

## 家用电器

2021年11月21日

## 继续看好家电成长股及白电反弹，新增推荐苏泊尔

——行业周报

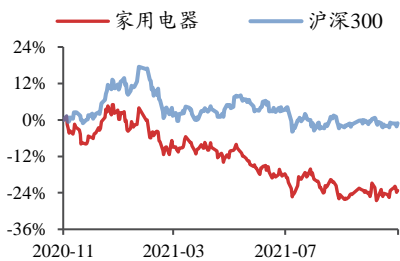
投资评级：看好（维持）

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《行业周报-双十一行业表现亮眼，看好家电成长股及白电反弹》-2021.11.15

《中期投资策略-捕获国人芳心，开拓海外疆土》-2021.5.12

《年度投资策略2-看好2021可选消费板块--布局龙头，精选新消费》-2021.1.10

#### ● 本周重点推荐标的：

**成长型家电组合：**石头科技、极米科技、新宝股份、苏泊尔、倍轻松、火星人、JS 环球生活、科沃斯

**白电组合：**海尔智家、美的集团、格力电器

#### ● 原材料及社零数据释放积极信号

(1) “保供稳价”政策效果逐步显现，原材料价格回落趋势延续。21W46 塑城 ABS 价格指数/钢材综合价格指数/铝材价格指数/铜材价格指数环比分别-1.04%/-2.90%/-1.77%/-1.37%。(2) **2021M10 家用电器和音像器材类零售额增幅继续扩大。**2021M10 家用电器和音像器材类增速环比提升 2.61pcts，相较于其他部分消费品，家电品类增长展现出一定韧性。

#### ● 白电维持相对稳健增长，集成灶、洗地机、扫地机等赛道高景气度依旧

**白电：**21W46 空调/洗衣机/冰箱整体销售额同比分别-14.57%/-5.76%/+11.39%，整体销售额数据下降或系第一轮双十一挤压需求所致，2021Q4 累计销售额同比分别+1.82%/+6.47%/+10.21%，Q4 以来维持相对稳健增长。

**集成灶：**21W46 线上/线下零售额分别同比+48.18%/+22.73%，线上/线下零售量分别同比+25.02%/+2.07%，线上量、额维持高增长，高景气度持续。

**清洁电器：**21W46 扫地机/洗地机线上销售额分别同比-12.95%/+114.04%，产品均价分别同比+41.67%/-3.98%，拉长周期看扫地机，21W45-W46 线上销售额同比+108.35%。扫地机、洗地机继续领衔清洁电器领域增长。

**按摩赛道：**2021M10 按摩器材淘系/京东系销售额分别同比+15.05%/+10.80%，产品功能升级带动均价上行，低渗透、高成长品类逻辑不变。

#### ● 继续看好家电成长股及白电反弹，新增推荐苏泊尔

原材料价格持续回落，龙头企业通过产品结构优化向下游传导成本端压力，考虑到原材料采购、生产和销售的时间差，我们预计企业将迎来盈利上行拐点。建议关注处于低渗透率、高成长性赛道的细分龙头**石头科技、极米科技、倍轻松、火星人、JS 环球生活、科沃斯**以及业绩边际改善的**新宝股份**、白电龙头**海尔智家、美的集团和格力电器**。此外，新增推荐扩品能力出色、渠道变革提速的**苏泊尔**。**苏泊尔：**(1) **厨房电器领域业绩展现较强韧性。**淘系数据显示，2021Q1-Q3 公司厨房电器线上销售额同比增长 14.42%，行业景气度下滑背景下销售额展现较强韧性。(2) **拓品收效显著，看好清洁领域未来发展。**淘系数据显示，2021Q1-Q3 公司生活电器线上销售额同比增长 40.06%，Q3 单季度同比增长 74.72%，2021M10 当月同比增长 72.45%，扩品类收效显著，预计清洁电器有望成为业绩新增长点，同时，高单价高毛利新品类扩张亦有望提振毛利率。(3) **渠道改革加速有望驱动盈利能力提升。**经销商转直营、一盘货等线上渠道改革有望提高价格调控能力，充分调动经销商积极性，提振内销毛利率水平。

● **风险提示：**行业竞争加剧；原材料供应短缺；海运运力风险加大。

## 目 录

1、 行业重要信息：原材料及社零数据释放积极信号，继续看好成长性行业快速发展及白电稳健增长 .....	3
1.1、 原材料：原材料价格回落趋势延续 .....	3
1.2、 社零数据：零售额维持低位增长，家电品类增长展现较强韧性 .....	3
1.3、 白电：维持相对稳健增长，产品高端化趋势持续 .....	4
1.4、 集成灶：延续高景气，产品升级推动行业量价齐升 .....	4
1.5、 清洁电器：扫地机、洗地机继续领衔增长 .....	5
1.6、 按摩赛道：产品结构改善带动价、额增长 .....	5
2、 推荐组合及逻辑：继续看好家电成长股及白电反弹，新增推荐苏泊尔 .....	5
2.1、 家电成长股组合：石头科技、极米科技、新宝股份、苏泊尔、倍轻松、火星机器人、JS 环球生活、科沃斯 .....	6
2.2、 白电组合：海尔智家、美的集团、格力电器 .....	7
3、 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1： 21W46 中国塑料价格指数持续回落 .....	3
图 2： 21W46 钢材综合价格指数持续回落 .....	3
图 3： 21W46 铝材价格指数持续回落 .....	3
图 4： 21W46 铜材价格指数持续回落 .....	3
表 1： 2021M10 社零数据维持低位增长，家电品类增长展现一定韧性 .....	4

## 1、行业重要信息：原材料及社零数据释放积极信号，继续看好成长性行业快速发展及白电稳健增长

### 1.1、原材料：原材料价格回落趋势延续

“保供稳价”政策效果逐步显现，原材料价格回落趋势延续：

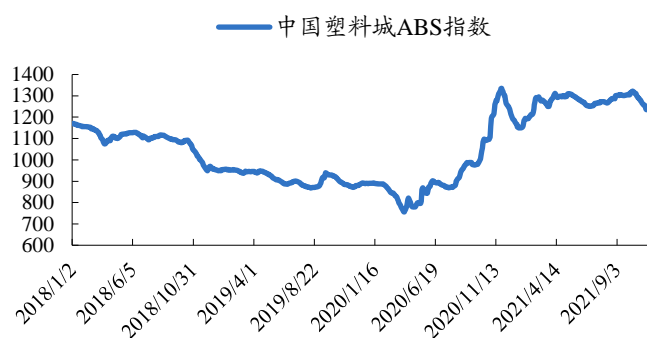
(1) 11月19日中国塑城ABS指数为1238.11，较11月12日下降1.04%，较2020年同期下降5.46%。

(2) 11月19日钢材综合价格指数为132.84，较11月12日下降2.90%，较2020年同期上涨17.54%，涨幅收窄。

(3) 11月12日铝材价格指数为130.35，较11月05日下降1.77%，较2020年同期上涨31.23%，涨幅收窄。

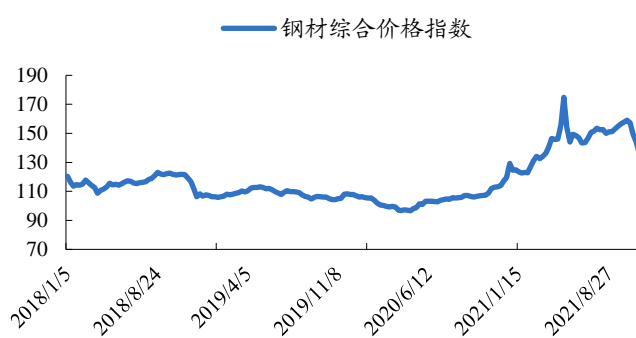
(4) 11月12日铜材价格指数为101.67，较11月05日下降1.37%，较2020年同期上涨16.04%，涨幅收窄。

图1：21W46 中国塑料价格指数持续回落



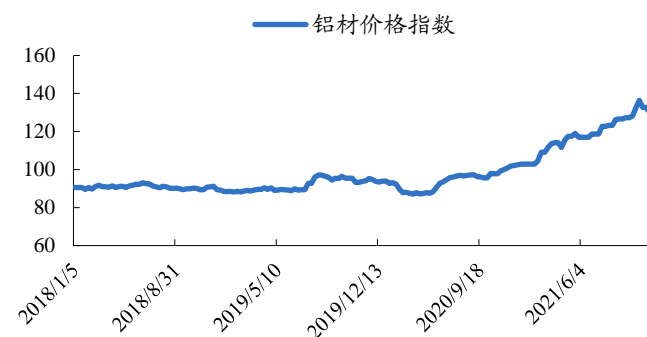
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：21W46 钢材综合价格指数持续回落



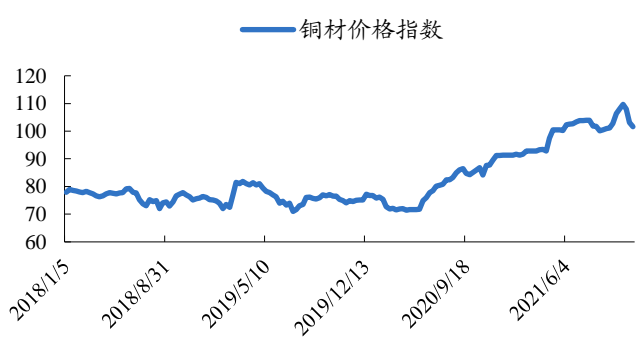
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：21W46 铝材价格指数持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：21W46 铜材价格指数持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.2、社零数据：零售额维持低位增长，家电品类增长展现较强韧性

社会消费品零售额低位增长，稳中有升。2021Q3社会消费品零售总额累计同比增长5.03%，增幅环比2021Q2缩小8.85pcts。2021M10社会消费品零售总额当月同

比增加 4.87%，增幅环比略微上升 0.51pcts。分品类看，化妆品、家电、通讯器材、日用品等消费品增长明显，而家具、汽车等品类增长恢复速度较慢。

**2021M10 家用电器和音像器材类零售额同比提升，增幅继续扩大。**2021M10 家用电器和音像器材类零售额同比增长 7.38%，增速环比提升 2.61pcts。相较于其他可选消费品，家电品类增长展现一定韧性。

**表1: 2021M10 社零数据维持低位增长，家电品类增长展现一定韧性**

指标	7月		8月		9月		10月	
	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)	绝对量 (亿元)	同比增长 (%)
社会消费品零售总额	34925	8.45	34395	2.46	36833	4.36	40454	4.87
必需消费品								
饮料类	233.3	23.24	231.7	16.32	261.5	14.79	224.8	11.4
日用品类	551.1	11.51	561.8	-2.04	583.6	-2.26	583.9	3.14
通讯器材	386.9	-0.33	410.2	-14.95	507.7	23.44	631	36.49
可选消费品								
家用电器和音像器材类	740.7	8.16	677.1	-5.37	739.4	4.78	734.6	7.38
化妆品类	239.3	4.22	293.9	3.30	316.8	6.92	309.9	10.09
汽车类	3347.2	1.18	3280.1	-3.89	3535.4	-8.56	3396.8	-8.41
家具类	137.5	0.29	136.5	-1.44	150.8	-3.95	148.7	-5.47

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、白电：维持相对稳健增长，产品高端化趋势持续

根据奥维云网全渠道监测数据，21W46 白电销售额有所波动，但 Q4 累计数据仍保持相对稳健增长。(1) 21W46 空调整体销售额约 47.42 亿元 (-14.57%)，2021Q4 累计销售额约 151.57 亿元 (+1.82%)。(2) 21W46 洗衣机整体销售额约 48.36 亿元 (-5.76%)，2021Q4 累计销售额约 177.5 亿元 (+6.47%)。(3) 21W46 冰箱整体销售额约 54.42 亿元 (+11.39%)，2021Q4 累计销售额 189.23 亿元 (+10.21%)。

我们认为空调、洗衣机当周整体销售额数据下降或系第一轮双十一挤压需求所致，为正常销售波动。产品高端化趋势下空调、洗衣机、冰箱产品价格均有所提高，21W46 空调、洗衣机、冰箱产品均价同比分别+7.31%/+1.24%/+6.16%。

此外，产业在线数据显示，空冰洗线下市场需求恢复较缓慢。(1) 2021M10 空调线下零售额/零售量同比分别-4.20%/-11.62%，环比分别-0.21%/-6.12%。(2) 2021M10 洗衣机线下零售额/零售量同比分别-10.93%/-22.08%，环比分别+23.57%/+18.30%。(3) 2021M10 冰箱线下零售额/零售量同比分别-6.92%/-19.82%，环比分别+5.81%/-0.60%

### 1.4、集成灶：延续高景气，产品升级推动行业量价齐升

集成灶全面增长，产品结构改善均价上扬。根据奥维云网数据，21W46 集成灶线上/线下零售额分别同比+48.18%/+22.73%，线上/线下零售量分别同比+25.02%/+2.07%，线上/线下产品均价分别同比+18.53%/+29.28%。2021Q4 线上/线下累计零售额分别同比+47.13%/+37.18%，线上/线下累计零售量分别同比+16.45%/+18.10%。集成化趋势驱动品类渗透率快速提升，产品结构性升级驱动均价处于上行通道，行业延续高景气度。

从市场竞争格局上看，21W46 集成灶线上销售额 CR5 为 71.05% (+0.45pcts)。火星人为集成灶行业龙头，但可以看到美大、帅丰、亿田等品牌产品也正逐步展现较强的市场竞争力，销额市占率同比分别+12.88pcts/+2.03pcts/+0.51pcts。

分品类看，蒸烤一体款全渠道占比提升显著。(1) 线上渠道蒸烤一体款热销领衔，21W46 销量占比 48.85% (+21.81pcts)，销额占比 57.47% (+23.28pcts)。(2) 线下渠道以消毒柜款为主，但蒸烤一体款和蒸烤独立款占比呈上升趋势，21W46 蒸烤一体款销量占比 23.46% (+8.47pcts)，销额占比 26.68% (+7.91pcts)，蒸烤独立款销量占比 15.64% (+14.92pcts)，销额占比 24.32% (+22.91pcts)，而消毒柜款销量占比 43.72% (-16.68%)，销额占比 31.35% (-20.18pcts)。

### 1.5、清洁电器：扫地机、洗地机继续领衔增长

- ◆ **扫地机：市场集中度提升，行业龙头科沃斯、石头科技维持高于行业增速**

根据奥维云网数据，21W46 扫地机线上/线下销售额分别同比-12.95%/-7.88%，线上线零售量分别同比-38.56%/-45.20%，线上/线下产品均价分别同比+41.67%/+71.52%，产品升级迭代驱动扫地机产品均价上行。21W46 销额同比有所下滑，我们认为或系首轮双十一高增抑制部分需求所致，拉长周期来看，21W45-W46 扫地机线上/线下销售额分别同比+108.35%/-8.5%，线上维持高增态势。

2021Q4 线上/线下累计零售额分别同比+40.35%/+4.02%，线上/线下累计零售量分别同比-13.72%/-37.13%，零售量同比下滑主系产品均价上行抑制部分需求。

从市场竞争格局上看，21W46 扫地机线上销售额 CR5 为 92.35% (+1.43pcts)。以科沃斯、石头科技为代表的扫地机龙头企业增速高于行业平均水平，21W46 线上销售额分别同比+20.41%/+26.86%。

- ◆ **洗地机：高成长品类，销售延续双高增**

根据奥维云网数据，21W46 洗地机线上/线下销售额分别同比+114.04%/+794.63%，线上线零售量分别同比+122.91%/+695.90%，线上/线下产品均价分别同比-3.98%/+11.58%。2021Q4 线上/线下累计零售额分别同比+172.87%/+465.86%，线上/线下累计零售量分别同比+167.11%/+413.45%。洗地机凭借渗透率，强产品力，销售延续亮眼表现。

从市场竞争格局上看，添可仍为该细分品类绝对龙头，21W46 添可线上/线下销售额市占率分别为 68.48%、68.42%。但我们可以看到洗地机市场也正涌现一批具备竞争力的品牌，石头科技推出首款洗地机 U10 后 21W46 线上销售额市占率提升至 3.46%。市场竞争趋于白热化，21W46 洗地机线上销售额 CR5 为 85.69% (-6.76pcts)。

### 1.6、按摩赛道：产品结构改善带动价、额增长

淘系数据显示，2021M10 按摩器材线上销售额/销售量分别同比+15.05%/-10.40%，增速环比分别+4.91pcts/-1.11pcts。京东系数据显示，2021M10 按摩器材线上销售额/销售量分别同比+10.80%/+4.84%，增速环比分别+2.78pcts/-4.65pcts。综合来看，按摩器材销售额维持稳步增长主要系产品升级带动均价上行。我们认为局部按摩器材仍属于低渗透、高成长品类，随着产品功能持续迭代，有望迎来量价齐升。

## 2、推荐组合及逻辑：继续看好家电成长股及白电反弹，新增推



## 荐苏泊尔

### 2.1、家电成长股组合：石头科技、极米科技、新宝股份、苏泊尔、倍轻松、火星人、JS 环球生活、科沃斯

家电高成长赛道需求不减，细分行业龙头一方面有望享受行业高速增长的红利，另一方面通过自身核心竞争优势巩固市场地位，有望进一步实现高于行业增速。四季度以来原材料价格、海运、芯片短缺等负面因素均有缓解趋势，龙头企业通过产品结构优化向下游传导成本端压力，考虑到原材料采购、生产和销售的时间差，我们预计企业将迎来盈利上行拐点，业绩弹性强。建议关注处于低渗透率、高成长性赛道的细分龙头石头科技、极米科技、倍轻松、火星人、JS 环球生活、科沃斯；建议关注业绩边际改善的新宝股份；此外，新增推荐扩品能力出色、渠道变革提速的苏泊尔。

**石头科技：内外销数据改善，布局时点将至。**内销方面，21W46 线上扫地机市场销售份额 15.20% (+4.77pcts)，销售量份额 12.88% (+4.21pcts)，均价 3422 元 (+38.99%)；21W46 线上洗地机市场销售份额 3.46% (+3.46pcts)，销售量份额 3.04% (+3.04pcts)。外销方面，21W46 美亚销售额 1.70 百万美元 (-9.95%)，11.15-18 美亚销售额同比 50.55%，美亚销售额增速有所恢复。

**极米科技：产品结构改善均价上扬，继续看好高成长赛道下高增长。**淘系数据显示，2021M10 极米线上均价 4129 元，较年初的 2870 元上涨约 43.87%，产品结构优化下均价提升明显，2021M10 高端系列产品 RS pro2、H3S、Z6X 零售额占比分别为 11.73%、25.61%、39.56%，较年初提升显著。在控量保价、产品结构升级以及缺芯影响减缓的背景下，继续看好盈利能力提升和业绩超预期。

**新宝股份：继续看好推新提价带动盈利提升。**国内摩飞品类外延收效显著，产品结构优化提振盈利能力。考虑到 2022 年关税有望重新豁免、原材料涨价及运力紧张趋势缓解，我们继续看好公司外销收入企稳、盈利能力提升。

**倍轻松：继续看好强产品力支撑下份额提升。**2021M10 倍轻松淘系/京东系销售额同比分别+57.84%/+35.18%，实现高于行业增速，市场竞争优势明显带动份额提升，2021M10 倍轻松淘系/京东系销售额市场份额同比分别+0.67pcts/+2.34pcts。继续看好 11 月产品线补齐、价格带拓宽下业绩提升。

**火星人：竞争优势延续，继续看好龙头稳固地位。**21W46 线上集成灶市场销售额/销售量/均价同比分别+21.03%/+11.95%/+8.11%，销售额/销售量市场份额同比分别-4.95pcts/-2.37pcts，市占率波动我们认为或系双十一期间需求正常波动所致。公司长期竞争优势不变，继续看好公司产能扩充和智能化能力提升下竞争力进一步提升。

**JS 环球生活：扩品类增长逻辑得到进一步验证，继续看好宏观环境改善下业绩提升。**2021 下半年新品亚马逊渠道快速放量，从各细分品类 Best selle 榜单上看，空气净化器/咖啡机/Foodi 室内烤架由 10 月 1 日的第 64/94/126 上升至第 8/17/22；吹风机/Foodi 烤箱/Foodi 刀具系统由 10 月 21 日的第 202/33/681 上升至 26/3/87；AI 自动集成扫地机由 10 月 30 日的第 298 上升至 23。

**科沃斯，继续看好高景气赛道下双品牌高增长。**21W46 科沃斯品牌线上销售额/销售量/均价同比分别+20.41%/-32.42%/+78.17%，销售额/销售量市场份额同比分别+13.94pcts/+3.80pcts，产品功能升级推动份额提升显著。21W46 添可品牌线上销售额/销售量/均价同比分别+88.30%/+94.65%/-3.26%，销售额/销售量市场份额同比分别-

9.36pcts/-9.34pcts，添可作为细分龙头品牌仍将受益行业高增长。

◆ **苏泊尔：拓品能力出色，渠道改革加速有望提振业绩**

**厨房电器领域业绩展现较强韧性。**淘系数据显示，2021Q1-Q3 公司厨房电器线上销售额同比增长 14.42%，Q3 单季度同比增长 17.74%，2021M10 当月同比增长 8.26%，行业景气度下滑背景下销售额展现较强韧性。

**拓品收效显著，看好清洁领域未来发展。**国内方面，2021 年公司先后推出挂烫机、空气炸锅、蒸烤箱、除螨仪、吸拖一体机、洗地机等，在巩固优势品类的基础上积极向生活/清洁电器扩张。**奥维云网数据显示**，21W46 线上清洁电器领域销售额/销售量市场份额分别为 1.43%、6.85%，同比分别+0.35pcts、+2.39pcts，其中除螨仪销售额/销售量市场份额同比分别+4.49pcts/+7.68pcts。**淘系数据显示**，2021Q1-Q3 公司生活电器线上销售额同比增长 40.06%，Q3 单季度同比增长 74.72%，2021M10 当月同比增长 72.45%，生活电器领域表现亮眼。

**渠道改革加速有望驱动盈利能力提升。**2021 年公司开始积极开展线上渠道改革，通过经销商转直营、一盘货和重视内容营销等方式提升运营能力。经销收回直营一方面便于数字化营销，另一方面便于价格调控，通过推新提价提振毛利率；一盘货模式有利于调动经销商积极性，提升经销渠道毛利率。

**内销方面**，看好生活电器领域高毛利新品类发展带来业绩新增长点，渠道改革稳步推进叠加原材料价格企稳回落，预计公司将迎来盈利能力提升拐点。**外销方面**，预计 Q4 黑五、圣诞节等销售旺季将进一步提振外销收入。**人员变动方面**，新任 CEO 张国华先生具备多年快消品管理经验，预计将对公司渠道改革等注入新的活力。

## 2.2、白电组合：海尔智家、美的集团、格力电器

**原材料成本回落+地产政策有望放松的预期下，继续看好白电龙头复苏机会。**建议关注高端化、套系化、全球化、扁平化具备先发优势，数字化提效驱动净利率改善逻辑持续兑现的**海尔智家**；组织架构优化助力套系化销售，B 端业务、自有品牌业务稳步推进的**美的集团**；新零售改革稳步推进的**格力集团**。

**海尔智家：**21W46 空调全渠道销售额/销售量/均价同比分别+39.85%/+37.91%/+1.40%；21W46 冰箱全渠道销售额/销售量/均价同比分别+25.38%/+17.37%/+6.82%；21W46 洗衣机全渠道销售额/销售量/均价同比分别+3.4%/-8.15%/+12.57%。

**美的集团：**21W46 空调全渠道销售额/销售量/均价同比分别-1.55%/-5.58%/+4.26%；21W46 冰箱全渠道销售额/销售量/均价同比分别-2.48%/-4.72%/+2.35%；21W46 洗衣机全渠道销售额/销售量/均价同比分别-36.06%/-34.43%/-2.48%。

**格力集团：**21W46 空调全渠道销售额/销售量/均价同比分别-29.84%/-40.06%/+17.05%，2021Q4 累计销售额/销售量/均价同比分别+2.08%/-6.08%/+8.69%。

## 3、风险提示

行业竞争加剧；原材料供应短缺；海运运力风险加大。

## 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