

苏泊尔 (002032.SZ)

2023Q4 内销稳健/外销持续恢复, 全年维持高分红率

2024年03月31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)

林文隆 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

linwenlong@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790122070043

日期	2024/3/29
当前股价(元)	58.20
一年最高最低(元)	59.47/44.30
总市值(亿元)	469.50
流通市值(亿元)	468.26
总股本(亿股)	8.07
流通股本(亿股)	8.05
近3个月换手率(%)	15.94

● 2023Q4 经营稳健, 全年维持高分红比率, 维持“买入”评级

2023 年公司实现营收 213 亿元 (同比+5.62%, 下同), 归母净利润 21.8 亿元 (+5.42%), 扣非归母净利润 19.94 亿元 (+5.63%)。单季度看 2023Q4 营收 59.37 亿元 (+14.4%), 归母净利润 8.18 亿元 (+7.75%), 扣非归母净利润 6.6 亿元 (+6.78%), 单季度营收增长稳健, 利润增速低于收入增速主要系 2022 年同期重获所得税减免使得利润基数较高所致。长期看好内销经营稳健/市占率稳定, 高质量经营或维持较高分红比率, 我们维持 2024~2025 年盈利预测, 并新增 2026 年盈利预测, 预计 2024~2026 年归母净利润为 24.22/26.88/29.35 亿元, 对应 EPS 为 3.00/3.33/3.64 元, 当前股价对应 PE 为 19.4/17.5/16.0 倍。

● 2023H2 内销经营稳健/外销持续恢复, 内销小家电/炊具线上市占率提升

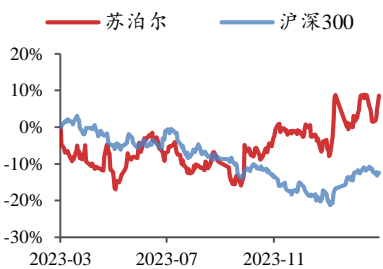
分区域, 2023 年内销/外销营收同比分别+0.88%/+19.28%, 2023H2 同比分别+1.2%/+59.6% (H1 同比分别+0.6%/-13.5%)。2023H2 内销经营稳健, 全年内销线上/线下多品类市占率稳步提升, 小家电线上/线下市占率同比分别+1/+0.4pct, 炊具线上市占率同比+1.8pct。外销在大客户 SEB 集团经营趋好的情况下迎较大幅度改善。分销售模式, 2023 年出口代工/直销/分销模式分别实现营收 61.85/24.91/126.27 亿元, 同比分别+19.16%/+7.05%/-0.2%。

● 2023H2 内外销毛利率改善明显, 全年分红率维持较高水平

2023 年整体毛利率 26.3% (+0.52pct), 2023Q4 毛利率 28.63% (+2.56pct)。全年直销/分销/出口代工毛利率同比分别+0.69/+0.1/+2.01pct, 内销/外销毛利率同比分别+0.38/+1.99pct; 2023H2 内销/外销毛利率同比分别+1.7/+1.9pctH2 内外销毛利率均显著改善。费用端, 2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.1/-0.01/-0.04/+0.17pct, 2023Q4 同比分别+0.52/-0.06/-0.01/+0.1, 强费用管控+供应链研发协同下公司费用率稳定。综合影响下, 2023 年公司净利率 10.23% (基本持平), 扣非净利率 9.36% (基本持平)。2023Q4 净利率/扣非净利率分别为 13.77% (-0.85pct) /11.12% (-0.79pct)。基于公司良好的盈利和现金流状况, 2023 年公司分红率近 100%, 近三年分红率维持较高水平。此外, 2023 年公司员工激励基金考核目标达成, 拟向 285 名符合获授条件的奖励对象授予业绩激励基金共计 0.23 万元, 完善的员工激励制度有利于充分调动公司核心团队积极性。

● 风险提示: SEB 订单兑现不及预期; 原材料价格上涨; 行业竞争加剧等。

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《2023Q4 外销持续向好, 内销经营稳健 —公司信息更新报告》-2024.2.1

《2023Q3 外销超预期, 内销经营稳健 —公司信息更新报告》-2023.11.4

《2023Q2 内外销收入改善, 盈利能力稳健 —公司信息更新报告》-2023.9.4

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,171	21,304	23,081	25,430	27,437
YOY(%)	-6.6	5.6	8.3	10.2	7.9
归母净利润(百万元)	2,068	2,180	2,422	2,688	2,935
YOY(%)	6.4	5.4	11.1	11.0	9.2
毛利率(%)	25.8	26.3	26.2	26.4	26.5
净利率(%)	10.2	10.2	10.5	10.6	10.7
ROE(%)	29.2	34.2	27.5	26.1	24.4
EPS(摊薄/元)	2.56	2.70	3.00	3.33	3.64
P/E(倍)	22.7	21.5	19.4	17.5	16.0
P/B(倍)	6.7	7.4	5.4	4.6	3.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023Q4 营收增长稳健，内销稳健/外销持续恢复.....	3
2、 2023H2 内外销毛利率改善显著，费用率维持稳定.....	4
3、 近三年维持较高分红比率，2023 年员工业绩激励方案落实.....	5
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

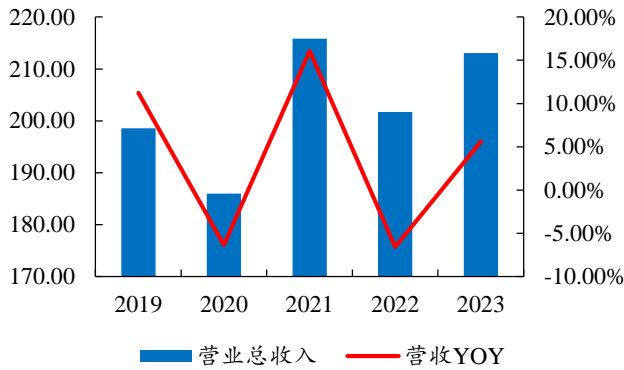
图表目录

图 1： 2023 年公司实现营收 213 亿元 (+5.62%)	3
图 2： 2023 年扣非归母净利润 19.94 亿元 (+5.63%)	3
图 3： 2023Q4 实现营收 59.37 亿元 (+14.4%)	3
图 4： 2023Q4 实现扣非归母净利润 6.6 亿元 (+6.78%)	3
图 5： 2023 年公司小家电/烹饪线上市占率稳步提升	4
图 6： 2023 年公司扣非后净利率 9.36% (基本持平)	4
图 7： 2023Q4 公司扣非后净利率 11.12% (-0.79pct)	4
图 8： 2023 年公司期间费用率 14.3% (+0.22pct)，各项费用率维持平稳	5
图 9： 2023Q4 公司期间费用率 14.7% (+0.56pct)，其中销售费用率同比+0.52pct.....	5
图 10： 2023 年分红比率近 100%，近三年维持较高水平	6

1、2023Q4 营收增长稳健，内销稳健/外销持续恢复

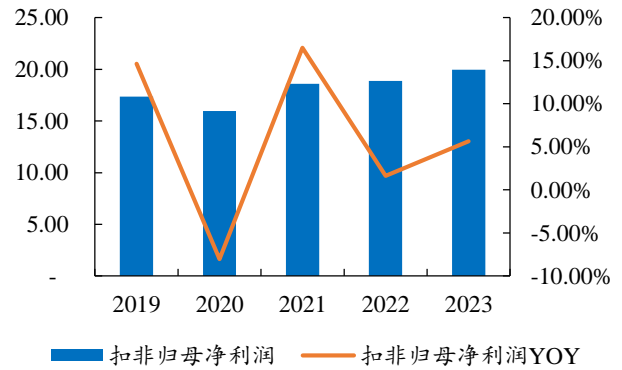
2023 年公司实现营收 213 亿元 (+5.62%)，归母净利润 21.8 亿元 (+5.42%)，扣非归母净利润 19.94 亿元 (+5.63%)。单季度看 2023Q4 营收 59.37 亿元 (+14.4%)，归母净利润 8.18 亿元 (+7.75%)，扣非归母净利润 6.6 亿元 (+6.78%)，营收增长稳健，单 Q4 利润增速低于收入增速主要系 2022 年同期重获所得税减免使得利润基数较高所致。

图1：2023 年公司实现营收 213 亿元 (+5.62%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023 年扣非归母净利润 19.94 亿元 (+5.63%)



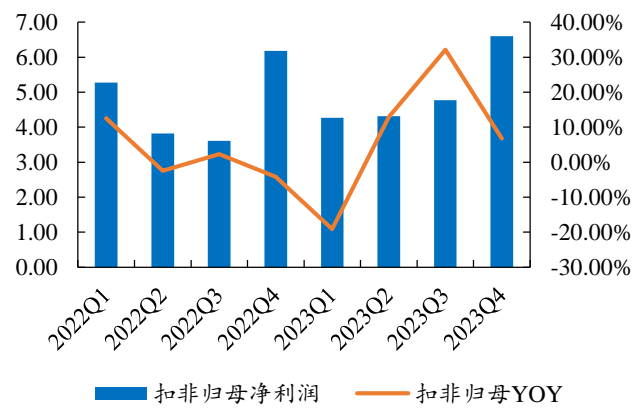
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q4 实现营收 59.37 亿元 (+14.4%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q4 实现扣非归母净利润 6.6 亿元 (+6.78%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

收入按品类拆分：2023 年公司炊具及用具/烹饪电器/食物料理电器/其他家用电器营收同比分别 -1.07%/+4.53%/+12.87%/+16.94%，2023H2 同比分别 +15.9%/+12.2%/+18%/+17.4% (2023H1 同比分别 -17.9%/-2%/+7.9%/+16.3%)。2023H2 清洁/大家电等品类延续 H1 增长表现，炊具/烹饪电器/食物料理电器增速环比 H1 提升明显。

收入按区域分：2023 年内销/外销营收同比分别 +0.88%/+19.28%，2023H2 同比分别 +1.2%/+59.6% (H1 同比分别 +0.6%/-13.5%)。2023H2 内销经营稳健，外销在大客户 SEB 集团经营趋好的情况下迎较大幅度改善。内销线上/线下多品类市占率稳步提升，小家电线上/线下市占率同比分别 +1/+0.4pct，炊具线上市占率同比 +1.8pct。

收入按销售模式分：2023 年出口代工/直销/分销模式分别实现营收

61.85/24.91/126.27 亿元，同比分别+19.16%/+7.05%/-0.2%。

图5：2023 年公司小家电/烹饪线上市占率稳步提升

市占率 Market Share (2023 vs 2022)		No.1	No.2	No.3	No.4	No.5
小家电 Small Domestic Appliances	线上 Online	SUPOR苏泊尔	MIDEA美的	JOYOUNG九阳	BEAR小熊	XIAOMI小米
		22.5%	22.4%	15.8%	6.7%	2.9%
	线下 Offline	MIDEA美的	SUPOR苏泊尔	JOYOUNG九阳	TOSHIBA东芝	PANASONIC松下
		34.8%	33.4%	21.0%	1.9%	1.7%
炊具 Cookware	线上 Online	SUPOR苏泊尔	KBH康巴赫	ASD爱仕达	JOYOUNG九阳	COOKER KING炊大皇
		24.9%	5.6%	4.4%	4.2%	4.2%
	线下 Offline	SUPOR苏泊尔	ASD爱仕达	KBH康巴赫	OMUDA欧美达	SANHO三禾
		47.7%	25.7%	5.3%	2.9%	2.8%
大家电 Large Kitchen Appliances	线上 Online	ROBAM老板	FOTILE方太	MIDEA美的	VATTI华帝	HAIER海尔
		15.4%	13.0%	9.5%	7.6%	5.8%
		1.8pt	1.2pt	0.0pt	0.6pt	1.1pt
清洁电器 (不含机器人) Home Cleaning (excl. Robot)	线上 Online	TINECO添可	DYSON戴森	DREAME追觅	MIDEA美的	SUPOR苏泊尔
		25.7%	12.8%	10.6%	9.3%	4.7%
		-0.2pt	-2.0pt	3.7pt	2.4pt	-0.2pt

资料来源：苏泊尔业绩发布会 PPT 材料

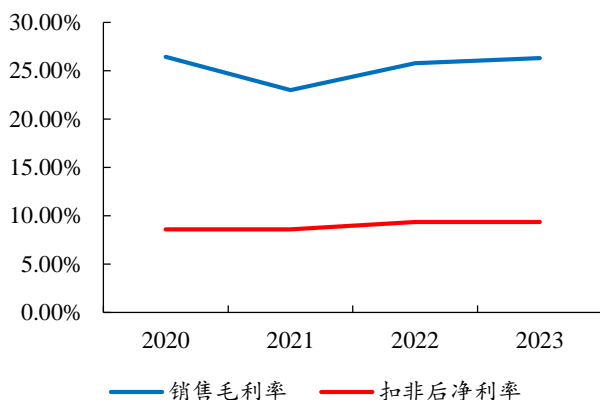
2、2023H2 内外销毛利率改善显著，费用维率持稳定

(1) 毛利率：内销受益渠道优化/外销受益汇率贡献等 2023H2 毛利率均显著改善。2023 年公司整体毛利率 26.3% (+0.52pct)，2023Q4 毛利率 28.63% (+2.56pct)。全年毛利拆分上看，直销/分销/出口代工毛利率同比分别+0.69/+0.1/+2.01pct，内销/外销毛利率同比分别+0.38/+1.99pct；半年度拆分上看 2023H2 内销/外销毛利率同比分别+1.7/+1.9pct (H1 同比分别-0.95/+0.21pct)，H2 内外销毛利率均显著改善。

(2) 费用率：2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.1/-0.01/-0.04/+0.17pct，2023Q4 同比分别+0.52/-0.06/-0.01/+0.1pct，公司坚持严格管控销售费用提升效率、与供应链联合开发降低研发成本等举措，2023A/2023Q4 整体费用率保持稳定。

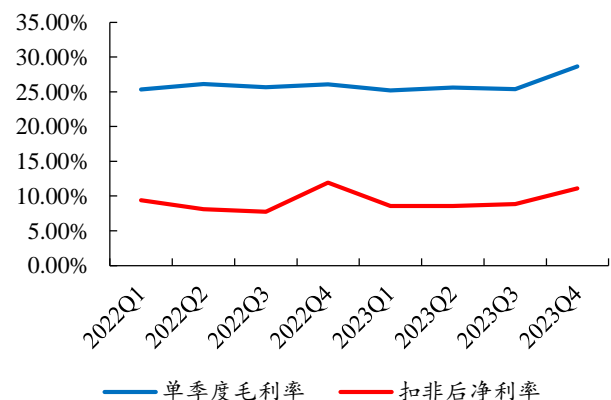
(3) 净利率：2023 年公司净利率 10.23% (基本持平)，扣非净利率 9.36% (基本持平)。2023Q4 净利率/扣非净利率分别为 13.77% (-0.85pct) /11.12% (-0.79pct)，主要系同期所得税费用较低。

图6：2023 年公司扣非后净利率 9.36% (基本持平)



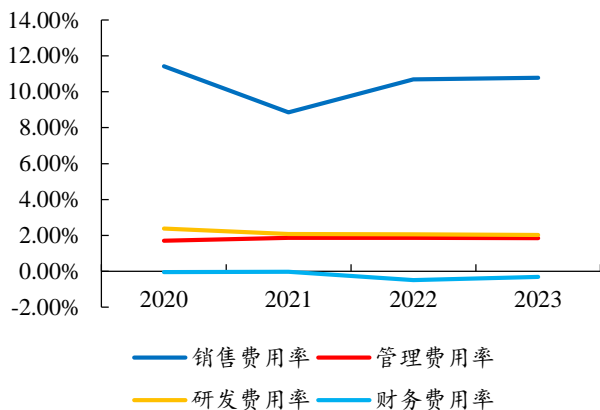
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023Q4 公司扣非后净利率 11.12% (-0.79pct)



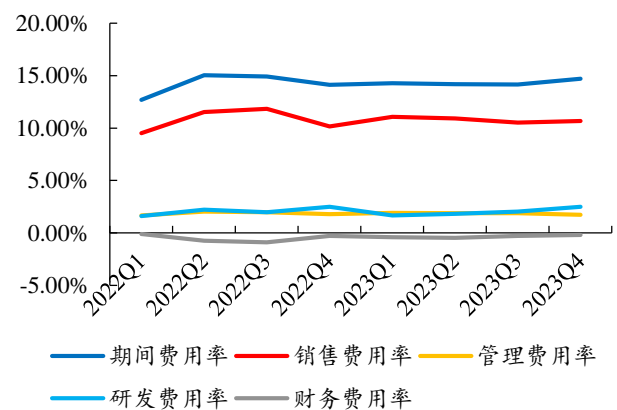
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023 年公司期间费用率 14.3% (+0.22pct)，各项费用率维持平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023Q4 公司期间费用率 14.7% (+0.56pct)，其中销售费用率同比+0.52pct



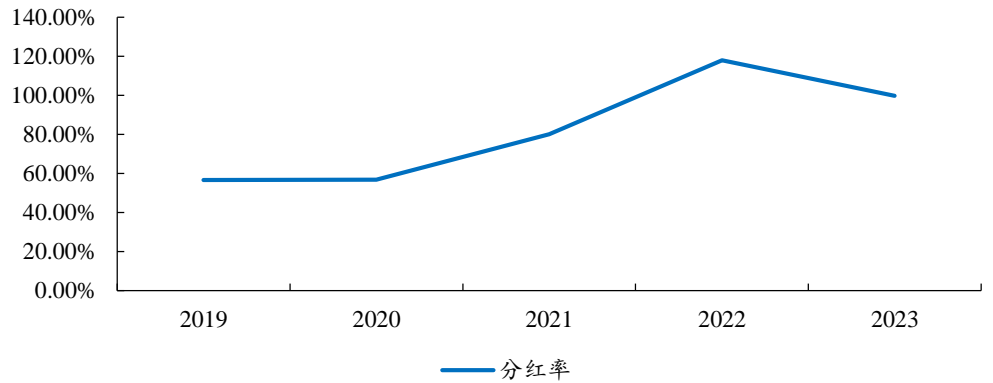
数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 现金流及营运能力：经营性现金流净额受销售结构变化营销有所下滑，存货周转效率和回款能力均有不同程度提升。2023/2023Q4 公司经营活动产生现金流净额 20.35 亿元 (-35.6%) /8.73 亿元 (-23.1%)，投资活动产生现金流净额-2.44 亿元 (+48.22%) /-11.12 亿元 (+26%)，筹资活动产生现金流净额-27.82 亿元 (-0.58%) /1.77 亿元 (+117.5%)，经营活动产生现金流净额同比减少或主要系外销业务应收账款增加导致当期销售商品收到现金减少所致，投资活动产生现金流同比增加主要系投资于 3 个月以上定期存款和理财产品的现金支出减少所致。营运能力方面，2023 年公司存货周转天数 55 天 (-13 天)，应收账款周转天数 40 天 (-1 天)，存货周转效率和回款能力均有不同程度提升。

3、近三年维持较高分红比率，2023 年员工业绩激励方案落实

基于公司良好的盈利和现金流状况，以及较少资本开支，2023 年仍维持高分红水平。2023 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 27.3 元，分红比率近 100%。

2023 年员工激励基金考核目标达成。2023 年 9 月公司制定 2023-2024 年业绩激励基金制度，2023~2024 年若考核年度公司净资产收益率达到 22%、员工所在业务单元业绩达到基础目标及以上、奖励对象个人绩效考核成绩为合格及以上，则可提取激励基金。经审核，公司拟向 285 名符合获授条件的奖励对象授予业绩激励基金共计 0.23 亿元（税前），具体分配金额考虑了奖励对象在任职岗位、任职时间、业绩贡献、绩效考核结果等多方面因素。完善的员工激励制度有利于充分调动公司高级管理人员、核心业务和技术骨干等人员的积极性

图10：2023 年分红比率近 100%，近三年维持较高水平


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

2023 年公司实现营收 213 亿元 (+5.62%)，归母净利润 21.8 亿元 (+5.42%)，扣非归母净利润 19.94 亿元 (+5.63%)。单季度看 2023Q4 营收 59.37 亿元 (+14.4%)，归母净利润 8.18 亿元 (+7.75%)，扣非归母净利润 6.6 亿元 (+6.78%)，单季度营收增长稳健，利润增速低于收入增速主要系同期重获所得税减免使得利润基数较高所致。长期看好内销经营稳健/市占率稳定，高质量经营或维持较高分红比率，我们维持 2024~2025 年盈利预测，并新增 2026 年盈利预测，预计 2024~2026 年归母净利润为 24.22/26.88/29.35 亿元（2024~2025 年原值为 24.22/26.88 亿元），对应 EPS 为 3.00/3.33/3.64 元，当前股价对应 PE 为 19.4/17.5/16.0 倍。

5、风险提示

SEB 订单兑现不及预期；原材料价格上涨；行业竞争加剧等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9518	10037	12385	14823	16399
现金	3563	3548	5584	7230	8650
应收票据及应收账款	1954	2874	2356	3406	2811
其他应收款	16	16	19	20	22
预付账款	340	193	384	252	434
存货	2495	2263	2899	2773	3338
其他流动资产	1150	1143	1143	1143	1143
非流动资产	3434	3070	3049	3042	2998
长期投资	62	62	60	58	57
固定资产	1303	1243	1239	1262	1249
无形资产	440	429	415	389	363
其他非流动资产	1629	1336	1335	1332	1330
资产总计	12953	13107	15434	17865	19397
流动负债	5715	6524	6435	7380	7212
短期借款	0	200	200	200	200
应付票据及应付账款	3693	4441	4384	5313	5135
其他流动负债	2022	1884	1851	1867	1877
非流动负债	165	200	200	200	200
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	165	200	200	200	200
负债合计	5880	6725	6635	7580	7412
少数股东权益	37	37	32	28	23
股本	809	807	807	807	807
资本公积	125	173	173	173	173
留存收益	6222	5873	6811	7779	8785
归属母公司股东权益	7036	6345	8767	10257	11962
负债和股东权益	12953	13107	15434	17865	19397

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3160	2035	2167	2975	2761
净利润	2066	2179	2418	2684	2930
折旧摊销	152	160	136	148	160
财务费用	-97	-68	10	24	21
投资损失	-54	-49	-42	-34	-29
营运资金变动	1022	-127	-355	149	-313
其他经营现金流	72	-61	1	5	-8
投资活动现金流	-472	-244	-74	-107	-89
资本支出	165	137	116	142	118
长期投资	0	0	1	2	1
其他投资现金流	-307	-107	41	33	27
筹资活动现金流	-2766	-2782	-58	-1222	-1251
短期借款	0	200	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-0	-2	0	0	0
资本公积增加	2	48	0	0	0
其他筹资现金流	-2768	-3027	-58	-1222	-1251
现金净增加额	-48	-990	2036	1646	1421

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20171	21304	23081	25430	27437
营业成本	14969	15700	17034	18717	20166
营业税金及附加	131	142	124	129	135
营业费用	2156	2298	2423	2670	2853
管理费用	374	394	392	407	412
研发费用	416	431	450	509	549
财务费用	-97	-68	10	24	21
资产减值损失	-11	6	-7	-5	-2
其他收益	237	249	250	250	250
公允价值变动收益	1	1	1	1	1
投资净收益	54	49	42	34	29
资产处置收益	-1	-4	-2	-2	-3
营业利润	2535	2681	2931	3257	3566
营业外收入	14	15	22	23	15
营业外支出	4	12	5	7	8
利润总额	2545	2685	2948	3273	3573
所得税	479	505	531	589	643
净利润	2066	2179	2418	2684	2930
少数股东损益	-1	-0	-4	-4	-5
归属母公司净利润	2068	2180	2422	2688	2935
EBITDA	2590	2750	2978	3259	3526
EPS(元)	2.56	2.70	3.00	3.33	3.64

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-6.6	5.6	8.3	10.2	7.9
营业利润(%)	6.3	5.8	9.3	11.1	9.5
归属于母公司净利润(%)	6.4	5.4	11.1	11.0	9.2
获利能力					
毛利率(%)	25.8	26.3	26.2	26.4	26.5
净利率(%)	10.2	10.2	10.5	10.6	10.7
ROE(%)	29.2	34.2	27.5	26.1	24.4
ROIC(%)	65.5	79.4	78.0	90.0	88.5
偿债能力					
资产负债率(%)	45.4	51.3	43.0	42.4	38.2
净负债比率(%)	-49.8	-51.5	-61.0	-68.2	-70.4
流动比率	1.7	1.5	1.9	2.0	2.3
速动比率	1.1	1.1	1.3	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.6	1.6	1.5	1.5
应收账款周转率	8.7	8.9	8.9	8.9	8.9
应付账款周转率	4.7	5.4	5.4	5.4	5.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.56	2.70	3.00	3.33	3.64
每股经营现金流(最新摊薄)	3.92	2.52	2.69	3.69	3.42
每股净资产(最新摊薄)	8.72	7.87	10.87	12.71	14.83
估值比率					
P/E	22.7	21.5	19.4	17.5	16.0
P/B	6.7	7.4	5.4	4.6	3.9
EV/EBITDA	16.6	15.8	13.9	12.2	10.8

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