

太平鸟 (603877.SH)

2023年08月23日

2023H1 控费控折扣盈利向好, 门店经营质量改善

——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

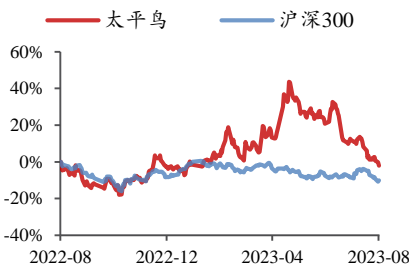
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/8/22
当前股价(元)	18.55
一年最高最低(元)	29.80/15.37
总市值(亿元)	87.91
流通市值(亿元)	87.68
总股本(亿股)	4.74
流通股本(亿股)	4.73
近3个月换手率(%)	29.65

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《2023Q1 盈利能力大幅改善, 看好全年盈利快速恢复——公司信息更新报告》-2023.5.3

《2022 年库存及库龄改善, 2023Q1 盈利向好——公司信息更新报告》-2023.4.19

《业绩持续承压, 渠道&产品结构调整后经营趋于稳健——公司信息更新报告》-2022.10.30

● 2023H1 控费控折扣下盈利向好, 维持“买入”评级

2023H1 收入 36.01 亿元 (-14.2%), 归母/扣非净利润 2.5 亿元 (+88%)、1.78 亿元 (2022H1 为 522 万元), 差异主要系政府补助同比减少 6845 万元。消费弱复苏下加盟拓店谨慎, 我们下调 2023-2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润 6.0/7.4/9.0 亿元 (此前为 7.0/8.7/11.3 亿元), 对应 EPS 分别为 1.3/1.6/1.9 元, 当前股价对应 PE 为 14.6/12.0/9.8 倍, 预计 2023Q4 渠道优化、库存管控及商品企划改善成效渐显, 同时继续提折扣及控费, 维持“买入”评级。

● 品牌端: 男装收入保持增长, 主要品牌毛利率均有提升

收入: 2023H1 女装/男装/乐町/Mini Peace 分别收入 13.2/13.66/3.87/4.55 亿元, 同比-20.34%/+2.19%/-26.61%/-15.32%, 占比 36.9%/38.2%/10.8%/12.7%, 男装实现正增长, 童装跌幅弱于女装。各品牌盈利能力均有改善: 2023H1 女装/男装/乐町/童装毛利率+6.17/+7.98/+3.68/+5.08pct 至 59.4%/61.45%/50.72%/58.05%。经营指标: 预计 6、7 月流水持平, 8.1-8.21 低双下滑, 新品折扣仍保持较好水平。

● 渠道端: 2023H1 线上线下收缩, 线上控折扣致占比下降, 线下表现好于线上

2023H1 线上实现收入 9.7 亿元(-29.97%), 占总收入 27%, 占比略有下降。2023H1 线下门店同比下降 15%下共实现收入 26.1 亿元 (-6.3%), 体现门店经营有所提效, 其中直营收入 17.39 亿元 (-7.33%), 占比为 66.6% (-2.82pct); 加盟收入 8.7 亿元 (-4.17%)。门店数量, 2023H1 净闭 747 家至 4172 家, 直营/加盟分别净闭 226/521 至 1277/2897 家, 直营: 加盟=1:2.3, 2023 年预计继续优化渠道, 直营规划净闭店 100-200 家, 加盟规划净拓 100 家。

● 各渠道盈利能力均有改善, 存货周转天数提升, 经营性现金流净额转正

盈利能力: 2023H1 公司毛利率 58.2% (+6.3pct), 线上/直营/加盟毛利率分别同比+3.79/+6.14/+7.34pct, 期间费用率 48.6% (-0.5pct), 销售/管理/财务/研发费用率分别为 37.5%/8%/2.4%/0.7%, 分别-2.2pct/+0.7pct/+1.1pct/-0.1pct, 净利率 7% (+3.8pct)。营运能力: 2023H1 存货 17.5 亿元, 同比-18%, 存货/应收周转天数 232 天/21 天, 同比+24 天/基本持平。经营性现金流量净额转正至 2.8 亿元。

● 风险提示: 线下零售复苏不及预期、渠道优化不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,921	8,602	8,018	8,897	10,011
YOY(%)	16.3	-21.2	-6.8	11.0	12.5
归母净利润(百万元)	677	185	602	735	902
YOY(%)	-5.0	-72.7	225.7	22.2	22.7
毛利率(%)	52.9	48.2	57.6	57.8	58.0
净利率(%)	6.2	2.1	7.5	8.3	9.0
ROE(%)	15.8	4.4	12.8	14.0	15.0
EPS(摊薄/元)	1.43	0.39	1.27	1.55	1.90
P/E(倍)	13.0	47.6	14.6	12.0	9.8
P/B(倍)	2.1	2.2	1.9	1.7	1.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023H1 控费控折扣下盈利向好，门店经营质量改善.....	3
1.1、 分品牌看：PB 男装收入同比增长，主要品牌毛利率均有提升.....	3
1.2、 分渠道看：2023H1 线上线下收缩，直营毛利率提升.....	4
2、 2023H1 控折扣及控费下盈利能力明显改善，现金流转正.....	6
2.1、 盈利能力：控折扣下毛利率提升，控费及经营杠杆提升净利率.....	6
2.2、 营运能力：存货周转天数提升，经营性现金流净额转正.....	7
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

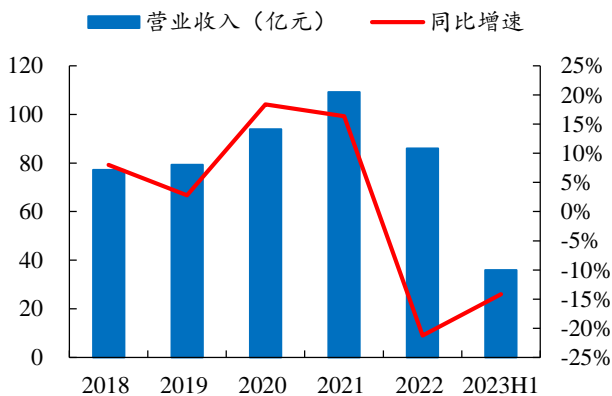
图 1： 2023H1 收入 36.01 亿元 (-14.2%)	3
图 2： 2023Q1/Q2 收入增速分别为-15.8%/-11.9%	3
图 3： 2023H1 归母净利润 2.5 亿元 (+88%)	3
图 4： 2023Q1/Q2 归母净利润增速分别为+14%/扭亏	3
图 5： 2023H1 仅男装收入同比增长.....	4
图 6： 2023H1 男装收入占比提升，超越女装.....	4
图 7： 2023H1 线上销售占比下降	5
图 8： 2023H1 直营/加盟渠道收入分别-7.3%/-4.2%.....	5
图 9： 2023H1 直营净减少 226 家，加盟净减少 521 家.....	5
图 10： 2023H1 直营门店占比基本持平，为 30.6%.....	5
图 11： 2023H1 除其他品牌外，主要品牌毛利率均有提升.....	6
图 12： 2023H1 线上线下毛利率均有提升.....	6
图 13： 2023H1 公司期间费用率 48.6% (-0.5pct)	6
图 14： 2023H1 毛利率和净利率均有提升.....	6
图 15： 截至 2023H1，存货周转天数 232 天，同比+24 天.....	7
图 16： 截至 2023H1，应收账款周转天数同比持平.....	7
表 1： 2023H1 男装收入同比增长，乐町收入下滑明显，主要品牌毛利率均有提升（单位：亿元）	4
表 2： 2023H1 总门店数为 41741 家，净减少 747 家，Q1/Q2 分别净减少 330/167（单位：家）	5

1、2023H1 控费控折扣下盈利向好，门店经营质量改善

2023H1 收入 36.01 亿元 (-14.2%)，归母净利润 2.5 亿元 (+88%) 主要系零售折扣改善带动毛利率提升叠加降本控费效果显著所致。扣非净利润 1.78 亿元 (2022H1 为 522w)，与归母净利润差异主要系非经常性项目政府补助同比减少 6845 万元。

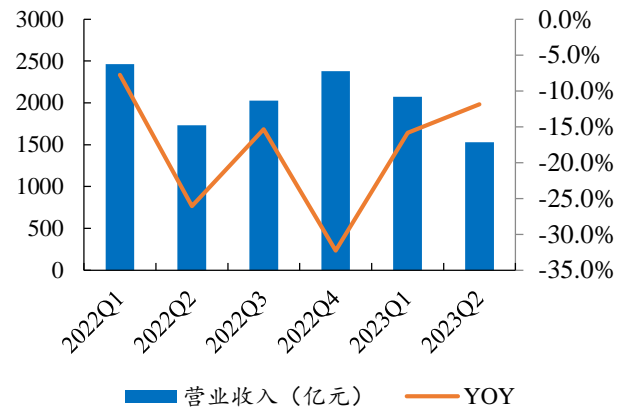
分季度看，2023Q1/Q2 收入为 20.74/15.28 亿元，分别-15.8%/-11.9%，归母净利润为 2.17/0.34 亿元，分别+14%/扭亏，2022H1 归母净利润为-0.57 亿元。

图1：2023H1 收入 36.01 亿元 (-14.2%)



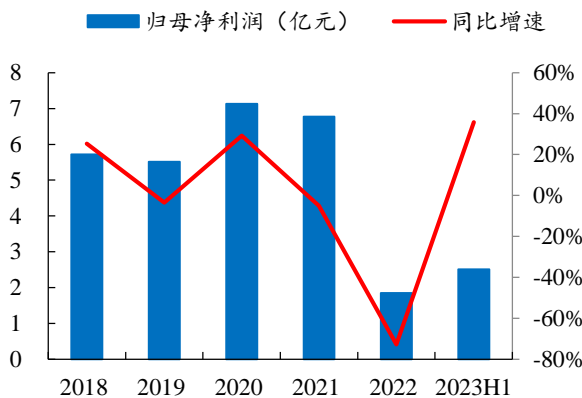
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q1/Q2 收入增速分别为-15.8%/-11.9%



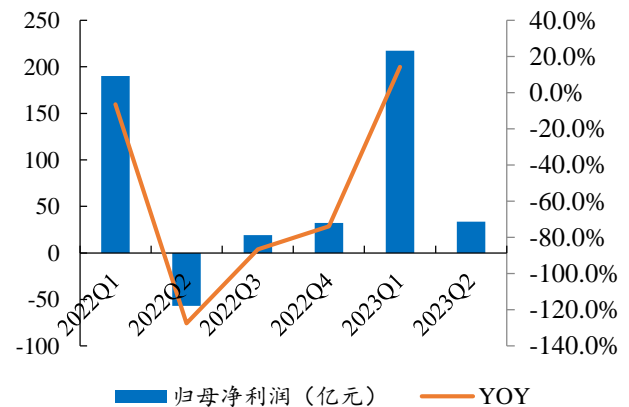
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023H1 归母净利润 2.5 亿元 (+88%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q1/Q2 归母净利润增速分别为+14%/扭亏



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、分品牌看：PB 男装收入同比增长，主要品牌毛利率均有提升

PB 女装：2023H1 收入 13.2 亿元，yoy-20.4%，收入占比 36.9%；

PB 男装：2023H1 收入 13.66 亿元，yoy+2.19%，收入占比 38.2%；

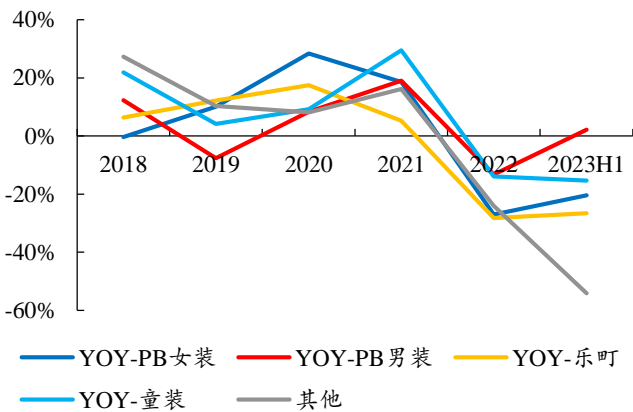
乐町少女装：2023H1 收入 3.87 亿元，yoy-26.6%，收入占比 10.8%；

Mini Peace 童装：2023H1 收入 4.55 亿元，yoy-15.32%，收入占比 12.7%。

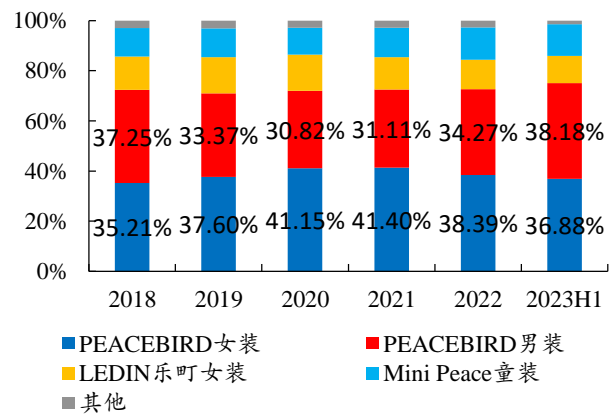
表1: 2023H1 男装收入同比增长, 乐叮收入下滑明显, 主要品牌毛利率均有提升 (单位: 亿元)

	2021H1		2022H1		2023H1		VS2022H1 变动		VS2021H1 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
PB 女装	21.38	42.87%	16.56	39.74%	13.20	36.88%	-20.34%	-2.9pct	-38.27%	-6pct
PB 男装	14.57	29.22%	13.37	32.07%	13.66	38.18%	2.19%	6.1pct	-6.24%	9pct
乐叮少女装	6.50	13.03%	5.27	12.66%	3.87	10.82%	-26.61%	-1.8pct	-40.44%	-2.2pct
Mini Peace	6.00	12.04%	5.37	12.89%	4.55	12.71%	-15.32%	-0.2pct	-24.21%	0.7pct
其它	1.41	2.84%	1.10	2.64%	0.51	1.41%	-54.07%	-1.2pct	-64.25%	-1.4pct
总计	49.86	100.00%	41.68	100.00%	35.78	100.00%	-14.15%	/	-28.24%	/
	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
PB 女装	12.55	58.72%	8.82	53.22%	7.84	59.39%	-11.10%	6.2pct	-37.56%	0.7pct
PB 男装	8.03	55.10%	7.15	53.47%	8.39	61.45%	17.44%	8pct	4.57%	6.4pct
乐叮少女装	3.38	51.96%	2.48	47.04%	1.96	50.72%	-20.87%	3.7pct	-41.86%	-1.2pct
Mini Peace	3.16	52.61%	2.85	52.97%	2.64	58.05%	-7.20%	5.1pct	-16.37%	5.4pct
其它	0.60	42.61%	0.44	40.09%	0.12	23.64%	-72.92%	-16.5pct	-80.17%	-19pct
总计	27.72	55.59%	21.73	52.14%	20.95	58.56%	-3.57%	6.4pct	-24.40%	3pct

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 2023H1 仅男装收入同比增长


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 2023H1 男装收入占比提升, 超越女装


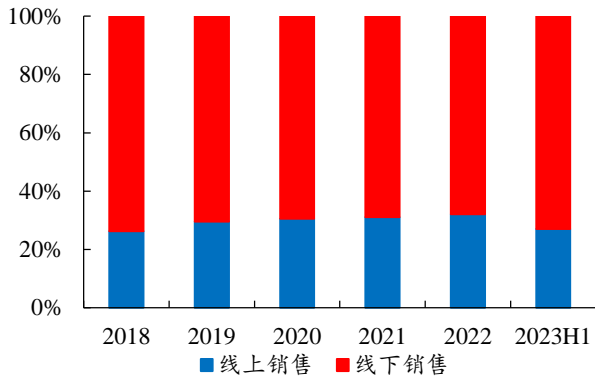
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.2、分渠道看: 2023H1 线上线下收缩, 直营毛利率提升

线下渠道: 2023H1 线下渠道共实现收入 26.1 亿元 (-6.3%), 其中: 直营收入 17.39 亿元 (-7.33%), 占比为 66.6% (-2.82pct); 加盟收入 8.7 亿元 (-4.17%)。

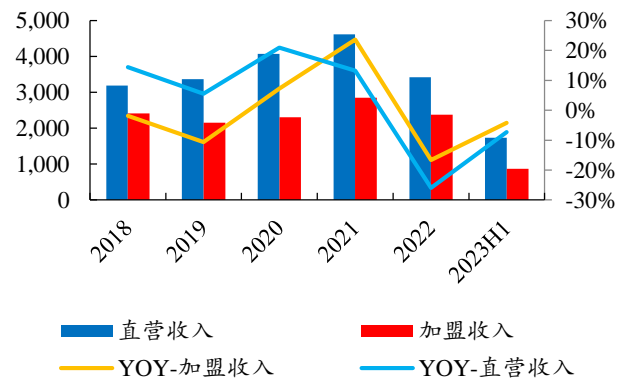
线上渠道: 2023H1 线上渠道实现收入 9.7 亿元 (-29.97%), 占总收入 27%。

图7：2023H1 线上销售占比下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

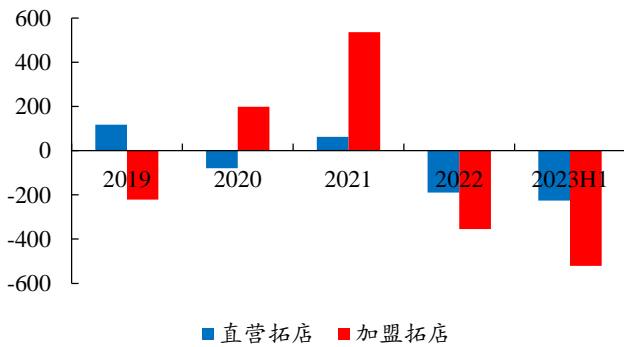
图8：2023H1 直营/加盟渠道收入分别-7.3%/-4.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

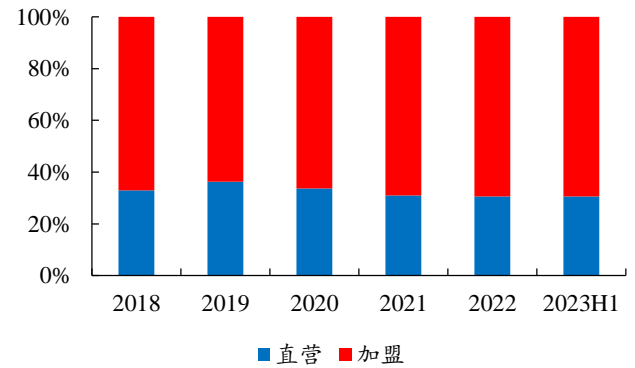
门店数量：截至 2023H1，整体净减少 747 家至 4174 家，其中直营净减少 226 家至 1277 家；加盟净减少 521 家至 2897 家，门店数下降主要系公司改变过往渠道规模增长策略，主动关闭低效门店，经营重点转向提升门店坪效和盈利能力。

图9：2023H1 直营净减少 226 家，加盟净减少 521 家



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2023H1 直营门店占比基本持平，为 30.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

分品牌看，2023H1 全年 PB 女装门店净减少 273 家至 1656 家；PB 男装门店净减少 45 家至 1437 家；乐町少女装门店净减少 207 家至 436 家；Mini Peace 童装门店净减少 164 家至 642 家。

表2：2023H1 总门店数为 41741 家，净减少 747 家，Q1/Q2 分别净减少 330/167（单位：家）

	2022 年门店		2023Q1 门店		2023H1		2023Q1 净拓店		2023Q2 净拓店	
	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟
PB 女装	522	1359	469	1250	455	1201	-53	-109	-14	-49
PB 男装	457	1046	438	1012	428	1009	-19	-34	-10	-3
乐町少女装	170	388	160	342	141	295	-10	-46	-19	-47
Mini Peace	275	422	263	405	250	392	-12	-17	-13	-13
其它	32		2		3		-30	0	1	0
合计	1456	3215	1332	3009	1277	2897	-124	-206	-55	-112
总计	4671		4341		4174		-330		-167	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、2023H1 控折扣及控费下盈利能力明显改善，现金流转正

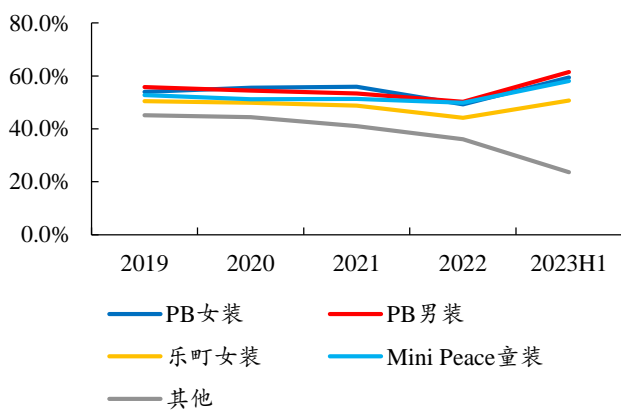
2.1、盈利能力：控折扣下毛利率提升，控费及经营杠杆提升净利率

(1) 毛利率：2023H1 公司毛利率 58.2% (+6.3pct)。

分渠道看：线上毛利率为 47.68% (+3.79pct)；线下毛利率为 62.6% (+6.36pct)，直营毛利率 70.38% (+6.14pct)，加盟毛利率 47.07% (+7.34pct)，加盟毛利率提升较大主要系加盟减少过季老货产品。

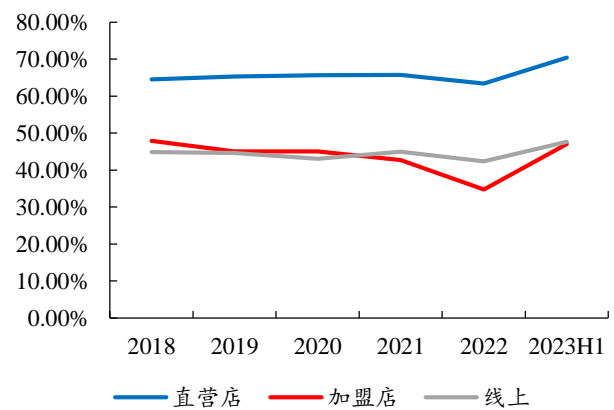
分品牌看：PB 女装毛利率 59.4% (+6.17pct)；PB 男装为毛利率 61.45% (+7.98pct)；乐町少女装毛利率 50.72% (+3.68pct)；Mini Peace 童装毛利率 58.05% (+5.08pct)。

图11：2023H1 除其他品牌外，主要品牌毛利率均有提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2023H1 线上线下毛利率均有提升

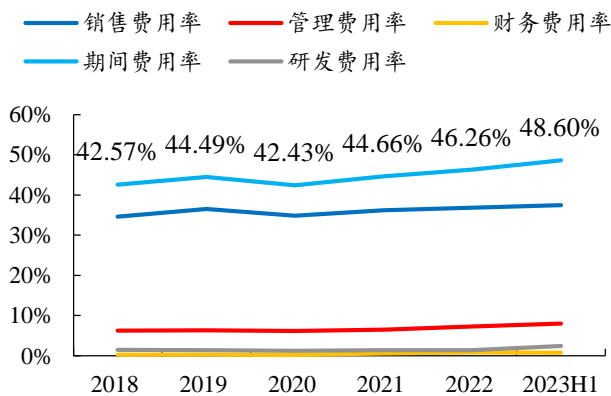


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 费用端：2023H1 公司期间费用率 48.6% (-0.5pct)，销售/管理/财务/研发费用率分别为 37.5%/8%/2.4%/0.7%，分别-2.2pct/+0.7pct/+1.1pct/-0.1pct。

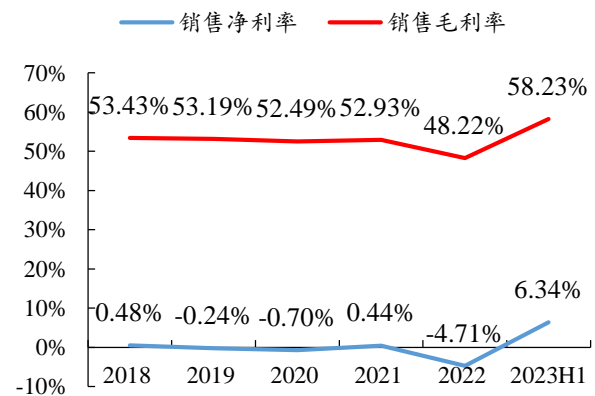
(3) 净利率：2023H1 净利率 7% (+3.8pct)，2023Q1/Q2 净利率分别为 10%/+2.8pct，2.2%/+5.5pct。

图13：2023H1 公司期间费用率 48.6% (-0.5pct)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：2023H1 毛利率和净利率均有提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、营运能力：存货周转天数提升，经营性现金流净额转正

(1) **存货**：截至 2023H1，公司存货规模为 17.5 亿元，同比-18%，计提存货跌价准备 7847 万元，占收入比基本持平，存货周转天数 232 天，同比+24 天，主要系收入下滑。

(2) **应收账款**：截至 2023H1，应收账款为 2.98 亿元，同比-14.5%，应收账款周转天数为 21 天，同比基本持平。

图15：截至 2023H1，存货周转天数 232 天，同比+24 天

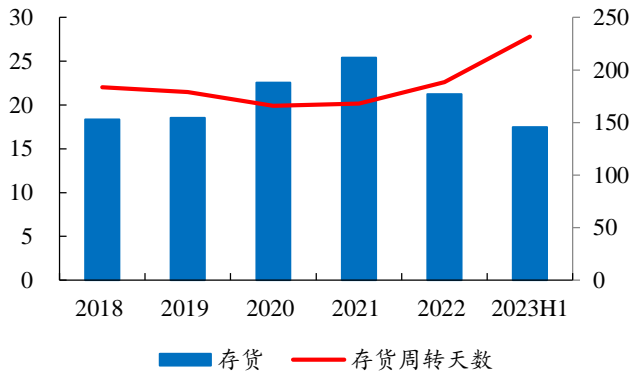
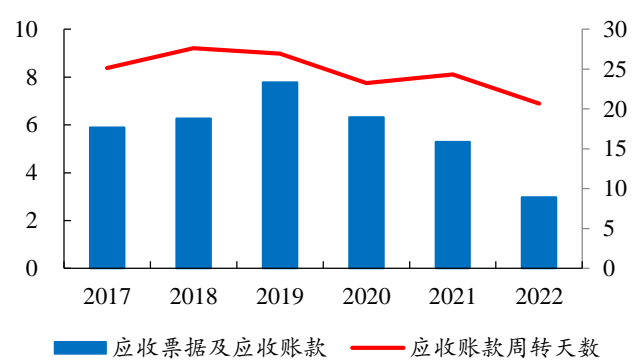


图16：截至 2023H1，应收账款周转天数同比持平



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**：经营活动产生的现金流量净额转正至 2.8 亿元。

3、盈利预测与投资建议

消费弱复苏下加盟拓店谨慎，我们下调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 6.0/7.4/9.0 亿元(此前为 7.0/8.7/11.3 亿元)，对应 EPS 分别为 1.3/1.6/1.9 元，当前股价对应 PE 为 14.6/12.0/9.8 倍，预计 2023Q4 渠道优化、库存管控及商品企划改善成效渐显，同时继续提折扣及控费，维持“买入”评级。

4、风险提示

线下零售复苏不及预期、渠道优化不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7133	5688	6395	7683	7884
现金	1148	1089	2218	2156	3080
应收票据及应收账款	632	530	572	618	737
其他应收款	171	133	122	163	167
预付账款	261	160	256	187	316
存货	2540	2125	1153	2524	1663
其他流动资产	2381	1653	2073	2036	1921
非流动资产	3062	2863	2844	2784	2500
长期投资	9	9	17	26	36
固定资产	1360	1321	1203	1184	1163
无形资产	176	169	150	132	112
其他非流动资产	1517	1364	1474	1443	1188
资产总计	10194	8551	9239	10467	10383
流动负债	4656	3229	3680	4390	3751
短期借款	198	0	230	143	124
应付票据及应付账款	2468	1630	1590	1930	2001
其他流动负债	1991	1599	1860	2318	1626
非流动负债	1268	1168	877	840	621
长期借款	721	750	523	400	217
其他非流动负债	548	419	354	440	404
负债合计	5924	4398	4557	5230	4372
少数股东权益	2	11	9	7	5
股本	477	476	476	476	476
资本公积	1323	1358	1358	1358	1358
留存收益	2473	2374	2732	3175	3714
归属母公司股东权益	4268	4143	4673	5229	6006
负债和股东权益	10194	8551	9239	10467	10383

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1300	399	2173	256	1004
净利润	677	184	600	733	899
折旧摊销	233	255	231	107	111
财务费用	68	69	59	69	81
投资损失	-38	-40	-48	-49	-50
营运资金变动	-261	-661	1310	-606	-21
其他经营现金流	621	592	20	2	-16
投资活动现金流	-484	595	-655	51	362
资本支出	366	248	-250	-39	-40
长期投资	-194	798	-8	-10	-10
其他投资现金流	-311	1641	-913	2	313
筹资活动现金流	-293	-1031	-389	-370	-441
短期借款	-295	-198	230	-88	-18
长期借款	721	29	-227	-123	-183
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-24	35	0	0	0
其他筹资现金流	-695	-897	-392	-159	-240
现金净增加额	523	-37	1129	-62	925

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10921	8602	8018	8897	10011
营业成本	5140	4454	3399	3755	4205
营业税金及附加	59	59	55	61	68
营业费用	3949	3166	2926	3212	3574
管理费用	709	626	561	578	611
研发费用	152	118	216	231	250
财务费用	68	69	59	69	81
资产减值损失	-120	-120	-123	-123	-123
其他收益	204	230	100	100	100
公允价值变动收益	5	4	4	4	4
投资净收益	38	40	48	49	50
资产处置收益	5	-5	0	0	0
营业利润	988	257	829	1020	1253
营业外收入	6	23	23	23	23
营业外支出	44	18	18	18	18
利润总额	949	262	834	1025	1258
所得税	273	77	233	292	359
净利润	677	184	600	733	899
少数股东损益	-1	-0	-1	-2	-2
归属母公司净利润	677	185	602	735	902
EBITDA	1207	534	1043	1093	1308
EPS(元)	1.43	0.39	1.27	1.55	1.90

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	16.3	-21.2	-6.8	11.0	12.5
营业利润(%)	6.7	-74.0	223.0	23.2	22.8
归属于母公司净利润(%)	-5.0	-72.7	225.7	22.2	22.7
获利能力					
毛利率(%)	52.9	48.2	57.6	57.8	58.0
净利率(%)	6.2	2.1	7.5	8.3	9.0
ROE(%)	15.8	4.4	12.8	14.0	15.0
ROIC(%)	11.4	3.5	9.9	11.1	12.4
偿债能力					
资产负债率(%)	58.1	51.4	49.3	50.0	42.1
净负债比率(%)	16.1	10.0	-20.8	-19.7	-36.5
流动比率	1.5	1.8	1.7	1.8	2.1
速动比率	0.9	0.9	1.3	1.1	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.2	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	15.5	14.8	14.6	15.0	14.8
应付账款周转率	2.1	2.2	2.1	2.1	2.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.43	0.39	1.27	1.55	1.90
每股经营现金流(最新摊薄)	2.74	0.84	4.59	0.54	2.12
每股净资产(最新摊薄)	8.87	8.61	9.72	10.90	12.54
估值比率					
P/E	13.0	47.6	14.6	12.0	9.8
P/B	2.1	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	6.2	15.0	5.9	5.6	3.9

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