

苏泊尔 (002032.SZ)

2022 年 09 月 03 日

2022Q2 外销短期承压，盈利能力持续改善

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

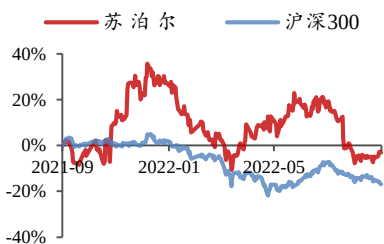
陆帅坤（联系人）

lushuaikun@kysec.cn

证书编号：S0790121060033

日期	2022/9/2
当前股价(元)	45.80
一年最高最低(元)	68.68/42.18
总市值(亿元)	370.36
流通市值(亿元)	369.51
总股本(亿股)	8.09
流通股本(亿股)	8.07
近 3 个月换手率(%)	15.79

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《海外需求扰动致外销短期承压，盈利能力同比改善——公司信息更新报告》-2022.7.21

《2022Q1 内销增长稳健，看好渠道改革加速盈利修复——公司信息更新报告》-2022.4.29

《渠道改革+品类扩张成效显著，看好盈利边际修复——公司信息更新报告》-2022.4.2

● 2022Q2 外销短期承压，盈利能力改善，长期竞争力稳固，维持“买入”评级

2022H1 公司实现营收 103.24 亿元 (-1.05%)，归母净利润 9.33 亿元 (+7.77%)。其中 2022Q2 实现营收 47.12 亿元 (-11.05%)，归母净利润 3.95 亿元 (+9.39%)，扣非归母净利润 3.82 亿元 (-2.45%)，非经常性损益主要来自于政府补助。海外市场需求疲弱致公司外销短暂承压，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 21.63/24.98/28.63 亿元（原值为 22.09/25.64/29.61 亿元），对应 EPS 为 2.68/3.09/3.54 元，当前股价对应 PE 为 17.2/14.9/13.0 倍，考虑到内销扩品类/渠道下成长性仍存，直营化改革有望支撑盈利提升，维持“买入”评级。

● 2022Q2 外销受海外需求减弱影响承压明显，内销多品类发展下维持稳定

分品类看，2022H1 炊具及用具/烹饪电器/食物料理电器/其他家用电器营收同比分别-0.39%/+0.1%/-12.1%/+11.45%。食物料理电器受行业需求影响同比较大幅度下滑，其他家用电器实现稳健增长或系大家电以及清洁电器拉动所致。奥维云网数据显示，2022H1 公司集成灶、油烟机、消毒柜、清洁电器线上零售额同比分别+362%/+11%/+15%/+20%。分区域看，2022H1 公司内销/外销营收同比分别+6.28%/-16.12%，预计 2022Q2 内销同比持平，系 4-5 月份疫情影响出货。预计 2022Q2 外销同比下滑 30%左右，系海外需求下降致 SEB 大客户补库意愿减弱。

● 外销调价落地叠加内销直营化改革，2022Q2 公司毛利率修复明显

2022H1 毛利率 25.7%，同口径下同比+2.95pct，毛利率提升主系渠道转型以及高毛利内销占比提升所致。费用端，同口径下 2022H1 销售/管理/研发/财务费用同比分别+2.19pct/-0.22pct/+0.04pct/-0.35pct，销售费用提升主系加大营销推广力度。综合影响下 2022Q2 公司净利率 8.4% (+1.6pct)，盈利能力修复明显。展望后续，随着外销度过高基数效应以及海外去库存压力缓解，我们预计 2022 年下半年公司外销增长压力有望得到缓解。内销方面，伴随线上渠道直营化改革推进，继续看好内销平稳增长以及渠道转型带动毛利率提升，叠加外销提价，看好盈利修复。

● 风险提示：海外需求持续疲弱；SEB 订单转移海外；原材料价格上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,597	21,585	22,812	25,099	27,559
YOY(%)	-6.3	16.1	5.7	10.0	9.8
归母净利润(百万元)	1,846	1,944	2,163	2,498	2,863
YOY(%)	-3.8	5.3	11.3	15.5	14.6
毛利率(%)	26.4	23.0	25.4	25.7	26.0
净利率(%)	9.9	9.0	9.5	9.9	10.4
ROE(%)	25.5	25.3	26.2	25.9	25.3
EPS(摊薄/元)	2.28	2.40	2.68	3.09	3.54
P/E(倍)	20.1	19.1	17.2	14.9	13.0
P/B(倍)	5.2	4.9	4.5	3.9	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022Q2 外销受海外需求减弱影响承压明显，内销维持相对稳定	3
2、 受益费用管控强化及渠道转型，2022Q2 盈利能力边际修复	4
3、 渠道改革+品类扩张先行，短期盈利修复确定性较强，长期具备 α 成长	5
3.1、 外销重新定价+线上直营化+所得税优惠重新复评，短期盈利修复确定性较强	5
3.2、 抖音渠道步入收获期，多元化品类矩阵完善，长期成长性仍存	6
3.3、 发布限制性股票激励计划草案，考核目标相对中性，激励对价较低有望充分调动员工积极性	6
4、 盈利预测与投资建议	7
5、 风险提示	7
附：财务预测摘要	8

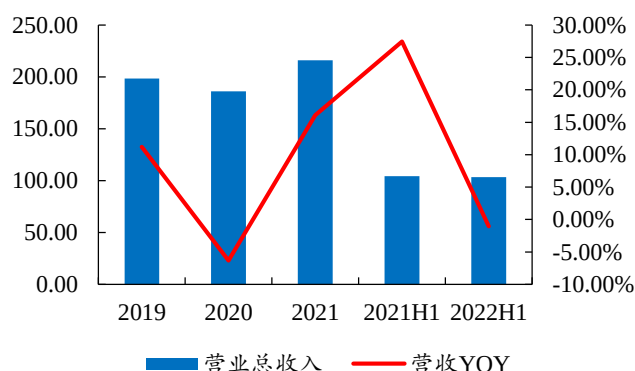
图表目录

图 1： 2022H1 公司实现营收 103.24 亿元（-1.05%）	3
图 2： 2022H1 扣非归母净利润 9.09 亿元（+5.69%）	3
图 3： 2022Q2 实现营收 47.12 亿元（-11.05%）	3
图 4： 2022Q2 实现扣非归母净利润 3.82 亿元（-2.51%）	3
图 5： 2022H1 公司扣非后净利率 8.81%（+0.56pct）	4
图 6： 2022Q2 公司扣非后净利率 8.1%（+0.71pct）	4
图 7： 2022H1 公司期间费用率 13.76%（-1.55pct），同口径下预计同比+1.65pct	4
图 8： 2022Q2 公司期间费用率 15.04%（-0.97pct），主系财务费用率及管理费用率同比下降	4
图 9： 2021 年公司直销毛利率约 40%，显著高于分销及出口代工业务	5
图 10： 生活电器、厨卫大电京东渠道零售额占比稳步提升，整体发展均衡	6

1、2022Q2 外销受海外需求减弱影响承压明显，内销维持相对稳定

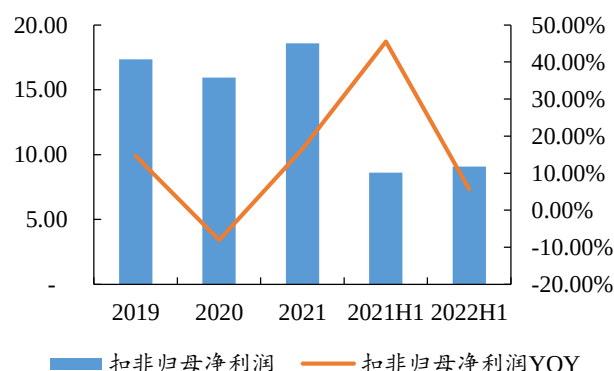
2022H1 公司实现营收 103.24 亿元 (-1.05%)，归母净利润 9.33 亿元 (+7.77%)，扣非归母净利润 9.09 亿元 (+5.69%)。分季度来看，2022Q2 公司实现营收 47.12 亿元 (-11.05%)，归母净利润 3.95 亿元 (+9.39%)，扣非归母净利润 3.82 亿元 (-2.51%)，非经常性损益主要来自于政府补助。2022Q2 外销受欧洲市场需求疲软影响承压明显，拖累二季度收入增长，整体宏观经济下行周期中公司通过加强内部降本增效、渠道转型以及销售结构优化下实现利润端的同比正增长。

图1：2022H1 公司实现营收 103.24 亿元 (-1.05%)



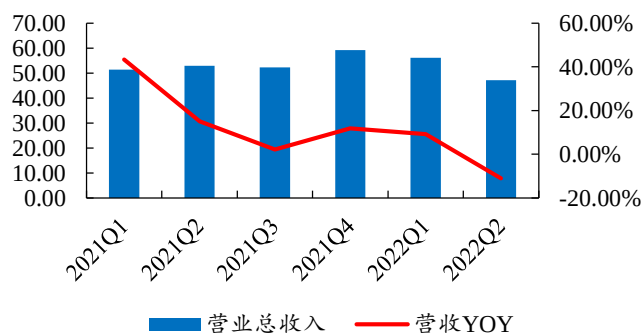
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022H1 扣非归母净利润 9.09 亿元 (+5.69%)



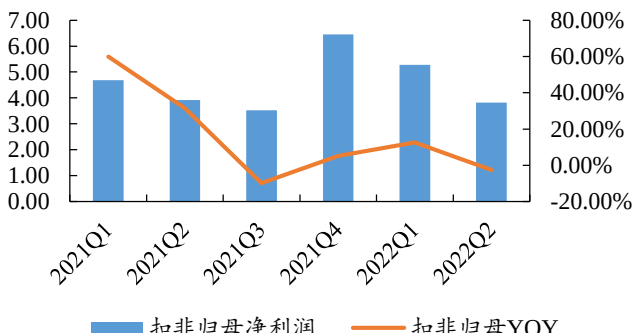
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022Q2 实现营收 47.12 亿元 (-11.05%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q2 实现扣非归母净利润 3.82 亿元 (-2.51%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

收入按品类拆分：2022H1 公司炊具及用具/烹饪电器/食物料理电器/其他家用电器分别实现营收 30.67/45.89/15.68/11.0 亿元，同比分别-0.39%/+0.1%/-12.1%/+11.45%。食物料理电器受行业需求影响同比较大幅度下滑，其他家用电器实现稳健增长或主要系大家电以及清洁电器拉动所致。奥维云网数据显示，2022H1 公司集成灶、油烟机、消毒柜、清洁电器线上零售额同比分别+362%、+11%、+15%、+20%。

收入按区域拆分：2022H1 公司内销/外销分别实现营收 74.57/28.67 亿元，同比分别+6.28%/-16.12%。单季度来看预计 2022Q2 内销同比持平，主要系 4-5 月份疫情影响下整体销售承压明显。外销方面预计 2022Q2 同比下滑 30%左右，主要系海外需求下降致 SEB 大客户补库意愿减弱。2022H1 期末公司合同负债 4.7 亿元，较 2021

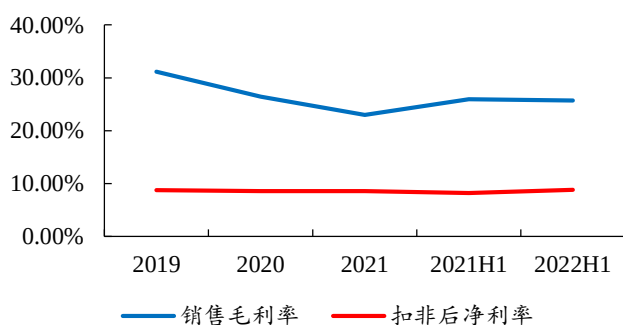
年年末减少 47%，反映终端需求相对疲软。

2、受益费用管控强化及渠道转型，2022Q2 盈利能力边际修复

(1) 盈利能力：渠道转型及销售结构优化带动毛利率修复，叠加降本增效业绩拐点显现。2022H1 公司整体毛利率为 25.7%(-0.25pct)，同口径下毛利率同比+2.95pct，单季度来看 2022Q2 毛利率 26.11% (+0.68pct)，毛利率提升得益于公司渠道转型以及高毛利内销占比提升所致。**进一步按区域拆分毛利率**，2022H1 内销/外销毛利率分别为 29.35%/16.22%，同比分别-2.35pct/+2.06pct，同口径下预期内销毛利率同比提升，外销与大客户 SEB 重新定价带动毛利率修复。

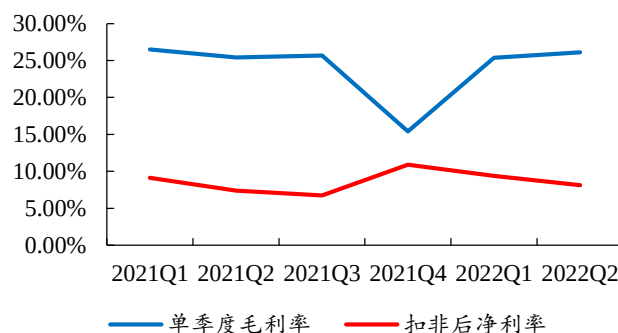
2022H1 公司净利率为 9.04% (+0.74pct)，扣非后净利率 8.81% (+0.56pct)。其中 2022Q2 净利率为 8.38% (+1.56pct)，扣非后净利率 8.1% (+0.71pct)。得益于公司强化费用管控以及毛利率提升，2022Q2 盈利能力同比改善明显。

图5：2022H1 公司扣非后净利率 8.81% (+0.56pct)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

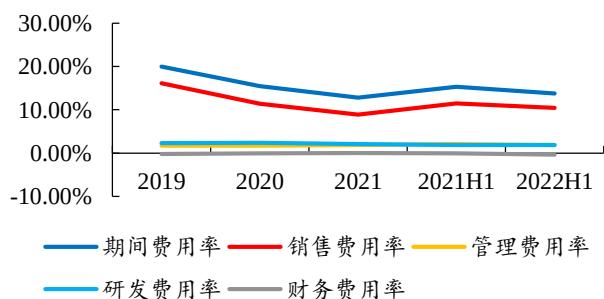
图6：2022Q2 公司扣非后净利率 8.1% (+0.71pct)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

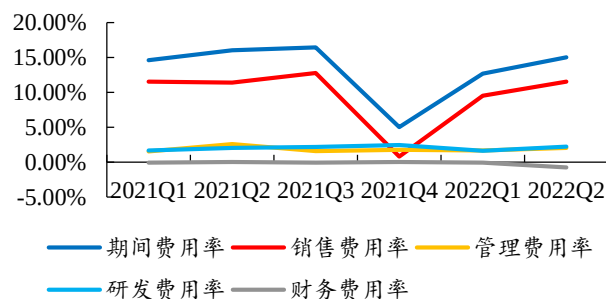
(2) 费用端：内部降本增效稳定费用率，市场促销投放增加致同口径下销售费用增长。2022H1 公司期间费用率 13.76% (-1.55pct)，销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别为 10.45%/1.83%/1.88%/-0.4%，同比分别-1.01pct/-0.22pct/+0.04pct/-0.35pct。同口径下销售费用率同比+2.19pct，期间费用率同比+1.65pct。**分季度来看**，2022Q2 公司期间费用率 15.04% (-0.97pct)，销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.15pct/-0.55pct/+0.18pct/-0.75pct。同口径下预计销售费用率同比提升较大幅度，财务费用率下降主要系银行存款利息收入及汇兑收益增加共同所致，内部加强费用管控措施下管理费用率有所下滑

图7：2022H1 公司期间费用率 13.76% (-1.55pct)，同口径下预计同比+1.65pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2022Q2 公司期间费用率 15.04% (-0.97pct)，主系财务费用率及管理费用率同比下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3) 营运能力：经营性现金流改善明显，存货及应收账款周转效率处于相对健康水平。2022H1 公司经营性现金流净额 13.09 亿元（+335.66%），主要系报告期内支付其他与经营活动有关的现金以及购买商品支付的现金减少所致；投资活动现金流净额 8.83 亿元（+149.29%），主要系理财产品收回的现金增加所致。2022H1 公司存货 22.8 亿元，较 2021 年年末减少 26.36%，主要系报告期内公司合理控制存货库存所致，存货周转天数 63 天，同比增加 12 天。2022H1 应收账款 21.51 亿元，较 2021 年年末减少 20.82%，应收账款周转天数 42 天，维持相对稳定，公司整体周转效率保持在相对健康水平。

3、渠道改革+品类扩张先行，短期盈利修复确定性较强，长期具备 α 成长

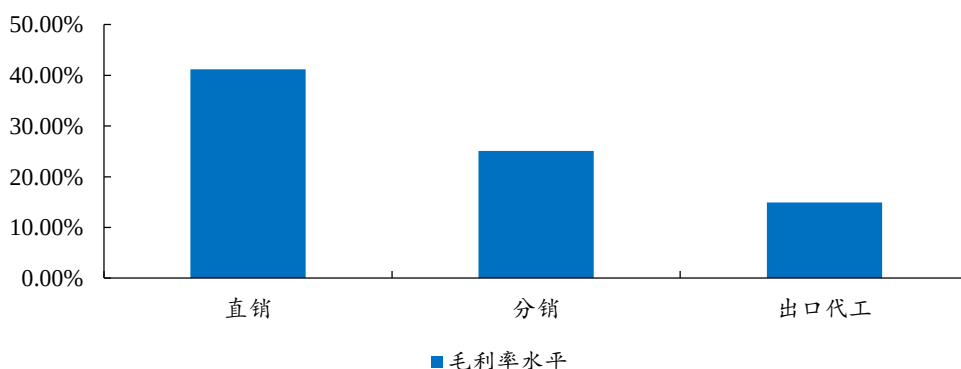
3.1、外销重新定价+线上直营化+所得税优惠重新复评，短期盈利修复确定性较强

外销重新定价、线上直营化、所得税优惠重新复评等因素利好盈利持续提升。

(1) 外销重新定价支撑毛利恢复。公司与 SEB 关联交易一般在年初签订合约时约定毛利率水平为 18%，2021 年原材料大幅上涨的背景下，外销毛利率受损较大。2022 年年初公司与 SEB 重新签订合约，按照年初原材料成本外销毛利率将重回 18%。SEB 关联交易占公司外销收入 90%，定价调整相对可控，预计外销毛利率恢复确定性较高。

(2) 内销直营化释放渠道利润。公司 2020 年开始线上直营化改革，先后收回天猫、京东 POP 电器官方旗舰店，2021 年炊具官方旗舰店收回直营。2021 年公司直销毛利率水平约 40%，显著高于分销和外销业务。假定直销和分销费用投放出产出比相同，不考虑各项销售返利测算渠道毛利率、利润率分别约 12.9%、6.6%。收回直营后渠道利润重新分配至公司，预计直营比例提升将较大程度拉升利润率。2021 年公司直营收入占总营收比例约 8.5%（+6.3pct），预计后续直营占比将继续提升。

图9：2021 年公司直销毛利率约 40%，显著高于分销及出口代工业务



数据来源：公司公告、开源证券研究所

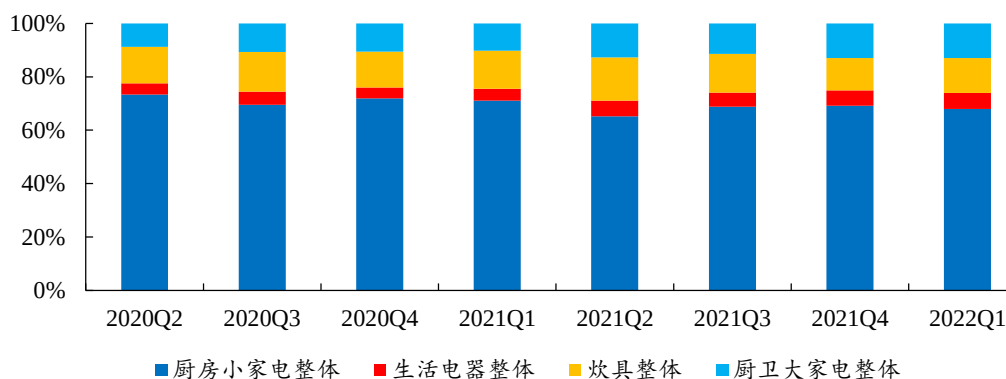
(3) 高新技术企业重新复评，税率有望下降。2020 年底公司高新技术企业资质到期，不再享受所得税优惠背景下 2021 年、2022Q1 和 2022Q2 所得税占营收比例同比分别+0.14pct、+0.63pct、+0.73pct。高新技术企业每三年重新复评一次，若后续高新技术企业重新复评认证通过，税率有望回到 16%左右，带动利润率边际修复。

3.2、抖音渠道步入收获期，多元化品类矩阵完善，长期成长性仍存

抖音渠道步入收获期，达到盈亏平衡点后有更多资源投入发展扩大规模，提价后利润率有望改善。2021 年公司率先发力抖音渠道，预计当前抖音占公司线上比重约 5%，并且逐步达到盈亏平衡。随着店铺自然流量的积累，在抖音渠道 ROI 以及毛利率提升的背景下，预计抖音渠道利润率仍有较大提升空间。

多元化品类矩阵布局完善，生活电器、厨卫大电销售占比提升。一级行业角度上看，公司在巩固厨房小家电和炊具市场地位的同时，京东渠道生活电器和厨卫大电零售额占比分别由 2020Q2 的 4%、8%提升至 2022Q1 的 6%、12%，整体发展更为均衡。细分品类上看，生活电器方面切入洗地机领域，厨卫大电方面切入集成灶领域，获得较好发展，2022Q1 洗地机零售额占生活电器比例上升至 5%，集成灶零售额占厨卫大电比例上升至 12%。

图10：生活电器、厨卫大电京东渠道零售额占比稳步提升，整体发展均衡



数据来源：京东旗舰店、开源证券研究所

展望后续，伴随竞争格局优化，预计渠道改革红利仍将较好巩固厨房小家电和炊具行业地位，关注厨卫大电以及生活电器领域发展，特别是洗地机、集成灶等高成长品类带来新一轮成长周期。公司积极布局油烟机、燃气灶、集成灶、吸尘器、洗地机等大单品领域，主要针对低价位段市场布局，低价策略快速抢占市场份额。2022M7 公司洗地机、集成灶线上零售额份额分别达 2.34%、1.69%。2022 年 1-6 月公司集成灶、油烟机、消毒柜、清洁电器线上零售额同比分别+362%、+11%、+15%、+20%，多品类发展稳健。

3.3、发布限制性股票激励计划草案，考核目标相对中性，激励对价较低有望充分调动员工积极性

2022 年 8 月 30 日公司发布限制性股票激励计划（草案），拟向 290 人共计授予 133.25 万股，占股本总数的 0.17%。公司拟以每股 1 元的价格授予激励对象，较低的激励对价有望充分调动员工积极性，稳定团队。本次激励对象涵盖：（1）总经理张国华获授比例占限售股比例为 6.15%，张国华先生自 2021 年上任以来积极推进线上渠道改革，带动公司整体竞争力提升，本次激励有望将其与公司利益绑定，实现互赢。（2）徐波及叶继德两位高管以及 287 名核心骨干人员。本次激励考核目标为 2022-2023 年净利润同比增速分别达到 5%，激励目标相对中性，可实现性相对较强。预计本次激励计划 2022-2025 年摊销费用分别为 613.92/2455.69/2087.33/736.71 亿元。

4、盈利预测与投资建议

2022H1 公司实现营收 103.24 亿元 (-1.05%)，归母净利润 9.33 亿元 (+7.77%)。其中 2022Q2 实现营收 47.12 亿元 (-11.05%)，归母净利润 3.95 亿元 (+9.39%)，扣非归母净利润 3.82 亿元 (-2.45%)，非经常性损益主要来自于政府补助。海外市场需求疲弱致公司外销短暂承压，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 21.63/24.98/28.63 亿元（原值为 22.09/25.64/29.61 亿元），对应 EPS 为 2.68/3.09/3.54 元，当前股价对应 PE 为 17.2/14.9/13.0 倍，考虑到内销扩品类/渠道下成长性仍存，直营化改革有望支撑盈利提升，维持“买入”评级。

5、风险提示

海外需求持续疲弱；SEB 订单转移海外；原材料价格上涨等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10117	11159	10908	13863	14728
现金	1720	2654	3102	4202	5672
应收票据及应收账款	2473	2772	2772	3327	3369
其他应收款	40	12	43	18	49
预付账款	179	385	212	445	276
存货	2409	3097	2541	3632	3123
其他流动资产	3295	2239	2239	2239	2239
非流动资产	2355	2741	2713	2726	2734
长期投资	64	66	70	73	76
固定资产	1229	1292	1242	1240	1239
无形资产	462	452	472	482	485
其他非流动资产	600	931	930	931	934
资产总计	12472	13899	13620	16590	17462
流动负债	5067	6069	5191	6792	6008
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	3252	4270	3432	5002	4227
其他流动负债	1814	1799	1759	1790	1780
非流动负债	169	172	172	172	172
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	169	172	172	172	172
负债合计	5235	6241	5363	6964	6180
少数股东权益	36	36	32	28	23
股本	821	809	809	809	809
资本公积	227	123	123	123	123
留存收益	6604	6809	7647	8547	9528
归属母公司股东权益	7201	7623	8225	9598	11259
负债和股东权益	12472	13899	13620	16590	17462

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2077	2050	2075	2331	2748
净利润	1843	1941	2160	2494	2858
折旧摊销	132	151	145	156	170
财务费用	-9	-6	4	24	-14
投资损失	-64	-91	-74	-76	-80
营运资金变动	120	133	-150	-254	-179
其他经营现金流	55	-78	-10	-12	-7
投资活动现金流	-151	339	-33	-81	-90
资本支出	280	228	113	166	175
长期投资	0	0	-4	-3	-3
其他投资现金流	129	568	84	89	88
筹资活动现金流	-1465	-1594	-1594	-1150	-1187
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	-12	0	0	0
资本公积增加	32	-104	0	0	0
其他筹资现金流	-1497	-1478	-1594	-1150	-1187
现金净增加额	422	788	448	1100	1470

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18597	21585	22812	25099	27559
营业成本	13683	16622	17018	18636	20394
营业税金及附加	103	93	123	128	136
营业费用	2124	1910	2395	2535	2701
管理费用	318	401	411	452	496
研发费用	442	450	479	552	606
财务费用	-9	-6	4	24	-14
资产减值损失	-16	-14	-17	-18	-20
其他收益	204	203	191	199	180
公允价值变动收益	27	0	11	13	8
投资净收益	64	91	74	76	80
资产处置收益	-1	-0	-1	-1	-0
营业利润	2197	2385	2641	3042	3488
营业外收入	19	14	12	15	14
营业外支出	15	13	19	16	16
利润总额	2200	2386	2634	3042	3486
所得税	358	444	474	547	627
净利润	1843	1941	2160	2494	2858
少数股东损益	-4	-3	-3	-4	-5
归属母公司净利润	1846	1944	2163	2498	2863
EBITDA	2281	2457	2704	3099	3519
EPS(元)	2.28	2.40	2.68	3.09	3.54

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-6.3	16.1	5.7	10.0	9.8
营业利润(%)	-4.3	8.6	10.7	15.2	14.6
归属于母公司净利润(%)	-3.8	5.3	11.3	15.5	14.6
获利能力					
毛利率(%)	26.4	23.0	25.4	25.7	26.0
净利率(%)	9.9	9.0	9.5	9.9	10.4
ROE(%)	25.5	25.3	26.2	25.9	25.3
ROIC(%)	33.7	39.5	43.0	46.9	51.5
偿债能力					
资产负债率(%)	42.0	44.9	39.4	42.0	35.4
净负债比率(%)	-23.3	-34.2	-37.5	-43.6	-50.3
流动比率	2.0	1.8	2.1	2.0	2.5
速动比率	0.9	0.9	1.2	1.1	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.6	1.7	1.7	1.6
应收账款周转率	9.2	8.7	8.7	8.7	8.7
应付账款周转率	4.4	4.7	4.7	4.7	4.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.28	2.40	2.68	3.09	3.54
每股经营现金流(最新摊薄)	2.57	2.53	2.57	2.88	3.40
每股净资产(最新摊薄)	8.90	9.43	10.17	11.87	13.92
估值比率					
P/E	20.1	19.1	17.2	14.9	13.0
P/B	5.2	4.9	4.5	3.9	3.3
EV/EBITDA	15.5	14.0	12.5	10.6	8.9

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