

晨光文具 (603899.SH) 2020Q2 业绩改善，线上突破，九木、科力普稳拓展

2020 年 08 月 22 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/21
当前股价(元)	65.37
一年最高最低(元)	68.89/39.60
总市值(亿元)	606.26
流通市值(亿元)	601.40
总股本(亿股)	9.27
流通股本(亿股)	9.20
近 3 个月换手率(%)	29.93

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

● **2020H1 业绩符合预期，毛利率继续改善，维持“买入”评级**

2020H1 公司收入 47.6 亿元 (-1.60%)，归母净利润 4.65 亿元 (-1.44%)。其中，2020Q2 单季度公司收入 26.78 亿元 (+7.85%)，归母净利润 2.34 亿元 (+10.15%)。分品类看，办公文具先行修复，书写工具/学生文具/办公文具 2020H1 收入分别同比变化-12.4%/-5.0%/+1.5%，其中 2020Q2 收入分别同比变化-1%/0%/+9%。维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润 11.84/14.80/18.51 亿元，对应 EPS 为 1.28/1.60/2.00 元，当前股价对应 PE 为 51/41/33 倍，维持“买入”评级。

● **毛利率持续提升，期间费用率影响净利率，营运能力维持正常水平**

2020H1，公司毛利率为 27.07% (+0.87pct)，其中，书写工具和学生文具毛利率分别为 40.4% (+5.4pct) 和 35.0% (+1.7pct)。费用端，公司疫情期间渠道拓展力度不减，2020H1 销售费用率提升 0.97pct 至 10.17%，由于计提股利费用，管理费用率也提升 0.66pct 至 5.25%，从而影响净利率下降 0.38pct 至 9.43%。营运能力上，公司 2020H1 经营性现金流转正，存货/应收账款周转率维持正常水平。

● **线上渠道取得突破，晨光科力普 2020Q2 增速回升，九木开店受疫情影响有限**

1) **线上渠道：**2020H1 晨光科技实现营业收入 2.04 亿元，同比增长 63.92%，其中 2020Q2 单季度收入约 1.1 亿元 (+96%)。报告期内，公司线上授权店铺超过 2000 家，推动外部直播合作和品牌自播体系搭建相结合，加强分销体系管控力。

2) **晨光科力普：**2020H1 收入 16.0 亿元 (+6.63%)，收入占比同比上升 2.6pct 至 33.6%，其中 2020Q2 单季度收入约 10.4 亿元 (+18%)。在规模效应继续显现和政府补助的推动上，2020H1 净利润达 0.40 亿元，净利率达 2.50% (+0.58pct)。

3) **九木杂物社：**2020H1，晨光生活馆收入 0.39 亿元 (-41.2%)，九木杂物社收入 1.96 亿元 (+19.1%)，零售大店整体亏损 3888 万元。截止 2020H1 期末，公司拥有 404 家零售大店（相较 2019 年末增加 24 家）。其中，九木杂物社共 295 家（直营 180 家，加盟 115 家），包含 2020H1 共新增 34 家（2020Q2 新增 23 家）。

● **风险提示：**新品类及新业务拓展不及预期；行业竞争加剧影响盈利能力

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,535	11,141	13,041	16,576	20,681
YOY(%)	34.3	30.5	17.1	27.1	24.8
归母净利润(百万元)	807	1,060	1,184	1,480	1,851
YOY(%)	27.3	31.4	11.7	25.0	25.1
毛利率(%)	25.8	26.1	26.0	26.0	26.0
净利率(%)	9.5	9.5	9.1	8.9	8.9
ROE(%)	23.1	24.1	22.7	23.0	23.2
EPS(摊薄/元)	0.87	1.14	1.28	1.60	2.00
P/E(倍)	75.1	57.2	51.2	41.0	32.8
P/B(倍)	17.8	14.4	12.1	9.7	7.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020H1 业绩符合预期，办公品类先行修复.....	3
2、 毛利率继续提升，期间费用率上升影响净利率	4
3、 经营性现金流净额转正，存货、应收账款维持正常水平.....	5
4、 晨光科力普持续发展，九木杂物社维持正增长	6
4.1、 晨光科力普：2020Q2 环比显著改善，净利率继续提升	6
4.2、 九木杂物社：新开店受影响有限，收入维持正增长	6
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： 2020H1 公司收入同比下降 1.60%	3
图 2： 2020Q2 公司收入单季增长 7.9%	3
图 3： 2020H1 公司归母净利润同比下降 1.4%	4
图 4： 2020Q2 公司归母净利润单季同比增长 10.2%	4
图 5： 2020H1 公司毛利率同比提升 0.87pct.....	4
图 6： 2020Q2 公司毛利率同比提升 1.03pct.....	4
图 7： 2020H1 公司期间费用率同比提升 2.0pct.....	5
图 8： 2020H1 公司销售净利率同比下降 0.38pct.....	5
图 9： 2020H1 存货周转率同比下降 0.49 次	6
图 10： 2020H1 应收账款周转率同比下降 0.81 次	6
图 11： 2020H1 晨光科力普同比增长 6.6%	6
图 12： 2020H1 晨光科力普净利率达到 2.50%	6
图 13： 2020H1 晨光新开店受疫情影响有限	7
图 14： 2020H1 九木杂物社收入同比增长 19.1%	7
图 15： 2020H1 零售大店亏损约 3888 万元	7
图 16： 2020H1 公司推出樱花季主题活动	8
图 17： 2020H1 九木杂物社推出阿狸联名盲盒	8
表 1： 2020H1 经营性现金流净额环比转正	5

1、2020H1 业绩符合预期，办公品类先行修复

2020H1 公司实现营收 47.61 亿元 (-1.60%)，归母净利润 4.65 亿元 (-1.44%)。其中，2020Q2 单季度公司收入 26.78 亿元(+7.85%)，归母净利润 2.34 亿元(+10.15%)。

分品类看，由于 2020Q2 复工整体要快于复学进度，因此办公文具和办公直销品类整体修复速度较快：

- 1) 书写工具：2020H1 收入 9.92 亿元 (-12.43%)，收入占比同比下降 2.6pct 至 20.8%，其中 2020Q2 单季度收入约 5.6 亿元 (-1%)；
- 2) 学生文具：2020H1 收入 10.21 亿元 (-4.99%)，收入占比同比下降 0.8pct 至 21.5%，其中 2020Q2 单季度收入约 4.8 亿元 (接近持平)；
- 3) 办公文具：2020H1 收入 10.40 亿元 (+1.52%)，收入占比同比上升 0.7pct 至 21.9%，其中 2020Q2 单季度收入约 5.4 亿元 (+9%)；
- 4) 其他产品：2020H1 收入 1.05 亿元 (+1.09%)，收入占比同比上升 0.1pct 至 2.2%，其中 2020Q2 单季度收入约 0.6 亿元 (+15%)；

分渠道看，线上渠道快速拓展，晨光科力普 2020Q2 环比修复，九木杂物社收入维持正增长：

- 1) 线上渠道：2020H1 晨光科技实现营业收入 2.04 亿元，同比增长 63.92%，其中 2020Q2 单季度收入约 1.1 亿元 (+96%)。报告期内，公司线上授权店铺超过 2000 家，并上线九木杂物社线上旗舰店；
- 2) 晨光科力普：2020H1 收入 16.0 亿元 (+6.63%)，收入占比同比上升 2.6pct 至 33.6%，其中 2020Q2 单季度收入约 10.4 亿元 (+18%)；
- 3) 零售大店：2020H1 收入 2.35 亿元 (+1.83%)，其中九木杂物社收入 1.96 亿元 (+19.1%)，晨光生活馆收入 0.39 亿元 (-41%)。

分地区看：2020H1 国内收入 46.37 亿元，同比下降-2.6%；海外收入 1.22 亿元，同比增长 56.4%。海外增长较快主要是安硕文教纳入合并报表的时间增加的影响。

图1：2020H1 公司收入同比下降 1.60%

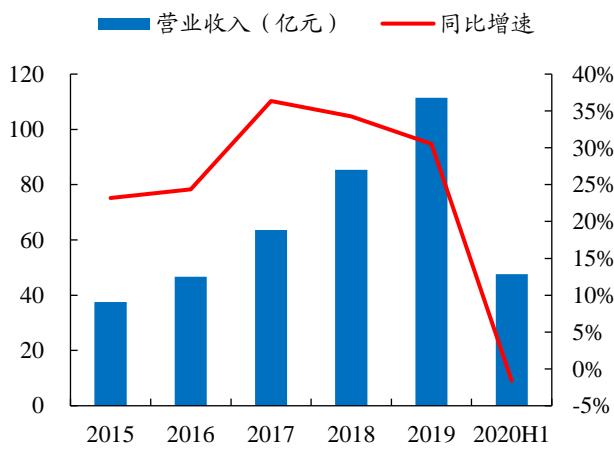
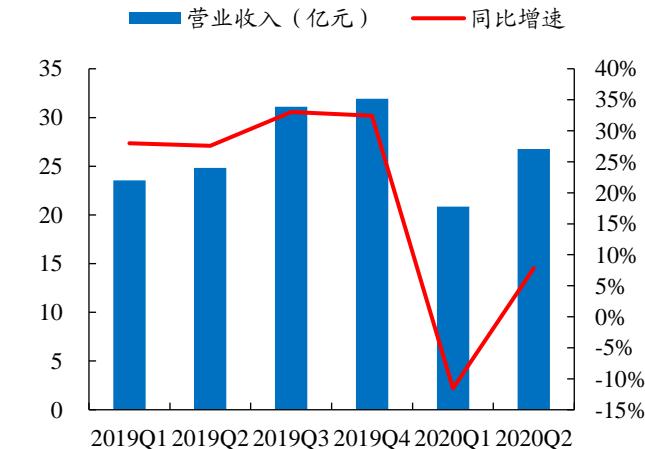
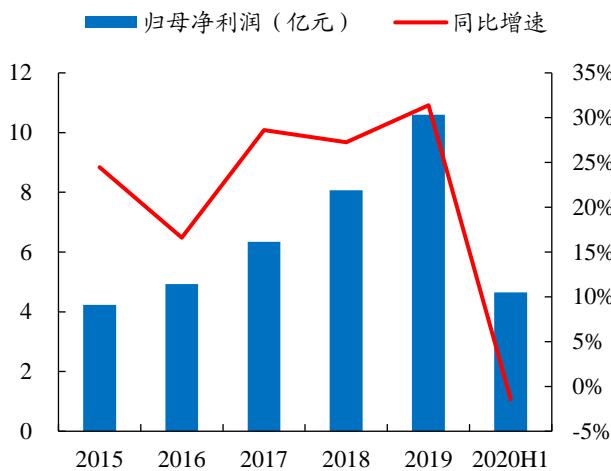


图2：2020Q2 公司收入单季增长 7.9%

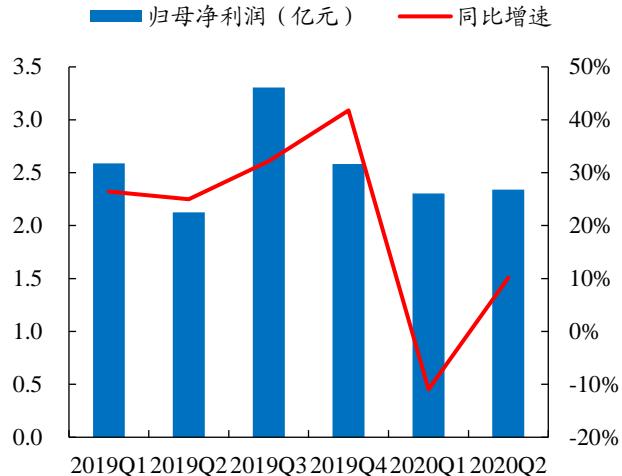


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020H1公司归母净利润同比下降1.4%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020Q2公司归母净利润单季同比增长10.2%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、毛利率继续提升，期间费用率上升影响净利率

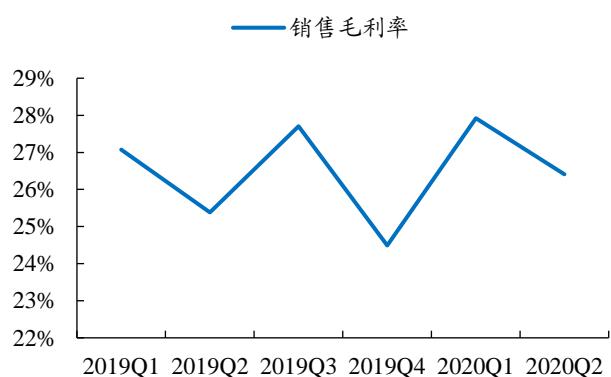
精品文创战略效果初显，产品结构优化推动毛利率上行。2020H1，公司整体毛利率为27.07% (+0.87pct)。其中2020Q2，公司毛利率达26.41% (+1.03pct)。

分品类看，书写工具和学生文具毛利率显著提升：

- 1) 书写工具：2020H1毛利率40.4%，同比提升5.4pct。公司贯彻精品文创战略，逐步向上拓宽书写工具价格带，带动毛利率自2014年起逐年提升。并且相较百乐等国外高端书写工具品牌超过50%的毛利率仍有较大提升空间。
- 2) 学生文具：2020H1毛利率34.96%，同比提升1.7pct。公司积极发展九木杂物社等精品文创零售新业态，发力儿美赛道，学生文具产品结构持续优化。
- 3) 办公文具：2020H1毛利率26.12%，同比下降0.5pct。
- 4) 其他产品：2020H1毛利率47.78%，同比提升0.94pct。
- 5) 办公直销：2020H1毛利率12.94%，同比提升0.17pct。

图5：2020H1公司毛利率同比提升0.87pct


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2020Q2公司毛利率同比提升1.03pct


数据来源：公司公告、开源证券研究所

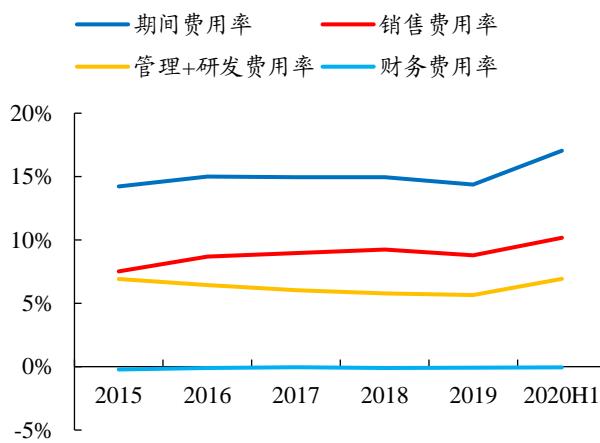
期间费用率同比提升，影响销售净利率下行。2020H1，公司期间费用率为 17.04%，同比增长 2.0pct，销售净利率为 9.43%，同比下降 0.38pct。

期间费用率上行主要是由于在收入增速受疫情影响下，公司渠道拓展力度不减，销售费用率和管理费用率提升：

1) 销售费用率：2020H1 提升 0.97pct 至 10.17%。主要是由于晨光科力普物流网络建设和九木杂物社持续新开店影响(租赁费 1.02 亿元，同比增长 36.9%)，以及晨光科力普和线上渠道拓展力度不减(渠道建设费 0.48 亿元，同比增长 52.8%)。

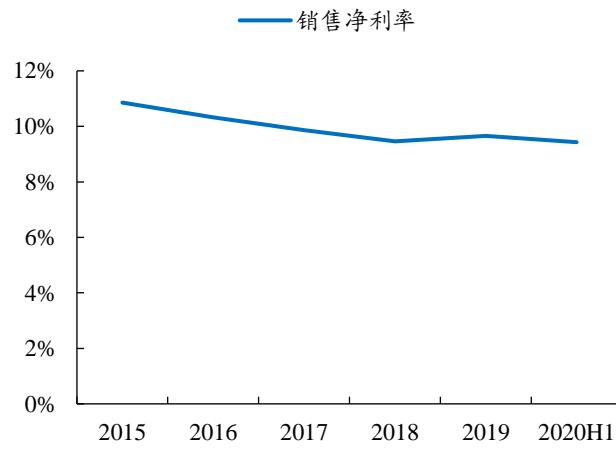
2) 管理费用率：2020H1 提升 0.66pct 至 5.25%，主要是由于计提了约 1711 万元股利支付费用。

图7：2020H1 公司期间费用率同比提升 2.0pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2020H1 公司销售净利率同比下降 0.38pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、经营性现金流净额转正，存货、应收账款维持正常水平

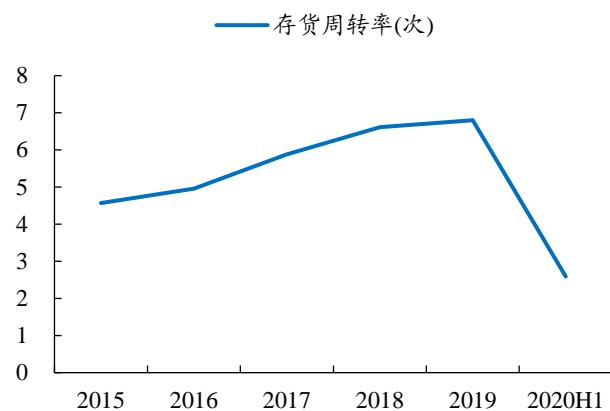
经营性现金流净额环比转正。受疫情影响，2020H1 公司回款和应付有所波动，但整体保持平稳。其中，销售回款增速和收入增速基本匹配。此外，为缓解疫情期间供应商现金流压力，公司适当加快了应付款的支付流程(2020H1 期末公司应付款 13.81 亿元，同比下降 4.5%)。

表1：2020H1 经营性现金流净额环比转正

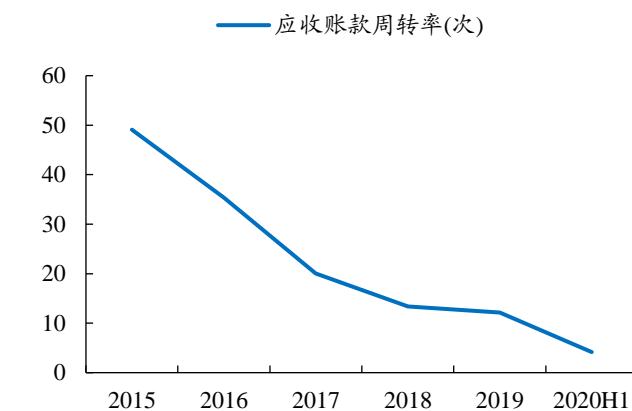
	2019H1	2020H1	同比
经营性现金流净额(单位：亿元)	2.47	1.27	-48.78%
销售商品、提供劳务收到的现金(亿元)	51.57	50.32	-2.42%
经营活动现金流入小计(单位：亿元)	56.51	56.35	-0.28%
购买商品、接受劳务支付的现金(亿元)	40.83	42.4	3.85%
经营活动现金流出小计(单位：亿元)	54.04	55.09	1.94%

数据来源：Wind、开源证券研究所

存货及应收账款周转率有所下降，但仍基本维持正常水平。2020H1，公司存货周转率和应收账款分别为 2.59 次和 4.16 次，分别同比下降 0.49 次和 0.81 次。考虑到疫情影响和晨光科力普业务占比提升，公司营运能力仍维持正常水平。

图9: 2020H1 存货周转率同比下降 0.49 次


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10: 2020H1 应收账款周转率同比下降 0.81 次


数据来源：公司公告、开源证券研究所

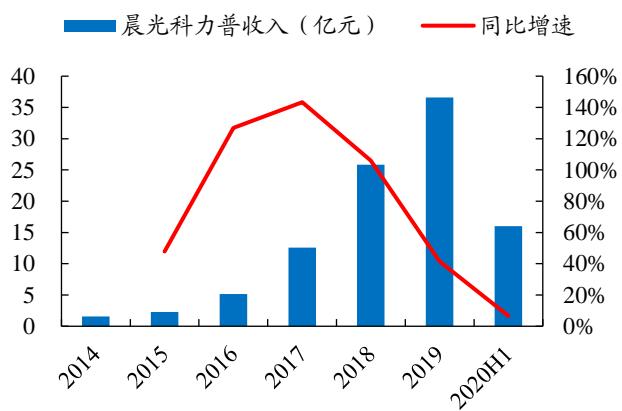
4、晨光科力普持续发展，九木杂物社维持正增长

4.1、晨光科力普：2020Q2 环比显著改善，净利率继续提升

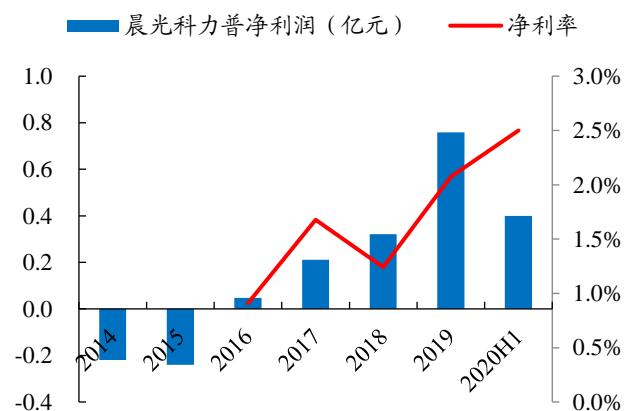
晨光科力普 2020Q2 业绩环比显著改善。2020H1，晨光科力普收入 16.0 亿元，同比增长 6.6%，其中二季度同比增长约 18%。晨光科力普收入持续增长主要受益于：

1) 积极满足疫情期间防疫物资采购需求；2) 持续推进大客户开发；3) 积极拓展集采品类，报告期内上线 MRO 线上商城。

供应链体系持续优化，规模效应显现，净利率持续提升。公司报告期内持续优化仓储物流网络，新增东北中心仓，在两个城市新增配送队伍，客户订单响应能力继续提升。同时，在晨光科力普规模效应继续显现和报告期内政府补助的推动上，2020H1 晨光科力普净利润达 0.40 亿元，净利率达 2.50%，同比提升 0.58pct。

图11: 2020H1 晨光科力普同比增长 6.6%


资料来源：开源证券研究所

图12: 2020H1 晨光科力普净利率达到 2.50%


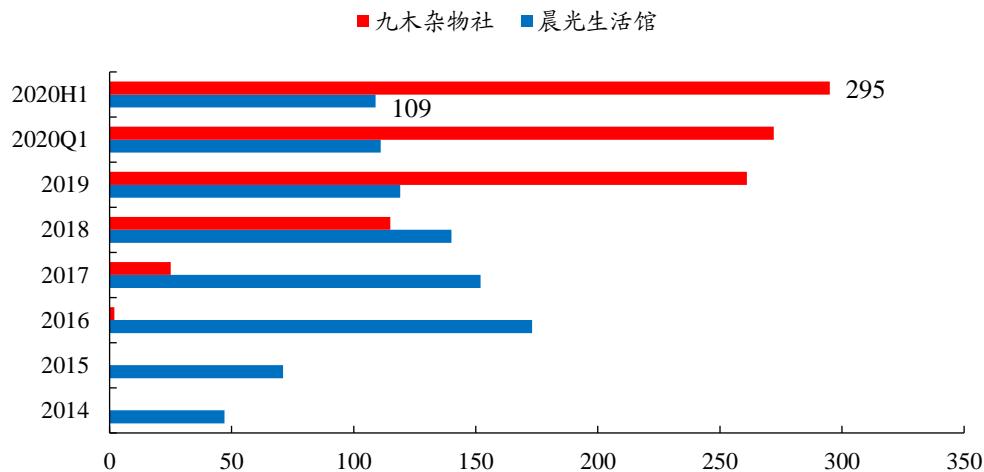
资料来源：开源证券研究所

4.2、九木杂物社：新开店受影响有限，收入维持正增长

九木杂物社新开店受影响有限。截止 2020H1 报告期末，公司拥有 404 家零售大店（相较 2019 年末增加 24 家，其中 2020Q2 增加 21 家），其中晨光生活馆 109 家（相较 2019 年末减少 10 家），九木杂物社 295 家（直营 180 家，加盟 115 家）。

在疫情影响下，九木杂物社 2020H1 共新增 34 家门店（直营店新增 12 家，加盟店新增 22 家），其中 2020Q2 开店环比加速，共新增 23 家门店。在疫情影响逐渐趋弱的情况下，我们预计 2020 年全年九木杂物社新开店 100 家的目标实现概率较大。

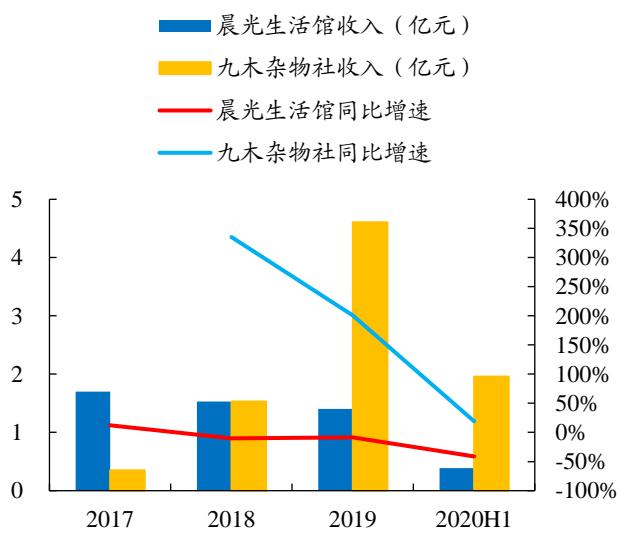
图13：2020H1 晨光新开店受疫情影响有限



数据来源：公司公告、开源证券研究所

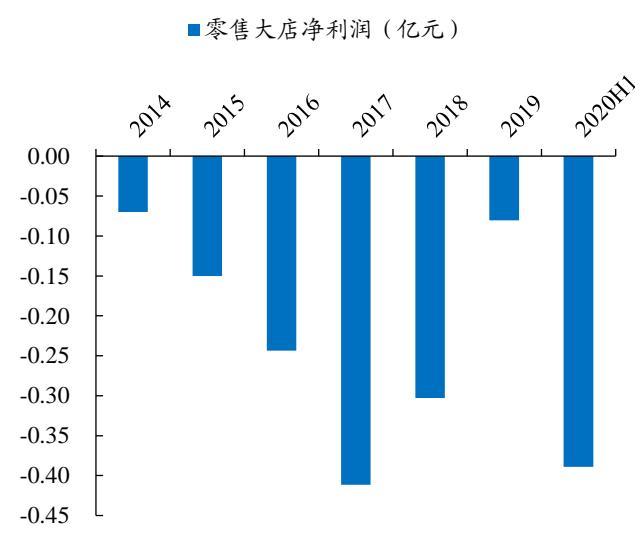
在新开店拉动下，九木杂物社 2020H1 收入同比增长 19%。2020H1，晨光生活馆收入 0.39 亿元 (-41.2%)，九木杂物社收入 1.96 亿元 (+19.1%)，零售大店业务整体亏损约 3888 万元。由于九木杂物社多处于购物中心，客流量受疫情影响较为明显，因此 2020H1 收入增长主要受到新开店拉动。考虑到 2020H2 门店客流和新开店速度有望继续改善，九木杂物社全年收入增长和盈利情况环比提升可期。

图14：2020H1 九木杂物社收入同比增长 19.1%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：2020H1 零售大店亏损约 3888 万元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

明确战略打法，九木杂物社模式已逐步跑通。公司以九木杂物社为代表的精品文创业态，将继续在以头部刚需产品升级为主要抓手的基础上，积极把握盲盒、季节限定、IP 等流行趋势。2020H1，公司推出了樱花季、儿童季、考试季等多个主题品牌季活动，在微博等社交平台中取得超过千万级曝光。同时，公司九木杂物社中盲盒

sku 占比已超过 20%。

图16: 2020H1 公司推出樱花季主题活动



资料来源：九木杂物社公众号

图17: 2020H1 九木杂物社推出阿狸联名盲盒



资料来源：九木杂物社小程序

5、 盈利预测与投资建议

维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润 11.84/14.80/18.51 亿元，对应 EPS 为 1.28/1.60/2.00 元，当前股价对应 PE 为 51/41/33 倍，维持“买入”评级。

6、 风险提示

新品类及新业务拓展不及预期；行业竞争加剧影响盈利能力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4100	5264	6004	8526	10281	营业收入	8535	11141	13041	16576	20681
现金	1047	1936	2447	3745	5065	营业成本	6330	8230	9644	12264	15306
应收票据及应收账款	811	1026	1124	1609	1801	营业税金及附加	35	42	51	66	81
其他应收款	110	118	230	239	328	营业费用	789	980	1213	1550	1923
预付账款	42	85	64	126	111	管理费用	380	469	574	733	916
存货	1043	1378	1417	2087	2255	研发费用	114	160	196	249	310
其他流动资产	1047	721	721	721	721	财务费用	-8	-8	-28	-35	-60
非流动资产	1578	2302	2234	2229	2287	资产减值损失	3	-18	0	0	0
长期投资	30	36	35	35	35	其他收益	9	27	9	10	12
固定资产	877	1164	1170	1228	1281	公允价值变动收益	0	5	0	0	0
无形资产	188	331	353	380	413	投资净收益	35	24	31	32	31
其他非流动资产	483	771	675	586	558	资产处置收益	-0	6	0	0	0
资产总计	5678	7565	8238	10755	12568	营业利润	935	1283	1432	1792	2247
流动负债	2108	2995	2826	4119	4344	营业外收入	46	29	33	35	31
短期借款	0	183	0	0	0	营业外支出	21	19	20	21	19
应付票据及应付账款	1319	1861	1866	2874	3041	利润总额	960	1294	1445	1806	2259
其他流动负债	788	951	960	1246	1303	所得税	152	218	243	304	380
非流动负债	73	109	109	109	109	净利润	808	1076	1202	1502	1879
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	16	18	22	28
其他非流动负债	73	109	109	109	109	归母净利润	807	1060	1184	1480	1851
负债合计	2181	3104	2935	4229	4453	EBITDA	1127	1478	1603	1961	2353
少数股东权益	86	259	277	300	328	EPS(元)	0.87	1.14	1.28	1.60	2.00
股本	920	920	927	927	927	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	272	272	272	272	272	成长能力					
留存收益	2218	3009	3793	4774	6001	营业收入(%)	34.3	30.5	17.1	27.1	24.8
归属母公司股东权益	3411	4202	5025	6227	7788	营业利润(%)	36.9	37.3	11.6	25.1	25.4
负债和股东权益	5678	7565	8238	10755	12568	归属于母公司净利润(%)	27.3	31.4	11.7	25.0	25.1
						获利能力					
						毛利率(%)	25.8	26.1	26.0	26.0	26.0
						净利率(%)	9.5	9.5	9.1	8.9	8.9
						ROE(%)	23.1	24.1	22.7	23.0	23.2
现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	828	1082	1146	1752	1804	ROIC(%)	22.4	23.3	22.6	22.6	22.5
净利润	808	1076	1202	1502	1879	资产负债率(%)	38.4	41.0	35.6	39.3	35.4
折旧摊销	198	231	218	248	226	净负债比率(%)	-27.9	-37.7	-44.9	-56.3	-61.6
财务费用	-8	-8	-28	-35	-60	流动比率	1.9	1.8	2.1	2.1	2.4
投资损失	-35	-24	-31	-32	-31	速动比率	0.9	1.2	1.6	1.5	1.8
营运资金变动	-145	-243	-214	69	-211	营运能力					
其他经营现金流	10	50	0	0	0	总资产周转率	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8
投资活动现金流	-296	-74	-119	-211	-254	应收账款周转率	13.3	12.1	12.1	12.1	12.1
资本支出	318	378	-68	-4	58	应付账款周转率	5.9	5.2	5.2	5.2	5.2
长期投资	-14	384	0	0	0	每股指标(元)					
其他投资现金流	8	688	-186	-215	-195	每股收益(最新摊薄)	0.87	1.14	1.28	1.60	2.00
筹资活动现金流	-225	-364	-515	-243	-230	每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.17	1.24	1.89	1.95
短期借款	0	183	-183	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.68	4.53	5.41	6.71	8.39
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	7	0	0	P/E	75.1	57.2	51.2	41.0	32.8
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	17.8	14.4	12.1	9.7	7.8
其他筹资现金流	-225	-547	-340	-243	-230	EV/EBITDA	53.0	39.6	36.1	28.9	23.5
现金净增加额	309	636	512	1297	1320						

数据来源：贝格数据、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	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	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，属于机密材料，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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835