

浙江美大 (002677.SZ) 换届有望注入新鲜血液，渠道营销端或迎突破机遇

2023 年 02 月 15 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

陆帅坤（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

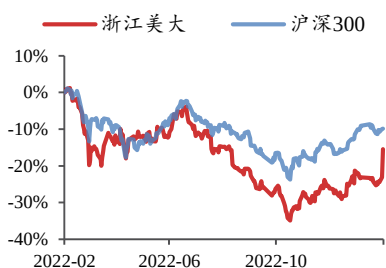
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2023/2/14
当前股价(元)	13.06
一年最高最低(元)	16.48/9.90
总市值(亿元)	84.37
流通市值(亿元)	56.22
总股本(亿股)	6.46
流通股本(亿股)	4.30
近 3 个月换手率(%)	47.21

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《疫情和地产影响下 Q3 业绩承压，净利率修复可期——公司信息更新报告》
-2022.10.26

《Q4 业绩符合预期，多元化营销渠道加速拓展——公司信息更新报告》
-2022.4.8

《2021Q4 线上份额提升，看好产品结构持续提升——公司信息更新报告》
-2022.2.28

● 发布董事会换届选举公告，管理层有望注入新鲜血液，维持“买入”评级

2023 年 2 月 13 日公司发布第五届董事会换届选举公告，提名王培飞等为公司第五届董事会非独立董事候选人，并计划对《公司章程》部分条款进行修订，包括聘请公司创始人作为名誉董事长。管理层注入新鲜血液有望开启公司新一轮成长。考虑到疫情扰动，我们下调公司 2022 年盈利预测，维持 2023-2024 年盈利预测不变，预计 2022-2024 年归母净利润 5.0/6.6/7.5 亿元（2022 年原值 5.7 亿元），对应 EPS 为 0.8/1.0/1.2 元（2022 年原值 0.9 元），当前股价对应 PE 为 16.9/12.7/11.2 倍，公司产品技术底蕴深厚、渠道经销商体系完善，维持“买入”评级不变。

● 集成灶行业老牌企业，掌握品类核心技术，经销商数量质量行业领先

从历史沿革看，公司于 2003 年发明集成灶产品，成为品类开创者与领军品牌。从核心技术看，公司已掌握集成灶核心技术工艺，拥有下排油烟技术等 160 多项知识产权。从经销商看，公司经销商渠道体系成熟，在数量和质量方面行业领先。2021 年末公司有 1900 多家经销商，2017-2021 年经销商平均提货额均在 100 万以上，高于火星人、亿田智能、帅丰电器。公司给经销商预留的获利空间较大，预计经销商毛利率在 40% 以上、净利率在 20% 以上，经销商稳定性较强。

● 营销投放改善与新渠道拓展空间广阔，有望打开新一轮成长空间

营销费用方面，2022H1 公司/火星人/亿田智能/帅丰电器销售费用率分别为 8.62%/22.37%/19.97%/11.56%，净利率分别为 27.67%/13.38%/18.22%/22.61%。我们预计 2023 年公司销售费用率将提升 2pcts，高举高打抢占市场份额。公司电商起步较晚，2022 年预计公司电商渠道收入占比达 15%。根据奥维云网，2022 年线上渠道销额市占率仅 8%，仍具有较大的拓展空间。公司 2018 年着手拓展线下 KA 渠道，根据奥维云网，公司 2022 年线下 KA 渠道销额市占率达 19%。新兴渠道方面公司布局稍晚，家装、下沉等新兴渠道拓展空间较大。随着原材料价格下降与公司产品结构优化逐步体现，2023 年毛利率有望迎来改善。

● 风险提示：原材料上涨风险；市场竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,771	2,164	1,952	2,343	2,765
YOY(%)	5.1	22.2	-9.8	20.0	18.0
归母净利润(百万元)	544	665	500	663	751
YOY(%)	18.2	22.3	-24.8	32.6	13.4
毛利率(%)	52.8	51.7	45.0	50.0	50.0
净利率(%)	30.7	30.7	25.6	28.3	27.2
ROE(%)	31.9	34.1	24.7	28.8	28.2
EPS(摊薄/元)	0.84	1.03	0.77	1.03	1.16
P/E(倍)	15.5	12.7	16.9	12.7	11.2
P/B(倍)	5.0	4.3	4.2	3.7	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司董事会迎来换届，看好注入新鲜血液打开经营思路.....	3
2、 公司技术底蕴深厚，经销商渠道体系实力雄厚.....	3
2.1、 技术：集成灶品类创始企业，技术底蕴深厚.....	3
2.2、 渠道：经销商体系成熟完善，数量与质量行业领先.....	4
3、 营销投放、新渠道开拓改善空间较大，有望开启新一轮成长曲线.....	4
3.1、 营销投放：公司销售费用率水平较低，2023 年预计至少提高 2pcts.....	4
3.2、 电商渠道：公司起步稍晚，市占率提升空间较大.....	5
3.3、 线下渠道：KA 渠道布局完善，新兴渠道拓展空间较大.....	6
3.4、 受产品结构影响 2022 年毛利率承压，2023 年多因素改善下毛利率有望提升.....	6
4、 盈利预测与投资建议.....	6
5、 风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

图表目录

图 1： 公司一站式厨房产品线完备.....	3
图 2： 公司核心技术领跑行业.....	3
图 3： 2021 年公司经销商数据显著高于可比公司.....	4
图 4： 2017-2019 年公司经销商平均提货额位于领先地位.....	4
图 5： 2020 年以来公司销售费用率低于可比公司.....	5
图 6： 2017 年以来公司净利率高于可比公司.....	5
表 1： 公司改变线上渠道运营方式后线上销额明显增长.....	5
表 2： 2022 年公司线上渠道销额市占率为 8.45%，与线下渠道相比有较大发展空间.....	5
表 3： 2022 年公司线下 KA 渠道销额市占率为 18.86%.....	6

1、公司董事会迎来换届，看好注入新鲜血液打开经营思路

公司于 2023 年 2 月 13 日召开第四届董事会第十四次会议，审议通过了《关于选举公司第五届董事会非独立董事的议案》、《关于选举公司第五届董事会独立董事的议案》与《关于修订〈公司章程〉的议案》等提案。

公告指出，公司第五届董事会由 9 名董事组成，其中非独立董事 6 名，独立董事 3 名。公司董事会同意提名王培飞、徐建龙、钟传良、徐红、张江平、许水良为公司第五届董事会非独立董事候选人；同意提名张美华、龚刚敏、朱加宁为公司第五届董事会独立董事候选人。

公司计划对《公司章程》部分条款进行修订，具体修订内容包括：**董事会聘请公司创始人为名誉董事长**。名誉董事长不属董事会成员，不承担亦不履行董事职责。名誉董事长列席董事会会议，并就公司重大经营和管理问题提出建议和质询。

我们认为，公司董事会换届、管理层新鲜血液的注入，有助于为公司贡献新的经营管理思路，公司技术积累、经销商渠道资源深厚，看好公司迎来新的发展机遇。

2、公司技术底蕴深厚，经销商渠道体系实力雄厚

2.1、技术：集成灶品类创始企业，技术底蕴深厚

从历史沿革看，公司是集成灶行业开与领军品牌。2003 年，公司发明了集成灶产品，开创了集成灶行业，开启了下排油烟时代，公司于 2012 年于深交所上市，是集成灶行业首家 A 股上市企业。

从品类创新看，作为集成灶行业先锋与代表品牌，公司不断进行新品研发与体系构建，目前公司产品涵盖了集成灶、集成水槽、洗碗机、净水机、热水器、蒸烤箱和厨柜，构筑了完备的产品发展主线。公司技术创新先后荣获国家火炬计划项目高新技术企业、中国厨卫创新大奖、艾普兰产品奖、艾普兰金口碑奖等殊荣。

从核心技术看，公司注重技术研发，已掌握集成灶核心技术工艺，拥有下排油烟技术等 160 多项知识产权，是国家高新技术企业，集成灶行业相关国家/行业标准主要起草单位、浙江省机器换人示范企业，并通过国家 CNAS 实验室认可。公司拥有变频智慧芯、深 U 集气仓、新型模块设计结构、智能止逆风门、抽屈自动平衡技术、无油网技术、离子感应熄火保护等多项核心产品技术。

图1：公司一站式厨房产品线完备



资料来源：公司官网

图2：公司核心技术领跑行业



资料来源：公司官网

2.2、渠道：经销商体系成熟完善，数量与质量行业领先

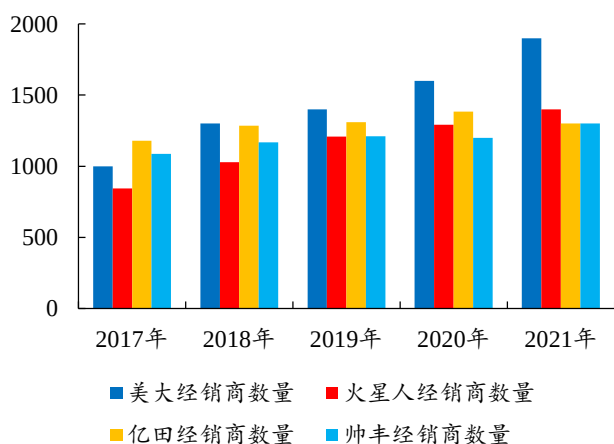
考虑到集成灶具有较强的线下安装属性，经销商的服务能力越强，对于品牌的销售支撑就越强。公司作为集成灶行业第一家上市公司，线下经销商体系搭建成熟、数量、质量、稳定度位于行业领先水平。

公司经销商数量多，点位覆盖范围广泛。2021 年末，公司有 1900 多家的经销商，多于火星人、亿田智能、帅丰电器。

公司经销商质量高，从平均提货额来看，2017-2021 年公司经销商平均提货额均在 100 万以上，高于火星人、亿田智能、帅丰电器。

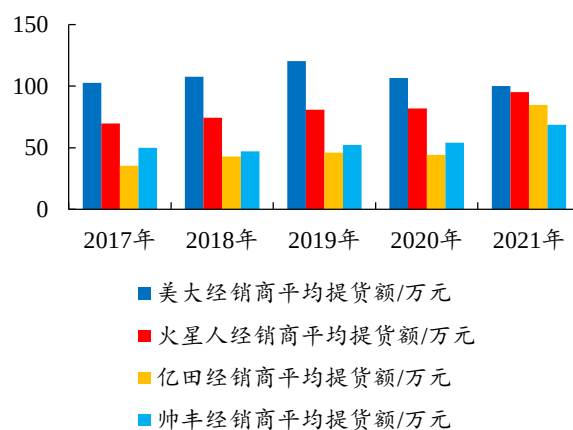
公司经销商体系较为稳定。公司生产管理效率高、产品品质稳定性强；公司盈利能力、抗风险能力较强，对经销商的政策价格稳定性较强，较少出现因原材料价格波动向经销商涨价、转嫁压力的情况；公司给经销商预留的获利空间较大，预计经销商毛利率在 40% 以上、净利率在 20% 以上，经销商盈利能力较好。

图3：2021 年公司经销商数据显著高于可比公司



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图4：2017-2019 年公司经销商平均提货额位于领先地位



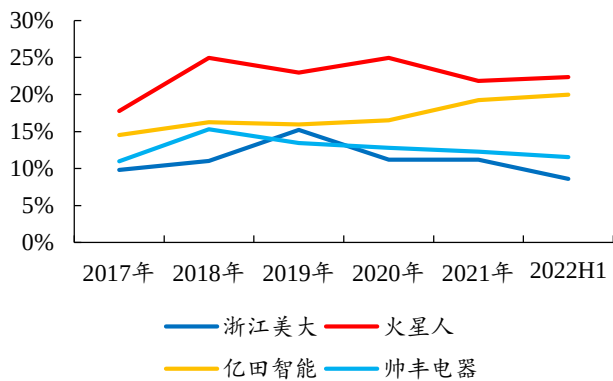
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

3、营销投放、新渠道开拓改善空间较大，有望开启新一轮成长曲线

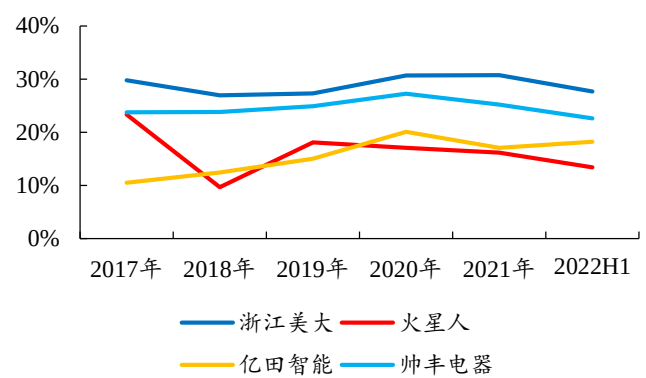
3.1、营销投放：公司销售费用率水平较低，2023 年预计至少提高 2pcts

2022H1 公司 / 火星人 / 亿田智能 / 帅丰电器销售费用率分别为 8.62%/22.37%/19.97%/11.56%，而净利率则分别为 27.67%/13.38%/18.22%/22.61%。可以看到，公司的净利率高于其他可比公司，但销售费用率低于其他可比公司。

在新房竣工向好、线下封控扰动因素解除的背景下，考虑到公司净利率较高，具有较大的空间增加费用投放、抢占市场份额，我们预计 2023 年公司有望将销售费用率提升至少 2pcts。考虑到公司品牌渠道端基础较好，管理层新鲜血液的注入，有望复刻 2021 年以来火星人、亿田等集成灶品牌营销端高举高打、份额持续提升的成功案例，开启公司新一轮的成长。

图5：2020 年以来公司销售费用率低于可比公司


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2017 年以来公司净利率高于可比公司


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、电商渠道：公司起步稍晚，市占率提升空间较大

公司线上渠道在行业中发展稍晚，公司于 2018 年正式组建电商部门，2018-2020 年仍处于起步发展阶段；2020 年公司改变线上渠道运营策略，在天猫、京东、苏宁易购等三大电商平台开设了官方旗舰店，并委托专业第三方电商代运营机构运营。2020 年电商渠道占比 3.8%，2021 年电商渠道占比 12%，2022 年预计公司电商渠道收入占比达 15%。根据奥维云网，2022 年线上渠道销额市占率仅 8.45%，仍具有较大的份额提升空间。我们认为，2023 年公司有望通过加大线上流量投放，重点发力抖音、快手与小红书等私域流量平台，实现较快增长。

表1：公司改变线上渠道运营方式后线上销额明显增长

客户名称	2020 年		2021 年	
	销售额（元）	占年度销售总额比例	销售额（元）	占年度销售总额比例
客户 1	66,579,879.00	3.76%	259,665,240.28	12.00%
客户 2	30,239,080.55	1.71%	29,132,466.73	1.35%
客户 3	22,924,424.60	1.29%	28,866,964.21	1.33%
客户 4	22,135,665.72	1.25%	27,082,334.52	1.25%
客户 5	20,867,611.11	1.18%	26,480,203.00	1.22%

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：客户 1 为电商代运营经销商）

表2：2022 年公司线上渠道销额市占率为 8.45%，与线下渠道相比有较大发展空间

行业排名	品牌	市占（%）	市占同比（%）	均价（元）	均价同比（%）
1	火星入	24.92	1.42	10149	5.02
2	亿田	13.73	2.4	10383	2.72
3	森歌	9.01	1.36	9856	2.3
4	美大	8.45	0.19	8692	-7.53
5	帅丰	6.24	-0.23	11045	3.75

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

3.3、线下渠道：KA 渠道布局完善，新兴渠道拓展空间较大

线下渠道拓展方面，公司 2018 年着手拓展线下 KA 渠道，公司已进驻国美、苏宁、红星美凯龙、居然之家、等知名家电、建材 KA 卖场，并成为居然之家 2022 年金牌合作伙伴。到 2021 年底累计开设 800 多家苏宁、国美等大型 KA 渠道，与 200 多家红星美凯龙和居然之家等建材 KA 渠道。根据奥维云网，公司 2022 年在线下 KA 渠道销额市占率达 18.86%，有较为完善的 KA 渠道布局。

新兴渠道方面公司布局稍晚，家装、下沉等新兴渠道拓展空间较大。根据公司 2022 年中报，下沉渠道，公司与天猫、苏宁、京东等平台合作，建立了京东超体店、京东家电专卖店、苏宁云店、天猫小店等；家装渠道，公司已与业之峰、星艺、点石、名匠、生活家等知名家装公司达成战略合作；工程渠道，目前以地方性房地产商为主，并持续拓展与头部地产商的合作。我们认为，公司在线下新兴渠道的建设方面有较大的发展空间，而新兴渠道的发力，有助于公司持续寻找新的增长点，增强抵御风险的能力。2022 年预计公司新兴渠道收入占比不到 10%。

表3：2022 年公司线下 KA 渠道销额市占率为 18.86%

行业排名	品牌	市占 (%)	市占同比 (%)	均价 (元)	均价同比 (%)
1	火星人	26.56	3.22	11157	3.73
2	美大	18.86	2.68	9661	-5.29
3	帅康	8.61	-3.04	10268	1.38
4	亿田	7.98	0.39	11309	-1.47
5	老板	6.62		12325	

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

3.4、受产品结构影响 2022 年毛利率承压，2023 年多因素改善下毛利率有望提升

2022Q1-3 公司毛利率 44.6%，同比下滑 7.4pcts。公司不锈钢冷板占原材料比例约 30%，且公司原材料储备比较多，导致原材料价格虽然从 2022Q2 开始下滑，但是原材料下跌对公司毛利率的影响存在滞后性，预计将在 2023 年体现对毛利率的正向贡献；此外，公司低毛利率产品在产品结构中占比增加。

2023 年，随着原材料跌价对毛利率贡献逐步体现，叠加公司对产品价格带的精细化管理，调整出货结构从而控制低毛利产品出货，公司毛利率水平有望迎来提升。

4、盈利预测与投资建议

考虑到疫情扰动，我们下调公司 2022 年盈利预测，维持 2023-2024 年盈利预测不变，预计 2022-2024 年归母净利润 5.0/6.6/7.5 亿元（2022 年原值 5.7 亿元），对应 EPS 为 0.8/1.0/1.2 元（2022 年原值 0.9 元），当前股价对应 PE 为 16.9/12.7/11.2 倍，公司产品技术底蕴深厚、渠道经销商体系完善，维持“买入”评级不变。

5、风险提示

原材料上涨风险；市场竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1137	1307	1329	1426	1625
现金	510	647	726	756	975
应收票据及应收账款	29	15	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	15	17	12	23	18
存货	78	121	83	139	123
其他流动资产	505	507	507	508	508
非流动资产	1045	1049	988	1168	1342
长期投资	0	60	120	180	239
固定资产	675	770	645	732	833
无形资产	169	163	178	188	187
其他非流动资产	201	56	45	69	83
资产总计	2182	2356	2317	2595	2967
流动负债	450	381	269	272	280
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	164	113	0	0	0
其他流动负债	286	268	269	272	280
非流动负债	28	25	25	25	25
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	28	25	25	25	25
负债合计	478	405	293	296	305
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	646	646	646	646	646
资本公积	105	105	105	105	105
留存收益	1009	1286	1447	1673	1922
归属母公司股东权益	1704	1950	2023	2298	2662
负债和股东权益	2182	2356	2317	2595	2967

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	634	619	471	607	792
净利润	544	665	500	663	751
折旧摊销	62	60	55	60	70
财务费用	-22	-15	-20	-36	-42
投资损失	0	-32	-11	-15	-17
营运资金变动	27	-76	-53	-65	37
其他经营现金流	23	16	-0	-0	-7
投资活动现金流	-570	-90	17	-225	-227
资本支出	70	63	-66	180	184
长期投资	-500	-60	-60	-60	-60
其他投资现金流	0	33	11	15	17
筹资活动现金流	-350	-389	-408	-352	-346
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-350	-389	-408	-352	-346
现金净增加额	-286	139	80	30	219

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1771	2164	1952	2343	2765
营业成本	836	1045	1073	1171	1382
营业税金及附加	18	19	19	20	22
营业费用	199	243	183	281	359
管理费用	62	71	78	94	111
研发费用	54	68	62	75	88
财务费用	-22	-15	-20	-36	-42
资产减值损失	-0	-0	1	0	1
其他收益	12	10	11	15	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	32	11	15	17
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	635	775	579	767	870
营业外收入	1	0	5	6	8
营业外支出	2	1	2	2	3
利润总额	634	774	582	772	875
所得税	90	109	83	109	124
净利润	544	665	500	663	751
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	544	665	500	663	751
EBITDA	681	815	617	810	920
EPS(元)	0.84	1.03	0.77	1.03	1.16

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	5.1	22.2	-9.8	20.0	18.0
营业利润(%)	18.8	22.0	-25.3	32.5	13.4
归属于母公司净利润(%)	18.2	22.3	-24.8	32.6	13.4
获利能力					
毛利率(%)	52.8	51.7	45.0	50.0	50.0
净利率(%)	30.7	30.7	25.6	28.3	27.2
ROE(%)	31.9	34.1	24.7	28.8	28.2
ROIC(%)	73.5	84.7	69.2	73.0	75.5
偿债能力					
资产负债率(%)	21.9	17.2	12.7	11.4	10.3
净负债比率(%)	-28.3	-31.8	-34.7	-31.8	-35.7
流动比率	2.5	3.4	4.9	5.3	5.8
速动比率	2.3	3.1	4.6	4.7	5.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	1.0	0.8	1.0	1.0
应收账款周转率	86.7	110.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.2	8.1	19.7	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.03	0.77	1.03	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.96	0.73	0.94	1.23
每股净资产(最新摊薄)	2.64	3.02	3.13	3.56	4.12
估值比率					
P/E	15.5	12.7	16.9	12.7	11.2
P/B	5.0	4.3	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	10.9	9.0	11.7	8.9	7.6

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，属于商业秘密材料，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9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