

## 苏泊尔 (002032.SZ)

2023 年 03 月 31 日

## 2022Q4 盈利能力提升，看好 2023 年内外销改善

### ——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）

陆帅坤（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

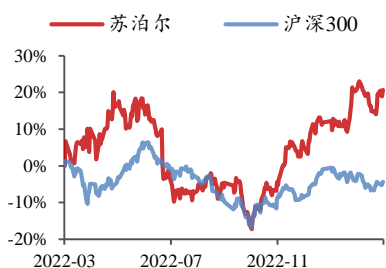
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2023/3/30
当前股价(元)	56.86
一年最高最低(元)	58.87/40.00
总市值(亿元)	459.80
流通市值(亿元)	458.07
总股本(亿股)	8.09
流通股本(亿股)	8.06
近 3 个月换手率(%)	6.95

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2022Q4 盈利能力提升，建议关注 2023 年收入改善——公司信息更新报告》-2023.1.31

《SEB 库存去化，2023 年外销预期恢复正增长——公司信息更新报告》-2023.1.7

《2022Q3 外销压力仍存，盈利能力稳步修复——公司信息更新报告》-2022.10.25

### ● 2022Q4 盈利能力持续提升，看好 2023 年内外销改善，维持“买入”评级

2022 年公司实现营收 201.71 亿元（-6.55%），归母净利润 20.68 亿元（+6.36%），扣非归母净利润 18.88 亿元（+1.62%）。单季度来看，2022Q4 公司实现营收 51.9 亿元（-12.34%），归母净利润 7.59 亿元（+7.95%），扣非归母净利润 6.18 亿元（-4.17%），非经常性损益主要来自于政府补助和投资收益等事项。2022 年经济下行周期中公司通过加强内部降本增效以及销售结构优化下实现盈利提升。考虑到后续 SEB 集团补库以及内销线下客流回暖，我们维持 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计归母净利润 23.68/26.90/29.59 亿元，对应 EPS 为 2.93/3.33/3.66 元，当前股价对应 PE 为 19.4/17.1/15.5 倍，维持“买入”评级。

### ● 2022 年内销多品类份额稳步提升，疫情及地缘政治冲突冲击线下及外销市场

分品类看，2022 年公司炊具及用具/烹饪电器/食物料理电器/其他家用电器营收分别为 61.22/85.07/30.87/24.55 亿元，同比分别-8.66%/-5.84%/-13.39%/+7.43%。各品类市场份额稳步提升，2022 年公司小家电线上/线下市占率同比分别+1.1pct/+3.9pct，烹饪用具线上/线下市占率同比分别+1.5pct/+0.4pct，大家电/清洁电器线上市占率同比分别+0.2pct/+0.1pct。分区域看，2022 年内销/外销分别实现营收同比分别+5.02%/-29.09%，其中 SEB 集团方收入 46.76 亿元（-30%），外销其他客户实现收入 5.19 亿元（-20%），内销线下受疫情影响预计全年同比下滑。单季度来看预计 2022Q4 外销延续 Q3 下滑趋势，Q4 仍面临去库存压力。

### ● 销售结构优化+外销调价带动盈利提升，建议关注 2023 年内外销改善

2022 年整体毛利率 25.79%（+2.79pct），同口径下 2022Q4 毛利率预计同比提升，主系直销占比提升及外销调价落地。费用端，2022 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.84pct/+0.0pct/-0.02pct/-0.45pct。综合影响下 2022 年扣非净利率 9.36%（+0.75pct），2022Q4 扣非净利率 11.91%（+1.02pct），盈利能力修复，系毛销差提升及重获税收优惠等。展望后续，渠道补库及线下客流回暖下看好内外销改善。

### ● 风险提示：海外需求持续疲弱；SEB 订单转移海外；原材料价格上涨等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,585	20,171	22,692	25,006	27,457
YOY(%)	16.1	-6.6	12.5	10.2	9.8
归母净利润(百万元)	1,944	2,068	2,368	2,690	2,959
YOY(%)	5.3	6.4	14.5	13.6	10.0
毛利率(%)	23.0	25.8	26.1	26.3	26.4
净利率(%)	9.0	10.2	10.4	10.7	10.8
ROE(%)	25.3	29.2	33.8	31.4	28.7
EPS(摊薄/元)	2.40	2.56	2.93	3.33	3.66
P/E(倍)	23.7	22.2	19.4	17.1	15.5
P/B(倍)	6.0	6.5	6.6	5.4	4.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2022Q4 盈利能力持续提升，经济下行周期中多品类份额稳步提升 .....	3
2、 销售结构优化+外销调价落地带动盈利能力提升 .....	4
3、 盈利预测与投资建议 .....	6
4、 风险提示 .....	6
附：财务预测摘要 .....	7

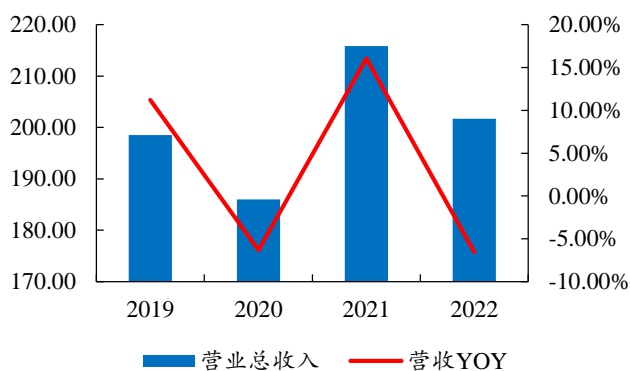
## 图表目录

图 1： 2022 年公司实现营收 201.71 亿元（-6.55%） .....	3
图 2： 2022 年扣非归母净利润 18.88 亿元（+1.62%） .....	3
图 3： 2022Q4 实现营收 51.9 亿元（-12.34%） .....	3
图 4： 2022Q4 实现扣非归母净利润 6.18 亿元（-4.17%） .....	3
图 5： 2022 年公司小家电/烹饪用具/大家电/清洁电器市占率稳步提升 .....	4
图 6： 2022 年公司扣非后净利率 9.36%（+0.75pct） .....	5
图 7： 2022Q4 公司扣非后净利率 11.91%（+1.02pct） .....	5
图 8： 2022 年公司期间费用率 14.13%（+1.37pct），其中销售费用率同比+1.84pct .....	5
图 9： 2022Q4 公司期间费用率 14.14%（-1.97pct），同口径下预计销售费用率同比提升 .....	5

## 1、2022Q4 盈利能力持续提升，经济下行周期中多品类份额稳步提升

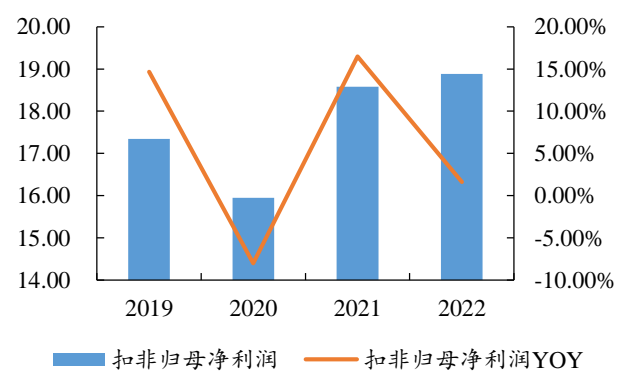
2022 年公司实现营收 201.71 亿元 (-6.55%)，归母净利润 20.68 亿元 (+6.36%)，扣非归母净利润 18.88 亿元 (+1.62%)，非经常性损益主要来自于政府补助、企业重组费用以及公允价值变动损益/投资收益，其中企业重组费用同比减少 0.59 亿元。**分季度来看**，2022Q4 公司实现营收 51.9 亿元 (-12.34%)，归母净利润 7.59 亿元 (+7.95%)，扣非归母净利润 6.18 亿元 (-4.17%)，非经常性损益主要来自于政府补助，公允价值变动和投资收益。2022Q4 外销在海外整体去库存周期中延续下滑态势。2022 年整体宏观经济下行周期中公司通过加强内部降本增效以及销售结构优化下实现利润的正增长。

图1：2022 年公司实现营收 201.71 亿元 (-6.55%)



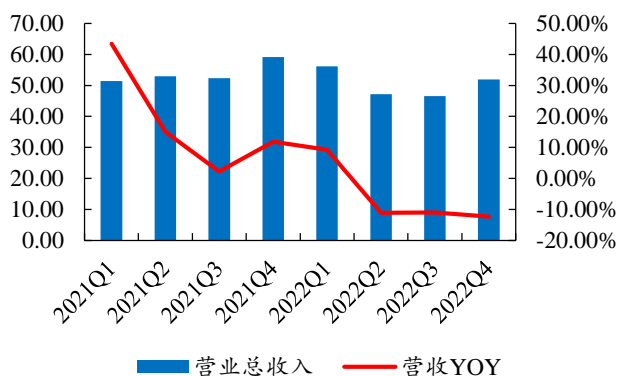
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022 年扣非归母净利润 18.88 亿元 (+1.62%)



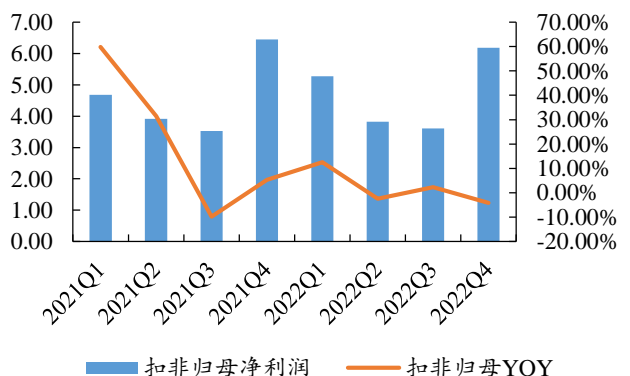
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022Q4 实现营收 51.9 亿元 (-12.34%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q4 实现扣非归母净利润 6.18 亿元 (-4.17%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

**收入按品类拆分：**2022 年公司炊具及用具/烹饪电器/食物料理电器/其他家用电器营收分别为 61.22/85.07/30.87/24.55 亿元，同比分别 -8.66%/-5.84%/-13.39%/+7.43%。食物料理电器受行业需求影响同比较大下幅度下滑，其他家用电器实现平稳增长。2022 受地产以及疫情影响，不同市场规模均有不同程度承压。根据奥维云网以及 GFK 数据，2022 年厨电/环境家居电器/炊具/厨卫电器市场规模同比分别 +0.8%/+1.2%/-6.2%/-8.6%。**宏观环境压力下公司市场份额稳步提升**，2022 年公司小家电线上/线下市占率同比分别 +1.1pct/+3.9pct，烹饪用具线上/线下市占率同比分别

+1.5pct/+0.4pct，大家电线上市占率同比分别+0.2pct，清洁电器线上市占率同比分别+0.1pct。

**图5：2022 年公司小家电/烹饪用具/大家电/清洁电器市占率稳步提升**

市占率 2022 vs 2021		No.1	No.2	No.3	No.4	No.5	
小家电	线上	SUPOR苏泊尔	MIDEA美的	JOYOUNG九阳	BEAR小熊	AUX奥克斯	
		21.6%	19.7%	15.2%	5.8%	2.6%	
		1.1pt	-3.2pt	-2.0pt	0.4pt	0.4pt	
	线下	MIDEA美的	SUPOR苏泊尔	JOYOUNG九阳	PANASONIC松下	TOSHIBA东芝	
		36.1%	33.0%	21.2%	1.7%	1.1%	
烹饪用具	线上	SUPOR苏泊尔	KBH康巴赫	JOYOUNG九阳	COOKER KING炊大皇	ZWILLING双立人	
		23.1%	5.4%	5.2%	3.6%	3.5%	
	线下	SUPOR苏泊尔	ASD爱仕达	FISSLER菲仕乐	WMF福腾宝	ZWILLING双立人	
		48.8%	27.2%	5.0%	2.4%	2.0%	
大家电	线上	ROBAM老板	FOTILE方太	MIDEA美的	VATTI华帝	MARSSINGER火星王	SUPOR苏泊尔 (#6)
		17.1%	14.5%	8.7%	8.4%	5.3%	5.1%
	线下	TINECO添可	DYSON戴森	DREAME追觅	MIDEA美的	XIAOMI小米	SUPOR苏泊尔 (#6)
		28.9%	16.5%	7.6%	5.4%	5.0%	3.9%
清洁电器 (不含机器人)	线上	4.2pt	-4.6pt	6.4pt	-1.0pt	-0.4pt	0.1pt

资料来源：奥维云网、GFK、苏泊尔业绩发布会 PPT 材料

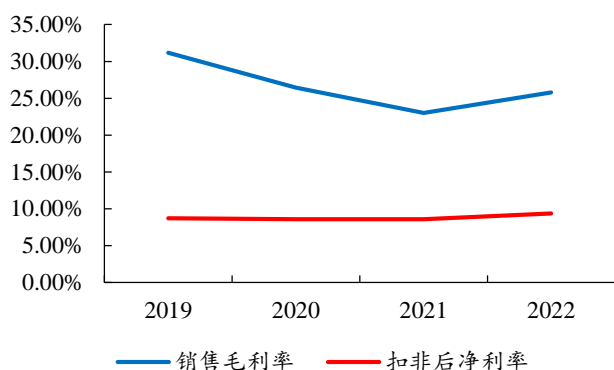
**收入按区域拆分：**2022 年公司内销/外销分别实现营收 149.76/51.95 亿元，同比分别+5.02%/-29.09%。单季度来看预计 2022Q4 外销延续 Q3 下滑趋势，主要系海外需求下降致 SEB 大客户仍处去库存周期中。

**收入按销售模式拆分：**2022 年公司直销/分销/出口代工分别实现营收 23.27/126.52/51.91 亿元，同比分别+26.97%/+1.77%/-29.08%。出口代工具体分客户来看，2022 年 SEB 及其附属公司方收入 46.76 亿元（-30%），外销其他客户实现收入 5.19 亿元（-20%）。

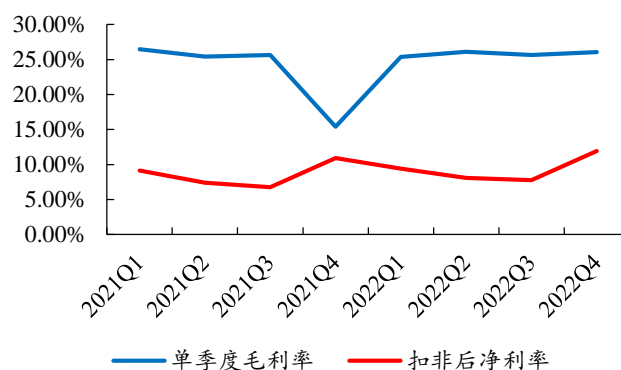
## 2、销售结构优化+外销调价落地带动盈利能力提升

**(1) 毛利率：**销售结构优化以及外销调价机制落地带动毛利率修复。2022 年公司整体毛利率为 25.79%(+2.79pct)。单季度来看 2022Q4 毛利率 26.07%(-0.45pct)，同口径下预计同比提升，整体毛利率提升一方面系高毛利直销占比提升，另一方面系外销调价逐步落地。**进一步按区域拆分毛利率**，2022 年内销/外销毛利率分别为 28.32%/18.48%，同比分别+1.18pct/+3.55pct，其中内销直销模式/分销模式毛利率分别为 42.94%/25.63%，同比分别+1.82pct/+0.56pct。

**(2) 净利率：**2022 年公司净利率为 10.25% (+1.25pct)，扣非后净利率 9.36% (+0.75pct)。其中 2022Q4 净利率为 14.62% (+2.75pct)，扣非后净利率 11.91% (+1.02pct)。得益于公司强化费用管控以及毛利率提升，2022Q4 盈利能力延续提升趋势。此外，2022Q4 公司所得税占营收比例 0.65% (-0.9pct)，所得税费用较大比例下降，主要系子公司重新获得高新技术企业认证，全年税率回落至 18.8%。

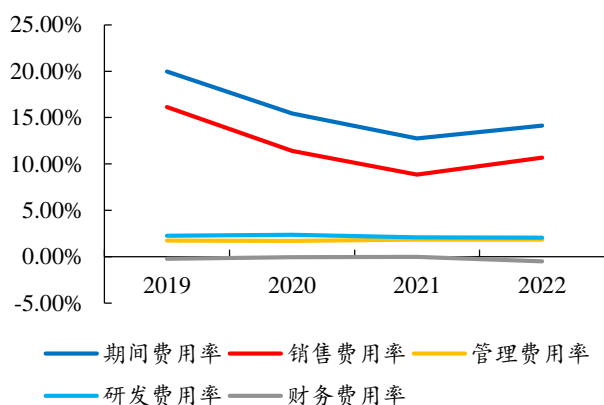
**图6：2022 年公司扣非后净利率 9.36% (+0.75pct)**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

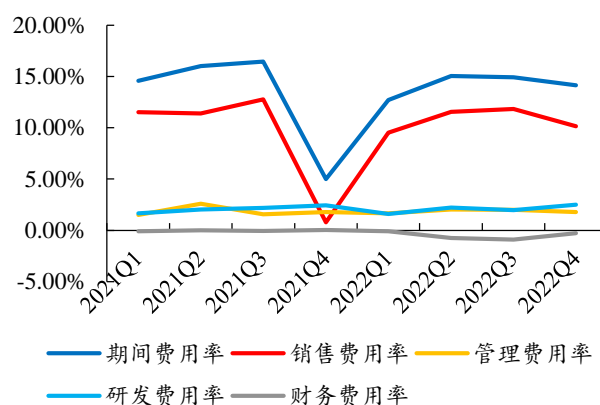
**图7：2022Q4 公司扣非后净利率 11.91% (+1.02pct)**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(3) 费用端：内部降本增效稳定费用率，市场促销投放增加致同口径下销售费用增长。**2022 年公司期间费用率 14.13% (+1.37pct)，销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别为 10.69%/1.85%/2.06%/-0.48%，同比分别 +1.84pct/+0.0pct/-0.02pct/-0.45pct，销售费用率保持同比提升或主要系直销业务占比提升。**分季度来看**，2022Q4 公司期间费用率 14.14% (-1.97pct)，销售/管理/研发/财务费用率同比分别 -1.74pct/+0.01pct/+0.07pct/-0.32pct。同口径下预计销售费用率同比提升，财务费用率下降主要系银行存款利息收入及汇兑收益增加共同所致，内部加强费用管控措施下管理费用率保持平稳。

**图8：2022 年公司期间费用率 14.13% (+1.37pct)，其中销售费用率同比+1.84pct**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图9：2022Q4 公司期间费用率 14.14% (-1.97pct)，同口径下预计销售费用率同比提升**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(3) 营运能力：经营性现金流改善明显，存货及应收账款周转效率处于相对健康水平。**2022 年公司经营性现金流净额 31.6 亿元 (+54.5%)，主要系报告期内支付其他与经营活动有关的现金以及购买商品支付的现金减少所致；投资活动现金流净额 -4.72 亿元 (-239.06%)，主要系投资于理财产品和三个月以上定期存款的现金支出增加所致。2022 年年末公司存货 24.95 亿元，较 2021 年年末减少 19.43%，主要系报告期内公司合理控制存货库存所致，存货周转天数 67.23 天，同比增加 8 天。2022 年年末应收账款 19.27 亿元，较 2021 年年末减少 29.09%，应收账款周转天数 41 天，维持相对稳定，公司整体周转效率保持在相对健康水平。

### 3、盈利预测与投资建议

2022 年公司实现营收 201.71 亿元 (-6.55%)，归母净利润 20.68 亿元 (+6.36%)，扣非归母净利润 18.88 亿元 (+1.62%)。单季度来看，2022Q4 公司实现营收 51.9 亿元 (-12.34%)，归母净利润 7.59 亿元 (+7.95%)，扣非归母净利润 6.18 亿元 (-4.17%)，非经常性损益主要来自于政府补助和投资收益等事项。2022 年经济下行周期中公司通过加强内部降本增效以及销售结构优化下实现盈利提升。考虑到后续 SEB 集团补库以及内销线下客流回暖，我们维持 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计归母净利润 23.68/26.90/29.59 亿元，对应 EPS 为 2.93/3.33/3.66 元，当前股价对应 PE 为 19.4/17.1/15.5 倍，维持“买入”评级。

### 4、风险提示

海外需求持续疲弱；SEB 订单转移海外；原材料价格上涨等。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	11159	9518	12782	11840	15220
现金	2654	3563	4009	4637	5114
应收票据及应收账款	2772	1954	3363	2496	3937
其他应收款	12	16	16	20	19
预付账款	385	340	476	423	564
存货	3097	2495	3769	3113	4435
其他流动资产	2239	1150	1150	1150	1150
<b>非流动资产</b>	2741	3434	3459	3453	3433
长期投资	66	62	59	55	50
固定资产	1292	1303	1326	1328	1332
无形资产	452	440	442	434	416
其他非流动资产	931	1629	1633	1635	1635
<b>资产总计</b>	13899	12953	16241	15293	18653
<b>流动负债</b>	6069	5715	9089	6581	8189
短期借款	0	0	1879	-0	-0
应付票据及应付账款	4270	3693	5227	4574	6176
其他流动负债	1799	2022	1983	2008	2012
<b>非流动负债</b>	172	165	165	165	165
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	172	165	165	165	165
<b>负债合计</b>	6241	5880	9254	6746	8354
少数股东权益	36	37	33	28	23
股本	809	809	809	809	809
资本公积	123	125	125	125	125
留存收益	6809	6222	7140	8109	9123
<b>归属母公司股东权益</b>	7623	7036	6954	8518	10276
<b>负债和股东权益</b>	13899	12953	16241	15293	18653

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2050	3160	1146	3725	1763
净利润	1941	2066	2365	2685	2954
折旧摊销	151	152	145	158	172
财务费用	-6	-97	10	24	10
投资损失	-91	-54	-83	-82	-73
营运资金变动	133	1022	-1283	931	-1316
其他经营现金流	-78	72	-7	8	17
<b>投资活动现金流</b>	339	-472	-77	-67	-75
资本支出	228	165	173	156	157
长期投资	0	0	3	4	5
其他投资现金流	568	-307	92	85	77
<b>筹资活动现金流</b>	-1594	-2766	-2502	-1150	-1211
短期借款	0	0	1879	-1879	-0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-12	-0	0	0	0
资本公积增加	-104	2	0	0	0
其他筹资现金流	-1478	-2768	-4381	729	-1211
<b>现金净增加额</b>	788	-48	-1434	2508	477

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	21585	20171	22692	25006	27457
营业成本	16622	14969	16769	18425	20208
营业税金及附加	93	131	122	127	135
营业费用	1910	2156	2383	2576	2784
管理费用	401	374	408	425	467
研发费用	450	416	431	450	494
财务费用	-6	-97	10	24	10
资产减值损失	-14	-11	-16	-16	-17
其他收益	203	237	250	230	180
公允价值变动收益	0	1	10	4	5
投资净收益	91	54	83	82	73
资产处置收益	-0	-1	-1	-1	-1
<b>营业利润</b>	2385	2535	2897	3290	3619
营业外收入	14	14	16	15	15
营业外支出	13	4	11	10	8
<b>利润总额</b>	2386	2545	2901	3295	3625
所得税	444	479	537	610	671
<b>净利润</b>	1941	2066	2365	2685	2954
少数股东损益	-3	-1	-4	-5	-5
<b>归属母公司净利润</b>	1944	2068	2368	2690	2959
EBITDA	2457	2590	3002	3393	3663
EPS(元)	2.40	2.56	2.93	3.33	3.66

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.1	-6.6	12.5	10.2	9.8
营业利润(%)	8.6	6.3	14.3	13.6	10.0
归属于母公司净利润(%)	5.3	6.4	14.5	13.6	10.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.0	25.8	26.1	26.3	26.4
净利率(%)	9.0	10.2	10.4	10.7	10.8
ROE(%)	25.3	29.2	33.8	31.4	28.7
ROIC(%)	39.5	65.5	53.7	77.6	60.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	44.9	45.4	57.0	44.1	44.8
净负债比率(%)	-34.2	-49.8	-30.5	-54.2	-49.6
流动比率	1.8	1.7	1.4	1.8	1.9
速动比率	0.9	1.1	0.9	1.2	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6
应收账款周转率	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
应付账款周转率	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.40	2.56	2.93	3.33	3.66
每股经营现金流(最新摊薄)	2.53	3.91	1.42	4.61	2.18
每股净资产(最新摊薄)	9.43	8.70	8.60	10.53	12.71
<b>估值比率</b>					
P/E	23.7	22.2	19.4	17.1	15.5
P/B	6.0	6.5	6.6	5.4	4.5
EV/EBITDA	17.6	16.2	14.5	12.1	11.0

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

## 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