

深耕精密焊接，积极布局半导体及新能源

——快克智能(603203)公司首次覆盖报告

增持|首次评级

报告要点:

● 深耕精密焊接设备，积极布局电子智能装备

公司是专业的智能装备和成套解决方案供应商，致力于为精密电子组装半导体封装检测领域提供智能装备解决方案。公司在运动控制、软件系统、视觉算法、精密模组等技术方面不断创新突破，形成精密焊接装联设备、视觉检测制程设备、智能制造成套装备、固晶键合封装设备，服务于智能终端、新能源汽车、智能物联、半导体等行业，推动工业数字化、智能化升级。

● 消费电子复苏，精密焊接设备业务有望持续增长

2023年消费电子行业需求疲软，但随着持续去库存和AI技术的赋能，行业有望迎来复苏。据Canalys，预计2024年智能手机出货量将达到11.7亿部，同比增长4%，到2027年将达12.5亿部，2023-2027年CAGR为2.6%。伴随下游消费电子需求复苏，公司精密焊接设备业务有望持续增长。

● 新能源市场规模持续提升，公司有望从中受益

根据EV Tank，新能源汽车2025年销量将达1,800万辆，市占率将超50%。2023年初，受到新能源汽车补贴政策的退坡影响，新能源车渗透率有所回落，但之后渗透率环比逐步改善，公司有望从中充分受益。

● 切入半导体封装，打开成长新蓝海

全球半导体产业链向国内转移，封测已成为我国半导体强势产业，市场规模持续提升。根据中国半导体行业协会的数据，封测行业有望保持持续增长，预计2026年中国封测市场规模将达3248.4亿元。公司具备银烧结为核心的功率半导体封装成套解决方案能力，优势显著，是国产替代的先行者。

● 营收净利稳定增长，期间费用把控良好

2024Q1-Q3，公司营收同比增长15.13%至6.83亿元；归母净利润同比增长4.33%至1.63亿元，盈利能力有所回升。期间费用率方面，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为7.88%/4.38%/13.34%/-0.11%，分别同比-1.05pct/-0.38pct/-1.17pct/+1.97pct，整体把控良好。

● 投资建议与盈利预测

我们预计2024-2026年公司营收和归母净利润分别为9.97/12.20/14.42亿元和2.54/3.13/3.76亿元，对应EPS为1.02/1.26/1.51元/股，按照最新股价测算，对应PE估值分别为25/20/17倍，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

宏观经济景气波动的风险、下游行业需求不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、盈利能力下降的风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	901.41	792.60	997.23	1220.19	1442.07
收入同比(%)	15.48	-12.07	25.82	22.36	18.18
归母净利润(百万元)	273.38	191.00	253.60	313.02	376.30
归母净利润同比(%)	2.14	-30.13	32.78	23.43	20.21
ROE(%)	19.50	13.91	17.30	19.99	22.41
每股收益(元)	1.10	0.77	1.02	1.26	1.51
市盈率(P/E)	22.78	32.61	24.56	19.90	16.55

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价：25.00元

基本数据

52周最高/最低价(元): 28.91 / 17.4

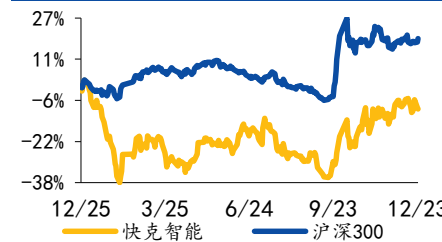
A股流通股(百万股): 249.15

A股总股本(百万股): 249.15

流通市值(百万元): 6228.83

总市值(百万元): 6228.83

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 龚斯闻

执业证书编号 S0020522110002

电话 021-51097188

邮箱 gongsiwen@gyzq.com.cn

分析师 楼珈利

执业证书编号 S0020524040002

电话 021-51097188

邮箱 loujiali@gyzq.com.cn

目 录

1. 深耕精密焊接设备，积极布局半导体封装领域.....	3
1.1 快克智能：专业的智能装备和成套解决方案供应商.....	3
1.2 公司保持稳健经营，盈利能力逐步回升.....	5
2. 盈利预测及投资建议.....	7
2.1 盈利预测.....	7
2.2 投资建议.....	8
3. 风险提示.....	9

图表目录

图 1：快克智能发展历史沿革.....	3
图 2：快克智能主要业务及下游介绍.....	4
图 3：2019-2024Q1-Q3 快克智能营业收入.....	5
图 4：2019-2024 Q1-Q3 快克智能归母净利润.....	5
图 5：2019-2024 Q1-Q3 快克智能毛利率净利率.....	6
图 6：2019-2024 Q1-Q3 快克智能期间费用率.....	6
表 1：公司分业务收入及毛利率预测.....	7
表 2：可比公司估值情况.....	8

1. 深耕精密焊接设备，积极布局半导体封装领域

1.1 快克智能：专业的智能装备和成套解决方案供应商

快克智能致力于为精密电子组装半导体封装检测领域提供智能装备解决方案。快克智能装备股份有限公司创立于1993年，是国家高新技术企业。2003年，快克设备正式推出控温无铅焊台。2010年，公司正式推出锡焊机器人系列及装联用点胶机器人系列，迅速得到数家主流电子产品加工商的认可。2013年，快克股份正式推出为客户定制的柔性自动化生产线产品。2016年，公司在上交所主板上市。近年来，公司在运动控制、软件系统、视觉算法、精密模组等技术方面不断创新突破，形成精密焊接装联设备、视觉检测制程设备、智能制造成套装备、固晶键合封装设备四大板块。

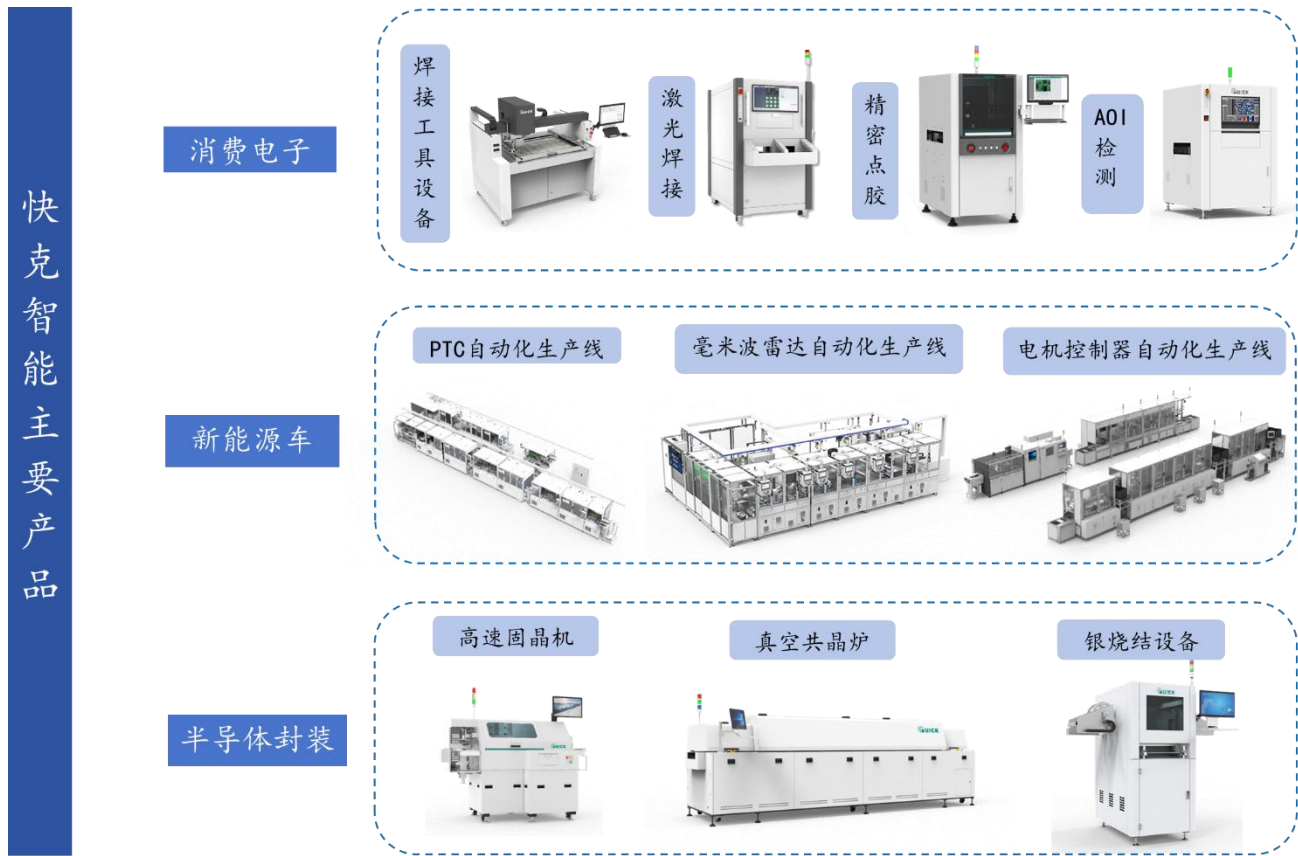
图 1：快克智能发展历史沿革



资料来源：招股说明书，公司年报，国元证券研究所

按照下游应用领域，公司业务主要可分为消费电子、AI 智能硬件、新能源车、半导体封装等行业。公司的主要产品包括激光焊接设备、精密点胶设备等装联设备，智能穿戴、AI 智能硬件、芯片封装等机器视觉制程设备，以及智能制造成套设备和半导体封装行业的固晶键合封装设备。

图 2：快克智能主要业务及下游介绍



资料来源：公司官网，公司年报，国元证券研究所

深度绑定头部企业，加速国际化布局。公司为长城曼德、复睿智行等多家头部企业提供了多条毫米波雷达自动化整线解决方案；为禾赛科技提供了激光雷达精密焊接检测产线；为伯特利等客户提供了多条线控底盘自动化整线解决方案；为南方精工等客户提供了电动空调压缩机自动化整线解决方案。同时，公司不断拓展应用场景、挖掘市场机会，积极参与特斯拉、博世汽车电子、联合汽车电子等国际知名企业的众多研发项目，加速国际化布局。

消费电子复苏，24 年全球智能手机出货量有望提升。2023 年消费电子行业需求疲软，但伴随持续去库存和 AI 技术的赋能，行业复苏将提速。根据 Canalsys 数据，2023 年全球智能手机出货量 11.4 亿部，下降 5%，降幅收窄，预计 2024 年智能手机出货量将达到 11.7 亿部，同比增长 4%，到 2027 年将达到 12.5 亿部，2023-2027 年年复合增长率为 2.6%。伴随着下游消费电子的需求复苏，公司精密焊接设备业务有望迎来持续增长。

新能源汽车市场崛起，渗透率稳定提升。2023 年我国新能源汽车销量达到 949.5 万辆，同比增长 37.9%，市场占有率达 31.6%，根据 EV Tank，新能源汽车 2025 年销量将达到 1,800 万辆，2019-2025 年复合增长率为 42%，市占率将超 50%。2023 年初，受到新能源汽车补贴政策的退坡影响，新能源车渗透率有所回落，但之后渗透率

环比逐步改善，补贴退坡后，新能源车渗透率仍维持向好趋势。新能源汽车行业的蓬勃发展，公司有望从中充分受益。

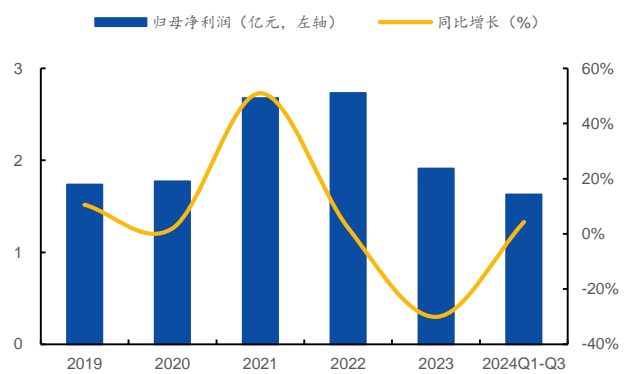
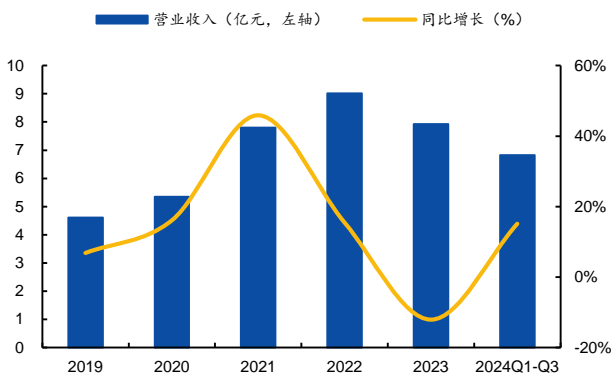
封测行业的发展将带动封装设备的需求增长，有望实现国产替代。全球半导体产业链向国内转移，封测产业已成为我国半导体的强势产业，市场规模持续向上突破。根据中国半导体行业协会和集微咨询的数据，2022 年中国封测产业的规模小幅增长，达到 2995 亿元。封测行业有望保持持续增长，预计 2026 年中国封测市场规模将达到 3248.4 亿元。随着中国封测行业的快速发展，中国封装设备市场规模也将进一步提升。公司具备银烧结为核心的功率半导体封装成套解决方案能力，优势显著，是国产替代的先行者。

1.2 公司保持稳健经营，盈利能力逐步回升

公司营收同比增长，盈利能力有所回升。2019-2022 年公司营业收入从 4.61 亿元提升至 9.01 亿元。2023 年，受消费电子行业复苏疲软影响，业绩短期承压，公司营业收入下降至 7.93 亿元，同比减少 12.07%。公司 2019-2022 年归母净利润逐年增加，2023 年归母净利润有较大减少，盈利能力降低。2024Q1-Q3，公司营收同比增长 15.13%至 6.83 亿元；归母净利润同比增长 4.33%至 1.63 亿元，盈利能力有所回升。

图 3：2019-2024Q1-Q3 快克智能营业收入

图 4：2019-2024 Q1-Q3 快克智能归母净利润

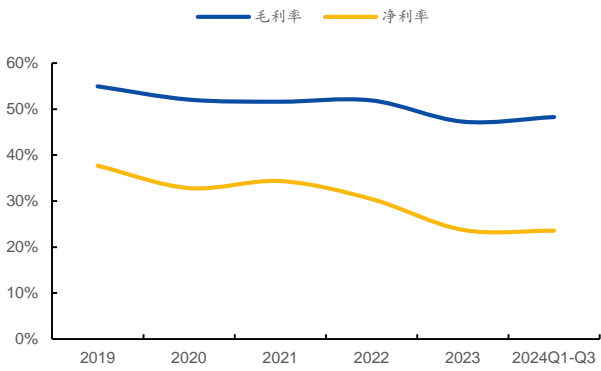


资料来源：iFinD，国元证券研究所

资料来源：iFinD，国元证券研究所

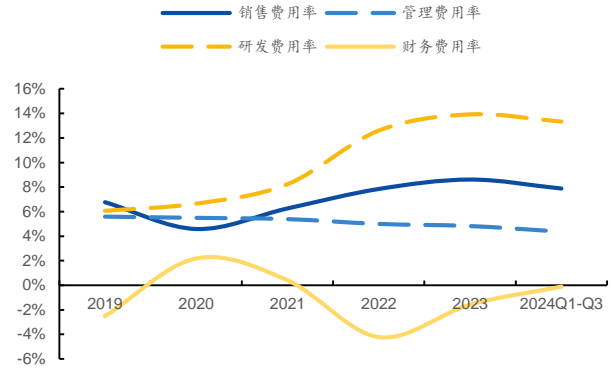
毛利率、净利率趋于下降，公司期间费用率整体把控良好。2024Q1-Q3 公司毛利率 48.31%，同比-2.45pct；净利率 23.59%，同比-2.54pct，整体趋于下降，但仍旧维持在较高水平。期间费用率方面，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.88%/4.38%/13.34%/-0.11%，分别同比-1.05pct/-0.38pct/-1.17pct/+1.97pct，除了财务费用由于利息收入减少导致有所上升之外，其他费用率均有所降低，体现了公司优秀的成本控制能力。此外，公司重视研发投入，持续增强新技术、新产品的创新开发，加大研发投入，2024Q1-Q3 研发费用率仍旧高达 13.34%。

图 5：2019-2024 Q1-Q3 快克智能毛利率净利率



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 6：2019-2024 Q1-Q3 快克智能期间费用率



资料来源：iFinD，国元证券研究所

2. 盈利预测及投资建议

2.1 盈利预测

1) 精密焊接装联设备业务：受益于下游消费电子市场复苏及新能源汽车智能化加速，焊接设备需求有望持续增长。公司不断开拓客户，在下游需求复苏的背景下，未来三年该业务有望得到持续增长。我们预计公司该业务 2024-2026 年营收增速分别为 15%、13%、10%；毛利率分别为 52.5%、53.0%、54.0%。

2) 智能制造成套设备业务：公司智能制造成套设备业务主要包括毫米波雷达自动化产线等，伴随新能源汽车销量持续增长及智能化的持续加速，未来三年公司该业务有望得到平稳增长。我们预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 15%、10%、6%；毛利率分别为 28.0%、28.2%、28.5%。

3) 机器视觉制程设备业务：公司视觉检测从焊点检测向标品检测拓展，具备长期成长趋势，未来三年公司该业务有望保持快速增长。我们预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 85%、55%、40%；毛利率分别为 53.5%、54.0%、54.5%。

4) 固晶键合封装设备业务：公司在功率器件，包括传统分立器件及 SiC 的后道封装设备有望迎来放量。我们预计该业务 2024-2026 年营收增速分别为 80%、60%、40%；毛利率分别为 34.5%、36.0%、37.0%。

5) 其他业务：我们预计 2024-2026 年公司其他业务收入均同比增长 5%；毛利率预计均为 2%。

综上，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 9.97/12.20/14.42 亿元，营收增速分别为 25.82%、22.36%、18.18%，归母净利润分别为 2.54/3.13/3.76 亿元，归母净利润增速分别为 32.78%、23.43%、20.21%。

表 1：公司分业务收入及毛利率预测

业务	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (亿元)	9.01	7.93	9.97	12.20	14.42
YOY	15.48%	-12.07%	25.82%	22.36%	18.18%
营业总成本 (亿元)	4.33	4.18	5.19	6.27	7.26
毛利率	51.92%	47.30%	47.93%	48.65%	49.66%
精密焊接装联设备					
营业收入 (亿元)	6.62	5.28	6.07	6.86	7.54
YOY	5.40%	-20.24%	15.00%	13.00%	10.00%
营业成本 (亿元)	3.01	2.53	2.88	3.22	3.47
毛利率	54.54%	52.06%	52.50%	53.00%	54.00%
智能制造成套设备					
营业收入 (亿元)	1.11	1.40	1.61	1.77	1.88
YOY	79.88%	26.68%	15.00%	10.00%	6.00%
营业成本 (亿元)	0.66	1.01	1.16	1.27	1.34
毛利率	40.17%	27.93%	28.00%	28.20%	28.50%

机器视觉制程设备					
营业收入 (亿元)	1.13	1.00	1.86	2.88	4.03
YOY	28.93%	-11.40%	85.00%	55.00%	40.00%
营业成本 (亿元)	0.55	0.47	0.86	1.32	1.83
毛利率	51.39%	53.12%	53.50%	54.00%	54.50%
固晶键合封装设备					
营业收入 (亿元)	0.15	0.24	0.43	0.69	0.97
YOY	443.98%	57.40%	80.00%	60.00%	40.00%
营业成本 (亿元)	0.11	0.16	0.28	0.44	0.61
毛利率	30.59%	33.85%	34.50%	36.00%	37.00%
其他业务					
营业收入 (亿元)	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
YOY	0.70%	-30.54%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本 (亿元)	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
毛利率	-37.70%	-98.06%	2.00%	2.00%	2.00%

资料来源: iFinD, 国元证券研究所

2.2 投资建议

快克智能深耕精密焊接领域,近年来布局半导体封装领域,我们选取布局半导体固晶机的新益昌、视觉检测领域的奥普特布局激光打标等加工设备的杰普特作为公司的可比公司,对应 2024-2026 年平均 PE 分别为 36/26/19 倍。我们预计 2024-2026 年公司营收和归母净利润分别为 9.97/12.20/14.42 亿元和 2.54/3.13/3.76 亿元,对应 EPS 为 1.02/1.26/1.51 元/股,按照最新股价测算,对应 PE 估值分别为 25/20/17 倍,首次覆盖给予“增持”评级。

表 2: 可比公司估值情况

公司简称	市值 (亿元)	EPS				PE			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
新益昌	48.84	0.59	1.53	2.27	3.25	177.48	31.17	21.11	14.73
奥普特	89.84	1.58	1.58	2.15	2.79	70.68	46.41	34.13	26.38
杰普特	46.92	1.13	1.61	2.27	2.90	81.85	30.66	21.73	17.00
平均值						110.00	36.08	25.66	19.37
快克智能	62.29	0.77	1.02	1.26	1.51	32.61	24.56	19.90	16.55

资料来源: iFinD, 国元证券研究所

注: 可比公司数据来自 iFinD 一致预期, 数据截至 2024 年 12 月 24 日

3.风险提示

宏观经济景气波动的风险：公司的产品广泛应用于3C、新能源、半导体等领域，其采购需求与宏观经济和相关行业的景气度紧密相关。若未来全球及国内宏观经济景气度大幅波动，将对公司销售和业绩产生不利影响。

下游行业需求不及预期的风险：公司重点发展的消费电子及半导体设备领域，若下游消费电子需求持续低迷，且扩产不及预期，面对激烈的市场竞争，可能会影响公司相关产品销售，或将对公司业绩产生影响。

市场竞争加剧的风险：公司各项业务所处行业均为技术更新迭代较快的领域，若公司创新能力不及预期，市场竞争加剧，或将面临市场份额下降的风险。

盈利能力下降的风险：公司凭借核心竞争能力，保持较高综合毛利率水平，但随着更多新的竞争者加入或市场环境的变化，竞争可能将更加激烈。在此格局下，公司为应对竞争获取更多市场份额，综合毛利率及其他盈利指标有出现下降的风险。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1447.10	1306.66	1473.70	1595.53	1715.63
现金	577.66	154.31	329.21	312.32	291.61
应收账款	287.36	244.87	306.44	377.96	445.32
其他应收款	3.33	3.39	4.91	5.50	6.64
预付账款	6.65	3.56	5.55	6.73	7.52
存货	212.87	227.10	265.88	325.28	378.13
其他流动资产	359.24	673.44	561.70	567.74	586.40
非流动资产	430.86	471.58	510.73	567.35	614.17
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	109.49	102.27	144.29	171.32	198.59
无形资产	20.50	47.03	62.19	79.64	97.84
其他非流动资产	300.87	322.28	304.24	316.40	317.75
资产总计	1877.96	1778.24	1984.42	2162.88	2329.80
流动负债	426.98	348.69	470.11	549.42	605.30
短期借款	14.50	5.00	53.31	81.55	92.67
应付账款	125.96	99.82	133.34	160.69	184.14
其他流动负债	286.52	243.87	283.46	307.18	328.50
非流动负债	21.04	30.83	24.37	25.97	26.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	21.04	30.83	24.37	25.97	26.25
负债合计	448.01	379.51	494.48	575.39	631.55
少数股东权益	27.82	25.16	23.83	21.78	19.01
股本	249.65	250.55	249.15	249.15	249.15
资本公积	386.19	399.74	401.13	401.13	401.13
留存收益	795.44	736.81	840.09	936.93	1050.05
归属母公司股东权益	1402.13	1373.57	1466.11	1565.71	1679.24
负债和股东权益	1877.96	1778.24	1984.42	2162.88	2329.80

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	241.78	209.73	200.69	219.70	292.18
净利润	274.62	188.34	252.27	310.97	373.53
折旧摊销	15.98	19.04	16.06	21.18	26.00
财务费用	-38.14	-12.44	-6.18	-7.21	-5.96
投资损失	-19.51	-18.85	-20.76	-19.92	-20.02
营运资金变动	-47.23	7.49	-34.83	-90.13	-84.58
其他经营现金流	56.06	26.16	-5.87	4.81	3.22
投资活动现金流	-36.43	-84.74	79.82	-58.08	-67.30
资本支出	28.00	69.41	55.00	45.00	50.00
长期投资	-205.31	324.35	-13.91	6.25	-0.81
其他投资现金流	-213.74	309.02	120.91	-6.83	-18.11
筹资活动现金流	-219.34	-244.72	-105.61	-178.51	-245.58
短期借款	7.81	-9.50	48.31	28.24	11.12
长期借款	-1.71	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	58.77	0.90	-1.39	0.00	0.00
资本公积增加	12.23	13.55	1.39	0.00	0.00
其他筹资现金流	-296.43	-249.67	-153.93	-206.75	-256.70
现金净增加额	17.59	-124.66	174.90	-16.89	-20.70

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	901.41	792.60	997.23	1220.19	1442.07
营业成本	433.43	417.68	519.28	626.53	725.91
营业税金及附加	8.90	7.38	9.97	11.89	14.07
营业费用	70.73	68.26	76.79	93.34	109.60
管理费用	45.13	38.31	43.88	53.08	62.01
研发费用	113.66	110.41	129.64	155.57	180.26
财务费用	-38.14	-12.44	-6.18	-7.21	-5.96
资产减值损失	-2.03	-3.77	1.00	2.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.51	18.85	20.76	19.92	20.02
营业利润	307.04	204.20	272.86	336.33	403.95
营业外收入	0.43	0.27	0.35	0.34	0.33
营业外支出	0.76	0.35	0.48	0.48	0.46
利润总额	306.72	204.12	272.73	336.18	403.82
所得税	32.10	15.78	20.45	25.21	30.29
净利润	274.62	188.34	252.27	310.97	373.53
少数股东损益	1.24	-2.66	-1.33	-2.05	-2.77
归属母公司净利润	273.38	191.00	253.60	313.02	376.30
EBITDA	284.88	210.79	282.74	350.30	423.99
EPS (元)	1.10	0.76	1.02	1.26	1.51

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	15.48	-12.07	25.82	22.36	18.18
营业利润(%)	6.09	-33.49	33.62	23.26	20.11
归属母公司净利润(%)	2.14	-30.13	32.78	23.43	20.21
获利能力					
毛利率(%)	51.92	47.30	47.93	48.65	49.66
净利率(%)	30.33	24.10	25.43	25.65	26.09
ROE(%)	19.50	13.91	17.30	19.99	22.41
ROIC(%)	61.12	38.49	44.71	44.25	45.06
偿债能力					
资产负债率(%)	23.86	21.34	24.92	26.60	27.11
净负债比率(%)	5.56	1.84	12.11	15.16	15.52
流动比率	3.39	3.75	3.13	2.90	2.83
速动比率	2.89	3.10	2.57	2.31	2.21
营运能力					
总资产周转率	0.51	0.43	0.53	0.59	0.64
应收账款周转率	3.53	2.92	3.53	3.49	3.43
应付账款周转率	3.99	3.70	4.45	4.26	4.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.10	0.77	1.02	1.26	1.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	0.84	0.81	0.88	1.17
每股净资产(最新摊薄)	5.63	5.51	5.88	6.28	6.74
估值比率					
P/E	22.78	32.61	24.56	19.90	16.55
P/B	4.44	4.53	4.25	3.98	3.71
EV/EBITDA	18.58	25.11	18.72	15.11	12.48

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
 邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
 邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
 邮编：100027