

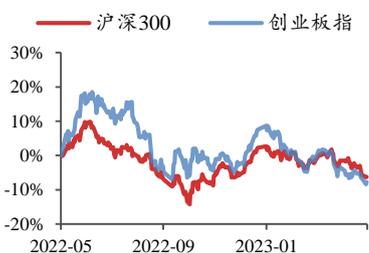
2023年05月31日

开源晨会 0531

市场快报

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	4.06
计算机	2.871
通信	2.667
建筑装饰	1.852
房地产	1.292

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
家用电器	-1.144
食品饮料	-1.115
美容护理	-0.774
医药生物	-0.699
钢铁	-0.604

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【策略】开源金股，6月推荐——投资策略专题-20230530

【固定收益】产销率和库存拖累利润——2023年4月工业企业利润点评-20230530

【中小盘】4月新股：主板注册制新股喜迎“开门红”，重点跟踪中船特气、美利信、荣旗科技——中小盘IPO专题-20230530

行业公司

【非银金融】ETF占比逆势提升，三方市占率优于银行——2022年基金销售渠道市占率、费率和ETF研究-20230530

【社服：大丰实业(603081.SH)】打通全产业链，转型文体旅产业赋能的平台型企业——公司首次覆盖报告-20230530

【食品饮料：五芳斋(603237.SH)】百年品牌焕新颜，节令佳品再飘香——公司首次覆盖报告-20230530

【海外：美团-W(03690.HK)】到店利润率短期或回调，待消费复苏及格局企稳催化——港股公司信息更新报告-20230530

研报摘要

总量研究

【策略】开源金股，6月推荐——投资策略专题-20230530

张弛（分析师）证书编号：S0790522020002 | 吴慧敏（分析师）证书编号：S0790522110001

策略：市场维持谨慎观点，配置盈利确定性与性价比

我们认为，近日反弹之后，对于6月A股市场的整体情况或将维持谨慎观点，主要基于：一方面，海外市场来看，预计年内美联储降息概率较低，甚至6月加息市场预期仍在攀升，短期中美利差倒挂扩大或掣肘A股市场流动性；另一方面，国内经济内生性修复正面临较为困难的“主动去库”尾声，降息概率依然较大，但短期人民币贬值压力上升，或导致市场风险偏好下降。而中长期对于A股市场我们依然保持乐观。静待2023H2国内消费能力修复、储蓄率下降，以及产能利用率、CPI、PPI等逐步企稳，国内经济将逐步进入“被动去库”阶段，A股亦将迎来趋势性、明显的上涨行情。

金融工程：基于行业轮动模型的6月行业多头

基于行业轮动模型，6月行业多头为：纺织服饰，公用事业，通信，社会服务，传媒，机械设备，环保，基础化工，电力设备，钢铁。

电力设备与新能源：通合科技（300491.SZ）、华自科技（300490.SZ）

通合科技：充电桩需求放量，公司充电桩模块有望量价齐升；华自科技：储能在手订单丰富，业绩有望加速落地。

电子：长电科技（600584.SH）、华天科技（002185.SZ）

长电科技：随着半导体景气度回暖以及先进封装的行业需求逐渐加强，公司稼动率有望回升；华天科技：目前订单及稼动率均呈修复趋势，公司业绩全年有望逐季提升。

中小盘：源杰科技（688498.SH）

公司作为国产光通信芯片的龙头将在AI驱动的需求提升和进口替代趋势中双重受益。

计算机：卓易信息（688258.SH）

受益AI算力高景气，以及国产替代推进，公司业绩有望加速增长。

传媒：奥飞娱乐（002292.SZ）

公司“IP+全产业链”版图持续扩张，2023年多部动画及大电影将上线，或驱动业绩增长。

机械：鼎泰高科（301377.SZ）

高端数控刀具、高性能功能膜产品有望打开公司的第二成长曲线。

食品饮料：路德环境（688156.SH）

公司从传统环保业务出发，布局产业转型，新业务食品饮料槽渣资源化项目近年发展迅速，收入占比快速提升，带动公司高速增长。

家用电器：新宝股份（002705.SZ）

公司2023Q2-Q3有望率先反映宏观数据改善，收入端恢复性增长确定性较强。

风险提示：国内经济复苏不及预期；美国货币政策超预期；工业用电未见明显扭转。

【固定收益】产销率和库存拖累利润——2023年4月工业企业利润点评-20230530

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张鑫楠（联系人）证书编号：S0790122030068

核心观点

1. 4月：全国规模以上工业企业营收同比+3.8%（前值-0.8%，下同），利润同比-18.2%（-19.2%），利润率5.2%（5.3%）。

2. 整体：利润持续下降，营收受价格的拖累只是小幅上涨，成本较高拖累利润。工业企业利润大幅下滑，而且值得关注的是在2022年同期基数较低的情况下降幅在持续扩大，和4月的投资、社融数据的趋势较为相似。从量价率来看，4月工业增加值同比+5.6%（+3.9%），PPI同比-3.6%（-2.5%）。对营收拖累最严重的仍是价格因素。另外，产销率也是拖累利率的因素，实际上，量的变化应该用工业增加值*产销率来近似体现。产销率同比虽然是正增长，但受2022年基数较低影响较大，从绝对值来看，产销率仍处近十年季节性低位。利润率因素来看，同比仍在大幅下滑，为-21.1%（-19.2%），并且利润率在2022年12月后持续大幅弱于季节性。利润是收入和成本的差值，每百元的销售成本和费用已经到达2018年来最高，大幅拖累利润。库存高企带来的费用、政策减税降费的退出都导致成本的抬升压低利润。

3. 后续：之后企业的利润能否回升或在于需求端能否回升以释放库存。现在普遍的认知是生产端要好于需求端，工业增加值的恢复程度是一直好于其他指标的，企业负债率持续上升，企业的加杠杆意愿在提升，以支持生产投资。价格因素在2022年的高基数上或许会持续拖累营收，只有在年底基数有所下降后价格才会对营收有一定支撑。因此，库存的释放才是利润上升的关键，也就是产销率是否能够回升。库存释放可以增加营收，降低成本。其次，政策后续的支持力度是否会加大。我国对工业支持力度较强，尤其战略新兴产业、数字经济等新型制造业。之后是否会退出促进制造业的减税降费、结构性货币政策也是利润的重要支撑。国常会提出延续符合条件行业企业减税降费政策等。综上，我们预计后续随着生产和需求持续恢复，企业营收出现回升，利润率的拖累减缓。

4. 债市：目前债券市场对经济和政策的预期随着现实的转弱已经处于较低状态，十年国债持续在2.7%的点位波动，点位证明目前对经济的预期和2022年11月初相似。但我们想提示全年5.0%的增长目标的完成难度不大，比当下点位更低的情况是2022年4月，我们认为经济弱于2022年4月可能性较小，叠加无论是利率债、信用利差和国债期货均已接近历史高位，继续做多的赔率不高。战略性看好与内需相关的转债。

5. 分项：

（1）库存：工业企业营收同比+3.8%（+0.8%），产成品存货同比+5.9%（+9.1%）。直观上来看，企业营收涨幅扩大，产成品库存涨幅收窄，企业在2023年前3个月呈现的被动补库的程度并没有加深。由于2022年4月的基数影响较大，对库存周期的判定或许存在偏差，产成品存货的同比多增或许可以更好的显示库存情况。2023年4月的产成品存货的同比多增是要少于2022年和2021年同期的，或许可以证明现阶段的补库状态在缓解。

（2）杠杆：企业的资产负债率为57.3%（57.1%），连续4个月出现上行，已经达到了近五年的最高值。负债率增加较高与一季度社融中企业贷款表现较好一致，在贷款利率较低的情况下，企业信贷规模在回升。资金充足或许对应企业恢复生产意愿较高，与现阶段生产好于需求、产成品库存业较高时相一致的。

（3）结构：中游设备类、中游加工类、公用事业利润占比出现回升，采矿业、下游消费品的利润占比有所下降。采矿业的利润和大宗商品的价格的关联是较为紧密的，大宗商品价格上升，上游原材料相关的企业的生产意愿才会更高，会使量、价都升高促进营收。下游消费品的占比在持续的回落我们认为主要原因或由于需求端仍较为低迷导致。

（4）景气：累计同比增速靠前的行业是运输设备、公用事业、电气机械及器材、通用设备、饮料，多为中游设备类。累计同比降速居前的行业是黑色加工、燃料加工、化纤、废弃资源、化学原料，降速居前的多数为制造

业上游行业，对整体企业利润形成较为严重的拖累。下游消费品中，只有烟酒行业利润同比正增。

(5) 企业：所有企业类型利润均出现下降，但私企和外企利润降幅出现收窄。一是政策对稳外资外贸力度较大，二是 2022 年同期私企和外企利润基数较低。

风险提示：政策变化超预期；价格变化超预期；疫情变化超预期。

【中小盘】4 月新股：主板注册制新股喜迎“开门红”，重点跟踪中船特气、美利信、荣旗科技——中小盘 IPO 专题-20230530

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 周佳（联系人）证书编号：S0790121080046

1、4 月主板注册制新股表现亮眼，创业板打新收益首次告负

在二级市场持续震荡的背景下，4 月 3 亿规模 A/B 类账户网下打新仍有 0.39%、0.32% 的收益增强。其中，主板正式迎来 11 只注册制新股上市，在更高的申购上限、更高的中签率和亮眼的首日涨幅的三重驱动下，主板注册制新股的打新收益较核准制明显增厚；科创板新股中云天励飞表现亮眼，单账户打满收益创 2023 年新高；创业板首日破发率超 60%，单月网下打新收益首次告负。

2、本月中船特气、美利信、荣旗科技值得重点跟踪

中船特气前身为七一八所特气工程部，自主研发的三氟化氮、六氟化钨等核心电子特气打破国外垄断，量产浓度分别达到 5N 级和 6N 级，经过多次产能扩张已成为国内三氟化氮、六氟化钨生产能力排名前列的企业，是全球电子特气产能前十强中稀缺的中国企业。展望未来，公司有望深度受益于电子特气国产替代以及固态电池技术发展。具体来看，一方面，中国电子特种气体国产化率仅为 12%，公司作为行业龙头有望充分受益于国产替代，同时，AI 的快速发展有望带动存储芯片需求，公司六氟化钨产品需求有望实现快速增长；另一方面，固态电池技术的发展有望大幅度提升双三氟甲基磺酰亚胺的市场需求，进而推动公司三氟甲磺酸系列产品发展。

美利信是铝合金精密压铸龙头企业，拥有全国领先的大吨位压铸机生产设备和完整的生产工艺链条，在形成全产业链的核心技术体系的同时积极开展超大型一体化压铸技术、新能源电池包压铸成型替代方案等新技术研发，在通信和汽车领域拥有较强的竞争力。通信领域，公司能够为客户提供 5G 通信基站大型结构件全流程解决方案，在 5G 渗透率提升的背景下，公司通过深度绑定华为、爱立信等通讯龙头企业，通信铸件产品销售将实现稳定增长；汽车领域，公司在传统燃油车和新能源汽车领域均拥有完善的产品布局，已进入特斯拉、比亚迪、一汽股份、神龙汽车、沃尔沃、东风汽车、长安、福特、采埃孚、伊顿、爱信精机、蒂森克虏伯、哈金森和舍弗勒等国内外知名整车厂和零部件厂商供应链，目前比亚迪已成为公司第一大客户。展望未来，随着公司在一体化压铸领域布局的持续完善，在汽零轻量化带动的铝制铸件市场扩容的背景下，公司将深度受益于铝制铸件行业的快速发展。

荣旗科技是国内消费电子智能检测装备龙头，已形成“光、机、电、算、软”技术矩阵，具备单功能装备到成套生产线的智能装备再到改造升级的服务能力，已深度绑定苹果及其相关 EMS 厂商并形成较强客户粘性。展望未来，一方面，公司在无线充电产品上向磁性材料及成品组装等产业链上下游拓展，未来将受益于无线充电渗透率提升及应用场景拓展；另一方面，公司积极拓展智能眼镜产品，已成功打造治具、检测装备和组装装备的完整产品阵列，服务于亚马逊、Facebook 等知名消费电子企业，智能眼镜向消费级市场渗透所驱动的智能眼镜出货量增长将成为公司未来成长重要的发力点。此外，公司积极拓展新能源设备产品，实现了在动力电池视觉检测和自动化制造领域的率先卡位，动力电池部件检测装备已供货宁德时代，未来新能源领域订单持续落地将为公司打造新的增长极。

风险提示：相关政策调整、市场剧烈波动

行业公司

【非银金融】ETF 占比逆势提升，三方市占率优于银行——2022 年基金销售渠道市占率、费率和 ETF 研究-20230530

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（联系人）证书编号：S0790122030100

ETF 占比逆势提升，三方市占率优于银行

渠道结构来看，ETF 规模提升驱动券商占比提升，扣除 ETF 影响 2C 代销头部平台表现相对优秀，天天基金市占率稳步提升，表现优于蚂蚁和银行渠道。管理费率平稳，尾佣比例小幅提升。股票型 ETF 占比提升，产品创新、股民迁移以及熊市抄底行为共同驱动份额高增，ETF 产品力强的基金公司或更受益。财富管理长逻辑不变，经济复苏利于居民可支配收入和风险偏好提升，利好偏股型基金产品销售，利好大财富管理主线机会，2-5 月基金新发连续 4 个月同比正增长，但考虑到偏股基金净值表现较弱，反弹期间会有一定赎回，预计 2023 年财富管理主线景气度弱复苏。推荐渠道端稀缺龙头东方财富。推荐东方证券、广发证券，受益标的兴业证券、长城证券、财通证券。

ETF 占比逆势提升，三方代销市占率优于银行，管理费率相对平稳

(1) 渠道结构：2022 年市场波动背景下，场内股票型 ETF 规模逆势提升，2C 代销市占率被摊薄，券商市占率提升，三方市占率变化趋势好于银行。具体变化：(I) 代销机构市占率数据受结构变化和口径调整而失真，天天基金 2C 偏股市占率(扣除 ETF、直销和 2B 代销的影响)维持升势，优于蚂蚁。(II) 银行端市占率明显下降，预计赎回幅度高于其他平台。(III) 2022 年券商系占代销渠道市占率提升明显，主要由于口径调整、ETF 占比提升、基金投顾发力等因素影响。股票 ETF 份额同比+48%，股票 ETF 保有占比提升利好券商渠道。(IV) 2022 年市场大幅波动下，机构资金占比被动提升，预计直销背后的机构资金申赎相对稳定，直销市占率被动提升。2B 代销市占率有所下降，或受银行理财赎回潮影响。(2) 费率：全市场基金管理费率相对稳定。个人 AUM 加权下，2022 年股+混、债券、货基管理费率分别为 1.30%、0.49%、0.29%，分别-0.01pct/-0.02pct/+0.01pct。偏股尾佣比例小幅抬升，2022 年全市场非货/股+混尾佣比例 29%/33%，同比-0.4/+0.5pct。

个人和机构共同驱动 ETF 增长，股民迁移为主，产品力强的基金公司受益

(1) 2022 年股票型 ETF 保有 1.08 万亿，同比+12%，份额同比+48%，ETF 规模明显扩张，份额增长由个人和机构共同驱动。股票型 ETF 渗透率有所提升，由 2015 年的 6%提升到 2022 年末 14%，2018、2022 年熊市明显提升。(2) ETF 增长驱动力：供给侧看，ETF 产品创新加速，券商也在积极引导股民炒 ETF；需求侧看，2019 年以来赛道投资兴起，股民也开始从炒股向买 ETF 进行综合理财转移。此外，熊市下个人抄底带来的 ETF 占比提升更加明显。(3) 个人主要通过二级市场购买，虽然没有直接增加份额，但会间接通过机构等做市商套利间接实现 ETF 份额的增加。(4) 股票型 ETF 资金结构：2019 年以来个人占比明显提升，场内购买带来的增量更加明显。(5) 据 ETF 行业发展报告，ETF 用户中很大一部分是股票用户，客户画像与场外指数基金投资者差异较大，对场外基金销售影响中性。股民转化为 ETF 投资者的背景下，ETF 产品 AUM 占比高的基金公司或更受益。

风险提示：市场波动风险；行业竞争加剧。

【社服：大丰实业(603081.SH)】打通全产业链，转型文体旅产业赋能的平台型企业——公司首次覆盖报告-20230530

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008

大丰实业：国内领先的文体旅产业解决方案提供商

大丰实业以文体装备为主业，连续 25 年为央视春晚创制舞台系统，全国知名剧院、艺术中心等案例丰富。2022 年累计获得专利 933 项。2017 年开始，公司向外拓展至数艺科技+旅游演艺+剧院运营领域，致力于成为集文体旅创新科技和文体旅赋能于一体的平台型企业。2023 年为公司产业链多业务花开元年，预计公司 2023-2025 年营业收入 39.8/48.4/56.6 亿元，同比增长 39.9%/21.7%/16.9%，归母净利润 4.61/6.09/7.37 亿元，同比增长

60.7%/32.2%/20.9%，当前股价对应 14.5/10.9/9.0 倍 PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

行业概况：文体产业“十四五”目标明确，文旅产业高质量发展

文体产业：2021 年，我国各类文化设施数量合计超过 5 万个，体育产业总产出 3.1 万亿元，根据“十四五”规划，2025 年前者将达到 7.7 万个，后者将达到 5 万亿元，空间广阔。文旅产业：2019 年我国旅游演艺票房收入 68 亿元，6 年 CAGR 20.1%，增长迅速。沉浸式演艺是未来的产业升级方向，2018 年市场规模 4 亿元，“又见”系列为代表，优质作品稀缺，政策推动下，未来有望实现高增长。

文体装备龙头地位稳固，数艺科技率先兑现，演艺和场馆运营打通全产业链

(1) 文旅装备：2022 年 11 月疫情放开后，公司中标情况稳中向好，体现了公司优秀的业务拓展能力和应变能力，目前公司在手订单充足，预计 2023 年签约金额有望超过 30 亿元。(2) 数艺科技：是公司向文旅运营商转型的最快一环，2022 年中免海口国际免税城主题中庭项目完成交付，订单金额 2.33 亿元，对公司业绩贡献显著。(3) 文旅演艺：切入文旅产业上游高附加值环节，《今夕共西溪》3 月焕新回归，我们测算，常态化运营之下，有望达到年收入 6468 万元、净利润 2248 万元，2023 年公司获得《流浪地球》小说 IP 独家版权，未来业绩弹性可期。(4) 场馆运营：向下打通文旅运营全产业链，与公司其他业务产生联动，参考保利和中演，我们测算，2023 年有望实现收入 1.5 亿元、净利润 0.14 亿元。

风险提示：中标不及预期、疫情散发导致出行减少、场馆运营项目拓展受阻等。

【食品饮料：五芳斋(603237.SH)】百年品牌焕新颜，节令佳品再飘香——公司首次覆盖报告-20230530

张宇光(分析师)证书编号：S0790520030003 | 逢晓娟(分析师)证书编号：S0790521060002 | 张恒玮(联系人)证书编号：S0790122020008

品类扩张路径清晰，长期成长性充足，首次覆盖给予“增持”评级

公司在粽类产品上，通过创新口味和扩宽日销场景等措施，挖掘主业成长潜力；并积极布局节令和日销食品，持续优化第二成长曲线，通过全渠道网络布局，向华东以外市场拓展。我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 2.2 亿元、2.8 亿元、3.6 亿元，分别同比+57.2%、+30.9%、+27.3%，EPS 分别为 2.10、2.75、3.50 元，当前股价对应 PE 分别为 24.8、19.0、14.9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

通过结构优化+提升日销，粽子仍具有成长空间

2021 年粽子市场规模超 80 亿元，2018-2021 年规模 CAGR 约 7.3%，五芳斋作为行业龙头品牌，线上线下销售份额明显领先于竞品。公司通过聚焦礼盒粽子优化产品结构，2018-2021 年粽子收入 CAGR 达 10.2%，2022 年疫情影响下均价和毛利率依然提升。此外，公司加大粽子日销场景开发和消费群体拓新，通过创新形状和口味、品牌联名、大客户代工等方式，持续深挖粽子业务长期成长空间。

以传统节令场景为主线，早餐、下午茶等日销场景为支线，持续品类扩张

依托于五芳斋百年老字号品牌以及成熟的产品运营管理优势，公司以传统节令场景为主线持续布局节令食品，月饼业务快速发展，2019-2022 年收入 CAGR 达 16.0%。同时，公司加大早餐、下午茶等日销场景开发，推出饭团、馄饨等速冻食品，以及绿豆糕、桃酥等烘焙食品，其中绿豆糕、青团产品在 2022 年实现较好的销售规模。随着节令和日销场景的深度开发，非粽类食品将成为新驱动力。

疫后复苏带来短期弹性，股权激励激发长跑动力

疫情放开之后，节假日的探亲、走访需求恢复，节令礼品成为刚需和消费亮点，公司粽子、月饼等礼品恢复弹性较大。同时，线下人流量快速恢复，连锁门店和经销业务有望恢复增长。公司激励机制和管理能力优秀，2023 年公司首次推出股权激励计划，要求 2023-2025 年营收和扣非净利润复合增速分别不低于 18.19%和 18.06%，激励

计划将有效激发核心人员积极性，为中长期发展提供充足动力。

风险提示：产品发展不及预期、食品安全问题、市场拓展不及预期等。

【海外：美团-W(03690.HK)】到店利润率短期或回调，待消费复苏及格局企稳催化——港股公司信息更新报告-20230530

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 荀月（联系人）证书编号：S07901221100036

短期到店利润率或承压，待消费复苏及格局企稳催化，维持“买入”评级

考虑到短期受益线下消费复苏释放经营杠杆、新业务降本增效，我们上调公司 2023-2025 年 non-IFRS 净利润预测至 234/350/540 亿元（前值：140/290/512 亿元），对应摊薄后 EPS3.8/5.7/8.7 元，对应同比增速 728%/50%/54%，当前股价 115.8HKD 对应 PE27.5/18.4/12.0 倍。短期公司积极应对本地生活行业竞争，加大商户返佣及用户补贴对到店酒旅利润率造成一定负面影响；中长期看外卖业务壁垒稳固、闪购业务仍具弹性、新业务持续优化，到店酒旅业务待竞争格局明朗化、市场份额稳固后盈利能力有望逐步恢复，维持“买入”评级。

2023Q1 收入利润均超预期，源于线下需求复苏及降本增效

2023Q1 收入 586 亿元，同比增长 26.7%，小幅超过彭博一致预期（575 亿元）；non-IFRS 净利润 54.9 亿元，大幅超过彭博一致预期（19.5 亿元），主要源于线下消费复苏释放经营杠杆。分业务看：（1）核心商业，2023Q1 收入同比增长 25.5%，即时配送交易笔数同比增长 14.9%；经营利润率达 22%，同比提升 8.3pct，源于骑手供给充足单均配送成本同比下滑，到店及酒旅业务受益后疫情线下消费复苏增长强劲，根据国家统计局数据，2023Q1 住宿和餐饮业增加值同比增速 13.6%；（2）新业务，2023Q1 收入同比增长 30.1%，美团买菜 GTV 同比增长 50%，经营利润率-32%，同比缩窄 38pct，主要源于零售业务降本增效持续优化。

短期加大投入应对竞争到店业务利润率或承压，经营效率提升支撑利润增长

短期看：（1）受益劳动力供应充足全年配送成本有望同比下滑；（2）到店酒旅方面公司积极应对行业竞争，短期或牺牲部分利抢占市场份额，流量端加大消费者补贴及商户返佣，内容端引入商户直播及迭代短视频；（3）新业务选择性扩张，亏损缩窄先于规模增长。中长期看，外卖业务壁垒坚固，闪购业务品类及份额持续扩张，新业务持续优化渗透，到店酒旅业务利润率待本地业务竞争格局明朗化、市场份额稳固后有望逐步恢复。

风险提示：消费复苏不及预期、竞争加剧、监管变动、新业务拓展不及预期。

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