

广联达（002410.SZ）

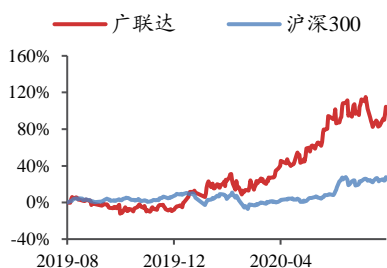
2020 年 08 月 30 日

新签云合同超预期，彰显转型进展顺利
——公司首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

日期	2020/8/28
当前股价(元)	73.63
一年最高最低(元)	78.91/30.91
总市值(亿元)	872.10
流通市值(亿元)	665.61
总股本(亿股)	11.84
流通股本(亿股)	9.04
近 3 个月换手率(%)	69.09

股价走势图


数据来源：贝格数据

● 云转型进展顺利，施工业务前景可期，首次覆盖给予“买入”评级

公司云转型进展顺利，施工业务潜力大，同时创新业务进一步打开成长空间，我们高度看好公司成长潜力。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 4.03、6.14、8.13 亿元，EPS 为 0.34、0.52、0.69 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 216、142、107 倍，公司 PE 和 PS 略低于行业可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

● 还原预收影响后，收入和利润均实现快速增长

上半年公司实现营业总收入 16.09 亿元，同比增长 16.63%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 45.21%。若将云合同负债的影响因素进行还原，则还原后的营业总收入为 19.71 亿元，同口径同比增长 20.36%；还原后的归母净利润为 4.56 亿元，同口径同比增长 41.67%。公司毛利率同比下滑 3.51 个百分点至 90.41%，主要原因为解决方案类产品收入占比增加，对应的系统集成成本增加所致。

● 造价新签合同超预期，彰显转型进展顺利

上半年公司新签云合同 10.28 亿元同比增长 63.42%，其中 2020Q2 新增 8.69 亿元，同比增长 74.5%，造价业务转型在 2020Q2 迅速恢复。转型节奏方面，数字造价业务累计 25 个地区进入云转型，其中，2020 年新增的 4 个地区上半年转型进展顺利，产品综合转化率超 30%；2019 年转型的 10 个地区的产品综合转化率达 70%，续费率达 88%；2019 年之前已转型的 11 个地区产品综合转化率、续费率均超过 85%。而且公司利用转云优势，上半年有超 40%的续费来自线上续费。

● 2020Q2 施工业务增长约 26%，数字项目管理平台规模化加速

上半年数字施工业务实现收入 3.37 亿元，同比增长 16.10%，其中 2020Q2 收入约为 2.46 亿元，同比增长约 26%。数字项目管理平台加速规模化，基于数字项目管理平台的模块已由 2019 年同期的 30 个增至 54 个，数字施工项目级产品累计服务项目数突破 3 万个，劳务、物料、项目 BI 等重点模块应用率大幅提升。

● 风险提示：新冠疫情影响业务发展的风险；人才竞争加剧风险。
财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,862	3,464	4,040	4,937	5,973
YOY(%)	22.3	21.1	16.6	22.2	21.0
归母净利润(百万元)	439	235	403	614	813
YOY(%)	-7.0	-46.5	71.5	52.4	32.3
毛利率(%)	93.4	89.3	87.8	87.2	86.4
净利率(%)	15.3	6.8	10.0	12.4	13.6
ROE(%)	13.2	7.6	11.5	15.6	17.8
EPS(摊薄/元)	0.37	0.20	0.34	0.52	0.69
P/E(倍)	198.6	371.0	216.3	142.0	107.3
P/B(倍)	27.3	26.7	24.5	21.9	18.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 Q2 业绩超预期，安全与云快速增长	3
2、 造价新签合同超预期，彰显转型进展顺利	5
3、 施工业务快速增长，数字项目管理平台规模化加速	6
4、 通过整合梳理，各创新业务单元不断取得突破	6
5、 盈利预测与投资建议	8
5.1、 核心假设	8
5.2、 盈利预测与投资建议	8
6、 风险提示	9
附：财务预测摘要	10

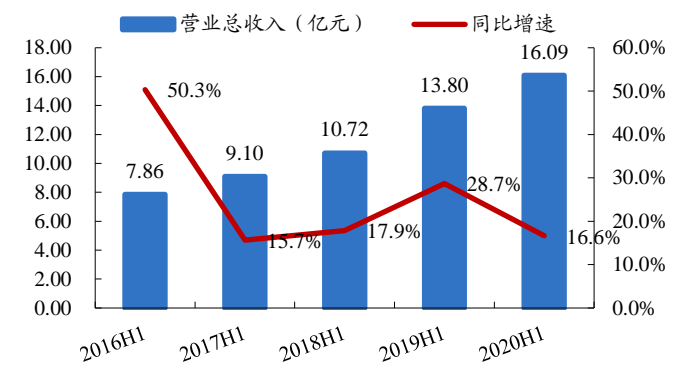
图表目录

图 1： 2020H1 公司营业收入增速放缓	3
图 2： 2020H1 公司归母净利润高增长	3
图 3： 还原预收影响，数字造价业务同比同口径增长 23.49%	3
图 4： 2020H1 公司期间费用率同比下降	4
图 5： 2020H1 公司毛利率与净利率有所下降	4
图 6： 2020H1 公司经营活动现金流显著改善	4
图 7： 2020Q2 公司营业收入增速环比下降	4
图 8： 2020Q2 公司归母净利润增速环比提升	4
图 9： 2020Q2 公司期间费用率环比下降	5
图 10： 2020Q2 公司毛利率与净利率环比下降	5
图 11： 新计价 GCCP6.0 产品满足国标清单计价和市场清单计价两种模式	6
图 12： 数字项目管理平台 114N 体系，对产业数字化全方位覆盖	6
图 13： 公司通过整合广材通、广招材建立平方网交易服务平台	7
图 14： 福州滨海新城规建管一体化平台（一期）项目落地	7
图 15： BIM 装饰云平台集设计、成本、施工于一体	8
表 1： 造价新签合同超预期	5
表 2： 公司 PE 和 PS 略低于行业可比公司平均水平（截止 2020.8.28 收盘）	9

1、Q2 业绩超预期，安全与云快速增长

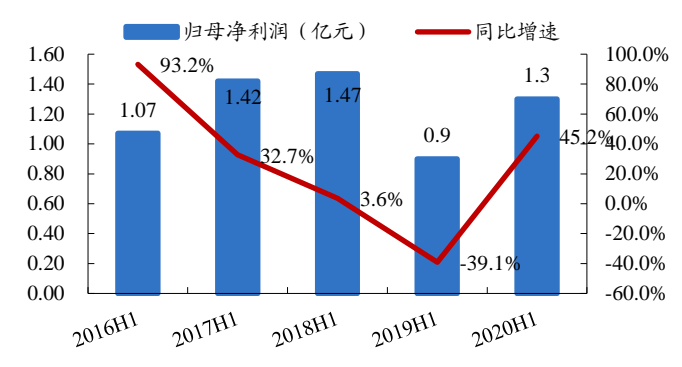
还原预收影响后，收入和利润均实现快速增长。上半年公司实现营业总收入 16.09 亿元，同比增长 16.63%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 45.21%。若将云合同负债的影响因素进行还原，则还原后的营业总收入为 19.71 亿元，同口径同比增长 20.36%；还原后的归属于上市公司股东的净利润为 4.56 亿元，同口径同比增长 41.67%。

图1：2020H1 公司营业收入增速放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

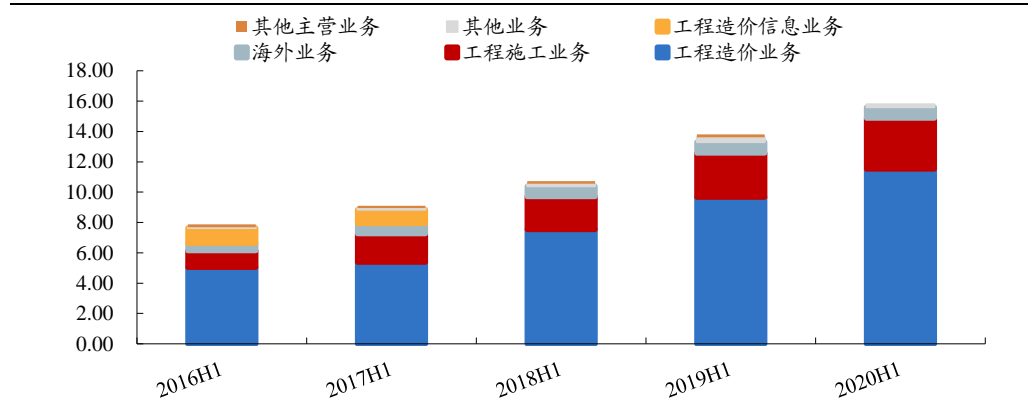
图2：2020H1 公司归母净利润高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

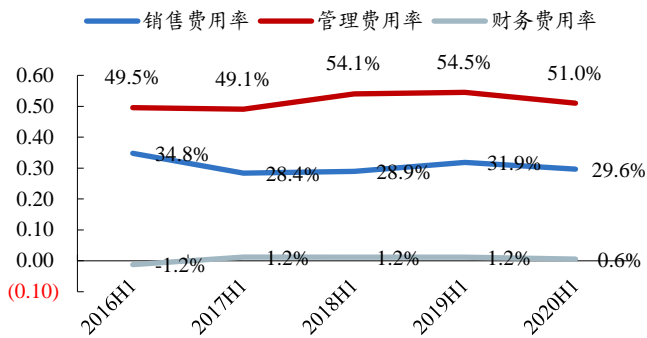
分业务来看，1) 上半年数字造价实现营收 11.52 亿元，同比增长 19.00%，其中云收入 6.66 亿元，占比达 57.84%。若还原预收影响，数字造价营业收入为 15.13 亿元，同比同口径增长 23.49%。2) 上半年数字施工业务实现营业收入 3.37 亿元，同比增长 16.10%，其中 2020Q2 单季度收入约为 2.46 亿元，同比增长约 26%。

图3：还原预收影响，数字造价业务同比同口径增长 23.49%

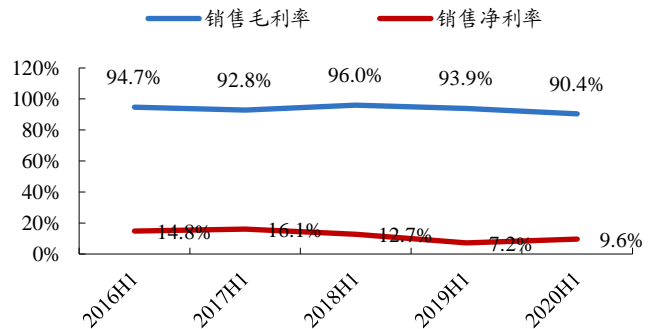


数据来源：Wind、开源证券研究所

2020H1 公司销售毛利率有所下降。公司毛利率同比下滑 3.51 个百分点至 90.41%，主要原因为解决方案类产品收入占比增加，对应的系统集成成本增加所致。此外，上半年公司期间费用率同比下降 6.4 个百分点。

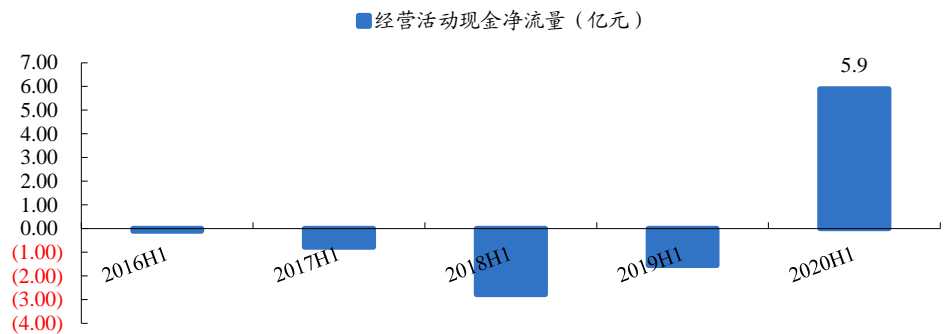
图4：2020H1 公司期间费用率同比下降


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：为保持口径一致，图中管理费用率中含研发费用）

图5：2020H1 公司毛利率与净利率有所下降


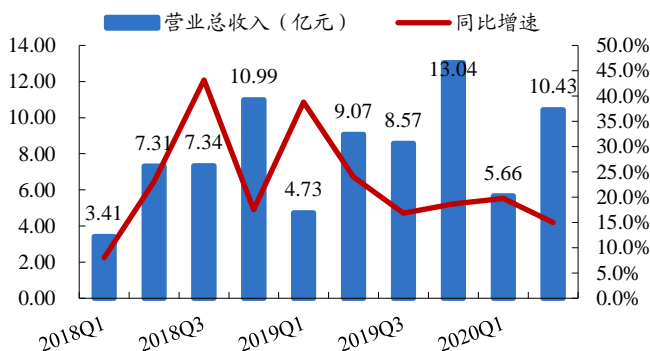
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司经营活动现金净流量显著改善。上半年公司现金流为 5.9 亿元，主要为业务增长以及金融业务战略调整收回出借资金所致。

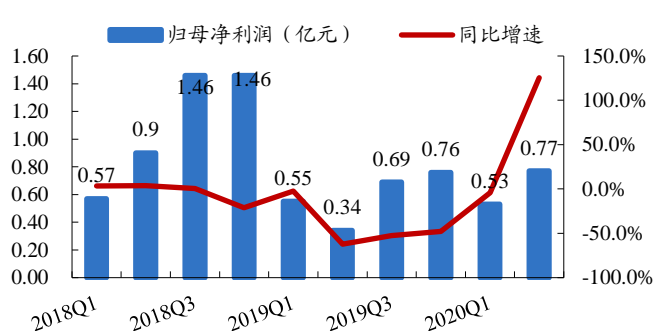
图6：2020H1 公司经营活动现金流显著改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

2020Q2 公司收入增速环比下降。2020Q2 单季度实现营业收入 10.43 亿元，同比增长 15.0%；实现归母净利润 7705.59 万元，同比增长 125.44%。

图7：2020Q2 公司营业收入增速环比下降


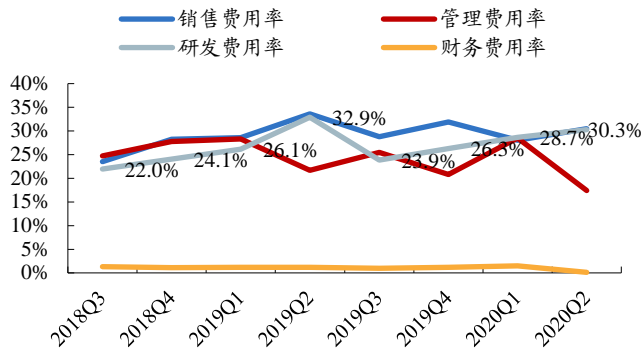
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020Q2 公司归母净利润增速环比提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

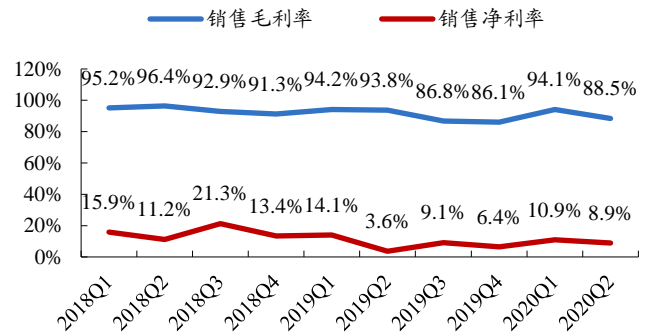
2020Q2 公司销售毛利率和销售净利率环比下降。

图9：2020Q2 公司期间费用率环比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2020Q2 公司毛利率与净利率环比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、造价新签合同超预期，彰显转型进展顺利

2020 年，数字造价业务累计 25 个地区进入云转型。其中，2020 年新增的 4 个地区上半年转型进展顺利，产品综合转化率超 30%；2019 年转型的 10 个地区的产品综合转化率达 70%，续费率达 88%；2019 年之前已转型的 11 个地区产品综合转化率、续费率均超过 85%。在疫情背景下，数字造价业务充分利用转云后的优势，通过“云授权”、“云开锁”等方式进行线上续费，报告期内有超 40%的续费来自线上续费。

表1：造价新签合同超预期

产品线	云收入	同比增减	云合同	同比增减	期末云转型 相关合同负 债余额	较年初增减
云计价	2.27	118.37%	3.51	72.85%	4.32	40.41%
预算量	2.11	109.81%	3.14	57.42%	3.86	36.40%
工程信息	2.28	36.97%	3.63	60.24%	4.37	44.44%
合计	6.66	79.50%	10.28	63.42%	12.55	40.50%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

产品端，云计价产品发布新计价 GCCP6.0，满足国标清单计价和市场清单计价两种模式，通过“一库两端一体化”的产品形态，为造价人员应用提质增效；云算量发布施工段模块、云功能及市政新平台产品，同时建立产品端统一的数字化服务体系，持续提升产品口碑；工程信息业务中的“广材助手”、“造价云空间”等模块随着云转型的逐步深入维持了快速增长态势；电子政务产品也初步实现平台化，新的平台产品已经在部分地区开始试点。

图11: 新计价 GCCP6.0 产品满足国标清单计价和市场清单计价两种模式



资料来源: 公司官网

3、施工业务快速增长, 数字项目管理平台规模化加速

数字项目管理平台加速规模化。基于数字项目管理平台的模块已由 2019 年同期的 30 个增至 54 个, 数字施工项目级产品累计服务项目数突破 3 万个, 劳务、物料、项目 BI 等重点模块应用率大幅提升。

图12: 数字项目管理平台 114N 体系, 对产业数字化全方位覆盖



资料来源: 公司官网

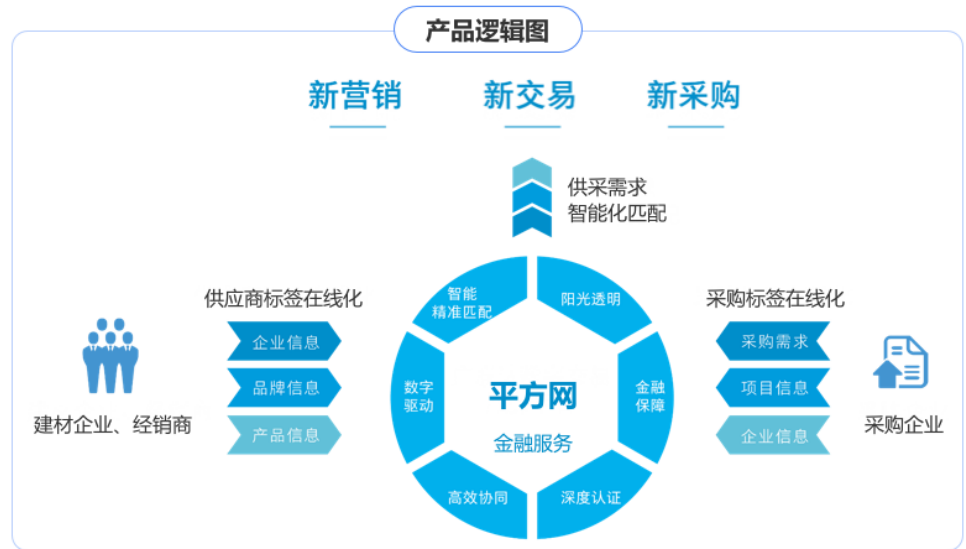
公司继续深化项企一体化, 持续推进企业级与项目级产品的数据互通, 解决物料计划与实际、劳务分包结算等多个场景的实际问题。岗位级产品配合防疫需求, 其中斑马进度产品在疫情期间全功能限时免费使用, 快速提升了项目的覆盖率。此外, 公司持续推进生态战略, 与华为合作实现 5G 应用突破, 5G+VR 产品顺利通过试点, AI、华为云等合作持续推进, 不断深化施工业务生态体系建设。

4、通过整合梳理, 各创新业务单元不断取得突破

公司将此前的创新业务板块和生态业务板块重新整合成数字供采、数字城市、数字装修、数字金融、数字教育等多个创新业务单元, 各创新业务单元在产品端和标杆项目验证上取得了一定成绩。

数字供采业务以平方网数字交易服务平台为核心，服务于建材供应链的数字化转型升级，提供新交易（精准对接）、新营销（精准推广）、新采购（透明采购）。公司通过整合广材通、广招材建立平方网交易服务平台，持续优化比价、供应商管理等场景化应用。

图13：公司通过整合广材通、广招材建立平方网交易服务平台



资料来源：公司官网

数字城市业务以园区、新城为切入点，打造城市级 CIM 平台。规建管一体化平台继续以福州滨海新城、北京大兴新航城为试点，在规划集成展示、建设过程监管、地下管网监测等领域新增多项业务应用。园区智慧运营平台以青岛市北中央商务区、西海岸 5G 创智产业园为试点，打磨出园区运营管理平台 V1.0 版本。

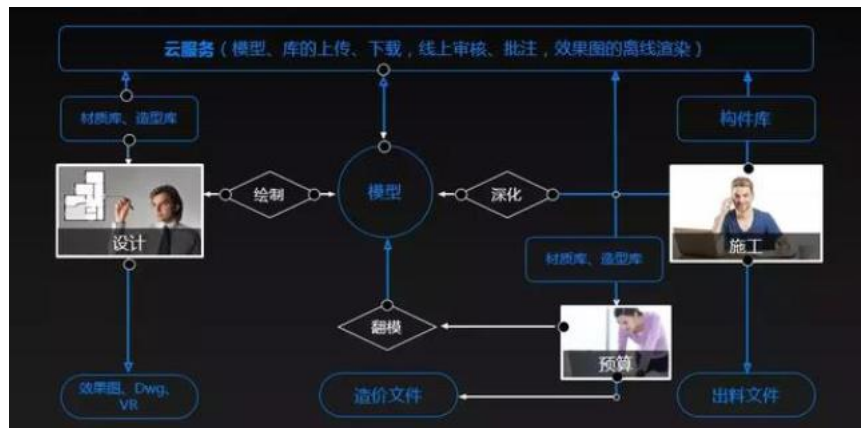
图14：福州滨海新城规建管一体化平台（一期）项目落地



资料来源：公司官网

数字装修业务主要面向公装市场，结合 BIM 三维图形平台打通装饰各业务环节数据流。上半年数字装修业务完成装饰云项目管理平台的框架搭建，并启动样板合作项目。

图15: BIM 装饰云平台集设计、成本、施工于一体



资料来源: 公司官网

数字金融业务聚焦建筑产业链, 用精准、全量、实时数据建立多层次模型, 渗透到作业末端, 精准评估风险, 为中小企业建立可以有效征信的信用模型。上半年金融模型建设持续深化, 交易核验模型的样板客户合作取得重要进展, 初步具备规模化条件。

数字教育业务指向院校教学到企业供给, 打通数字建筑人才供需端双向通道, 形成产、校、企互动。上半年由于疫情影响院校开学, 课程交付有所延期, 但公司加速开发教学中台并完成应用切换, 全面采用远程交付与云验收。建筑云课平台半年度新增学生 18 万人, 累计注册学生超过 36 万人, 教师超过 2 万人, 平台平均日活用户 5 万人次。

5、盈利预测与投资建议

5.1、核心假设

收入端: 1) 造价业务转型持续深入, 客户 ARUP 提升及对盗版用户的转化将推动公司年收入规模稳定提升, 同时云收入占比快速提升。

2) 施工业务处于蓝海市场, 公司厚积薄发, 有望实现加速增长。

费用端: 造价业务云转型及施工业务的拓展均处于关键阶段, 预计销售费用率将随着云转型的完成而逐渐降低, 研发费用率预计将保持较稳定水平。

毛利率: 随着施工业务的发展, 解决方案类产品收入占比增加, 公司毛利率水平预计将略有下降。

5.2、盈利预测与投资建议

公司云转型进展顺利, 施工业务空间广阔, 我们高度看好公司成长潜力。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 4.03、6.14、8.13 亿元, EPS 为 0.34、0.52、0.69 元/股, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 216、142、107 倍, 公司 PE 和 PS 略低于行业可比公司平均水平, 首次覆盖给予“买入”评级。

表2: 公司 PE 和 PS 略低于行业可比公司平均水平 (截止 2020.8.28 收盘)

证券 代码	公司 简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PS		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688111.SH	金山办公	1471	8.07	12.1	17.01	182	122	86	57	39	29
600588.SH	用友网络	1423	10.72	13.58	17.84	133	105	80	14	12	10
0268.HK	金蝶国际	629	1.62	3.07	4.51	387	204	139	17	14	11
行业平均						234	144	102	29	22	17
002410.SZ	广联达	872	4.03	6.14	8.13	216	142	107	22	18	15

数据来源: Wind、开源证券研究所 (用友网络、金蝶国际盈利预测均来源于 Wind 一致预期)

6、风险提示

1) **新冠疫情影响业务发展的风险**。下半年疫情发展仍是一个不确定因素, 如有较大反复, 仍会对公司业务产生影响, 进而影响全年业绩目标的达成。

2) **人才竞争加剧的风险**。人才竞争的加剧可能使得公司面临人才短缺或人力成本大幅提升的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2770	2950	3457	4446	5001
现金	2212	2231	3084	3507	4373
应收票据及应收账款	293	561	231	737	435
其他应收款	17	49	21	64	39
预付账款	31	31	39	47	57
存货	9	21	24	33	39
其他流动资产	208	58	58	58	58
非流动资产	2836	3217	3120	3426	3698
长期投资	158	233	255	281	310
固定资产	819	803	899	1059	1239
无形资产	356	464	519	577	625
其他非流动资产	1502	1717	1447	1509	1524
资产总计	5606	6167	6577	7872	8699
流动负债	1329	2809	2858	3698	3844
短期借款	200	1089	1089	1089	1089
应付票据及应付账款	36	99	121	240	225
其他流动负债	1094	1622	1649	2370	2531
非流动负债	994	9	6	6	7
长期借款	992	0	0	0	0
其他非流动负债	3	9	6	6	7
负债合计	2324	2818	2864	3705	3851
少数股东权益	90	80	97	125	166
股本	1127	1129	1184	1184	1184
资本公积	463	509	509	509	509
留存收益	1700	1709	1915	2236	2663
归属母公司股东权益	3192	3269	3615	4042	4682
负债和股东权益	5606	6167	6577	7872	8699

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	453	641	902	994	1391
净利润	433	255	420	642	854
折旧摊销	74	106	95	103	122
财务费用	35	41	8	5	-3
投资损失	-22	-23	-21	-29	-39
营运资金变动	-148	159	395	274	457
其他经营现金流	81	104	4	-1	-0
投资活动现金流	-18	-227	86	-378	-422
资本支出	203	243	138	220	230
长期投资	168	-11	-22	-27	-29
其他投资现金流	352	5	201	-186	-221
筹资活动现金流	-82	-390	-68	-192	-170
短期借款	145	889	0	0	0
长期借款	3	-991	-0	-0	-0
普通股增加	7	2	56	0	0
资本公积增加	19	46	0	0	0
其他筹资现金流	-255	-335	-124	-192	-170
现金净增加额	374	19	852	424	866

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2862	3464	4040	4937	5973
营业成本	188	371	495	631	813
营业税金及附加	45	43	50	61	74
营业费用	793	1102	1152	1321	1508
管理费用	765	820	929	1111	1380
研发费用	727	969	1105	1308	1493
财务费用	35	41	8	5	-3
资产减值损失	56	-6	-7	-9	-11
其他收益	167	102	143	186	205
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	22	23	21	29	39
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	485	290	474	723	961
营业外收入	3	1	1	1	1
营业外支出	5	7	8	11	14
利润总额	482	284	466	714	949
所得税	49	29	46	72	95
净利润	433	255	420	642	854
少数股东损益	-6	20	17	28	41
归母净利润	439	235	403	614	813
EBITDA	567	389	548	784	1019
EPS(元)	0.37	0.20	0.34	0.52	0.69

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	22.3	21.1	16.6	22.2	21.0
营业利润(%)	-5.8	-40.1	63.1	52.8	32.9
归属于母公司净利润(%)	-7.0	-46.5	71.5	52.4	32.3
获利能力					
毛利率(%)	93.4	89.3	87.8	87.2	86.4
净利率(%)	15.3	6.8	10.0	12.4	13.6
ROE(%)	13.2	7.6	11.5	15.6	17.8
ROIC(%)	10.1	5.8	8.8	12.1	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	41.5	45.7	43.6	47.1	44.3
净负债比率(%)	-31.0	-33.8	-54.4	-58.7	-68.4
流动比率	2.1	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.9	1.0	1.2	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	13.6	8.1	10.2	10.2	10.2
应付账款周转率	6.0	5.5	4.5	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.20	0.34	0.52	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.54	0.76	0.84	1.17
每股净资产(最新摊薄)	2.70	2.76	3.01	3.37	3.91
估值比率					
P/E	198.6	371.0	216.3	142.0	107.3
P/B	27.3	26.7	24.5	21.9	18.9
EV/EBITDA	152.3	221.7	155.8	108.4	82.5

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的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16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