

## 亿田智能 (300911.SZ) 2022Q4 业绩阶段性承压，高举高打发力全渠道拓展

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

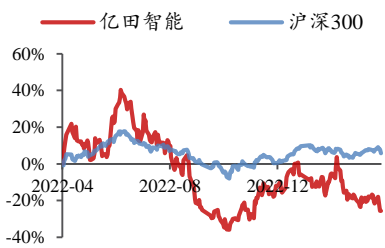
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2023/4/21
当前股价(元)	40.65
一年最高最低(元)	78.88/34.70
总市值(亿元)	43.66
流通市值(亿元)	17.08
总股本(亿股)	1.07
流通股本(亿股)	0.42
近3个月换手率(%)	292.5

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2022Q3 收入稳健增长，净利率有望迎来拐点—公司信息更新报告》

-2022.10.26

《疫情扰动下 Q2 收入增速放缓，看好毛利率持续提升—公司信息更新报告》

-2022.9.1

《618 大促成绩亮眼，渠道改革成效加速释放—公司信息更新报告》

-2022.6.22

### ● 2022Q4 业绩阶段性承压，高举高打发力全渠道拓展，维持“买入”评级

2022 年实现营收 12.8 亿元 (+3.7%)，归母净利润 2.1 亿元 (+0.1%)，扣非净利润 1.8 亿元 (-2.7%)。其中 2022Q4 实现营收 3.1 亿元 (-25.6%)，归母净利润 0.5 亿元 (-9.8%)，扣非净利润 0.3 亿元 (-1.4%)。疫情和地产双重扰动下 2022Q4 业绩承压，考虑疫后将缓慢复苏，我们下调 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 2.6/3.0/3.5 亿元（2023-2024 年原值 2.9/3.6 亿），对应 EPS 为 2.4/2.8/3.3 元，当前股价对应 PE 为 17.0/14.5/12.3 倍，公司高举高打渠道端持续扩张、第二品类加速增长，维持“买入”评级不变。

### ● 2022 年经销商数量/合作装企/网点及专卖店分别提升了 200/2800/1300 家

分品类看，2022 年集成灶产品收入 11.6 亿，同比+3.2%，占营收比例达 91.1% (-0.5pct)；其他业务收入达 1.0 亿，同比+9.5%，占营收比例达 8.9% (+0.5pct)，公司重点发力集成烹饪中心、水洗类等新品类，有望持续依托线下门店布局提升配套率，集成灶产品拓展大众价格带有望恢复较快增长。分销售模式看，2022 年经销收入达 10.8 亿 (-0.2%)，占营收比例达 85.0% (-5.1pcts)；直销收入达 1.9 亿 (+39.6%)。全渠道持续拓展，截至 2022 年末拥有经销商逾 1500 家，同比增长了 200 家。在家装渠道方面，公司的合作装企逾 8000 家，同比增长了 2800 家；下沉渠道方面，2022 年底，京东家电、天猫优品、五星万镇通、国美新零售等下沉渠道网点入驻及经销商专卖店合计逾 4800 家，同比增长了 1300 家。

### ● 产品结构优化带动 2022 年毛利率提升，费用端高举高打支持渠道拓展

2022 年毛利率 46.6% (+1.9pct)，其中集成灶和其他主营业务分别+1.5/+7.7pcts。费用端保持高举高打策略、支撑全渠道加速拓展，期间费用率+3.0pcts，其中销售/管理/研发/财务费用率分别+3.1/+0.3/+0.2/-0.7pcts，销售净利率 16.4% (-0.6pcts)。2022Q4 毛利率 45.2% (+1.2pct)。期间费用率+0.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别+9.5/-3.0/-1.7/-4.2pcts，销售净利率 15.6% (+2.7pcts)。

### ● 风险提示：疫情反复风险；原材料价格波动；渠道开拓不及预期风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,230	1,276	1,598	1,926	2,287
YOY(%)	71.7	3.7	25.3	20.5	18.8
归母净利润(百万元)	210	210	256	302	354
YOY(%)	45.8	0.1	22.1	17.8	17.2
毛利率(%)	44.7	46.6	46.0	45.5	45.0
净利率(%)	17.0	16.4	16.0	15.7	15.5
ROE(%)	17.6	15.6	16.0	16.4	16.6
EPS(摊薄/元)	1.95	1.95	2.39	2.81	3.29
P/E(倍)	20.8	20.8	17.0	14.5	12.3
P/B(倍)	3.7	3.2	2.7	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2022Q4 收入承压，看好全渠道拓展带动收入恢复高增长.....	3
1.1、 按产品拆分：集成灶主业保持增长，其他主营收入占比有所提升.....	4
1.2、 按销售模式拆分：直销收入快速增长，营收占比快速提高.....	5
2、 2022 年毛利率稳中有升，费用端高举高打助力渠道拓展.....	6
3、 盈利预测与投资建议.....	8
4、 风险提示.....	8
附：财务预测摘要.....	9

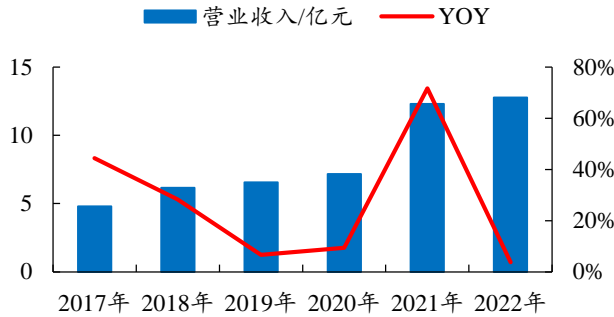
## 图表目录

图 1： 2022 年公司实现营业收入 12.8 亿元（+3.7%）.....	3
图 2： 2022Q4 实现营业收入 3.1 亿元（-25.6%）.....	3
图 3： 2022 全年实现归母净利润 2.1 亿元（+0.1%）.....	3
图 4： 2022Q4 公司实现归母净利润 0.5 亿元（-9.8%）.....	3
图 5： 2022 全年实现扣非归母净利润 1.8 亿元（-2.7%）.....	3
图 6： 2022Q4 公司实现扣非净利润 0.3 亿元（-1.4%）.....	3
图 7： 2022 年公司其他主营业务收入占比达 8.9%，同比+0.5pct.....	4
图 8： 以厨房集成化为核心出发点，公司不断加大集成烹饪中心、水槽烘干柜和水槽洗碗机等第二品类建设力度.....	5
图 9： 直销收入占营收比例达 15.0%，同比+5.1pcts.....	5
图 10： 2022 年底经销商数量达 1500 家，同比增加了 200 家.....	6
图 11： 2022 年公司毛利率为 46.6%（+1.9pcts）.....	6
图 12： 2022Q4 公司毛利率为 45.2%（+1.3pcts）.....	6
图 13： 2022 年集成灶毛利率稳步提高，其他主营业务毛利率提升显著.....	6
图 14： 2022 年公司的直销模式毛利率较高，且保持提升.....	7
图 15： 2022 年公司期间费用率为 29.2%（+3.0pcts）.....	7
图 16： 2022Q4 公司期间费用率为 32.8%（+0.7pct）.....	7
图 17： 2022 年公司净利率为 16.4%（-0.6pct）.....	8
图 18： 2022Q4 公司净利率 15.6%（+2.7pct）.....	8

## 1、2022Q4 收入承压，看好全渠道拓展带动收入恢复高增长

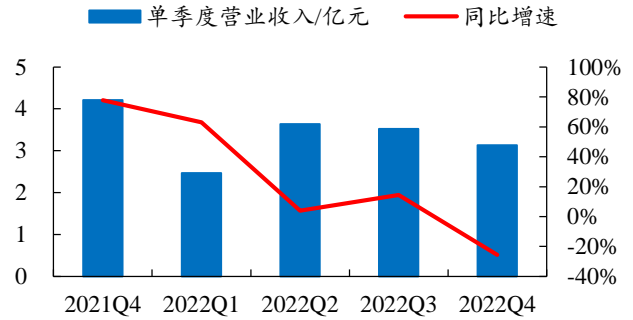
公司发布 2022 年年报，全年实现营业收入 12.8 亿元 (+3.7%)，单 2022Q4 季度实现营业收入 3.1 亿元 (-25.6%)，Q4 收入下滑主系疫情影响所致，我们看好 2023 年疫情影响解除叠加“保交楼”等地产政策发力下带动公司收入回暖。

图1：2022 年公司实现营业收入 12.8 亿元 (+3.7%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

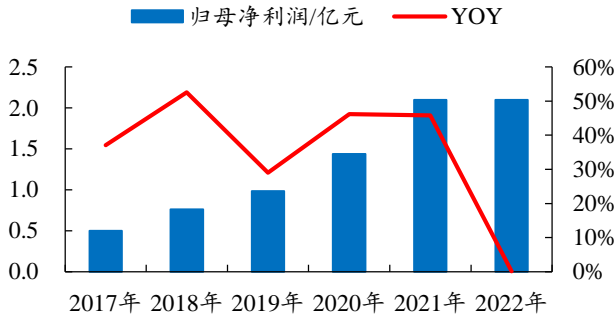
图2：2022Q4 实现营业收入 3.1 亿元 (-25.6%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

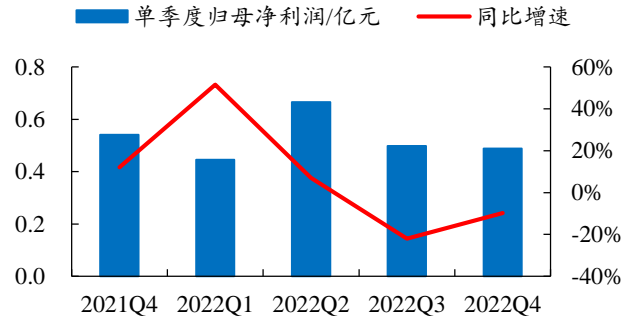
2022 全年实现归母净利润 2.1 亿元 (+0.1%)，扣非归母净利润 1.8 亿元 (-2.7%)。单 2022Q4 看，实现归母净利润 0.5 亿元 (-9.8%)，扣非净利润 0.3 亿元 (-1.4%)，非经常性损益主要包括获得的政府补助 0.14 亿元。

图3：2022 全年实现归母净利润 2.1 亿元 (+0.1%)



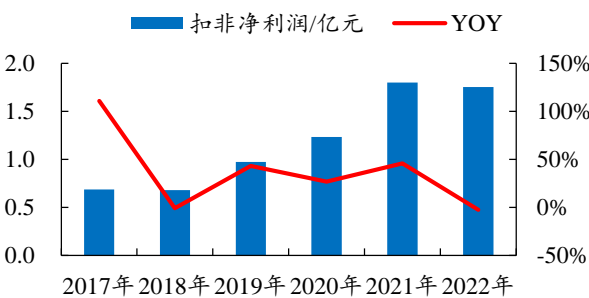
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q4 公司实现归母净利润 0.5 亿元 (-9.8%)



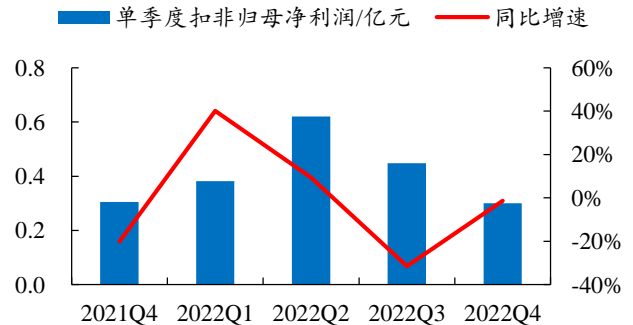
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2022 全年实现扣非归母净利润 1.8 亿元 (-2.7%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022Q4 公司实现扣非净利润 0.3 亿元 (-1.4%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.1、按产品拆分：集成灶主业保持增长，其他主营收入占比有所提升

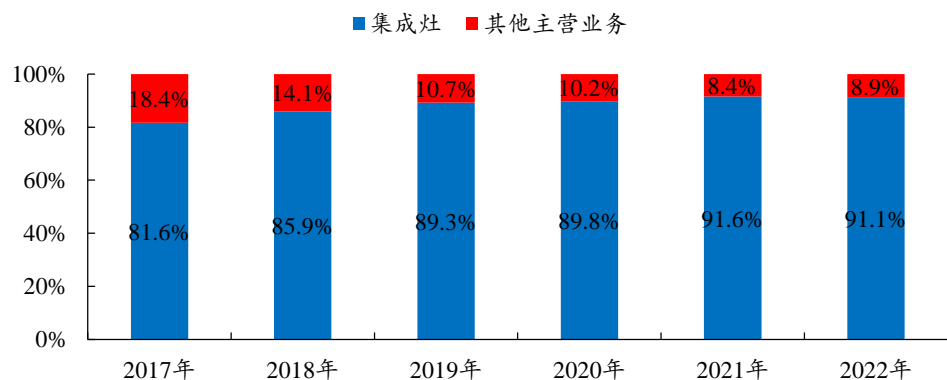
**(1) 集成灶：**2022 年公司集成灶产品收入 11.6 亿，同比增长 3.2%，占营收比例达 91.1% (-0.5pct)。作为公司核心主品类，集成灶业务在地产整体不振下仍然保持了正增长，看好在渠道扩张叠加大众价格带拓展带动下，2023 年集成灶主业恢复较快增长。

**(2) 其他主营收入：**公司其他主营业务主要包括集成水槽、集成洗碗机、净水器、吸油烟机、燃气灶、集成烹饪中心等其他厨房电器产品，2022 年这部分业务收入达 1.0 亿，同比增长 9.5%，占营收比例达 8.9% (+0.5pct)。

依托于渠道质量与覆盖率的提升，集成灶线下门店已经具备成套产品的销售能力，集成洗碗机、集成水槽等水洗类产品作为和集成灶有天然搭配效果的品类，成为了各家企业争相拓展的第二品类。这些品类出厂价格不低于集成灶，且渗透率尚处于低位，目前未出现寡头垄断情况，预期未来的市场规模不会低于集成灶，潜在需求有望逐步释放。

公司针对这部分品类进行了重点布局。例如，亿田集成烹饪中心产品 P3ZK 采用油烟机+集成烹饪机上下分体组合的形式，在 1m<sup>2</sup> 的空间内，集猛火燃气灶、近吸油烟机、智能空气炸、智能消毒、智能大烤箱、智能大蒸箱、智能发酵、智能电炖八大功能于一体，通过集成于台面上的操作平台打造了小厨房的烹饪全新体验；此外，亿田 DE91 水槽烘干柜集成了水槽与烘干柜产品，采用上洗涤下烘干的集成式设计，定价 5999 元，外观和形态百搭，方便搭配集成灶产品进行售卖。在集成烹饪中心、性价比款水洗类产品的拉动下，公司第二增长曲线有望稳步拓展。

**图7：2022 年公司其他主营业务收入占比达 8.9%，同比+0.5pct**



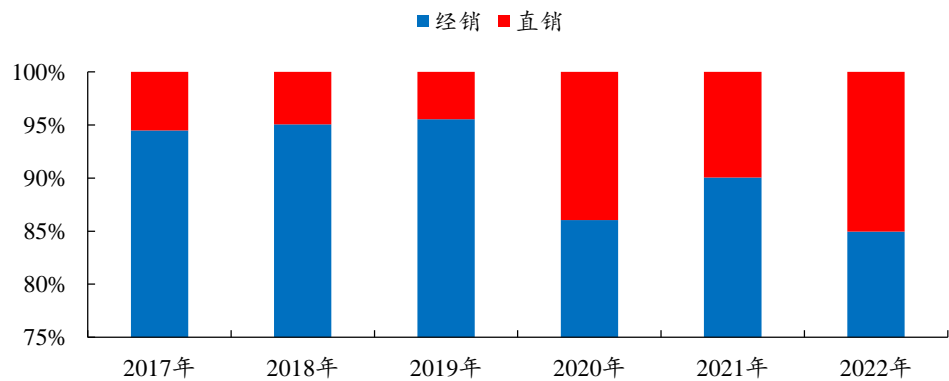
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：以厨房集成为核心出发点，公司不断加大集成烹饪中心、水槽烘干柜和水槽洗碗机等第二品类建设力度**


资料来源：公司官网、开源证券研究所

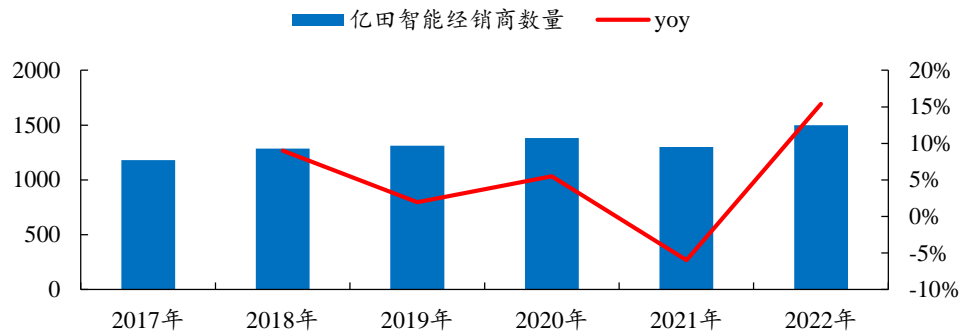
## 1.2、按销售模式拆分：直销收入快速增长，营收占比快速提高

**2022年直销收入营收占比快速提高。**2022年公司经销收入达10.8亿，同比微降0.2%，占营收比例达85.0%，同比-5.1pcts；直销收入达1.9亿，同比大幅提升39.6%，占营收比例达15.0%，同比+5.1pcts。

**图9：直销收入占营收比例达15.0%，同比+5.1pcts**


数据来源：Wind、开源证券研究所

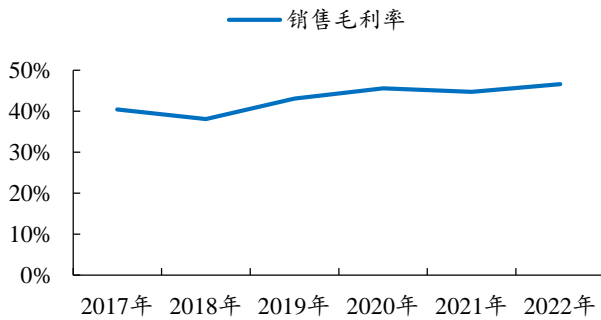
**2022年全渠道持续拓展。**截至2022年末，在传统经销渠道方面，公司拥有经销商逾1500家，同比2021年增长了200家，换商招商、空白网络拓展效果持续体现。在家装渠道方面，公司的合作装企逾8000家，同比2021年增长了2800家；同时在下沉渠道方面，2022年底，京东家电、天猫优品、五星万镇通、国美新零售等下沉渠道网点入驻及经销商专卖店合计逾4800家，同比2021年增长了1300家。2023年，公司预计将加大市场营销力度、优化渠道结构、加强品牌建设，通过促进渠道融合、改善销售团队建设提高销售能力，布局完善渠道网点，多渠道全方位开展品牌宣传。

**图10：2022 年底经销商数量达 1500 家，同比增加了 200 家**


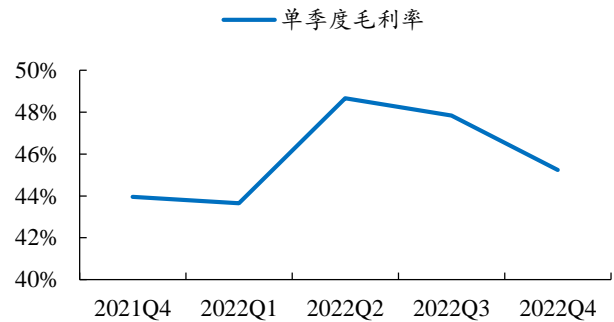
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、2022 年毛利率稳中有升，费用端高举高打助力渠道拓展

2022 年公司毛利率为 46.6% (+1.9pcts)，产品结构持续升级叠加原材料成本进入下行区间，公司盈利能力稳步提高。单季度看，2022Q4 公司毛利率为 45.2%，同比+1.3pcts。

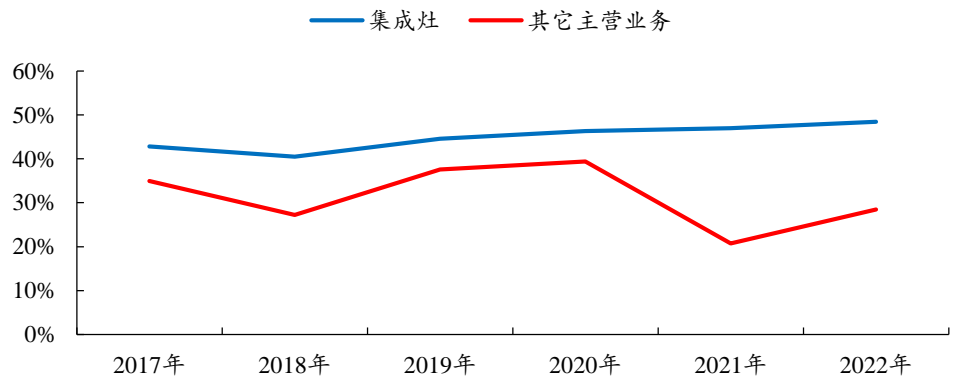
**图11：2022 年公司毛利率为 46.6% (+1.9pcts)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图12：2022Q4 公司毛利率为 45.2% (+1.3pcts)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

分产品看毛利率，2022 年集成灶/其他主营业务毛利率分别为 48.4%/28.5%，同比分别+1.5/+7.7pcts。集成灶主业的盈利能力稳步提高，同时在规模效应下公司的第二曲线业务的盈利能力也在逐步提升。

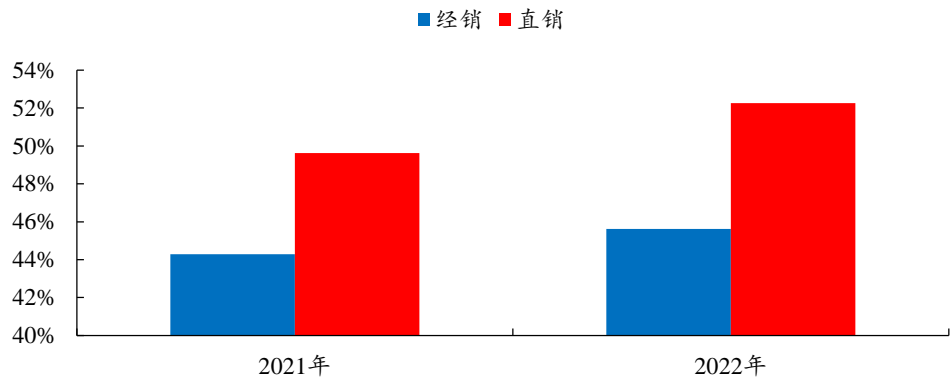
**图13：2022 年集成灶毛利率稳步提高，其他主营业务毛利率提升显著**


数据来源：Wind、开源证券研究所

分销售模式看，公司的直销模式毛利率较高，且持续保持提升。2022 年公司经

销/直销业务毛利率分别为 45.6%/52.3%，同比分别+1.3/+2.6pcts。

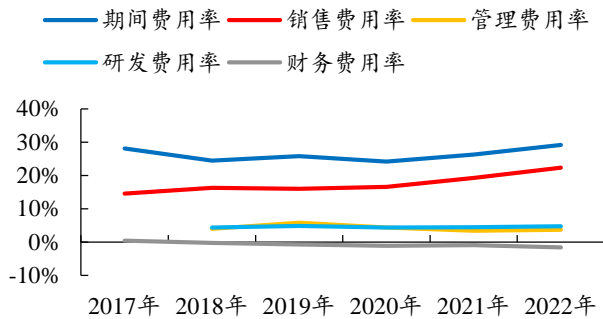
**图14：2022 年公司的直销模式毛利率较高，且保持提升**



数据来源：Wind、开源证券研究所

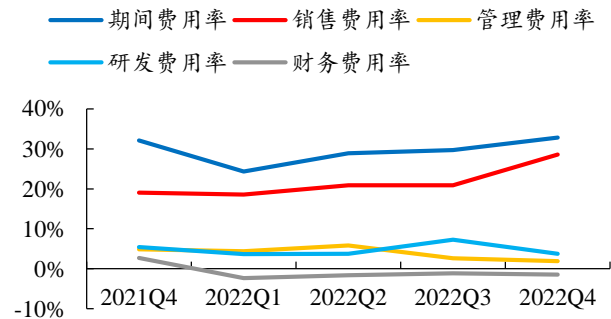
**费用端看：**2022 年公司期间费用率为 29.2% (+3.0pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.4%/3.7%/4.7%/-1.6%，同比分别+3.1/+0.3/+0.2/-0.7pct。随着行业竞争逐渐加剧，公司销售费用率提升较快。**单季度看**，2022Q4 公司期间费用率为 32.8% (+0.7pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 28.6%/1.9%/3.8%/-1.5%，同比分别+9.5/-3.0/-1.7/-4.2pcts。渠道扩张战略驱动下，公司单季度销售费用率同比提升幅度较大，但在其他三费控制下，期间费用率整体仅略微增加。

**图15：2022 年公司期间费用率为 29.2% (+3.0pcts)**



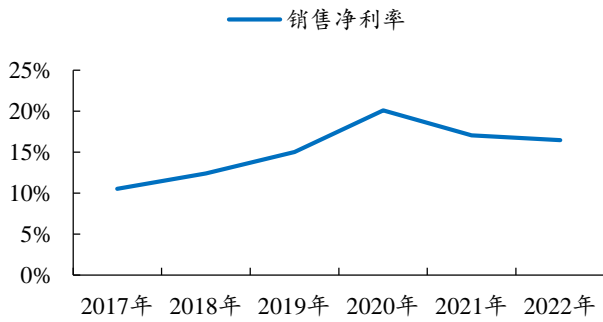
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图16：2022Q4 公司期间费用率为 32.8% (+0.7pct)**

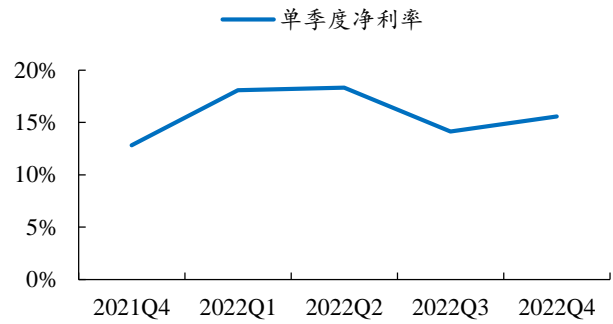


数据来源：Wind、开源证券研究所

**净利率：**2022 年公司净利率为 16.4% (-0.6pct)，同比下降主系费用率上升所致，但产品结构改善带动毛利率提升下综合影响较小。**单季度来看**，2022Q4 公司净利率 15.6%，同比+2.7pcts，环比+1.4pcts，改善主要系 2022Q4 政府补助同比增加 153.5% 至 1437.9 万元所致。剔除掉非经常性损益影响后，2022Q4 公司扣非净利率 9.6%，同比+2.3pcts，环比-3.1pcts。

**图17：2022 年公司净利率为 16.4% (-0.6pct)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图18：2022Q4 公司净利率 15.6% (+2.7pct)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

疫情和地产双重扰动下 2022Q4 业绩承压，考虑疫后将缓慢复苏，我们下调 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 2.6/3.0/3.5 亿元（2023-2024 年原值 2.9/3.6 亿），对应 EPS 为 2.4/2.8/3.3 元，当前股价对应 PE 为 17.0/14.5/12.3 倍，公司高举高打渠道端持续扩张、第二品类加速增长，维持“买入”评级不变。

### 4、风险提示

疫情反复风险；原材料价格波动；渠道开拓不及预期风险。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1455	1204	1488	1736	2115
现金	961	1019	1277	1538	1827
应收票据及应收账款	70	56	0	0	0
其他应收款	4	1	5	2	6
预付账款	26	21	38	33	51
存货	106	98	160	154	222
其他流动资产	288	9	9	9	9
<b>非流动资产</b>	354	632	688	733	783
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	163	338	401	455	508
无形资产	71	70	80	80	81
其他非流动资产	120	224	207	198	194
<b>资产总计</b>	1809	1836	2176	2469	2898
<b>流动负债</b>	577	446	530	586	725
短期借款	0	0	356	428	519
应付票据及应付账款	368	316	0	0	0
其他流动负债	209	131	173	158	206
<b>非流动负债</b>	43	46	46	46	46
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	43	46	46	46	46
<b>负债合计</b>	619	493	576	632	772
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	108	107	107	107	107
资本公积	694	677	677	677	677
留存收益	414	559	736	944	1188
<b>归属母公司股东权益</b>	1190	1344	1600	1837	2126
负债和股东权益	1809	1836	2176	2469	2898

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	280	164	-59	272	293
净利润	210	210	256	302	354
折旧摊销	20	27	35	38	45
财务费用	-11	-20	-32	-43	-40
投资损失	-20	-16	-22	-22	-24
营运资金变动	72	-70	-289	10	-36
其他经营现金流	11	34	-8	-12	-6
<b>投资活动现金流</b>	-127	-32	-69	-62	-71
资本支出	67	328	91	84	95
长期投资	-80	280	0	0	0
其他投资现金流	20	16	22	22	24
<b>筹资活动现金流</b>	-14	-87	29	-21	-24
短期借款	0	0	356	72	91
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	-1	0	0	0
资本公积增加	47	-16	0	0	0
其他筹资现金流	-62	-70	-327	-93	-115
<b>现金净增加额</b>	138	46	-99	190	198

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1230	1276	1598	1926	2287
营业成本	680	681	863	1050	1258
营业税金及附加	9	9	16	16	18
营业费用	237	285	363	437	519
管理费用	42	48	56	65	75
研发费用	55	60	70	83	94
财务费用	-11	-20	-32	-43	-40
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	6	22	17	18	24
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	20	16	22	22	24
资产处置收益	0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	239	233	293	346	405
营业外收入	8	2	5	6	8
营业外支出	3	2	2	2	3
<b>利润总额</b>	245	232	296	351	410
所得税	35	23	40	49	56
<b>净利润</b>	210	210	256	302	354
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	210	210	256	302	354
EBITDA	235	229	308	370	434
EPS(元)	1.95	1.95	2.39	2.81	3.29

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	71.7	3.7	25.3	20.5	18.8
营业利润(%)	45.9	-2.6	25.9	18.1	17.0
归属于母公司净利润(%)	45.8	0.1	22.1	17.8	17.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	44.7	46.6	46.0	45.5	45.0
净利率(%)	17.0	16.4	16.0	15.7	15.5
ROE(%)	17.6	15.6	16.0	16.4	16.6
ROIC(%)	-1164.8	55.9	34.7	39.4	41.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	34.2	26.8	26.5	25.6	26.6
净负债比率(%)	-77.5	-72.6	-54.9	-58.2	-59.5
流动比率	2.5	2.7	2.8	3.0	2.9
速动比率	2.3	2.4	2.4	2.6	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	26.2	20.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.7	4.0	11.7	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.95	1.95	2.39	2.81	3.29
每股经营现金流(最新摊薄)	2.61	1.53	-0.55	2.53	2.73
每股净资产(最新摊薄)	11.08	12.51	14.90	17.11	19.80
<b>估值比率</b>					
P/E	20.8	20.8	17.0	14.5	12.3
P/B	3.7	3.2	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	13.4	14.8	11.3	8.9	7.1

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R4（中高风险），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