

## 家用电器

2021年12月05日

## 海外消费回流线下致黑五平淡，期待高基数后改善

——行业周报

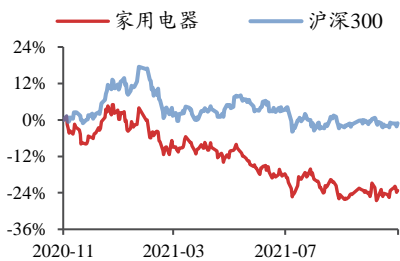
投资评级：看好（维持）

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-建议关注海运及原材料改善下的板块机会》-2021.11.28

《行业周报-继续看好家电成长股及白电反弹，新增推荐苏泊尔》-2021.11.22

《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、安克创新、极米科技、新宝股份、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

### ● 原材料价格回落趋势延续，11月购物节期间海外终端需求稳定

**(1) 海运端：**2021W48 美东航线/美西航线/中欧航线 CCFI 运价指数环比分别+2.72pcts/+2.08pcts/+1.16pcts，短期运价回升但较最高点分别-6.48%/-1.7%/-7.55%。**(2) 原材料端：**2021W48 塑城 ABS 价格/钢材综合价格/铝材价格/铜材价格指数环比分别-1.56%/-0.94%/-1.85%/-1.71%，较 2021 年最高点分别-8.57%/-16.80%/-4.54%/-5.02%，继续看好原材料价格回落下各企业盈利改善。**(3) 海外需求端：**9月6日，美国宣布终止疫情失业补助，市场普遍担忧疫情补助退出将导致消费需求快速下滑。但从11月购物节整体表现来看，美国消费需求展现韧性。**线上方面，**Adobe 数据显示 11.1-29 美国在线销售额约 1098 亿美元(+11.9%)，预计 2021M11-M12 美国在线销售额将达 2007 亿美元(+10%)。**线下方面，**实体店客流有所恢复，NRF 预计 2021M11-M12 全美零售额达到 8434-8590 亿美元(+8.5%-10.5%)。我们认为美国终端消费需求稳定有望驱动出口型企业业绩超预期。

### ● 白电维持相对稳健增长，继续看好集成灶、洗地机等成长性赛道发展

**白电：**2021W48 空调/洗衣机/冰箱整体销售额同比分别-31.70%/-23.76%/-14.83%，2021Q4 累计销售额同比分别-0.96%/+4.30%/+8.56%，Q4 以来维持相对稳健增长。**集成灶：**2021W48 线上/线下零售额分别同比-40.02%/+47.55%，2021Q4 线上/线下累计零售额分别同比+40.69%/+35.73%，Q4 累计零售额延续较高增长。**清洁电器：**2021W48 扫地机/洗地机线上销售额分别同比-13.94%/+325.87%，2021Q4 线上累计零售额分别同比+36.35%/+176.87%，Q4 继续领衔增长。

**● 成本和海外消费需求预期向好，建议关注出口型和边际改善型企业投资机会**  
观察原材料回落趋势延续，以及 2021 年年末海外需求预期向好，继续推荐处于低渗透率、高成长性赛道的细分龙头极米科技、倍轻松、火星人、科沃斯，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以及海外市场占比较大的石头科技、安克创新和 JS 环球生活。

**石头科技：**G10 持续放量，预计 Q4 内销有望超预期，实现 100%以上增长。外销预计美亚黑五同比增长 10%，10-11 月经销商出货增长近 20%，增速略低预期主系 2020 高基数及线下回流。展望 2022 年，看好 2022Q1 新品放量，2021 低基数下外销增速有望重回较高增长，叠加内销超预期表现，公司业绩将持续改善。**安克创新：**欧睿调研数据显示 Anker 成为全球第一的数码充电品牌，9/10/11 月 Anker 充电品类 GMV 同比分别+30.13%/+36.27%/+24.99%，维持较高增长。

**● 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：原材料价格回落延续，海外消费表现较强韧性.....	3
1.1、 海运和原材料端：运价短期回弹，原材料价格延续回落趋势.....	3
1.2、 海外需求端：11月购物节落幕，终端消费需求展现较强韧性.....	4
1.3、 行业周数据：建议关注白电结构性增长，仍看好低渗透品类增长.....	5
2、 推荐组合及逻辑：成本和海外需求预期向好，建议关注出口型和业绩改善型企业的投资机会.....	5
2.1、 新兴小家电成长股组合：石头科技、安克创新、极米科技、新宝股份、倍轻松、火星人、JS 环球生活、科沃斯.....	6
2.2、 白电龙头组合：海尔智家、美的集团、格力电器.....	7
3、 风险提示.....	8

## 图表目录

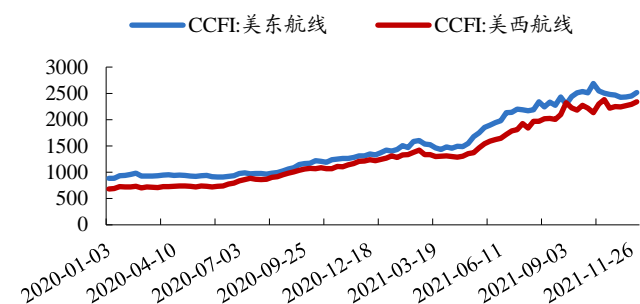
图 1： 中美航线运价指数较最高点有所回落.....	3
图 2： 中欧航线运价指数较最高点有所回落.....	3
图 3： 中国塑料价格指数持续回落.....	3
图 4： 钢材综合价格指数仍处于下降趋势.....	3
图 5： 铝材价格指数上涨趋缓.....	4
图 6： 铜材价格指数上涨趋缓.....	4
图 7： 美国 11 月重要节点在线零售额维持较高水平.....	4
图 8： NRF 预计 11-12 月全美零售额增速 8.5%-10.5%.....	4

## 1、行业重要信息：原材料价格回落延续，海外消费表现较强韧性

### 1.1、海运和原材料端：运价短期回弹，原材料价格延续回落趋势

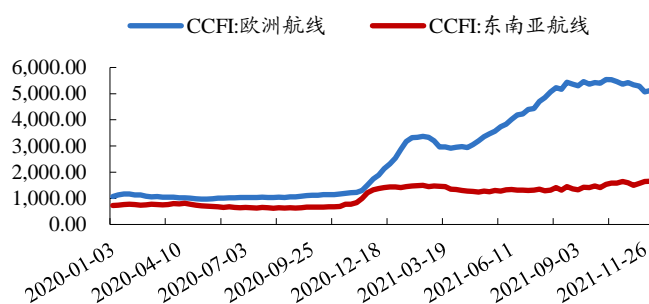
**海运端：**中国出口集装箱运价指数显示，2021W48 美东航线/美西航线/中欧航线运价指数分别为 2513.66/2340.73/5121.53，环比分别+2.72pcts/+2.08pcts/+1.16pcts，虽短暂回升，但较最高点仍分别-6.48%/-1.7%/-7.55%，仍看好后期海运淡季来临下需求与运力矛盾逐步缓解，预计海运运价将在 2022 年春节过后进一步下探。

图1：中美航线运价指数较最高点有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：中欧航线运价指数较最高点有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

**原材料端：“保供稳价”政策效果逐步显现，塑料、钢、铝、铜价格指数回落持续：**

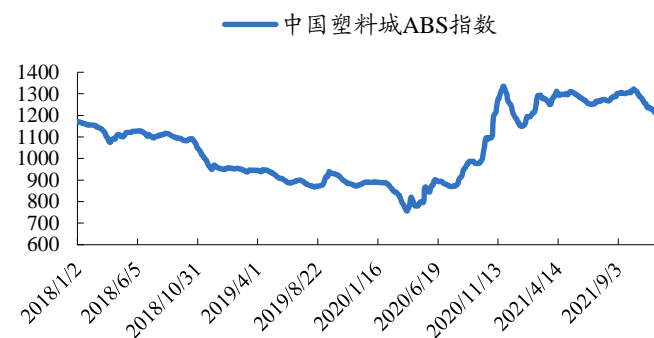
(1) 12月3日中国塑料城ABS指数为1209.39，较11月26日下降1.56%，较2020年同期下降7.04%，较2021年最高点下降8.57%。

(2) 12月3日钢材综合价格指数为132.37，较11月26日下降0.94%，较2020年同期上涨16.09%，较2021年最高点下降16.80%。

(3) 11月26日铝材价格指数为130.24，较11月19日下降1.85%，较2020年同期上涨29.21%，较2021年最高点下降4.54%。

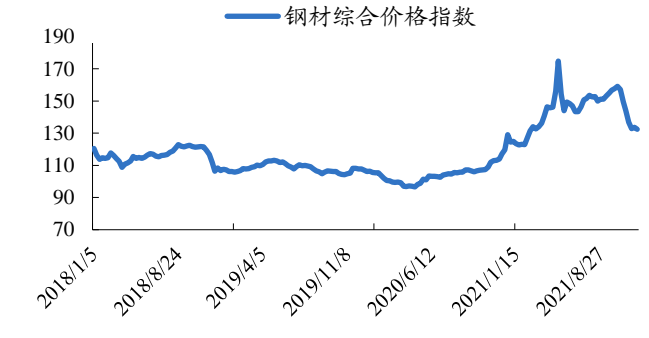
(4) 11月26日铜材价格指数为104.16，较11月19日下降1.71%，较2020年同期上涨16.44%，较2021年最高点下降5.02%。

图3：中国塑料价格指数持续回落

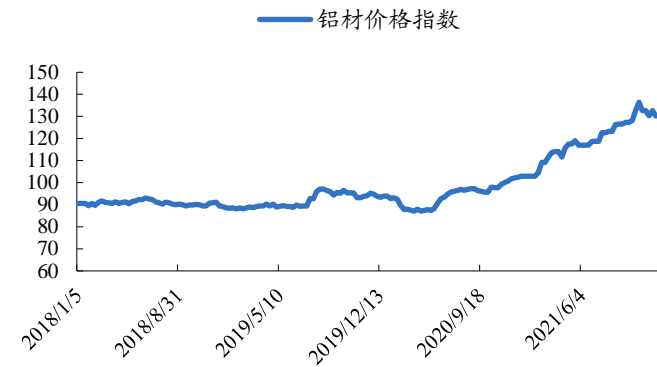


数据来源：Wind、开源证券研究所

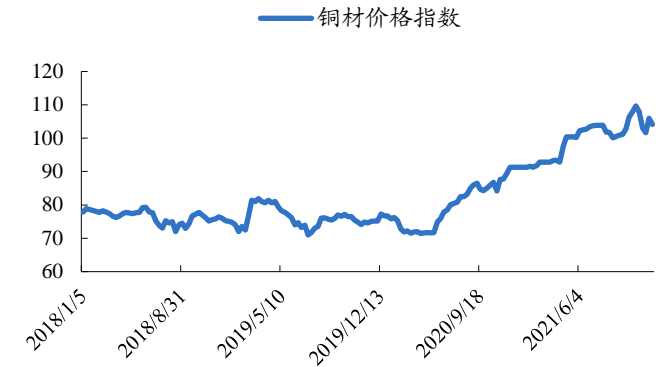
图4：钢材综合价格指数仍处于下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：铝材价格指数上涨趋缓**


数据来源：Wind、开源证券研究所

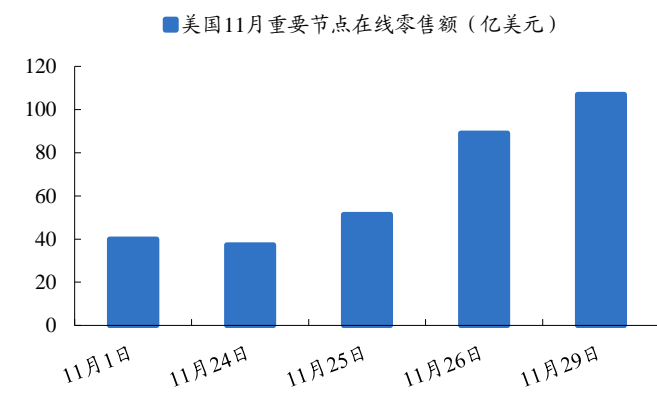
**图6：铜材价格指数上涨趋缓**


数据来源：Wind、开源证券研究所

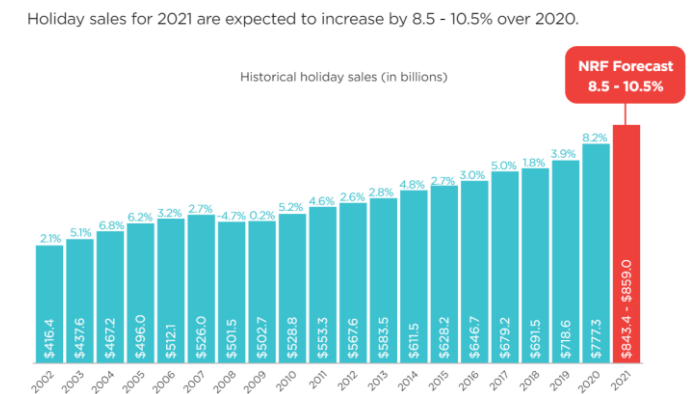
## 1.2、海外需求端：11月购物节落幕，终端消费需求展现较强韧性

Adobe Analytics 的统计数据显示，线上方面，2021 年网络星期一/感恩节/黑色星期五大促日当天美国线上销售额分别为 107 亿美元/51 亿美元/89 亿美元，同比分别约 -1.4%/-1.11%/基本持平。线下方面，根据 Sensormatic 监测数据显示，2021 年黑五线下零售商店的客流量较 2019 年同期下降 28.3%，但较 2020 年同期上升 47.5%，线下客流有所恢复，或系供应链紧张拉长线上购物物流运输周期。

9 月 6 日，美国宣布终止疫情失业补助政策，市场普遍担忧疫情补助退出将导致终端消费需求快速下滑。但从 11 月购物节整体表现来看，供应链紧张下线上销售额并未出现大幅下滑，我们认为美国消费需求展现较强韧性：（1）购物节当日销售额下滑主要系 2020 年线上高基数所致以及 2021 年消费者提前购物所致，拉长周期来看线下消费仍较为强劲，11.1-29 美国在线销售额约 1098 亿美元，同比增长约 11.9%。Adobe 预计 2021M11-M12 美国线上整体销售额将达 2007 亿美元（+10%），NRF 预计 2021M11-M12 美国线上零售额将达到 2183-2262 亿美元（+11%-15%）。（2）考虑到 2021 购物节期间线上销售额较 2020 年同比持平、线下客流回暖，我们预计海外整体消费仍将保持增长，NRF 预计 2021M11-M12 全美零售额达到 8434-8590 亿美元（+8.5%-10.5%）。

**图7：美国 11 月重要节点在线零售额维持较高水平**


数据来源：Adobe analytics、开源证券研究所

**图8：NRF 预计 11-12 月全美零售额增速 8.5%-10.5%**


资料来源：NRF（注：holiday 区间为 11-12 月）

### 1.3、行业周数据：建议关注白电结构性增长，仍看好低渗透品类增长

#### ◆ 白电：维持相对稳健增长，建议关注行业结构性增长

根据奥维云网全渠道监测数据，2021W48 白电销售额有所波动，但拉长周期来看 Q4 累计数据仍保持相对稳健增长。(1) 2021W48 空调整体销售额约 7.20 亿元 (-31.70%)，2021Q4 累计销售额约 163.36 亿元 (-0.96%)。(2) 2021W48 洗衣机整体销售额约 8.50 亿元 (-23.76%)，2021Q4 累计销售额约 192.04 亿元 (+4.30%)。(3) 2021W48 冰箱整体销售额约 54.42 亿元 (-14.83%)，2021Q4 累计销售额 203.97 亿元 (+8.56%)。成本压力及产品高端化趋势下空调、洗衣机、冰箱产品价格继续走高，2021W48 空调、洗衣机、冰箱产品均价同比分别+10.21%/+16.22%/+22.34%。

**整体保持相对稳健增长，建议关注结构性增长。**(1) 空调价格结构改善明显，线上 2300-3499 价位段销量占比提升明显，2021W48 占比 40.56%，同比+15.24pcts，2021W48 年累计占比 40.83%，同比+19.53pcts。(2) 洗衣机市场洗烘一体机逐渐成为新的增长中枢，2021W48 洗烘一体机线上销量/销额占比分别为 15.45%/33.86%，同比分别+4.18pcts/+5.29pcts，2021W48 年累计销量/销额占比分别为 15.93%/34.71%，同比分别+2.22pcts/+3.76pcts。(3) 冰箱线上市场保持以十字、对开为增长主旋律。2021W48 对开、十字门销量/销额合计占比分别为 38.42%/56.88%，同比分别+6.34pcts/+4.62pcts，2021W48 年累计销量/销额合计占比分别为 35.83%/57.56%，同比分别+4.95pcts/+5.42pcts。

#### ◆ 集成灶：产品结构性升级继续推动均价上行

根据奥维云网数据，2021W48 集成灶线上/线下零售额分别同比-40.02%/+47.55%，线上/线下零售量分别同比 -48.30%/+31.91%，线上/线下产品均价分别同比 +16.02%/+12.39%。2021Q4 线上/线下累计零售额分别同比+40.69%/+35.73%，线上/线下累计零售量分别同比+11.64%/+17.10%。产品结构性升级驱动均价处于上行通道，行业延续较高景气度。

此外，奥维云网数据显示，10000-10999 为主销价位段且保持较好增长。2021W48 线上销量/销额占比分别为 5.01%/8.03%，同比分别+1.91pcts/+2.12pcts，2021W48 线上年累计销量/销额占比分别为 14.38%/20.75%，同比分别+10.05pcts/13.27pcts。

#### ◆ 清洁电器：扫地机、洗地机继续领衔增长

根据奥维云网数据，2021W48 扫地机线上/线下销售额分别同比-13.94%/-4.93%，线上/线下零售量分别同比 -39.52%/-38.01%，线上/线下产品均价分别同比 +42.30%/+51.14%，产品升级迭代驱动扫地机产品均价上行明显。2021Q4 线上/线下累计零售额分别同比+36.35%/+3.33%，线上/线下累计零售量分别同比-16.11%/-37.12%，线上/线下产品均价分别同比+62.53%/+64.33%。

根据奥维云网数据，2021W48 洗地机线上/线下销售额分别同比 +325.87%/+394.90%，线上/线下零售量分别同比+293.43%/+333.33%，线上/线下产品均价分别同 +8.25%/+13.19%。2021Q4 线上/线下累计零售额分别同比 +176.87%/+466.31%，线上/线下累计零售量分别同比+170.58%/+413.77%。洗地机凭借低渗透率，强产品力，销售延续亮眼表现。

## 2、推荐组合及逻辑：成本和海外需求预期向好，建议关注出口

## 型和业绩改善型企业的投资机会

### 2.1、新兴小家电成长股组合：石头科技、安克创新、极米科技、新宝股份、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，继续推荐处于低渗透率、高成长性赛道的细分龙头石头科技、安克创新、极米科技、新宝股份、倍轻松、火星人、JS 环球生活、科沃斯。

**石头科技：**内销方面，高增长趋势延续，2021W48 阿里系扫地机/洗地机 GMV 分别达 378.18 万 (+90.13%)、56.33 万，Q4 内销有望超市场预期，实现 100% 以上增长。外销方面，公司黑五期间美亚同比增长约 10%，略低于预期，主系 2020 年高基数和消费回流线下影响，但好于行业整体水平；10-11 月经销商出货增长近 20%；考虑 2020 年低基数，外销 12 月增速有望迎来改善。**展望 2022 年**，海运紧张趋于缓解、价格趋于回落，看好 Q1 海外上新品，外销重回高增长；叠加内销趋势向好、持续超预期，公司整体业绩有望重回高增长。

**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。12 月 1 日，极米科技围绕投影核心品类不断做延展，联合哈曼克顿设计并推出新款无线音箱，搭配家用投影打造沉浸式影院体验。12 月 2 日，极米科技受邀参加澳门 BEYOND 国际科技创新博览会，提高了品牌曝光度，也表明了行业对公司科技创新能力的认可。

**新宝股份：**继续看好推新提价带动盈利提升。根据海外黑五期间市场表现，在 2020 年高基数下 2021 年线上零售额同比略有下滑，且存在销售回流线下现象，我们预计全渠道消费仍有增长，海外需求稳定，或利好海外出口占比较大的新宝股份。国内摩飞品类外延成效显著，未来将继续拓宽环境健康、清洁电器领域产品线，预计高客单价品类将提振公司业绩。考虑到 2022 年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：**线下购物中心店拓展计划稳步推进，继续看好强产品力支撑下份额提升。线下购物中心门店拓展稳步进行，11 月 27 日倍轻松生活馆落地沈阳 K11 购物艺术中心，12 月 3 日，倍轻松深圳前海湾万象城店正式开业，预计未来高毛利线下购物中心门店的拓展将对公司盈利形成有利支撑。此外，公司电商销售趋势良好，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。继续看好后期产品线补齐、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。根据奥维数据，2021W48 火星人线上集成灶市场零售额/零售量/均价同比分别-2.88%/-16.33%/+16.08%。短期零售额/零售量虽同比下降，但火星人的市场份额稳固，2021W48 火星人线上集成灶市场零售额/零售额市场份额分别为 18.79%/11.71%，同比分别+7.18pcts/4.48pcts。同时拉长周期看 Q4 增长，2021Q4 线上累计零售额/零售量同比分别+47.35%/+31.88%，维持高速增长，累计零售额/零售量市场份额分别为 24.71%/20.76%，环比 2021Q3 分

别+0.57pcts/+3.18pcts。

**JS 环球生活：扩品类增长逻辑得到进一步验证，2021 年下半年新品亚马逊渠道持续放量。**从各细分品类美国亚马逊 Best seller 榜单上看，电压力锅/Foodi 室内烤架由 11 月 28 日的第 7/13 上升至 12 月 5 日的第 6/6。空气净化器、咖啡机和冰淇淋机均稳定位列行业前列。此外根据美国亚马逊数据，Shark 品牌美亚维持较高增长，9/10/11 月 GMV 同比分别+5.31%/22.10%/41.31%，11 月维持高增长或系扫地机快速放量所致，根据至美通研究院，Shark IQ 扫地机成为大促期间热卖产品。

**科沃斯：继续看好高景气赛道下双品牌高增长。**根据生意参谋数据，科沃斯品牌扫地机器人 2021W48 阿里系 GMV 达 1226.84 万 (+35.21%)，添可品牌洗地机 2021W48 阿里系 GMV 达 755.24 万 (+182.57%)。海外方面，FLOOR ONE S5 作为添可 FLOOR ONR 系列海外最新发布的产品，S5 PRO 荣获 2022 年 CES 智能家电品类创新大奖，再次展现了添可强大的研发创新能力。

**安克创新：数码充电领域领导者地位确定，美亚维持较高增长。**11 月 29 日，Euromonitor 调研数据显示，按 2020 年零售额口径，Anker 成为全球第一的数码充电品牌（数码充电品牌定义为 75%以上零售业绩都是数码充电设备贡献的品牌）。美亚数据显示 Anker 充电品类（充电头、移动电源）市场份额维持 20%以上，位列美亚渠道第一，9/10/11 月 Anker 充电品类 GMV 同比分别+30.13%/36.27%/24.99%，维持较高增长。

## 2.2、白电龙头组合：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：**国内市场，根据奥维云网数据，2021W48 空调全渠道销售额/销售量/均价同比分别-17.48%/-25.43%/+10.67%；2021W48 冰箱全渠道销售额/销售量/均价同比分别-18.53%/-33.53%/+22.56%；2021W48 洗衣机全渠道销售额/销售量/均价同比分别-20.75%/-24.01%/+4.28%。2021W48 空调/冰箱/洗衣机线上零售额市占率同比分别+4.78pcts/-0.25pcts/+3.04pcts。白电行业需求较为疲软的背景下，公司整体表现优于大盘。海外市场，海尔智家旗下 AQUA 在 9 月和 10 月位居日本冷柜市场份额第一。11 月 16 日，在西班牙国际空调、暖通及制冷(C&R)展上，海尔空调携全屋智慧空气及热水解决方案亮相，展示全球化创牌成果，有望进一步打开海外市场空间。

**美的集团：**根据奥维云网数据，2021W48 空调全渠道销售额/销售量/均价同比分别-36.59%/-42.53%/+10.33%；2021W48 冰箱全渠道销售额/销售量/均价同比分别-25.65%/-31.69%/+8.83%；2021W48 洗衣机全渠道销售额/销售量/均价同比分别-45.79%/-45.95%/-0.30%。11 月 29 日美的集团投资者关系活动记录公告显示，美的发布新一代美的智慧家全屋智能解决方案，计划 2022 年在线下打造 100 家智慧生活体验标杆门店，此外美的进一步深化与华为鸿蒙的合作，目前已完成全品类 200+SKU 覆盖，预计 400 万+台投产计划。12 月 1 日美的集团宣布与中远海运集团签署了战略合作协议，预计未来能够带来稳定的运价舱位契约关系，在全球供应链紧张的情况下保持较高运输效率。

**格力电器：**公司在 11 月 16 日公告将受让盾安精工所持有盾安环境的 29.48%股

权，同时，拟以现金方式认购盾安环境向特定对象非公开发行的 1.39 亿股股票。本次股份转让完成后，盾安环境将成为公司的控股子公司，公司将持有盾安环境 38.78% 股权，目前公司已研发光伏建筑一体化技术，已有光伏储直流空调系统、工商业储能布局。我们认为，公司将夯实全产业链的工业体系，同时进军上游新能源热管理业务，带动旗下新能源业务协同发展。市场表现方面，根据奥维云网数据，2021W48 空调全渠道销售额/销售量/均价同比分别-21.41%/-21.09%/-0.4%，2021Q4 累计销售额/销售量/均价同比分别+1.24%/-6.29%/+8.04%。

### 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