

思瑞浦 (688536.SH)

产品扩张成效显著，电源链营收大幅提升

2021年04月29日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

刘翔 (分析师)

曹旭辰 (联系人)

liuxiang2@kysec.cn

caoxuchen@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790120080019

| | |
|------------|---------------|
| 日期 | 2021/4/29 |
| 当前股价(元) | 395.57 |
| 一年最高最低(元) | 600.01/202.00 |
| 总市值(亿元) | 316 |
| 流通市值(亿元) | 75 |
| 总股本(亿股) | 0.80 |
| 流通股本(亿股) | 0.19 |
| 近3个月换手率(%) | 140.86 |

● 短期营收增速放缓不改公司优质底色

受上游产能紧张的影响, 2020Q1 公司营业收入为 1.67 亿元、同比增长 30.91%、环比增长 49.93%。受股份支付费用影响, 2021Q1 归母净利润有所下降: 受股权支付费用影响, 2021Q1 公司归母净利润为 0.31 亿元、同比下降 27.69%; 倘若同时剔除 2020Q1 和 2021Q1 股份支付费用的影响, 2020Q1 和 2021Q1 对应的归母净利润分别为 4855.54 万元和 6024.95 万元, 即 2021Q1 归母净利润同比增长 24.08%。考虑到公司卡位模拟芯片广阔赛道, 我们微调 2021-2022 年盈利预测并新增 2023 年盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润为 2.28/4.77/7.16 亿元 (2021-2022 年原值分别为 2.39/3.59 亿元), EPS 为 2.84/5.96/8.95 元, 当前股价对应 PE 为 139.1/66.4/44.2 倍, 维持“买入”评级。

● 电源管理芯片营收显著发力、毛利率实现修复

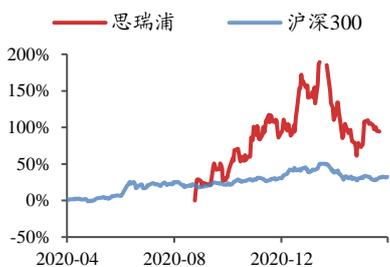
受益于多种电源管理产品逐步实现量产, 叠加信号链芯片营收增速相对放缓, 2021Q1 公司电源管理芯片营收同比增长 652.44%, 使得电源管理芯片营收占比提升至 11.14%。受益于高性能电源产品放量以及产能紧张情况相对缓解, 2021Q1 公司电源管理芯片毛利率达 42.37%、较 2020 年全年提高 13.13%。

● 研发团队快速扩张, 在研项目较为亮眼

2020 年公司的研发人数达 141 人、同比增长 42.88%, 且研发人均薪酬由 2019 年的 45.08 万元提升至 48.95 万元, 这体现出公司研发人员的扩张速度和质量水平。对于在研项目, 我们发现公司集成度较高的仪表放大器和应用广泛的时钟控制器已步入量产阶段, 且对开关型稳压器和电池保护芯片做了大量的投入, 同时, 公司还对已有较强能力的监控芯片、模拟开关进行研发升级。因此, 我们认为公司的产品正向着工艺提升、高端化跃迁和品类扩充三方面同步推进, 有着较大的发展潜力和增长动能。

● **风险提示:** 上游产能持续趋紧; 中美贸易摩擦不确定性加剧; 电源管理芯片营收放量速度存在不确定性。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩快报落地, 卡位工控、优势突出》-2021.2.26

《公司信息更新报告-业绩略超预期, 优质公司高速增长》-2021.1.24

《公司信息更新报告-华为抢单效应持续, 2020Q3 业绩高速增长》-2020.10.29

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 304 | 566 | 1,078 | 1,693 | 2,261 |
| YOY(%) | 166.5 | 86.6 | 90.3 | 57.0 | 33.6 |
| 归母净利润(百万元) | 71 | 184 | 228 | 477 | 716 |
| YOY(%) | -904.8 | -158.9 | 23.8 | 109.6 | 50.1 |
| 毛利率(%) | 59.4 | 61.2 | 60.2 | 59.4 | 59.0 |
| 净利率(%) | 23.4 | 32.4 | 21.1 | 28.2 | 31.7 |
| ROE(%) | 32.4 | 7.1 | 8.2 | 14.6 | 18.0 |
| EPS(摊薄/元) | 0.89 | 2.30 | 2.84 | 5.96 | 8.95 |
| P/E(倍) | 445.8 | 172.2 | 139.1 | 66.4 | 44.2 |
| P/B(倍) | 144.5 | 12.3 | 11.4 | 9.7 | 8.0 |

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

| | |
|--------------------------|---|
| 1、短期营收增速放缓不改公司优质底色 | 3 |
| 2、研发团队快速扩张，在研项目较为亮眼..... | 4 |
| 3、盈利预测与投资建议 | 5 |
| 4、风险提示 | 6 |
| 附：财务预测摘要 | 7 |

图表目录

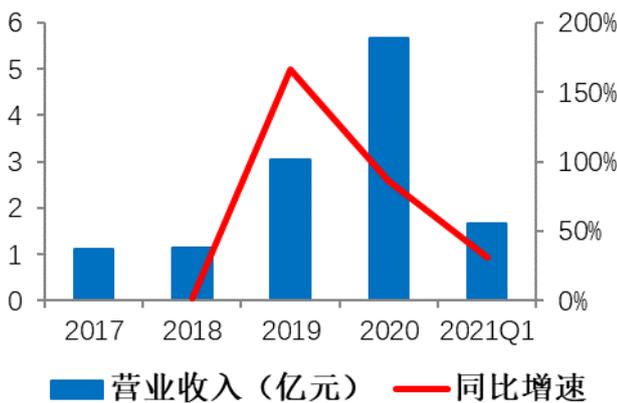
| | |
|--------------------------------------|---|
| 图 1： 2021Q1 营业收入稳步增长 | 3 |
| 图 2： 股权支付费用使得 2021Q1 归母净利润略有下滑 | 3 |
| 图 3： 2021Q1 电源管理芯片营收占比快速提升 | 3 |
| 图 4： 2021Q1 电源管理芯片毛利率大幅提升 | 3 |
| 图 5： 2020 年研发人数和薪酬水平均快速提升..... | 5 |
| 图 6： 2020 年公司产品单价呈小幅上升趋势..... | 5 |
| 表 1： 立足通讯、工控高端赛道，产品布局持续拓展..... | 4 |
| 表 2： 技术型公司名副其实，在研项目较为亮眼..... | 5 |

1、短期营收增速放缓不改公司优质底色

2021Q1 营业收入增速有所放缓：受上游产能紧张的影响，2020Q1 公司营业收入为 1.67 亿元、同比增长 30.91%、环比增长 49.93%。

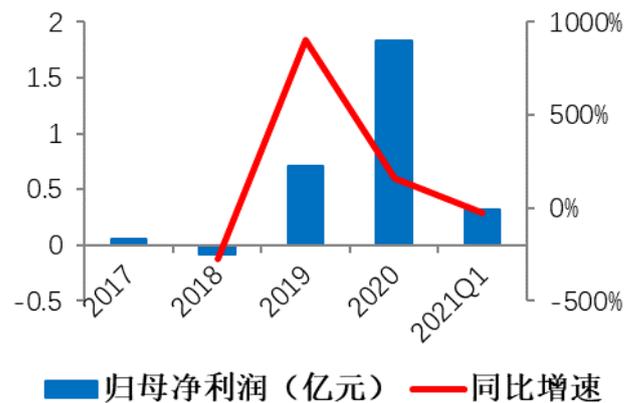
受股份支付费用影响，2021Q1 归母净利润有所下降：受股权支付费用影响，2021Q1 公司归母净利润为 0.31 亿元、同比下降 27.69%；倘若同时剔除 2020Q1 和 2021Q1 股份支付费用的影响，2020Q1 和 2021Q1 对应的归母净利润分别为 4855.54 万元和 6024.95 万元，即 2021Q1 归母净利润同比增长 24.08%。

图1：2021Q1 营业收入稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：股权支付费用使得 2021Q1 归母净利润略有下滑

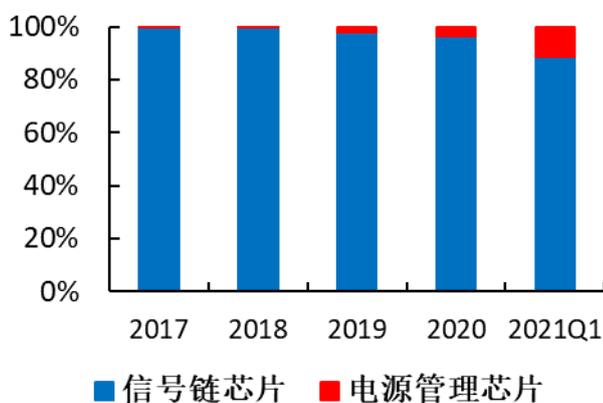


数据来源：Wind、开源证券研究所

2021Q1 电源管理芯片营收占比快速提升：受益于多种电源管理产品逐步实现量产，叠加信号链芯片营收增速相对放缓，2021Q1 公司电源管理芯片营收同比增长 652.44%，使得电源管理芯片营收占比提升至 11.14%。

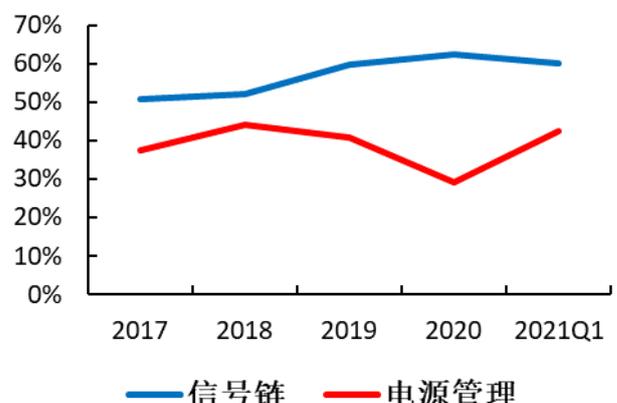
2021Q1 电源管理芯片毛利率快速提升：由于电源管理芯片毛利率相对较低，受电源管理芯片营收占比提升的影响，2021Q1 公司毛利率为 58.14%、略低于 2020 年全年毛利率水平，但较 2020Q4 提升 6.22%。同时，受益于高性能电源产品放量以及产能紧张情况相对缓解，2021Q1 公司电源管理芯片毛利率达 42.37%、较 2020 年全年提高 13.13%。

图3：2021Q1 电源管理芯片营收占比快速提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021Q1 电源管理芯片毛利率大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

立足信号链优势地位，推动电源链产品布局：如表 1 所示，除一直具有较强竞争优势的信号链芯片外，公司拓展了电源时序控制器、开关型电压转换器和马达驱动器等产品的布局，强化了电源管理芯片方面的竞争实力。

客户扩展持续推进，增长动能持续赋予：在产品布局方面，2021Q1 公司成功开发隔离等新产品；同时，公司的门级驱动（适合通信、工业电源、家电、太阳能光伏等大功率应用）、高精密 16bit DAC（适合时钟控制、电池测试系统、自动测试设备等）、高精密高精度参考电压（适合仪器仪表、光伏逆变、电力自动化、工业控制等）等陆续实现量产。在客户开拓方面，2021Q1 公司新增客户百余家，如 Vertiv、旭创科技、儒竞艾默生、荣耀、三星医疗等；与相关客户合作规模逐步提升，如奥克斯空调、台达电子及华阳通用电子等。

表1: 立足通讯、工控高端赛道，产品布局持续拓展

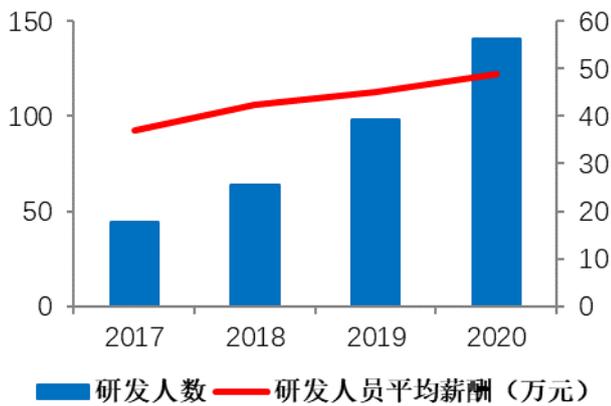
| 类别 | 子类 | 功能&性能 | 主要应用领域 |
|----------|-----------|-----------------|------------------|
| 线性产品 | 运算放大器 | 信号放大 | 各个领域 |
| | 高边电流检测放大器 | 将高边电流转换成电压信号并放大 | 工业变频器 |
| | 比较器 | 输入信号大小比较 | 便携设备 |
| | 视频滤波器 | 按频率特性对信号进行过滤 | 安防监控、高清电视、个人录像机 |
| | 模拟开关 | 信号切换 | 便携设备 |
| 转换器产品 | 高速模数转换器 | 8/10bit、50MSPS | 激光雷达 |
| | 高速数模转换器 | 8/10bit、125MSPS | -- |
| | 高精度模数转换器 | 500kSPS | -- |
| | 高精度数模转换器 | 12-16bit | 工业控制 |
| 接口产品 | RS232 收发器 | 成本低、抗干扰能力强 | 各个领域 |
| | RS485 收发器 | 速度快 | 工业控制、通讯系统 |
| | LVDS 收发器 | 支持多点组网功能 | 工业、电力和通讯设备 |
| 线性稳压器 | 低功耗线性稳压器 | 超低压差可降低功率损耗 | 电表、水表、烟感 |
| | 低噪声线性稳压器 | 超低输出噪声 | 通讯基站、图像传感器 |
| 电源监控产品 | 电源时序控制器 | 控制不同电源上下电的先后次序 | 多电压域的电子设备 |
| | 看门狗、上电复位 | 监控电源状态 | 工业控制、智能设备 |
| 其他电源管理产品 | 开关型电压转换器 | 不同电压间的转换 | 通讯、工业、医疗 |
| | 马达驱动器 | 控制机械马达的转动状态 | 红外滤光片的切换和电子门锁的驱动 |

资料来源：思瑞浦年报、开源证券研究所

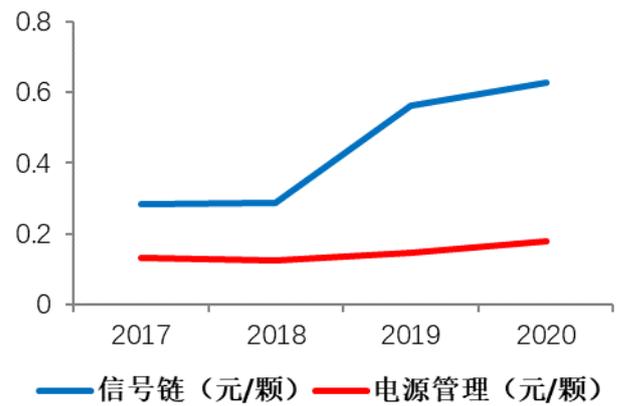
2、研发团队快速扩张，在研项目较为亮眼

研发团队快速扩张，薪酬水平持续上涨：在国产化替代加速推进的当下，能否招揽足够多的优质研发人才决定着公司的成长速度。如图 5 所示，在 2017-2020 年，公司的研发人员呈现持续而快速的增长趋势，同时，公司的研发人员平均薪酬也相对较高并呈持续增长态势，这意味着公司研发人员的质量和招揽能力都有较高水平。

产品高端化持续演进，产品单价稳步提升：在 2021Q1，公司投资了专注于高速 ADDA 的士模微和专注于芯片测试的季丰电子，这进一步扩张了公司的产品布局。如图 6 所示，在产品高端化的进程上，2020 年公司的产品单价呈现出持续上涨态势。

图5：2020年研发人数和薪酬水平快速提升


数据来源：思瑞浦年报、开源证券研究所

图6：2020年公司产品单价呈小幅上升趋势


数据来源：思瑞浦年报、开源证券研究所

技术型公司名副其实，在研项目较为亮眼：如表2所示，我们发现公司集成度较高的仪表放大器和应用广泛的时钟控制器已步入量产阶段，且对开关型稳压器和电池保护芯片做了大量的投入，同时，公司还对已有较强能力的监控芯片、模拟开关进行研发升级。因此，我们认为公司的产品正向着工艺提升、高端化跃迁和品类扩充三方面同步推进，有着较大的发展潜力和增长动能。

表2：技术型公司名副其实，在研项目较为亮眼

| 项目名称 | 总投资规模 (万元) | 阶段性成果 | 主要应用领域 |
|------------------------------|------------|--------|-------------------------------|
| 高压、大电流开关型稳压器 | 2625.40 | 研发升级 | 工业、通讯、医疗、汽车 |
| 增强型、高集成度、多通道模数转换器与数模转换器的监控芯片 | 2492.41 | 研发升级 | 主要应用于工业、通讯等行业，进行多路物理量测量和控制 |
| 高精度电池保护产品 | 2151.48 | 持续开发阶段 | 大电流充电终端设备的高精度电池保护板 |
| 高压高精度低噪声仪表放大器 | 1481.19 | 量产阶段 | 工业、医疗 |
| 高压多通道模拟开关 | 722.56 | 研发升级 | 工业、通讯 |
| 电源监控产品 | 308.40 | 研发升级 | 光通讯模块和安防 |
| 低功耗、多通道电源时序与时钟控制器 | 609.09 | 量产阶段 | 工业、通讯、服务器等行业，为主控芯片的电源提供时序控制信号 |

资料来源：思瑞浦年报、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

公司是国内信号链芯片领军厂商。我们认为，随着中美贸易摩擦的不确定性加剧，叠加思瑞浦愈发强大的技术研发实力，公司的信号链和电源管理业务都将深度受益于国产化替代加速趋势。

考虑到公司卡位模拟芯片广阔赛道，我们微调 2021-2022 年盈利预测并新增 2023 年盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润为 2.28/4.77/7.16 亿元（2021-2022 年原值分别为 2.39/3.59 亿元），EPS 为 2.84/5.96/8.95 元，当前股价对应 PE 为 139.1/66.4/44.2 倍，维持“买入”评级。

4、风险提示

上游产能供给持续吃紧，公司的供应链风险存在不确定性；

中美贸易摩擦存在较大不确定性；

电源管理芯片营收放量速度存在不确定性。

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 265 | 2629 | 2904 | 3382 | 4146 |
| 现金 | 104 | 1500 | 1479 | 1883 | 2377 |
| 应收票据及应收账款 | 100 | 76 | 258 | 266 | 435 |
| 其他应收款 | 1 | 0 | 1 | 1 | 2 |
| 预付账款 | 10 | 23 | 40 | 58 | 73 |
| 存货 | 50 | 71 | 166 | 213 | 299 |
| 其他流动资产 | 1 | 960 | 960 | 960 | 960 |
| 非流动资产 | 21 | 35 | 32 | 39 | 44 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 7 | 19 | 16 | 22 | 27 |
| 无形资产 | 7 | 5 | 5 | 5 | 6 |
| 其他非流动资产 | 6 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 资产总计 | 286 | 2664 | 2936 | 3421 | 4190 |
| 流动负债 | 60 | 81 | 142 | 154 | 213 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 32 | 28 | 89 | 99 | 155 |
| 其他流动负债 | 28 | 53 | 54 | 56 | 59 |
| 非流动负债 | 7 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 7 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 负债合计 | 67 | 90 | 152 | 164 | 223 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 60 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| 资本公积 | 80 | 2232 | 2232 | 2232 | 2232 |
| 留存收益 | 78 | 262 | 484 | 947 | 1637 |
| 归属母公司股东权益 | 219 | 2574 | 2784 | 3257 | 3967 |
| 负债和股东权益 | 286 | 2664 | 2936 | 3421 | 4190 |

| 现金流量表(百万元) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | -5 | 226 | -17 | 416 | 487 |
| 净利润 | 71 | 184 | 228 | 477 | 716 |
| 折旧摊销 | 3 | 9 | 4 | 6 | 8 |
| 财务费用 | 0 | -1 | -12 | 0 | -19 |
| 投资损失 | -2 | -14 | -4 | -5 | -6 |
| 营运资金变动 | -95 | 18 | -232 | -61 | -211 |
| 其他经营现金流 | 17 | 30 | -0 | -0 | -0 |
| 投资活动现金流 | -8 | -969 | 3 | -7 | -6 |
| 资本支出 | 10 | 25 | -3 | 7 | 5 |
| 长期投资 | 0 | -958 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 2 | -1902 | 0 | -0 | -1 |
| 筹资活动现金流 | 71 | 2139 | -7 | -5 | 13 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 34 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 50 | 2151 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -13 | -32 | -7 | -5 | 13 |
| 现金净增加额 | 58 | 1396 | -21 | 404 | 494 |

| 利润表(百万元) | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 304 | 566 | 1078 | 1693 | 2261 |
| 营业成本 | 123 | 220 | 429 | 687 | 928 |
| 营业税金及附加 | 2 | 4 | 8 | 12 | 16 |
| 营业费用 | 18 | 23 | 54 | 68 | 90 |
| 管理费用 | 19 | 34 | 119 | 118 | 90 |
| 研发费用 | 73 | 123 | 259 | 339 | 452 |
| 财务费用 | 0 | -1 | -12 | 0 | -19 |
| 资产减值损失 | -4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 5 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 2 | 14 | 4 | 5 | 6 |
| 资产处置收益 | -0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 70 | 181 | 226 | 474 | 710 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 71 | 181 | 226 | 474 | 710 |
| 所得税 | -0 | -3 | -1 | -3 | -6 |
| 净利润 | 71 | 184 | 228 | 477 | 716 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归母净利润 | 71 | 184 | 228 | 477 | 716 |
| EBITDA | 70 | 145 | 186 | 429 | 654 |
| EPS(元) | 0.89 | 2.30 | 2.84 | 5.96 | 8.95 |

| 主要财务比率 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 166.5 | 86.6 | 90.3 | 57.0 | 33.6 |
| 营业利润(%) | 898.4 | 157.1 | 25.0 | 109.3 | 49.9 |
| 归属于母公司净利润(%) | -904.8 | -158.9 | 23.8 | 109.6 | 50.1 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 59.4 | 61.2 | 60.2 | 59.4 | 59.0 |
| 净利率(%) | 23.4 | 32.4 | 21.1 | 28.2 | 31.7 |
| ROE(%) | 32.4 | 7.1 | 8.2 | 14.6 | 18.0 |
| ROIC(%) | 30.0 | 5.3 | 6.5 | 13.1 | 16.4 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 23.4 | 3.4 | 5.2 | 4.8 | 5.3 |
| 净负债比率(%) | -44.0 | -57.9 | -52.8 | -57.6 | -59.7 |
| 流动比率 | 4.4 | 32.4 | 20.4 | 21.9 | 19.4 |
| 速动比率 | 3.4 | 31.3 | 18.9 | 20.1 | 17.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.6 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 5.3 | 6.4 | 6.4 | 6.4 | 6.4 |
| 应付账款周转率 | 5.8 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.89 | 2.30 | 2.84 | 5.96 | 8.95 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.07 | 2.83 | -0.22 | 5.20 | 6.09 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.74 | 32.17 | 34.80 | 40.71 | 49.59 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 445.8 | 172.2 | 139.1 | 66.4 | 44.2 |
| P/B | 144.5 | 12.3 | 11.4 | 9.7 | 8.0 |
| EV/EBITDA | 450.9 | 201.5 | 157.0 | 67.2 | 43.3 |

数据来源：贝格数据、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