

2023年05月26日
倍轻松 (688793. SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

小家电 III

爆品 N5 mini 持续放量, 经营业绩有望改善

新品肩颈按摩器销量亮眼: 倍轻松于 2022 年 9 月推出新品肩颈按摩器 N5 mini, 并于今年 3 月将该产品上线抖音平台, 推动 3 月、4 月抖音销售额高速增长 (见图 1)。据久谦数据, 4 月倍轻松抖音销售额 3350 万元, YoY+642%。据蝉妈妈数据, 4 月 N5 mini 销售额超过 2500 万元 (见表 1), 可见该单品已成为公司抖音销售的绝对主力产品。4 月以来, 公司将 N5 mini 陆续投放到天猫、京东及线下直营渠道, 亦带动各渠道销量提升。据久谦数据, 4 月倍轻松天猫、京东销售额 YoY+37%、+36% (3 月为+7%、-1%)。值得关注的是, 公司通过全天候的自播和不定期的达人带货的方式持续提升产品流量热度, 并借助“母亲节”、“520”等节日造势, 5 月以来抖音日均销售额在 200 万元之上 (见图 3)。

N5 mini 产品力突出, 彰显公司领先的新品拓展能力: 倍轻松 N5 mini 创造性地采用“八字形”触头设计, 按摩区域可覆盖颈部和斜方肌; 采用肩背穿戴式设计, 轻松解放双手; 产品小巧便携, 方便收纳 (见图 4)。通过对比体验倍轻松去年的主销单品 Neck C2 和今年的主销单品 N5 mini, 我们认为 N5 mini 主要功效升级点是: 1) 按摩区域增加覆盖斜方肌, 按摩方式模仿人手八字掌根抓揉, 针对长期久坐的都市白领的身体痛点。2) 肩背穿戴式设计可固定按摩器发力点, 有效提升按摩力度。另外, 飞利浦 2 月推出的按摩披肩与 N5 mini 的外观、功效相似 (见表 2)。我们认为, 倍轻松 N5 mini 采用 5D 按摩触头, 自由度较竞品更多, 能更好模仿人手按摩效果, 且倍轻松已在抖音积累了一定的粉丝基础和品牌声量, 先发优势较为明显, 近期销售数据持续领先。倍轻松新品持续获得亮眼销售表现, 彰显了公司打造差异化新品的竞争力。展望后续, 随着消费景气改善, N5 mini 有望持续放量。

公司持续推出差异化新品, 销售表现值得期待: 倍轻松秉持着“中医 X 科技”的理念, 持续打造差异化新品。5 月以来, 公司陆续上线头皮按摩梳、See X2 Pro 眼部按摩器、Neck 5 Lite 颈部按摩器等新品 (见表 3)。倍轻松头皮按摩梳结合头皮养护液和揉捏按摩, 主打解压助眠、改善头皮环境的功效; See X2 Pro 升级按摩覆盖区域和揉捏按摩体验; Neck 5 Lite 主打时尚轻巧和真揉捏按摩方式。我们认为, 倍轻松新品紧抓用户痛点, 差异化特色较强, 后续销售表现值得期待。

股票激励计划覆盖范围较广, 有望提升员工积极性: 倍轻松公布 2023 年限制性股票激励计划, 拟授予限制性股票合计 122.8 万股, 占总股本的 1.99%。首次授予的激励对象不超过 165 人, 包

投资评级

买入-A
维持评级

12 个月目标价

68.86 元

股价 (2023-05-25)

53.04 元

交易数据

总市值(百万元) 3,269.39

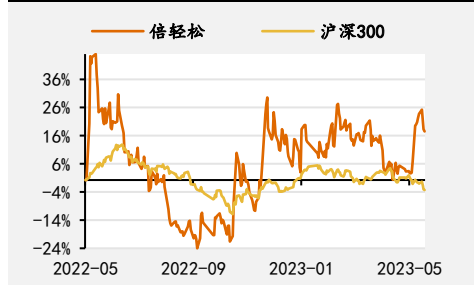
流通市值(百万元) 1,227.89

总股本(百万股) 61.64

流通股本(百万股) 23.15

12 个月价格区间 34.28/65.5 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|------|------|
| 相对收益 | 16.0 | 4.5 | 21.2 |
| 绝对收益 | 13.1 | -0.7 | 17.9 |

张立聪

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517070005

zhanglc@essence.com.cn

李奕臻

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020001

liyiz4@essence.com.cn

余昆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521070002

yukun@essence.com.cn

相关报告

4 月复苏进程加速, 期待释 2023-05-14

放业绩弹性

Q1 经营边际改善, 期待展现 2023-04-24

复苏弹性

Q4 经营短期承压, 期待疫后 2023-02-28

括公司董事、高级管理人员、核心技术人员以及公司(含子公司)其他核心员工,授予价格为 27.40 元/股。公司层面业绩考核要求为: 1) 可归属比例 100%, 第一个归属期要求 2023 年营收/净利润分别达到 15.47 亿元/1.19 亿元; 第二个归属期要求 2024 年营收/净利润 YoY+35%/+35%。2) 可归属比例 75%, 第一个归属期要求 2023 年营收/净利润分别达到 14.28 亿元/1.10 亿元; 第二个归属期要求 2024 年营收/净利润 YoY+25%/+25%。3) 可归属比例 50%, 第一个归属期要求 2023 年营收达到 13.09 亿元或净利润达到 0.92 亿元; 第二个归属期要求 2024 年营收/净利润 YoY+15%/+15% (净利润为剔除激励成本影响后的归母净利润)。我们认为, 本次激励计划覆盖公司 17.9% 的员工, 覆盖范围较广, 且考核目标分为三档, 目标设置较为合理, 有望将较大范围的员工利益与公司业绩绑定, 激发员工的积极性, 提升公司竞争力, 改善经营成果。

投资建议: 小型按摩器行业成长属性强, 行业规模和集中度有较大提升空间。倍轻松深耕行业二十年, 产品、渠道、品牌优势突出, 有望持续引领行业发展。随着线下消费复苏, 公司经营业绩有望展现较大弹性。考虑股权激励费用的影响, 我们预计公司 2023~2025 年 EPS 为 1.29/1.97/2.78 元; 维持买入-A 的投资评级, 考虑到公司的成长性, 我们给予 2024 年 35 倍动态市盈率, 相当于 12 个月目标价 68.86 元/股。

风险提示: 原材料价格大涨、行业竞争格局恶化、疫情反复

披露事项: 安信证券股份有限公司另类投资子公司科创板跟投持有倍轻松(688793) 658000 股, 持有该股票达到上市公司已发行股份 1.07%, 锁定期至 2023 年 07 月 17 日。请投资者注意本研报发布存在的潜在利益冲突风险。

| (亿元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 | 11.9 | 9.0 | 13.1 | 17.2 | 21.4 |
| 净利润 | 0.9 | -1.2 | 0.8 | 1.2 | 1.7 |
| 每股收益(元) | 1.49 | -2.02 | 1.29 | 1.97 | 2.78 |
| 每股净资产(元) | 10.63 | 7.67 | 16.74 | 18.12 | 20.06 |

| 盈利和估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-------|--------|-------|--------|-------|
| 市盈率(倍) | 38.0 | -28.0 | 44.0 | 28.7 | 20.4 |
| 市净率(倍) | 5.3 | 7.4 | 3.4 | 3.1 | 2.8 |
| 净利润率 | 7.7% | -13.9% | 6.1% | 7.0% | 8.0% |
| 净资产收益率 | 14.0% | -26.3% | 7.7% | 10.9% | 13.9% |
| 股息收益率 | 1.9% | 0.0% | 0.7% | 1.0% | 1.5% |
| ROIC | 80.1% | -71.0% | 47.8% | 181.9% | 37.7% |

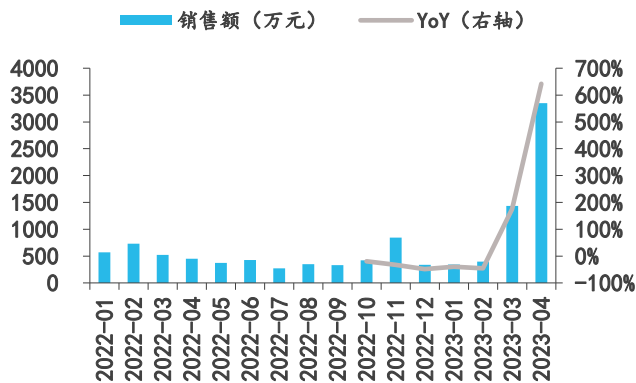
数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

复苏

Q3 经营短期承压, 期待消费 2022-10-31

复苏

图1. 倍轻松抖音销售额及增速



资料来源: 久谦, 安信证券研究中心

图2. 倍轻松抖音品牌自播和达人带货



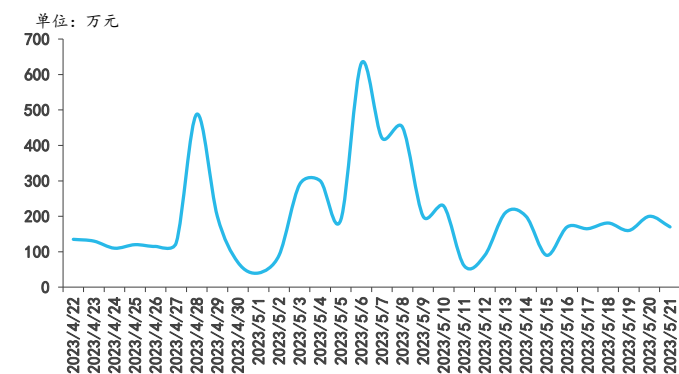
资料来源: 抖音, 安信证券研究中心

表1: 2023年4月倍轻松抖音旗舰店销售额前五商品

| 商品名称 | 商品展示 | 到手价 (元/台) | 销量 (台) | 销售额 (万元) |
|------------------|------|-----------|---------|-----------|
| N5 mini 肩颈按摩器 | | 499 | 5万~7.5万 | 2500~5000 |
| Neck 5 颈椎按摩器 | | 899 | 100~250 | 10~25 |
| Back 2 腰部按摩器 | | 449 | 100~250 | 10~25 |
| See 5K 儿童护眼仪 | | 649 | 50~75 | 5~7.5 |
| See X2 pro 眼部按摩仪 | | 699 | 50~75 | 2.5~5 |

资料来源: 蝉妈妈, 安信证券研究中心

图3. 近 30 日倍轻松抖音日销售额



资料来源: 飞瓜数据, 安信证券研究中心

图4. 倍轻松 N5 mini 外观细节展示



资料来源: 安信证券研究中心

表2: 倍轻松 N5 mini 与同类产品对比

| 产品名称 | 倍轻松 N5 mini | 倍轻松 Neck C2 | 飞利浦按摩披肩 |
|----------------|---|---|---|
| 产品展示 |  |  |  |
| 抖音到手价 (元) | 499 | 399 | 399 |
| 上市时间 | 2022.09 | 2021.10 | 2023.02 |
| 产品重量 (g) | 1250 | 675 | 1050 |
| 近 30 日销售额 (万元) | 2500~5000 | 5~7.5 | 250~500 |
| 按摩触头 | 两组 5D 按摩触头, 6 个按摩触点 | 四组 3D 按摩触头, 24 个按摩触点 | 两组 3D 按摩头, 4 个按摩触点 |
| 穿戴方式 | 肩背穿戴式 | 环颈包裹式 | 肩背穿戴式 |
| 功能特点 | 八字形抓揉捏, 按摩区域可覆盖颈部和斜方肌; 按摩力度较大; 5D 按摩触头, 自由度更多 | 便携轻巧, 按摩点位较多。但力度较小, 按摩区域仅覆盖颈部 | 八字形抓揉捏覆盖颈部和斜方肌, 按摩力度均匀 |

资料来源: 飞瓜数据, 各品牌抖音旗舰店, 安信证券研究中心

注: 近 30 日为 2023 年 4 月 22 日-2023 年 5 月 21 日, 销售数据选取抖音销售额最大的旗舰店的数据

表3: 倍轻松 5 月新品信息

| 产品名称 | 头皮按摩梳 | See X2 Pro 眼部按摩器 | Neck 5 Lite 颈部按摩器 |
|---------|--|--|--|
| 产品展示 |  |  |  |
| 到手价 (元) | 899 | 649 | 599 |
| 功能特点 | <ol style="list-style-type: none"> 72 根圆头梳齿密集抓揉, 疏通头皮经络, 深度解压助眠 850nm 红外光波调理头皮水油平衡, 改善头皮环境 8 根导液滚珠系统, 可均匀出液, 使营养液直达发根 | <ol style="list-style-type: none"> 6 大智能分区按摩, 精准覆盖 6 大眼周穴位 3D 双层真揉捏气囊, 模拟人手舒适按摩 49°C 大面积热敷, 缓解疲劳黑眼圈 | <ol style="list-style-type: none"> 重量 450g, 轻便小巧 环颈夹持设计, 可解放双手 采用真揉捏机芯, 强力夹揉覆盖后颈斜方肌 |

资料来源: 倍轻松天猫旗舰店, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|-----------|--------|---------|---------|
| (亿元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 11.9 | 9.0 | 13.1 | 17.2 | 21.4 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 5.1 | 4.5 | 5.6 | 7.2 | 8.9 | 营业收入增长率 | 43.9% | -24.7% | 46.1% | 31.6% | 24.3% |
| 营业税费 | 0.1 | - | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 营业利润增长率 | 26.2% | -239.1% | 162.0% | 52.9% | 41.2% |
| 销售费用 | 4.8 | 4.8 | 5.5 | 7.2 | 9.0 | 净利润增长率 | 29.9% | -235.5% | 163.7% | 52.9% | 41.2% |
| 管理费用 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | EBITDA 增长率 | 39.8% | -214.4% | 204.2% | 95.7% | 49.0% |
| 研发费用 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.9 | EBIT 增长率 | 43.0% | -232.3% | 167.0% | 53.8% | 31.1% |
| 财务费用 | 0.1 | - | - | - | -0.2 | NOPLAT 增长率 | 34.7% | -226.8% | 162.9% | 53.8% | 31.1% |
| 资产减值损失 | - | -0.1 | - | - | - | 投资资本增长率 | 43.1% | -6.5% | -59.6% | 533.1% | -16.3% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 净资产增长率 | 180.1% | -27.9% | 118.5% | 8.2% | 10.8% |
| 投资和汇兑收益 | - | - | - | - | - | | | | | | |
| 营业利润 | 1.1 | -1.5 | 0.9 | 1.4 | 2.0 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | - | - | - | - | - | 毛利率 | 56.7% | 49.8% | 57.1% | 58.0% | 58.5% |
| 利润总额 | 1.1 | -1.5 | 0.9 | 1.4 | 2.0 | 营业利润率 | 8.9% | -16.4% | 7.0% | 8.1% | 9.2% |
| 减:所得税 | 0.1 | -0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 净利润率 | 7.7% | -13.9% | 6.1% | 7.0% | 8.0% |
| 净利润 | 0.9 | -1.2 | 0.8 | 1.2 | 1.7 | EBITDA/营业收入 | 9.2% | -14.0% | 10.0% | 14.9% | 17.8% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 8.5% | -15.0% | 6.9% | 8.0% | 8.5% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 固定资产周转天数 | 5 | 7 | 9 | 17 | 23 |
| (亿元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 流动营业资本周转天数 | 45 | 68 | 15 | 17 | 18 |
| 货币资金 | 2.2 | 2.9 | 8.4 | 5.8 | 7.8 | 流动资产周转天数 | 184 | 283 | 259 | 246 | 209 |
| 交易性金融资产 | 1.7 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 应收帐款周转天数 | 31 | 47 | 31 | 29 | 29 |
| 应收帐款 | 1.3 | 1.1 | 1.2 | 1.6 | 1.9 | 存货周转天数 | 52 | 70 | 51 | 50 | 50 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - | 总资产周转天数 | 217 | 354 | 317 | 310 | 280 |
| 预付帐款 | 0.5 | 0.4 | 0.1 | 0.5 | 0.2 | 投资资本周转天数 | 45 | 68 | 32 | 51 | 65 |
| 存货 | 2.1 | 1.4 | 2.3 | 2.5 | 3.4 | | | | | | |
| 其他流动资产 | 0.1 | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 14.0% | -26.3% | 7.7% | 10.9% | 13.9% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 9.6% | -15.6% | 5.3% | 8.3% | 9.2% |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | ROIC | 80.1% | -71.0% | 47.8% | 181.9% | 37.7% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 0.2 | 0.2 | 0.5 | 1.1 | 1.6 | 销售费用率 | 40.8% | 53.8% | 42.0% | 41.8% | 41.8% |
| 在建工程 | - | - | 0.4 | 1.0 | 1.6 | 管理费用率 | 3.4% | 4.9% | 3.6% | 3.5% | 3.5% |
| 无形资产 | - | - | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 研发费用率 | 4.0% | 6.4% | 4.1% | 4.1% | 4.1% |
| 其他非流动资产 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 财务费用率 | 0.6% | 0.0% | -0.1% | -0.1% | -0.7% |
| 资产总额 | 9.6 | 8.0 | 15.1 | 14.6 | 18.7 | 四费/营业收入 | 48.7% | 65.2% | 49.6% | 49.3% | 48.7% |
| 短期债务 | 0.1 | 0.9 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付帐款 | 1.6 | 1.1 | 3.7 | 2.3 | 5.1 | 资产负债率 | 31.8% | 40.9% | 31.5% | 23.4% | 33.9% |
| 应付票据 | - | 0.1 | - | - | - | 负债权益比 | 46.7% | 69.2% | 46.0% | 30.6% | 51.4% |
| 其他流动负债 | 0.9 | 0.7 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 流动比率 | 3.01 | 2.25 | 2.96 | 3.74 | 2.38 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 速动比率 | 2.22 | 1.75 | 2.41 | 2.89 | 1.79 |
| 其他非流动负债 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 利息保障倍数 | 14.51 | -2,075.31 | -73.68 | -136.22 | -11.72 |
| 负债总额 | 3.1 | 3.3 | 4.7 | 3.4 | 6.4 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | DPS(元) | 1.09 | - | 0.39 | 0.59 | 0.83 |
| 股本 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 分红比率 | 72.9% | 0.0% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 留存收益 | 5.9 | 4.3 | 9.7 | 10.6 | 11.8 | 股息收益率 | 1.9% | 0.0% | 0.7% | 1.0% | 1.5% |
| 股东权益 | 6.6 | 4.7 | 10.3 | 11.2 | 12.4 | | | | | | |
| | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| | | | | | | (亿元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| | | | | | | 净利润 | 0.9 | -1.2 | 0.8 | 1.2 | 1.7 |
| | | | | | | 加:折旧和摊销 | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 1.2 | 2.0 |
| | | | | | | 资产减值准备 | - | 0.1 | - | - | - |
| | | | | | | 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - |
| | | | | | | 财务费用 | 0.1 | 0.1 | - | - | -0.2 |
| | | | | | | 投资收益 | - | - | - | - | - |
| | | | | | | 少数股东损益 | - | - | - | - | - |
| | | | | | | 营运资金的变动 | -1.6 | 0.3 | 1.8 | -2.3 | 1.8 |
| | | | | | | 经营活动产生现金流量 | 0.9 | - | 3.0 | 0.1 | 5.4 |
| | | | | | | 投资活动产生现金流量 | -2.2 | 0.7 | -1.2 | -2.4 | -3.2 |
| | | | | | | 融资活动产生现金流量 | 2.2 | -0.5 | 3.7 | -0.3 | -0.3 |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | | | | | | EPS(元) | 1.49 | -2.02 | 1.29 | 1.97 | 2.78 |
| | | | | | | BVPS(元) | 10.63 | 7.67 | 16.74 | 18.12 | 20.06 |
| | | | | | | PE(X) | 38.0 | -28.0 | 44.0 | 28.7 | 20.4 |
| | | | | | | PB(X) | 5.3 | 7.4 | 3.4 | 3.1 | 2.8 |
| | | | | | | P/FCF | 59.4 | 614.6 | 54.6 | -15.7 | 14.0 |
| | | | | | | P/S | 2.9 | 3.9 | 2.7 | 2.0 | 1.6 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 54.2 | -21.6 | 19.2 | 10.9 | 6.8 |
| | | | | | | CAGR(%) | 9.6% | -211.3% | 4.1% | 9.6% | -211.3% |
| | | | | | | PEG | 3.9 | 0.1 | 10.8 | 3.0 | -0.1 |
| | | | | | | ROIC/WACC | 12.2 | -10.8 | 7.3 | 27.6 | 5.7 |
| | | | | | | REP | 2.8 | -1.5 | 5.2 | 0.2 | 1.3 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034