

## 箭牌家居 (001322.SZ) 2022 年业绩符合预期，智能化+全渠道布局拉动成长

2023 年 04 月 14 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）

lvming@kysec.cn

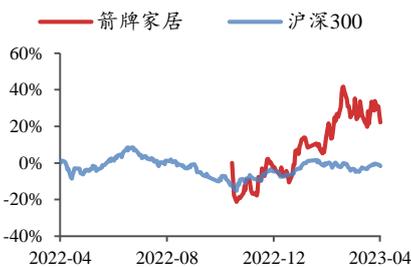
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/4/13
当前股价(元)	20.77
一年最高最低(元)	25.35/13.31
总市值(亿元)	200.56
流通市值(亿元)	20.07
总股本(亿股)	9.66
流通股本(亿股)	0.97
近 3 个月换手率(%)	312.35

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《卫浴赛道空间广阔，国产龙头加码智能化扬帆起航——公司首次覆盖报告》-2023.3.24

### ● 2022 年业绩符合预期，智能化+全渠道布局拉动成长，维持“买入”评级

2022 年公司营收 75.13 亿元 (-10.27%)，归母净利润 5.93 亿元 (+2.75%)，产品量价提升及盈利能力改善，拉动利润端实现正增长。2022Q4 公司收入 22.47 亿元 (-18.50%)，归母净利润 1.70 亿元 (-32.57%)，Q4 收入及业绩降幅明显主要受疫情放开后感染扰动以及公司采取积极促销策略影响。下调盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 7.40/8.76/10.54 亿元(2023-2024 年原值为 8.25/10.39 亿元)，对应 EPS 为 0.77/0.91/1.09 元，当前股价对应 PE 27.1/22.9/19.0 倍，智能化+全渠道布局将继续拉动公司成长，维持“买入”评级。

### ● 收入：各品类及渠道营收承压，智能产品收入占比持续提升

分渠道看，零售/工程/电商渠道收入为 30.6/18.5/10.5 亿元，同比 -12.2%/-21.0%/-1.5%，公司重点发力渠道家装及直营电商增速亮眼，分别同增 9.2%/10.3%至 10.5/7.0 亿元。分产品看，各个品类收入因国内经济疲软叠加疫情影响同比下降，公司强势品类卫生陶瓷及五金龙头降幅低于平均。智能产品方面，2022 年实现收入 18.88 亿元 (-3.1%)，占比同增 1.84pct 至 25.12%，其中主要产品智能坐便器收入 13.89 亿元，占比同增 1.73pct 至 18.49%。

### ● 盈利能力：产品结构优化拉高净利率水平，费用投入加大立足长期发展

公司盈利能力因高毛利智能产品收入占比提升同比改善。毛利率方面，2022 年公司整体毛利率为 32.85%，同增 2.8pct，其中，智能化产品毛利率同增 1.5pct 至 36.77%。费用率方面，公司期间费用率上升 7.8pct 至 23.0%，主要系公司继续加大研发投入及人才引进投入，研发及管理费用率分别同比提升 1.1pct/2.2pct 至 4.5%/8.7%。综合影响下，公司净利率同比提升 1.0pct 至 7.9%。

### ● 未来展望：智能产品发展可期，全渠道拓展持续推进

我们认为智能化产品品类不断扩张，产品力不断迭代加强为公司发展核心，渠道扩张则也是公司未来发展的主要驱动力之一，公司在三四线城市、县乡镇地区仍有较多销售空白，背靠大体量的经销商(1980家)及终端门店数量(13378家)，看好中短期内公司下沉市场进一步打开。业绩层面看，产品结构持续优化，信息化、自动化生产平台搭建等控费降本举措持续推进，公司盈利能力修复逻辑通顺。

### ● 风险提示：终端需求大幅下滑、行业竞争恶化、产品推广不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,373	7,513	9,054	10,548	12,499
YOY(%)	28.8	-10.3	20.5	16.5	18.5
归母净利润(百万元)	577	593	740	876	1,054
YOY(%)	-1.9	2.8	24.8	18.4	20.3
毛利率(%)	30.1	32.8	33.7	33.9	34.0
净利率(%)	6.9	7.9	8.2	8.3	8.4
ROE(%)	19.4	12.5	13.9	14.3	14.8
EPS(摊薄/元)	0.60	0.61	0.77	0.91	1.09
P/E(倍)	34.7	33.8	27.1	22.9	19.0
P/B(倍)	6.8	4.2	3.8	3.3	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2022 年业绩小幅增长，2022Q4 营收及业绩因疫情扰动承压 .....	3
2、 盈利能力：产品结构优化拉高净利率水平，费用投入加大立足长期发展 .....	6
3、 亮点及展望：智能产品发展可期，全渠道拓展持续推进 .....	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

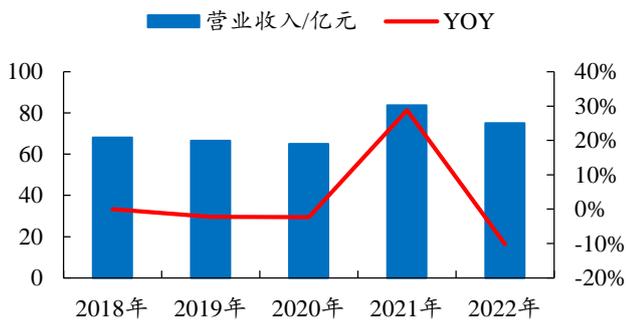
图 1： 2022 年公司收入同比下降 10.3% .....	3
图 2： 2022Q4 公司收入同比下降 18.5% .....	3
图 3： 2022 年公司归母净利润同增 2.8% .....	3
图 4： 2022Q4 公司归母净利润同降 32.6% .....	3
图 5： 2022 年公司净利率同比提升 .....	6
图 6： 2022 年公司期间费用率为 23.0% .....	6
表 1： 2022 年公司各个品类收入承压，智能产品收入占比提升 .....	4
表 2： 家装、直营电商渠道增速亮眼 .....	5

## 1、2022 年业绩小幅增长，2022Q4 营收及业绩因疫情扰动承压

2022 年公司实现营收 75.1 亿元 (-10.3%)，归母净利润 5.9 亿元 (+2.8%)，扣非归母净利润 5.4 亿元 (+1.5%)，公司产品量价提升及盈利能力改善，拉动利润端实现正增长。

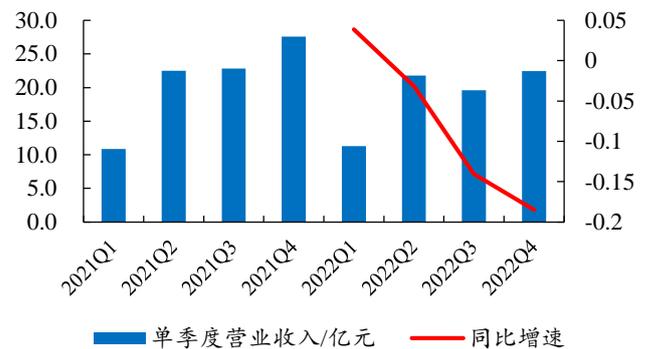
分季度看，2022Q4 收入 22.5 亿元 (-18.50%)，归母净利润 1.70 亿元 (-32.57%)，扣非归母净利润 1.51 亿元 (-37.5%)，公司四季度收入及业绩降幅明显主要原因是：(1) 疫情放开后感染扰动使得经销商提货与用户消费通道受阻；(2) 公司在四季度进行产品结构调整，推出低毛利的高性价比产品。

图1：2022 年公司收入同比下降 10.3%



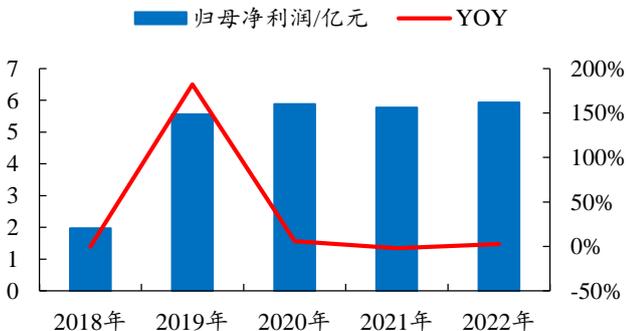
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2022Q4 公司收入同比下降 18.5%



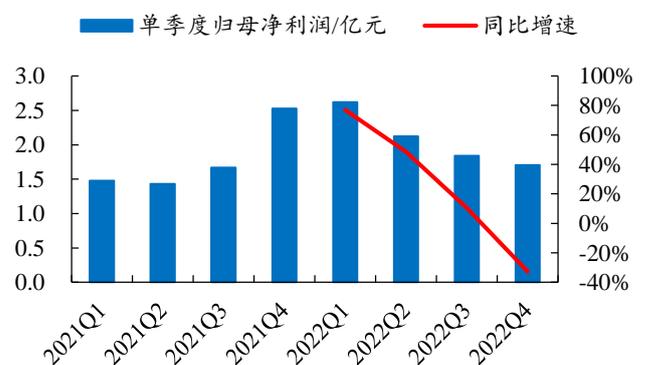
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2022 年公司归母净利润同增 2.8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2022Q4 公司归母净利润同降 32.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**分产品看：**2022 年公司各个品类收入因国内经济疲软叠加疫情影响同比下降，公司智能化产品占比较高的卫生陶瓷降幅低于平均，卫生陶瓷/龙头五金/浴室家具/瓷砖/浴缸浴房/定制橱柜收入分别同比下降 6.0%/8.0%/12.6%/18.0%/26.2%/42.9%，收入占比分别为 46.7%/27.5%/10.8%/6.8%/5.5%/1.4%。

**智能产品方面，**公司智能产品收 18.88 亿元 (-3.12%)，收入占比为 25.12% (+1.84pct)，产品毛利率为 36.77% (+1.51pct)，其中智能坐便器收入 13.89 亿元，收入占比 18.49% (+1.73pct)，毛利率为 36.47% (+1.40)。产品量价分析，2022 年公司智能坐便器销量为 84 万台 (+2.5%)，均价由于轻智能产品的销量增加同比下降

58 元/台至 1657 元/台。2023 年，公司继续加大智能产品新品的上样速度，同时推进智能晾衣架、恒温花洒等智能产品新品类的销售，疫情扰动消退后，我们预计公司的智能产品收入将恢复较快增长。

**表1：2022 年公司各个品类收入承压，智能产品收入占比提升**

单位：亿元	2019	2020	2021	2022
<b>卫生陶瓷</b>	<b>30.99</b>	<b>29.98</b>	<b>37.34</b>	<b>35.10</b>
YOY		-3.3%	24.6%	-6.0%
收入占比	46.5%	46.1%	44.6%	46.7%
<b>智能产品</b>			<b>19.49</b>	<b>18.88</b>
YOY				-3.1%
收入占比			23.28%	25.12%
<b>龙头五金</b>	<b>15.38</b>	<b>16.36</b>	<b>22.51</b>	<b>20.70</b>
YOY		6.4%	37.6%	-8.0%
收入占比	23.1%	25.2%	26.9%	27.5%
<b>浴室家具</b>	<b>8.61</b>	<b>7.20</b>	<b>9.24</b>	<b>8.08</b>
YOY		-16.3%	28.3%	-12.6%
收入占比	12.9%	11.1%	11.0%	10.8%
<b>瓷砖</b>	<b>5.29</b>	<b>5.58</b>	<b>6.25</b>	<b>5.12</b>
YOY		5.4%	12.1%	-18.0%
收入占比	7.9%	8.6%	7.5%	6.8%
<b>浴缸浴房</b>	<b>4.30</b>	<b>3.90</b>	<b>5.59</b>	<b>4.13</b>
YOY		-9.5%	43.5%	-26.2%
收入占比	6.5%	6.0%	6.7%	5.5%
<b>定制橱柜</b>	<b>1.19</b>	<b>1.29</b>	<b>1.84</b>	<b>1.05</b>
YOY		8.4%	42.1%	-42.9%
收入占比	1.8%	2.0%	2.2%	1.4%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**分渠道看：各个渠道收入同比下滑，公司重点发力的家装及直营电商渠道增速亮眼。**

- (1) 零售渠道：**2022 年收入 30.58 亿元，同比下降 12.12%，收入占比为 40.71%（-1.06pct）。受房地产市场下行及疫情反复影响，2022 年公司经销业务收入下降明显；渠道网点布局看，公司继续发力下沉市场，2022 年末公司零售网点为 1.33 万个，网点同比增加 1326 家，主要由家装店和乡镇店的增加拉动。
- (2) 家装渠道：**2022 年收入 10.45 亿元，同比增长 9.19%，收入占比为 13.91%（+2.48pct）。2022 年，公司加大发力家装渠道，截至 2022 年末，公司已实现与 4600+家家装企业的合作，家装门店为 3052 个，同比增加 383 个。
- (3) 电商渠道：**2022 年收入 15.08 亿元，同比下降 1.47%；拆分来看，直营电商/经销电商分别实现收入 6.96/8.12 亿元，同比分别+10.17%/-9.7%，公司重点发力的直营电商渠道增速亮眼。2023 年公司将继续深耕天猫、

京东等大型平台电子商务综合服务的同时,加快在抖音、快手、拼多多、小红书等平台上的服务渗透,加大新兴渠道的布局和投入力度。

- (4) **工程渠道:**2022 年收入 18.50 亿元,同比下降 21.05%,收入占比为 24.63% (-3.38pct);其中,房地产客户收入受到房地产市场下行影响较大,收入同比下降 35.45%。2023 年房地产市场有望逐步企稳恢复,我们预计公司工程渠道将回归稳增长。

**表2: 家装、直营电商渠道增速亮眼**

单位: 亿元	2019	2020	2021	2022
<b>零售渠道</b>	<b>33.81</b>	<b>30.21</b>	<b>34.98</b>	<b>30.58</b>
YOY		-10.7%	15.8%	-12.12%
占比	50.8%	46.5%	41.8%	40.71%
毛利率	34.9%	33.0%	34.0%	
<b>工程渠道</b>	<b>20.34</b>	<b>19.19</b>	<b>23.45</b>	<b>18.50</b>
YOY		-5.7%	22.2%	-21.05%
占比	30.5%	29.5%	28.0%	24.63%
毛利率	28.7%	30.7%	24.8%	
<b>工程经销收入</b>	<b>18.72</b>	<b>17.9</b>	<b>20.9</b>	<b>19.96</b>
占比	28.1%	27.5%	25.0%	26.6%
<b>工程直销收入</b>	<b>1.62</b>	<b>1.29</b>	<b>2.55</b>	<b>1.55</b>
占比	2.4%	2.0%	3.0%	2.1%
<b>电商渠道</b>	<b>8.17</b>	<b>10.30</b>	<b>15.31</b>	<b>15.08</b>
YOY		26.1%	48.6%	-1.47%
占比	12.3%	15.8%	18.3%	20.08%
毛利率	29.8%	28.8%	33.7%	
<b>电商经销收入</b>	<b>7.17</b>	<b>8.01</b>	<b>8.99</b>	<b>8.12</b>
占比	10.8%	12.3%	10.7%	10.8%
<b>电商直销收入</b>	<b>1.00</b>	<b>2.29</b>	<b>6.32</b>	<b>6.96</b>
占比	1.5%	3.5%	7.5%	9.3%
<b>家装渠道</b>	<b>3.85</b>	<b>5.08</b>	<b>9.58</b>	<b>10.45</b>
YOY		31.9%	88.6%	9.19%
占比	5.8%	7.8%	11.4%	13.91%
毛利率	29.6%	34.8%	28.8%	
<b>其他</b>	<b>0.41</b>	<b>0.25</b>	<b>0.42</b>	<b>0.60</b>

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、盈利能力：产品结构优化拉高净利率水平，费用投入加大立足长期发展

2023 年公司盈利能力因高毛利智能产品收入占比提升同比改善，2023Q4 公司盈利能力因促销策略的实施承压。

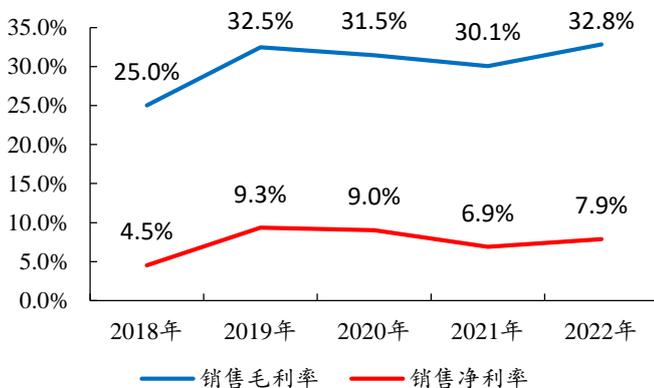
毛利率方面，2022 年公司整体毛利率为 32.85%，同增 2.8pct；2022Q4 公司毛利率为 30.18%，同比下降 2.8pct，毛利率下降主要源于公司在四季度采取积极的产品促销策略以此对冲疫情扰动下的收入下降。分产品看，智能化产品毛利率同增 1.5pct 至 36.77%，有效拉动公司整体毛利率上行。

费用率方面，公司期间费用率上升 7.8pct 至为 23.0%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.5%/8.7%/4.5%/0.2% (+0.0/+2.2/+1.1/+0.0pct)。2022 年公司坚持立足长远发展，继续加大产品研发及信息化、数字化管理投入。

主要系公司继续加大研发投入及人才引进投入，研发及管理费用率分别同比提升 1.1pct/2.2pct 至 4.5%/8.7%。

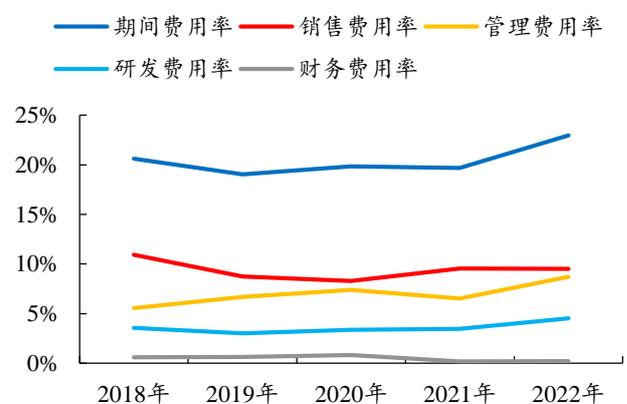
综合影响下，2022 年公司净利率同比提升。2022 年，公司净利率同比提升 1.0pct 至 7.9%，2022Q4 公司净利率同比下降 1.6pct 至 7.6%，单季度净利率因疫情扰动阶段性承压。

图5：2022 年公司净利率同比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2022 年公司期间费用率为 23.0%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 3、亮点及展望：智能产品发展可期，全渠道拓展持续推进

展望 2023 年全年，我们认为智能化产品品类不断扩张，产品力不断迭代加强为公司发展核心，渠道扩张则也是公司未来发展的主要驱动力之一，公司在三四线城市、县乡镇地区仍有较多销售空白，背靠大体量的经销商及终端门店数量，看好中短期内公司下沉市场进一步打开。业绩层面看，产品结构持续优化，信息化、自动化生产平台搭建等控费降本举措持续推进，公司盈利能力修复逻辑顺畅。

智能产品仍为亮点，全渠道营销优势稳筑。产品端：智能产品的发展仍是公司的主要亮点，截止 2022 年底，公司通过持续创新掌握了包括覆盖全品类的抑菌抗菌

技术、节水大冲力便器冲洗技术、水路记忆合金恒温技术等；智能产品量价方面，2022 年公司智能坐便器销量为 84 万台 (+2.5%)，均价由于轻智能产品的销量增加同比减少 58 元/台至 1657 元/台。**渠道端：**线下方面，截至 2022 年底，公司终端门店网点合计 13,378 家，积极布局社区营销，深入下沉到社区和乡镇家装领域。线上方面，公司通过自营电商和经销电商模式在淘宝、天猫、京东、苏宁、唯品会、抖音等平台拓展线上渠道，促进线上收入的持续增长。

**智能产品品类扩张或为潜在成长空间，控费降本持续推进。**2023 年公司将继续积极研发生产智能家居产品，推进恒温花洒、智能浴室柜等产品的销售，进一步优化产品结构，力争智能产品占比进一步提升。在生产制造方面，公司将通过技术改造提高生产的自动化和智能化水平，进一步提升生产效率及自产率，同时积极搭建信息化、数字化公司管理平台，全面提升公司的数字化运营管理水平。

#### 4、盈利预测与投资建议

2022 年公司营收 75.13 亿元 (-10.27%)，归母净利润 5.93 亿元 (+2.75%)，产品量价提升及盈利能力改善，拉动利润端实现正增长。2022Q4 公司收入 22.47 亿元 (-18.50%)，归母净利润 1.70 亿元 (-32.57%)，Q4 收入及业绩降幅明显主要受疫情放开后感染扰动以及公司采取积极促销策略影响。下调盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 7.40/8.76/10.54 亿元 (2023-2024 年原值为 8.25/10.39 亿元)，对应 EPS 为 0.77/0.91/1.09 元，当前股价对应 PE 27.1/22.9/19.0 倍，智能化+全渠道布局将继续拉动公司成长，维持“买入”评级。

#### 5、风险提示

终端需求大幅下滑、行业竞争恶化、产品推广不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3523	3848	4370	4746	5972
现金	1562	1900	2290	2668	3161
应收票据及应收账款	413	424	0	0	0
其他应收款	19	28	28	37	40
预付账款	38	32	53	46	71
存货	1389	1379	1915	1911	2615
其他流动资产	103	85	85	85	85
<b>非流动资产</b>	5247	6231	6831	7213	7752
长期投资	13	14	16	17	18
固定资产	2659	3169	3806	4326	4933
无形资产	954	950	1101	1122	1128
其他非流动资产	1620	2098	1908	1747	1673
<b>资产总计</b>	8770	10079	11201	11959	13724
<b>流动负债</b>	4765	3965	4704	4865	5863
短期借款	213	300	3291	3639	4237
应付票据及应付账款	3414	2734	0	0	0
其他流动负债	1138	931	1413	1226	1626
<b>非流动负债</b>	1030	1371	1193	974	767
长期借款	892	1229	1050	832	625
其他非流动负债	139	142	142	142	142
<b>负债合计</b>	5795	5336	5897	5839	6630
少数股东权益	7	6	5	4	2
股本	869	966	966	966	966
资本公积	955	2034	2034	2034	2034
留存收益	1144	1737	2402	3161	4026
<b>归属母公司股东权益</b>	2968	4737	5299	6116	7091
<b>负债和股东权益</b>	8770	10079	11201	11959	13724

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	906	401	-1322	1303	1424
净利润	576	592	739	875	1053
折旧摊销	311	348	356	432	514
财务费用	16	16	124	202	216
投资损失	-11	-9	-13	-11	-11
营运资金变动	-157	-688	-2489	-147	-331
其他经营现金流	172	140	-38	-48	-18
<b>投资活动现金流</b>	-1214	-1268	-943	-804	-1042
资本支出	1113	1278	954	814	1051
长期投资	-122	0	-2	-1	-2
其他投资现金流	21	10	13	11	11
<b>筹资活动现金流</b>	343	1596	-337	-469	-486
短期借款	-139	87	2991	348	597
长期借款	496	337	-178	-219	-207
普通股增加	0	97	0	0	0
资本公积增加	15	1079	0	0	0
其他筹资现金流	-28	-3	-3149	-599	-876
<b>现金净增加额</b>	36	730	-2601	29	-104

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8373	7513	9054	10548	12499
营业成本	5856	5046	6004	6973	8249
营业税金及附加	85	82	97	111	134
营业费用	799	715	929	1066	1088
管理费用	547	653	827	959	1249
研发费用	288	341	416	443	537
财务费用	16	16	124	202	216
资产减值损失	-86	-57	-84	-95	-108
其他收益	38	48	55	47	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	11	9	13	11	11
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	629	694	848	995	1211
营业外收入	19	14	14	16	15
营业外支出	13	14	22	16	17
<b>利润总额</b>	636	694	840	994	1208
所得税	59	101	101	119	156
<b>净利润</b>	576	592	739	875	1053
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-2
<b>归属母公司净利润</b>	577	593	740	876	1054
EBITDA	971	1084	1284	1597	1901
EPS(元)	0.60	0.61	0.77	0.91	1.09

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	28.8	-10.3	20.5	16.5	18.5
营业利润(%)	-9.8	10.3	22.2	17.3	21.7
归属于母公司净利润(%)	-1.9	2.8	24.8	18.4	20.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	30.1	32.8	33.7	33.9	34.0
净利率(%)	6.9	7.9	8.2	8.3	8.4
ROE(%)	19.4	12.5	13.9	14.3	14.8
ROIC(%)	14.1	9.6	8.1	9.3	9.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	66.1	52.9	52.6	48.8	48.3
净负债比率(%)	-9.5	-2.5	46.1	36.1	29.9
流动比率	0.7	1.0	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.4	0.6	0.5	0.6	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	30.1	21.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.7	3.0	7.3	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.61	0.77	0.91	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.42	-1.37	1.35	1.47
每股净资产(最新摊薄)	3.07	4.91	5.49	6.33	7.34
<b>估值比率</b>					
P/E	34.7	33.8	27.1	22.9	19.0
P/B	6.8	4.2	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	20.4	18.4	17.5	13.9	11.7

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