

海信家电 (000921.SZ)

盈利增长超业绩预告, 家空+冰洗得到明显改善

2023年08月31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)

lvming@kysec.cn

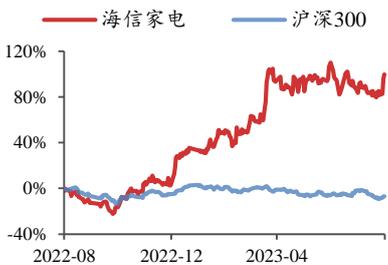
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/8/30
当前股价(元)	25.08
一年最高最低(元)	27.50/9.90
总市值(亿元)	348.15
流通市值(亿元)	226.43
总股本(亿股)	13.88
流通股本(亿股)	9.03
近3个月换手率(%)	58.6

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《国内中央空调龙头, 汽车热管理开启第二增长曲线—公司首次覆盖报告》-2023.4.21

● 盈利增长超业绩预告, 家空+冰洗改善明显, 维持“买入”评级

2023H1 公司实现营收 429.4 亿元(+12.1%), 归母净利润 15 亿元(+141.5%), 单 Q2 营收 235.1 亿元(+17.5%), 归母净利润 8.8 亿元(+149.2%)。公司盈利能力修复速度高于预期, 我们上调盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 25.3/31.6/39.2 亿元 (原值为 16.5/19.6/22.1 亿元), 对应 EPS 为 1.8/2.3/2.8 元, 当前股价对应 PE13.8/11.0/8.9 倍, 看好家空和冰洗业务盈利能力持续修复, 维持“买入”评级。

● 家空内销实现较快增长, 冰洗外销拖累解除+去库存结束拉动增长

中央空调业务 2023H1 营收同比+12.5%, 利润同比+22.5%, 增长主系 (1) 积极拓展多元化业务, 其中基建工程业务的水机产品、新风、热泵、天氟地水、天水地水等新品类表现较好。(2) 自有品牌外销拓展良好。(3) 疫情影响消退。分品牌看, 增速预计日立<约克<海信。**家空业务**营收预计同比+10%, 其中内销预计同比+30%, 增长主系 (1) 新品璀璨系列竞争力提升。(2) 渠道端复用商空渠道, 同时挑选区域重点开发。**冰洗业务** 2023H1 营收 115.9 亿元 (+11.1%), Q2 增长提速, 预计内销主系结构提升和空白区域增量拉动, 外销源于冰箱召回亏损及同期高库存所致, 恢复趋势显现。**华域三电** 2023H1 营收 45.1 亿元 (+3.3%), 新签单规模同比+106%。报告期内公司获取了热管理系统订单, 系统商转型持续进行, 同时完成了双层流空调箱、新一代水加热器等核心零部件自产, 优化了系统成本。

● 家空品类毛利率提升幅度超预期, 看好外销及降本持续拉动净利率回暖

2023Q2 公司毛利率为 21.9%(+2pct), 分产品看, 2023H1 公司空调业务毛利率为 29.0% (+4.1pct), 冰洗业务毛利率为 18.1% (+1.8pct), 铜铝等原材料价格下行、冰箱召回事件影响逐渐消除、东南亚 OBM 业务良好发展等因素共振带动外销盈利能力提振。2023Q2 期间费用率 14.6%(-0.9pct), 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.8%/2.2%/2.8%/-1.1%, 同比分别 0/0/+0.1/-1pct, 预计随着公司积极推进数字化改造、供应链优化、制造效率提升并引入新技术、新材料下, 费率端仍有下行空间。综合影响下 2023Q2 净利率为 6.1%(+2.2pct), 盈利能力持续优化。

● 风险提示: 原材料价格风险、外销恢复不及预期、内销盈利能力下行等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,563	74,115	80,499	85,924	92,283
YOY(%)	39.6	9.7	8.6	6.7	7.4
归母净利润(百万元)	973	1,435	2,530	3,163	3,923
YOY(%)	-38.4	47.5	76.3	25.0	24.0
毛利率(%)	19.7	20.7	20.8	23.0	24.4
净利率(%)	1.4	1.9	3.1	3.7	4.3
ROE(%)	15.0	18.9	21.6	24.4	24.0
EPS(摊薄/元)	0.70	1.03	1.82	2.28	2.83
P/E(倍)	35.8	24.3	13.8	11.0	8.9
P/B(倍)	3.4	3.0	2.6	2.2	1.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 家用白电业务优于行业较快增长，内销快速增长.....	3
1.1、 分品类：公司空冰洗业务均实现优于行业的较快发展.....	3
1.2、 分地区：内销拉动收入较快增长，外销亮点频现.....	5
2、 盈利能力：提升幅度超预期，看好外销及降本持续拉动.....	5
2.1、 毛利率：内外销均保持提升，空调品类提升明显.....	5
2.2、 费用端：积极推进降本增效下，仍有下行空间.....	6
2.3、 净利率：与毛利率同步，着眼于外销 OBM 建设及降本增效改革.....	6
3、 周转能力：存货及应收账款周转能力有所提升.....	7
4、 盈利预测与投资建议.....	8
5、 风险提示.....	8
附：财务预测摘要.....	9

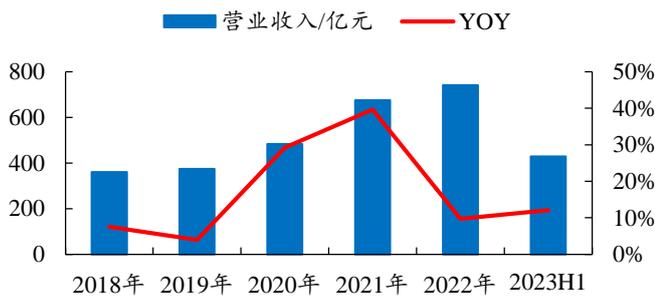
图表目录

图 1： 2023H1 实现营业收入 429.4 亿元(+12.1%)	3
图 2： 2023H1 实现归母净利润 15 亿元(+141.5%)	3
图 3： 2023Q2 公司实现营业收入 235.1 亿元(+17.5%)	3
图 4： 2023Q2 公司实现归母净利润 8.8 亿元(+149.2%).....	3
图 5： 2023H1 公司空调板块占比 49.3%，冰洗板块占比 27.0%.....	4
图 6： 2023H1 公司实现境内业务营收实现 244.7 亿元（+18.5%）	5
图 7： 2023H1 毛利率 21.5%(+2.3pct)	5
图 8： 2023Q2 毛利率 21.9%(+2pct)	5
图 9： 2023H1 公司空调业务毛利率为 29.0%（+4.1pct）	6
图 10： 2023H1 公司境外业务毛利率为 9.8%（+1.3pct）	6
图 11： 2023H1 公司期间费用率为 15.1%(-0.4pct).....	6
图 12： 2023Q2 公司期间费用率 14.6%(-0.9pct)	6
图 13： 2023H1 公司净利率为 5.8%(+2.2pct)	7
图 14： 2023Q2 净利率为 6.1%(+2.2pct)	7
图 15： 截至 2023 年 6 月 30 日，公司存货周转天数为 33.8 天（-11 天）	7
图 16： 截至 2023 年 6 月 30 日，公司应收账款及应收票据周转天数为 81.9 天（-13.4 天）	7
图 17： 截至 2023 年 6 月 30 日，公司应付账款及应付票据周转天数为 249.3 天（-12.7 天）	7

1、家用白电业务优于行业较快增长，内销快速增长

公司 Q2 业绩增幅环比持续提升，利润端增速高于业绩预告。公司发布半年报，2023H1 实现营业收入 429.4 亿元(+12.1%)，归母净利润 15 亿元(+141.5%)，扣非归母净利润 12.6 亿元(+195.1%)，公司归母净利润增幅高于此前中报业绩预告范围（同比+110%-140%）。单 Q2 看，公司实现营业收入 235.1 亿元(+17.5%)，归母净利润 8.8 亿元(+149.2%)，扣非归母净利润 7.4 亿元(+206.2%)。

图1：2023H1 实现营业收入 429.4 亿元(+12.1%)



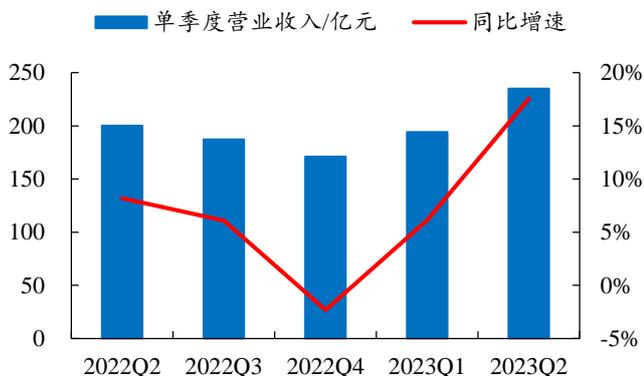
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023H1 实现归母净利润 15 亿元(+141.5%)



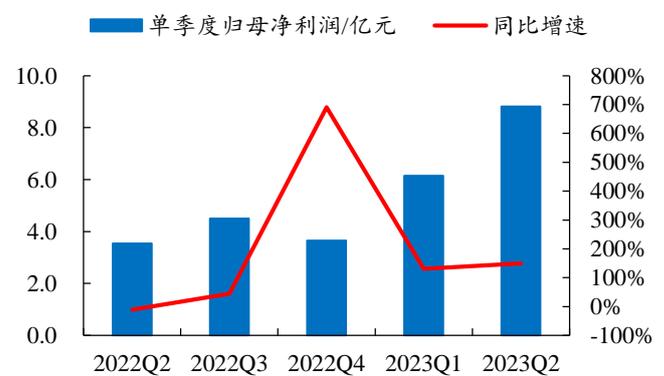
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q2 公司实现营业收入 235.1 亿元(+17.5%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q2 公司实现归母净利润 8.8 亿元(+149.2%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、分品类：公司空冰洗业务均实现优于行业的较快发展

2023H1 公司空调业务实现营收 211.6 亿元 (+11.7%)。

中央空调业务在大盘趋缓下仍然通过多元化拓展及外销实现较快增长。根据艾肯网统计，2023H1 国内中央空调市场行业整体容量同比+1.4%，其中家装/工程项目市场同比分别+2.2%/+1.0%。公司中央空调业务收入同比+12.5%，净利润同比+25.5%，水机业务收入+57%，实现超过行业增长，且在国内多联机市场保持了 20%以上份额的行业龙头地位。尽管地产承压，公司中央空调业务仍然实现较快增长，主系（1）公司积极拓展多元化业务，包括基建工程业务的水机产品、新风、热泵、天氟地水、天水地水等表现较好。（2）自有品牌外销拓展良好。（3）疫情影响消退下，消费不确定性及延迟消费利好。分品牌看，预计海信自主品牌发展较好，其次是约克、日立。

家空业务大盘较快恢复增长，公司份额实现提升：根据奥维云网全渠道数据，

2023H1 国内家用空调零售额同比+29.5%，其中线上/线下增速同比分别 36.0%/7.6%。上半年公司家用空调线上和线下零售额分别同比+66.7%/+16.6%，同时海信系线上销售额市占率合计同比+0.8pct，实现高于行业增长主系（1）新品璀璨 C300 竞争力提升：根据奥维云网，2023H1 海信品牌在线下新风市场占有率达 36.3%，同比大幅提升 13.8pcts。（2）渠道端复用商空渠道同步拓展，同时挑选九大区域重点进行销售开发，实现较好突破。

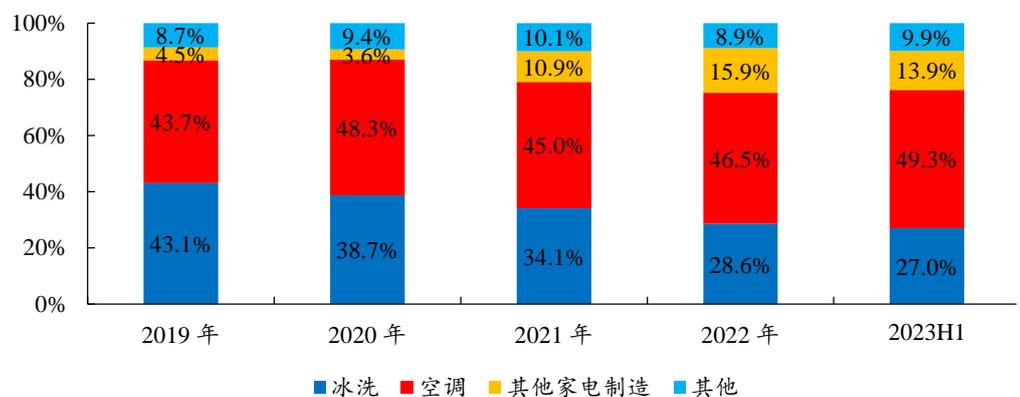
冰洗业务逆势增长，内外销表现良好。根据奥维云网全渠道数据，2023H1 国内冰箱市场零售额同比+5.2%，冷柜市场零售额同比-7.0%。细分市场中，超薄嵌入式冰箱零售额同比增幅超 20%，立式冷柜线下零售量同比增长 3.1%，成为市场发展的新趋势。洗衣机（含套装）市场零售量同比下滑 4.9%，零售额同比下滑 1.2%。

公司冰洗业务 2023H1 营收 115.9 亿元(+11.1%)，Q2 内外销增速均在 20% 以上，增长高于行业主系：（1）内销产品结构提升和空白区域增量贡献。报告期内海信品牌推出璀璨真空系列冰箱 503，具有真空保鲜科技且实现 60CM 全嵌入，上市 2 个月进入行业月度销售榜 TOP20。容声推出双净 Pro·平嵌冰箱 506 实现全域净化养鲜，根据奥维线下渠道数据，上市一个月即达到冰箱行业单品销售额 TOP2。根据奥维云网，公司冰箱线上和线下零售份额分别达 15.1%/17.5%，同比分别提升 1.6/0.4pct。（2）外销方面，2021 年末开始的冰箱召回事件影响消退，叠加去库存周期结束，2023H1 处于低基数，公司凭借欧洲和东南亚的增长预计实现外销收入回暖。

厨电业务有望成为新增长曲线。根据奥维云网（AVC）全渠道数据，2023H1 国内厨电市场零售额同比+3.8%，同时产品结构升级带动厨电行业整体均价上行。公司引进欧洲厨电技术，推动厨电全球联合研发和技术共享，2023H1 规模增长 42%，其中海外规模增长翻番。

华域三电订单规模，收入及利润贡献长期可期。根据智库 IHS 数据，2023 年 H1 全球汽车行业压缩机累计生产总量约 4253 万台 (+9.3%)，其中电动压缩机产量 982 万台 (+50%)。2023H1 公司实现营收 45.1 亿元 (+3.3%)，报告期内新签订单较同期增长 106%。三电热管理系统及核心零部件在高压化、小型化、新冷媒、低振动噪音方面实现行业领先，同时重视热管理系统集成能力建设，获取了重点客户的热管理系统订单。降本方面，公司积极推进双层流空调箱、新一代水加热器、集成热管理模块等核心零部件的自主开发和生产，有效实现降本增效，提升了综合竞争力。

图5：2023H1 公司空调版块占比 49.3%，冰洗版块占比 27.0%

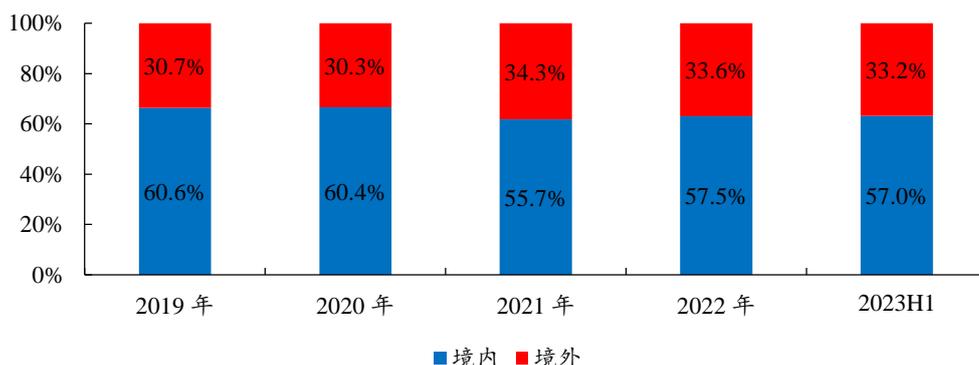


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、分地区：内销拉动收入较快增长，外销亮点频现

分地区看，2023H1 公司实现境内业务营收实现 244.7 亿元 (+18.5%)，境外业务收入 142.4 亿元 (-0.6%)。部分品类看，公司中央空调在欧洲地区自有品牌收入同比+42%，热泵外销收入同比+106%；家空自有品牌收入占比同比提升 4 个百分点，轻型商用规模同比+21%；冰冷洗业务收入同比+7.7%，其中洗衣机出口收入同比+57.9%；厨电业务出口额同比+128.2%。

图6：2023H1 公司实现境内业务营收实现 244.7 亿元 (+18.5%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

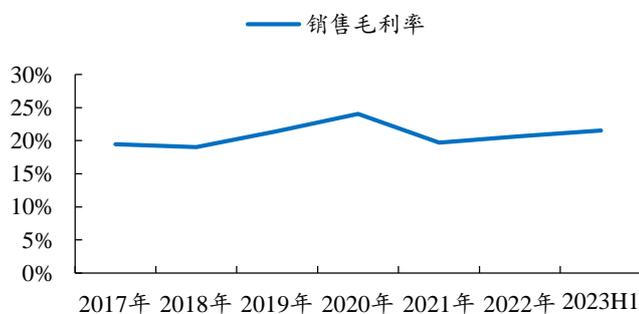
2、盈利能力：提升幅度超预期，看好外销及降本持续拉动

2.1、毛利率：内外销均保持提升，空调品类提升明显

2023H1 毛利率 21.5%(+2.3pct)，其中 Q2 毛利率 21.9%(+2pct)，毛利率提升主系铜铝等大宗原材料价格下行，叠加公司产品结构优化所致。

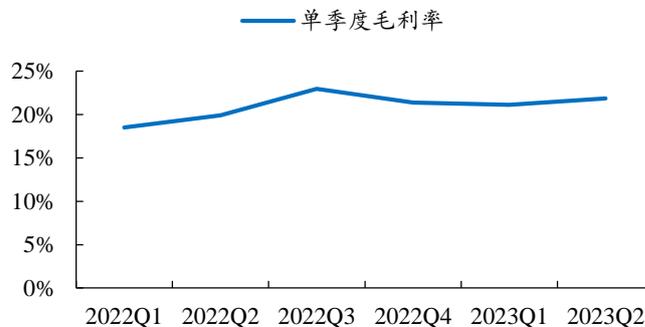
分产品看，2023H1 公司空调业务毛利率为 29.0% (+4.1pct)，冰洗业务毛利率为 18.1% (+1.8pct)，空调业务盈利能力提升主系家空内销高端产品表现优异，同时外销拖累逐步减轻所致；冰洗外销业务在召回事件影响逐步消退后毛利率持续上行。分地区看，2023H1 公司境外业务毛利率为 9.8% (+1.3pct)，境内业务毛利率为 31.1% (+2.4pct)。

图7：2023H1 毛利率 21.5%(+2.3pct)

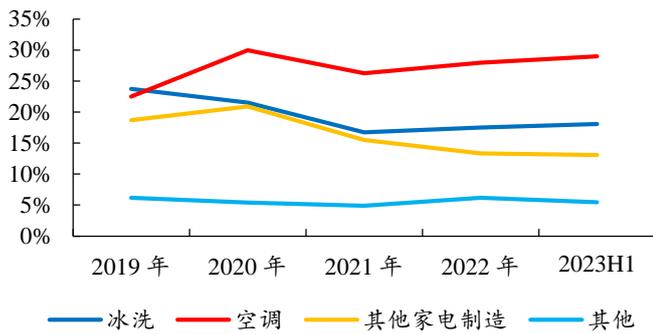


数据来源：Wind、开源证券研究所

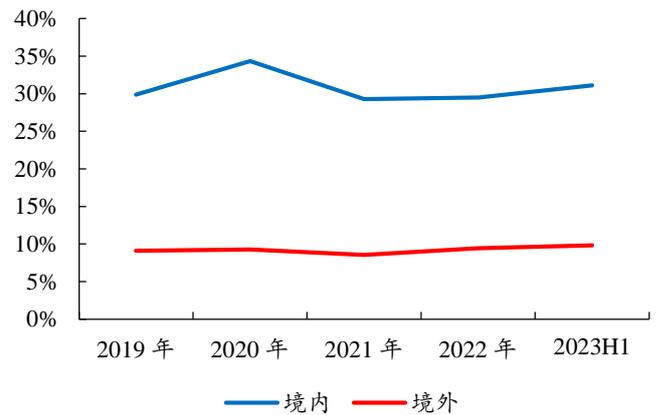
图8：2023Q2 毛利率 21.9%(+2pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023H1 公司空调业务毛利率为 29.0% (+4.1pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

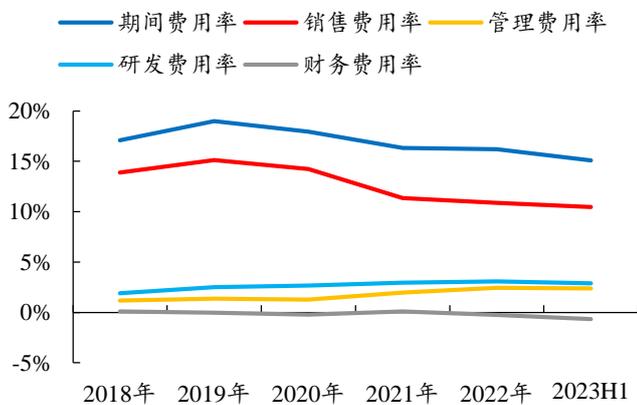
图10：2023H1 公司境外业务毛利率为 9.8% (+1.3pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

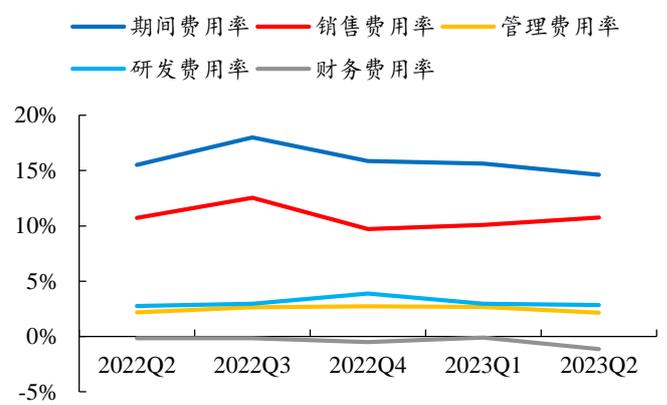
2.2、费用端：积极推进降本增效下，仍有下行空间

2023H1 公司期间费用率为 15.1%(-0.4pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.5%/2.4%/2.9%/-0.7%，同比分别-0.1/+0.1/+0.1/-0.5pct。单季度看，2023Q2 公司期间费用率 14.6%(-0.9pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.8%/2.2%/2.8%/-1.1%，同比分别 0/0/+0.1/-1pct。

预计随着公司积极推进数字化改造、供应链优化、制造效率提升并引入新技术、新材料下，费率端仍有下行空间。

图11：2023H1 公司期间费用率为 15.1%(-0.4pct)


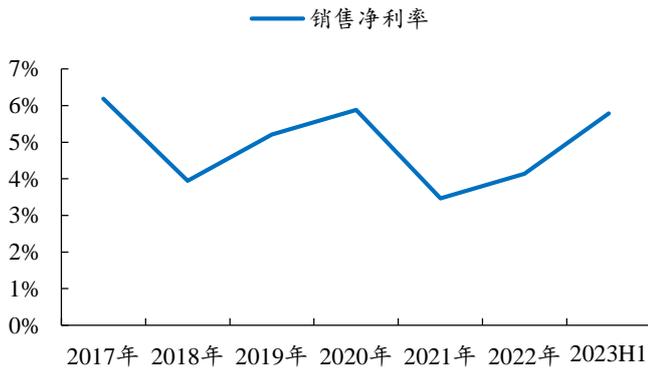
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2023Q2 公司期间费用率 14.6%(-0.9pct)


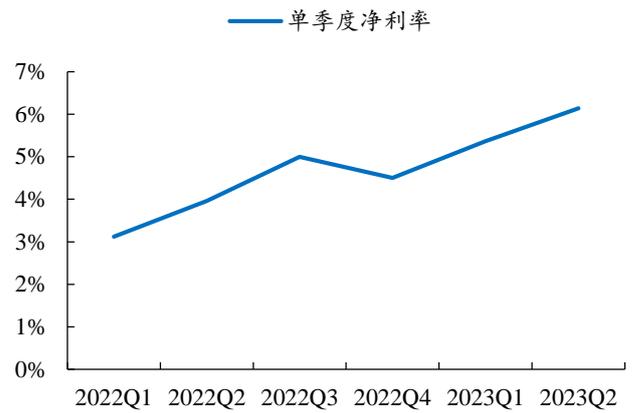
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、净利率：与毛利率同步，着眼于外销 OBM 建设及降本增效改革

我们看好公司净利率随自有品牌外销业务逐步拓展及降本增效下持续提升。2023H1 公司净利率为 5.8%(+2.2pct)，扣非净利率为 2.9%(+1.8pct)。单季度看，2023Q2 净利率为 6.1%(+2.2pct)，扣非净利率为 3.1%(+1.9pct)。

图13: 2023H1 公司净利率为 5.8%(+2.2pct)


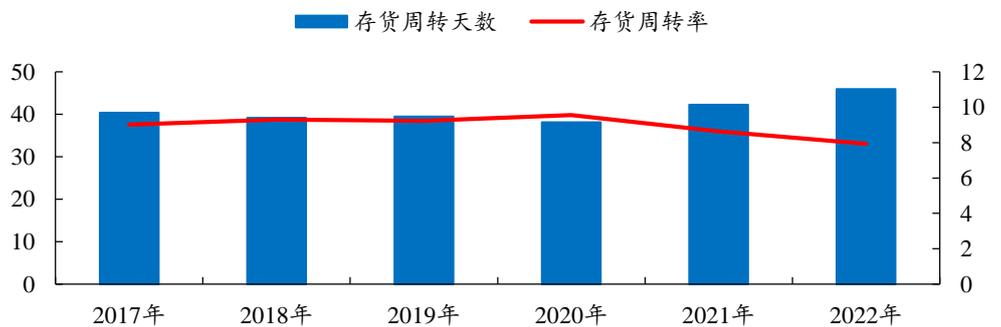
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2023Q2 净利率为 6.1%(+2.2pct)


数据来源: Wind、开源证券研究所

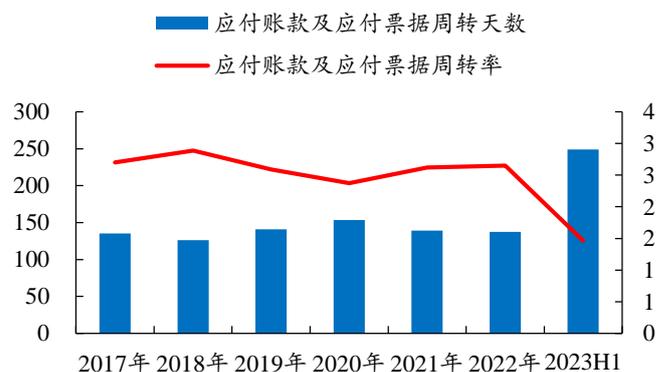
3、 周转能力: 存货及应收账款周转能力有所提升

截至 2023 年 6 月 30 日, 公司存货为 60.8 亿元 (-12.4%), 存货周转天数为 33.8 天 (-11 天); 应收账款及应收票据为 98.5 亿元 (+4.6%), 应收账款及应收票据周转天数为 81.9 天 (-13.4 天); 应付账款及应付票据为 243.5 亿元 (+12.4%), 应付账款及应付票据周转天数为 249.3 天 (-12.7 天)。

图15: 截至 2023 年 6 月 30 日, 公司存货周转天数为 33.8 天 (-11 天)


数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 截至 2023 年 6 月 30 日, 公司应收账款及应收票据周转天数为 81.9 天 (-13.4 天)

图17: 截至 2023 年 6 月 30 日, 公司应付账款及应付票据周转天数为 249.3 天 (-12.7 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

4、盈利预测与投资建议

公司盈利能力修复速度高于预期，我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 25.3/31.6/39.2 亿元（原值为 16.5/19.6/22.1 亿元），对应 EPS 为 1.8/2.3/2.8 元，当前股价对应 PE13.8/11.0/8.9 倍，下半年预计中央空调和冰洗业务保持较快增长，家空外销库存持续消化利好，维持“买入”评级。

5、风险提示

原材料价格风险、外销恢复不及预期、内销盈利能力下行等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	39700	36629	32711	30514	34714
现金	7023	6001	6518	6957	7472
应收票据及应收账款	8985	7810	0	0	0
其他应收款	484	475	567	545	649
预付账款	346	262	398	307	451
存货	8437	6553	9695	7175	10608
其他流动资产	14425	15528	15532	15529	15534
非流动资产	16249	18746	18942	18980	18742
长期投资	1436	1518	1970	2434	2836
固定资产	5189	5319	5126	4741	4313
无形资产	1644	1460	1482	1519	1352
其他非流动资产	7979	10450	10364	10287	10240
资产总计	55949	55376	51653	49495	53456
流动负债	38012	36365	29057	21163	17690
短期借款	2859	1462	16404	7082	4510
应付票据及应付账款	23293	21040	0	0	0
其他流动负债	11860	13863	12653	14081	13180
非流动负债	2345	2732	2728	2723	2719
长期借款	32	20	16	11	7
其他非流动负债	2312	2712	2712	2712	2712
负债合计	40357	39097	31785	23886	20408
少数股东权益	5249	4761	6524	9604	13612
股本	1363	1363	1363	1363	1363
资本公积	2069	2074	2074	2074	2074
留存收益	6817	7960	10761	14759	19720
归属母公司股东权益	10342	11518	13344	16005	19435
负债和股东权益	55949	55376	51653	49495	53456

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4314	4032	-12333	11585	4405
净利润	2343	3069	4293	6243	7931
折旧摊销	1137	1257	989	1095	1164
财务费用	57	-182	935	1071	656
投资损失	-507	-513	-820	-845	-720
营运资金变动	1405	-92	-17617	4135	-4515
其他经营现金流	-120	493	-114	-114	-112
投资活动现金流	-4423	-2598	-306	-247	-164
资本支出	1107	883	733	670	523
长期投资	67	1	-452	-463	-402
其他投资现金流	-3383	-1716	878	887	761
筹资活动现金流	1475	-1779	-1785	-1577	-1154
短期借款	2837	-1397	14942	-9322	-2572
长期借款	32	-13	-4	-4	-5
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	8	5	0	0	0
其他筹资现金流	-1402	-374	-16723	7749	1423
现金净增加额	1262	-401	-14425	9761	3087

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	67563	74115	80499	85924	92283
营业成本	54250	58783	63718	66159	69740
营业税金及附加	399	479	561	560	597
营业费用	7672	8071	8050	8421	9044
管理费用	1327	1821	1610	1547	1661
研发费用	1987	2289	2173	2234	2399
财务费用	57	-182	935	1071	656
资产减值损失	-61	-275	0	0	0
其他收益	414	403	366	388	393
公允价值变动收益	34	23	20	24	25
投资净收益	507	513	820	845	720
资产处置收益	6	1	38	18	16
营业利润	2781	3367	4753	7279	9411
营业外收入	191	531	450	440	400
营业外支出	56	75	43	47	55
利润总额	2917	3824	5159	7672	9756
所得税	574	755	866	1429	1825
净利润	2343	3069	4293	6243	7931
少数股东损益	1370	1634	1764	3080	4008
归属母公司净利润	973	1435	2530	3163	3923
EBITDA	4018	4991	6910	9685	11463
EPS(元)	0.70	1.03	1.82	2.28	2.83

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	39.6	9.7	8.6	6.7	7.4
营业利润(%)	-13.0	21.1	41.1	53.2	29.3
归属于母公司净利润(%)	-38.4	47.5	76.3	25.0	24.0
获利能力					
毛利率(%)	19.7	20.7	20.8	23.0	24.4
净利率(%)	1.4	1.9	3.1	3.7	4.3
ROE(%)	15.0	18.9	21.6	24.4	24.0
ROIC(%)	16.9	21.3	16.0	29.1	33.6
偿债能力					
资产负债率(%)	72.1	70.6	61.5	48.3	38.2
净负债比率(%)	-23.3	-21.0	54.7	4.3	-6.0
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.4	2.0
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.9	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.5	1.7	1.8
应收账款周转率	8.8	9.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.7	5.5	13.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	1.03	1.82	2.28	2.83
每股经营现金流(最新摊薄)	3.11	2.90	-8.88	8.35	3.17
每股净资产(最新摊薄)	7.45	8.30	9.61	11.53	14.00
估值比率					
P/E	35.8	24.3	13.8	11.0	8.9
P/B	3.4	3.0	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	7.5	5.8	6.5	3.9	3.4

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