

## 三花智控 (002050.SZ)

2023年05月06日

## 新能源车热管理业务持续放量, 储能热管理及人形机器人前瞻布局

投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2023/5/5
当前股价(元)	23.29
一年最高最低(元)	34.00/16.06
总市值(亿元)	836.31
流通市值(亿元)	823.87
总股本(亿股)	35.91
流通股本(亿股)	35.37
近3个月换手率(%)	49.52

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

● **2022Q4/2023Q1 业绩高增, 前瞻布局储热及人形机器人, 维持“买入”评级**  
2022年公司实现营收 213.48 亿元(+33.25%), 归母净利润 25.73 亿元(+52.81%), 扣非归母净利润 22.91 亿元(+54.05%)。2022Q4 实现营收 57.49 亿元(+33.66%), 归母净利润 9.46 亿元(+141.95%), 扣非归母净利润 5.39 亿元(+67.98%)。2023Q1 实现营收 56.79 亿元 (+18.22%), 归母净利润 6.01 亿元 (+32.73%), 扣非归母净利润 5.57 亿元 (+38.35%)。2022Q4 单季度非经常性损益主要来自于非流动资产处置收益。考虑到公司汽零业务龙头地位稳固, 储能热管理逐步放量, 人形机器人前瞻布局, 我们维持 2023-2024 年盈利预测不变, 新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 31.42/38.04/45.18 亿元, 对应 EPS 为 0.88/1.06/1.26 元, 当前股价对应 PE 为 27.2/22.5/18.9 倍, 维持“买入”评级。

● **2022 年制冷主业增长稳健, 汽车零部件贡献主要增长**  
分产品来看, 2022 年制冷空调电器零部件营收 138.34 亿元 (+23.31%), 汽车零部件营收 75.14 亿元 (+56.46%)。分地区来看, 2022 年内销营收 114.16 亿元 (+40.72%), 外销营收 99.32 亿元 (+25.59%)。汽零业务方面, 2022 年新能源汽车热管理营收 66.7 亿元 (+66.59%), 传统燃油车营收 8.44 亿元 (+5.65%)。其中新能源汽车热管理产品均价 174 元 (-18.3%), 或系组件销售占比提升所致。

● **高毛利客户占比提升拉动汽零整体毛利率提升, 费用端规模效应初显成效**  
2022 年毛利率 26.08% (+0.4pct), 2022Q4 毛利率 28.64% (+1.19pct), 2023Q1 毛利率 25.57% (+2.27pct), 主系汽零业务毛利提升。2022 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.4pct/+0.47pct/-0.06pct/-1.36pct, 2022 年管理费用率提升主系职工薪酬、办公费、搬迁费等增加所致, 财务费用率下降主系汇兑收益增加所致。综合影响下 2022 净利率 10.51% (-1.56pcts), 2023Q1 净利率 10.59% (+1.16pct)。

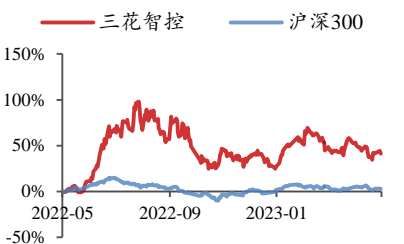
● **风险提示:** 储能热管理不及预期; 新能源销量不及预期; 原材料价格上涨等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,021	21,348	26,640	32,264	38,233
YOY(%)	32.3	33.2	24.8	21.1	18.5
归母净利润(百万元)	1,684	2,573	3,142	3,804	4,518
YOY(%)	15.2	52.8	22.1	21.1	18.8
毛利率(%)	25.7	26.1	26.6	26.8	26.8
净利率(%)	10.5	12.1	11.8	11.8	11.8
ROE(%)	15.2	19.9	19.5	19.8	19.6
EPS(摊薄/元)	0.47	0.72	0.88	1.06	1.26
P/E(倍)	50.8	33.3	27.2	22.5	18.9
P/B(倍)	8.0	6.8	5.5	4.6	3.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《2022Q4 业绩延续高增, 储能热管理有望逐步放量—公司信息更新报告》  
-2023.1.19

《2022Q3 业绩延续高增, 汽零业务持续放量—公司信息更新报告》  
-2022.10.27

《2022Q2 汽零业务持续放量, 盈利能力显著提升—公司信息更新报告》  
-2022.8.14

## 内容目录

1、 新能源热管理业务驱动 2022 年业绩高增.....	3
1.1、 按业务拆分：制冷零部件维持稳健增长，新能源热管理零部件维持高增长.....	3
1.2、 按区域拆分：新能源热管理业务快速放量，内外销发展均衡.....	4
2、 结构优化带动毛利率同比提升，营运及资金整体状况表现良好.....	4
2.1、 盈利能力：高毛利产品占比提升致 2022 年毛利率同比提升.....	4
2.2、 营运能力：存货周转效率、应收账款周转效率处于健康水平.....	5
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

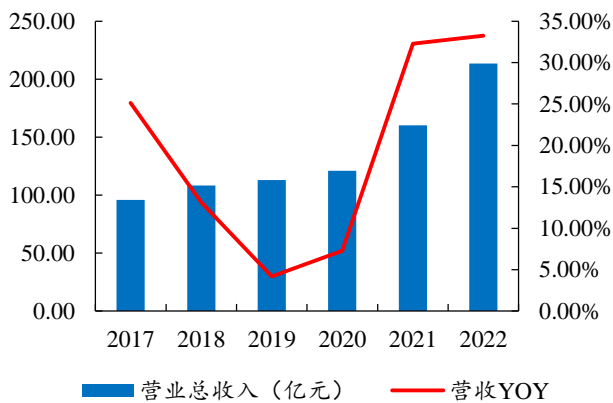
## 图表目录

图 1： 汽零业务推动下 2022 年公司收入增速 33.25% .....	3
图 2： 2022Q4/2023Q1 收入增速分别为 33.66%/18.22% .....	3
图 3： 汽零业务毛利提升带动 2022 年公司净利润增长 52.81% .....	3
图 4： 2022Q4/2023Q1 归母净利润增速分别为+141.95%/+32.73%.....	3
图 5： 高毛利客户占比提升带动 2022 年公司毛利率同比提升.....	5
图 6： 2022 年公司期间费用率同比-1.35pct，财务费用率同比较大幅度下降.....	5
图 7： 2022 年公司净利率 12.05%（+1.54pct）.....	5
图 8： 2022Q4/2023Q1 净利率同比分别+7.36pct/+1.16pct .....	5
图 9： 2022 年存货周转天数保持相对稳定（单位：亿元、天）.....	6
图 10： 2022 年应收账款周转天数阶段性上升（单位：亿元、天）.....	6
表 1： 2022 年汽车零部件业务实现收入 75.14 亿元（+56.46%），为公司营收增长主要驱动力.....	4
表 2： 2022 年新能源热管理收入占比提升至 88.77% .....	4
表 3： 2022 年公司国内/国外市场销售收入同比分别+40.72%/+25.59% .....	4
表 4： 2022 年汽零境内/境外市场销量同比分别+26.71%/+41.45% .....	4

## 1、新能源热管理业务驱动 2022 年业绩高增

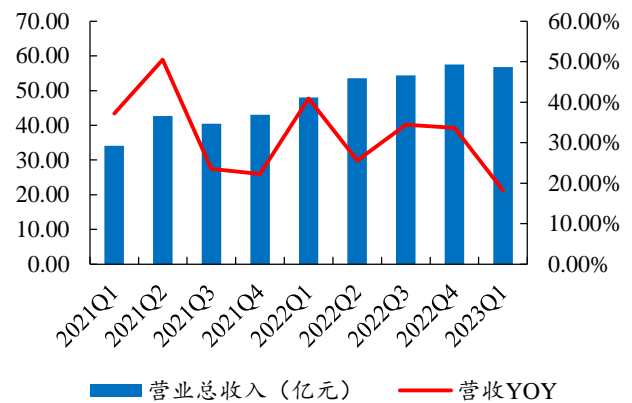
2022 年公司实现营收 213.48 亿元(+33.25%), 归母净利润 25.73 亿元(+52.81%), 扣非归母净利润 22.91 亿元(+54.05%)。单季度来看 2022Q4 实现营收 57.49 亿元(+33.66%), 归母净利润 9.46 亿元(+141.95%), 扣非归母净利润 5.39 亿元(+67.98%)。2023Q1 实现营收 56.79 亿元(+18.22%), 归母净利润 6.01 亿元(+32.73%), 扣非归母净利润 5.57 亿元(+38.35%)。2022Q4 单季度非经常性损益主要来自于 4.49 亿元非流动资产处置收益。

图1：汽零业务推动下 2022 年公司收入增速 33.25%



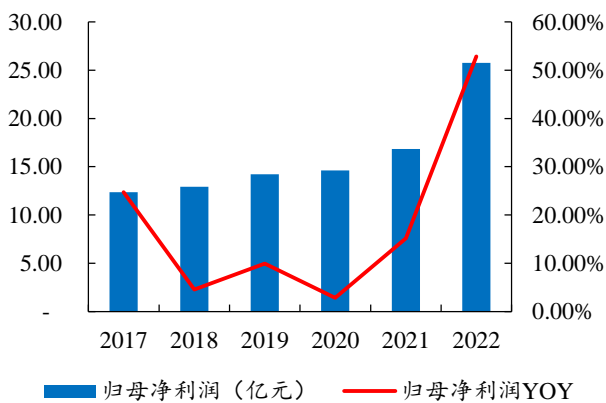
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022Q4/2023Q1 收入增速分别为 33.66%/18.22%



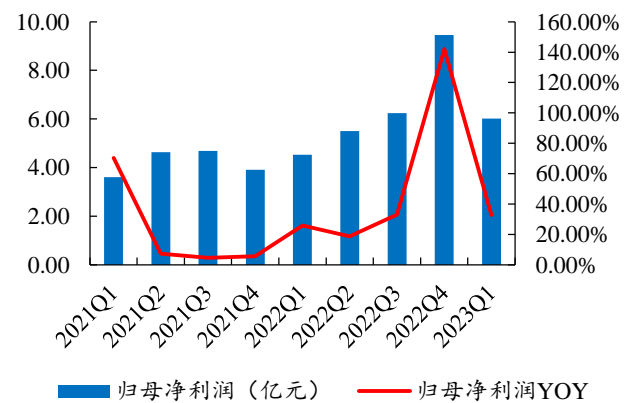
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：汽零业务毛利提升带动 2022 年公司净利润增长 52.81%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q4/2023Q1 归母净利润增速分别为 +141.95%/+32.73%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、按业务拆分：制冷零部件维持稳健增长，新能源热管理零部件维持高增长

分产品来看，2022 年制冷空调电器零部件营收 138.34 亿元(+23.31%)，汽车零部件营收 75.14 亿元(+56.46%)。汽车零部件业务方面，2022 年新能源汽车热管理营收 66.7 亿元(+66.59%)，传统燃油车营收 8.44 亿元(+5.65%)。2022 年新能源汽车热管理产品销量 3835 万只(+103.87%)，均价 174 元(-18.3%)，或系组件销售占比提升所致；传统燃油车热管理产品销量 12912 万只(+19.28%)，均价 6.5 元(-11.42%)。

**表1：2022年汽车零部件业务实现收入75.14亿元(+56.46%)，为公司营收增长主要驱动力**

	2019		2020		2021		2022	
	收入	YoY	收入	YoY	收入	YoY	收入	YoY
制冷空调零部件	96.37	2.48%	96.41	0.04%	112.18	16.36%	138.34	23.31%
汽车零部件业务	16.51	15.27%	24.69	49.57%	48.02	94.51%	75.14	56.46%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表2：2022年新能源热管理收入占比提升至88.77%**

	销售量(万只)			产量(万只)			销售收入(亿元)	
	2022	2021	YoY	2022	2021	YoY	2022	占汽零业务比例
新能源车热管理产品	3835.18	1881.18	167.39%	4122.95	1,946.66	151.43%	66.69	88.77%
传统燃油车热管理产品	129116	10824.91	27.89%	12907.91	10,919.05	27.89%	8.44	11.23%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、按区域拆分：新能源热管理业务快速放量，内外销发展均衡

分地区来看，2022年公司国内市场实现营收114.16亿元(+40.72%)。实现较高增长主系国内新能源汽车热管理市场的放量，2022年公司汽零业务境内/境外市场销量分别同比+26.71%/41.45%，境内市场增速放缓或系大客户产能受疫情影响，国内主机厂预计保持较高增长。2022年公司国外市场实现营收79.08亿元(+25.59%)

**表3：2022年公司国内/国外市场销售收入同比分别+40.72%/+25.59%**

	2019		2020		2021		2022	
	收入	YoY	收入	YoY	收入	YoY	收入	YoY
国内销售	55.95	-4.88%	58.65	4.82%	81.12	38.33%	114.16	40.72%
国外销售	56.93	14.91%	62.45	9.70%	79.08	26.63%	99.32	25.59%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表4：2022年汽零境内/境外市场销量同比分别+26.71%/+41.45%**

	销售量(万只)		
	2022	2021	YoY
汽车零部件国内市场	10541.93	8,319.57	26.71%
汽车零部件境外市场	4386.52	4,386.52	41.45%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、结构优化带动毛利率同比提升，营运及资金整体状况表现良好

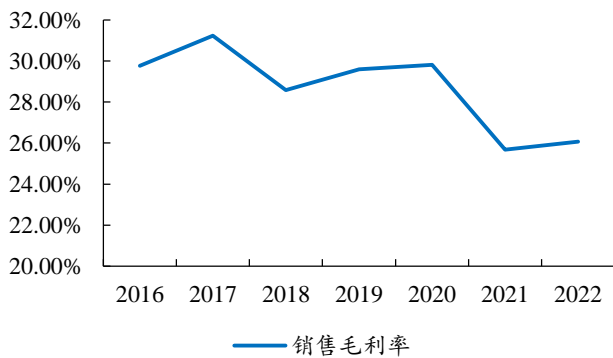
### 2.1、盈利能力：高毛利产品占比提升致2022年毛利率同比提升

(1)毛利率：2022年毛利率26.08%(+0.4pct)，2022Q4毛利率28.64%(+1.19pct)，2023Q1毛利率25.57%(+2.27pct)。分产品来看，2022年制冷空调零部件/汽车零部件毛利率分别为26.16%/25.92%，同比分别-0.3pct/+2.07pct。汽零业务毛利率延续提升趋势一方面系原材料成本回落，另一方面系高毛利客户占比提升所致。

(2)费用端：2022年期间费用率12.14%(-1.35pct)，2022Q4期间费用率16.37%(-0.97pct)，2023Q1期间费用率13.64%(+1.56pct)。2022年销售/管理/研发/财务费

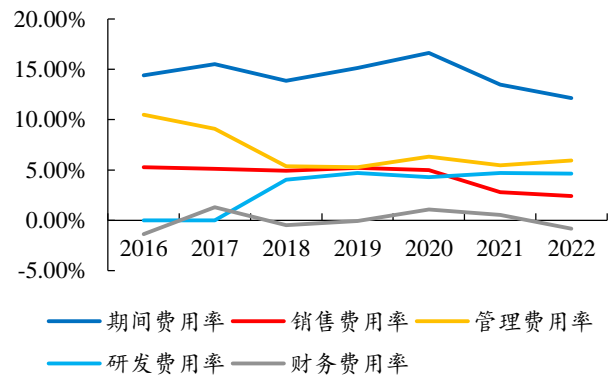
用率同比分别 -0.4pct/+0.47pct/-0.06pct/-1.36pct，2022Q4 同比分别 -1.24pct/+1.87pct/-0.97pct/-0.64pct，2023Q1 同比分别 +0.03pct/+0.82pct/+0.34pct/+0.36pct，2022 年管理费用率提升主系职工薪酬、办公费、搬迁费等增加所致，财务费用率下降主系汇兑收益增加所致。2023Q1 财务费用率提升主系利息收入净额减少。

**图5：高毛利客户占比提升带动 2022 年公司毛利率同比提升**



数据来源：Wind、开源证券研究所

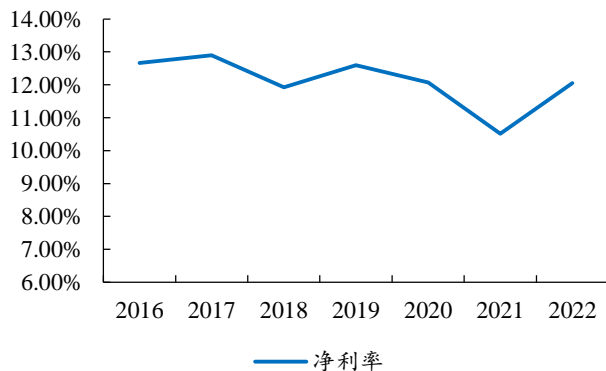
**图6：2022 年公司期间费用率同比-1.35pct，财务费用率同比较大幅度下降**



数据来源：Wind、开源证券研究所

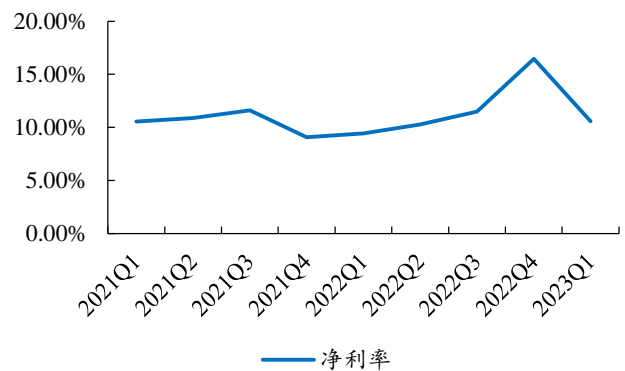
**(3) 净利率：**2022 年公司净利率 12.05% (+1.54pct)，扣非净利率 10.73% (+1.45pct)。2022Q4 净利率 16.45% (+7.36pct)，扣非净利率 9.38% (+2.24pct)。2023Q1 净利率 10.59% (+1.16pct)，扣非净利率 9.8% (+1.43pct)，盈利能力延续提升趋势。

**图7：2022 年公司净利率 12.05% (+1.54pct)**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2022Q4/2023Q1 净利率同比分别+7.36pct/+1.16pct**



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、营运能力：存货周转效率、应收账款周转效率处于健康水平

**(1) 存货：**截至 2022 年底，公司存货为 43.35 亿元，同比增长 19.16%，存货周转天数约 91 天，同比增加 1 天。截至 2023Q1 期末，公司存货为 42.44 亿元，较 2022 年年底减少 2.1%，存货周转天数 42 天，同比基本持平，整体周转效率状况良好。

**(2) 应收账款：**截至 2022 年底，公司应收账款为 52.28 亿元，同比增长 48.68%。应收账款周转天数约 74 天，同比增加 8 天。截至 2023Q1 期末，公司应收账款为 54.11 亿元，较 2022 年年末增加 3.49%，应收账款周转天数约 84 天，较 2022 年增加 11 天。应收账款保持高速增长或主要系汽零业务回款周期较长。

图9：2022年存货周转天数保持相对稳定（单位：亿元、天）

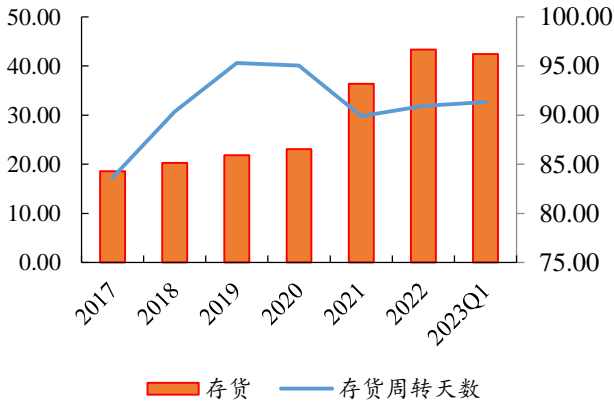
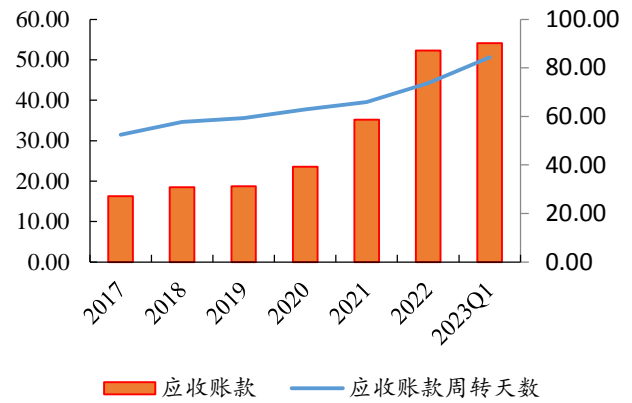


图10：2022年应收账款周转天数阶段性上升（单位：亿元、天）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

**(3) 现金流：**2022年公司经营性现金流净额/投资活动现金流净额/筹资活动现金流净额同比分别+61.31%/+47.1%/-121.74%，经营性现金流上升主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致，投资活动现金流净额上升主要系购买大额存单减少，筹资活动现金流净额下滑主要系同期公司发行可转债募集资金。

### 3、盈利预测与投资建议

2022年公司实现营收213.48亿元(+33.25%)，归母净利润25.73亿元(+52.81%)，扣非归母净利润22.91亿元(+54.05%)。2022Q4实现营收57.49亿元(+33.66%)，归母净利润9.46亿元(+141.95%)，扣非归母净利润5.39亿元(+67.98%)。2023Q1实现营收56.79亿元(+18.22%)，归母净利润6.01亿元(+32.73%)，扣非归母净利润5.57亿元(+38.35%)。2022Q4单季度非经常性损益主要来自于非流动资产处置收益。考虑到公司汽零业务龙头地位稳固，储能热管理逐步放量，人形机器人前瞻布局，我们维持2023-2024年盈利预测不变，新增2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润31.42/38.04/45.18亿元，对应EPS为0.88/1.06/1.26元，当前股价对应PE为27.2/22.5/18.9倍，维持“买入”评级。

### 4、风险提示

储能热管理不及预期；新能源销量不及预期；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>	16571	18756	13886	16660	19320
现金	6708	5878	7598	8884	10528
应收票据及应收账款	5660	7432	0	0	0
其他应收款	121	727	331	950	568
预付账款	94	118	146	174	206
存货	3638	4335	5544	6386	7753
其他流动资产	350	266	266	266	266
<b>非流动资产</b>	7049	9218	10594	11907	13159
长期投资	23	32	48	64	81
固定资产	4233	6375	7566	8738	9853
无形资产	696	727	759	778	807
其他非流动资产	2097	2084	2221	2327	2419
<b>资产总计</b>	23620	27974	24480	28567	32480
<b>流动负债</b>	8351	9456	3366	4952	5652
短期借款	738	1294	1294	2598	3241
应付票据及应付账款	5106	6465	0	0	0
其他流动负债	2507	1697	2072	2355	2410
<b>非流动负债</b>	4016	5400	4814	4183	3496
长期借款	3453	4578	3993	3362	2674
其他非流动负债	563	821	821	821	821
<b>负债合计</b>	12367	14855	8180	9135	9147
少数股东权益	102	178	217	264	319
股本	3591	3591	3591	3591	3591
资本公积	373	283	283	283	283
留存收益	7317	8996	11159	13779	16889
<b>归属母公司股东权益</b>	11150	12940	16083	19169	23013
负债和股东权益	23620	27974	24480	28567	32480

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1556	2510	4066	3560	4731
净利润	1705	2608	3181	3851	4574
折旧摊销	488	575	677	845	1026
财务费用	84	-178	186	194	191
投资损失	-142	85	-49	-33	1
营运资金变动	-856	-925	163	-1173	-909
其他经营现金流	277	345	-93	-125	-152
<b>投资活动现金流</b>	-5050	-2671	-2005	-2126	-2280
资本支出	1952	2942	2038	2142	2262
长期投资	-2	-5	-15	-17	-16
其他投资现金流	-3096	275	48	32	-1
<b>筹资活动现金流</b>	2823	-597	-341	-1452	-1451
短期借款	355	556	0	1304	644
长期借款	1746	1125	-585	-631	-687
普通股增加	-1	-0	0	0	0
资本公积增加	58	-91	0	0	0
其他筹资现金流	665	-2187	244	-2124	-1407
<b>现金净增加额</b>	-710	-640	1720	-18	1000

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	16021	21348	26640	32264	38233
营业成本	11907	15781	19553	23614	27986
营业税金及附加	84	110	149	172	205
营业费用	449	513	639	807	956
管理费用	876	1267	1545	1871	2217
研发费用	751	989	1279	1581	1835
财务费用	84	-178	186	194	191
资产减值损失	-93	-94	-134	-164	-184
其他收益	123	125	120	120	120
公允价值变动收益	3	-107	0	0	0
投资净收益	142	-85	49	33	-1
资产处置收益	-0	460	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	1987	3067	3682	4467	5297
营业外收入	5	7	6	6	6
营业外支出	15	22	17	18	19
<b>利润总额</b>	1977	3051	3671	4454	5284
所得税	272	443	490	603	710
<b>净利润</b>	1705	2608	3181	3851	4574
少数股东损益	21	35	39	47	56
<b>归属母公司净利润</b>	1684	2573	3142	3804	4518
EBITDA	2536	3831	4366	5292	6296
EPS(元)	0.47	0.72	0.88	1.06	1.26

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	32.3	33.2	24.8	21.1	18.5
营业利润(%)	16.7	54.4	20.1	21.3	18.6
归属于母公司净利润(%)	15.2	52.8	22.1	21.1	18.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	25.7	26.1	26.6	26.8	26.8
净利率(%)	10.5	12.1	11.8	11.8	11.8
ROE(%)	15.2	19.9	19.5	19.8	19.6
ROIC(%)	10.2	14.1	14.1	14.5	15.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	52.4	53.1	33.4	32.0	28.2
净负债比率(%)	-4.6	6.7	-6.1	-7.8	-13.3
流动比率	2.0	2.0	4.1	3.4	3.4
速动比率	1.5	1.5	2.4	2.0	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	1.0	1.2	1.3
应收账款周转率	5.5	4.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.3	4.4	10.1	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.72	0.88	1.06	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.70	1.13	0.99	1.32
每股净资产(最新摊薄)	2.99	3.49	4.36	5.22	6.29
<b>估值比率</b>					
P/E	50.8	33.3	27.2	22.5	18.9
P/B	8.0	6.8	5.5	4.6	3.8
EV/EBITDA	33.5	22.6	19.4	15.9	13.1

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