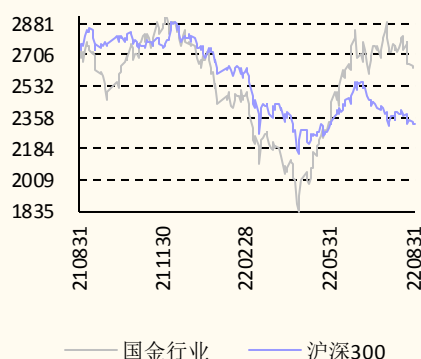


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金汽车及汽车零部件指数	2629
沪深 300 指数	4079
上证指数	3202
深证成指	11816
中小板综指	12315



相关报告

1. 《国金电车周报-华为经营方针转变，仍看好华为汽车产业链》，2022.8.28
2. 《乘用车零售热度不减，川渝限电短期扰动》，2022.8.21
3. 《国内步入新车放量旺季，美国政策落地加速-《2022-08-1...》》，2022.8.14
4. 《行业周报-基本面向好，持续关注高景气度赛道》，2022.8.7
5. 《7 月造车新势力销量点评-《2022-08-02 行业点评》》，2022.8.3

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001
chenchuanhong@gjzq.com.cn

邱长伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521010003
qiuchangwei@gjzq.com.cn

车载音响量价齐升，国产白牌优势明显，功放国产化率不足 10%

数据分析

- **新能源车内卷增配 ASP 10 倍提升，车载音响处于升级初期。**根据 GGAI 的数据，2022 年 1-7 月份，行业扬声器配置数量仍以 7 个以下扬声器为主，占比高达 70%左右，20 个以上扬声器的高配音响系统占比不足 1%，车载音响整体配置还处于升级的初级阶段。2022 年 1-7 月，行业独立功放配置率约 40%，呈现提升的态势。功放单车价值量约 600 元以上，推动整套音响系统单车价值量从 100-150 元提升至 1000-2000 元左右。
- **竞争格局：扬声器国产白牌为主，功放国产替代空间巨大。**扬声器领域，品牌音响份额占比约 20%，自主白牌份额约 50%，外资白牌份额约 30%。自主白牌中，上声电子占据绝对龙头第一，份额超过 50%，其次是天津博顿、吉林航盛等，但整体份额与上声电子差距较大。品牌音响主要是先锋、松下、BOSE、哈曼、丹拿等品牌，外资白牌主要竞争者包括电装、ASK、丰达电机等公司。**功放领域**，行业竞争者以松下、ASK、先锋等外资供应商为主，国产化率不足 10%，国产替代空间巨大。
- **车企的选择：德系扬声器完成国产化，日系、BBA、功放环节国产化率极低。**大众体系内扬声器供应商以上声电子为主，占比超过 95%；功放供应商以松下为主，国产功放企业很难进入。丰田体系扬声器供应商以电装为主，占比超过 95%。奔驰等豪华品牌，扬声器和功放的供应商以外资白牌和外资品牌为主，如 ASK、柏林之音、哈曼、PSS 等。蔚来全系、理想 L9 采购上声电子一整套硬件系统，包括扬声器和功放；理想 one 采用的是 ASK 的扬声器和功放；小鹏高端配置采用丹拿的扬声器和功放。
- **重点公司经营情况分析。****上声电子：**扬声器月配套量约 40-50 万辆左右，其中大众、通用合计占比 50%左右，新势力客户涵盖较广，包括蔚来、问界、理想、威马、合创、天际、岚图等。独立功放方面，随着新势力销量增长，起量明显，其中贡献量比较大的是蔚来和问界。**天津博顿：**扬声器月配套量约 10-15 万辆左右，其中占比较大的客户有长安、五菱、吉利、欧拉、宝骏等，其中长安占比约 50%。**吉利航盛：**扬声器月配套量约 6 万辆左右，其中五菱占据一半左右的份额，其他客户包括红旗、马自达等车企。

投资建议

- **音响 ASP 10 倍提升，关注龙头上声电子。**音响系统消费者易感知，新能源车内卷增配，把音响作为卖点。扬声器数量从传统燃油车的 4-6 个，增加到 12-22 个，同时增加独立功放、低音炮、头枕音响等产品，音响系统的单车价值量从 100-150 元提升至 1000-2000 元左右，价值量 10 倍增长。建议重点关注车载音响行业龙头上声电子，公司深耕车载扬声器 30 多年，全球市占率 13%。2022 年 1-7 月国内市占率约 25%（按照配套车型销量测算），占据国内白牌音响半壁江山，份额大幅领先国内其他同行。公司在新势力中份额较高，进入了绝大多数新势力的供应体系（如特斯拉、蔚来、理想、威马、零跑、华为等）和传统车企（如比亚迪等），将享受产品量价齐升带来的较大收入弹性，维持重点推荐。

风险提示

- 原材料价格持续维持高位的风险；新能源车及传统汽车销量不及预期的风险；主机厂将功放集成的风险。

内容目录

车载音响升级，单车价值量提升 10 倍	4
新能源车内卷增配，扬声器数量增加 3-5 倍	4
7 个以下扬声器占比 70%，车载音响处于升级初期	4
独立功放配置率约 40%，呈上升趋势	5
竞争格局：扬声器国产白牌为主，功放国产替代空间巨大	7
扬声器：上声电子份额绝对领先	7
功放：国产化率不足 10%，国产替代空间巨大	8
车企的选择：德系扬声器完成国产化，日系、BBA、功放国产化率极低	8
大众：扬声器上声电子占 9 成，功放为外资供应商	8
丰田：扬声器和功放以日系为主	9
比亚迪：扬声器和功放以自供为主	9
豪华品牌：以外资白牌和品牌音响为主	10
新势力：较多采用上声电子一整套硬件系统	10
重点公司经营情况分析	12
上声电子：国内扬声器出货量第一，新势力覆盖较全，功放产品逐步放量	12
天津博顿：以长安、五菱为主	12
吉利航盛：以五菱、红旗为主	12
投资建议：重点关注上声电子	13
风险提示	14

图表目录

图表 1：蔚来 ET7 将音响作为重要宣传点之一	4
图表 2：问界 M5 将音响系统作为重要宣传点之一	4
图表 3：行业以 4-6 个扬声器配置为主	4
图表 4：大众 6 个喇叭以下占比约 60%	5
图表 5：奔驰 6 个喇叭以下占比约 20%	5
图表 6：长安 6 个喇叭以下占比约 90%	5
图表 7：蔚来 10 个喇叭以上占比约 50%	5
图表 8：独立功放是高配音响系统的必备	6
图表 9：哈曼卡顿的功放	6
图表 10：扬声器数量增加提升对独立功放的性能要求	6
图表 11：独立功放行业整体配置率约 40%	6
图表 12：不同车企独立功放配置率差异较大	6
图表 13：4 个扬声器以下基本不配套独立功放	7
图表 14：车载扬声器以白牌为主	7
图表 15：上声电子占据自主白牌半壁江山	7
图表 16：品牌扬声器份额	8

图表 17: 车载扬声器整体份额.....	8
图表 18: 功放国产替代空间巨大.....	8
图表 19: 大众扬声器上声份额占比超 95%.....	9
图表 20: 大众功放松下份额超 90%.....	9
图表 21: 丰田扬声器供应商以电装为主 (95%+).....	9
图表 22: 丰田功放供应商以电装和 JBL 为主.....	9
图表 23: 比亚迪扬声器自供为主.....	10
图表 24: 比亚迪功放以自供为主.....	10
图表 25: 长安扬声器以天津博顿为主 (90%+).....	10
图表 26: 长安功放以索尼为主 (95%+).....	10
图表 27: 奔驰扬声器以 ASK 为主 (约 70%).....	10
图表 28: 奔驰功放以 ASK 为主 (约 70%).....	10
图表 29: 蔚来扬声器为上声电子独供.....	11
图表 30: 蔚来功放为上声电子独供.....	11
图表 31: 理想 X 平台扬声器供应商转为上声电子.....	11
图表 32: 理想 X 平台功放供应商转为上声电子.....	11
图表 33: 小鹏高配车型扬声器为丹拿.....	11
图表 34: 小鹏功放来自丹拿供应.....	11
图表 35: 上声电子扬声器配套量 (辆).....	12
图表 36: 上声电子功放配套量 (辆).....	12
图表 37: 天津博顿扬声器配套量 (辆).....	12
图表 38: 吉利航盛扬声器配套量 (辆).....	13
图表 39: 可比公司估值.....	13

车载音响升级，单车价值量提升 10 倍

新能源车内卷增配，扬声器数量增加 3-5 倍

- **新能源车内卷增配，把音响作为卖点，扬声器数量增加 3-5 倍。**智能电动化大浪潮下，新势力普遍在配置方面寻求差异化的卖点吸引消费者，音响系统作为消费者易感知的配置，成为新势力车型的重要卖点之一（典型的如蔚来、华为等）。从扬声器搭载数量上更容易感受到音响系统的升级：以燃油车为例，畅销车型丰田卡罗拉配置 4-6 个扬声器，高端车型如奔驰 S 级配置 15 个扬声器并可选配 31 个扬声器（7.67 万元）。而新势力推出的车型扬声器配置数量普遍在 8-12 个，部分车型扬声器数量达 20 个以上（如特斯拉 Model X、蔚来 ET7/ET5、问界 M5 等）；从而带动传统势力推出的新车型扬声器数量也明显增长，部分车型标配扬声器数量在 12 个左右。

图表 1：蔚来 ET7 将音响作为重要宣传点之一



来源：蔚来汽车，国金证券研究所

图表 2：问界 M5 将音响系统作为重要宣传点之一

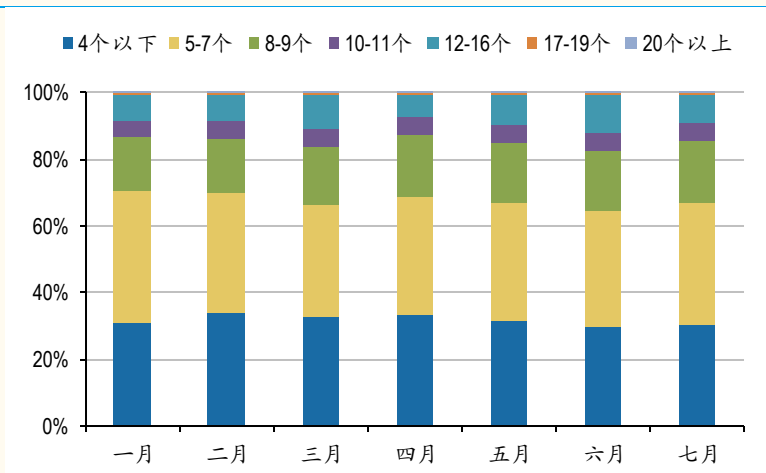


来源：华为，国金证券研究所

7 个以下扬声器占比 70%，车载音响处于升级初期

- **7 个以下扬声器配置占比 70%，音响升级处于初级阶段。**根据 GGAI 的数据，2022 年 1-7 月份，行业扬声器配置数量仍以 7 个以下扬声器为主，占比高达 70% 左右；12 个以上扬声器配置占比约 8-9%，20 个以上扬声器的高配音响系统占比不足 1%，车载音响整体配置还处于升级的初级阶段。

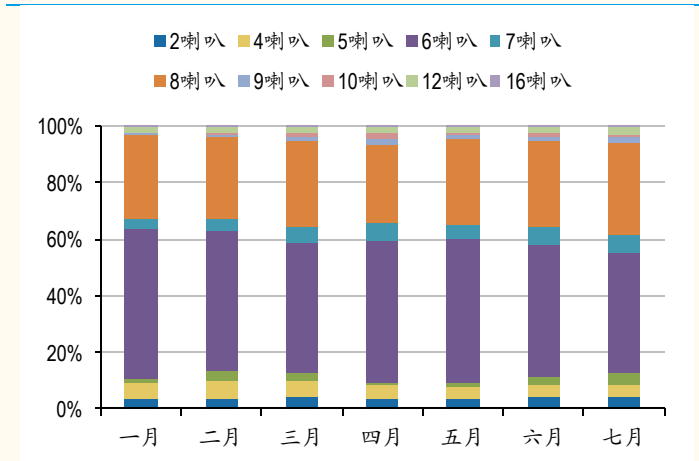
图表 3：行业以 4-6 个扬声器配置为主



来源：GGAI，国金证券研究所

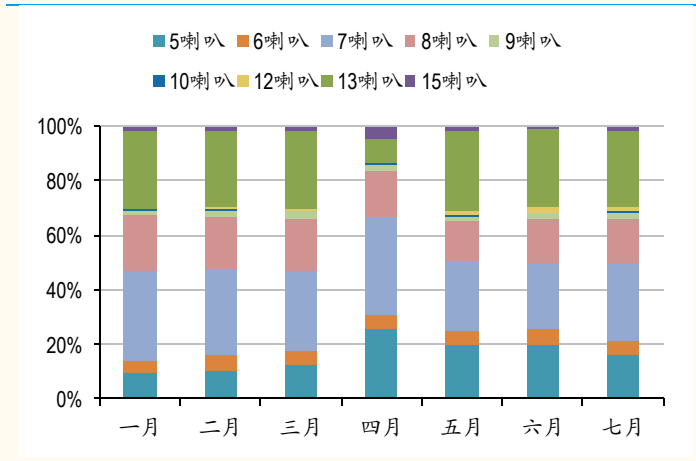
- **新势力音响配置显著高于传统车企，传统车企新车型也在增配。**从车企看，传统车企扬声器配置仍然整体偏低，大众配置 6 个以下扬声器的车型销量占比 60%；豪华品牌奔驰配置 6 个以下扬声器的车型销量占比 20%，8 个扬声器以上配置车型销量占比约 50%；长安配置 6 个扬声器以下占比约 90%。但传统车企新发布的车型，扬声器配置数量明显提升，如长安 UNI-K（14 个扬声器）、魏派摩卡/拿铁（12 个扬声器）等。新势力普遍将豪华音响配置作为跟燃油车的差异化卖点，音响配置高，扬声器数量普遍为 12 个以上，甚至 20 个以上，如蔚来 ET7（23 个扬声器）、理想 L9（21 个扬声器）、小鹏 P7（18 个扬声器）等。

图表 4：大众 6 个喇叭以下占比约 60%



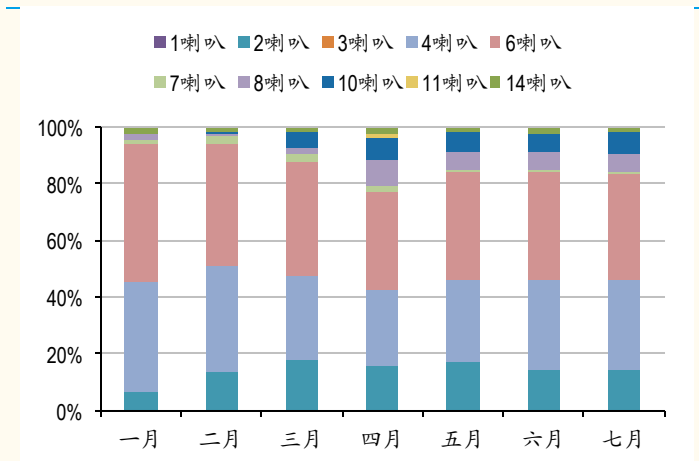
来源：GGAI，国金证券研究所

图表 5：奔驰 6 个喇叭以下占比约 20%



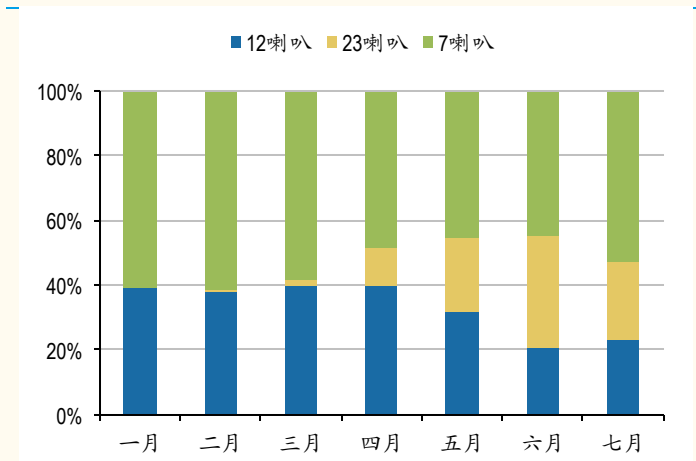
来源：GGAI，国金证券研究所

图表 6：长安 6 个喇叭以下占比约 90%



来源：GGAI，国金证券研究所

图表 7：蔚来 10 个喇叭以上占比约 50%



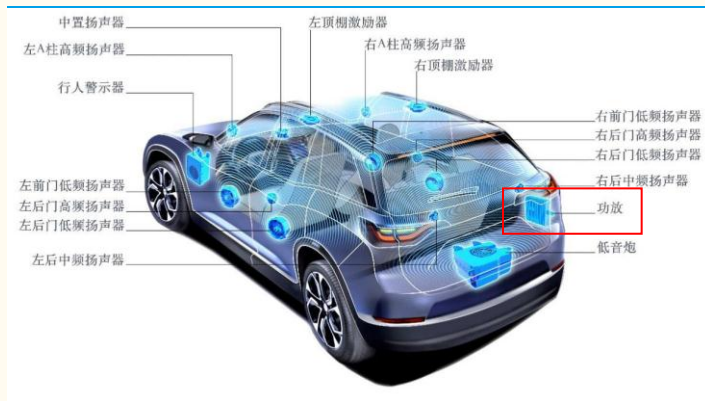
来源：GGAI，国金证券研究所

独立功放配置率约 40%，呈上升趋势

- **独立功放配置率约 40%，呈上升趋势。**随着扬声器数量的增长，独立功放成为提升音响系统音质的必备配置，并且对功放的功率等性能提出更高要求。根据 GGAII 的数据，4 个扬声器以下的音响系统基本不配置独立功放，6 扬声器音响系统独立功放的配置比例也较低。2022 年 1-7 月，行业独立功放配置率约 40%，呈现提升的态势。车企之间独立功放配置差异明显，大众配置率约 40%；豪华品牌 BBA 配置率约 100%；传统自主品牌如长安、哈弗配置率较低，不足 20%；新势力配置较高，其中理想配置率 100%，蔚来配置率在 40%以上。功放单车价值量约 600 元以上，推动整套音响系统单车价值量从 100-150 元（4-6 个扬声器）提升至 1500 元左右（12 个

扬声器+功放+低音炮+AVAS)。(注: GGAI 独立功放配置数据可能与车企实际情况有差异, 仅供参考)。

图表 8: 独立功放是高配音响系统的必备



来源: 上声电子招股书, 国金证券研究所

图表 9: 哈曼卡顿的功放



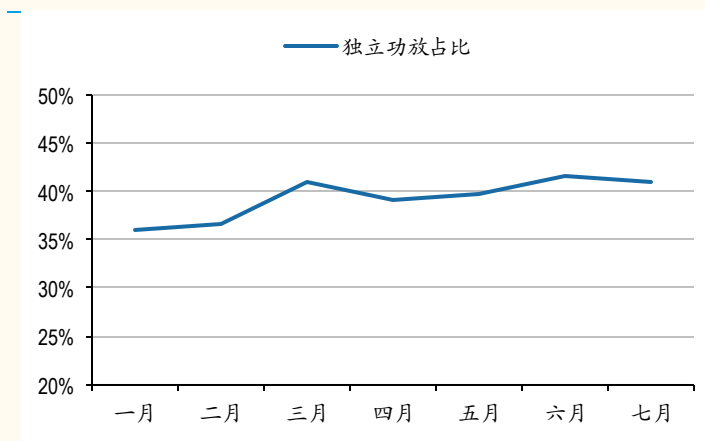
来源: 汽车之家, 国金证券研究所

图表 10: 扬声器数量增加提升对独立功放的性能要求

	功放功率 (w)	扬声器数量
蔚来 et7	1000	23
理想 L9	2160	21
哪吒 S	1216	21
小鹏 P7	600	18
问界 M5	1000	19

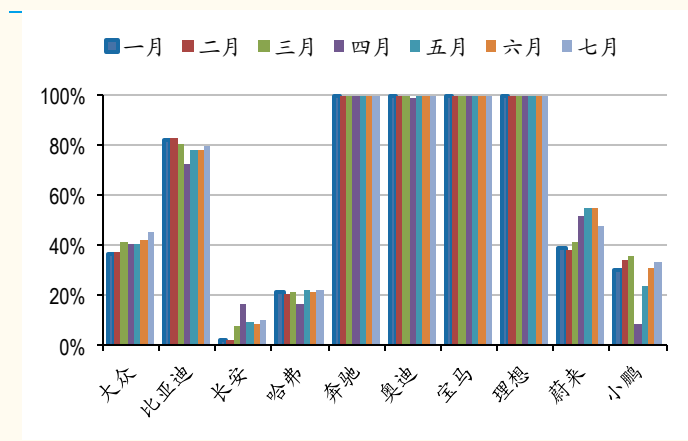
来源: 汽车之家, 国金证券研究所

图表 11: 独立功放行业整体配置率约40%



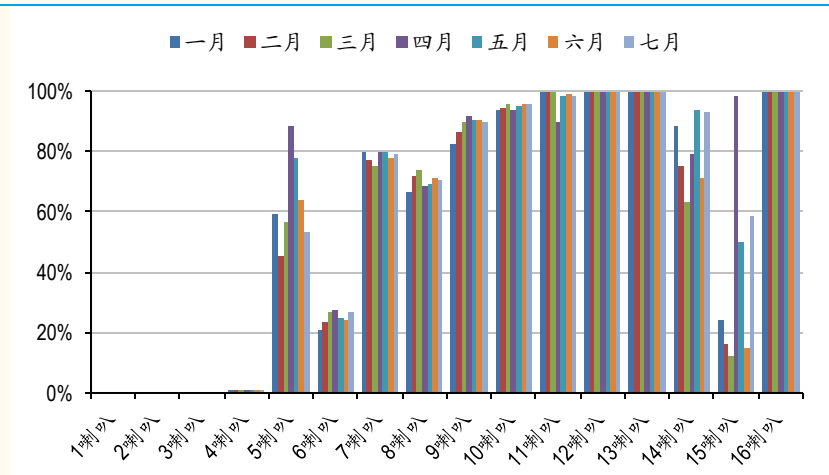
来源: GGAI, 国金证券研究所

图表 12: 不同车企独立功放配置率差异较大



来源: GGAI, 国金证券研究所

图表 13: 4 个扬声器以下基本不配套独立功放



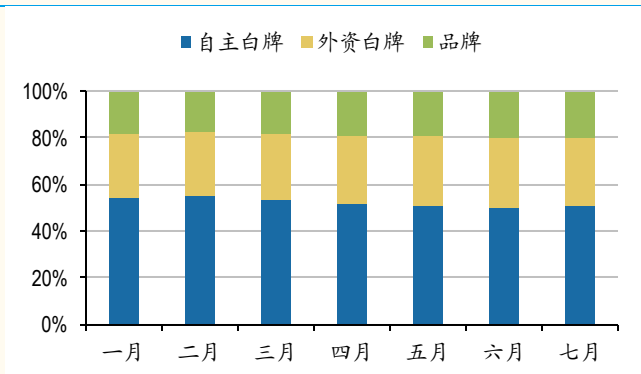
来源: GGAI, 国金证券研究所

竞争格局: 扬声器国产白牌为主, 功放国产替代空间巨大

扬声器: 上声电子份额绝对领先

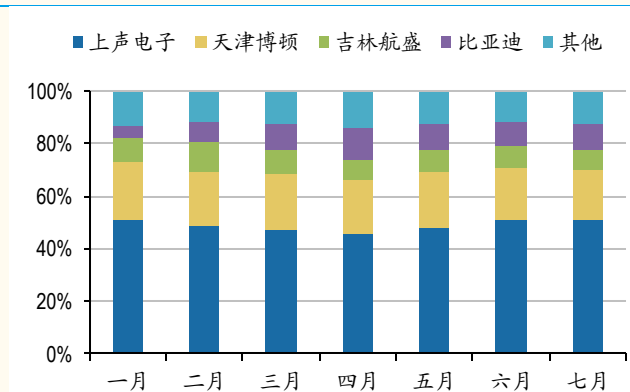
- **扬声器: 自主白牌占据 50%份额, 其中上声电子份额绝对领先。** 车载扬声器的参与者可以分为两大类: 品牌音响和白牌音响, 其中白牌音响又分为自主白牌和外资白牌, 其中品牌音响份额占比约 20%, 自主白牌份额约 50%, 外资白牌份额约 30%。自主白牌中, 上声电子占据绝对龙头第一, 份额超过 50%, 其次是天津博顿、吉林航盛等, 但整体份额与上声电子差距较大。品牌音响集中度不高, 主要是先锋、松下、BOSE、哈曼、丹拿等品牌。外资白牌主要竞争者包括: 电装、ASK、丰达电机等公司。

图表 14: 车载扬声器以白牌为主



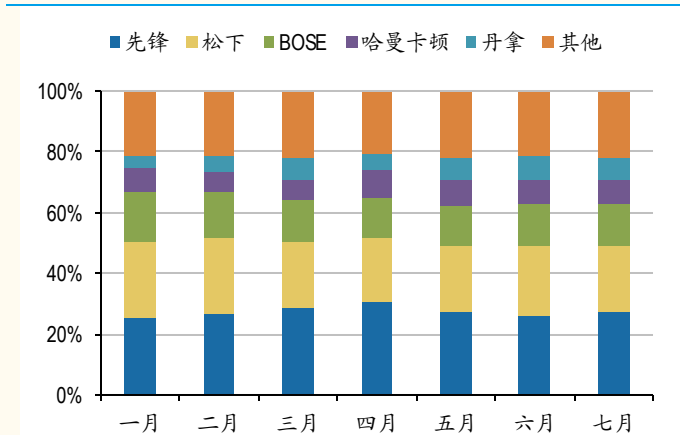
来源: GGAI, 国金证券研究所

图表 15: 上声电子占据自主白牌半壁江山



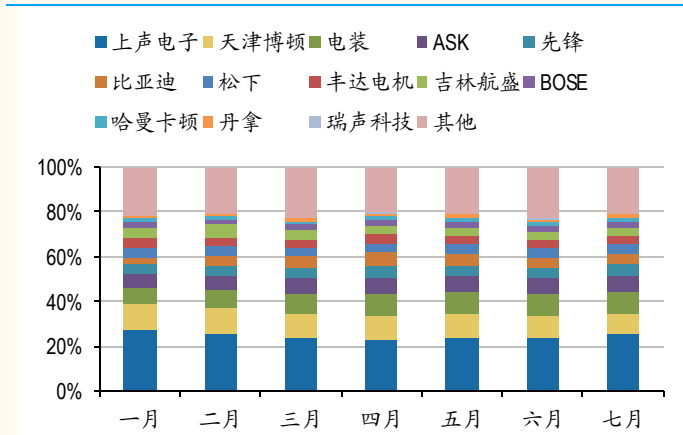
来源: GGAI, 国金证券研究所

图表 16：品牌扬声器份额



来源：GGAI，国金证券研究所

图表 17：车载扬声器整体份额

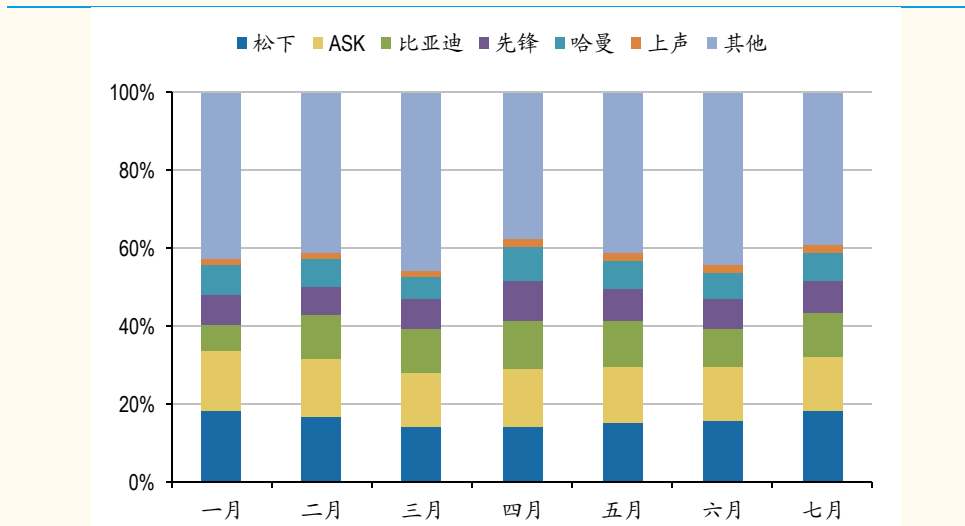


来源：GGAI，国金证券研究所

功放：国产化率不足 10%，国产替代空间巨大

- **功放：国产化率不足 10%，国产替代空间巨大。**从独立功放的角度看，行业竞争者以松下、ASK、先锋等外资供应商为主，国产功放供应商如上声电子市场份额较低（不足 3%）。功放领域国产化率较低，主要是主机厂需要开放 CAN 总线等通信接口给功放企业，但合资主机厂对开放 CAN 总线等通信协议给自主供应商较为谨慎。但是随着电子电气架构更加集中和开放，实现软硬解耦，在新势力推出的高配音响系统的车型上往往采购上声电子等公司一整套硬件（包含扬声器和功放），国产功放企业进入的机会增加，未来功放行业国产化率或将大幅提升。

图表 18：功放国产替代空间巨大



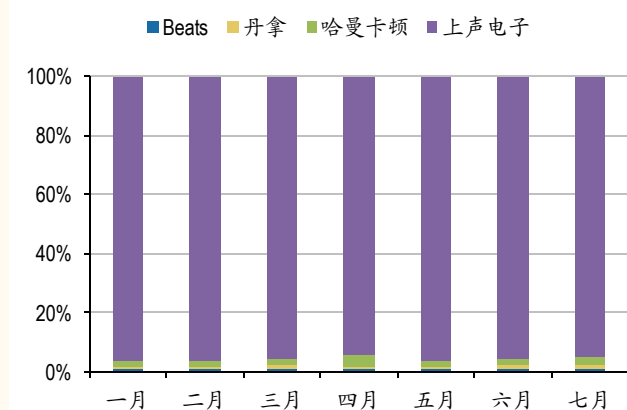
来源：GGAI，国金证券研究所

车企的选择：德系扬声器完成国产化，日系、BBA、功放国产化率极低

大众：扬声器上声电子占 9 成，功放为外资供应商

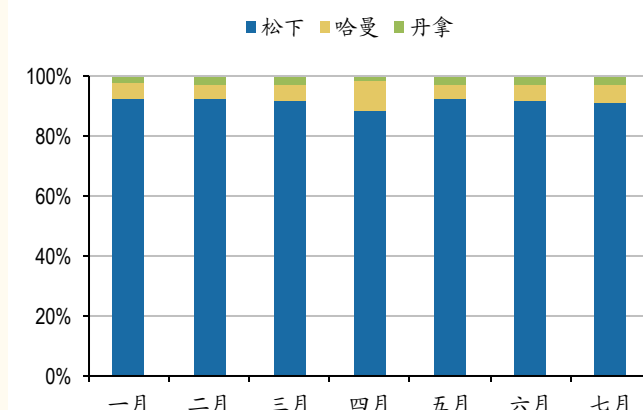
- 大众体系内扬声器供应商以上声电子为主，占比超过 95%，其他则是一些品牌音响；大众体系内功放供应商以松下为主，辅以其他品牌音响，国产功放企业很难进入。

图表 19：大众扬声器上声份额占比超 95%



来源：GGAI，国金证券研究所

图表 20：大众功放松下份额超 90%

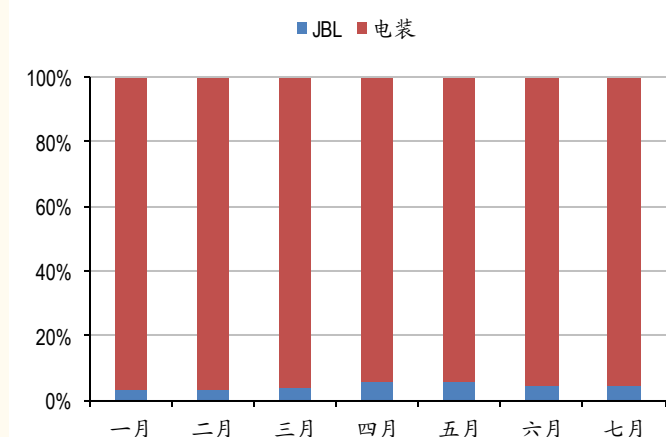


来源：GGAI，国金证券研究所

丰田：扬声器和功放以日系为主

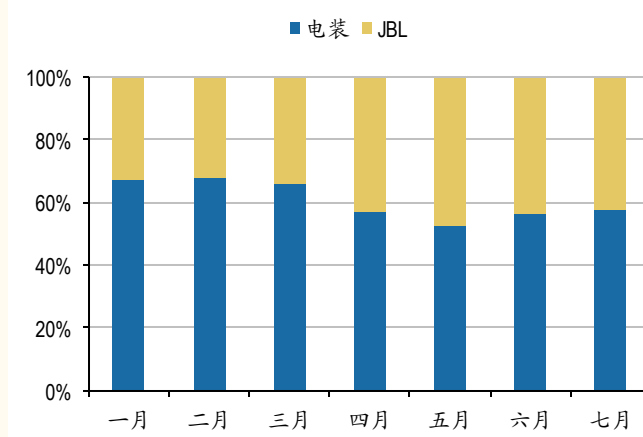
- 丰田体系扬声器供应商以电装为主，占比超过 95%；功放以电装和 JBL 为主。

图表 21：丰田扬声器供应商以电装为主 (95%+)



来源：GGAI，国金证券研究所

图表 22：丰田功放供应商以电装和 JBL 为主

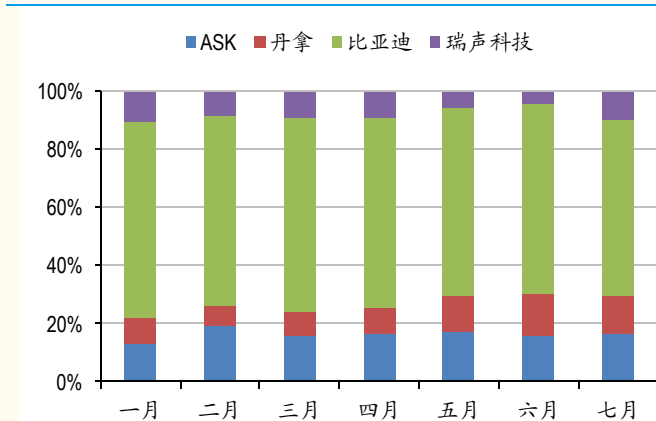


来源：GGAI，国金证券研究所

比亚迪：扬声器和功放以自供为主

- 比亚迪扬声器以自供为主（其中部分为上声电子提供），高配车型配置丹拿音响；功放方面，比亚迪以自供为主，高端车型配置丹拿音响。

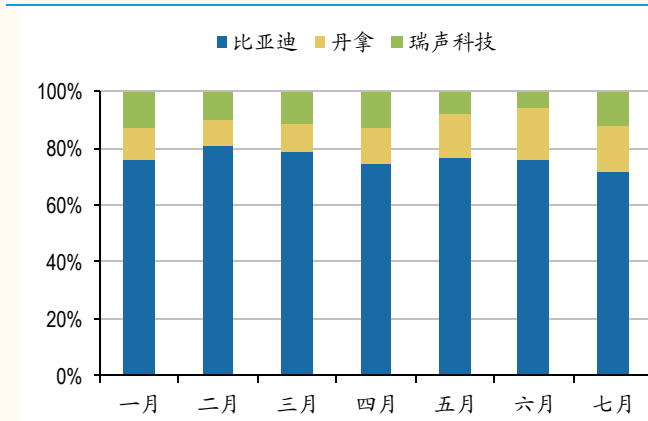
图表 23: 比亚迪扬声器自供为主



来源: GGAI, 国金证券研究所

注: 比亚迪部分扬声器由上声电子供应

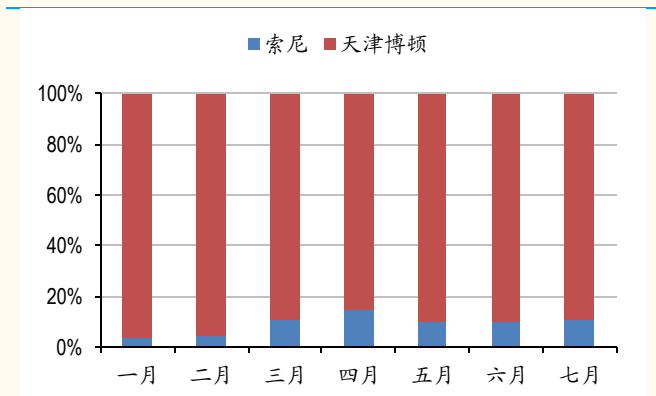
图表 24: 比亚迪功放以自供为主



来源: GGAI, 国金证券研究所

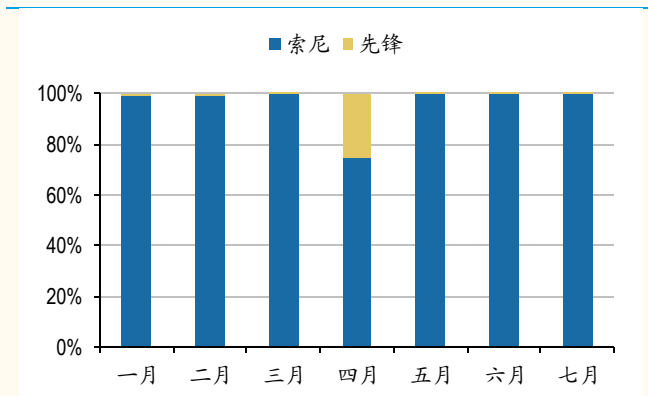
■ 长安扬声器以天津博顿供应为主; 功放配置车型较少, 供应商以索尼为主。

图表 25: 长安扬声器以天津博顿为主 (90%+)



来源: GGAI, 国金证券研究所

图表 26: 长安功放以索尼为主 (95%+)

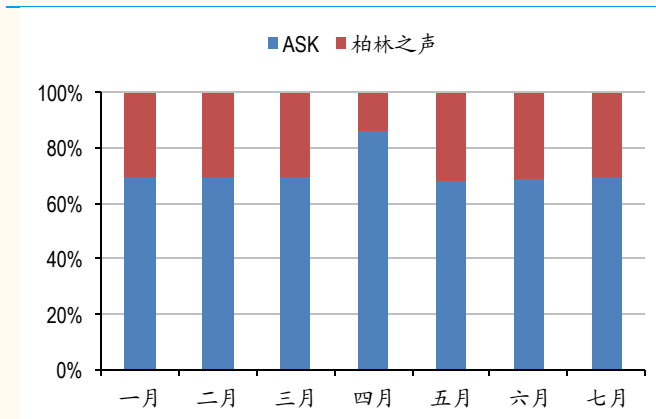


来源: GGAI, 国金证券研究所

豪华品牌: 以外资白牌和品牌音响为主

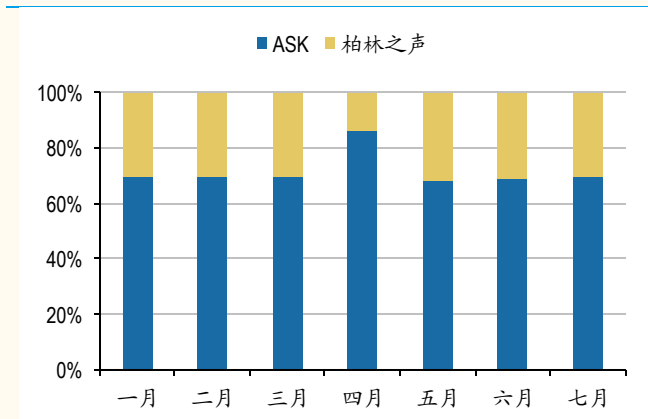
■ 奔驰等豪华品牌, 扬声器和功放的供应商以外资白牌和外资品牌为主, 如 ASK、柏林之音、哈曼、PSS 等。

图表 27: 奔驰扬声器以ASK为主 (约70%)



来源: GGAI, 国金证券研究所

图表 28: 奔驰功放以ASK为主 (约70%)

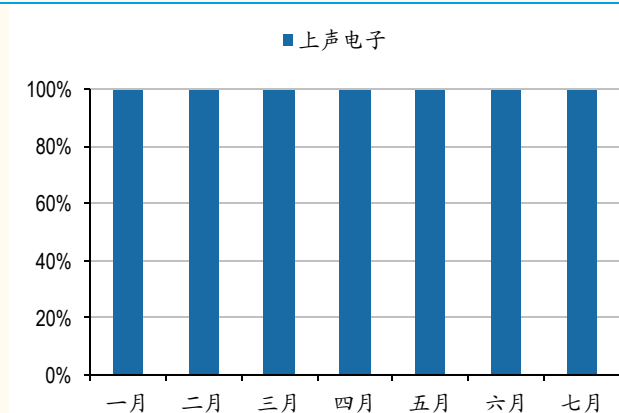


来源: GGAI, 国金证券研究所

新势力: 较多采用上声电子一整套硬件系统

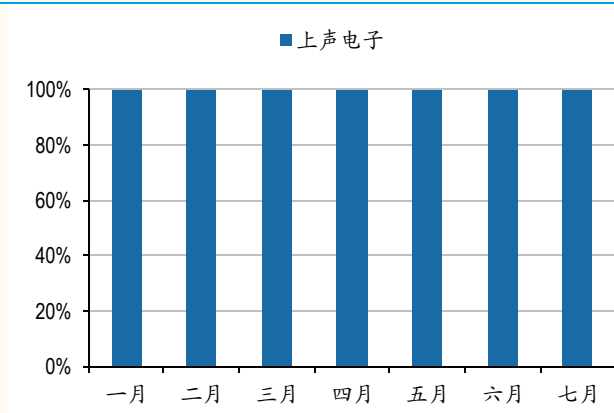
- 蔚来全系、理想 L9 采购上声电子一整套硬件系统，包括扬声器和功放；理想 one 采用的是 ASK 的扬声器和功放；小鹏高端配置采用丹拿的扬声器和功放。

图表 29：蔚来扬声器为上声电子独供



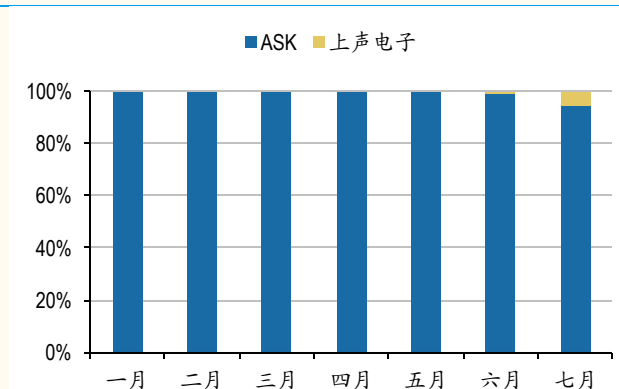
来源：GGAI，国金证券研究所

图表 30：蔚来功放为上声电子独供



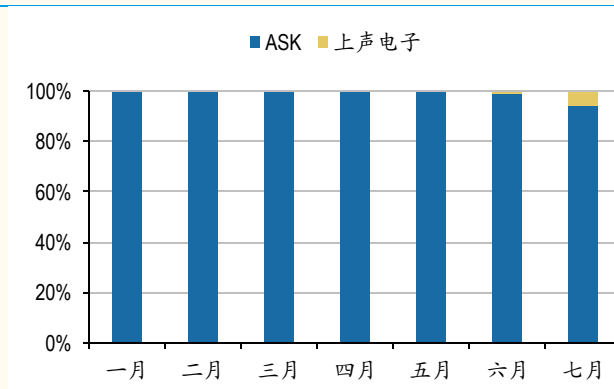
来源：GGAI，国金证券研究所

图表 31：理想 X 平台扬声器供应商转为上声电子



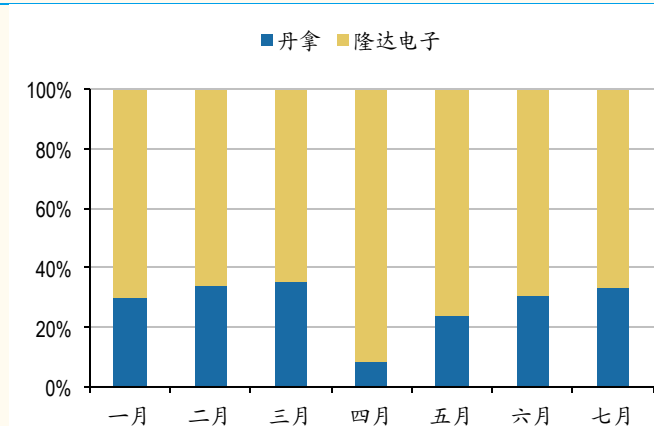
来源：GGAI，国金证券研究所

图表 32：理想 X 平台功放供应商转为上声电子



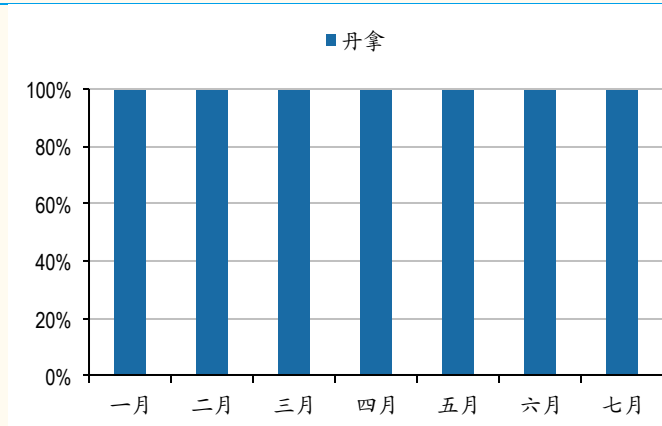
来源：GGAI，国金证券研究所

图表 33：小鹏高配车型扬声器为丹拿



来源：GGAI，国金证券研究所

图表 34：小鹏功放来自丹拿供应



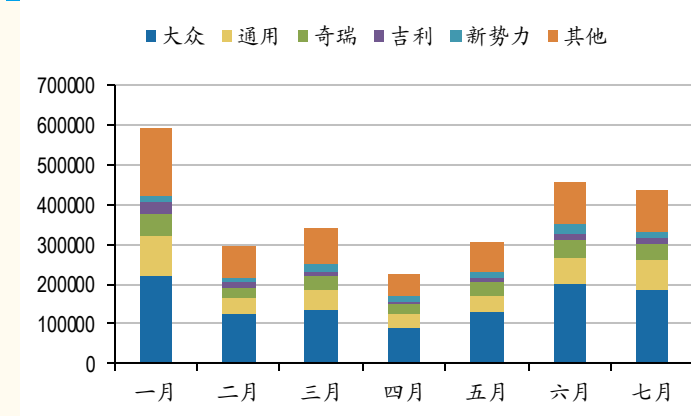
来源：GGAI，国金证券研究所

重点公司经营情况分析

上声电子：国内扬声器出货量第一，新势力覆盖较全，功放产品逐步放量

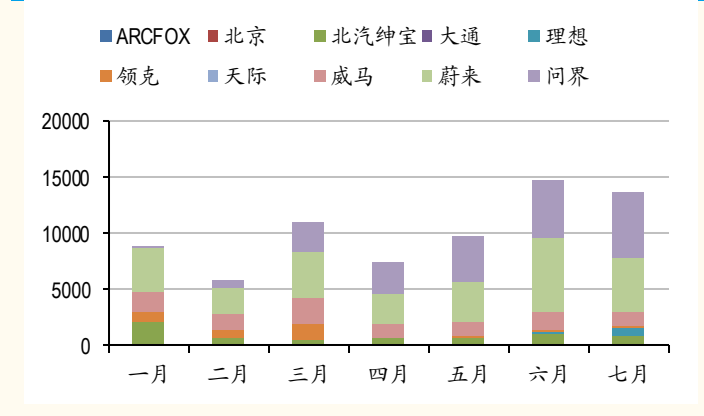
- 上声电子扬声器月配套量约 40-50 万辆左右，配套的主要客户包括：大众、通用、奇瑞、吉利等，其中大众、通用合计占比 50%左右。上声电子新势力客户涵盖较广，包括蔚来、问界、理想、威马、合创、天际、岚图等。独立功放方面，随着新势力销量增长，起量明显，其中贡献量比较大的是蔚来和问界，独立功放的客户还包括：理想、极狐、领克、天际、威马等客户。

图表 35：上声电子扬声器配套量（辆）



来源：GGAI，国金证券研究所

图表 36：上声电子功放配套量（辆）

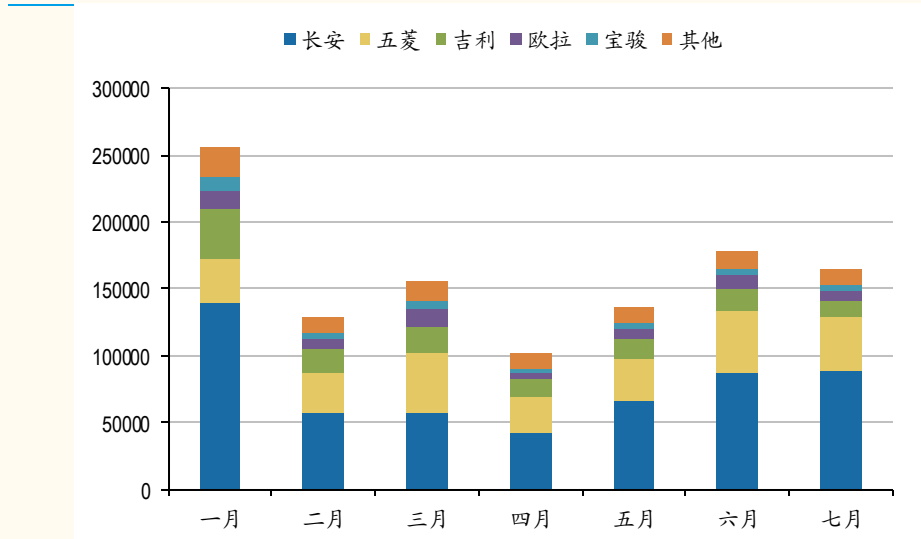


来源：GGAI，国金证券研究所

天津博顿：以长安、五菱为主

- 天津博顿扬声器月配套量约 10-15 万辆左右，其中占比较大的客户有长安、五菱、吉利、欧拉、宝骏等，其中长安占比约 50%。

图表 37：天津博顿扬声器配套量（辆）

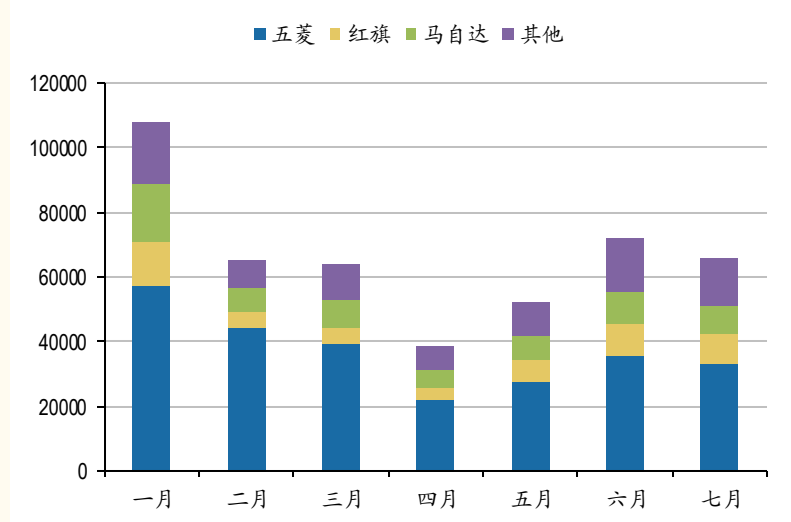


来源：GGAI，国金证券研究所

吉利航盛：以五菱、红旗为主

- 吉利航盛扬声器月配套量约 6 万辆左右，其中五菱占据一半左右的份额，其他客户包括红旗、马自达等车企。

图表 38：吉利航盛扬声器配套量（辆）



来源：GGAI，国金证券研究所

投资建议：重点关注上声电子

- 音响系统消费者易感知，新能源车内饰增配，把音响作为卖点。扬声器数量从传统燃油车的 4-6 个，增加到 12-22 个，同时增加独立功放、低音炮、头枕音响等产品，音响系统的单车价值量从 100-150 元提升至 1500 元左右（12 个扬声器+功放+低音炮+AVAS），价值量 10 倍增长。建议重点关注车载音响行业龙头上声电子，公司深耕车载扬声器 30 多年，全球市占率 13%。2022 年 1-7 月国内市占率约 25%（按照配套车型销量测算），占据国内白牌音响半壁江山，份额大幅领先国内其他同行。公司在新势力中份额较高，进入了绝大多数新势力的供应体系（如特斯拉、蔚来、理想、威马、零跑、华为等）和传统车企（如比亚迪等），将享受产品量价齐升带来的较大收入弹性，维持重点推荐。

图表 39：可比公司估值

可比公司	市值 (亿元)	PE			归母净利润（亿元）					EPS（元/股）				
		2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
德赛西威	850	73	50	37	5.2	8.3	11.6	16.9	23.0	0.94	1.51	2.10	3.03	4.15
华阳集团	209	49	35	26	1.8	3.0	4.3	5.9	8.0	0.39	0.62	0.90	1.25	1.68
星宇股份	401	43	32	26	11.6	9.5	9.3	12.4	15.4	4.20	3.41	3.26	4.35	5.40
科博达	226	49	39	32	5.1	3.9	4.6	5.9	7.0	1.29	0.97	1.13	1.45	1.74
上声电子	96	79	39	26	0.8	0.6	1.2	2.5	3.7	0.63	0.41	0.76	1.54	2.33

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

■ 原材料价格持续维持高位的风险

- 以上声电子为例，受原材料价格上涨，公司 2021 年毛利率和净利率下滑，若原材料价格持续高位，则将持续影响公司的毛利率和净利率水平。

■ 新能源车及传统汽车销量不及预期的风险

- 因疫情影响居民收入，汽车购买作为大额的消费支出，有可能受居民收入影响，新能源车和传统汽车销量不及预期。

■ 芯片缓解进程低于预期的风险

- 2021 年受芯片短缺的影响，主机厂二季度的生产同比出现下滑，虽然现在芯片在逐步缓解过程中，但仍存在芯片缓解进程低于预期的风险。

■ 主机厂将功放集成的风险

- 若主机厂未来将独立功放集成在域控制器中，则可能部分市场份额被主机厂或域控制器制造商瓜分，侵蚀提供独立功放的企业的份额。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；

中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% - 15%；

中性：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402