

美的集团 (000333.SZ) Q3 业绩超预期，内外销高速增长东芝库卡表现向好

2020 年 10 月 31 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
吕明（分析师）
孟昕（联系人）

lvming@kysec.cn

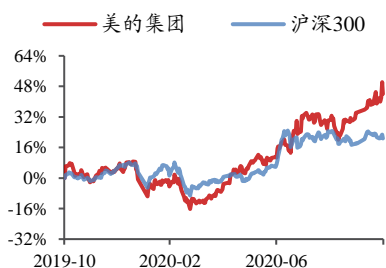
mengxin@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790120040004

日期	2020/10/30
当前股价(元)	77.87
一年最高最低(元)	82.50/46.30
总市值(亿元)	5,471.05
流通市值(亿元)	5,328.67
总股本(亿股)	70.26
流通股本(亿股)	68.43
近 3 个月换手率(%)	20.15

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-以变革拥抱变化，赋能全价值链打造多元化科技集团》-2020.10.13

● 2020Q3 公司净利润超预期快速增长，表现亮眼

2020 年前三季度，公司实现总营收 2177.53 亿元（-1.81%），归母净利润 220.18 亿元（+3.29%），扣非归母净利润 206.16 亿元（+0.09%），EPS 为 3.18 元（-0.63%）。2020Q3 单季度，公司实现总营收 780.34 亿元（+15.71%），归母净利润 80.90 亿元（+32.00%）。2020Q3 公司净利润超预期快速增长，业绩表现亮眼。考虑疫情后公司业务恢复趋势良好，上调 2020-2022 年归母净利润为 254.48/291.78/334.09 亿元（原值 249.96/291.66/333.97 亿元），对应 EPS 为 3.62/4.15/4.76 元，当前股价对应 PE 为 21.5/18.8/16.4 倍，维持“买入”评级。

● 主营业务内外销均回归高速增长，东芝家电、库卡表现向好

1) 内外销：2020 年前三季度，公司内销收入 388 亿元（+21.6%）；外销收入 235 亿元（+18.0%），2020Q3 海外订单增长超过 50%。2) 子品牌：2020Q3 单季度，东芝家电主营业务收入 47 亿元（+4.9%），毛利率为 33.5%（+3.7pct），净利率为 7.5%（+6.1pct）；库卡 2020Q3 实现盈利，单季度接单增长 20.4%，库卡滞后的红利效果逐渐显现。3) 利润率：2020 年前三季度，公司毛利率为 25.29%（-3.80pct），净利率为 10.24%（+0.12pct），净利率的提升主要系费用率的下降。4) 现金流：公司经营性现金流净额继续提升至 250.15 亿元，环比持续改善。

● 白电、小家电行业稳增，美的、小天鹅双十一预售表现优秀

1) 行业稳增：根据奥维云网数据，截至 2020W42，空调、冰箱、洗衣机年累计销量分别同比-1.46%、+8.42%、+5.32%。其中，美的空调、冰箱销量分别为 1147.57 万台（+19.43%）、316.74 万台（+7.06%），小天鹅洗衣机销量为 394.33 万台（+16.01%）。电饭煲、料理机年累计销量分别同比+11.46%、+38.04%。其中，美的电饭煲销量 806.36 万台（+5.23%）；美的料理机销量 381.99 万台（+23.37%）。2) 双十一预售表现亮眼：截至 2020 年 10 月 29 日，美的空调、电饭煲、电热水壶双十一天猫预售额均高居类目榜首，小天鹅、美的的洗衣机预售额分别为类目第二、第三。美的、小天鹅品牌 2020Q4 销售有望维持较快速的增长。

风险提示：疫情反复风险；上游原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	259,665	278,216	282,389	313,734	344,480
YOY(%)	7.9	7.1	1.5	11.1	9.8
归母净利润(百万元)	20,231	24,211	25,448	29,178	33,409
YOY(%)	17.1	19.7	5.1	14.7	14.5
毛利率(%)	27.5	28.9	29.2	29.8	30.3
净利率(%)	7.8	8.7	9.0	9.3	9.7
ROE(%)	23.4	23.5	22.0	21.3	20.7
EPS(摊薄/元)	2.88	3.45	3.62	4.15	4.76
P/E(倍)	27.0	22.6	21.5	18.8	16.4
P/B(倍)	6.6	5.4	4.7	4.0	3.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020Q3 公司净利润超预期快速增长，表现亮眼.....	3
2、 2020 年前三季度费用率下降净利率提升，现金流持续改善.....	3
3、 白电、小家电行业稳增，美的、小天鹅品牌增速亮眼.....	4
4、 美的、小天鹅品牌 2020 年双十一预售表现优秀	6
5、 创新驱动，美的集团持续推进智造转型	7
6、 盈利预测与投资建议	7
7、 风险提示	7
附：财务预测摘要.....	8

图表目录

图 1： 2020 年前三季度公司毛利率下滑至 25.29%.....	3
图 2： 2020 年前三季度公司净利率提升至 10.24%.....	3
图 3： 公司 2020Q3 存货周转天数下降	4
图 4： 公司 2020Q3 应收账款周转天数增加	4
图 5： 公司经营性现金流净额 2020Q3 继续提升.....	4
图 6： 2020 年前三季度，美的空调销量快速增长	5
图 7： 2020 年前三季度，美的冰箱销量稳增	5
图 8： 2020 年前三季度洗衣机行业销量稳增，小天鹅品牌增速亮眼.....	5
图 9： 2020 年前三季度，美的电饭煲销量稳增	5
图 10： 2020 年前三季度，美的料理机销量增长较快	5
图 11： 美的空调 2020 年双十一天猫预售额居类目榜首.....	6
图 12： 小天鹅、美的洗衣机 2020 年双十一天猫预售额分别位居类目第二名、第三名	6
图 13： 美的电饭煲 2020 年双十一天猫预售额高居类目榜首，领先优势显著	6
图 14： 美的电热水壶 2020 年双十一天猫预售额高居类目榜首，领先优势显著.....	6
图 15： 美的集团“数智四剑客”：库卡、美云智数、安得智联、美的中央空调	7
表 1： 2020Q3 公司净利润超预期快速增长，表现亮眼.....	3

1、2020Q3 公司净利润超预期快速增长，表现亮眼

2020 年前三季度，公司实现总营收 2177.53 亿元（-1.81%），归母净利润 220.18 亿元（+3.29%），扣非归母净利润 206.16 亿元（+0.09%），EPS 为 3.18 元（-0.63%）。

分季度看：2020Q3 单季度，公司实现总营收 780.34 亿元（+15.71%），归母净利润 80.90 亿元（+32.00%）。2020Q3，公司净利润超预期快速增长，业绩表现亮眼。

表1：2020Q3 公司净利润超预期快速增长，表现亮眼

	2020Q1	2020Q2	2020Q3
总营收（亿元）	583.56	813.63	780.34
同比	-22.71%	3.21%	15.71%
归母净利润（亿元）	48.11	91.17	80.90
同比	-21.50%	0.65%	32.00%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

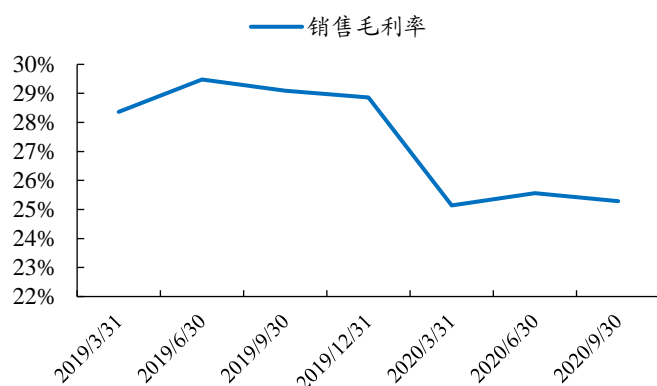
分地区看：2020Q3，公司原主业内外销营收均回归高速增长。2020Q3，公司实现主营业务收入 623 亿元，同比+20.2%。其中，内销收入实现 388 亿元，同比+21.6%；外销收入实现 235 亿元，同比+18.0%。2020Q3 公司海外订单增长超过 50%。

分品牌看：2020Q3，东芝家电盈利水平持续提升，库卡经营趋势有所改善。（1）**东芝家电：**2020Q3，东芝家电实现主营业务收入 47 亿元，同比增长 4.9%，毛利率为 33.5%，同比提升 3.7pct，净利率为 7.5%，同比提升 6.1pct，盈利能力持续向好。（2）**库卡：**2020Q3，库卡实现盈利，单季度接单增长 20.4%。库卡滞后的红利效果逐渐显现，增量开始有所释放。

2、2020 年前三季度费用率下降净利率提升，现金流持续改善

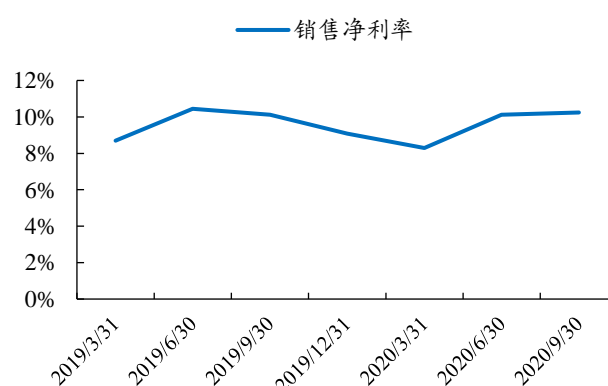
公司毛利率有所下滑，净利率稍有提升。2020 年前三季度，公司毛利率为 25.29%，同比下滑 3.80pct；净利率为 10.24%，同比提升 0.12pct。在毛利率下滑的条件下，公司净利率提升主要系费用率的下降。2020 年前三季度，公司销售、管理、研发费用率分别为 9.27%、5.98%、3.08%，同比分别-3.21pct、+0.02pct、-0.07pct。

图1：2020 年前三季度公司毛利率下滑至 25.29%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

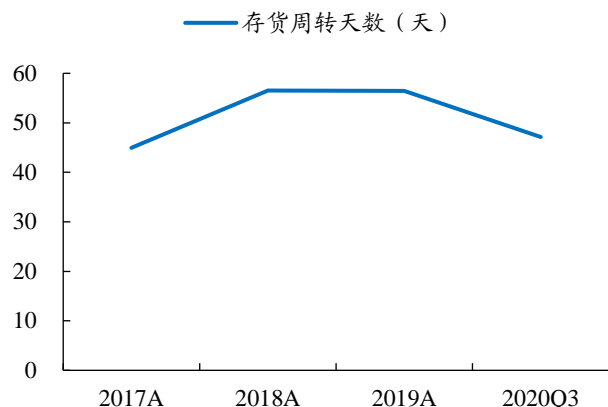
图2：2020 年前三季度公司净利率提升至 10.24%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

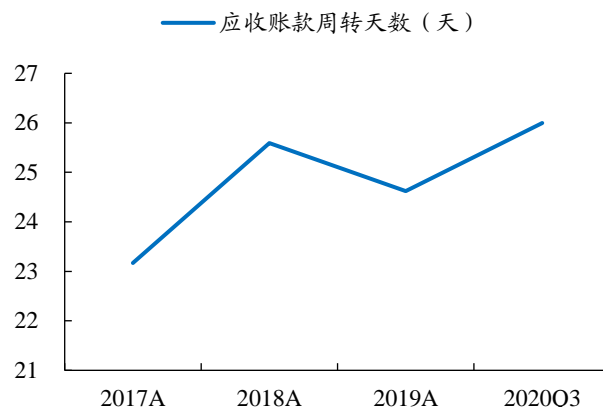
2020Q3 公司存货周转天数减少，应收账款周转天数增加。2020Q3，公司存货周转天数减少至 47.16 天，环比有所改善；应收账款周转天数略增加至 26.00 天，营运周期略有拉长。

图3：公司 2020Q3 存货周转天数下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

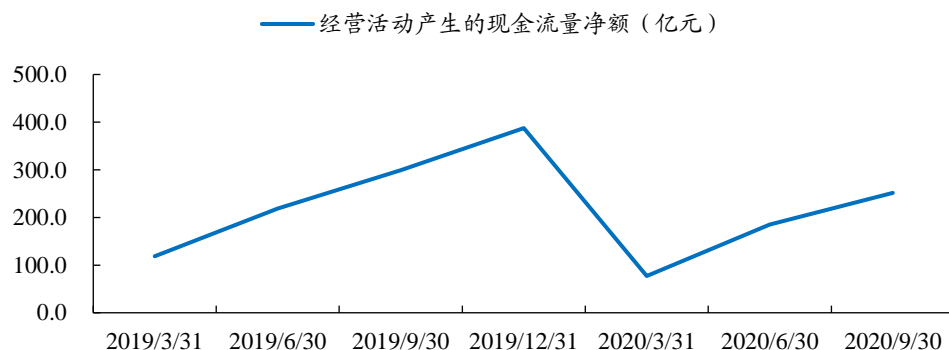
图4：公司 2020Q3 应收账款周转天数增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司经营性现金流净额 2020Q3 继续提升。2020Q3，公司经营性现金流净额继续提升至 250.15 亿元，相比 2020 年初，公司现金流持续改善。

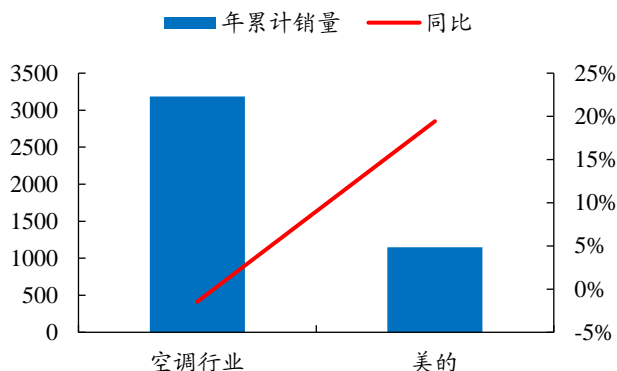
图5：公司经营性现金流净额 2020Q3 继续提升



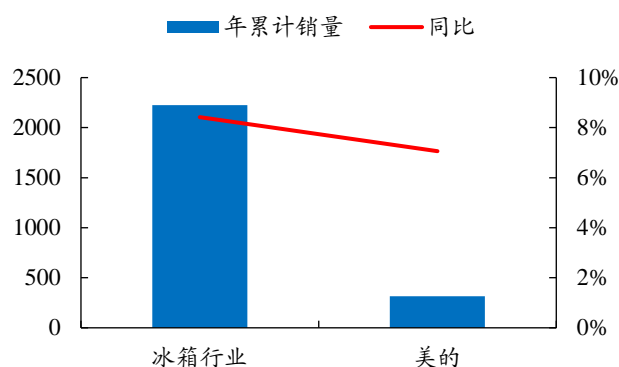
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、白电、小家电行业稳增，美的、小天鹅品牌增速亮眼

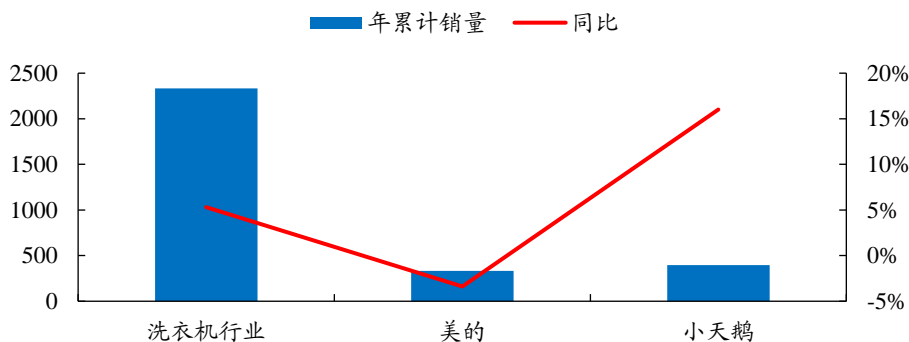
白电行业稳增，美的、小天鹅增速亮眼。根据奥维云网数据，截至 2020W42，**a.空调**行业年累计销量 3182.64 万台 (-1.46%)；美的品牌空调销量 1147.57 万台 (+19.43%)。**b.冰箱**行业年累计销量 2223.43 万台 (+8.42%)；美的品牌冰箱销量 316.74 万台 (+7.06%)。**c.洗衣机**行业年累计销量 2332.57 万台 (+5.32%)；美的品牌洗衣机销量 333.48 万台，小天鹅品牌洗衣机销量 394.33 万台 (+16.01%)，市占率合计达 31.20%，表现亮眼。

图6：2020年前三季度，美的空调销量快速增长


数据来源：奥维云网、开源证券研究所（数据监测期 2020W1-W42）

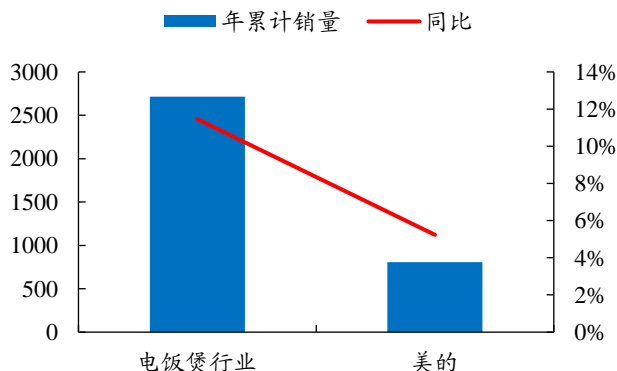
图7：2020年前三季度，美的冰箱销量稳增


数据来源：奥维云网、开源证券研究所（数据监测期 2020W1-W42）

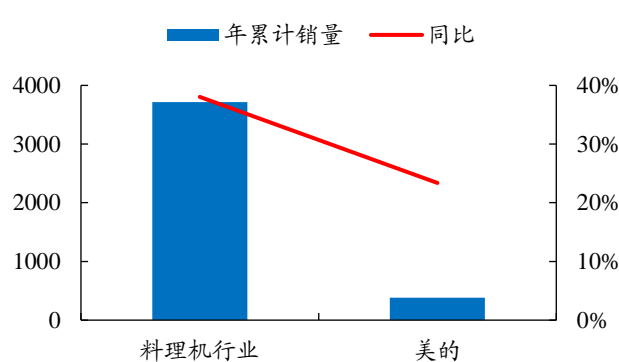
图8：2020年前三季度洗衣机行业销量稳增，小天鹅品牌增速亮眼


数据来源：奥维云网、开源证券研究所（数据监测期为 2020W1-W42）

电饭煲、料理机等小家电行业销量快速增长，美的品牌表现良好。根据奥维云网数据，截至 2020W42，a.电饭煲行业年累计销量 2714.68 万台（+11.46%）；美的品牌电饭煲销量 806.36 万台（+5.23%），市占率为 29.70%，龙头地位稳固。b.料理机行业年累计销量 3713.05 万台（+38.04%）；美的品牌料理机销量 381.99 万台（+23.37%），表现较为亮眼。

图9：2020年前三季度，美的电饭煲销量稳增


数据来源：奥维云网、开源证券研究所（数据监测期 2020W1-W42）

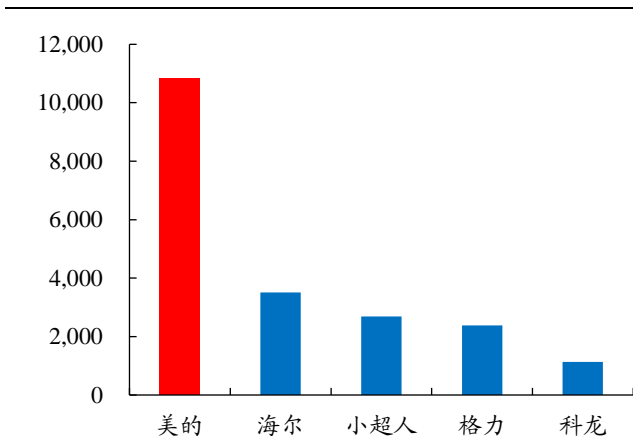
图10：2020年前三季度，美的料理机销量增长较快


数据来源：奥维云网、开源证券研究所（数据监测期 2020W1-W42）

4、美的、小天鹅品牌 2020 年双十一预售表现优秀

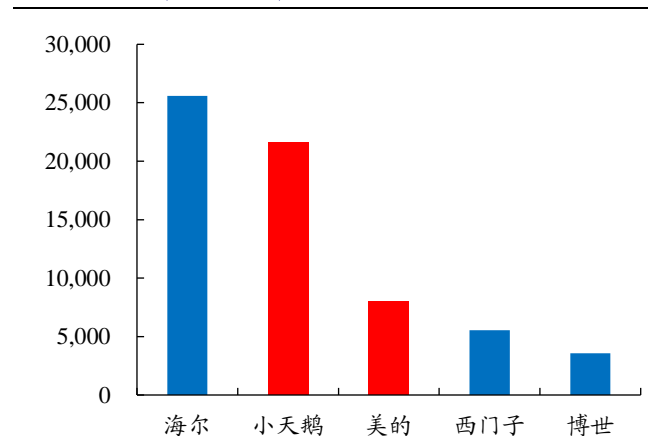
美的、小天鹅品牌 2020 年双十一预售表现优秀。根据魔镜市场情报数据，截至 2020 年 10 月 29 日，美的空调天猫双十一累计预售额约为 1.08 亿元，位居空调类目第一名。小天鹅洗衣机累计预售额约为 2.16 亿元，美的洗衣机累计预售额约为 0.80 亿元，分别位居洗衣机类目第二名、第三名。美的电饭煲累计预售额约 3463.92 万元，位居电饭煲类目第一名。美的电热水壶累计预售额约 1196.97 万元，位居电热水壶类目第一名。美的、小天鹅品牌在 2020 年双十一优异的预售成绩显示了其强劲的品牌竞争力和影响力，其销售有望在 2020Q4 维持较快速增长。

图11：美的空调 2020 年双十一天猫预售额居类目榜首



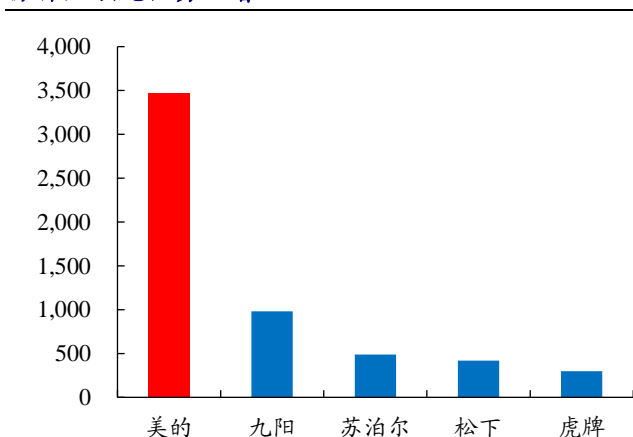
数据来源：魔镜市场情报、开源证券研究所（数据截至 2020 年 10 月 29 日）

图12：小天鹅、美的洗衣机 2020 年双十一天猫预售额分别位居类目第二名、第三名



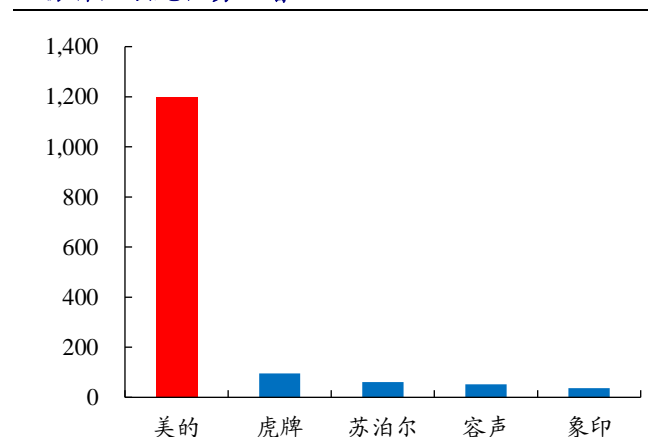
数据来源：魔镜市场情报、开源证券研究所（数据截至 2020 年 10 月 29 日）

图13：美的电饭煲 2020 年双十一天猫预售额高居类目榜首，领先优势显著



数据来源：魔镜市场情报、开源证券研究所（数据截至 2020 年 10 月 29 日）

图14：美的电热水壶 2020 年双十一天猫预售额高居类目榜首，领先优势显著



数据来源：魔镜市场情报、开源证券研究所（数据截至 2020 年 10 月 29 日）

5、创新驱动，美的集团持续推进智造转型

创新驱动，美的集团持续推进智造转型。(1)2020 年柏林国际电子消费展(IFA)，美的厨热“悦家套系”获智慧厨房解决方案金奖，美的空调“旋耀”系列挂机获用户体验创新产品金奖。(2)美的家用空调广州南沙工厂入选世界经济论坛(WEF)“灯塔工厂”。(3)库卡 KR IONTEC 系列机器人获得第二十二届中国工博会机器人奖。美的集团在工博会上分享数智化转型经验，展示了“数智四剑客”——库卡、美云智数、安得智联、美的中央空调共同打造的全面灵活的数智化产品、技术与解决方案。美的集团产品、生产链智能化得到业界广泛认可，并持续向科技集团智造转型。

图15：美的集团“数智四剑客”：库卡、美云智数、安得智联、美的中央空调



资料来源：美的集团官方微信公众号

6、盈利预测与投资建议

美的集团是国内白电行业的龙头公司之一。随着整体白电行业规模的不断扩大以及行业内产品结构的升级迭代，公司作为白电龙头有望继续受益。另外，公司在内销方面受益于新国标落地和家电下乡政策，在外销方面积极拓展海外业务，并前瞻性布局机器人业务，未来空间较大。

考虑疫情后公司业务恢复趋势良好，上调 2020-2022 年归母净利润为 254.48/291.78/334.09 亿元（原值 249.96/291.66/333.97 亿元），对应 EPS 为 3.62/4.15/4.76 元，当前股价对应 PE 为 21.5/18.8/16.4 倍，维持“买入”评级。

7、风险提示

疫情反复风险；上游原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	182689	216483	225765	258608	269524
现金	27888	70917	72640	99288	102926
应收票据及应收账款	31946	23432	32777	29672	38897
其他应收款	2971	2713	3057	3353	3685
预付账款	2216	2246	2283	2749	2776
存货	29645	32443	30278	38815	36509
其他流动资产	88022	84731	84731	84731	84731
非流动资产	81012	85473	86661	90540	93322
长期投资	2713	2791	3201	3653	4122
固定资产	22437	21665	20199	21280	21761
无形资产	16187	15484	17000	18861	20467
其他非流动资产	39675	45533	46261	46746	46973
资产总计	263701	301955	312427	349148	362845
流动负债	130231	144318	146767	168574	164004
短期借款	870	5702	5702	5702	5702
应付票据及应付账款	60227	66427	61518	79425	74228
其他流动负债	69134	72189	79547	83447	84074
非流动负债	41016	50141	42096	34916	27170
长期借款	32091	41298	33253	26074	18328
其他非流动负债	8924	8842	8842	8842	8842
负债合计	171247	194459	188863	203490	191174
少数股东权益	9382	5827	7547	9430	11483
股本	6663	6972	7026	7026	7026
资本公积	18451	19640	19640	19640	19640
留存收益	63841	79161	94202	111346	130987
归属母公司股东权益	83072	101669	116016	136229	160188
负债和股东权益	263701	301955	312427	349148	362845

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	27861	38590	15131	45412	22157
净利润	21650	25277	27168	31060	35463
折旧摊销	0	0	3425	3834	4382
财务费用	-1823	-2232	-2290	-3652	-4629
投资损失	-907	-164	-1047	-987	-776
营运资金变动	1282	11800	-11964	15329	-12061
其他经营现金流	7659	3909	-161	-172	-221
投资活动现金流	-18642	-23108	-3406	-6554	-6166
资本支出	5612	3452	778	3427	2313
长期投资	-15002	-23605	-410	-479	-468
其他投资现金流	-28033	-43261	-3038	-3606	-4321
筹资活动现金流	-13387	-3274	-10002	-12210	-12353
短期借款	-1714	4831	0	0	0
长期借款	-5448	9207	-8045	-7180	-7746
普通股增加	102	309	54	0	0
资本公积增加	2540	1189	0	0	0
其他筹资现金流	-8867	-18810	-2011	-5030	-4608
现金净增加额	-3879	12489	1723	26649	3638

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	259665	278216	282389	313734	344480
营业成本	188165	197914	199932	220242	240103
营业税金及附加	1618	1721	1770	1927	2138
营业费用	31086	34611	33887	38589	42716
管理费用	9572	9531	9036	10667	11712
研发费用	8377	9638	9601	10667	11712
财务费用	-1823	-2232	-2290	-3652	-4629
资产减值损失	448	-872	0	0	0
其他收益	1317	1195	0	0	0
公允价值变动收益	-810	1361	161	172	221
投资净收益	907	164	1047	987	776
资产处置收益	-35	-131	0	0	0
营业利润	25564	29683	31661	36453	41726
营业外收入	435	613	834	587	617
营业外支出	226	367	293	282	292
利润总额	25773	29929	32202	36759	42051
所得税	4123	4652	5033	5699	6589
净利润	21650	25277	27168	31060	35463
少数股东损益	1420	1066	1720	1882	2054
归母净利润	20231	24211	25448	29178	33409
EBITDA	27107	30873	35049	39338	44478
EPS(元)	2.88	3.45	3.62	4.15	4.76

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	7.9	7.1	1.5	11.1	9.8
营业利润(%)	18.2	16.1	6.7	15.1	14.5
归属于母公司净利润(%)	17.1	19.7	5.1	14.7	14.5
获利能力					
毛利率(%)	27.5	28.9	29.2	29.8	30.3
净利率(%)	7.8	8.7	9.0	9.3	9.7
ROE(%)	23.4	23.5	22.0	21.3	20.7
ROIC(%)	17.9	16.9	16.0	16.6	17.2
偿债能力					
资产负债率(%)	64.9	64.4	60.5	58.3	52.7
净负债比率(%)	17.8	-17.2	-17.4	-37.8	-38.5
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.5	0.7	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	8.6	10.0	10.0	10.0	10.0
应付账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.88	3.45	3.62	4.15	4.76
每股经营现金流(最新摊薄)	3.97	5.49	2.15	6.46	3.15
每股净资产(最新摊薄)	11.82	14.47	16.50	19.38	22.79
估值比率					
P/E	27.0	22.6	21.5	18.8	16.4
P/B	6.6	5.4	4.7	4.0	3.4
EV/EBITDA	21.1	17.3	15.2	12.7	11.0

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的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	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	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，属于机密材料，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16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