

## 比音勒芬 (002832.SZ) 2023Q1 业绩超预期，衣中茅台持续领跑

2023年04月29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

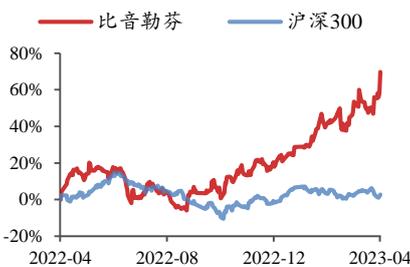
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/4/28
当前股价(元)	36.04
一年最高最低(元)	36.29/19.70
总市值(亿元)	205.68
流通市值(亿元)	140.35
总股本(亿股)	5.71
流通股本(亿股)	3.89
近3个月换手率(%)	49.2

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《把握核心客群价值，品类深化&渠道扩张驱动高成长——公司首次覆盖报告》-2022.12.26

### ● 2022年全年业绩稳健，2023Q1业绩超预期，维持“买入”评级

作为细分高景气赛道龙头，公司2022年实现营收28.85亿元（+6.1%），实现归母/扣非归母净利润7.28/6.71亿元，同增16.5%/15.6%；2023Q1实现营收10.79亿元（+33.1%），实现归母/扣非净利润3.01/2.88亿元，同增41.4%/42.7%。2022年受疫情影响，我们下调2023-2024年并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润为9.42/11.40/13.69亿元（此前2023-2024年10.01/12.20亿元），对应EPS分别为1.65/2.00/2.40元，当前股价对应PE分别为21.8/18.0/15.0倍，考虑到交通枢纽店店效快速恢复，高尔夫独立店进展顺利，维持“买入”评级。

### ● 产品端：内生外延高端化，持续受益细分赛道高景气

**（1）内生年轻化&高端化：**与故宫宫廷文化联名，引领高端国潮时尚，把握年轻消费需求；持续投入面料研发，打造高尔夫产品三高品质和差异化，布局高端运动时尚，把握消费者对户外、功能、时尚的需求。**（2）外延收购国际化：**公司收购国际品牌CERRUTI 1881和K&C的全球商标所有权，构筑国际化品牌矩阵。

### ● 渠道端：线下经营总体稳健，看好2023年持续拓店与店效恢复

2022年线上/直营/加盟收入1.68/17.80/9.37亿元，同比变动+37.0%/-7.0%/+37.1%；2022年门店净增91家至1191家，其中直营/加盟分别净拓47/44家至579/612家。**（1）拓店：**我们预计2023年实现新开130家；中长期来看，比音勒芬预计还有约53%的开店空间。高尔夫独立店拓店进展顺利，新店店效快速爬坡。**（2）店效：**随着交通枢纽店和成熟门店客流和经营恢复，店效有望持续增长。

### ● 盈利能力持续提升，营运质量表现优秀

**盈利能力：**2022年毛/净利率为77.40%/25.22%，分别同增0.7/2.3pct，线上/直营/加盟毛利率分别同增12.5/1.0/2.1pct。2022年销售/管理/财务/研发费用率分别同比-2.3/+1.0/+0.4/-1.1pct。2023Q1公司毛/净利率为75.71%/27.87%，同增0.2/1.6pct。**营运能力：**截止2023Q1末，存货同比-0.12%，存货周转天数240天（-57天）；应收账款周转天数24天（-5天）；2023Q1经营活动现金流净额为5.07亿元，同比增加8.65%，资金充足，抗风险能力强。

### ● 风险提示：门店拓展不及预期，电商竞争加剧，产能落地不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,720	2,885	3,658	4,420	5,305
YOY(%)	18.1	6.1	26.8	20.8	20.0
归母净利润(百万元)	625	728	942	1,140	1,369
YOY(%)	25.2	16.5	29.4	21.0	20.1
毛利率(%)	76.7	77.4	77.5	77.7	77.8
净利率(%)	23.0	25.2	25.7	25.8	25.8
ROE(%)	19.2	17.6	18.6	18.8	18.8
EPS(摊薄/元)	1.09	1.27	1.65	2.00	2.40
P/E(倍)	32.9	28.3	21.8	18.0	15.0
P/B(倍)	6.4	5.0	4.1	3.4	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2022 全年业绩稳健，2023Q1 业绩超预期.....	3
1.1、 分产品看：上装、下装均增长较快，上装类贡献主要收入.....	3
1.2、 分渠道看：疫情扰动下线下经营总体稳健，拓店仍稳步进行.....	4
2、 盈利能力持续提升，营运质量表现优秀.....	5
2.1、 盈利能力：毛利率稳中有升，降本增效下净利率持续提升.....	5
2.2、 营运能力：存货周转能力持续优化，现金流充足.....	5
3、 未来看点：内生外延高端化，拓店+店效提升有望持续高增.....	6
3.1、 产品端：内生外延高端化，持续受益细分赛道高景气.....	6
3.2、 渠道端：拓店节奏加速叠加店效快速恢复，有望持续高增.....	6
4、 盈利预测与投资建议.....	6
5、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

## 图表目录

图 1： 2022 年公司实现收入 28.85 亿元（+6.1%）.....	3
图 2： 2023Q1 公司实现收入为 10.79 亿元（+33.1%）.....	3
图 3： 2022 年公司归母净利润为 7.28 亿元（+16.5%）.....	3
图 4： 2023Q1 公司归母净利润为 3.01 亿元（+41.4%）.....	3
图 5： 2022 年直营净拓 47 家，加盟净拓 44 家.....	4
图 6： 2022 年直营和加盟店数均稳步上升.....	4
图 7： 2022 年/2023Q1 期间费用率下降 2.0/2.3pct.....	5
图 8： 公司 2022 年与 2023Q1 盈利能力持续提升.....	5
图 9： 2023Q1 存货规模同比减少，周转能力持续优化.....	6
图 10： 2023Q1 应收账款周转天数同比减少 5 天.....	6
表 1： 2022 年上装/下装分别同增 9.3%/6.2%（单位：亿元）.....	4
表 2： 2022 年线上和线下各渠道收入均下降（单位：亿元）.....	4
表 3： 2022 年线上和加盟渠道毛利率分别提升 12.5/2.1pct（单位：亿元）.....	5

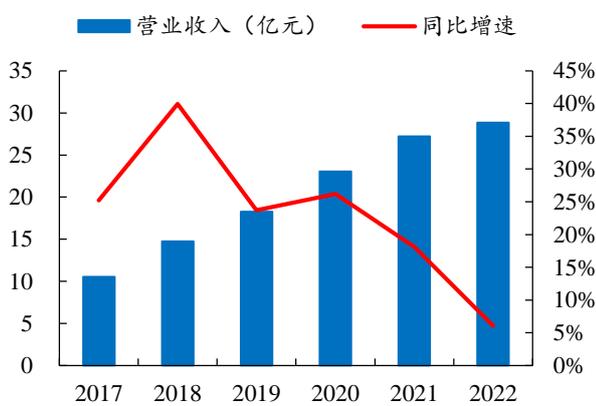
## 1、2022 全年业绩稳健，2023Q1 业绩超预期

2022 年疫情扰动下，公司业绩稳健，全年实现营业收入 28.85 亿元 (+6.1%)，实现归母净利润 7.28 亿元 (+16.5%)；实现扣非归母净利润 6.71 亿元 (+15.6%)。

分季度看，2022Q1-4 营收分别实现 8.10/5.03/9.12/6.60 亿元，同比变动 +30.2%/-14.3%/+20.1%/-12.2%，归母净利润分别实现 2.13/0.82/2.79/1.54 亿元，同比变动 +41.3%/-13.4%/+30.4%/-6.9%。

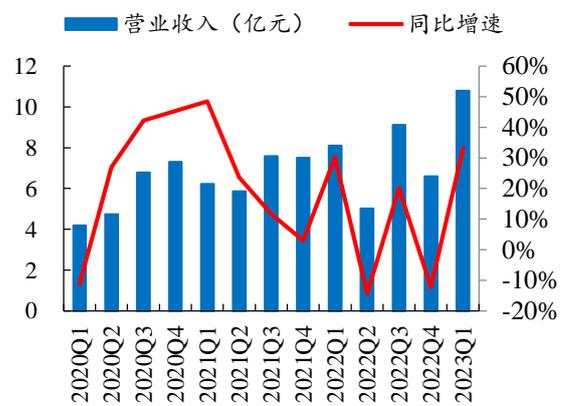
2023Q1 公司业绩超预期，实现营业收入 10.79 亿元 (+33.1%)，实现归母净利润 3.01 亿元 (+41.4%)；实现扣非归母净利润 2.88 亿元 (+42.7%)。

图1：2022 年公司实现收入 28.85 亿元 (+6.1%)



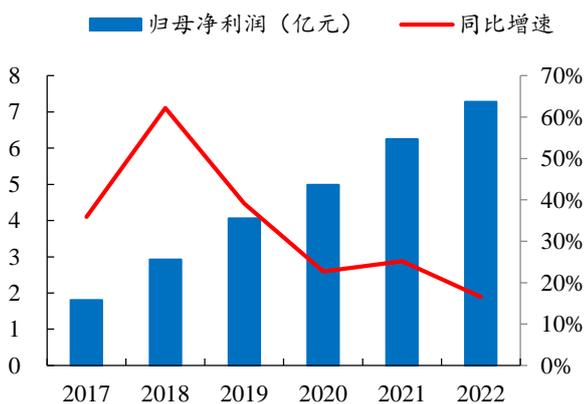
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q1 公司实现收入为 10.79 亿元 (+33.1%)



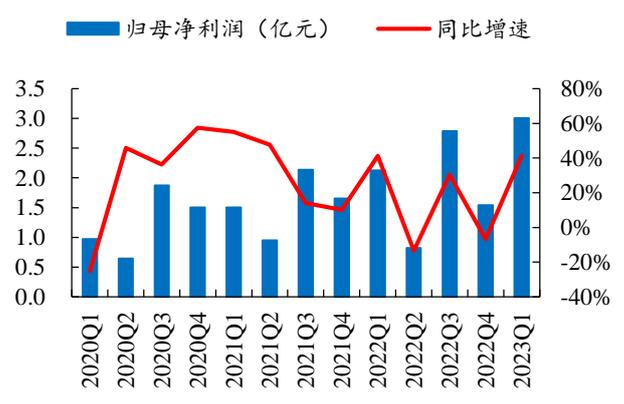
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022 年公司归母净利润为 7.28 亿元 (+16.5%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q1 公司归母净利润为 3.01 亿元 (+41.4%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、分产品看：上装、下装均增长较快，上装类贡献主要收入

**上装：**2022 年营收 12.63 亿元，同比+9.30%，收入占比为 43.77% (+1.30pct)；

**下装：**2022 年营收 6.13 亿元，同比+6.18%，收入占比为 21.25% (+0.02pct)；

**外套：**2022 年营收 7.62 亿元，同比+0.12%，收入占比为 26.41% (-1.57pct)；

其他：2022 年营收 2.47 亿元，同比+9.20%，收入占比为 8.57% (+0.25pct)。

表1：2022 年上装/下装分别同增 9.3%/6.2%（单位：亿元）

	2020		2021		2022		VS2021 变动		VS2020 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
上装类	10.13	43.97%	11.55	42.47%	<b>12.63</b>	<b>43.77%</b>	9.30%	+1.3pct	24.68%	-0.2pct
下装类	5.27	22.87%	5.77	21.23%	<b>6.13</b>	<b>21.25%</b>	6.18%	+0.0pct	16.40%	-1.6pct
外套类	5.85	25.42%	7.61	27.98%	<b>7.62</b>	<b>26.41%</b>	0.12%	-1.6pct	30.13%	+1.0pct
其他类	1.78	7.74%	2.26	8.32%	<b>2.47</b>	<b>8.57%</b>	9.20%	+0.2pct	38.55%	+0.8pct
合计	23.03	100.00%	27.20	100.00%	<b>28.85</b>	<b>100.00%</b>	6.06%	-	25.25%	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、分渠道看：疫情扰动下线下经营总体稳健，拓店仍稳步进行

**线下渠道：**2022 年线下渠道共实现收入 27.17 亿元 (+4.60%)，其中直营收入 17.80 亿元 (-7.01%)，占比为 61.70% (-8.7pct)，加盟收入 9.37 亿元 (+37.11%)，占比为 32.48% (+7.4pct)。

**线上渠道：**2022 年线上渠道实现收入 1.68 亿元 (+37.02%)，占比为 5.82% (+1.3pct)。

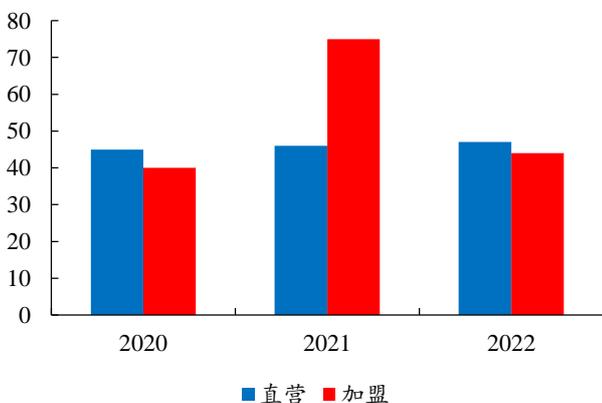
表2：2022 年线上和线下各渠道收入均下降（单位：亿元）

	2020		2021		2022		VS2021 变动		VS2020 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
线上销售	0.98	4.27%	1.23	4.51%	<b>1.68</b>	<b>5.82%</b>	37.02%	+1.3pct	70.95%	+1.6pct
直营销售	16.29	70.71%	19.14	70.37%	<b>17.80</b>	<b>61.70%</b>	-7.01%	-8.7pct	9.28%	-9.0pct
加盟销售	5.76	25.02%	6.83	25.12%	<b>9.37</b>	<b>32.48%</b>	37.11%	+7.4pct	62.58%	+7.5pct
合计	23.03	100.00%	27.20	100.00%	<b>28.85</b>	<b>100.00%</b>	6.06%	-	25.25%	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

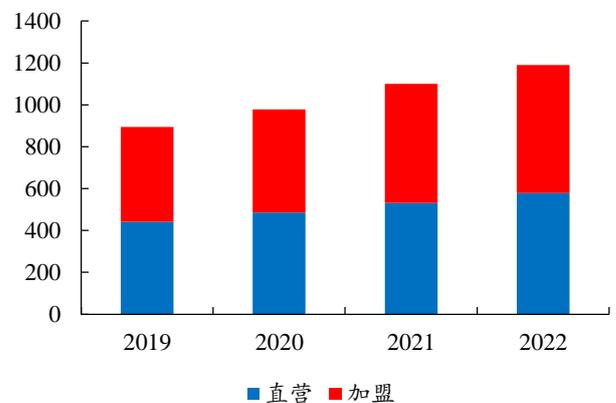
**门店数量：**2022 年整体净增 91 家至 1191 家，其中直营净拓 47 家（2022H2 净拓 35 家）至 579 家；加盟净拓 44 家（2022H2 净拓 31 家）至 612 家，即使在疫情扰动下，公司仍然稳步拓店。

图5：2022 年直营净拓 47 家，加盟净拓 44 家



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2022 年直营和加盟店数均稳步上升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、盈利能力持续提升，营运质量表现优秀

### 2.1、盈利能力：毛利率稳中有升，降本增效下净利率持续提升

(1) **毛利率**：毛利率稳中有升，维持行业较高水平。2022 年公司整体毛利率为 77.40% (+0.7pct)，2023Q1 公司整体毛利率为 75.71% (+0.2pct)。

分渠道看：线上渠道毛利率为 63.42% (+12.5pct)，直营渠道毛利率为 82.10% (+1.0pct)，加盟渠道毛利率为 70.97% (+2.1pct)。

表3：2022 年线上和加盟渠道毛利率分别提升 12.5/2.1pct（单位：亿元）

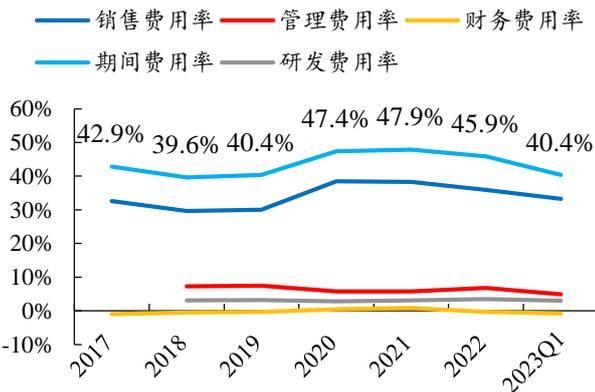
	2020		2021		2022		VS2021 变动		VS2020 变动	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
线上销售	0.37	37.59%	0.62	50.93%	<b>1.07</b>	<b>63.42%</b>	70.63%	+12.5pct	188.42%	+25.8pct
直营销售	12.75	78.26%	15.53	81.11%	<b>14.61</b>	<b>82.10%</b>	-5.87%	+1.0pct	14.64%	+3.8pct
加盟销售	3.90	67.69%	4.71	68.90%	<b>6.65</b>	<b>70.97%</b>	41.23%	+2.1pct	70.46%	+3.3pct
合计	17.02	73.88%	20.86	76.68%	<b>22.33</b>	<b>77.40%</b>	7.05%	+0.7pct	31.21%	+3.5pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) **费用端**：2022 年公司期间费用率 45.91%，同比-2.0pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 35.92%/6.78%/3.47%/-0.27%，分别同比-2.3/+1.0/+0.4/-1.1pct。2023Q1 公司期间费用率为 40.42%，同比-2.3pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 33.25%/4.88%/3.05%/-0.76%，分别同比-1.3/-0.5/-0.1/-0.4pct。

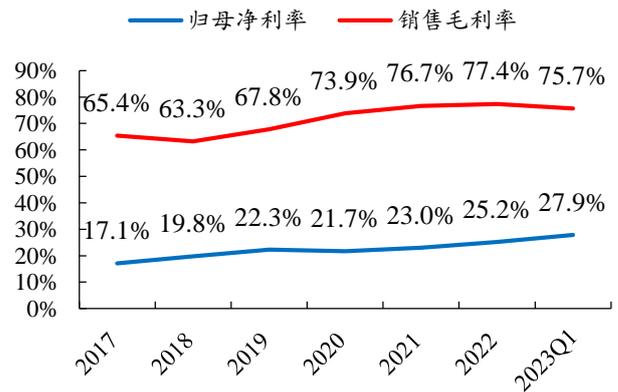
(3) **净利率**：2022 年公司净利率 25.22%，同比提升 2.3pct，2023Q1 净利率 27.87%，同比提升 1.6pct。

图7：2022 年/2023Q1 期间费用率下降 2.0/2.3pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：公司 2022 年与 2023Q1 盈利能力持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.2、营运能力：存货周转能力持续优化，现金流充足

(1) **存货**：截至 2022 年底，公司存货规模为 7.46 亿元，同比增加 12.93%，2022 年存货周转天数为 388 天，同比增加 28 天；截止 2023Q1 末，公司存货规模为 6.53 亿元，同比减少 0.12%，存货周转天数 240 天，同比减少 57 天。

(2) **应收账款**：截至 2022 年底，应收账款为 2.53 亿元，同比减少 9.71%，应

收账款周转天数为 33 天，同比减少 5 天。截至 2023Q1，应收账款为 3.14 亿元，同比增加 30.13%，应收账款周转天数为 24 天，同比减少 5 天。

图9：2023Q1 存货规模同比减少，周转能力持续优化

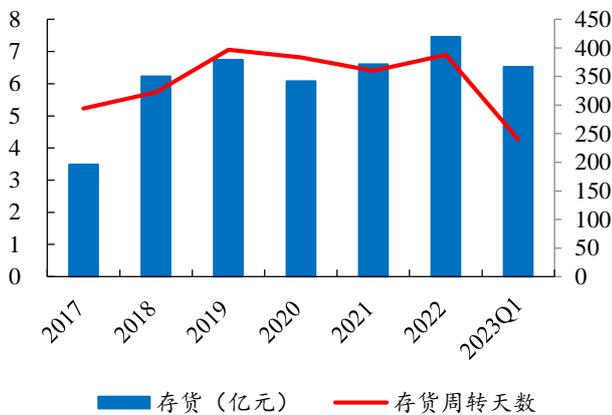


图10：2023Q1 应收账款周转天数同比减少 5 天



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

**(3) 经营性现金流和净现金：**2022 年经营活动产生的现金流量净额为 9.42 亿元，同比增加 4.98%；2023Q1 经营活动现金流净额为 5.07 亿元，同比增加 8.65%。截至 2022 年末，货币资金为 11.45 亿，同比增加 5.72%；截止 2023Q1，货币资金为 22.93 亿元，同比增加 85.48%，资金充足，抗风险能力强。

## 3、未来看点：内生外延高端化，拓店+店效提升有望持续高增

### 3.1、产品端：内生外延高端化，持续受益细分赛道高景气

**内生年轻化&高端化：**公司与故宫宫廷文化联名，引领高端国潮时尚，把握年轻消费需求；公司持续投入面料研发，打造高尔夫产品三高品质和差异化，布局高端运动时尚，把握消费者对户外、功能、时尚的需求。

**外延收购国际化：**公司收购国际品牌 CERRUTI 1881 和 KENT&CURWEN 的全球商标所有权，构筑国际化品牌矩阵。

### 3.2、渠道端：拓店节奏加速叠加店效快速恢复，有望持续高增

**拓店节奏加速：**公司在高、低线城市均具备一定的拓店空间，以增加终端消费者触达，主要拓店逻辑在于在高线城市加密，布局区域消费中心；在低线城市下沉，打开空白市场。我们预计 2023 年实现新开 130 家；中长期来看，预计比音勒芬的门店数有望达到 1717 家，预计还有约 53% 的开店空间。

**高尔夫独立店：**22 年 10 月以来，独立店拓店进展顺利，新店店效快速爬坡。

**门店店效恢复：**2022 年受疫情影响，交通枢纽店店效受损严重，疫情放开后，随着交通枢纽客流恢复，比音勒芬机场高铁店店效快速恢复；我们认为随着交通枢纽店和成熟门店客流和经营恢复，2023 年店效有望持续增长。

## 4、盈利预测与投资建议

作为细分高景气赛道龙头，公司凭借高品质产品与定制化服务，把握核心消费人群。2022 年受疫情影响，我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计

2023-2025 年归母净利润为 9.42/11.40/13.69 亿元（此前 2023-2024 年 10.01/12.20 亿元），对应 EPS 分别为 1.65/2.00/2.40 元，当前股价对应 PE 分别为 21.8/18.0/15.0 倍，考虑到 2023 年以来，交通枢纽店店效快速恢复，高尔夫独立店进展顺利，拓店节奏加速叠加门店店效恢复，维持“买入”评级

## 5、风险提示

门店拓展不及预期，电商竞争加剧，产能落地不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3645	4124	4855	5746	6893
现金	1083	1145	1655	2219	3057
应收票据及应收账款	280	253	66	376	213
其他应收款	90	72	133	115	183
预付账款	67	28	93	53	122
存货	660	746	1028	1101	1437
其他流动资产	1465	1881	1881	1881	1881
<b>非流动资产</b>	1218	1455	1543	1712	1880
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	244	462	570	699	841
无形资产	120	129	126	122	119
其他非流动资产	854	864	847	891	920
<b>资产总计</b>	4863	5579	6398	7458	8773
<b>流动负债</b>	1082	1266	1105	1201	1262
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	165	231	268	331	383
其他流动负债	917	1034	837	870	879
<b>非流动负债</b>	535	182	220	201	210
长期借款	285	0	0	0	0
其他非流动负债	250	182	220	201	210
<b>负债合计</b>	1617	1447	1324	1402	1473
少数股东权益	1	1	1	1	1
股本	550	571	571	571	571
资本公积	600	894	894	894	894
留存收益	2068	2624	3442	4506	5739
<b>归属母公司股东权益</b>	3245	4130	5072	6055	7299
<b>负债和股东权益</b>	4863	5579	6398	7458	8773

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	898	942	833	918	1125
净利润	625	728	942	1140	1369
折旧摊销	106	113	108	58	61
财务费用	22	-8	-2	-11	-17
投资损失	-39	-39	-30	-33	-35
营运资金变动	-70	-174	-180	-230	-247
其他经营现金流	255	323	-5	-5	-5
<b>投资活动现金流</b>	-184	-683	-161	-189	-190
资本支出	216	499	88	169	168
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	32	-184	-73	-20	-21
<b>筹资活动现金流</b>	-225	-218	-162	-165	-98
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-346	-285	0	0	0
普通股增加	26	20	0	0	0
资本公积增加	374	293	0	0	0
其他筹资现金流	-278	-247	-162	-165	-98
<b>现金净增加额</b>	489	41	510	565	838

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2720	2885	3658	4420	5305
营业成本	634	652	823	987	1177
营业税金及附加	24	25	30	35	45
营业费用	1041	1036	1306	1574	1888
管理费用	156	196	238	278	329
研发费用	83	100	124	150	180
财务费用	22	-8	-2	-11	-17
资产减值损失	-79	-97	-66	-104	-133
其他收益	15	23	0	0	0
公允价值变动收益	3	5	5	5	5
投资净收益	39	39	30	33	35
资产处置收益	-0	2	0	0	0
<b>营业利润</b>	738	855	1108	1341	1610
营业外收入	1	3	2	2	2
营业外支出	6	3	4	3	4
<b>利润总额</b>	733	856	1106	1340	1608
所得税	108	128	164	200	239
<b>净利润</b>	625	728	942	1140	1369
少数股东损益	-0	0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	625	728	942	1140	1369
EBITDA	835	946	1186	1359	1617
EPS(元)	1.09	1.27	1.65	2.00	2.40

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	18.1	6.1	26.8	20.8	20.0
营业利润(%)	26.8	15.9	29.6	20.9	20.1
归属于母公司净利润(%)	25.2	16.5	29.4	21.0	20.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	76.7	77.4	77.5	77.7	77.8
净利率(%)	23.0	25.2	25.7	25.8	25.8
ROE(%)	19.2	17.6	18.6	18.8	18.8
ROIC(%)	15.7	15.7	17.4	17.7	17.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	33.2	25.9	20.7	18.8	16.8
净负债比率(%)	-10.9	-18.7	-28.5	-33.5	-39.1
流动比率	3.4	3.3	4.4	4.8	5.5
速动比率	1.9	2.3	2.9	3.4	3.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	9.4	10.8	23.0	20.0	18.0
应付账款周转率	4.2	3.3	3.3	3.3	3.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.09	1.27	1.65	2.00	2.40
每股经营现金流(最新摊薄)	1.57	1.65	1.46	1.61	1.97
每股净资产(最新摊薄)	5.64	7.24	8.89	10.61	12.79
<b>估值比率</b>					
P/E	32.9	28.3	21.8	18.0	15.0
P/B	6.4	5.0	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA	23.4	19.5	15.0	12.6	10.1

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