

晨光股份 (603899.SH) 2022 年疫情影响下业绩承压，不改长期成长性

2023 年 03 月 31 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）

lvming@kysec.cn

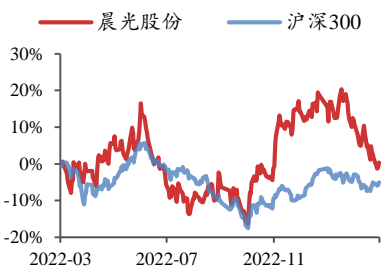
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/3/30
当前股价(元)	48.31
一年最高最低(元)	58.89/39.30
总市值(亿元)	447.80
流通市值(亿元)	446.30
总股本(亿股)	9.27
流通股本(亿股)	9.24
近 3 个月换手率(%)	17.58

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《2022Q3 传统核心业务增速转正，科力普继续高增——公司信息更新报告》-2022.10.31
- 《疫情下传统业务短期承压，晨光科力普延续高增——公司信息更新报告》-2022.8.26
- 《2022Q1 业绩承压，科力普业务持续高增长——公司信息更新报告》-2022.4.29

● 2022 年疫情影响下业绩承压，不改长期成长性，维持“买入”评级

2022 年公司实现营收 199.96 亿元/+13.57%，归母净利润 12.82 亿元/-15.51%，扣非归母净利润 11.56 亿元/-14.37%。2022Q4 单季度收入 62.67 亿元/+14.86%，归母净利润 3.47 亿元/-13.35%，扣非归母净利润 3.13 亿元/-12.30%。2022 年收入稳健增长，业绩承压，我们下调 2023-2024 盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 17.64/21.50/25.86 亿元（2023-2024 年原为 18.83/22.58 亿元），对应 EPS 为 1.90/2.32/2.79 元，当前股价对应 PE 为 25.4/20.8/17.3 倍，继续看好公司中长期一体两翼业务协同发展，维持“买入”评级。

● 2022Q4 疫情下传统核心、零售大店跌幅较大，科力普和晨光科技高增长

(1) 传统核心业务：根据公司披露（包含晨光科技和安硕），2022 年收入 85.0 亿元/-4.4%。(2) 晨光科力普：2022 年收入 109.3 亿元/+40.7%，毛利率 8.4%/-1.0pct，净利润 3.7 亿元，净利率 3.4%/+0.3pct，2022Q4 单季度收入 40.0 亿元/+41.0%，毛利率 7.3%/-1.8pct。(3) 九木杂物社：2022 年收入 8.1 亿元/-14.4%，亏损 3650.09 万元，2022Q4 收入 1.8 亿元/-29.3%；2022 年末门店数量合计达到 489 家（直营 337 家，加盟 152 家）。(4) 晨光科技：2022 年收入 6.5 亿元/+24%，2022Q4 收入 1.9 亿元/+48%。

● 2022 年毛利率下滑明显，盈利能力阶段性承压

(1) 毛利率端：2022 年公司整体毛利率为 19.4%/-3.8pct，2022Q4 公司毛利率为 16.5%/-4.6pct，全年毛利率下滑主要源于毛利率较低的晨光科力普收入占比提升以及其毛利率同比有所下降。(2) 费用率端：2022 年期间费用率同比下降 1.8pct 至 11.5%，费用率的下降主要受益于公司较好的控费能力以及收入端的稳健增长。(3) 净利率端：2022 年公司归母净利率为 6.4%/-2.2pct，2022Q4 公司归母净利率为 5.5%/-1.8pct，在费用率同比下降背景下，公司净利率的下滑主要源于同期毛利率的明显下降。

● 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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,607	19,996	24,396	29,250	34,764
YOY(%)	34.0	13.6	22.0	19.9	18.9
归母净利润(百万元)	1,518	1,282	1,764	2,150	2,586
YOY(%)	20.9	-15.5	37.5	21.9	20.3
毛利率(%)	23.2	19.4	21.1	21.5	21.7
净利率(%)	8.6	6.4	7.2	7.3	7.4
ROE(%)	23.5	18.7	19.8	20.1	20.1
EPS(摊薄/元)	1.64	1.38	1.90	2.32	2.79
P/E(倍)	29.5	34.9	25.4	20.8	17.3
P/B(倍)	7.2	6.5	5.2	4.3	3.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022 年收入稳健增长，疫情影响下业绩承压.....	3
2、 盈利能力：2022 年毛利率下滑明显，净利率承压.....	5
3、 盈利预测与投资建议.....	7
4、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

图表目录

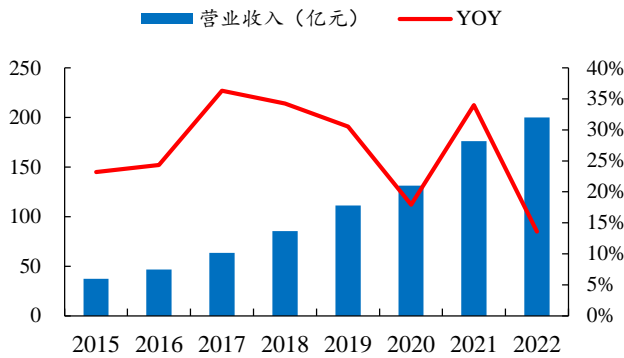
图 1： 2022 年公司收入同比增长 13.57%.....	3
图 2： 2022Q4 单季度公司收入同比增长 14.86%.....	3
图 3： 2022 年公司归母净利润同比下滑 15.51%.....	3
图 4： 2022Q4 单季度公司归母净利润同比下滑 13.35%.....	3
图 5： 2022 年公司整体毛利率同比-3.8pct.....	6
图 6： 2022 年公司期间费用率同比-1.8pct.....	6
图 7： 2022 年公司存货周转率同比上升 0.74 次.....	7
图 8： 2022 年应收票据及应收账款周转率同比下降 2.19 次.....	7
表 1： 2022 年书写工具跌幅较大，学生/办公文具表现相对稳健.....	4
表 2： 2022Q4 传统核心、零售大店下滑明显，科力普和晨光科技高增长.....	5
表 3： 2022 年经营性现金流净额同比下滑 13.4%.....	6

1、2022 年收入稳健增长，疫情影响下业绩承压

2022 年公司实现营收 199.96 亿元/+13.57%，归母净利 12.82 亿元/-15.51%，扣非归母净利 11.56 亿元/-14.37%。其中，2022Q4 单季度收入 62.67 亿元/+14.86%，归母净利 3.47 亿元/-13.35%，扣非归母净利 3.13 亿元/-12.30%。

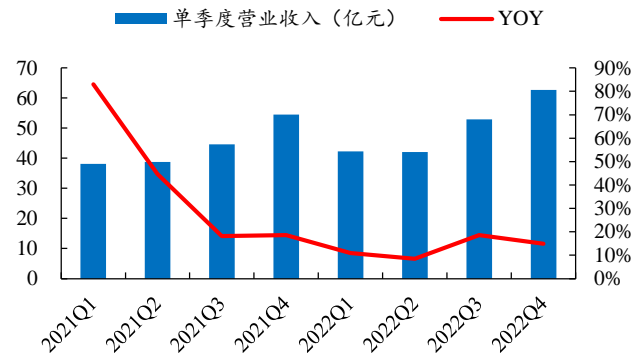
2023 年公司计划实现营收 246 亿元，同比增长 23%。

图1：2022 年公司收入同比增长 13.57%



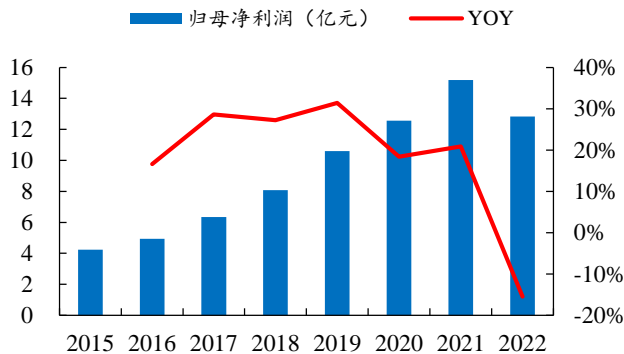
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2022Q4 单季度公司收入同比增长 14.86%



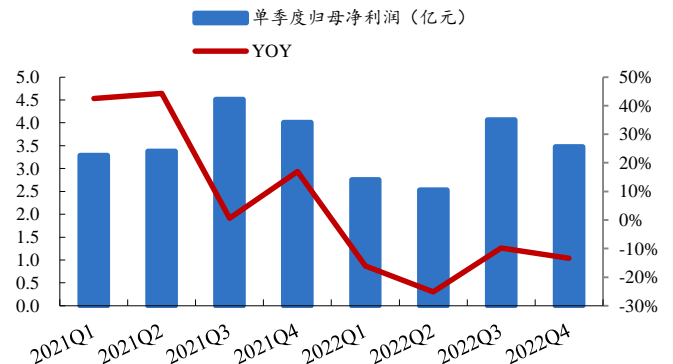
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2022 年公司归母净利润同比下滑 15.51%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2022Q4 单季度公司归母净利润同比下滑 13.35%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

分品类看：书写工具跌幅较大，学生/办公文具表现相对稳健

(1)书写工具:2022 年收入 21.7 亿元/-23.1%，毛利率 39.6%/-1.0pct；其中 2022Q4 单季度收入 3.9 亿元/-12.9%，毛利率 42.5%/-1.1pct。

(2)学生文具:2022 年收入 31.9 亿元/+2.1%，毛利率 32.4%/-0.7pct；其中 2022Q4 单季度收入 6.9 亿元/-8.4%，毛利率 31.7%/-1.1pct。

(3)办公文具（不含办公直销）：2022 年收入 32.2 亿元/-3.4%，毛利率 26.3%/-1.6pct；其中 2022Q4 单季度收入 10.7 亿元/-15.0%，毛利率 29.2%/-1.5pct。

(4)其他产品:2022 年收入 4.7 亿元/-15.1%；其中 2022Q4 收入 1.2 亿元/-31.1%。

表1：2022年书写工具跌幅较大，学生/办公文具表现相对稳健

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022Q4
书写工具	16.5	17.9	19.5	21.9	22.8	28.2	21.7	3.9
YOY	9.6%	8.6%	8.8%	12.4%	4.3%	23.7%	-23.1%	-12.9%
毛利率	32.4%	33.2%	34.8%	36.8%	40.8%	40.6%	39.6%	42.5%
学生文具	13.7	16.3	18.6	26.5	27.1	31.3	31.9	6.9
YOY	19.2%	18.9%	13.8%	42.4%	2.3%	15.6%	2.1%	-8.4%
毛利率	29.6%	30.5%	33.5%	32.7%	33.4%	33.1%	32.4%	31.7%
办公文具	10.4	15.8	20.3	23.5	28.2	33.4	32.2	10.7
YOY	34.1%	52.3%	28.5%	15.8%	20.2%	18.3%	-3.4%	-15.0%
毛利率	/	/	25.8%	26.5%	28.3%	27.9%	26.3%	29.2%
办公直销	5.2	12.6	25.9	36.6	50.0	77.7	109.3	40.0
YOY	126.9%	143.3%	106.0%	41.5%	36.7%	55.3%	40.7%	41.0%
毛利率	/	/	13.7%	13.1%	11.0%	9.4%	8.4%	7.3%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分业务看：2022Q4 传统核心、零售大店下滑明显，科力普和晨光科技高增长

(1) 传统核心业务：根据公司披露（包含晨光科技和安硕），2022 年收入 85.0 亿元/-4.4%。根据我们拆分（包含安硕，不含晨光科技），2022 年收入 75.3 亿元/-8.8%，2022Q4 单季度收入 18.8 亿元/-18.2%。

(2) 晨光科力普：2022 年收入 109.3 亿元/+40.7%，毛利率 8.4%/-1.0pct，净利润 3.7 亿元，净利率 3.4%/+0.3pct，2022Q4 单季度收入 40.0 亿元/+41.0%，毛利率 7.3%/-1.8pct。

(3) 零售大店：2022 年实现收入 8.8 亿元/-16.1%，2022Q4 收入 1.9 亿元/-31.4%。其中，九木杂物社 2022 年收入 8.1 亿元/-14.4%，亏损 3650.09 万元，2022Q4 收入 1.8 亿元/-29.3%。2022 年末，九木杂物社门店数量合计达到 489 家（直营 337 家，加盟 152 家），全年净开 26 家，2022Q4 净 5 家（9 家直营，关闭 4 家加盟）。晨光生活馆 2022 年收入 0.7 亿元/-32.0%，2022Q4 收入 0.1 亿元/-50.2%。

(4) 晨光科技：2022 年收入 6.5 亿元/+24%，2022Q4 收入 1.9 亿元+48%。

表2：2022Q4 传统核心、零售大店下滑明显，科力普和晨光科技高增长

单位：亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2022Q4
传统核心业务（含安硕，不含晨光科技）	54.1	65.9	70.1	82.6	75.3	18.8
YOY	14.8%	21.8%	6.4%	17.9%	-8.8%	-18.2%
晨光科力普	25.9	36.6	50.0	77.7	109.3	40.0
YOY	106.0%	41.5%	36.7%	55.3%	40.7%	41.0%
毛利率	13.7%	13.1%	11.0%	9.4%	8.4%	7.3%
净利润	0.3	0.8	1.4	2.42	3.70	
净利率	1.2%	2.1%	2.9%	3.1%	3.4%	
零售大店（合计）	3.1	6.0	6.5	10.5	8.8	1.9
YOY	49.2%	96.3%	9.0%	61.0%	-16.1%	-31.4%
其中，九木						
收入	1.5	4.6	5.6	9.5	8.1	1.8
YOY	335.2%	200.9%	21.3%	70.0%	-14.4%	-29.3%
净利润	-0.26	-0.07	-0.42	-0.23	-0.37	
净利率	-17.0%	-1.5%	-7.5%	-2.4%	-4.5%	
门店数（合计）	115	261	361	463	489	489
直营	0	158	237	319	337	337
加盟	0	103	124	144	152	152
其中，生活馆						
收入	1.5	1.4	1.0	1.0	0.7	0.1
YOY	-10.0%	-8.3%	-31.3%	8.5%	-32.0%	-50.2%
门店数	140	119	80	60	51	
晨光科技收入	2.3	3.0	4.7	5.3	6.5	1.9
YOY	26.5%	26.6%	59.7%	11.26%	24.00%	47.91%
净利润	0.1	0.0	-0.1			
净利率	4.1%	-0.4%	-2.5%			

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、盈利能力：2022 年毛利率下滑明显，净利率承压

2022 年，公司整体毛利率为 19.4%(-3.8pct)。其中 2022Q4，公司毛利率达 16.5%(-4.6pct)。根据我们前文分品类拆分看，2021Q4 学生文具、书写工具和办公文具的毛利率同比均有所下滑。整体来看，2022 年公司毛利率的明显下滑主要源于毛利率较低的晨光科力普收入占比提升（从 2021 年的 44.1%提升至 2022 年的 54.7%），以及其毛利率同比有所下降。

2022 年期间费用率同比下降 1.8pct 至 11.5%，费用率的下降主要受益于公司较好的控费能力以及收入端的稳健增长，拆分来看：

(1) 销售费用率：2022 年同比下降 1.2pct 至 6.8%。

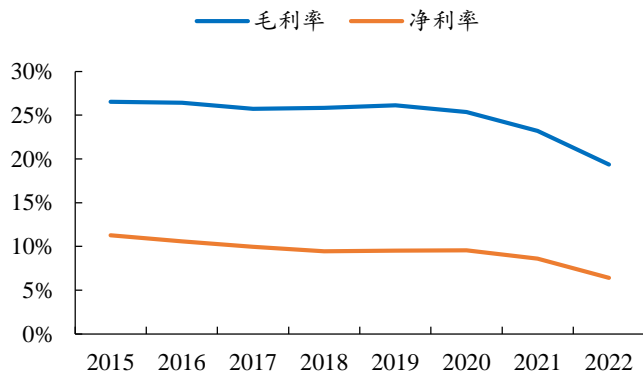
(2) 管理费用率：2022 年同比下降 0.3pct 至 4.0%。

(3) 研发费用率：2022 年同比下降 0.2pct 至 0.9%。

(4) 财务费用率：2022 年同比下降 0.3pct 至 0.2%。

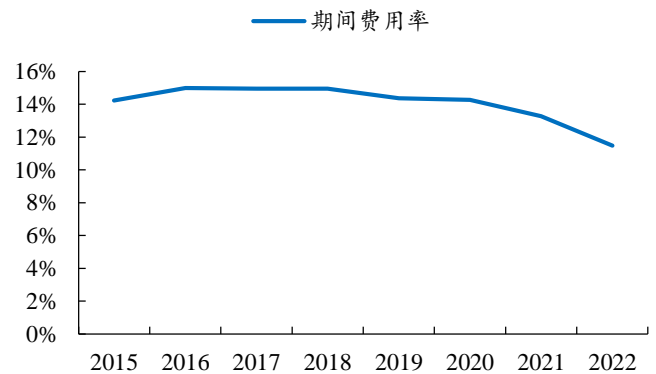
2022 年公司归母净利率为 6.4%/-2.2pct，扣非归母净利率为 5.8%/-1.9pct；2022Q4 公司归母净利率为 5.5%/-1.8pct，扣非归母净利率为 5.0%/-1.6pct。在费用率同比下降背景下，公司净利率的下滑主要源于同期毛利率下滑较为明显。

图5：2022 年公司整体毛利率同比-3.8pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022 年公司期间费用率同比-1.8pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

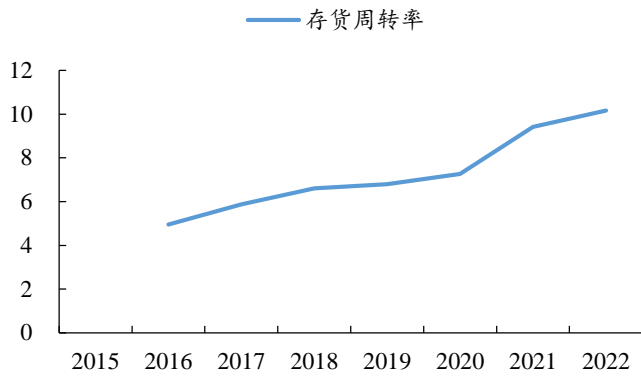
2022 年，公司经营性现金流净额 13.5 亿元/-13.4%，仍处于良好水平。

表3：2022 年经营性现金流净额同比下滑 13.4%

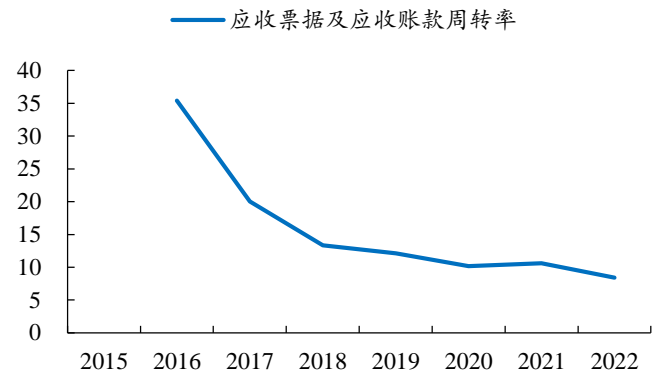
	2020	2021	2022	同比
经营性现金流量净额（单位：亿元）	12.7	15.6	13.5	-13.4%
销售商品、提供劳务收到的现金（单位：亿元）	143.8	187.8	213.4	13.7%
经营活动流入小计（单位：亿元）	151.3	201.2	232.8	15.8%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	138.6	185.5	219.3	18.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2022 年公司存货周转率提升，应收票据及应收账款周转率下降。2022 年期末，公司存货和应收票据及账款周转率分别为 10.17 次和 8.41 次，分别同比上升 0.74 次和下降 2.19 次。考虑到疫情影响，以及晨光科力普业务占比快速提升，公司营运能力仍维持正常水平。

图7：2022 年公司存货周转率同比上升 0.74 次


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2022 年应收票据及应收账款周转率同比下降 2.19 次


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

2022 年公司实现营收 199.96 亿元/+13.57%，归母净利 12.82 亿元/-15.51%，2022Q4 单季度收入 62.67 亿元/+14.86%，归母净利 3.47 亿元/-13.35%。2022 年收入稳健增长，业绩承压，我们下调 2023-2024 盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 17.64/21.50/25.86 亿元(2023-2024 年原为 18.83/22.58 亿元)，对应 EPS 为 1.90/2.32/2.79 元，当前股价对应 PE 为 25.4/20.8/17.3 倍，继续看好公司中长期一体两翼业务协同发展，维持“买入”评级

4、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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8294	9998	11761	14684	17359
现金	3011	3363	4695	6031	7993
应收票据及应收账款	1761	2994	2807	4148	4118
其他应收款	164	209	246	300	349
预付账款	91	83	129	126	177
存货	1547	1625	2161	2356	2999
其他流动资产	1721	1723	1723	1723	1723
非流动资产	3131	3025	3305	3598	3939
长期投资	37	40	41	43	44
固定资产	1840	1744	2042	2345	2666
无形资产	435	418	442	475	489
其他非流动资产	819	823	780	735	740
资产总计	11424	13023	15066	18281	21297
流动负债	4544	5414	5664	7041	7749
短期借款	180	189	189	189	189
应付票据及应付账款	2810	3999	4129	5567	5927
其他流动负债	1554	1226	1346	1285	1633
非流动负债	357	357	357	357	357
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	357	357	357	357	357
负债合计	4901	5770	6021	7398	8106
少数股东权益	328	403	432	468	533
股本	928	927	927	927	927
资本公积	454	428	428	428	428
留存收益	4961	5687	6994	8630	10690
归属母公司股东权益	6195	6849	8613	10415	12659
负债和股东权益	11424	13023	15066	18281	21297

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1561	1352	2029	2249	2893
净利润	1534	1355	1793	2186	2650
折旧摊销	287	315	280	335	335
财务费用	7	-41	-11	-26	-49
投资损失	-6	-0	-8	-4	-4
营运资金变动	-428	-517	36	-171	32
其他经营现金流	168	239	-62	-73	-72
投资活动现金流	-663	-151	-518	-590	-638
资本支出	382	163	559	627	675
长期投资	-200	-5	-1	-1	-1
其他投资现金流	-81	16	42	38	38
筹资活动现金流	-729	-922	-180	-322	-293
短期借款	-0	9	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	-1	0	0	0
资本公积增加	-79	-26	0	0	0
其他筹资现金流	-650	-905	-180	-322	-293
现金净增加额	162	289	1332	1336	1961

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17607	19996	24396	29250	34764
营业成本	13521	16124	19248	22961	27220
营业税金及附加	67	76	93	111	132
营业费用	1398	1358	1688	2018	2381
管理费用	745	794	1086	1346	1599
研发费用	189	184	300	389	462
财务费用	7	-41	-11	-26	-49
资产减值损失	-17	-19	0	0	0
其他收益	73	86	58	66	70
公允价值变动收益	39	32	32	32	32
投资净收益	6	0	8	4	4
资产处置收益	6	-0	3	2	3
营业利润	1781	1608	2119	2592	3164
营业外收入	98	69	81	94	86
营业外支出	18	12	17	17	16
利润总额	1861	1665	2182	2669	3233
所得税	328	310	390	483	583
净利润	1534	1355	1793	2186	2650
少数股东损益	16	73	29	36	64
归属母公司净利润	1518	1282	1764	2150	2586
EBITDA	2069	1891	2358	2860	3375
EPS(元)	1.64	1.38	1.90	2.32	2.79

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	34.0	13.6	22.0	19.9	18.9
营业利润(%)	26.4	-9.7	31.7	22.4	22.1
归属于母公司净利润(%)	20.9	-15.5	37.5	21.9	20.3
获利能力					
毛利率(%)	23.2	19.4	21.1	21.5	21.7
净利率(%)	8.6	6.4	7.2	7.3	7.4
ROE(%)	23.5	18.7	19.8	20.1	20.1
ROIC(%)	22.2	17.6	19.3	19.4	19.3
偿债能力					
资产负债率(%)	42.9	44.3	40.0	40.5	38.1
净负债比率(%)	-39.8	-40.5	-49.3	-53.3	-58.8
流动比率	1.8	1.8	2.1	2.1	2.2
速动比率	1.4	1.5	1.7	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8
应收账款周转率	10.7	8.5	8.5	8.5	8.5
应付账款周转率	5.0	4.7	4.7	4.7	4.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.64	1.38	1.90	2.32	2.79
每股经营现金流(最新摊薄)	1.68	1.46	2.19	2.43	3.12
每股净资产(最新摊薄)	6.68	7.39	9.29	11.24	13.66
估值比率					
P/E	29.5	34.9	25.4	20.8	17.3
P/B	7.2	6.5	5.2	4.3	3.5
EV/EBITDA	19.8	21.5	16.6	13.2	10.6

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