

九号公司 (689009.SH) 2025 年更新系列 (1): 电动两轮车——智能化和情
2025 年 01 月 06 日 感价值全新升级, 聚焦新客群以及全生命周期服务

投资评级：买入（维持）

—公司信息更新报告

日期	2025/1/3
当前股价(元)	48.77
一年最高最低(元)	57.88/22.86
总市值(亿元)	34.97
流通市值(亿元)	26.80
总股本(亿股)	0.72
流通股本(亿股)	0.55
近 3 个月换手率(%)	1,258.35

吕明 (分析师)	周嘉乐 (分析师)	林文隆 (分析师)
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	linwenlong@kysec.cn
证书编号: S0790520030002	证书编号: S0790522030002	证书编号: S0790524070004

● 两轮车产品功能价值和情绪价值全新升级，维持“买入”评级

公司发布真智能 3.0，对产品智能化全新升级并推出情感价值功能。产品智能化以及情感功能升级外，营销端开始聚焦新客群，服务聚焦用户全生命周期，我们认为有助于巩固公司中高端市场地位的同时将进一步拓宽用户群。我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 11.59/16.97/24.49 亿元，对应 EPS 为 16.17/23.68/34.18 元，当前股价对应 PE 为 30.2/20.6/14.3 倍，维持“买入”评级。

● 两轮车发布真智能 3.0，产品功能价值和情感价值迎来全新升级

近日公司在真智能 2.0 基础上推出 3.0 系统，继续聚焦安全性和个性化，产品智能化和情绪价值迎来全新升级。智能化方面，推出 ESP 车身稳定系统（整合 ABS+TCS+EBD）、AI 视觉辅助系统（提供盲区监测、碰撞预警、异动哨兵等功能）、Moledrive 2.0（对助力推行、OTD、一键倒车进行升级），进一步提升用户骑行安全性。其中 ESP 和 AI 视觉辅助系统预计将率先在高端车型普及，未来 TCS 和 ABS 也将继续下放。情绪价值方面，推出个性化主题商城（自定义皮肤等）、情绪盲盒以及智能部件联动生态，提升用户个性化体验。随着智能升级以及产品情绪价值功能推出，我们认为一方面有助于巩固公司中高端市场地位，另一方面有望通过为两轮车注入情感价值和社交属性拓宽用户群。

● 产品智能化和情感功能升级外，营销开始聚焦新客群、服务聚焦全生命周期

产品智能化以及情感价值功能升级外，公司在营销侧重也有变化同时着重提升服务质量。**营销聚焦女性客群**，公司率先宣布与蛋仔派对联名，将在爆款 Q 系列基础上推出蛋仔派对联名款产品（Q85c/Q80c/Qz Mix），除整车涂装外还搭配了一系列同款联名周边，如联名头盔、NFC 钥匙卡、主题 UI 和主题音效等。我们预计后续还将针对女性用户推出具备情绪价值和安全性产品。**服务聚焦全生命周期**，售前搭建数字化平台，售中计划通过全国补能网络以及紧急呼叫中心提升用户体验，售后预计将较大幅度提升质保体系（三包件、非三包件、轮胎等）。

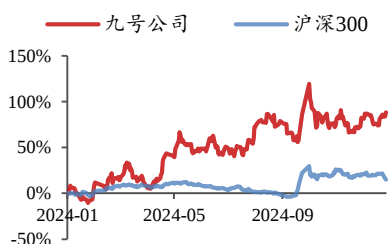
● **风险提示：**新品销售不及预期；渠道开拓不及预期；汇率波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,124	10,222	14,182	18,641	24,142
YOY(%)	10.7	1.0	38.7	31.4	29.5
归母净利润(百万元)	451	598	1,159	1,697	2,449
YOY(%)	9.9	32.5	93.8	46.5	44.3
毛利率(%)	26.0	26.9	30.1	31.5	32.4
净利率(%)	4.5	5.9	8.2	9.1	10.1
ROE(%)	9.1	10.8	17.3	20.2	22.6
EPS(摊薄/元)	6.30	8.34	16.17	23.68	34.18
P/E(倍)	77.5	58.5	30.2	20.6	14.3
P/B(倍)	7.1	6.4	5.3	4.2	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024Q3 业绩维持高增，两轮车利润率维持高位，割草机器人淡季超预期增长—公司信息更新报告》

-2024.10.29

《2024H1 业绩持续超预期，两轮车/全地形车/割草机器人在产品和渠道共振下收入高增且盈利提升—公司信息更新报告》-2024.8.7

《产品差异化创新带来供给创造需求，看好盈利能力持续提升——公司深度报告》-2024.7.31

目 录

1、 两轮车真智能 3.0 时代：新技术、新服务、新客群.....	3
1.1、 产品智能化技术全新升级：车身稳定系统、AI 视觉辅助、鼯鼠控 2.0.....	3
1.2、 产品情绪价值全新升级：个性化主题商城、情绪盲盒、智能部件互联生态	4
1.3、 全生命周期服务全新升级：紧急呼叫中心、全国快速补能网络、VIP 权益、质保提升	6
1.4、 新客群：注重社交属性和情绪价值，发力女性用户等新客群	7
2、 风险提示	9
附：财务预测摘要	10

图表目录

图 1： 真智能 3.0 系统加入 ESP 车身稳定系统，能够提供最有刹车方案	4
图 2： AI 视觉辅助系统将提供行车记录、行车预警、AI 识别、异动哨兵等功能，预计将在 2025 年正式上线	4
图 3： 真智能 3.0 系统加入主题商城，将为用户提供个性主题皮肤和音效	5
图 4： 真智能 3.0 系统加入情绪盲盒，每日开机为不同用户送上祝福语	5
图 5： 真智能 3.0 加入智能部件联动生态，可通过兼容 Ninebot OS 协议的智能部件实现车机无缝联动	6
图 6： 真智能 3.0 系统加入紧急呼叫中心，为用户提供无杂讯干扰专线同时加入云电高危热失控提醒、高危低电量预警提醒等	6
图 7： 公司将基于全国 7000 多家门店建立快速补能网络，为用户提供更方便的补能场景	7
图 8： 公司将进一步提升质保服务，三包件/非三包件/轮胎等质保提升	7
图 9： 艾瑞咨询数据显示两轮车行业男性和女性占比相当	8
图 10： 男性/女性百度搜索九号关键词的占比分别为 80%/20%	8
图 11： 公司宣布推出蛋仔派对联名款产品，搭配一系列联名头盔、NFC 钥匙卡、主题 UI 等	8
表 1： 从真智能 1.0 到真智能 3.0，产品骑行安全性和体验持续提升，全新真智能 3.0 为产品注入情绪价值	3

1、两轮车真智能 3.0 时代：新技术、新服务、新客群

2019 年公司发布真智能 1.0 系统，通过创新性 RideyGO 系统提升骑行体验并且采用三重定位以及 AHRS 姿态感应系统提高车辆安全性，带动两轮车行业进入真智能时代。

2022 年公司对真智能进行全新升级推出 2.0 系统(安全性升级以及个性化设计)，推出 RideyLONG 长续航系统以及 Moledrive 鼯鼠控系统进一步提升骑行体验和安全性，同时发布联名款专属 UI 以及生日音效等具备情绪价值和社交属性功能。此外，公司于 2023-2024 年先后通过 OTA 升级和仪表升级引入 RideyFun 智控系统等功能。

2025 年公司在真智能 2.0 基础上推出 3.0 系统，继续聚焦安全性和个性化，产品功能价值和情绪价值全新升级。功能价值方面，推出 ESP 车身稳定系统、AI 视觉辅助系统、Moledrive 2.0、紧急呼叫中心等功能，进一步提升用户骑行安全性。情绪价值方面，推出个性化主题商城、情绪盲盒以及智能部件联动生态，提升用户个性化体验。基于此次升级，公司计划在三年内构建一个能够满足用户情绪价值、且竞争不内卷的行业绿洲。

表1：从真智能 1.0 到真智能 3.0，产品骑行安全性和体验持续提升，全新真智能 3.0 为产品注入情绪价值

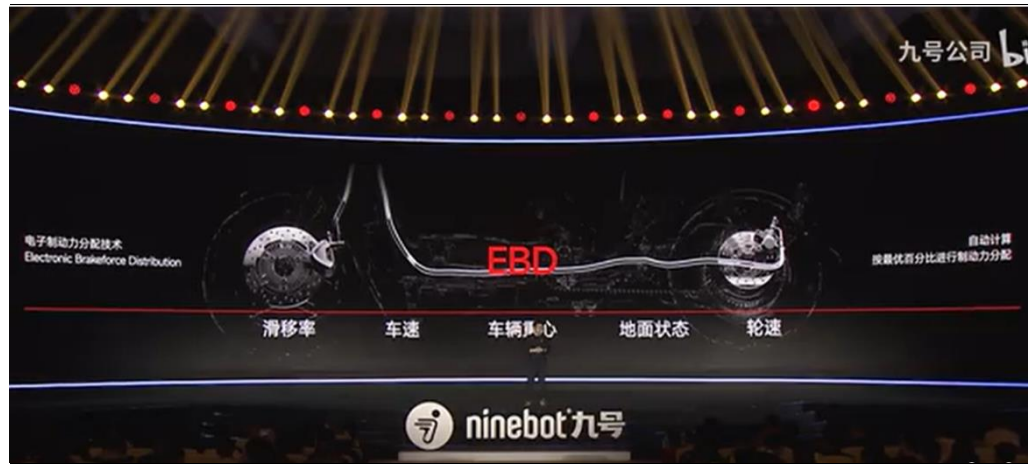
真智能 1.0		真智能 2.0			真智能 3.0
发布时间	2019	2022	2023	2024	2025
关键词	“智”时代	软件定义硬件；“驾”时代			享科技、享乐趣、享生态、享服务
智能化功能	RideyGO	RideyLONG			安全性： (1) ESP 车身稳定系统 (2) AI 视觉辅助系统 (3) Moledrive 2.0（玩家模式可调参数、OTD2.0、零力推行、后仰抑制、坡道自适应） (4) 紧急呼叫中心 实用乐趣性： (1) 个性化主题商城 (2) 情绪盲盒 (3) 智能部件联动生态
	三重定位	Moledrive 1.0（坡道驻车、助力推行、TCS、一键倒车）		玩家模式调节动力输出曲线	
	整车 OTA	线性 ABS	RideyFun 智控系统	冬眠模式	
	AHRS 姿态感应系统	云电系统		陡坡缓降	
		联名款专属 UI		胎压检测	
		生日音效			

资料来源：九号电动公众号、九号电动新品发布会、开源证券研究所

1.1、产品智能化技术全新升级：车身稳定系统、AI 视觉辅助、鼯鼠控 2.0

ESP 车身稳定系统：ESP 已是汽车领域重要安全辅助技术。公司在此基础上推出了 Ninebot ESP，通过整合自研的 ABS、TCS，并新增 EBD（制动力分配系统），全面提升安全性能。EBD 系统可以根据不同路况、车速、车辆重心等因素，智能分配前后制动力。不论驾驶者如何操作制动，系统都能提供最优方案，缩短制动距离并保持车身稳定，确保骑行安全。随着后续技术降本和规模降本，预计未来有望实现全系普及 TCS，4000+价位段普及 ABS，8000+价位段普及 ESP 系统。

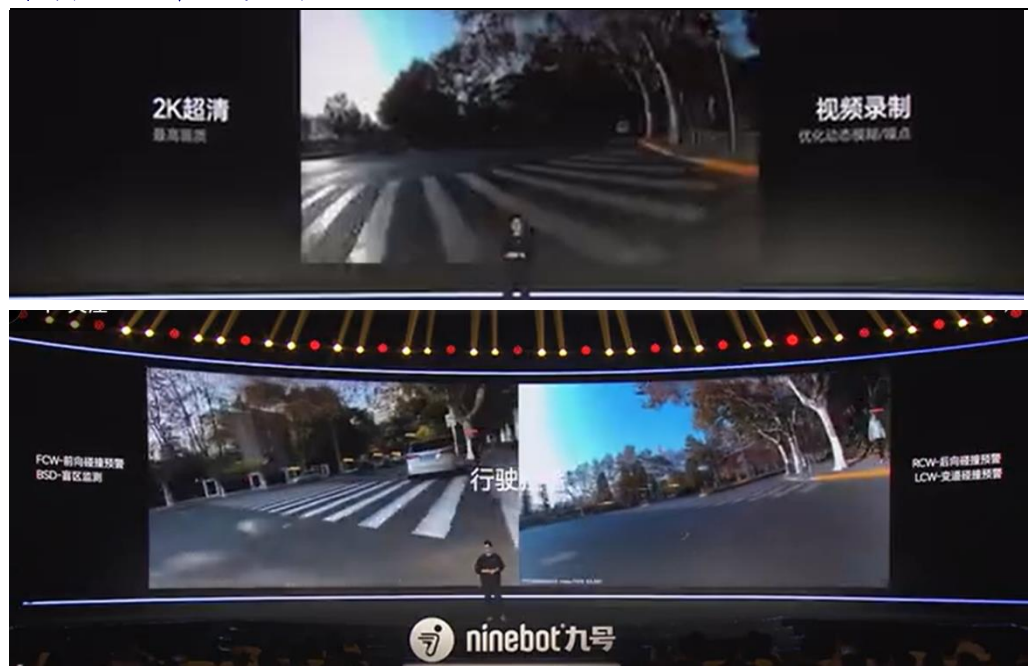
图1：真智能 3.0 系统加入 ESP 车身稳定系统，能够提供最有刹车方案



资料来源：九号公司新品发布会

AI 视觉辅助系统：该系统搭载三颗高性能 AI 芯片的摄像头，结合 24TOPS 的强大算力，不仅能够提供 2K 高清行车记录功能，还集成了前后向碰撞预警、盲区监测、车道偏离警告等智能预警能力。Ninebot SIGHT 还支持 AI 手势识别和云端互通，通过 App 实现紧急录像、远程监控等功能。Ninebot SIGHT 将异动报警功能升级为异动哨兵，通过 APP 可实时视频查看车辆移动时周围发生的状况。我们预计该系统将适配大部分已有车型，在 2025 年正式上线。

图2：AI 视觉辅助系统将提供行车记录、行车预警、AI 识别、异动哨兵等功能，预计将在 2025 年正式上线



资料来源：九号公司新品发布会

鼯鼠控 2.0：新增了负油门转把（倒车更便捷）、零力推行和坡道辅助等功能，继续提升骑行操控性和舒适度。同时，为了满足核心玩家用户需求，公司还开发了后仰抑制模式，确保极限动作后的车辆稳定性。

1.2、产品情绪价值全新升级：个性化主题商城、情绪盲盒、智能部件互联生态

主题商城：真智能 3.0 将上线主题商城，将为用户提供个性主题皮肤、音效等选择。用户可以通过商城自由搭配个性化内容，预计未来还能通过 C2C 平台分享和交易自定义设计，打破“千篇一律”的出厂设置。此外，主题商城预计还将定期推出官方联动 IP 主题。

图3：真智能 3.0 系统加入主题商城，将为用户提供个性主题皮肤和音效



资料来源：九号公司新品发布会

情绪盲盒：每天的首次开机，情绪盲盒将为不同用户推送不同祝福语，通过简单互动拉近用户与车辆的情感距离。

图4：真智能 3.0 系统加入情绪盲盒，每日开机为不同用户送上祝福语



资料来源：九号公司新品发布会

智能部件联动生态：通过兼容 Ninebot OS 协议的智能部件（如智能尾箱、加热部件、音响、氛围灯等），能够实现车与部件的无缝联动，为用户提供更广阔的个性化空间，例如用车机键或者 APP 打开智能尾箱、用 APP 远程加热智能部件。这些部件通过原生兼容能力保持较高交互体验，并将借助九号生态平台推动第三方配件的创新应用。

Ninebot OS 是公司专为短交通行业专属打造的智能操作系统，融合云、端、边算力，重构真智能的底层架构。从音乐播放到导航、通话，Ninebot OS 通过优化算力分配，能够使得智能化功能下放到更广泛的车型。

图5：真智能 3.0 加入智能部件联动生态，可通过兼容 Ninebot OS 协议的智能部件实现车机无缝联动



资料来源：九号公司新品发布会

1.3、全生命周期服务全新升级：紧急呼叫中心、全国快速补能网络、VIP 权益、质保提升

紧急呼叫中心：结合 Ninebot OS 的摔车检测技术，系统将为用户提供一条无干扰的紧急呼叫专线，确保重要信息及时传递，最大程度保障用户及其家人的安全。女性用户为主的产品还将增加主动呼叫功能。此外会加入云电高危热失控提醒、高危低电量预警提醒等。

图6：真智能 3.0 系统加入紧急呼叫中心，为用户提供无杂讯干扰专线同时加入云电高危热失控提醒、高危低电量预警提醒等



资料来源：九号公司新品发布会

全国补能网络：基于全国 7000 多家门店建立快速补能网络，将为用户提供更方便的补能场景，用户可通过 APP 查询附近闲置充电桩。

图7：公司将基于全国 7000 多家门店建立快速补能网络，为用户提供更方便的补能场景



资料来源：九号公司新品发布会

建立完善九号会员体系，覆盖用户更多细分场景：APP 主题商城商品免费试用、二手车&租车抵扣、专属客服、专属维修优惠、道路救援等。

质保提升：2025 年 1 月 1 日起整车 2 年超长质保；轮胎提升至 1 年质保；非三包件提升至 1 年质保、原三包件提升至 2 年质保等。

图8：公司将进一步提升质保服务，三包件/非三包件/轮胎等质保提升



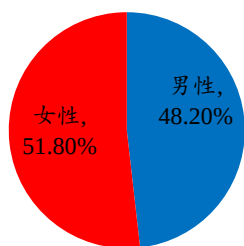
资料来源：九号公司新品发布会

1.4、新客群：注重社交属性和情绪价值，发力女性用户等新客群

不同于行业平均和竞对，公司目前客群仍以男性为主，女性用户占比较低。艾瑞咨询调研数据显示电动两轮车行业男性和女性占比相当。但我们预计公司仍以男性群体为主，百度搜索表现上看男性/女性搜索占比分别为 80%/20%。此外，艾瑞咨询调研数据显示两轮车近 70%用户已婚有孩，我们预计当前公司有孩家庭客群占比也较低。

随着前述智能化技术升级以及产品情绪价值功能升级，我们认为一方面有助于巩固公司中高端市场地位，另一方面有望通过为两轮车注入情绪价值（主题商城、情绪盲盒等）和社交属性（引入 C2C 平台让用户自己设计分享、智能部件生态）实现进一步破圈而拓宽用户群。

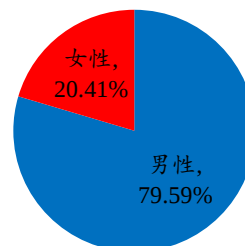
图9：艾瑞咨询数据显示两轮车行业男性和女性占比相当



■ 男性 ■ 女性

数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图10：男性/女性百度搜索九号关键词的占比分别为80%/20%



■ 男性 ■ 女性

数据来源：百度指数、开源证券研究所

为拓展女性客群，公司率先宣布与蛋仔派对联名（蛋仔派对女性用户为主），预计后续还将针对女性用户推出具备情绪价值和安全性的产品。公司在爆款Q系列基础上推出蛋仔派对联名款产品（Q85c/Q80c/Qz Mix），预计于2025年3月正式开售。除整车涂装外还搭配了一系列同款联名周边，如联名头盔、NFC 钥匙卡、主题 UI 和主题音效等。

图11：公司宣布推出蛋仔派对联名款产品，搭配一系列联名头盔、NFC 钥匙卡、主题 UI 等



资料来源：九号公司新品发布会

2、风险提示

新品销售不及预期；渠道开拓不及预期；汇率波动风险等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7209	7706	11860	14553	19546
现金	3081	4974	8384	10484	14748
应收票据及应收账款	1185	995	1723	1980	2865
其他应收款	68	58	99	118	156
预付账款	108	123	249	228	368
存货	1817	1108	874	1254	922
其他流动资产	950	448	530	488	487
非流动资产	2185	3143	3167	3537	3970
长期投资	14	0	0	0	0
固定资产	937	1071	1296	1572	1901
无形资产	333	847	884	920	962
其他非流动资产	901	1225	987	1045	1107
资产总计	9394	10850	15027	18090	23516
流动负债	4216	5147	8154	9532	12519
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2897	3669	6899	7823	10944
其他流动负债	1319	1478	1255	1709	1575
非流动负债	232	169	185	179	178
长期借款	23	0	0	0	0
其他非流动负债	209	169	185	179	178
负债合计	4447	5316	8339	9712	12697
少数股东权益	49	77	73	66	57
股本	0	0	0	0	0
资本公积	7702	7866	7866	7866	7866
留存收益	-2620	-2018	-863	826	3267
归属母公司股东权益	4898	5457	6615	8313	10762
负债和股东权益	9394	10850	15027	18090	23516

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1589	2319	3494	2684	4982
净利润	449	596	1155	1690	2440
折旧摊销	160	197	203	233	284
财务费用	-171	-136	-80	10	30
投资损失	24	42	-8	-2	0
营运资金变动	1122	1577	2298	775	2248
其他经营现金流	5	43	-73	-23	-21
投资活动现金流	-662	-454	-149	-565	-682
资本支出	433	827	439	559	672
长期投资	-259	339	0	0	0
其他投资现金流	30	33	290	-6	-10
筹资活动现金流	50	-147	65	-19	-36
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	2	-23	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	123	164	0	0	0
其他筹资现金流	-75	-288	65	-19	-36
现金净增加额	1018	1741	3410	2100	4264

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	10124	10222	14182	18641	24142
营业成本	7495	7472	9913	12769	16320
营业税金及附加	42	57	85	112	145
营业费用	925	1023	1475	1976	2631
管理费用	600	676	794	895	1062
研发费用	583	616	759	904	1111
财务费用	-171	-136	-80	10	30
资产减值损失	-152	-104	-70	-100	-80
其他收益	29	45	100	90	90
公允价值变动收益	79	148	60	30	30
投资净收益	-24	-42	8	2	-0
资产处置收益	2	4	5	5	5
营业利润	565	564	1329	1992	2878
营业外收入	17	102	35	20	18
营业外支出	20	25	30	24	25
利润总额	563	641	1334	1988	2871
所得税	114	45	179	298	431
净利润	449	596	1155	1690	2440
少数股东损益	-2	-2	-4	-7	-9
归属母公司净利润	451	598	1159	1697	2449
EBITDA	632	689	1342	1944	2782
EPS(元)	6.30	8.34	16.17	23.68	34.18

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	10.7	1.0	38.7	31.4	29.5
营业利润(%)	10.7	-0.3	135.7	49.9	44.5
归属于母公司净利润(%)	9.9	32.5	93.8	46.5	44.3
获利能力					
毛利率(%)	26.0	26.9	30.1	31.5	32.4
净利率(%)	4.5	5.9	8.2	9.1	10.1
ROE(%)	9.1	10.8	17.3	20.2	22.6
ROIC(%)	7.5	8.2	14.8	17.4	19.6
偿债能力					
资产负债率(%)	47.3	49.0	55.5	53.7	54.0
净负债比率(%)	-60.3	-87.6	-124.5	-124.4	-135.7
流动比率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	10.5	9.5	10.7	10.2	10.1
应付账款周转率	4.0	4.3	4.0	4.1	4.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.30	8.34	16.17	23.68	34.18
每股经营现金流(最新摊薄)	22.17	32.36	48.75	37.45	69.51
每股净资产(最新摊薄)	68.33	76.13	92.30	115.98	150.15
估值比率					
P/E	77.5	58.5	30.2	20.6	14.3
P/B	7.1	6.4	5.3	4.2	3.2
EV/EBITDA	-5.7	-7.3	-6.3	-5.4	-5.3

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R4（中高风险），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3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