

浙江美大 (002677.SZ)

经营承压下持续控费，提升分红比例回报投资者

2024年04月21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）

刘文鑫（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

liuwenxin@kysec.cn

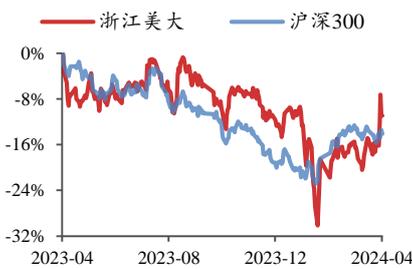
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790123070038

日期	2024/4/19
当前股价(元)	10.06
一年最高最低(元)	12.52/7.56
总市值(亿元)	64.99
流通市值(亿元)	58.62
总股本(亿股)	6.46
流通股本(亿股)	5.83
近3个月换手率(%)	45.99

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《需求不振下 Q3 收入承压，盈利能力端持续提升——公司信息更新报告》-2023.11.15

《2023Q1 净利率修复，看好 2023Q2 迎来需求端拐点——公司信息更新报告》-2023.4.24

● 经营承压下持续控费，提升分红比例回报投资者，维持“买入”评级

2023 年公司实现营收 16.73 亿元 (-8.80%)，主要受房地产市场下行低迷影响；归母净利润 4.64 亿元 (+2.68%)，扣非归母净利润 4.36 亿元 (+3.04%)。2024Q1 营收 2.73 亿元 (-19.39%)，归母净利润 0.77 亿元 (-23.34%)，扣非净利润 0.77 亿元 (-22.93%)。房地产市场下行影响集成灶需求，产品结构提升叠加控费下公司盈利能力有望恢复。我们下调盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 4.7/4.8/5.1 亿元（2024-2025 年原值为 5.1/5.6 亿元），对应 EPS 为 0.72/0.75/0.79 元，当前股价对应 PE 为 13.9/13.4/12.8 倍，以旧换新政策落地，公司持续渠道拓展管控费用，维持“买入”评级不变。

● 渠道持续拓展，电商渠道成立公司转为公司直营有望提升线上份额

营收分产品看，2023 年公司集成灶/橱柜其他业务分别实现 15.25/0.35/1.13 亿元，同比分别-7.04%/-26%/-22.91%，营收占比分别为 91.15%/2.12%/6.73%。**渠道持续拓展：（1）经销商：**新增一级经销商 16 家，累计 2000 多家；新增营销终端 200 个，累计 4700 多个。2023 年天牛品牌累计签约一级经销商近 300 家，累计已开门店 200 个。**（2）电商：**2024 年变革电商渠道运营模式，设立浙江美大网络销售有限公司，控股 60%，有望提升线上份额**（3）KA 渠道：**2023 年累计签约 17 省的 KA 渠道省代理，年底 KA 渠道门店累计达 2500 多个；**（4）下沉渠道：**2023 年底下沉网点累计 800 多个。**（5）工程、家装及社区渠道持续拓展。**

● 2023Q4 毛利率提升明显，2024Q1 承压，持续优化费用投放，提升分红比例

2023Q4 毛利率 46.26% (+3.78pcts)，2024Q1 毛利率 46.16% (-0.78pcts)。费用端看，2023 年期间费用率 16.63% (-1.39pcts)，2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.05/+0.97/+0.25/-0.67pcts，但费用投放绝对数进一步降低。综合影响下 2023Q4 公司销售净利率 24.52% (+6.30pcts)，扣非归母净利率 18.31% (+5.22pcts)。2024Q1 公司销售净利率 28.26% (-1.46pcts)，扣非归母净利率 28.18% (-1.30pcts)。2023 年公司现金分红 4.85 亿元，分红率 104.4%，发布 2024-2026 年的分红规划持续回报投资者。

● **风险提示：**原材料价格波动风险，房地产市场波动风险，渠道拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,834	1,673	1,675	1,729	1,802
YOY(%)	-15.2	-8.8	0.2	3.2	4.2
归母净利润(百万元)	452	464	468	485	508
YOY(%)	-32.0	2.7	0.8	3.6	4.8
毛利率(%)	44.1	47.1	47.5	47.5	47.5
净利率(%)	24.7	27.8	27.9	28.0	28.2
ROE(%)	23.0	22.9	18.7	19.1	19.7
EPS(摊薄/元)	0.70	0.72	0.72	0.75	0.79
P/E(倍)	14.4	14.0	13.9	13.4	12.8
P/B(倍)	3.3	3.2	2.6	2.6	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023Q4 业绩略有恢复，2024Q1 业绩承压	3
1.1、 业绩端：营收、利润承压，2023Q4 利润略有恢复	3
1.2、 盈利能力：2023Q4 毛利率提升明显，2024Q1 承压	4
1.3、 营运能力：现金流充沛、存货/应收账款周转天数优化	5
2、 分红：上市以来积极分红，2023 年分红率超 100%	6
3、 集成灶行业继续承压，量额齐跌	6
4、 渠道全面拓展，变革电商运营模式	7
5、 盈利预测与投资建议	8
6、 风险提示	8
附：财务预测摘要	9

图表目录

图 1： 2023 年公司实现营收 16.73 亿元（-8.80%）	3
图 2： 2023 年实现归母净利润 4.64 亿元（+2.68%）	3
图 3： 2023Q4 实现营收 4.11 亿元（-5.73%），2024Q1 营收 2.73 亿元（-19.39%）	3
图 4： 2023Q4 实现归母净利润 1.01 亿元（+26.9%），2024Q1 归母净利润 0.77 亿元（-23.34%）	3
图 5： 2023 年公司集成灶/橱柜/其他业务分别实现 15.25/0.35/1.13 亿元，同比分别-7.04%/-26%/-22.91%	4
图 6： 2023 年公司集成灶/橱柜/其他业务营收占比分别为 91.15%/2.12%/6.73%	4
图 7： 2023 年公司毛利率 47.10%（+2.99pcts）	4
图 8： 2023Q4 毛利率 46.26%（+3.78pcts），2024Q1 毛利率 46.16%（-0.78pcts）	4
图 9： 2023 年公司期间费用率 16.63%（-1.39pcts），销售/管理/研发/财务费用率同比-0.68/+0.06/+0.09/-0.86pcts	5
图 10： 2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.05/+0.97/+0.25/-0.67pcts	5
图 11： 2023 年公司销售净利率 27.76%（+3.10pcts），扣非归母净利率 26.07%（+3.09pcts）	5
图 12： 2024Q1 公司销售净利率 28.26%(-1.46pcts)，扣非归母净利率 28.18%（-1.30pcts）	5
图 13： 2023 年公司经营活动现金流净额 5.83 亿元（+57.8%）	6
图 14： 2023 年存货周转天数/应收账款周转天数分别为 38.02/2.74 天，分别同比-4.58/-0.29 天	6
图 15： 上市以来积极分红，2023 年分红率超 100%	6
图 16： 2023 年集成灶市场累计零售额为 249 亿元，同比下滑 4.0%；累计零售量为 278 万台，同比下滑 4.2%	7
图 17： 2023 年集成灶均价 8957 元（+0.3%），均价提升放缓	7
图 18： 2023 年线下美大销额/销量市占率分别为 29.3%/25.5%分别同比+1.0/-0.1pcts	7
图 19： 2023 年线上美大销额/销量市占率分别为 3.4%/2.7%分别同比-5.0/-5.2pcts	7

1、2023Q4 业绩略有恢复，2024Q1 业绩承压

1.1、业绩端：营收、利润承压，2023Q4 利润略有恢复

2023 年公司实现营收 16.73 亿元 (-8.80%，同比，下同)，主要受房地产市场下行低迷影响；归母净利润 4.64 亿元 (+2.68%)，扣非归母净利润 4.36 亿元 (+3.04%)。

2023Q4 实现营收 4.11 亿元 (-5.73%)，归母净利润 1.01 亿元 (+26.9%)，扣非归母净利润 0.75 亿元 (+31.84%)。

2024Q1 营收 2.73 亿元 (-19.39%)，归母净利润 0.77 亿元 (-23.34%)，扣非净利润 0.77 亿元 (-22.93%)。

图1：2023 年公司实现营收 16.73 亿元 (-8.80%)

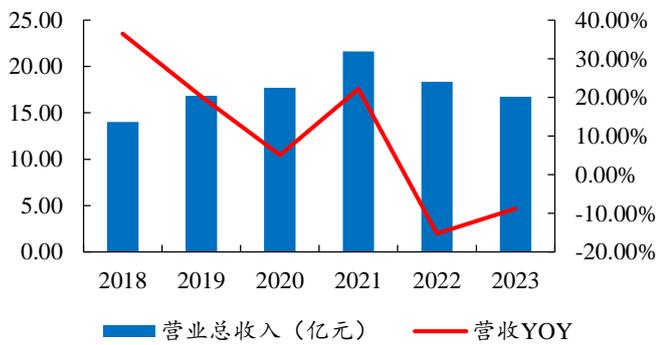
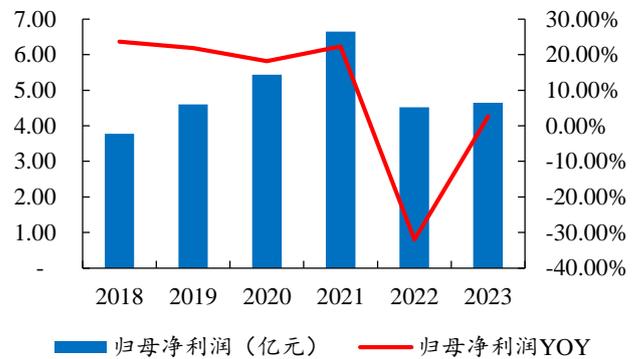


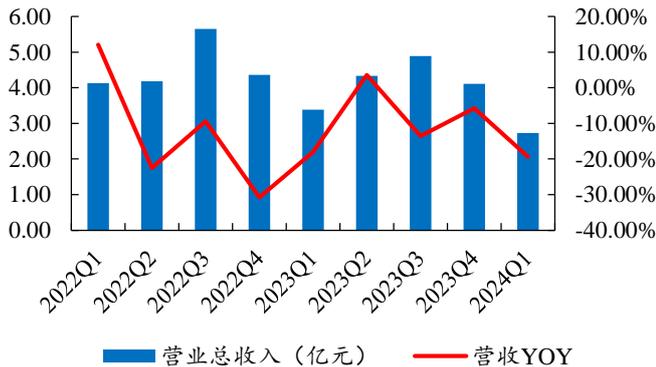
图2：2023 年实现归母净利润 4.64 亿元 (+2.68%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

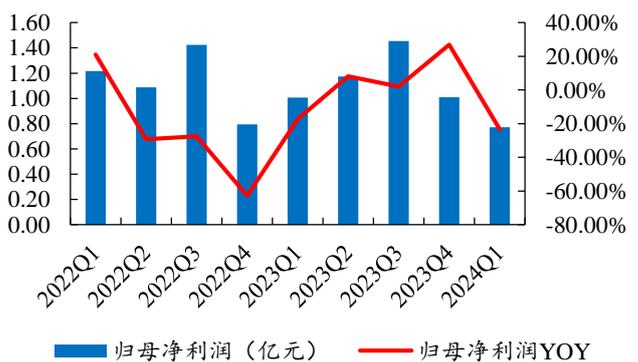
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q4 实现营收 4.11 亿元 (-5.73%)，2024Q1 营收 2.73 亿元 (-19.39%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

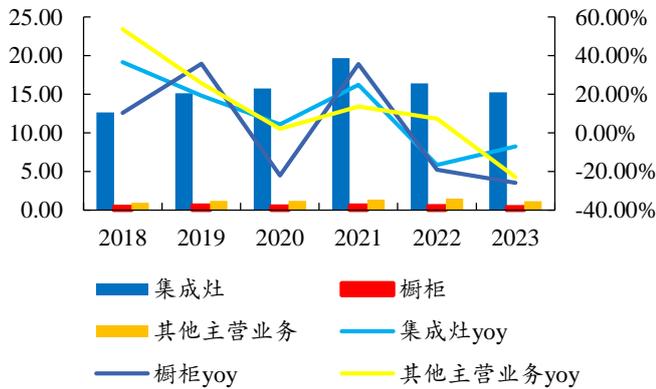
图4：2023Q4 实现归母净利润 1.01 亿元 (+26.9%)，2024Q1 归母净利润 0.77 亿元 (-23.34%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

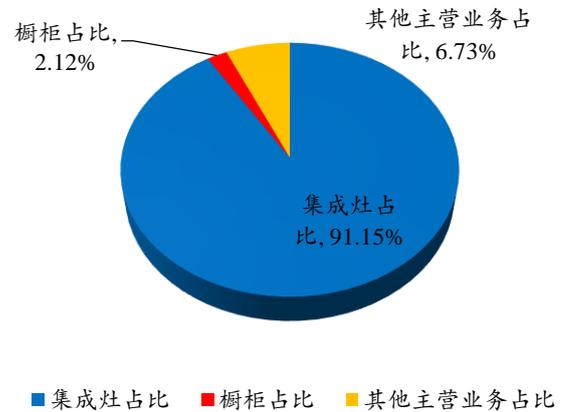
营收分产品看，2023 年公司集成灶/橱柜/其他业务分别实现 15.25/0.35/1.13 亿元，同比分别-7.04%/-26%/-22.91%，营收占比分别为 91.15%/2.12%/6.73%。

图5：2023 年公司集成灶/橱柜/其他业务分别实现 15.25/0.35/1.13 亿元，同比分别-7.04%/-26%/-22.91%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023 年公司集成灶/橱柜/其他业务营收占比分别为 91.15%/2.12%/6.73%

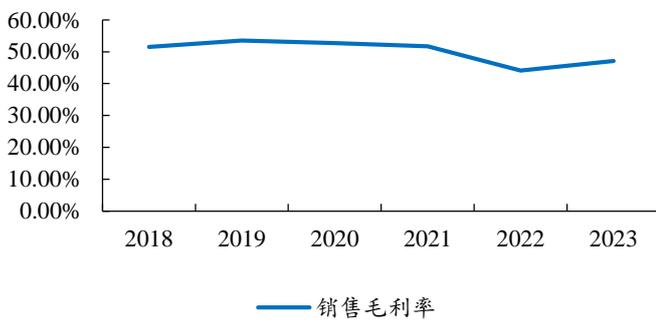


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、盈利能力：2023Q4 毛利率提升明显，2024Q1 承压

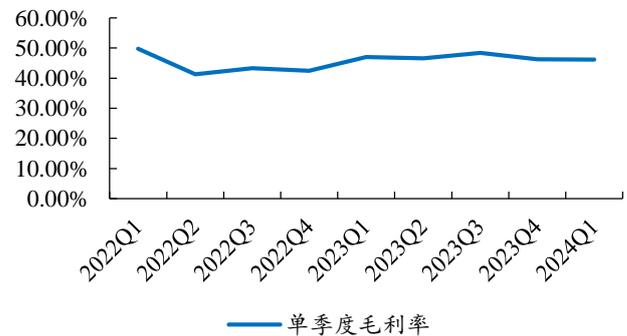
2023 年公司毛利率 47.10%(+2.99pcts)，其中集成灶毛利率 49.41%(+2.52pcts)。2023Q4 毛利率 46.26% (+3.78pcts)，2024Q1 毛利率 46.16% (-0.78pcts)。

图7：2023 年公司毛利率 47.10% (+2.99pcts)



数据来源：Wind、开源证券研究所

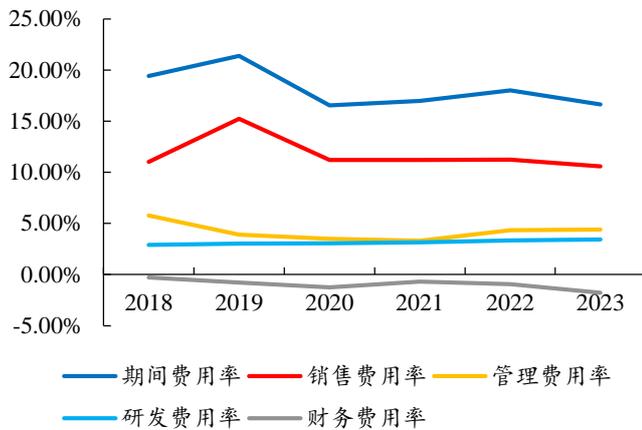
图8：2023Q4 毛利率 46.26% (+3.78pcts)，2024Q1 毛利率 46.16% (-0.78pcts)



数据来源：Wind、开源证券研究所

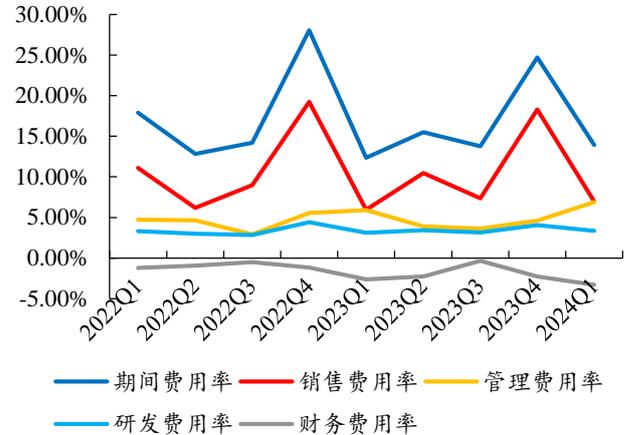
费用端看，2023 年公司期间费用率 16.63% (-1.39%)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.57%/4.41%/3.44%/-1.79%，分别同比-0.68/+0.06/+0.09/-0.86pcts，其中销售费用、管理费用、研发费用绝对数额均同比下降，费率提升主系营收下降，销售费用变动主系广告宣传投放模式改变，财务费用变动主系银行利息收入增加。2023Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.94/-0.95/-0.34/-1.11pcts，费用管控效果明显。2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.05/+0.97/+0.25/-0.67pcts，销售费用、管理费用、研发费用绝对数额均同比下降，公司持续降低费用保证净利润水平。

图9：2023 年公司期间费用率 16.63% (-1.39pcts)，销售/管理/研发/财务费用率同比-0.68/+0.06/+0.09/-0.86pcts



数据来源：Wind、开源证券研究所

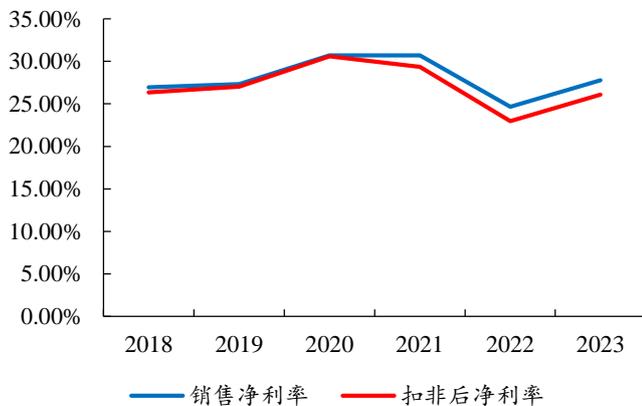
图10：2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.05/+0.97/+0.25/-0.67pcts



数据来源：Wind、开源证券研究所

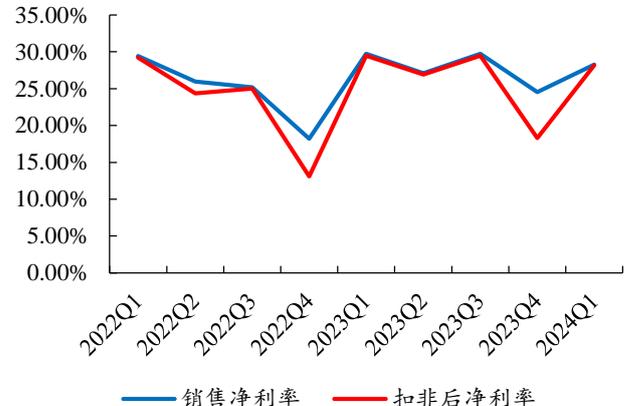
综合影响下 2023 年公司销售净利率 27.76%(+3.10pcts)，扣非归母净利率 26.07%(+3.09pcts)。2023Q4 公司销售净利率 24.52%(+6.30pcts)，扣非归母净利率 18.31%(+5.22pcts)。2024Q1 公司销售净利率 28.26%(-1.46pcts)，扣非归母净利率 28.18%(-1.30pcts)。

图11：2023 年公司销售净利率 27.76% (+3.10pcts)，扣非归母净利率 26.07% (+3.09pcts)



数据来源：Wind、开源证券研究所

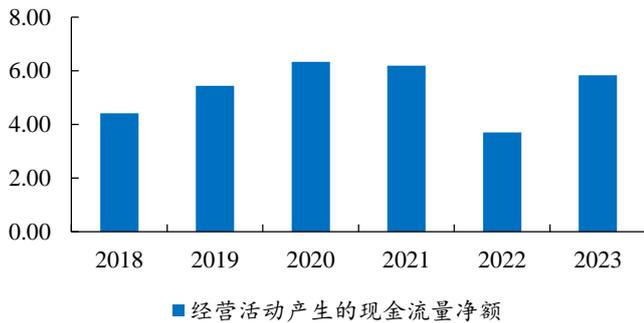
图12：2024Q1 公司销售净利率 28.26%(-1.46pcts)，扣非归母净利率 28.18% (-1.30pcts)



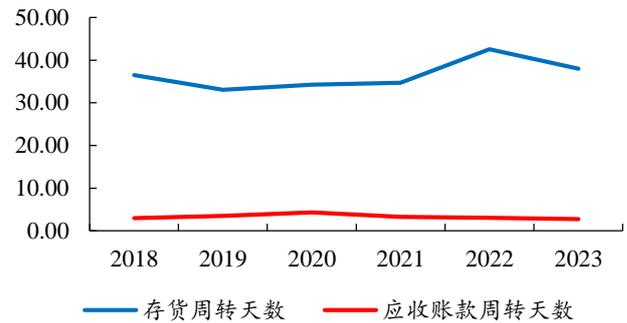
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、营运能力：现金流充沛、存货/应收账款周转天数优化

2023 年公司经营活动现金流净额 5.83 亿元 (+57.8%)，存货周转天数/应收账款周转天数分别为 38.02/2.74 天，分别同比-4.58/-0.29 天，均有优化。

图13: 2023 年公司经营活动现金流净额 5.83 亿元 (+57.8%)


数据来源: Wind、开源证券研究所

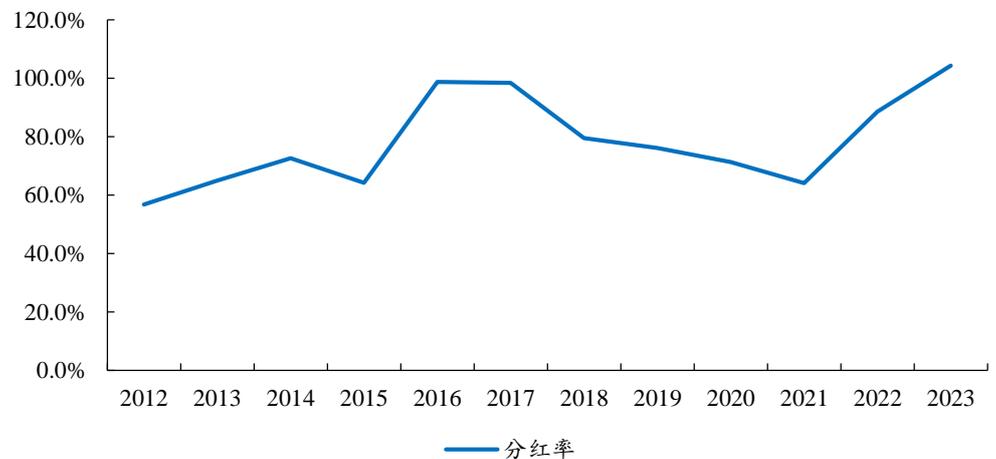
图14: 2023 年存货周转天数/应收账款周转天数分别为 38.02/2.74 天, 分别同比-4.58/-0.29 天


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、分红: 上市以来积极分红, 2023 年分红率超 100%

上市以来积极分红, 回报投资者。2023 年公司现金分红 4.85 亿元, 占本年度归母净利润的 104.4%, 分红占未分配利润的 46.15%。

公司发布 2024-2026 年的股东分红规划, 优先现金形式分红, 每年以现金方式分配的利润不少于当年可分配利润的 10%。若公司处于成熟期且无重大资金支出, 分红比例最低为 80%; 若公司处于成熟期且有重大资金支出, 分红比例最低为 40%; 若公司处于成长期且有重大资金支出, 分红比例最低为 20%。

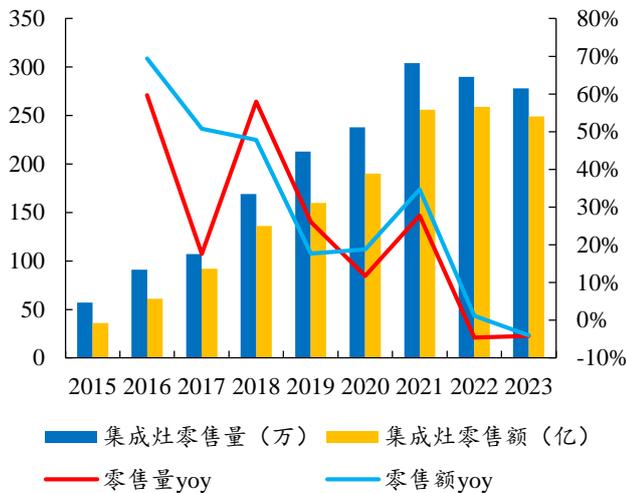
图15: 上市以来积极分红, 2023 年分红率超 100%


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、集成灶行业继续承压, 量额齐跌

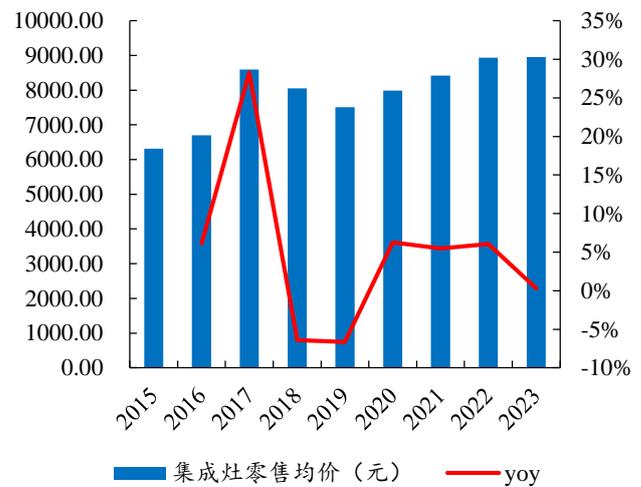
奥维云网 (AVC) 推总数据显示, 2023 年集成灶市场累计零售额为 249 亿元, 同比下滑 4.0%; 累计零售量为 278 万台, 同比下滑 4.2%, 量额齐跌; 均价 8957 元 (+0.3%)。2024Q1 集成灶线上渠道销售额同比下滑 35.21%, 销量同比下滑 31.39%; 线下 KA 渠道销量同比增加 13.35%, 销售额同比增加 15.19%。2024 年集成灶行业仍处于阵痛期, 增速回落、结构回调、红利消退。

图16：2023年集成灶市场累计零售额为249亿元，同比下滑4.0%；累计零售量为278万台，同比下滑4.2%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

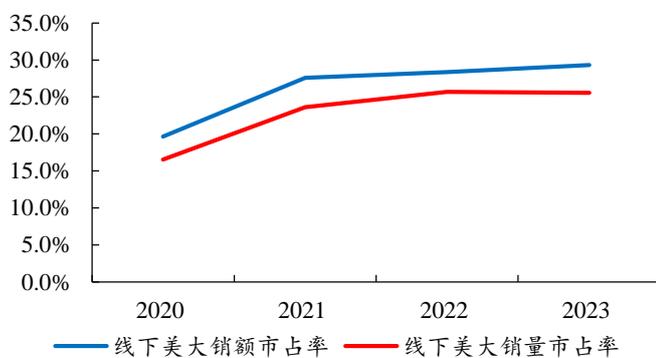
图17：2023年集成灶均价8957元(+0.3%)，均价提升放缓



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

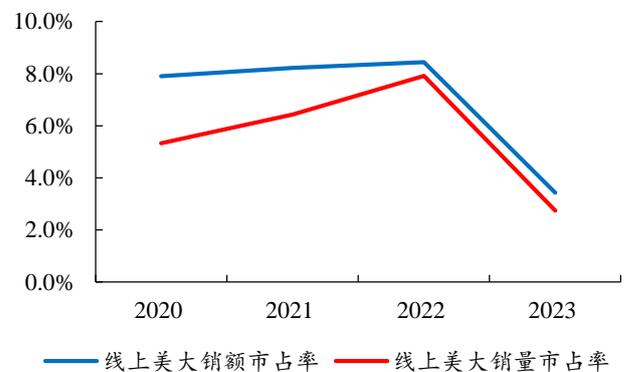
公司线下市占率保持平稳，线上市占率下降。2023年线下美大销额/销量市占分别为29.3%/25.5%分别同比+1.0/-0.1pcts；线上美大销额/销量市占分别为3.4%/2.7%分别同比-5.0/-5.2pcts。2024Q1美大线下销量市占10.32%，销额市占10.76%；美大线上销量市占3.08%，销额市占4.25%。

图18：2023年线下美大销额/销量市占率分别为29.3%/25.5%分别同比+1.0/-0.1pcts



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图19：2023年线上美大销额/销量市占率分别为3.4%/2.7%分别同比-5.0/-5.2pcts



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

4、渠道全面拓展，变革电商运营模式

公司渠道分为经销商、电商渠道、KA渠道、下沉渠道、工程、家装及社区渠道。2023年各个渠道均有拓展。

(1) **经销商**：2023年公司新增一级经销商16家，新增营销终端200个，累计拥有一级经销商2000多家，营销终端4700多个。2023年天牛品牌累计签约一级经销商近300家，累计已开门店200个。

(2) **电商渠道**：2024年公司变革电商渠道运营模式，投资设立浙江美大网络销售有限公司，公司控股60%。

(3) **KA 渠道**: 2023 年累计签约 17 省的 KA 渠道省代理。截至 2023 年底, 公司在苏宁、红星美凯龙、居然之家等各大主流家电、建材 KA 渠道门店累计达 2500 多个;

(4) **下沉渠道**: 截至 2023 年底, 公司下沉网点累计达 800 多个。

(5) **工程、家装及社区渠道**: 2023 年公司实施安装 10 多个精装楼盘工程项目, 工程渠道业务稳健发展; 家装渠道与点石、名匠、金煌、东家乐、兄弟装饰多家知名家装公司签订战略合作协议; 持续推进一、二线城市社区店渠道的建设工作。

5、盈利预测与投资建议

房地产市场下行影响集成灶需求, 产品结构提升叠加控费下公司盈利能力有望恢复。我们下调盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利润为 4.7/4.8/5.1 亿元 (2024-2025 年原值为 5.1/5.6 亿元), 对应 EPS 为 0.72/0.75/0.79 元, 当前股价对应 PE 为 13.9/13.4/12.8 倍, 以旧换新政策落地, 公司持续渠道拓展管控费用, 维持“买入”评级不变。

6、风险提示

原材料价格波动风险, 房地产市场波动风险, 渠道拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1304	1386	1802	1831	1859
现金	1099	1286	1660	1734	1709
应收票据及应收账款	16	9	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	1
预付账款	7	9	7	9	8
存货	119	66	118	72	126
其他流动资产	62	16	17	16	17
非流动资产	977	946	941	955	973
长期投资	60	104	148	192	236
固定资产	703	641	602	582	568
无形资产	156	148	138	127	115
其他非流动资产	58	53	53	54	54
资产总计	2281	2333	2743	2786	2832
流动负债	288	281	224	225	227
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	66	57	0	0	0
其他流动负债	222	224	224	225	227
非流动负债	27	23	23	23	23
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	27	23	23	23	23
负债合计	315	304	247	248	250
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	646	646	646	646	646
资本公积	105	105	105	105	105
留存收益	1312	1375	1469	1566	1667
归属母公司股东权益	1967	2029	2496	2538	2583
负债和股东权益	2281	2333	2743	2786	2832

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	370	583	354	501	428
净利润	452	464	468	485	508
折旧摊销	66	64	45	46	47
财务费用	-17	-30	-35	-42	-42
投资损失	-35	1	-17	-21	-18
营运资金变动	-116	84	-96	47	-50
其他经营现金流	19	1	-11	-13	-16
投资活动现金流	512	5	-14	-26	-33
资本支出	26	11	-4	15	22
长期投资	500	-45	-44	-44	-44
其他投资现金流	38	61	26	33	33
筹资活动现金流	-428	-402	34	-401	-421
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-428	-402	34	-401	-421
现金净增加额	453	186	374	74	-26

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1834	1673	1675	1729	1802
营业成本	1025	885	879	907	945
营业税金及附加	18	23	18	18	20
营业费用	206	177	185	199	204
管理费用	80	74	72	76	77
研发费用	61	58	55	57	60
财务费用	-17	-30	-35	-42	-42
资产减值损失	-0	-2	-1	-1	-1
其他收益	33	28	21	23	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	35	-1	17	21	18
资产处置收益	2	36	9	12	15
营业利润	529	544	547	566	594
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	4	1	2	2	2
利润总额	525	544	545	565	592
所得税	73	80	78	80	84
净利润	452	464	468	485	508
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	452	464	468	485	508
EBITDA	558	569	547	560	588
EPS(元)	0.70	0.72	0.72	0.75	0.79

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-15.2	-8.8	0.2	3.2	4.2
营业利润(%)	-31.8	2.9	0.5	3.6	4.9
归属于母公司净利润(%)	-32.0	2.7	0.8	3.6	4.8
获利能力					
毛利率(%)	44.1	47.1	47.5	47.5	47.5
净利率(%)	24.7	27.8	27.9	28.0	28.2
ROE(%)	23.0	22.9	18.7	19.1	19.7
ROIC(%)	51.9	66.7	61.9	71.3	72.0
偿债能力					
资产负债率(%)	13.8	13.0	9.0	8.9	8.8
净负债比率(%)	-54.7	-62.3	-65.7	-67.5	-65.4
流动比率	4.5	4.9	8.0	8.1	8.2
速动比率	4.1	4.7	7.5	7.8	7.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	119.1	131.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	11.7	15.3	35.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.72	0.72	0.75	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.90	0.55	0.78	0.66
每股净资产(最新摊薄)	3.04	3.14	3.86	3.93	4.00
估值比率					
P/E	14.4	14.0	13.9	13.4	12.8
P/B	3.3	3.2	2.6	2.6	2.5
EV/EBITDA	9.7	9.2	8.9	8.5	8.2

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