

报喜鸟 (002154.SZ)

2023年08月21日

2023H1 业绩高于预告中枢，哈吉斯快速成长

——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	2023/8/18
当前股价(元)	6.01
一年最高最低(元)	6.99/3.38
总市值(亿元)	87.71
流通市值(亿元)	65.35
总股本(亿股)	14.59
流通股本(亿股)	10.87
近3个月换手率(%)	129.66

● 2023H1 业绩高于预告中枢，哈吉斯快速成长，维持“买入”评级

2023H1 收入 24.7 亿元 (+23.8%)，归母净利润 4.08 亿元 (+53.9%)，分季度看，2023Q1/Q2 收入 12.9 亿元/+11.5%、11.8 亿元/+40.8%，归母净利润 2.56 亿元/+24.2%、1.52 亿元/+157.5%。2023H1 业绩高于预告中枢，我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 6.6/7.9/9.4 亿元（原为 6.3/7.5/8.8 亿元），对应 EPS 为 0.5/0.5/0.6 元，当前股价对应 PE 为 13.2/11.1/9.3 倍，看好主品牌运动西服销售提升，哈吉斯品牌多品类多系列发展、品牌势能提升，维持“买入”评级。

● 报喜鸟稳健增长、哈吉斯增速亮眼、宝鸟大订单数量占比提升

(1)报喜鸟:2023H1 收入 8.0 亿元(+14.2%)，占比 33.2%，门店-11 至 785 家(-1.4%)，较 2022 年底-19 家，直营/加盟-5/-6，较 2022 年底-2/-17 家，2023H1 平均门店面积较 2022 年底的 207 平提至 214 平。(2)哈吉斯:2023H1 收入 8.58 亿元(+29.6%)，占比 35.5%，门店+39 至 431 家(+10%)，较 2022 年底+14 家，其中加盟 111 家，同比/环比+15/+7 家，2023H1 新开+31 家中加盟+13 家，直营门店占比略下降至 74%，2023H1 单店面积较 2022 年底的 125 平进一步提至 128 平，预计 2023H2 继续推进大店、加快渠道下沉并主动关闭低效店铺。(3)宝鸟:2023H1 收入 5.2 亿元 (+23.3%)，占比 21%，较大订单数量占比提升，体现团购需求提升。(4)恺米切&乐飞叶&TB: 2023H1 乐飞叶收入+55.64%，恺米切&TB 收入+32%。

● 分渠道：直营恢复显著，加盟收入承压，团购需求恢复较好

2023H1 直营业收入 10.4 亿元/+42.7%，收入占比 43%，直营同店店效+37%、坪效+34%、单店面积-2%。加盟收入 3.3 亿元/+1.2%，收入占比 14%；团购收入 5.5 亿元/+21.9%，收入占比 23%；电商收入 3.9 亿元/+7.9%，收入占比 16%，其中淘系占比 47.4%。

● 2023H1 电商及团购毛利率提升，控费下净利率提升明显，营运能力良好

2023H1 毛利率 65.5%(+1.1pct)主要系团购及电商毛利率提升，期间费用率 46.1% (-2.6pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别-2.9/-0.3/+0.1/+0.5pct，销售费用率下降主要系收入提升及广告宣传费下降，财务费用率下降较多主要系银行定期存款同比减少导致利息收入减少。2023H1 净利率 16.5% (+3.2pct)。公司存货规模为 0.86 亿元，同比-1.9%，存货/应收周转天数分别为 251 天 (-42)、48 天 (-6 天)。

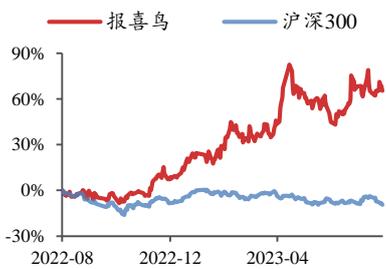
● 风险提示：主品牌年轻化、渠道突破不及预期，哈吉斯渠道拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,451	4,313	5,317	6,158	7,079
YOY(%)	17.5	-3.1	23.3	15.8	15.0
归母净利润(百万元)	464	459	663	790	940
YOY(%)	26.7	-1.2	44.5	19.3	18.9
毛利率(%)	63.9	62.7	65.0	65.2	65.5
净利率(%)	10.4	10.6	12.5	12.8	13.3
ROE(%)	11.2	11.8	15.5	16.7	17.5
EPS(摊薄/元)	0.32	0.31	0.45	0.54	0.64
P/E(倍)	18.9	19.1	13.2	11.1	9.3
P/B(倍)	2.1	2.2	2.0	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023Q2 利润端超预期，直营及团购增长驱动—公司信息更新报告》
-2023.7.14

《2023Q1 利润超预期，奠定 2023 年业绩增长信心—公司信息更新报告》
-2023.4.25

《2022 年业绩承压，哈吉斯品牌运营展现韧性—公司信息更新报告》
-2023.4.17

目 录

1、 2023H1 业绩高于预告中枢，哈吉斯快速成长.....	3
1.1、 分品牌：报喜鸟稳健增长、哈吉斯增速亮眼、宝鸟大单占比提升.....	3
1.2、 分渠道：直营恢复显著、消费弱复苏及渠道库存致加盟收入承压.....	4
2、 渠道：线下渠道结构优化，哈吉斯门店拓展顺利.....	4
3、 控费下净净利率提升，营运能力良好.....	5
3.1、 盈利能力：团购及加盟毛利率提升，控费下净利率提升.....	5
3.2、 营运能力：存货周转天数下降，经营性现金流转正.....	6
4、 盈利预测与投资建议.....	6
5、 风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

图表目录

图 1： 2023H1 收入 24.7 亿元 (+23.8%).....	3
图 2： 2023H1 归母净利润 4.08 亿元 (+53.9%).....	3
图 3： 2023H1 哈吉斯单店面积进一步提升至 128 平.....	5
图 4： 2023H1 哈吉斯直营门店数量占比 74%，略有下降.....	5
图 1： 公司 2023H1 毛利率 65.5% (+1.1pct).....	5
图 2： 2023H1 期间费用率 46.1% (-2.6pct).....	5
图 3： 2023H1 存货周转天数 268 天，同比+28 天.....	6
图 4： 2023H1 平均应收账款周转天数 48 天，同比+4 天.....	6

1、2023H1 业绩高于预告中枢，哈吉斯快速成长

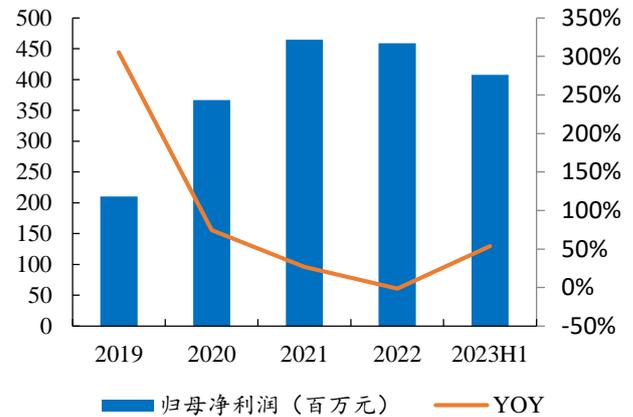
2023H1 收入 24.7 亿元 (+23.8%)，归母净利润 4.08 亿元 (+53.9%)，业绩高于预告中枢 3.7-4.1 亿元。分季度看，2023Q1/Q2 收入 12.9 亿元/+11.5%、11.8 亿元/+40.8%，归母净利润 2.56 亿元/+24.2%、1.52 亿元/+157.5%。

图1：2023H1 收入 24.7 亿元 (+23.8%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2023H1 归母净利润 4.08 亿元 (+53.9%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、分品牌：报喜鸟稳健增长、哈吉斯增速亮眼、宝鸟大单占比提升

(1) 报喜鸟：2023H1 收入 8.0 亿元，yoy+14.2%，收入占比 33.2%。

产品方面，持续优化升级西服核心品类，提升运动西服收入占比。联合品牌代言人张若昀加强品牌推广提升品牌力，召开运动西服新品发布会、聘请庞博为运动西服品牌大使、会员日董事长直播、社交平台 KOL 品牌输出等方式重点推广运动西服，2023H1 运动西服销售数量、销售金额均实现较好增长，其中多场合功能型运动西服项目获得第九届中国十大纺织科技-新锐科技奖。

渠道拓展方面，2023H1 继续推进大店计划，升级终端店铺形象，优化渠道结构。一方面，关闭形象差、低绩效低的店铺，提升整体店铺质量；另一方面，重点扶持具有发展潜力的店铺，持续关注其货品结构、广告精准投放等，提高优质加盟商占比。此外，针对不同等级会员开展“匠心篆刻”、“茶百戏”、“车载香薰”等品牌特色活动，精细化运营下品牌年轻新会员占比和会员复购率有效提升。

定制业务方面，2023H1 推进常规外籍定制巡店、集中量体、搭配师等活动；互联网定制业务通过线上引流实现稳定发展。

(2) 哈吉斯：2023H1 收入 8.58 亿元，yoy+29.6%，收入占比 35.5%。

产品方面，聚焦通勤、假日、运动三大场景，推出 ICONIC 系列、HRC 系列、植物印染等系列产品，成功推出“黑标”高端系列产品，运动系列和配饰品类实现良好增长。

渠道方面，推进实施大店计划，积极拓展优质加盟商加快渠道下沉，扩大渠道规模，2023H1 新开店 31 家，其中加盟店 13 家；线上渠道保持稳健增长，控制折扣提升毛利率。

品牌建设方面，围绕 ICONIC 系列、HRC 系列，通过内容视觉升级、媒体投放、

明星合作等方式传递“HAPPY HAZZYS”品牌概念，围绕小红书+抖音+商圈广告媒体多维度曝光，与陈都灵、尹坊、董洁、李纯等明星合作，在热播电视剧和综艺节目中植入品牌产品，有效触达消费者，增加品牌曝光度，提升品牌影响力；HRC 系列产品参与上海时装周开幕秀，提升 HRC 运动系列影响力；赞助网球精英挑战赛等线下社群活动，加强与目标消费群体的互动，有效提升品牌形象。

(3) 宝鸟：2023H1 收入 5.2 亿元，yoy+23.3%，收入占比 21%，较大订单数量占比提升。

(4) 恺米切、乐飞叶&TB：2023H1 乐飞叶收入+55.64%，恺米切&TB 收入+32%。

乐飞叶聚焦休闲旅行和户外运动场景，产品方面，精简 SKU，提升户外品类占比和功能性面料的使用，强化品牌户外基因。渠道方面，线下以提升单店业绩为增量目标，统一店铺形象，强化场景化陈列；线上控制折扣，加快货品消化，优化库存结构。品牌建设方面，吸纳粉丝不断提升品牌影响力。运营方面，加强供应链的稳定性，同时通过绩效激励、巡店、专业技能培训、升级会员管理等措施提高运营效率，提升单店业绩。

恺米切坚持国际品牌定位与调性，产品方面，聚焦核心品类衬衫的研发，升级面料成分，丰富产品卖点。渠道方面，坚持终端形象精致、统一，加快渠道拓展速度。

1.2、分渠道：直营恢复显著、消费弱复苏及渠道库存致加盟收入承压

直营：2023H1 收入 10.4 亿元/+42.7%，收入占比 43%，直营同店店效增长+37%、坪效+34%、单店面积-2%。

加盟：2023H1 收入 3.3 亿元/+1.2%，收入占比 14%。

团购：2023H1 收入 5.5 亿元/+21.9%，收入占比 23%。

电商：2023H1 收入 3.9 亿元/+7.9%，收入占比 16%。

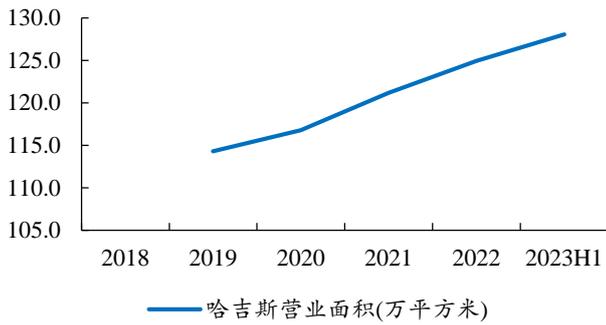
2、渠道：线下渠道结构优化，哈吉斯门店拓展顺利

截至 2023H1，集团总门店净+11 家至 1670 家，较 2022 年比-14 家，其中直营 746 家，同比/环比+12/基本持平，加盟 924 家，同比/环比-1/-14 家。

报喜鸟：截至 2023 年 6 月，门店-11 至 785 家（-1.4%），较 2022 年底-19 家，其中直营 219 家，同比/环比-5/-2 家；加盟 566 家，同比/环比-6/-17 家，直营门店占比较 2022 年底略提升至 28%。2023H1 平均门店面积较 2022 年底的 207 m²进一步提至 214 m²，大店策略推进。

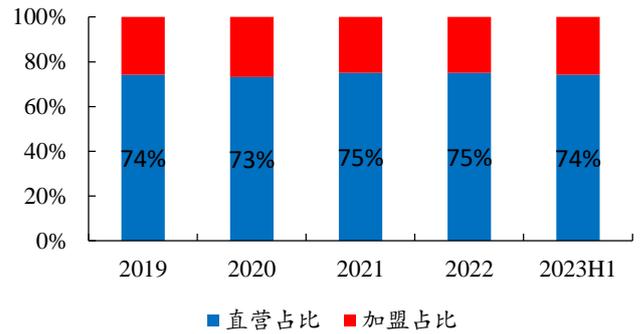
哈吉斯：截至 2023 年 6 月，门店+39 至 431 家（+10%），较 2022 年底+14 家，其中直营 320 家，同比/环比+24/+7 家；加盟 111 家，同比/环比+15/+7 家。2023H1 新开+31 家中加盟+13 家，直营门店占比略下降至 74%。

图3：2023H1 哈吉斯单店面积进一步提升至 128 平



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2023H1 哈吉斯直营门店数量占比 74%，略有下降



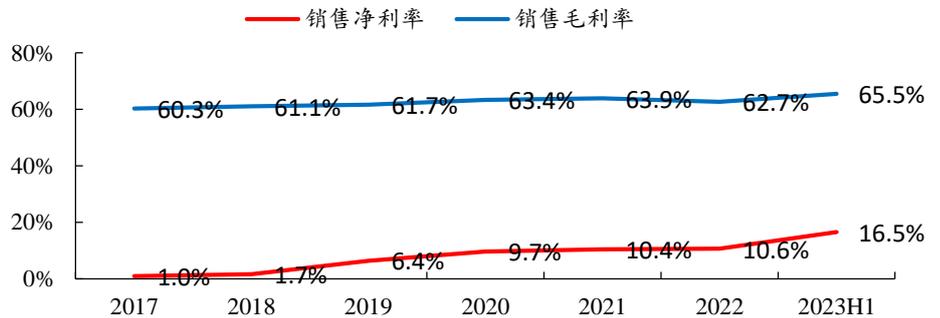
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、控费下净净利率提升，营运能力良好

3.1、盈利能力：团购及加盟毛利率提升，控费下净利率提升

(1) 毛利率：2023H1 毛利率 65.5% (+1.1pct)，分渠道看：直营毛利率 77%，yoy-0.6pct；加盟毛利率 66.4%，yoy-1.3pct；团购毛利率 47.6%，yoy+2.8pct；电商毛利率 70.1%，yoy+2pct。

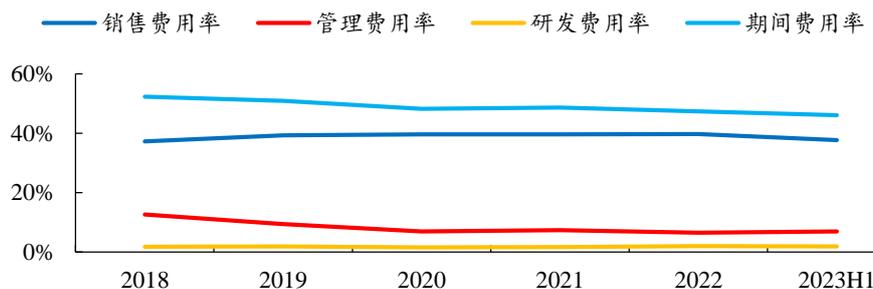
图1：公司 2023H1 毛利率 65.5% (+1.1pct)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 费用端：2023H1 期间费用率 46.1% (-2.6pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.9/-0.3/+0.1/+0.5pct，销售费用率下降主要系收入提升及广告宣传费下降，财务费用率下降较多主要系银行定期存款同比减少，导致利息收入减少。

图2：2023H1 期间费用率 46.1% (-2.6pct)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3)资产减值损失:2023H1 资产减值损失 0.34 亿元,yoy-11%,占收入比+0.5pct。

(4)净利率: 2023H1 净利率 16.5% (+3.2pct)。

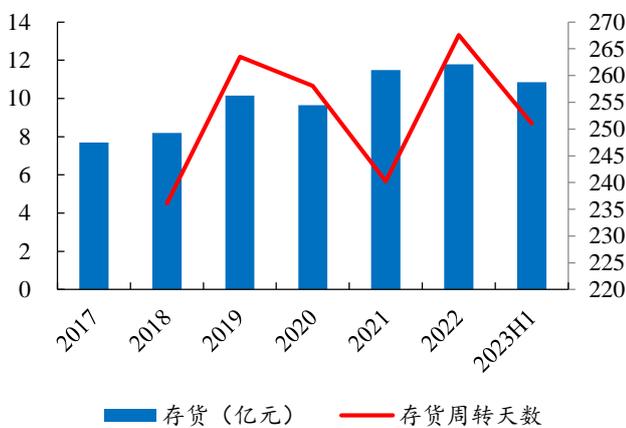
3.2、营运能力：存货周转天数下降，经营性现金流转正

(1) 存货：截至 2023H1，公司存货规模为 10.86 亿元，同比-1.9%，存货周转天数 251 天，同比-42 天。

(2) 应收账款：截至 2023H1，应收账款为 7.25 亿元 (+8%)，平均应收账款周转天数-6 天至 48 天。

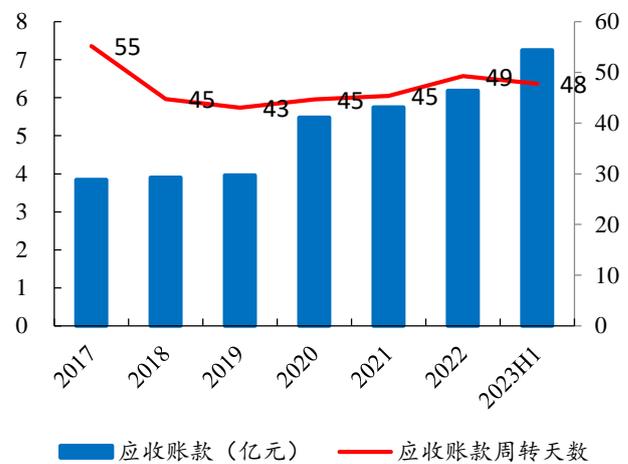
(3) 经营性现金流：截至 2023H1，经营性现金流转正至 3.4 亿元，净现金为 14.4 亿元。

图3：2023H1 存货周转天数 268 天，同比+28 天



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2023H1 平均应收账款周转天数 48 天，同比+4 天



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

2023H1 业绩高于预告中枢，我们上调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 6.6/7.9/9.4 亿元（原为 6.3/7.5/8.8 亿元），对应 EPS 为 0.5/0.5/0.6 元，当前股价对应 PE 为 13.2/11.1/9.3 倍，看好主品牌运动西服销售提升，哈吉斯品牌多品类多系列发展、品牌势能提升，维持“买入”评级。

5、风险提示

主品牌年轻化、渠道突破不及预期，哈吉斯渠道拓展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3877	3667	4548	5301	6377
现金	1907	1443	1890	2500	2932
应收票据及应收账款	574	619	757	857	1023
其他应收款	60	66	102	84	131
预付账款	74	47	95	73	120
存货	1149	1179	1417	1550	1891
其他流动资产	111	314	287	237	279
非流动资产	2241	2323	1801	1641	1419
长期投资	248	237	258	283	311
固定资产	446	418	455	449	427
无形资产	214	224	197	176	158
其他非流动资产	1332	1444	890	733	523
资产总计	6118	5990	6349	6941	7796
流动负债	1773	1832	1808	1926	2136
短期借款	80	278	154	170	201
应付票据及应付账款	507	530	598	692	816
其他流动负债	1186	1024	1057	1064	1120
非流动负债	78	110	96	93	80
长期借款	0	46	34	25	15
其他非流动负债	78	64	62	68	65
负债合计	1851	1942	1904	2019	2216
少数股东权益	105	114	139	169	204
股本	1459	1459	1459	1459	1459
资本公积	769	769	769	769	769
留存收益	1933	1706	1883	2138	2415
归属母公司股东权益	4161	3935	4306	4753	5376
负债和股东权益	6118	5990	6349	6941	7796

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	619	515	540	780	627
净利润	479	476	688	820	975
折旧摊销	152	150	148	102	110
财务费用	-3	-33	-20	-19	-13
投资损失	-19	-13	-21	-25	-28
营运资金变动	-142	-335	-274	-102	-426
其他经营现金流	152	271	19	4	9
投资活动现金流	235	-488	380	136	92
资本支出	146	199	-122	-34	-46
长期投资	310	-266	-21	-28	-28
其他投资现金流	691	-556	237	74	18
筹资活动现金流	344	-532	-473	-306	-288
短期借款	-23	198	-124	17	30
长期借款	0	46	-12	-9	-10
普通股增加	242	0	0	0	0
资本公积增加	483	1	0	0	0
其他筹资现金流	-357	-776	-338	-314	-308
现金净增加额	1198	-503	447	610	432

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4451	4313	5317	6158	7079
营业成本	1606	1607	1861	2143	2442
营业税金及附加	44	37	53	62	71
营业费用	1765	1711	2052	2371	2718
管理费用	329	279	367	419	467
研发费用	76	83	101	117	134
财务费用	-3	-33	-20	-19	-13
资产减值损失	-75	-134	-147	-147	-147
其他收益	65	126	100	100	100
公允价值变动收益	-8	-19	-10	-10	-10
投资净收益	19	13	21	25	28
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	625	604	868	1035	1232
营业外收入	13	14	13	13	13
营业外支出	22	11	11	11	11
利润总额	616	607	871	1038	1235
所得税	136	131	183	218	259
净利润	479	476	688	820	975
少数股东损益	15	17	25	30	35
归属母公司净利润	464	459	663	790	940
EBITDA	716	733	983	1085	1275
EPS(元)	0.32	0.31	0.45	0.54	0.64

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	17.5	-3.1	23.3	15.8	15.0
营业利润(%)	21.2	-3.5	43.9	19.3	19.0
归属于母公司净利润(%)	26.7	-1.2	44.5	19.3	18.9
获利能力					
毛利率(%)	63.9	62.7	65.0	65.2	65.5
净利率(%)	10.4	10.6	12.5	12.8	13.3
ROE(%)	11.2	11.8	15.5	16.7	17.5
ROIC(%)	10.0	10.4	14.5	15.5	16.3
偿债能力					
资产负债率(%)	30.3	32.4	30.0	29.1	28.4
净负债比率(%)	-39.7	-24.6	-37.0	-45.4	-47.5
流动比率	2.2	2.0	2.5	2.8	3.0
速动比率	1.4	1.3	1.6	1.9	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	7.9	7.2	7.7	7.6	7.5
应付账款周转率	3.6	3.1	3.3	3.3	3.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.31	0.45	0.54	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.35	0.37	0.53	0.43
每股净资产(最新摊薄)	2.85	2.70	2.95	3.26	3.68
估值比率					
P/E	18.9	19.1	13.2	11.1	9.3
P/B	2.1	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.0	10.5	7.2	6.1	4.8

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