

中兴通讯 (000063.SZ) 二季度业绩边际改善明显, 5G 先锋市场活力凸显

2020 年 08 月 31 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

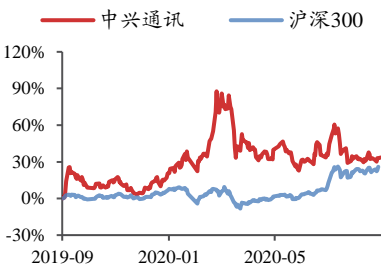
赵良毕 (分析师)

zhaoliangbi@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

日期	2020/8/31
当前股价(元)	39.00
一年最高最低(元)	56.70/28.85
总市值(亿元)	1,799.24
流通市值(亿元)	1,355.77
总股本(亿股)	46.13
流通股本(亿股)	34.76
近 3 个月换手率(%)	175.88

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-中兴通讯全球市场份额增长, 5G 中坚力量核心资产》-2020.6.17

《公司首次覆盖报告-5G 大建快建, “中兴”腾飞在即》-2020.4.3

● **运营商、政企两大业务拉升整体业绩, 5G 先锋活力凸显, 维持“买入”评级**
 公司公告 2020 年半年报, 2020 年 H1 实现归母净利润为 471.99 亿元, 同比上升 5.81%; 扣非后实现归母净利润为 9.02 亿元, 同比上升 47.37%。2020 年 Q2 运营商加速 5G 网络布局, 公司运营商及政企业务营收增长迅速, 实现归母净利润为 10.77 亿元, 同比增长 26.29%; 扣非后实现归母净利润为 9.02 亿元, 同比增长 77.16%。我们看好公司在无线、核心网、承载、芯片、终端和行业应用等方面的领先技术优势和客户资源优势。随全球 5G 布局加速, 公司作为综合通信信息解决方案龙头公司, 聚焦主流市场和产品, 坚持技术创新提高产品竞争力, 全面布局以面对国际形势趋紧带来的影响, 公司全球市场份额或将维持稳定上升趋势。我们维持预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 62.78/81.03/100.52 亿元, 同增 21.9%/29.1%/24.0%, EPS 为 1.36/1.76/2.18 元, 当前股价对应 PE 分别为 28.7/22.2/17.9 倍, 相对可比公司, 存在一定估值溢价, 维持“买入”评级。

● **紧抓 5G 浪潮, 技术创新+前瞻性业务布局, 5G 先锋全年业绩有望超预期**
 当前我国 5G 进程居全球前列, 政策东风营造良好外部环境, 预计年底大部分省市将实现主城区 5G 覆盖, 5G 将与各行业融合赋能。根据 Dell'Oro 最新数据, 中兴通讯占全球通信市场 13.2% 份额, 较 2018 年增长 5.2%。2020 年公司规模中标三大运营商 5G 二期集采项目, 签署多项 5G 深度战略合作协议, 多项技术创新产品已进行规模商用, 自研芯片上市实现产品性能和竞争力提升。公司以 5G 为核心, 加大核心产品和器件的研发投入, 坚持全球化策略, 聚焦优质客户和合作伙伴, 持续优化产品与市场格局, 为公司长期竞争力和市场份额的提升奠定基础。随 5G 网络加快部署, 5G 技术革新带来终端产品和应用范围的多样化发展, 龙头公司议价能力有望提升, 技术、产品、客户资源等多方优势将夯实公司发展动力, 公司作为 5G 核心资产稀缺标的, 未来经营业绩有望超预期。

● **风险提示:** 国际形势趋紧; 5G 建设不及预期; 国产芯片制造、生产能力尚未成熟

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	85,513	90,737	110,944	143,217	178,964
YOY(%)	-21.4	6.1	22.3	29.1	25.0
归母净利润(百万元)	-6,984	5,148	6,278	8,103	10,052
YOY(%)	-252.9	-173.7	21.9	29.1	24.0
毛利率(%)	32.9	37.2	38.2	38.8	39.1
净利率(%)	-8.2	5.7	5.7	5.7	5.6
ROE(%)	-21.1	15.2	15.1	16.6	17.3
EPS(摊薄/元)	-1.51	1.12	1.36	1.76	2.18
P/E(倍)	-25.8	35.0	28.7	22.2	17.9
P/B(倍)	7.9	6.2	5.3	4.3	3.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 5G 布局加速，公司业绩稳定上升	3
2、 5G 浪潮袭来，核心设备不可或缺	4
3、 以市场为导向，前瞻性布局前景广阔	5
4、 盈利预测与估值	7
5、 风险提示	7
附： 财务预测摘要	8

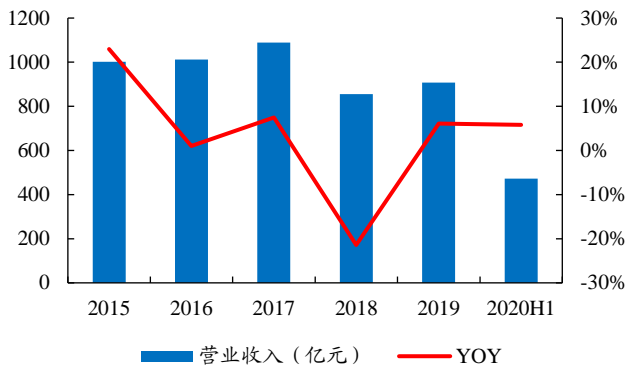
图表目录

图 1: 公司营收逐渐好转	3
图 2: 运营商、政企业务营收增长	3
图 3: 二季度归母净利润 YOY 达 2.71%	3
图 4: 公司毛利率趋于稳定	3
图 5: 公司三费占比基本稳定	4
图 6: 我国各省份 5G 基站建设符合预期	4
图 7: 2018 年中兴通讯占 8% 市场份额	5
图 8: 2020 年国内公司市场份额进一步增加	5
图 9: 中国移动 5G 二期中标份额	5
图 10: 5G SA 无线主设备集采结果	5
图 11: 公司研发费用率逐渐上升	6
表 1: 2020 公司技术创新成果显著	6
表 2: 公司三大业务部署	7

1、5G 布局加速，公司业绩稳定上升

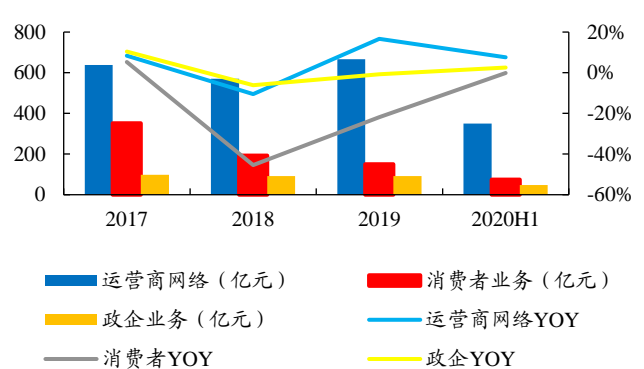
公司营收保持增长趋势，Q2 营收 YOY 达 14.76%。据公司半年报，公司运营商业务及政企业务呈现较大幅度增长，拉动整体营收稳定上升。2020H1 营收达 471.99 亿元，同比增长 6.81%；2020 年 Q2 实现营收 257.15 亿元，同比增长 14.76%，扭转一季度营收同比为负局面，全年业绩有望实现增长预期。

图1：公司营收逐渐好转



数据来源：Wind、开源证券研究所

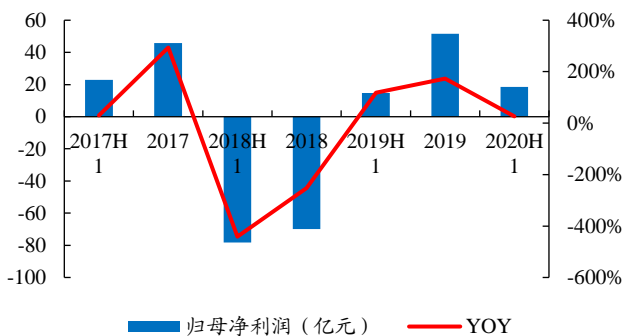
图2：运营商、政企业务营收增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

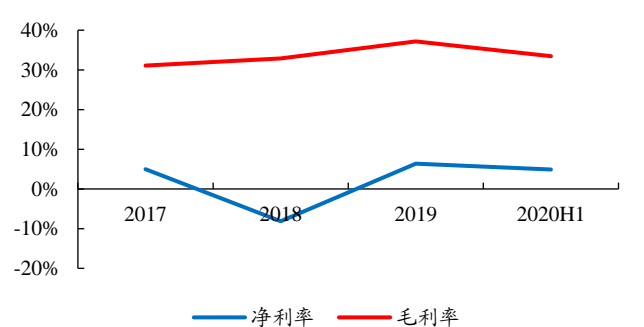
公司 2020H1 实现归母净利润 18.57 亿元，紧跟 5G 浪潮盈利能力稳定。公司 2020 年 Q2 实现归母净利润 10.77 亿元，YOY77.16%，主要系国内 5G 系统设备、核心网等产品收入较同期增长。公司盈利能力好转，2020H1 毛利率、净利率分别达 33.43%、4.92%，国内低毛利率产品收入占比提高，使指标较 2019 年有所下降，但整体来看，除 2018 年受美国限制影响导致公司亏损外，总体盈利能力保持稳定。随 5G 与各行业融合发展进程加速，公司吸取前期经验调整战略布局，有望迎来业绩稳定增长。

图3：二季度归母净利润 YOY 达 2.71%



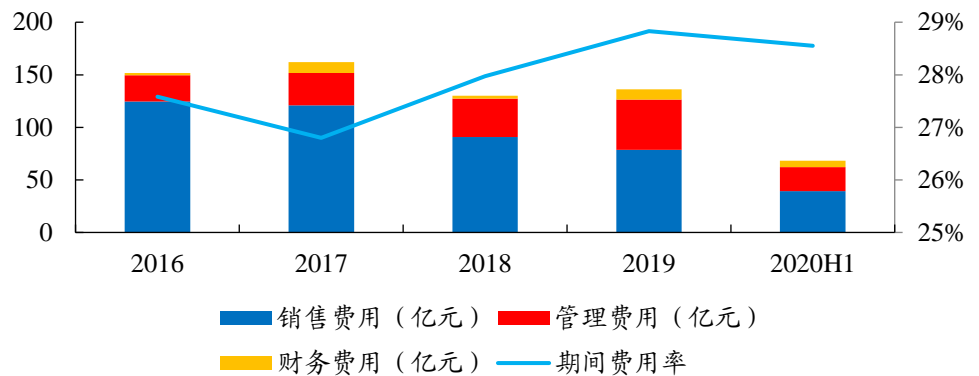
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司毛利率趋于稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

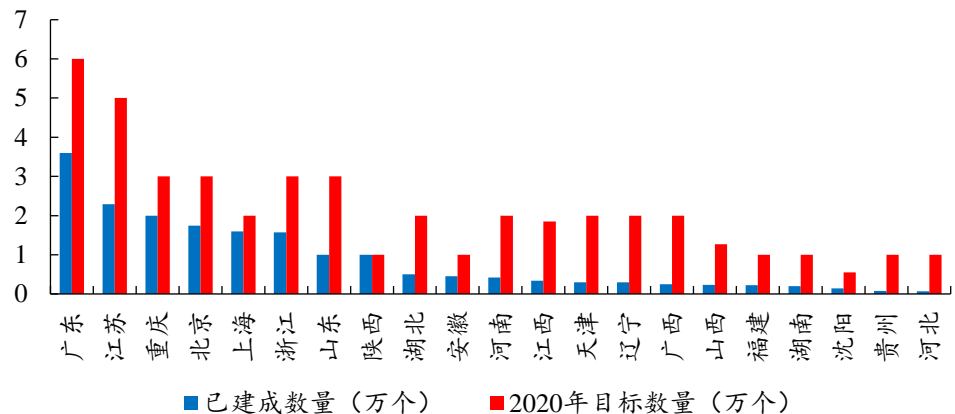
公司三费占比基本稳定。公司积极进行费用管控以提高成本控制能力，三费占比基本稳定，期间费用率有所下降，2020H1 销售、管理、财务费用分别为 39.41、22.65、6.33 亿元，期间费用率同比下降 1.63%，基于公司经营经验丰富、客户资源丰富及中标情况较好的优势，预计规模化效应将得以体现。

图5: 公司三费占比基本稳定


数据来源: Wind、开源证券研究所

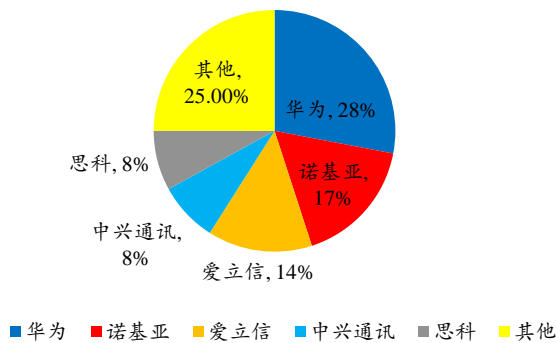
2、5G 浪潮袭来，核心设备不可或缺

我国 5G 进程居领先地位，政策东风助力建设加速。当前我国 5G 进度居世界前列，作为新基建重要领域，国家及地方政府出台各项政策、措施推动 5G 加速发展，作为重要网络支撑，将赋能各行各业，推动整体市场经济发展。当前各省市 5G 基站建设均按预期或超额完成计划，大部分地区能在 2020 年底实现 5G 网络主城区覆盖。

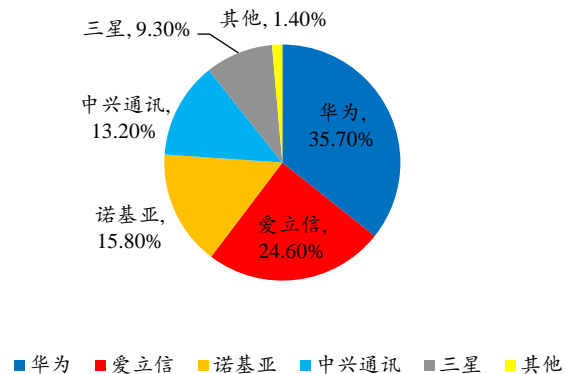
图6: 我国各省份 5G 基站建设符合预期


数据来源: 工信部、开源证券研究所

我国通信设备厂商经历 1G 默默无闻、2G 跟随、3G 制定标准、4G 追赶，实现了 5G 领先。公司所处行业市场准入门槛较高，当前份额由华为、爱立信、中兴通讯等龙头厂商占据，属于寡头竞争市场。2020 年中兴通讯市场份额增至 13.2%，较 2018 年上涨 5.2%。“中国制造”由于性价比高和技术领先的优势，产品获得全球市场广泛认可，同时背靠国内广泛的市场机遇，公司市场份额或将进一步提升。

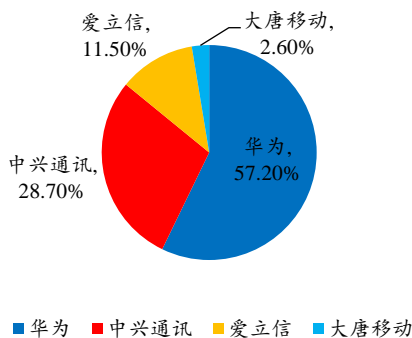
图7：2018年中兴通讯占8%市场份额


数据来源：Dell'Oro Group、开源证券研究所

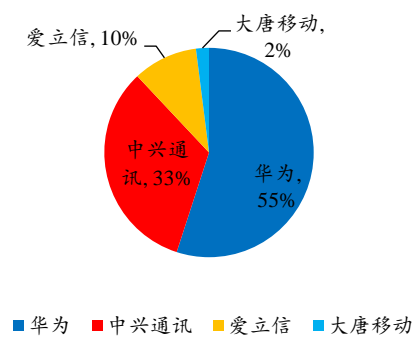
图8：2020年国内公司市场份额进一步增加


数据来源：Dell'Oro Group、开源证券研究所

运营商市场向国内龙头公司倾斜，释放利好信号。根据三大运营商招标结果，华为、中兴通讯两大国内龙头公司基本占据第一、第二中标公司，中标份额较往年大幅提升，运营商的认可释放利好信号，提高市场认可度和消费者信心。国内龙头厂商在设备功耗等产品性能方面的优势将稳固公司在行业内的龙头地位，紧握5G市场红利，未来前景可期。

图9：中国移动5G二期中标份额


数据来源：中国移动官网、开源证券研究所

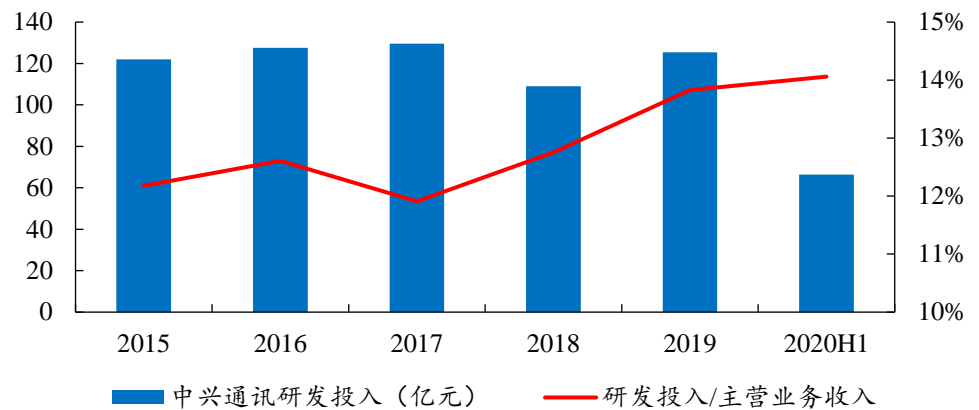
图10：5G SA无线主设备集采结果


数据来源：通信世界、开源证券研究所

3、以市场为导向，前瞻性布局前景广阔

研发能力巩固公司核心竞争力。由于公司所处行业需根据网络制式、标准变更迅速进行产品迭代，研发能力是保证公司核心竞争力的关键。除2018年受美国打压导致当年研发费用投入受资金限制外，公司整体投入呈上升趋势，2020H1达66.37。研发费用率14.06%达到历史新高。

公司位居全球专利布局前列。公司作为全球5G技术研究、标准是定的主要贡献者和参与者，截至目前，共拥有7.6万件全球专利申请，持有有效授权专利超过3.6万件，其中芯片专利申请达4100余件，5G战略全球专利布局朝5000件，是国歌国际标准化组织、论坛成员，多名专家在其中担任重要职务，技术能力和研发成果获国际市场认可。

图11: 公司研发费用率逐渐上升


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司产业链完善,技术创新能力强,紧随市场需求变化。公司经战略布局,逐渐完善公司产品链,多年深耕实现产品和技术迅速迭代升级,吸取 4G 经验教训,能够敏锐捕捉市场需求变更,提升客户满意度,多个产品为业界首创并实现商用。公司前瞻性布局芯片领域,当前 7nm 芯片已进入规模量产阶段。公司未来将坚持 5G 为核心的发展战略,进一步夯实整体实力。

表1: 2020 公司技术创新成果显著

类别	技术创新成果
无线	中标国内三大运营商 5G 二期集采项目
芯片	具备芯片制造和开发能力, 7nm 自研芯片规模量产, 实现商用; 5nm 芯片正在导入
5G 消息中心平台	4 月, 与浙江移动打通 5G 消息 first call, 5 月完成全球首发 全系列端到端产品大规模部署, 2020 年累计发货近 10 万件 FlexE、网络处理器和交换多合一自研芯片, 实测指标大幅领先
5G 承载	独创 Flex Shaping 灵活整形技术, 实现超 100G 传输距离提升 30%, 大幅降低部署难度和升级成本 ZXONE9700 产品获得第三方权威机构 GlobalData 最高产品评级 光接入器件 TITAN 容量、集成度达到业界最强
固网接入	在印度尼西亚部署基于 PON 的全球最大移动回传网络, 16000 余个基站通过公司 FTTH 方案承载 独创嵌入式刀片服务器, 实现边缘计算与接入设备融合, 已在浙江、安徽移动实现试商用 PON、OLT 两次获得国家科学技术进步奖
大视频	全球首创 5G 智慧场馆直播方案, 与三大运营商完成多次合作应用 全新发布运营及 uSmart 云电脑解决方案, 深度解锁安全办公系统
云视频	实现首家国有大行新一代全渠道联络中心稳定上线运营, 助力金融数字化转型
GoldenDB 分布式数据库	在中信银行和账务核心业务系统成功投产, 成为业界唯一覆盖全系列银行及全类型业务的国产分布式数据库

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

三大板块业务前瞻性战略部署, 聚焦价值国家和价值市场, 力争市场份额提升。

公司坚决投入核心器件和产品的研发，掌握市场主动权和公司核心竞争力，当前公司已与多地政府、运营商签署 5G 深度战略合作协议，发布首部屏下摄像头手机，面向 5G 网络演进的技术研究和产品开发项目正在顺利运行，预计公司能够在面对市场挑战的同时抓住机遇，保障公司业绩稳定增长。

表2: 公司三大业务部署

业务板块	规划
运营商网络	加大芯片、算法、网络架构等核心技术的投入，保持技术优势，提供端到端解决方案；与行业头部合作，构建 5G 生态圈
政企业务	聚焦能源、交通、政务、金融，把握新基建和 5G 垂直行业应用机会，加强渠道建设
消费者业务	把握 5G 终端和多形态终端市场发展机会，对重点国家加大研发投入，加深上下游合作，拓宽商业 jiazhi 主航道

资料来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与估值

随全球 5G 布局加速，公司作为综合通信信息解决方案龙头公司，聚焦主流市场和产品，坚持技术创新提高产品竞争力，全面布局以面对国际形势趋紧带来的影响，公司全球市场份额或将维持稳定上升趋势。我们维持预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 62.78/81.03/100.52 亿元，同增 21.9%/29.1%/24.0%，EPS 为 1.36/1.76/2.18 元，当前股价对应 PE 分别为 28.7/22.2/17.9 倍，相对可比公司，存在一定估值溢价，维持“买入”评级。

5、风险提示

国际形势趋紧。中美贸易摩擦带来行业的不确定性，随美国对华为等企业的限制升级，若未来不能有效解决，或将影响国内外 5G 建设进程的推进，进而影响相关厂商海外业务的拓展。

5G 建设不及预期。国内 5G 商用未及预期，运营商 5G 推进受国家政策影响较大，不排除 5G 基站部分产品不成熟阻碍相关产业发展，对 5G 规模商用进度造成影响，进而导致 5G 商用不达预期。

芯片制造、生产能力尚未成熟。随台积电断供华为，高端芯片生产面临困境，当前国内芯片产商生产、制造的技术未达标准，若国产替代进程未达目标，或导致高端芯片出产量受限，影响相关产业发展。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	92848	102567	143099	143680	204600
现金	24290	33309	52931	37256	79377
应收票据及应收账款	21592	19778	35915	36087	50868
其他应收款	2005	1023	4652	1990	5564
预付账款	615	403	1208	669	1622
存货	25011	27689	29170	48037	47426
其他流动资产	19334	20365	19223	19641	19743
非流动资产	36503	38635	37114	37337	38394
长期投资	3015	2327	2165	1102	231
固定资产	8898	9383	10460	12587	14635
无形资产	11291	9595	8719	7808	6772
其他非流动资产	13299	17329	15770	15839	16757
资产总计	129351	141202	180213	181017	242994
流动负债	89377	86371	121835	117282	170991
短期借款	23740	26646	21702	24029	24126
应付票据及应付账款	27443	27729	40551	48193	59820
其他流动负债	38194	31996	59583	45061	87045
非流动负债	7013	16877	14286	12049	10676
长期借款	2367	10045	7798	6060	4240
其他非流动负债	4647	6832	6488	5989	6436
负债合计	96390	103248	136121	129331	181667
少数股东权益	3811	2875	3195	3608	4121
股本	4193	4228	4613	4613	4613
资本公积	11444	12144	12144	12144	12144
留存收益	9308	14456	19970	27087	35916
归属母公司股东权益	29150	35079	40897	48078	57207
负债和股东权益	129351	141202	180213	181017	242994

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-9215	7447	29242	-10041	49996
净利润	-6949	5777	6598	8516	10564
折旧摊销	2507	3062	3034	3568	4216
财务费用	281	966	754	806	864
投资损失	-294	-249	-218	-193	-300
营运资金变动	-9792	-4471	18220	-22977	34557
其他经营现金流	5032	2362	854	239	94
投资活动现金流	-966	-6023	-2219	-4102	-4868
资本支出	4882	6551	417	1492	1199
长期投资	311	121	162	696	872
其他投资现金流	4227	648	-1639	-1914	-2797
筹资活动现金流	888	5722	-7403	-1531	-3008
短期借款	9021	2906	-4944	2328	96
长期借款	-636	7679	-2247	-1738	-1820
普通股增加	0	35	386	0	0
资本公积增加	140	700	0	0	0
其他筹资现金流	-7637	-5598	-597	-2121	-1284
现金净增加额	-8975	7372	19621	-15674	42120

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	85513	90737	110944	143217	178964
营业成本	57368	57008	68519	87663	108900
营业税金及附加	638	931	1138	1469	1835
营业费用	9084	7869	9985	13319	17324
管理费用	3651	4773	6157	8450	11633
研发费用	10906	12548	15342	19805	24749
财务费用	281	966	754	806	864
资产减值损失	2077	-1281	1852	2244	2356
其他收益	2081	1696	1724	1846	1893
公允价值变动收益	-861	-214	-430	-358	-382
投资净收益	294	249	218	193	300
资产处置收益	19	2688	-118	-183	387
营业利润	-612	7552	8591	10959	13503
营业外收入	143	184	163	173	168
营业外支出	6881	574	574	574	574
利润总额	-7350	7162	8180	10558	13097
所得税	-401	1385	1582	2042	2533
净利润	-6949	5777	6598	8516	10564
少数股东损益	-383	280	320	413	512
归母净利润	-6984	5148	6278	8103	10052
EBITDA	-3977	11502	11679	14387	17192
EPS(元)	-1.51	1.12	1.36	1.76	2.18

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-21.4	6.1	22.3	29.1	25.0
营业利润(%)	-109.1	1334.1	13.8	27.6	23.2
归属于母公司净利润(%)	-252.9	-173.7	21.9	29.1	24.0
获利能力					
毛利率(%)	32.9	37.2	38.2	38.8	39.1
净利率(%)	-8.2	5.7	5.7	5.7	5.6
ROE(%)	-21.1	15.2	15.1	16.6	17.3
ROIC(%)	-10.1	8.6	8.9	10.2	11.2
偿债能力					
资产负债率(%)	74.5	73.1	75.5	71.4	74.8
净负债比率(%)	22.9	28.1	-34.7	1.4	-69.9
流动比率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.8	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	3.6	4.4	4.0	4.0	4.1
应付账款周转率	1.9	2.1	2.0	2.0	2.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.51	1.12	1.36	1.76	2.18
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.00	1.61	6.34	-2.18	10.84
每股净资产(最新摊薄)	4.96	6.25	7.43	8.98	10.96
估值比率					
P/E	-25.8	35.0	28.7	22.2	17.9
P/B	7.9	6.2	5.3	4.3	3.6
EV/EBITDA	-47.7	16.8	14.3	12.7	8.2

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