

帅丰电器 (605336.SH) 2022Q4 毛利率保持提升, 有望迎来渠道红利释放期

2023年04月24日

——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

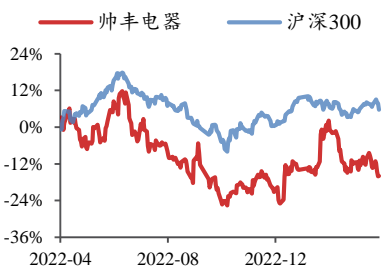
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790121060033

日期	2023/4/21
当前股价(元)	16.60
一年最高最低(元)	30.40/14.25
总市值(亿元)	30.65
流通市值(亿元)	9.73
总股本(亿股)	1.85
流通股本(亿股)	0.59
近3个月换手率(%)	254.4

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《看好帅丰电器营销端管理改善的投资机会——公司信息更新报告》
-2023.2.22

《Q3 产品高端化趋势延续, 双11开门红表现亮眼——公司信息更新报告》
-2022.11.2

《疫情扰动下 Q2 业绩承压, 盈利能力环比提升——公司信息更新报告》
-2022.8.26

● 2022Q4 业绩阶段性承压, 有望迎来渠道红利释放期, 维持“买入”评级

2022 年实现营收 9.5 亿 (-3.2%), 归母净利润 2.1 亿 (-13.1%), 扣非净利润 1.9 亿 (-15.1%); 2022Q4 实现营收 2.4 亿 (-18.5%), 归母净利润 0.6 亿 (-0.3%), 扣非净利润 0.6 亿 (-8.9%)。疫情影响下 2022Q4 业绩阶段性承压, 看好公司迎来渠道红利释放期, 在品类成长阶段抢占市场份额。我们维持 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 2.6/3.1/3.4 亿元, 对应 EPS 为 1.4/1.7/1.8 元, 当前股价对应 PE 为 11.6/10.0/9.1 倍, 维持“买入”评级。

● 2022 年新增、优化经销商 200 家, 换商叠加全渠道拓展有望拉动收入高增

按品类分, 2022 年集成灶收入 8.6 亿 (-4.9%), 木质橱柜 0.3 亿 (+190%), 其他厨房用品 0.4 亿 (-14.1%), 橱柜募投项目推动下销售快速增长。按渠道拆分, 2022 年经销商收入 8.7 亿 (-2.0%), 电商收入 0.4 亿 (-36.3%), 线下直销及其他收入 0.3 亿 (+50.6%)。经销渠道方面, 2022 年公司新增、优化经销商约 200 家, 保持经销商数量近 1300 家, 同时新增、改造帅丰第五代形象店专卖店 220 家。针对全国一二线市场公司新增、改造 30 多家门店。2023 年公司计划新增、改造形象专卖店 300 家以上。线上渠道方面, 公司将引进专业人才, 提高电商运营效率, 增加平台费用投入。根据奥维云网, 2023 年 M3 帅丰线上销售额/销量市占率分别为 11.3%/8.3%, 同比分别+2.1/+1.5pcts, 延续市占率提升趋势; 家装渠道已实现了与湖南千思等地方家装合作网点 1000 家以上; 下沉渠道公司配合京东智慧厨房的发展战略, 加大产品和费用投入。同时积极与天猫优品洽谈进驻合作。

● 2022Q4 毛利率提升 1.7pcts, 费用端高举高打体现抢份额决心

2022Q4 毛利率 46.9% (+1.7pct)。期间费用率 21.1% (+0.8pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别+4.5/+0.9/-3.0/-1.6pct, 综合影响下销售净利率 26.3% (+4.8pcts), 扣非净利率 23.3% (+2.4pct), 我们预计在高端化、智能化、套系化驱动下, 2023 年公司毛利率有望保持稳定, 费用端公司有望高举高打、抢占市场份额。

● 风险提示: 原材料价格上涨、改革成效不及预期、新渠道拓展不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	978	946	1,199	1,458	1,689
YOY(%)	36.9	-3.2	26.7	21.6	15.8
归母净利润(百万元)	247	214	264	306	338
YOY(%)	26.9	-13.1	23.4	15.8	10.4
毛利率(%)	46.2	46.1	47.5	47.5	47.5
净利率(%)	25.2	22.6	22.1	21.0	20.0
ROE(%)	13.0	11.2	12.1	13.0	12.8
EPS(摊薄/元)	1.34	1.16	1.43	1.66	1.83
P/E(倍)	12.4	14.3	11.6	10.0	9.1
P/B(倍)	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022Q4 业绩阶段性承压，盈利能力显著提升.....	3
2、 产品端：高端化、套系化、智能化有望拉动产品结构持续提升.....	4
3、 渠道端：换商招商叠加全渠道拓展，公司有望迎来渠道红利释放期.....	5
4、 盈利预测与投资建议.....	7
5、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

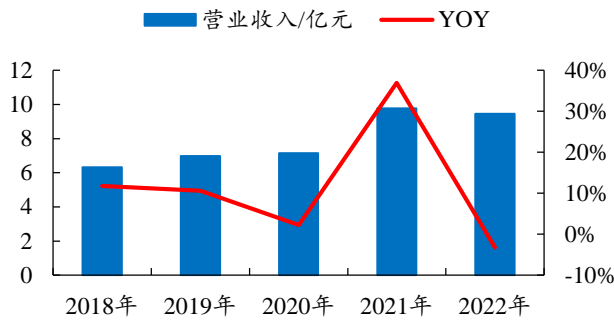
图表目录

图 1： 2022 年公司实现营收 9.5 亿（-3.2%）.....	3
图 2： 2022Q4 公司实现营收 2.4 亿（-18.5%）.....	3
图 3： 2022 年公司实现归母净利润 2.1 亿（-13.1%）.....	3
图 4： 2022Q4 公司实现归母净利润 0.6 亿（-0.3%）.....	3
图 5： 2022 年公司实现扣非净利润 1.9 亿（-15.1%）.....	3
图 6： 2022 年公司实现归母净利润 0.6 亿（-8.9%）.....	3
图 7： 2022 年公司毛利率-0.1pct、净利率-2.6pcts.....	4
图 8： 2022 年公司期间费用率 21.7%（+3.2pcts）.....	4
图 9： 2022Q4 毛利率+1.7pcts、净利率+4.8pcts.....	4
图 10： 2022Q4 公司期间费用率 21.1%（+0.8pct）.....	4
图 11： 2022 年集成灶占比 90.8%（-1.6pcts）.....	5
图 12： 2022 年集成灶品类毛利率 48.0%（+0.2pct）.....	5
图 13： 2022 年经销商渠道占比 92.4%（+1.2pcts）.....	6
图 14： 2022 年经销商渠道毛利率 45.1%（+0.6pct）.....	6
图 15： 2023M3 帅丰线上销售额市占率达 11.3%（+2.1pcts）.....	6
图 16： 2023M2/M3 帅丰线上销额分别增长 81.3%/19.8%.....	6

1、2022Q4 业绩阶段性承压，盈利能力显著提升

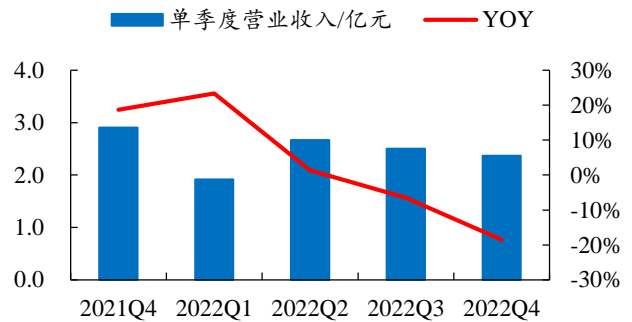
2022 年实现营收 9.5 亿 (-3.2%)，归母净利润 2.1 亿 (-13.1%)，扣非净利润 1.9 亿 (-15.1%)；2022Q4 实现营收 2.4 亿 (-18.5%)，归母净利润 0.6 亿 (-0.3%)，扣非净利润 0.6 亿 (-8.9%)。2022Q4 收入端受疫情影响阶段性承压，产品结构提升叠加原材料跌价拉动下，盈利能力提升显著，业绩符合预期。

图1：2022 年公司实现营收 9.5 亿 (-3.2%)



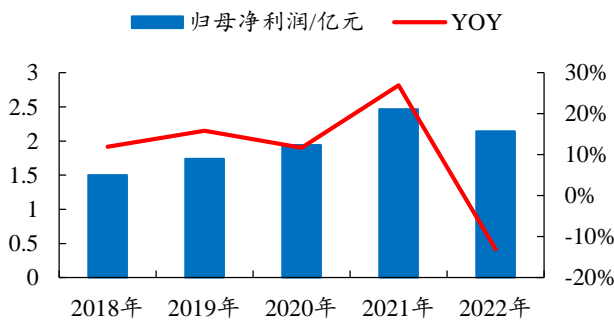
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022Q4 公司实现营收 2.4 亿 (-18.5%)



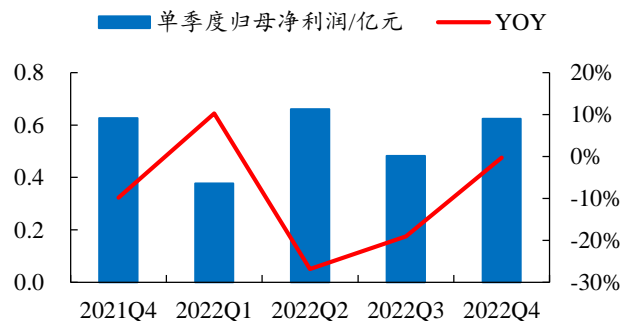
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022 年公司实现归母净利润 2.1 亿 (-13.1%)



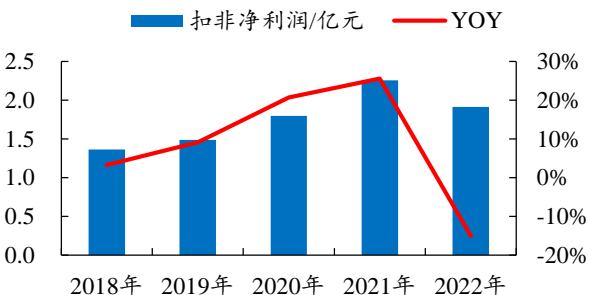
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q4 公司实现归母净利润 0.6 亿 (-0.3%)



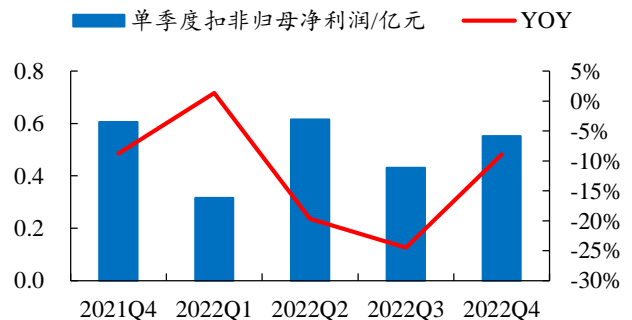
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2022 年公司实现扣非净利润 1.9 亿 (-15.1%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

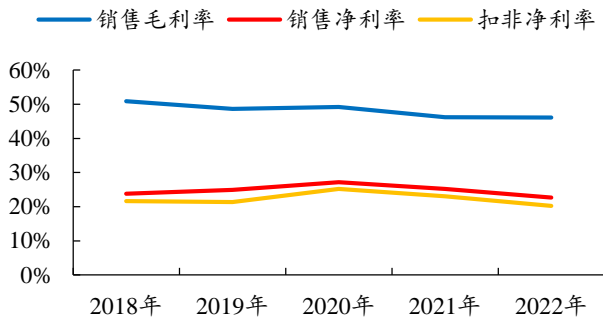
图6：2022 年公司实现归母净利润 0.6 亿 (-8.9%)



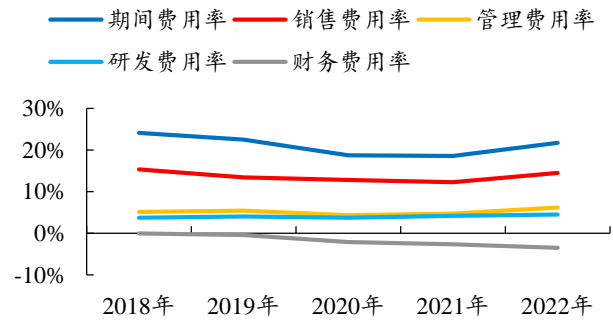
数据来源：Wind、开源证券研究所

2022 年毛利率 46.1% (-0.1pct)。期间费用率 21.7% (+3.2pct)，其中销售/管理/

研发/财务费用率分别+2.2/+1.5/+0.3/-0.9pct, 综合影响下销售净利率 22.6%(-2.6pcts), 扣非净利率 20.2%(-2.8pcts)。考虑到集成灶品类处于快速成长期, 公司净利率较高、销售费用率水平尚具备提升空间, 公司有望通过增加费用投放抢占市场份额, 实现收入较快增长。

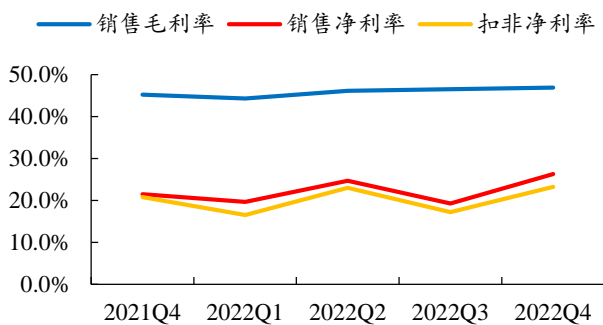
图7: 2022 年公司毛利率-0.1pct、净利率-2.6pcts


数据来源: Wind、开源证券研究所

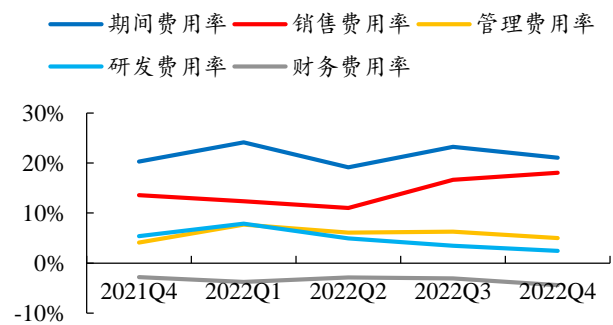
图8: 2022 年公司期间费用率 21.7% (+3.2pcts)


数据来源: Wind、开源证券研究所

2022Q4 毛利率 46.9% (+1.7pcts)。期间费用率 21.1% (+0.8pct), 其中销售/管理/研发/财务费用率分别+4.5/+0.9/-3.0/-1.6pct, 综合影响下销售净利率 26.3% (+4.8pcts), 扣非净利率 23.3% (+2.4pcts)。

图9: 2022Q4 毛利率+1.7pcts、净利率+4.8pcts


数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 2022Q4 公司期间费用率 21.1% (+0.8pct)


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、产品端：高端化、套系化、智能化有望拉动产品结构持续提升

营收按品类拆分, 2022 年集成灶收入 8.6 亿 (-4.9%, 占比 90.8%), 木质橱柜 0.3 亿 (+190%, 占比 3.1%), 其他厨房用品 0.4 亿 (-14.1%, 占比 4.4%)。橱柜收入增速较快, 主系募投项目推动, 拓展全屋装修及橱柜市场, 带动销售增长。

毛利率按品类拆分, 2022 年集成灶 48.0%(+0.2pct), 木质橱柜 18.3%(+8.9pcts), 其他厨房用品 11.5% (+2.8pcts)。橱柜毛利率提升幅度较大, 主系规模效应带动单位成本下降。

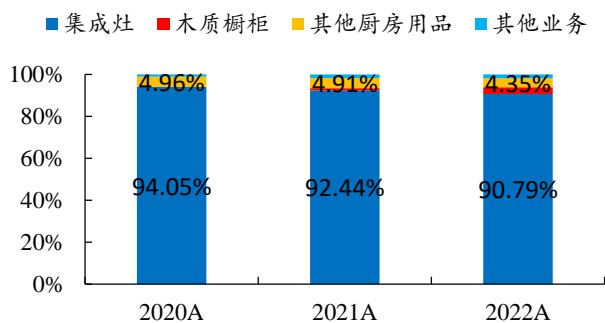
公司集成灶在原材料涨价扰动下, 仍保持毛利率稳中有升, 主系公司多款蒸烤一体、蒸烤独立产品陆续推向市场, 形成了具有公司品牌特色的蒸烤一体产品矩阵, 进一步巩固了公司在集成灶行业高端化、套系化趋势中的领先地位。根据欧睿国际

权威调研数据显示，帅丰蒸烤一体集成灶 2019-2022 年连续四年全国销量领先，位于行业龙头地位。2022 年，公司的 T1-8B、J2-8B 型号产品分别摘得天猫、京东平台的 618 活动和双十一活动期间蒸烤独立单品销量冠军。

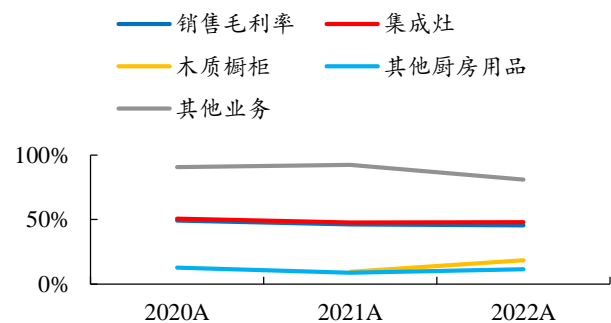
伴随人工智能、物联网、大数据等新一代信息技术驱动，智能化成为产品发展的趋势，公司持续关注智能化产品（模块化）研究和加强对产品核心性能指标、智能化方向的研究，提升产品智能化水平及人机交互的体验。2022 年，公司新推出搭载 19 寸超能屏的 X6-8B90、X6-7BK-90 智能集成灶，可实现双应用分区同时工作，烹饪、娱乐两不误。

除了推出全新的集成灶产品外，公司积极完善第二品类，扩大产品矩阵。同时，公司提出“厨房新标配，帅丰有 1 套”的全新宣传口号，推出高中低定位及相应的套系化产品，满足不同用户多元化的需求，持续引领行业发展和市场消费潮流。

截至 2022 年末，公司共参与 53 个标准制订，包括 3 个 ISO 国际标准、24 个国家标准、6 个行业标准、20 个团体标准制订，是行业内少有的同时参与起草集成灶领域的国际、国家、行业和团体标准的公司，不断引领和推动行业发展。公司及子公司合计拥有专利 353 项，其中发明专利 11 项、实用新型专利 201 项、外观设计专利 141 项，在集成灶烟机风道系统、燃烧器系统、蒸烤箱系统等核心系统的技术性能上，拥有自主知识产权且每项系统的性能指标均领先于行业。

图11：2022 年集成灶占比 90.8% (-1.6pcts)


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2022 年集成灶品类毛利率 48.0% (+0.2pct)


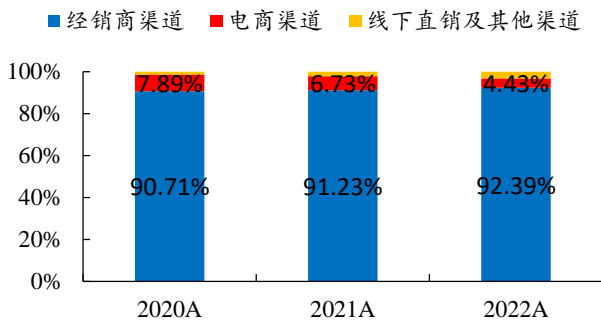
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、渠道端：换商招商叠加全渠道拓展，公司有望迎来渠道红利释放期

营收按渠道拆分，2022 年经销商收入 8.7 亿 (-2.0%，占比 92.4%)，电商收入 0.4 亿 (-36.3%，占比 4.4%)，线下直销及其他收入 0.3 亿 (+50.6%，占比 3.2%)。其中电商渠道下滑幅度较大，主系公司营销策略的调整，丰富了线上产品结构，经销商线下门店成交率提升。

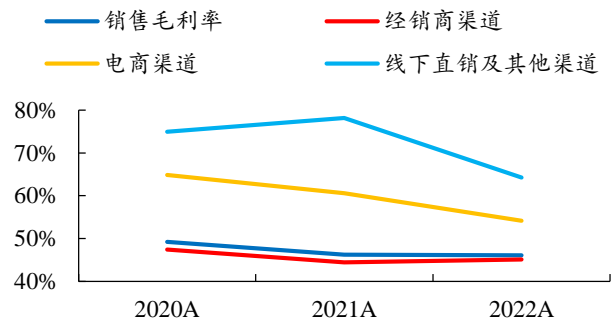
毛利率按渠道拆分，2022 年经销商渠道 45.1% (+0.6pct)，电商渠道 54.1% (-6.5pcts)，线下直销及其他渠道 64.2% (-14.0pcts)。电商渠道毛利率下滑较大，主系线上产品结构调整。线下直销及其他渠道毛利率下滑，主系该类产品作为配套销售，品类较多，批量较小，尚未形成规模效应，毛利率降低。

图13: 2022年经销商渠道占比92.4% (+1.2pcts)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2022年经销商渠道毛利率45.1% (+0.6pct)



数据来源: Wind、开源证券研究所

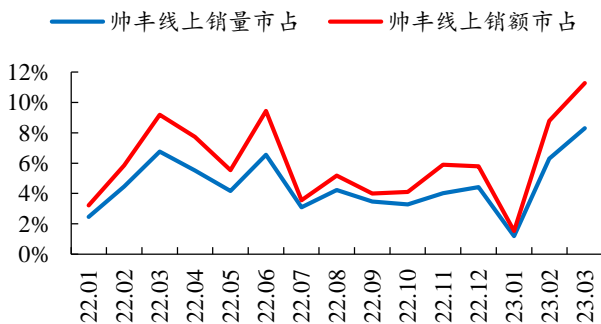
(1) 线下专卖店渠道: 2022年公司新增、优化经销商约200家,保持经销商数量近1300家,同时新增、改造帅丰第五代形象店专卖店220家,不断提升经销商质量。针对全国一二线市场公司新增、改造30多家门店。2023年公司计划新增、改造形象专卖店300家以上,全面提升终端专卖店质量;同时对一城多形态终端提出量化标准和要求,提升销售网点现有规模。

(2) 线上渠道: 2022年公司在天猫、京东、抖音等大型电商平台设有官方旗舰店。公司上架多款线上线下同款机型,便于经销商与用户进行选择,促进线上平台与线下门店融合销售;2023年预计将引进专业人才,提高电商运营效率,增加天猫、京东平台费用投入,积极引入站内站外流量。根据奥维云网,2023M2/M3帅丰线上销额分别增长81.3%/19.8%;市占率来看,2023年M3帅丰线上销额市占率11.3% (+2.1pcts)、销量市占率8.3% (+1.5pcts),延续市占率提升趋势。

(3) 家装渠道: 继续指导、培训并协助经销商拓展家装渠道,持续深入推进总对总合作,目前已实现了与湖南千思等地方家装合作网点1000家以上。同时,公司积极开展活动,助力经销商在家装设计师方面和三工师傅方面实现销量增长。

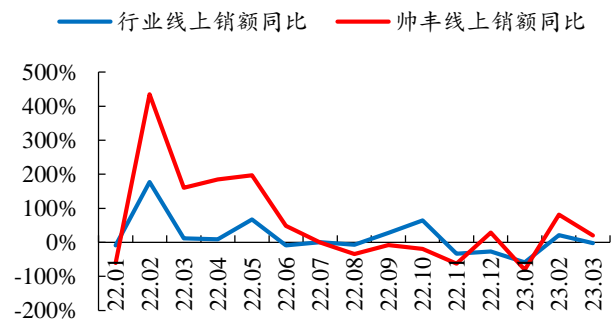
(4) 下沉渠道: 公司重新进行渠道定位,配合京东智慧厨房的发展战略,积极匹配组织支持、加大产品和费用投入。同时,公司积极与天猫优品洽谈进驻合作,实现电商下沉的双轨运行。2023年公司 will 搭建专业团队,拓展KA、下沉渠道,布局地方家电连锁渠道,协调发展家装、设计师渠道。

图15: 2023M3帅丰线上销额市占率达11.3% (+2.1pcts)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 2023M2/M3帅丰线上销额分别增长81.3%/19.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

2022年,市场营销方面,公司营销中心组织结构进行优化,精细化经销商管理,将9个大区调整为15个省区,优化主动营销部,通过多维度的活动形式赋能经销商,

以提高经销商的培训数量和质量，并加强创新渠道中心建设，强化下沉渠道及家装渠道的开拓与建设。

2023 年，预计将加大经销商政策支持，加大标杆计划的打造力度和范围，重点布局省会及重要地级市市场；通过对经销商目标管理和赋能，提高经销商的经营能力，通过资源配称措施，提升经销商的市场运作能力和；公司预计将加大广告费用投入，聚集投放平台；继 2022 年推出第五代形象专卖店，2023 年预计将进一步在全国推广，提高品牌终端用户体验。通过招商换商、拓展空白市场、发力全渠道，渠道红利有望迎来持续释放。

4、盈利预测与投资建议

我们维持 2023-2024 年、新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 2.6/3.1/3.4 亿元，对应 EPS 为 1.4/1.7/1.8 元，当前股价对应 PE 为 11.6/10.0/9.1 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

原材料上涨风险；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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1667	1713	1883	2035	2245
现金	577	570	723	879	1018
应收票据及应收账款	5	62	0	0	0
其他应收款	5	3	7	5	9
预付账款	14	13	21	20	28
存货	128	118	185	184	244
其他流动资产	939	947	947	947	947
非流动资产	582	567	643	720	784
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	454	460	528	602	666
无形资产	57	57	54	51	48
其他非流动资产	71	51	60	67	69
资产总计	2249	2280	2525	2755	3028
流动负债	342	344	325	376	376
短期借款	0	0	177	240	202
应付票据及应付账款	210	238	0	0	0
其他流动负债	132	106	147	136	174
非流动负债	15	15	15	15	15
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	15	15	15	15	15
负债合计	357	359	339	391	390
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	142	185	185	185	185
资本公积	1039	1005	1005	1005	1005
留存收益	727	744	796	857	925
归属母公司股东权益	1892	1922	2186	2364	2638
负债和股东权益	2249	2280	2525	2755	3028

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	178	306	16	262	259
净利润	247	214	264	306	338
折旧摊销	22	33	28	34	39
财务费用	-26	-33	-52	-55	-67
投资损失	-13	-18	-12	-18	-19
营运资金变动	-75	81	-214	-7	-33
其他经营现金流	22	29	1	1	1
投资活动现金流	-448	-27	-94	-94	-85
资本支出	85	39	104	111	103
长期投资	-380	-43	0	0	0
其他投资现金流	16	56	11	17	18
筹资活动现金流	-46	-197	52	-74	3
短期借款	0	0	177	63	-38
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	43	0	0	0
资本公积增加	20	-34	0	0	0
其他筹资现金流	-67	-205	-125	-136	41
现金净增加额	-317	83	-25	94	177

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	978	946	1199	1458	1689
营业成本	526	510	629	766	887
营业税金及附加	10	10	13	15	18
营业费用	120	137	198	255	312
管理费用	46	59	74	90	105
研发费用	41	43	54	66	76
财务费用	-26	-33	-52	-55	-67
资产减值损失	-0	-1	0	0	0
其他收益	13	11	12	15	13
公允价值变动收益	-1	-1	-1	-1	-1
投资净收益	13	18	12	18	19
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	285	247	305	353	389
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	286	247	305	353	389
所得税	39	32	40	46	51
净利润	247	214	264	306	338
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	247	214	264	306	338
EBITDA	291	263	319	375	414
EPS(元)	1.34	1.16	1.43	1.66	1.83

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	36.9	-3.2	26.7	21.6	15.8
营业利润(%)	24.8	-13.3	23.4	15.6	10.4
归属于母公司净利润(%)	26.9	-13.1	23.4	15.8	10.4
获利能力					
毛利率(%)	46.2	46.1	47.5	47.5	47.5
净利率(%)	25.2	22.6	22.1	21.0	20.0
ROE(%)	13.0	11.2	12.1	13.0	12.8
ROIC(%)	29.9	33.9	28.8	30.8	30.7
偿债能力					
资产负债率(%)	15.9	15.7	13.4	14.2	12.9
净负债比率(%)	-30.3	-29.4	-24.7	-26.8	-30.7
流动比率	4.9	5.0	5.8	5.4	6.0
速动比率	3.2	4.0	4.5	4.3	4.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	399.4	28.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.5	4.7	13.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.34	1.16	1.43	1.66	1.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	1.66	0.09	1.42	1.40
每股净资产(最新摊薄)	10.25	10.41	11.84	12.80	14.29
估值比率					
P/E	12.4	14.3	11.6	10.0	9.1
P/B	1.6	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.8	6.7	5.6	4.5	3.7

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