

## 海尔智家 (600690.SH) 2022Q4 业绩阶段性承压, 不改高端化全球化盈利能力提升长逻辑

2023年04月02日

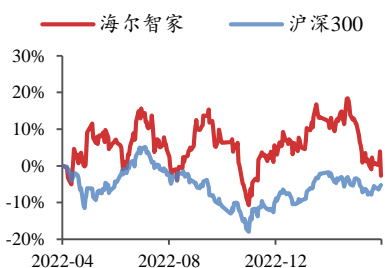
投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2023/3/31
当前股价(元)	22.68
一年最高最低(元)	27.88/20.71
总市值(亿元)	2,142.49
流通市值(亿元)	1,430.78
总股本(亿股)	94.47
流通股本(亿股)	63.09
近3个月换手率(%)	27.15

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

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《Q3 收入稳增, 高端化、数字化驱动净利率持续提升—公司信息更新报告》-2022.10.31

《2022Q2 业绩亮眼, 看好净利率提升逻辑持续兑现—公司信息更新报告》-2022.9.1

《Q1 业绩超预期, 高端化全球化净利率提升趋势延续—公司信息更新报告》-2022.4.29

### ● 2022Q4 业绩阶段性承压, 不改高端化全球化盈利能力提升长逻辑

2022 年营收 2435.1 亿元 (+7.2%), 归母净利润 147.1 亿元 (+12.5%), 扣非净利润 139.63 亿元 (+18.0%)。其中 2022Q4 营收 587.7 亿元 (+2.2%), 归母净利润 30.5 亿元 (-2.7%), 扣非净利润 27.4 亿元 (-1.22%)。2022Q4 业绩承压主系国内疫情扰动及海外原材料影响。考虑到海外宏观需求变化, 我们下调 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 170.3/195.8/223.2 亿元 (2023-2024 年原值 177.0/199.3 亿元), 对应 EPS 分别为 1.8/2.1/2.4 元, 当前股价对应 PE 为 12.6/10.9/9.6 倍, 公司高端化趋势向好, 维持“买入”评级不变。

### ● 高端化带动国内市场各品类份额稳增, 全球协同驱动海外各区域持续增长

2022 年中国智慧家庭业务收入 1263.79 亿(+4.6%)。冰箱、洗衣机、空调、热水器份额持续提升; 2022 年线上全渠道 GMV 增长 20%; 三翼鸟年新增超 900 家门店, 门店零售额增长 257%; 农村市场进村入户提供服务以增强与用户交互, 提升转化效率。2022 年海外营收 1254.24 亿(+10.3%)。主要得益于全球化平台优势, 产品创新技术在全球广泛应用; 全球化供应链保障柔性供应和高效协同; 全球化产能更快满足当地化需求; 全球推广高端创牌战略, 产品价格指数持续提升。

### ● 高端化拉动毛利率稳增, 数字化持续驱动降本增效

2022 年毛利率 31.3%, 同比持平。国内市场毛利率提升, 主系产品结构提升、全球化平台研发、采购与研发端数字化变革、下半年大宗原材料价格下降; 海外市场受大宗材料价格上涨毛利率同比回落。2022 年销售费用率 15.9% (-0.3pct)。管理费用率 4.5% (-0.2pct)。归母净利润率 6.04% (+0.28pct)。数字化降费提效显著, 2022 年物料号-17.5%、物料通用化水平+12%。在精益制造效率方面, 订单交付环节的物流装车效率提升 30%。2022 年国内市场定单交付周期优化 7%。

● 风险提示: 降费提效不达预期; 高端市场需求不达预期; 海外协同不达预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	227,106	243,514	262,048	284,361	307,418
YOY(%)	8.3	7.2	7.6	8.5	8.1
归母净利润(百万元)	13,079	14,711	17,029	19,575	22,316
YOY(%)	47.2	12.5	15.8	15.0	14.0
毛利率(%)	31.3	31.3	31.6	31.7	31.8
净利率(%)	5.8	6.0	6.5	6.9	7.3
ROE(%)	16.3	15.6	16.0	16.2	16.1
EPS(摊薄/元)	1.38	1.56	1.80	2.07	2.36
P/E(倍)	16.4	14.6	12.6	10.9	9.6
P/B(倍)	2.7	2.3	2.0	1.8	1.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2022Q4 业绩阶段性承压，不改高端化全球化盈利能力提升长逻辑 .....	3
2、 高端化带动国内市场各品类份额稳增，全球协同驱动海外各区域持续增长 .....	3
3、 高端化拉动毛利率稳增，数字化持续驱动降本增效 .....	5
4、 盈利预测与投资建议 .....	7
5、 风险提示 .....	8
附：财务预测摘要 .....	9

## 图表目录

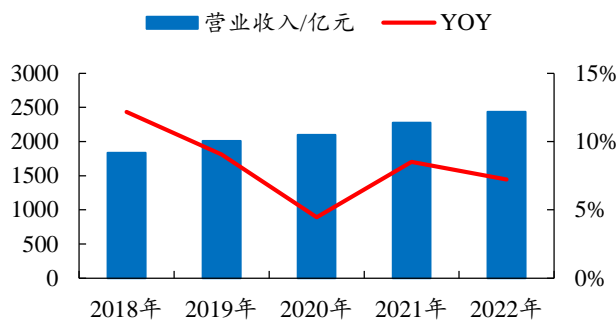
图 1： 2022 年公司营收 2435.14 亿元，同比+7.2% .....	3
图 2： 2022 年公司归母净利润 147.11 亿元，同比+12.5% .....	3
图 3： 2022 年公司在海外各市场均保持增长 .....	5
图 4： 2022 年毛利率同比持平 .....	5
图 5： 2022Q4 毛利率同比持平，环比提升 2.9pcts .....	5
图 6： 2022 年水家电毛利率+0.2pct，高于其他品类 .....	6
图 7： 2022 年国内业务毛利率提升明显 .....	6
图 8： 2022 年销售/管理费用率分别下降 0.3/0.2pct .....	7
图 9： 2022Q4 销售/管理费用率同比分别提升 0.7/0.3pct .....	7
图 10： 2022 年公司销售净利率 6.0%，同比提升 0.2pct .....	7
图 11： 2022Q4 公司销售净利率 5.1%，同比下降 0.3pct .....	7
图 12： 2022 年公司经营性现金流量净额为 201.54 亿元，净利润现金含量达 1.37 .....	7

## 1、2022Q4 业绩阶段性承压，不改高端化全球化盈利能力提升长逻辑

2022 年公司实现营收 2435.14 亿元，较 2021 年增长 7.2%。分单季度看，2021Q4 公司实现营收 587.71 亿元（+2.2%）。

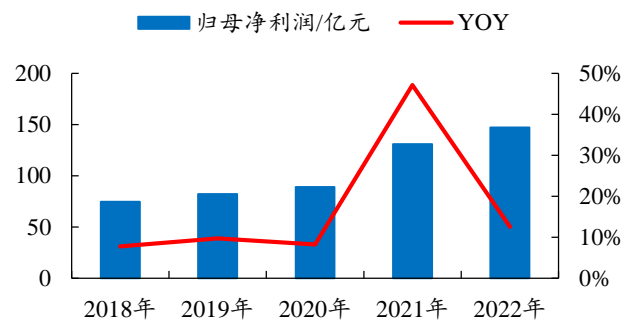
2022 年公司实现归母净利润 147.11 亿元，较 2021 年增长 12.5%。扣除非经常性损益后归母净利润 139.63 亿元，增长 18.0%。分单季度看，2021Q4 公司实现归母净利润 30.45 亿元（-2.7%），主系受到国内疫情冲击扰动及海外原材料上升影响。

图1：2022 年公司营收 2435.14 亿元，同比+7.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022 年公司归母净利润 147.11 亿元，同比+12.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司利润增速快于收入增速，盈利能力持续提升，主要得益于：（1）发挥高端品牌优势放大单用户价值；大力推广三翼鸟场景品牌，促进套系化、场景化方案销售，增加用户成交额；（2）依托全球化供应链体系与研发平台，深耕海外市场网络，上市引领产品，提升海外产品价格指数，增加市场份额；（3）积极拓展干衣机、洗碗机、热泵、家用清洁机器人等新品类，打造第二增长曲线；（4）推动数字化变革，提升营销资源配置、物流配送及仓储运营等效率、优化业务流程，提升组织效率。

## 2、高端化带动国内市场各品类份额稳增，全球协同驱动海外各区域持续增长

从业务分部看，2022 年中国智慧家电业务营收 1263.79 亿(+4.6%)，主系冰箱、洗衣机、空调、热水器份额持续提升；深化网络建设，2022 年线上全渠道 GMV 增长 20%，稳居大家电行业第一；三翼鸟年新增超过 900 家门店，门店零售额同比增长 257%；农村市场进村入户提供服务以增强与用户交互，提升转化效率。

2022 年海外营收 1254.24 亿(+10.3%)，主要得益于全球化平台优势，产品创新技术在全球市场得到广泛应用，如大筒径滚筒洗衣机的全球上市；全球化供应链保障柔性供应和高效协同；利用全球化产能更快满足当地化需求；在全球推广高端创牌战略，产品价格指数持续提升。

从收入品类构成看，2022 年各品类营收稳步增长，厨电、水家电增速较快。

**冰箱/冷柜业务：**2022 年品类营收达 431.99 亿元（+3.5%）。公司冰箱线下零售额份额提升 2.5%，达到 43.9%；线上零售额份额提升 0.5%，达到 39.2%。其中，卡萨帝嵌入式冰箱收入同比增长 180%；依托保鲜和冷冻技术优势，海尔全空间保鲜冰

箱销量超过 100 万台。冷柜业务收入增长 11%，商用冷柜收入增长 19%。

在欧洲市场，海尔高端多门冰箱份额超 40%，位居该品类首位；在日本市场，公司上市超薄大冷冻 TZ 系列产品，带动超大冰箱份额提升 4.6%，达到 3%；在越南市场，高端大冰箱占比达 40%。

**厨电：**2022 年品类营收 37.63 亿元（+7.7%），占公司营收比例 15.5%。其中卡萨帝厨电收入占国内市场业务收入比例进一步提升。公司厨电产品线下零售额份额同比提升 1.4%，达到 8.4%，首次进入行业前三。公司不断推出创新产品，卡萨帝恒风量烟机、300°C 超高温自熟技术烤箱、创新型洗碗机，得到用户认可。

公司提升厨电产品自制比例和运营效率，同时加速出口业务发展，2022 年出口收入增幅 25%。

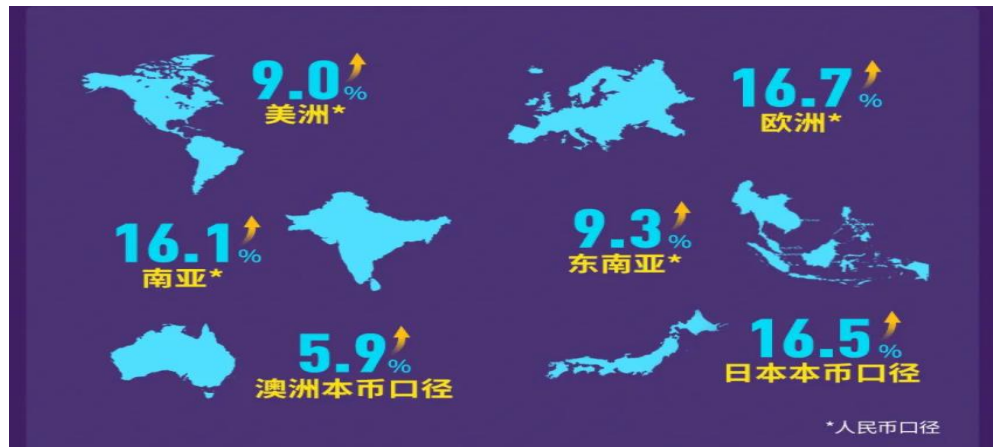
**洗衣机：**2022 年品类营收 316.14 亿元（+3.1%）。洗衣机产品，线下零售额份额同比提升 1.8%，达到 46%；线上零售额份额达到 40.4%，同比持平。干衣机产品，线下零售额份额同比提升 6.4%，达到 39.3%；线上零售额份额同比提升 6%，达到 31%。公司首创洗+干一体机新品类—卡萨帝中子和美系列，强化干衣机业务的发展，干衣机收入增幅超 80%；上市卡萨帝新纤诺干衣机，推动公司在 10,000 元以上价位段份额提升至 46.6%。；研发节能节水新技术，海尔精华洗洗衣机上市 3 个月销量突破 20 万台。

公司坚持高端产品主线、推进与全球用户多样化的交互、提升终端体验：根据产业在线数据，在行业下滑挑战下公司出口额逆势增长 4%，得益于充分把握产品节能趋势，迅速在欧洲市场上市全系 A 级能效产品；在日本上市的热泵滚筒洗干一体机，带动该品类本币增长 50%。

**空调：**2022 年品类营收 339.47 亿元（+5.4%）。其中，家用空调线下零售额份额同比提升 2.8%，达到 19.5%；线上零售额份额同比提升 0.8%，达到 14.4%。在高端市场（挂机单价 > 4,000 元，柜机单价 > 10,000 元）零售额份额提升 3.9%，达到 24.2%。司家庭中央空调市场份额同比提升 0.25%，达到 14.7%。商用空调收入增长超过 20%。国内市场份额较 2021 年同期提升 0.9%，达到 11.1%；出口份额较 2021 年同期提升 0.7%，达到 14.2%。

**水家电：**2022 年品类营收 138.55 亿元（+9.1%）。公司持续进行技术创新、渠道创新，器线下零售额份额同比提升 1.3%，达到 29.8%；线上零售额份额同比提升 2.4%，达到 34.0%

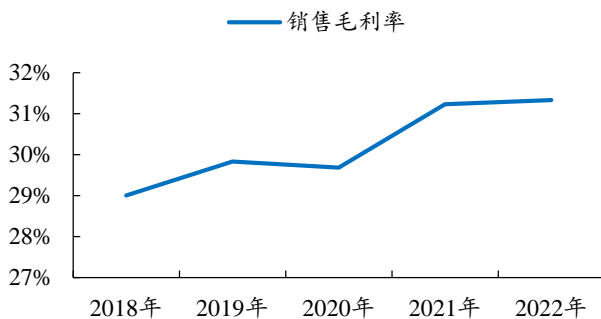
**海外分区域看，**公司在北美市场遭遇巨大压力，营收同比增长 9.0%，核心家电行业下降 6%；欧洲市场实现收入 230.32 亿元，同比增长 16.7%；澳新市场实现收入 69.62 亿元，同比下降 0.7%；南亚市场实现收入 82.84 亿元，同比增长 16.1%；东南亚市场实现收入 51.80 亿元，同比增长 9.3%；日本市场实现收入 35.69 亿元，同比增长 2.2%。海外收入端表现良好，主要得益于得益于全球化平台优势，产品创新技术在全球市场得到广泛应用，如大筒径滚筒洗衣机的全球上市；全球化供应链保障柔性供应和高效协同；利用全球化产能更快满足当地化需求；在全球推广高端创牌战略，产品价格指数持续提升。

**图3：2022 年公司在海外各市场均保持增长**


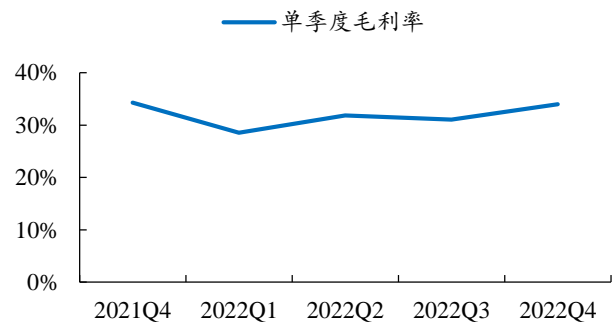
资料来源：海尔智家官方微信公众号

### 3、 高端化拉动毛利率稳增，数字化持续驱动降本增效

2022 年成本上升背景下公司毛利率逆势提升。2022 年公司毛利率为 31.3%，同比持平；单季度看，2022Q4 公司毛利率 34.0%，同比持平，环比提升 2.9pcts。国内市场受益于产品结构提升、全球化平台研发、采购与研发端数字化变革、下半年大宗原材料价格下降，毛利率同比提升；海外市场采取的产品结构优化、价格提升等举措带来的积极影响部分被大宗材料价格的上涨所抵消，毛利率同比回落。

**图4：2022 年毛利率同比持平**


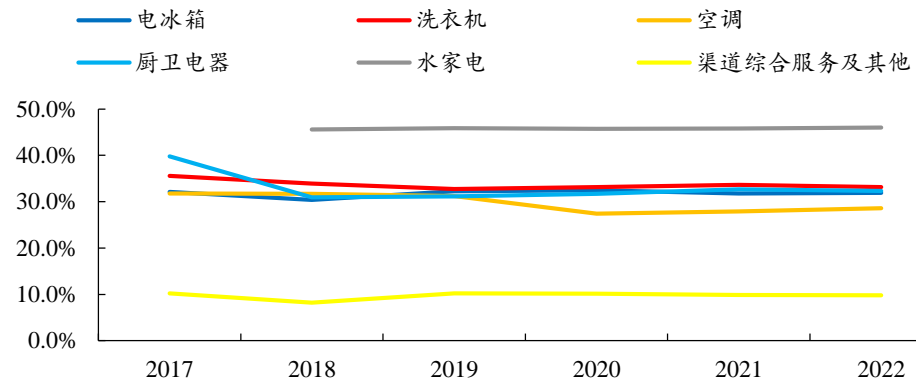
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：2022Q4 毛利率同比持平，环比提升 2.9pcts**


数据来源：Wind、开源证券研究所

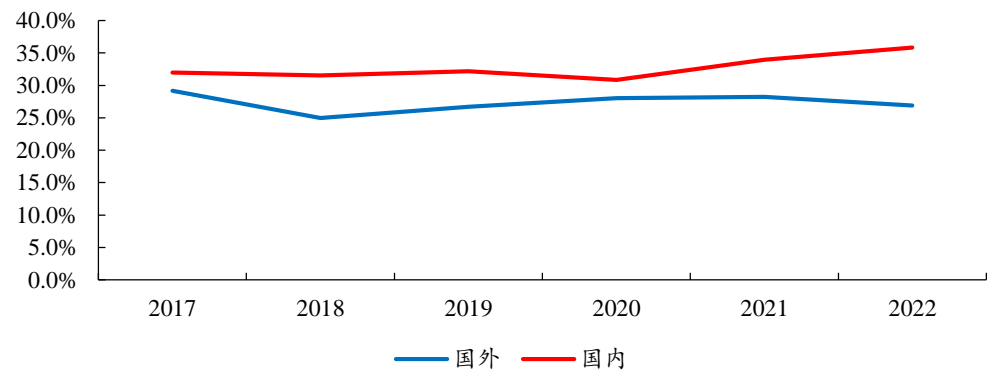
毛利率分品类看，2022 年水家电毛利率 46.01% (+0.22pct)，明显高于其他品类，空调毛利率 28.61% (+0.68pct)，提升明显。其余品类看，电冰箱毛利率 31.88% (+0.12pct)，厨电毛利率 32.34% (-0.31pct)，洗衣机毛利率 33.16% (-0.49pct)。



**图6：2022年水家电毛利率+0.2pct，高于其他品类**


数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率分区域看，2022年海外业务毛利率26.92% (-1.29pct)，国内业务毛利率35.85% (+1.69pct)，提升明显。

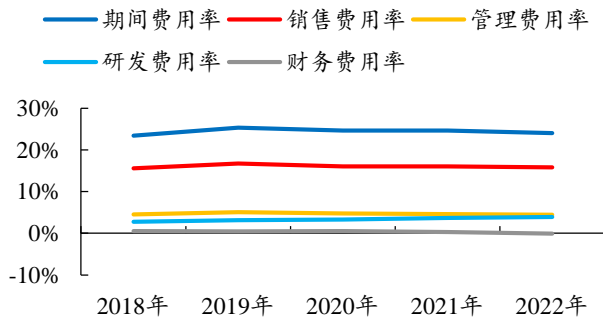
**图7：2022年国内业务毛利率提升明显**


数据来源：Wind、开源证券研究所

数字化变革降本成效凸显，2022年销售和管理费用率有所优化。2022年全年公司销售费用率为15.9% (-0.3pct)、管理费用率为4.5% (-0.2pct)。销售和管理费用率优化得益于公司推进数字化变革，营销资源配置、物流配送及仓储运营等效率提升。2022年物料号减少17.5%、物料通用化水平提升12%。在精益制造效率方面，订单交付环节的物流装车效率提升30%。2022年国内市场定单交付周期优化7%。

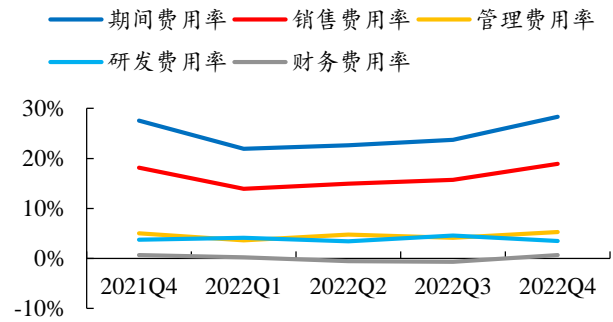
2022年全年财务费用率为-0.1%，同比+0.4pct，主要系公司提升资金管理效率增加利息收入，优化汇率风险管理策略；同时海外加息导致借款利率上升，利息支出增加，部分抵消上述收益。

**图8：2022年销售/管理费用率分别下降0.3/0.2pct**



数据来源：Wind、开源证券研究所

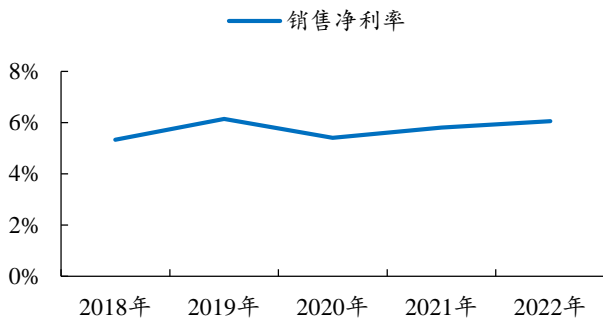
**图9：2022Q4销售/管理费用率同比分别提升0.7/0.3pct**



数据来源：Wind、开源证券研究所

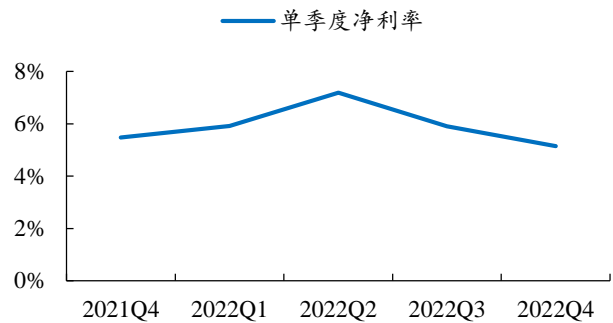
从净利率看，2022年公司净利率6.0%，同比提升0.2pct；单季度看，2022Q4公司净利率5.1%，同比下滑0.3pct，环比下降0.8pct。

**图10：2022年公司销售净利率6.0%，同比提升0.2pct**



数据来源：Wind、开源证券研究所

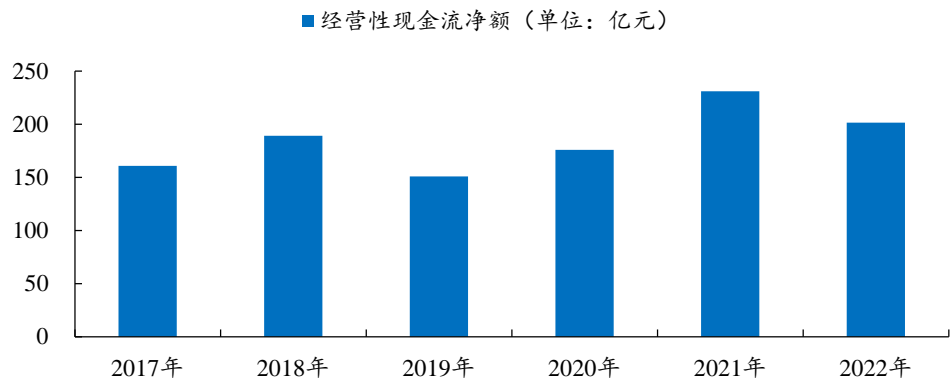
**图11：2022Q4公司销售净利率5.1%，同比下降0.3pct**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**经营质量持续提高。**2022年公司经营性现金流量净额为201.54亿元。2022年净利润现金含量为1.37，经营质量良好。

**图12：2022年公司经营性现金流量净额为201.54亿元，净利润现金含量达1.37**



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

从公司层面看：(1) 国内卡萨帝套系化销售、三翼鸟生态品牌打造的带动下，公司业务边界有望持续外延。(2) 依托全球品牌矩阵、本土化精细运作，公司海外

市场份额预计将持续提升。(3) 产品高端化、全球资源协同、数字化改革赋能驱动下，公司净利率提升逻辑有望持续兑现。

考虑到海外宏观需求变化，我们下调 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 170.3/195.8/223.2 亿元（2023-2024 年原值 177.0/199.3 亿元），对应 EPS 分别为 1.8/2.1/2.4 元，当前股价对应 PE 为 12.6/10.9/9.6 倍，公司高端化趋势向好，维持“买入”评级不变。

## 5、风险提示

降费提效不达预期；高端市场需求不达预期；海外协同不达预期。



**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>	123912	130383	113077	121901	131342
现金	46097	54139	58260	63220	68346
应收票据及应收账款	27980	25494	0	0	0
其他应收款	1958	2381	2288	2778	2699
预付账款	864	1121	1015	1303	1203
存货	39914	41543	45768	48838	53289
其他流动资产	7099	5705	5747	5762	5805
<b>非流动资产</b>	93829	105460	106401	107136	107236
长期投资	23201	24528	27590	30617	33694
固定资产	22308	27158	26019	24813	23161
无形资产	9778	10660	10083	9427	8593
其他非流动资产	38542	43113	42709	42279	41787
<b>资产总计</b>	217741	235842	219478	229037	238578
<b>流动负债</b>	124887	118632	93862	91936	87593
短期借款	11226	9643	52844	50356	43336
应付票据及应付账款	67386	66975	0	0	0
其他流动负债	46274	42014	41018	41580	44257
<b>非流动负债</b>	11580	22496	19204	15947	12591
长期借款	3373	13591	10298	7042	3686
其他非流动负债	8206	8905	8905	8905	8905
<b>负债合计</b>	136467	141129	113066	107883	100185
少数股东权益	1290	1291	1308	1328	1350
股本	9399	9447	9447	9447	9447
资本公积	22665	23852	23852	23852	23852
留存收益	51404	61991	73113	85742	100039
<b>归属母公司股东权益</b>	79985	93423	105104	119827	137043
负债和股东权益	217741	235842	219478	229037	238578

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	23235	20154	-23020	19924	23768
净利润	13232	14732	17046	19594	22338
折旧摊销	5063	6046	5131	5612	6099
财务费用	685	-246	190	566	-383
投资损失	-2405	-1833	-2119	-2146	-2250
营运资金变动	3768	-2590	-42969	-3301	-1638
其他经营现金流	2892	4043	-298	-400	-400
<b>投资活动现金流</b>	-8063	-8920	-3655	-3801	-3549
资本支出	7372	8204	3010	3320	3122
长期投资	-1465	-1391	-3062	-3027	-3077
其他投资现金流	774	675	2417	2546	2650
<b>筹资活动现金流</b>	-15660	-3822	-12406	-8674	-8073
短期借款	3538	-1583	43201	-2489	-7019
长期借款	-15162	10218	-3293	-3256	-3356
普通股增加	371	48	0	0	0
资本公积增加	7658	1187	0	0	0
其他筹资现金流	-12066	-13691	-52314	-2930	2302
<b>现金净增加额</b>	-593	8171	-39080	7449	12145

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	227106	243514	262048	284361	307418
营业成本	155950	167223	179241	194219	209659
营业税金及附加	809	813	1007	1033	1089
营业费用	36584	38598	41142	44360	47650
管理费用	10472	10837	11530	11943	12912
研发费用	8364	9499	10220	10521	11374
财务费用	685	-246	190	566	-383
资产减值损失	-1419	-1500	-1625	-1757	-1903
其他收益	959	1070	1060	1250	1200
公允价值变动收益	119	-122	-2	0	0
投资净收益	2405	1833	2119	2146	2250
资产处置收益	111	207	300	400	400
<b>营业利润</b>	15898	17844	20572	23758	27064
营业外收入	199	137	165	200	200
营业外支出	159	191	200	350	350
<b>利润总额</b>	15938	17790	20537	23608	26914
所得税	2705	3058	3491	4013	4575
<b>净利润</b>	13232	14732	17046	19594	22338
少数股东损益	153	21	17	20	22
<b>归属母公司净利润</b>	13079	14711	17029	19575	22316
EBITDA	20521	23693	26381	30922	34168
EPS(元)	1.38	1.56	1.80	2.07	2.36

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	8.3	7.2	7.6	8.5	8.1
营业利润(%)	16.8	12.2	15.3	15.5	13.9
归属于母公司净利润(%)	47.2	12.5	15.8	15.0	14.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	31.3	31.3	31.6	31.7	31.8
净利率(%)	5.8	6.0	6.5	6.9	7.3
ROE(%)	16.3	15.6	16.0	16.2	16.1
ROIC(%)	40.0	33.2	20.8	24.5	27.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	62.7	59.8	51.5	47.1	42.0
净负债比率(%)	-24.2	-23.8	9.1	-0.8	-11.9
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	14.9	15.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.0	4.0	8.6	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.38	1.56	1.80	2.07	2.36
每股经营现金流(最新摊薄)	2.46	2.13	-2.44	2.11	2.52
每股净资产(最新摊薄)	8.45	9.89	11.13	12.68	14.51
<b>估值比率</b>					
P/E	16.4	14.6	12.6	10.9	9.6
P/B	2.7	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.4	8.1	8.5	6.9	5.8

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