.04	11.25	13.54	15.31
yoy	34.58%	24.44%	20.36%	13.12%
集成灶销量/万台	18.05	22.03	25.99	29.11
yoy	28.00%	22.00%	18.00%	12.00%
集成灶均价/元	5005.74	5105.85	5207.97	5260.05
yoy	5.14%	2.00%	2.00%	1.00%
其他厨电用品/亿元	0.58	0.93	1.49	2.38
yoy	64.17%	60.00%	60.00%	60.00%
其他收入/亿元	0.16	0.32	0.63	1.26
yoy	123.22%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所

根据以上假设，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.05/3.84/4.66 亿元，对应 EPS 分别为 2.14/2.70/3.28 元，当前股价对应 PE 为 12.0/9.5/7.8 倍，与行业可比公司相比估值不高，公司持续改善经销商质量，发力多元化渠道拓展、售后体系升级、加码品牌营销投入，市场份额有望进一步提升。首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：集成灶行业可比公司估值情况

证券代码	证券简称	评级	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300894.SZ	火星入	买入	31.98	36.53	32.74	29.43	26.79	72.1	26.0	20.1	15.8
300911.SZ	亿田智能	买入	57.49	45.76	30.40	33.29	27.84	42.3	22.7	17.1	13.3
002677.SZ	浙江美大	买入	13.58	22.28	18.55	15.46	13.77	16.9	11.1	9.6	8.5
	A 股平均							43.8	19.9	15.6	12.5
605336.SH	帅丰电器	买入	25.64	26.95	23.51	25.92	21.45	19.6	12.0	9.5	7.8

数据来源：Wind、开源证券研究所（火星入、浙江美大、亿田智能、帅丰电器均采用开源证券研究所内盈利预测数据，收盘价日期为 2022/6/9）

5、风险提示

房地产市场波动风险；市场竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1058	1667	1603	1982	2014
现金	832	577	704	611	873
应收票据及应收账款	0	5	1	6	3
其他应收款	3	5	5	7	8
预付账款	8	14	15	21	24
存货	91	128	397	771	544
其他流动资产	124	939	480	565	563
非流动资产	938	582	840	984	1071
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	251	454	513	592	676
无形资产	59	57	54	52	49
其他非流动资产	629	71	272	340	346
资产总计	1996	2249	2443	2966	3084
流动负债	286	342	437	889	857
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	181	210	165	427	559
其他流动负债	105	132	272	462	298
非流动负债	11	15	7	9	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	11	15	7	9	11
负债合计	297	357	444	899	868
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	141	142	227	227	227
资本公积	1020	1039	954	954	954
留存收益	538	727	787	864	957
归属母公司股东权益	1699	1892	1999	2067	2217
负债和股东权益	1996	2249	2443	2966	3084

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	174	178	371	431	583
净利润	194	247	305	384	466
折旧摊销	17	22	29	35	42
财务费用	-15	-26	-52	-60	-72
投资损失	-5	-13	-2	-8	-5
营运资金变动	-27	-75	96	77	149
其他经营现金流	10	22	-5	4	3
投资活动现金流	-240	-448	-97	-268	-78
资本支出	246	85	75	86	88
长期投资	1	-380	0	0	0
其他投资现金流	8	-743	-23	-182	10
筹资活动现金流	789	-46	-147	-255	-244
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	35	1	85	0	0
资本公积增加	756	20	-85	0	0
其他筹资现金流	-2	-67	-147	-255	-244
现金净增加额	723	-317	127	-93	261

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	714	978	1249	1566	1896
营业成本	363	526	656	817	986
营业税金及附加	8	10	13	16	20
营业费用	91	120	179	222	265
管理费用	31	46	59	74	89
研发费用	27	41	52	66	80
财务费用	-15	-26	-52	-60	-72
资产减值损失	-0	-0	-0	-0	-0
其他收益	14	13	13	8	11
公允价值变动收益	-0	-1	-2	-2	-2
投资净收益	5	13	2	8	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	229	285	355	445	542
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	227	286	354	445	541
所得税	33	39	50	62	75
净利润	194	247	305	384	466
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	194	247	305	384	466
EBITDA	219	291	364	460	561
EPS(元)	1.37	1.74	2.14	2.70	3.28

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	2.3	36.9	27.8	25.3	21.1
营业利润(%)	11.1	24.8	24.4	25.4	21.6
归属于母公司净利润(%)	11.7	26.9	23.5	25.9	21.5
获利能力					
毛利率(%)	49.2	46.2	47.5	47.8	48.0
净利率(%)	27.2	25.2	24.4	24.5	24.6
ROE(%)	11.4	13.0	15.2	18.6	21.0
ROIC(%)	10.2	12.2	14.4	17.7	20.1
偿债能力					
资产负债率(%)	14.9	15.9	18.2	30.3	28.1
净负债比率(%)	-48.8	-30.3	-35.1	-29.5	-39.3
流动比率	3.7	4.9	3.7	2.2	2.4
速动比率	3.3	3.2	2.3	1.2	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	9610.0	399.4	400.0	400.0	400.0
应付账款周转率	2.1	2.7	3.5	2.8	2.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.37	1.74	2.14	2.70	3.28
每股经营现金流(最新摊薄)	1.22	1.25	2.61	3.03	4.11
每股净资产(最新摊薄)	11.96	13.32	14.08	14.55	15.61
估值比率					
P/E	18.7	14.8	12.0	9.5	7.8
P/B	2.1	1.9	1.8	1.8	1.6
EV/EBITDA	22.2	16.4	13.2	10.5	8.2

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16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