

建邦科技 (837242.BJ)

2025年02月28日

投资评级: 买入 (维持)

打造汽车电子等增量、布局海外产能建设, 预计 2024 全年归母净利润+48.44%

——北交所信息更新

诸海滨 (分析师)

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号: S0790522080007

日期	2025/2/27
当前股价(元)	34.10
一年最高最低(元)	39.89/11.69
总市值(亿元)	22.45
流通市值(亿元)	12.49
总股本(亿股)	0.66
流通股本(亿股)	0.37
近3个月换手率(%)	248.55

北交所研究团队

● 2024 业绩快报公布, 归母净利润 1.06 亿+48.44%, 维持“买入”评级

2024 业绩快报公布, 建邦科技预计全年实现营业收入 75,223.52 万元, 同比增长 34.71%; 归母净利润为 10,618.95 万元, 同比增长 52.46%; 归母扣非净利润为 10,302.01 万元, 同比增长 48.44%。我们根据业绩快报小幅上调 2024 年、维持 2025-2026 盈利预测, 预计 2024-2026 年实现归母净利润 1.06/1.15/1.33 亿元 (原值 1.03/1.15/1.33), 对应 EPS 为 1.61/1.75/2.02 元, 当前股价对应 PE 为 21.2/19.5/16.9X, 维持“买入”评级。

● 汽配后市场需求规模大且弱周期, 美国市场稳固增长而国内将迎来需求拐点

汽车零部件后市场产品具有多品种、小批量、多批次、高要求的特点, 产品的生命周期较长, 需求稳健、低波动性。后市场配件需求规模大而分散, 增长驱动核心逻辑为: 后市场总量增长=保有量↑×车龄↑×维保价值量↑。灼识咨询预计中国市场增速较快, 乘用车保有量维持 5%-10% 增速, 行驶里程 2022-2027 年预期增长 50%, 2022-2027 年车龄预计从 6.2 年增长到 8 年左右的非易损件需求拐点。美国市场整体稳健, 三大因子持续稳定小幅增长, 下游集中化+扩店+制度保障路径清晰。

● 围绕汽车电子等增量, 品类扩张+垂直化打造平台化领军者

建邦科技将围绕汽车电子等增量品类持续开发和推出新品、跟随新能源趋势, 向上发展再制造业务和自建产能、规划进入汽车电子等高附加值 OEM 市场, 向下发展自有品牌、开拓线上直销渠道。1) 汽车电子等软硬件结合产品是未来几年核心布局, 而且规划开启自制、逐步掌握增量毛利率, 并规划打入前装市场。2) 传动、刹车、发动、转向等主要传统产品品类均有细分品类增量带动, 3) 布局再制造、海外产能及供应商等, 实现成本下降、业务增值。

● 风险提示: 行业需求不及预期、新业务开拓受阻、客户合作风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	423	558	752	886	1,053
YOY(%)	-12.0	31.9	34.7	17.8	18.8
归母净利润(百万元)	50	70	106	115	133
YOY(%)	21.1	38.1	52.2	8.9	15.3
毛利率(%)	25.9	29.6	30.7	30.0	29.2
净利率(%)	11.9	12.5	14.1	13.0	12.6
ROE(%)	10.8	13.8	18.3	17.2	17.2
EPS(摊薄/元)	0.77	1.06	1.61	1.75	2.02
P/E(倍)	44.5	32.2	21.2	19.5	16.9
P/B(倍)	4.8	4.4	3.9	3.3	2.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

相关研究报告

《汽车后市场全球销售战略推进, 预告 2024 归母净利润高增—北交所信息更新》-2025.1.20

《汽车后市场龙头, 受益汽车电子+跨境电商前三季度归母净利润+51%—北交所信息更新》-2024.10.18

《100 余项汽车电子产品自产释放新兴动能, 跨境电商客户开拓助内销+64%—北交所信息更新》-2024.8.24

目 录

1、 后市场海外稳固增长，国内即将迎来需求拐点.....	3
1.1、 后市场需求高度稳健、低波动性，抗风险能力强于前装厂商.....	3
1.2、 国内：平均车龄快速上升，后市场需求或将迎来加速.....	3
1.3、 北美：后市场增长高确定性，下游集中化+扩店+制度保障路径清晰.....	4
2、 围绕汽车电子等增量，品类扩张+垂直化打造平台化领军者.....	6
3、 风险提示.....	8
附： 财务预测摘要.....	9

图表目录

图 1： 2022 年我国 45%的乘用车车龄已达 7 年及以上.....	4
图 2： 2022 年我国超 30%乘用车年均行驶里程超 1 万公里（公里）.....	4
图 3： 2022 年我国后市场维保及配件安装需求超万亿元.....	4
图 4： 美国汽车保有量稳定增长，2011-2022 年自 2.5 亿辆增至 2.8 亿辆.....	5
图 5： 美国平均车龄 2018-2022 年稳步上升.....	5
图 6： 美国汽车行驶里程整体维持 1-3%长期增速.....	5
图 7： 主动进气格栅持续研发投入实现模块自研达成降本及质量媲美 OE 产品.....	6

1、后市场海外稳固增长，国内即将迎来需求拐点

1.1、后市场需求高度稳健、低波动性，抗风险能力强于前装厂商

汽车零部件市场主要包括前装 OEM 市场和 AM 后市场，其中后市场又主要分为原厂件渠道（OES 赛道）和第三方配件渠道（IAM 赛道）。就 OEM 与 AM 的核心差异而言：前装市场依靠的是新增市场，主要是靠获取主机厂大单，大批量供货，以获取营收和利润，因主机厂产品不断调整，前装产品的生命周期相对较短。后装市场主要做的是保有量市场，后市场产品具有多品种、小批量、多批次、高要求的特点，产品的生命周期相对较长，在“车龄+保有量”双效驱动下，汽车后市场的规模将不断扩大。前装要靠配套定点、全链条降本、响应开发能力等等。后市场需要销售渠道、供应链管理、综合信息化能力等等。

近年来，尽管汽配供应链平台已打破易损件和全车件（非易损维修件）之间的界限，但从业务模型来看，易损件面临单价低、价格战、品牌混乱等问题，短时间内不容易做大规模；全车件则是典型的长尾低频业务，对数字化要求高，而且新进入者缺乏稳定的盈利模型，因而业内成熟公司的壁垒较高。

此外，汽车后市场具有明显的弱周期的特点，汽车后市场规模与汽车保有量及车龄紧密相关，汽车保有量越大、车龄时间越长，汽车后市场的需求量越大。在经济发展良好期，新车销量较多，导致汽车保有量增加；在经济衰退期，新车销量较少，但汽车更新速度也因此下降，正在使用车辆的平均年龄增加，两种情况均导致汽车后市场需求增加，汽车后市场的发展受经济周期性波动影响相对较小。

1.2、国内：平均车龄快速上升，后市场需求或将迎来加速

后市场总量增长驱动力=保有量↑×车龄↑×维保价值量↑

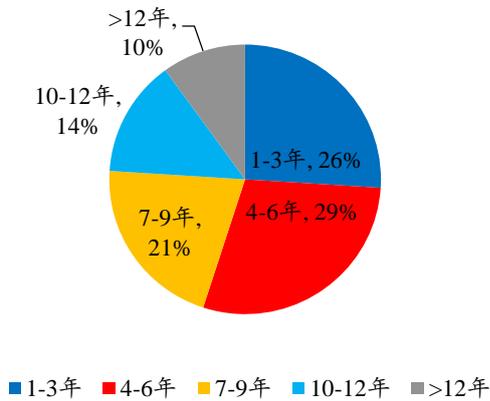
1) 中国汽车保有量持续增长。截至 2022 年，中国乘用车保有量达 2.7 亿辆。尽管规模如此庞大，但截至 2022 年，中国每千人汽车保有量仅为 215 辆，显著低于美国每千人 837 辆乘用车以及欧盟成员国，未来增长空间广阔。**保有量方面我国长期维持 5%-10% 增速。**尽管总量已达全球第一，但人均保有量仅为美国四分之一，随着中产阶级群体进一步扩张，预计未来仍将持续较快增长。

2) 行驶里程不断增加。2022 年，我国乘用车行驶里程达到 1.8 万亿英里，低于美国乘用车行驶的 2.8 万亿英里。灼识咨询预计到 2027 年，此数字将增长至 2.7 万亿英里。

3) 车龄日渐增长。2022 我国汽车车龄已达 6.2 年，预计 2027 年左右达到非易损件拐点。相较于新车，老旧的车辆一般需要较多的汽车服务，尤其是维修及保养服务。中国乘用车的平均车龄由 2018 年的 4.9 年增至 2022 年的 6.2 年，而同年美国及欧盟成员国的平均车龄分别为 12.3 年及 12.2 年，这表明中国乘用车的车龄有进一步增长的空间。而随着新能源车渗透加快，新增智能化、电子化的非易损件的需求拐点可能较燃油车更早。

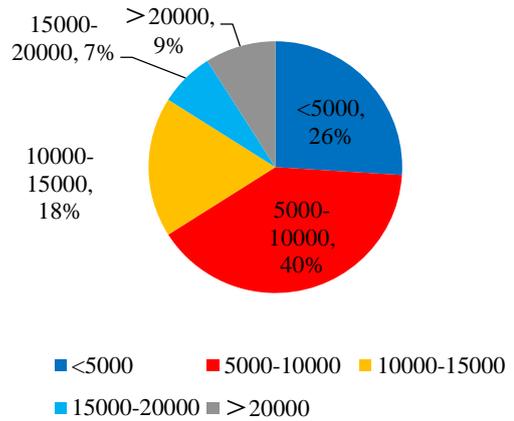
车辆与里程结构来看，2022 年我国 45% 的乘用车车龄已达 7 年及以上，超 30% 乘用车年均行驶里程 1 万公里以上，对非易损件的需求将持续提升。

图1：2022年我国45%的乘用车车龄已达7年及以上



数据来源：F6 大数据研究院、开源证券研究所

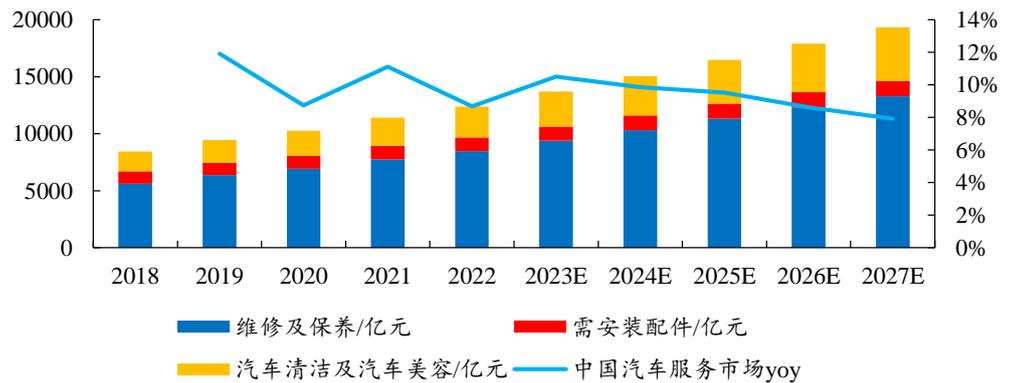
图2：2022年我国超30%乘用车年均行驶里程超1万公里 (公里)



数据来源：F6 大数据研究院、开源证券研究所

多方因素驱动总量增长，据灼识咨询数据，2022年我国后市场主要包括维保需求、配件需求及清洁美容需求。

图3：2022年我国后市场维保及配件安装需求超万亿元



数据来源：灼识咨询、开源证券研究所

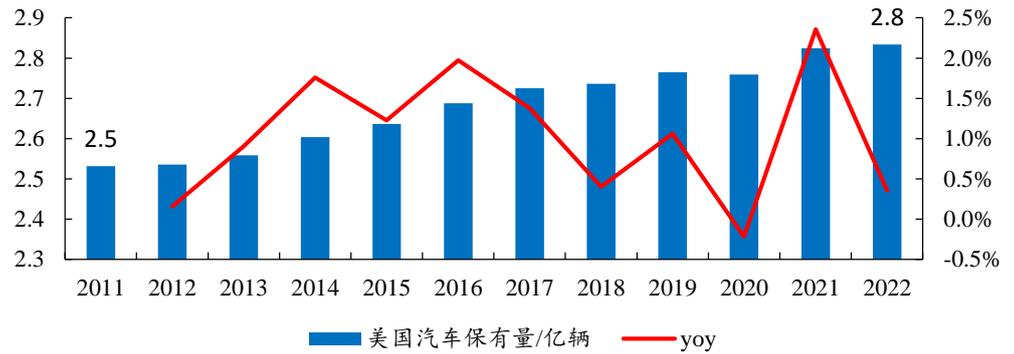
格局上，中国汽车服务市场高度分散，据灼识咨询数据，2022年全国获授权经销商门店约为34,000家，IAM门店约为862,000家。中国汽车服务市场一直面临的关键痛点包括差强人意的客户体验、复杂的供应链及低效的履约流程等等。

1.3、北美：后市场增长高确定性，下游集中化+扩店+制度保障路径清晰

后市场总量增长驱动力=保有量↑×车龄↑×维保价值量↑

美国市场保有量持续上升，2011-2022年自2.5亿辆增至2.8亿辆，除了2020年左右的疫情冲击外，正常年份的每年增速通常在1-1.5%浮动。

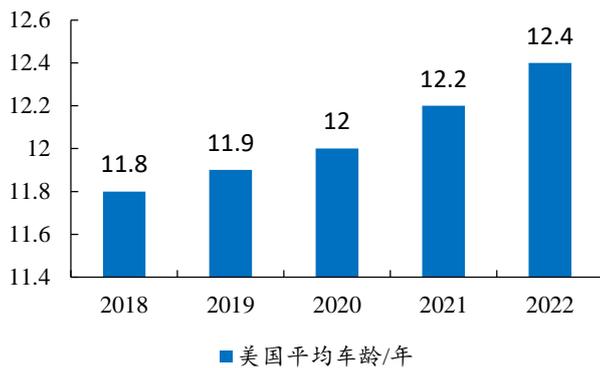
图4: 美国汽车保有量稳定增长, 2011-2022 年自 2.5 亿辆增至 2.8 亿辆



数据来源: CEIC、开源证券研究所

车龄和行驶里程上升带动单车每年维保需求价值量上升。2018-2022 年美国汽车平均车龄由 11.8 年进一步升至 12.4 年, 同时近 20 年来汽车行驶总里程 (大致为保有量*单车平均行驶里程) 除了金融危机和疫情两次冲击外整体稳定上升, 均持续带动维保需求市场总量。

图5: 美国平均车龄 2018-2022 年稳步上升



数据来源: Dorman 官网、开源证券研究所

图6: 美国汽车行驶里程整体维持 1-3% 长期增速



数据来源: 奥莱利公告、美国交通部和能源部、开源证券研究所

美国汽车文化历史悠久加之美国地广人稀且人工成本高昂, 消费者进行简单的动手维修保养的动机和条件更加充足, 因而 DIY (Do it yourself) 的模式相比于中国更加常见。而另一种模式则是 DIFM (Do it for me), 即专业的汽车维修门店为客户提供更加专业化的维修和保养。美国汽车后市场的特点汽车保有量大且车龄高, 因而催生了专门针对后市场的汽车零部件的销售门店, 部分的门店在出售配件的同时也兼营安装维修, 为不方便 DIY 的客户提供服务。值得注意的是, 近年来随着汽车结构变得愈发复杂, 使用期限变得越来越长, 美国后市场开始逐渐从 DIY 模式向 DIFM 模式过渡。汽车使用期限越来越长, 表明汽车耐用性不断提升, 同时也意味着需要更换的零件 (包括易损件和非易损件) 增加, 因而汽车后市场零部件市场容量不断扩大。

美国后市场下游服务门店数量维持稳定增长, 仅在金融危机后的 2009-2010 年以及疫情后的 2021 年左右有所下降。2021 年全美门店总量达 3.71 万家。结构集中化趋势显著, 四大汽配连锁 (汽车地带, 奥莱利, 领先汽配, 通用汽配) 以扩店为核心增长点之一, 门店增速超过平均, 导致市场不断趋向集中。

扩店及集中化利好非易损配件供应商, 四大汽配连锁长期持续外延扩张带动集

中度提升，如奥莱利维持每年增加 200 家左右新店。由于长尾配件需求低频且“hard-to-find”，为保障服务时效性，门店和供应商需要更多潜在备货、更多元的供应渠道，因此精耕各州的扩店策略会带动整体需求持续上涨。

由于发展历史较长，美国对于后市场已具备完备反垄断法案与认证体系，为独立汽配供应商发展提供坚实基础，IAM 赛道发展具备稳固的制度基础。

2、围绕汽车电子等增量，品类扩张+垂直化打造平台化领军者

建邦科技将围绕汽车电子等增量品类持续开发和推出新品、跟随新能源趋势，向上发展再制造业务和自建产能、规划进入汽车电子等高附加值 OEM 市场，向下发展自有品牌、开拓线上直销渠道。1) 汽车电子等软硬件结合产品是公司未来几年核心布局，而且规划开启自制、逐步掌握增量毛利率，并规划打入前装市场。2) 传动、刹车、发动、转向等主要传统产品品类均有细分品类增量带动，3) 布局再制造、海外产能及供应商等，实现成本下降、业务增值。

➤ 顺应电动车趋势，聚焦汽车电子类核心增量

公司研发和投放的主要汽车电子产品包括 EPS 转向器、电控 EGR 阀、智能仪表、BSD 盲点监测、主动进气格栅等等。

以主动进气格栅 (Active Grille Shutter, 简称 AGS) 为例，其安装在散热器前方的格栅口位置，用来满足更严格的燃料经济型标准。相比较于固定结构的进气格栅，AGS 通过测量发动机水温、机油温度、空调系统状态、进气温度等信息，依靠控制电机实现进气格栅百叶片开启一定角度或关闭装置，进而提高整车性能。目前后市场上的格栅产品存在较多问题，如部分型号原厂件价格高，电机市场没有单独的售后件，只有拆车件或者下线件 (国内)，以及做格栅的企业只能做格栅、没有电机匹配，产品附加值很难提升等等。公司格栅电机完全自主开发，与原车 100% 匹配，区别市场的拆车件、下线货。高低温区实际装车测试，装车行程超 5 万公里，南至海南，北至哈尔滨，能承受 -45℃ 到 105℃ 极端实验；可提供总成配件，区别于市场的单独格栅，产品附加值高；质量堪比 OE，售价却低很多，为代理商预留足够的利润空间。

图7：主动进气格栅持续研发投入实现模块自研达成降本及质量媲美 OE 产品



资料来源：公司官方微信公众号、开源证券研究所

➤ 传统业务持续增加产品，实现系列化及智能化

在传统几大业务模块，公司持续开拓新增量产品并实现系列化。以传动系统为例：1) 顺应北美市场四驱车发展趋势，推出分动箱总成（电机、控制系统、传达系统等），面向高端 SUV 四驱市场开发同质产品。2) 差速器总成也是公司传动系统的主打产品之一，实现对原厂件产品的优质替代。针对市场上后驱、四驱与越野车中频繁出现的差速器漏油异响等问题，建邦科技通过对实际车辆的维修分析、产品调研等手段对品牌车辆产品中的差速器进行替代性设计，利用模拟仿真技术对产品进行设计改良，依托于精密专业设备与强大的质量控制体系，实现了对原厂件品质优质替代，获得市场的广泛好评。

智能驾驶、智能底盘等趋势也是未来方向，公司持续开发相关产品，比如刹车电脑、EPB 手刹电机等软硬件结合的品类也属于刹车系统的一环，一方面实现从铸造件等传统品类的价值升级和延伸，另一方面得益于公司十多年来在制动系统产品的深厚积累，可以实现与既有品类协同开发、经验延伸等优势。

➤ 垂直化布局

一是开拓泰国等海外产能，利用当地低用工成本、汽车行业配套环境等优势发展传统底盘件等业务。1) **成本优势**：劳动力成本较低，且对美汽车零部件出口关税条件显著优于国内。2) **配套环境好**：上游冶炼行业具备一定基础，有利于金属锻造件业务发展；下游日系为代表的外资整车、零部件企业长期深耕，国内新能源企业也加速布局，配套环境相对成熟。3) **制度相对完善，社会局面基本稳定**。

二是依托子公司卡库发展再制造业务。公司判断以后新能源汽车“三电”产品的再制造将会是一个比较大的市场，公司提前布局了汽车零部件再制造板块，目前从事雨刮电机及其总成、刹车卡钳的翻新再制造。以后的汽车后市场，简单产品、有缺陷的产品、部分复杂产品进行新品研发、开发，而部分复杂产品进行再制造是大趋势。卡库科技公司目前主要产品为刹车卡钳和雨刮电机。根据成熟汽车后市场的发展经验看，我国的汽车零部件产品再制造业务方兴未艾。

2024年2月25日建邦科技公布全年业绩快报，预计全年实现营业收入75,223.52万元，同比增长34.71%；归母净利润为10,618.95万元，同比增长52.46%；归母扣非净利润为10,302.01万元，同比增长48.44%。

考虑到建邦科技开拓汽车电子等业务线启动第二增长曲线，我们根据业绩快报小幅上调2024年、维持2025-2026盈利预测，预计2024-2026年实现归母净利润1.06/1.15/1.33亿元（原值1.03/1.15/1.33），对应EPS为1.61/1.75/2.02元，当前股价对应PE为21.2/19.5/16.9X，维持“买入”评级。

3、风险提示

行业需求不及预期、新业务开拓受阻、客户合作风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	540	629	748	809	979
现金	308	306	318	435	419
应收票据及应收账款	105	181	235	231	342
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	5	4	9	6	12
存货	99	117	162	114	184
其他流动资产	22	20	24	22	22
非流动资产	64	73	66	67	71
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	39	44	39	40	44
无形资产	3	3	3	2	1
其他非流动资产	23	27	25	25	26
资产总计	604	702	814	876	1050
流动负债	133	193	231	201	272
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	104	167	209	181	245
其他流动负债	28	26	22	21	27
非流动负债	5	3	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	3	4	4	4
负债合计	138	197	235	205	276
少数股东权益	-0	0	0	0	0
股本	62	65	65	65	65
资本公积	196	206	206	206	206
留存收益	231	248	310	368	441
归属母公司股东权益	467	505	579	670	774
负债和股东权益	604	702	814	876	1050

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	84	65	49	152	38
净利润	50	70	106	115	133
折旧摊销	19	21	15	19	26
财务费用	-5	-1	-0	-3	-1
投资损失	-6	-5	-6	-6	-6
营运资金变动	22	-31	-68	25	-117
其他经营现金流	4	11	2	0	2
投资活动现金流	-22	-24	-4	-14	-25
资本支出	29	30	10	20	30
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	7	6	6	6	5
筹资活动现金流	-8	-40	-34	-21	-29
短期借款	0	0	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	0	10	0	0	0
其他筹资现金流	-8	-53	-34	-21	-29
现金净增加额	60	0	12	117	-16

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	423	558	752	886	1053
营业成本	314	393	521	621	745
营业税金及附加	0	0	1	1	1
营业费用	21	28	35	42	46
管理费用	27	29	35	46	53
研发费用	16	19	26	33	37
财务费用	-5	-1	-0	-3	-1
资产减值损失	-0	0	0	0	0
其他收益	9	0	2	1	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	5	6	6	6
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	68	92	141	154	177
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	69	92	141	154	177
所得税	18	22	35	38	44
净利润	50	70	106	115	133
少数股东损益	-0	0	0	0	0
归属母公司净利润	50	70	106	115	133
EBITDA	83	109	152	168	197
EPS(元)	0.77	1.06	1.61	1.75	2.02

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-12.0	31.9	34.7	17.8	18.8
营业利润(%)	19.5	34.7	53.9	8.8	15.4
归属于母公司净利润(%)	21.1	38.1	52.2	8.9	15.3
获利能力					
毛利率(%)	25.9	29.6	30.7	30.0	29.2
净利率(%)	11.9	12.5	14.1	13.0	12.6
ROE(%)	10.8	13.8	18.3	17.2	17.2
ROIC(%)	10.0	13.1	17.7	16.6	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	22.8	28.0	28.9	23.4	26.3
净负债比率(%)	-65.9	-60.2	-54.9	-64.9	-54.1
流动比率	4.1	3.2	3.2	4.0	3.6
速动比率	3.1	2.5	2.4	3.3	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	4.1	5.0	4.5	4.5	4.5
应付账款周转率	3.5	4.0	3.2	4.0	4.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	1.06	1.61	1.75	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	0.98	0.75	2.31	0.58
每股净资产(最新摊薄)	7.09	7.67	8.79	10.18	11.76
估值比率					
P/E	44.5	32.2	21.2	19.5	16.9
P/B	4.8	4.4	3.9	3.3	2.9
EV/EBITDA	22.7	17.4	12.4	10.5	9.0

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