

## 森马服饰 (002563.SZ) 2023Q2 利润端改善明显, 看好库存优化&折扣改善

2023年08月30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

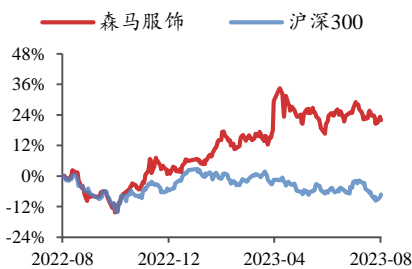
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/8/29
当前股价(元)	6.13
一年最高最低(元)	7.02/4.39
总市值(亿元)	165.15
流通市值(亿元)	109.11
总股本(亿股)	26.94
流通股本(亿股)	17.80
近3个月换手率(%)	29.68

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《2023Q1 盈利大幅提升, 看好全域新零售推动业绩恢复—公司信息更新报告》-2023.5.3

《2022 年业绩承压, 期待轻装上阵 & 开店下业绩修复—公司信息更新报告》-2023.4.6

《Q3 零售承压电商仍具韧性, 期待新零售体系推进—公司信息更新报告》-2022.11.2

### ● 2023Q2 利润端改善明显, 看好库存优化&折扣改善, 维持“买入”评级

2023H1 公司实现营收 55.60 亿元 (-1.4%), 归母/扣非归母净利润为 5.16/4.80 亿元, 同增 393.9%/1818.2%; 2023Q1/2023Q2 营收分别同增 9.29%/9.71%, 归母净利润分别同比+48.9%/增加 3.09 亿元。公司 2023Q2 利润端显著改善, 库存和折扣持续改善, 我们上调 2023-2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 10.7/13.2/15.6 亿元(前值为 10.4/13.1/15.5 亿元), 分别对应 EPS 为 0.4/0.5/0.6 元, 当前股价对应 PE 为 15.4/12.5/10.6 倍。我们继续看好公司全域新零售融合, 数字化建设赋能线下渠道高效运营, 2023 年盈利能力逐步改善, 维持“买入”评级。

### ● 童装服饰销售稳步恢复, 线下渠道店效恢复增长&关店趋势放缓

分产品看, 童装板块呈现恢复态势。2023H1 儿童服饰收入为 38.25 亿元, 同比增长 6.34%; 休闲服饰收入为 16.84 亿元, 同比下降 15.06%; 疫后童装呈现稳步恢复态势。分渠道看, 线下渠道恢复增长态势。线上渠道: 2023H1 线上销售为 26.07 亿元, 同比下降 6.39%; 线下渠道: 直营/加盟/联营销售分别为 6.70/21.47/0.85 亿元, 增速分别为+21.97%/+7.41%/-65.57%, 线下渠道恢复增长态势, 加盟提货的积极性明显提升。从门店数量看, 2023H1 总店数为 8136 家, 较年初净关店 4 家; 其中直营/加盟/联营分别较年初净拓店-24/+35/-15 家; 公司净关店趋势放缓, 特别是加盟门店数较年初实现净增加, 未来门店零售信心进一步增强。

### ● 全域新零售叠加折扣改善, 盈利能力明显提升, 营运能力稳步改善

盈利能力: 全域新零售叠加折扣改善, 盈利能力明显提升。2023H1 公司整体毛利率为 44.64% (+3.50pct); 2023H1 期间费用率为 30.61% (-3.94pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动-2.52/-0.11/-0.26/-1.04pct。营运能力: 库存持续优化, 现金流恢复健康。截止 2023H1 末, 公司存货规模为 31.75 亿元 (-20.4%), 存货周转天数 205 天 (-12 天), 库龄 1 年以上的库存占比 50.4%, 看好下半年库存结构持续优化, 库存减少下 2023H1 资产减值损失同比减少 1.59 亿元对利润正向贡献。截至 2023H1 末公司应收账款周转天数为 31 天 (-5 天)。2023H1 经营活动现金流净额为 8.35 亿元, 同比增加 11.27 亿元, 现金流逐渐恢复健康。

### ● 风险提示: 全域新零售融合不及预期、门店开拓不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,420	13,331	14,225	15,489	16,897
YOY(%)	1.4	-13.5	6.7	8.9	9.1
归母净利润(百万元)	1,486	637	1,074	1,320	1,564
YOY(%)	84.5	-57.1	68.6	22.8	18.5
毛利率(%)	42.6	41.3	43.5	44.0	44.5
净利率(%)	9.6	4.8	7.6	8.5	9.3
ROE(%)	12.7	5.6	9.3	11.0	12.3
EPS(摊薄/元)	0.55	0.24	0.40	0.49	0.58
P/E(倍)	11.1	25.9	15.4	12.5	10.6
P/B(倍)	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、2023H1 公司业绩稳步恢复，2023Q2 利润端改善明显	3
2、盈利能力明显提升，营运能力稳步改善	4
3、盈利预测与投资建议	6
4、风险提示	6
附：财务预测摘要	7

## 图表目录

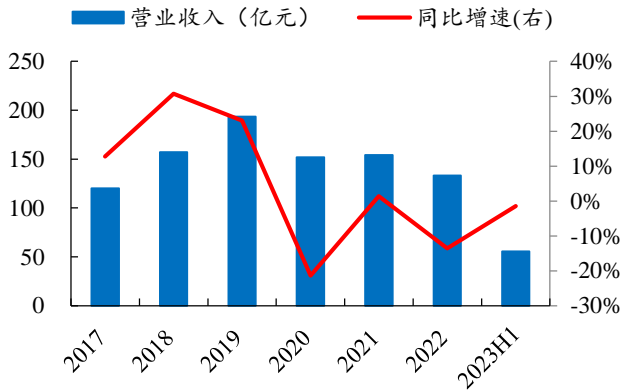
图 1：2023H1 实现营收 55.60 亿元（-1.44%）	3
图 2：2023H1 实现归母净利润为 5.16 亿元（+393.94%）	3
图 3：2023Q1/2023Q2 营收同比-9.3%/+9.7%	3
图 4：2023Q2 归母净利润同比转亏为盈至 2.05 亿元	3
图 5：2023H1 归母净利率为 9.27%（+7.42pct）	5
图 6：2023H1 期间费用率为 30.61%（-3.94pct）	5
图 7：2023H1 末存货同比减少 20.4%	6
图 8：2023H1 应收账款周转天数同比减少 5 天	6
表 1：2023H1 儿童服饰/休闲服饰收入分别同比+6.34%/-15.06%（单位：亿元）	3
表 2：2023H1 直营/加盟渠道分别同增 21.97%/7.41%（单位：亿元）	4
表 3：2023H1 加盟/儿童服饰门店较年初净增加 35/53 家（单位：家，平方米）	4
表 4：公司各渠道毛利率明显提升（单位：亿元）	5

## 1、2023H1 公司业绩稳步恢复，2023Q2 利润端改善明显

2023H1 公司实现营收 55.60 亿元 (-1.4%)，归母净利润 5.16 亿元 (+393.9%)，扣非归母净利润 4.80 亿元 (+1818.2%)。

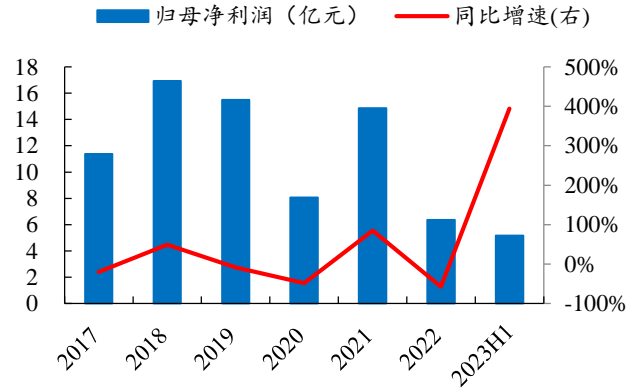
分季度看，2023Q1/2023Q2 营收分别为 30.02/25.58 亿元，同比+9.29%/+9.71%；2023Q1/2023Q2 归母净利润分别为 3.11/2.05 亿元，同比+48.85%/增加 3.09 亿元。

图1：2023H1 实现营收 55.60 亿元 (-1.44%)



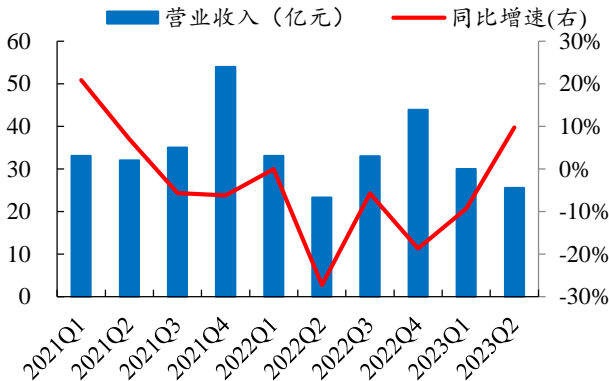
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023H1 实现归母净利润为 5.16 亿元 (+393.94%)



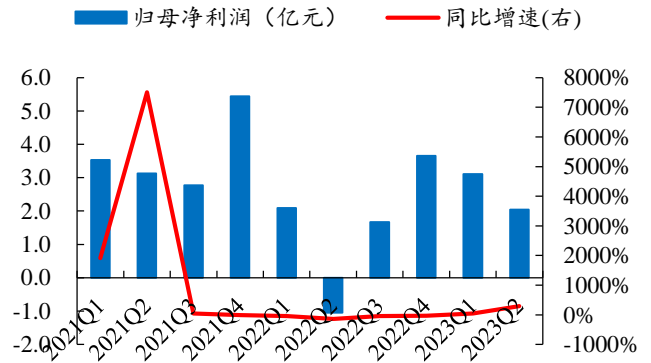
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q1/2023Q2 营收同比-9.3%/+9.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q2 归母净利润同比转亏为盈至 2.05 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

分产品看：2023H1 儿童服饰收入为 38.25 亿元，同比增长 6.34%；休闲服饰收入为 16.84 亿元，同比下降 15.06%。疫后童装展现出较强的经营韧性，呈现稳步恢复态势。

表1：2023H1 儿童服饰/休闲服饰收入分别同比+6.34%/-15.06%（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
休闲服饰	23.48	36.03%	19.83	35.16%	16.84	30.30%	-15.06%	-4.9pct	-28.26%	-5.7pct
儿童服饰	41.08	63.04%	35.97	63.76%	38.25	68.79%	6.34%	+5.0pct	-6.91%	+5.7pct
其他	0.60	0.92%	0.61	1.08%	0.51	0.91%	-16.87%	-0.2pct	-15.32%	0.0pct

合计	65.16	100.00%	56.41	100.00%	55.60	100.00%	-1.44%	-	-14.68%	-
----	-------	---------	-------	---------	-------	---------	--------	---	---------	---

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分渠道看，线下渠道恢复增长态势。线上渠道：2023H1 线上销售为 26.07 亿元，同比下降 6.39%；线上销售占比为 47.32%，从渠道结构看，天猫/抖音平台交易额为 17.35/10.34 亿元，退货率为 42.05%/38.04%。线下渠道：直营/加盟/联营销售分别为 6.70/21.47/0.85 亿元，增速分别为+21.97%/+7.41%/-65.57%，线下渠道恢复增长态势，加盟提货的积极性明显提升。

**表2：2023H1 直营/加盟渠道分别同增 21.97%/7.41%（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
线上销售	26.92	41.69%	27.85	49.91%	26.07	47.32%	-6.39%	-2.6pct	-3.15%	+5.6pct
直营销售	6.78	10.51%	5.49	9.84%	6.70	12.16%	21.97%	+2.3pct	-1.24%	+1.7pct
加盟销售	27.62	42.79%	19.99	35.82%	21.47	38.97%	7.41%	+3.2pct	-22.28%	-3.8pct
联营销售	3.24	5.01%	2.47	4.42%	0.85	1.54%	-65.57%	-2.9pct	-73.75%	-3.5pct
合计	64.56	100.00%	55.80	100.00%	55.09	100.00%	-1.27%	-	-14.67%	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

店铺数量看，2023H1 总店数为 8136 家，较年初净关店 4 家；分业务模式看，直营/加盟/联营分别为 699/7371/66 家，较年初净拓店-24/+35/-15 家；分产品品类看，2023H1 休闲服装和童装分别为 2694/5442 家，较年初净拓店-57/+53 家。公司净关店趋势放缓，特别是加盟门店数较年初实现净增加，未来门店零售信心进一步增强。

店铺面积看，直营店铺面积呈增长态势，其余模式的门店面积均呈现下降态势。2023H1 直营/加盟的平均面积分别为 233.9/183.1 平方米，同比分别+3.7%/-1.6%；休闲服装和童装平均面积分别为 226.2/167.7 平方米，同比分别-2.3%/-0.6%。

**表3：2023H1 加盟/儿童服饰门店较年初净增加 35/53 家（单位：家，平方米）**

	2022H1		2022		2023H1		VS2022H1 变动		VS2022 变动	
	数量	面积	数量	面积	数量	面积	数量	面积	数量	面积
<b>分业务模式</b>										
直营门店	767	225.5	723	230.6	699	233.9	-68	3.7%	-24	1.4%
加盟门店	7,526	185.9	7,336	185.1	7,371	183.1	-155	-1.6%	35	-1.1%
联营	75	225.8	81	210.2	66	136.5	-9	-39.5%	-15	-35.1%
<b>分产品品类</b>										
休闲服饰	2,840	231.4	2,751	227.3	2,694	226.2	-146	-2.3%	-57	-0.5%
儿童服饰	5,528	168.6	5,389	170.0	5,442	167.7	-86	-0.6%	53	-1.4%
合计	8,368	189.9	8,140	189.4	8,136	187.0	-232	-1.5%	-4	-1.2%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、盈利能力明显提升，营运能力稳步改善

全域新零售叠加折扣改善，盈利能力明显提升。（1）毛利率：2023H1 公司整体毛利率为 44.64%，同比提升 3.50pct，其中 2023Q2 毛利率为 44.98%，同比提升 5.99pct。分产品品类看，2023H1 休闲/儿童服饰毛利率分别为 40.64%/46.43%，同比提升 1.5/4.3pct；分业务模式看，2023H1 线上/直营/加盟/联营渠道毛利率分别为

41.68%/70.39%/39.54%/62.66%，同比变动+4.4/+4.5/+3.4/-5.2pct。

**表4：公司各渠道毛利率明显提升（单位：亿元）**

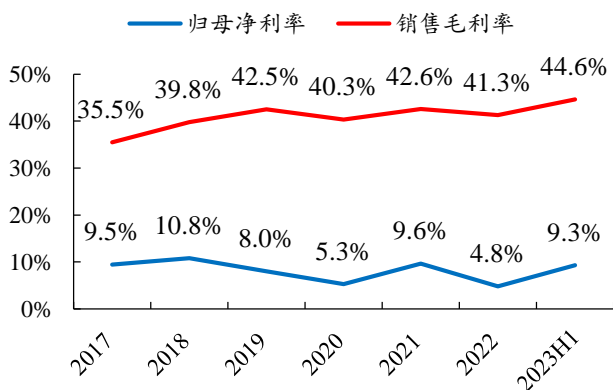
	2021H1		2022H1		2023H1		VS2022H1 变动		VS2021H1 变动	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
<b>分产品品类</b>										
休闲服饰	10.23	43.55%	7.76	39.11%	6.85	40.64%	-11.74%	+1.5pct	-33.06%	-2.9pct
儿童服饰	18.27	44.48%	15.15	42.11%	17.76	46.43%	17.25%	+4.3pct	-2.82%	+2.0pct
<b>分业务模式</b>										
线上销售	10.55	39.19%	10.39	37.30%	10.87	41.68%	4.60%	+4.4pct	3.00%	+2.5pct
直营销售	4.53	66.74%	3.62	65.88%	4.72	70.39%	30.32%	+4.5pct	4.17%	+3.7pct
加盟销售	11.15	40.37%	7.22	36.12%	8.49	39.54%	17.59%	+3.4pct	-23.88%	-0.8pct
联营销售	2.27	70.19%	1.67	67.87%	0.53	62.66%	-68.22%	-5.2pct	-76.57%	-7.5pct
<b>合计</b>	<b>28.50</b>	<b>44.14%</b>	<b>22.90</b>	<b>41.04%</b>	<b>24.60</b>	<b>44.66%</b>	<b>7.43%</b>	<b>+3.6pct</b>	<b>-13.67%</b>	<b>+0.5pct</b>

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(2) 费用端：**2023H1 期间费用率为 30.61% (-3.94pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.20%/5.02%/1.80%/-1.41%，分别同比变动-2.52/-0.11/-0.26/-1.04pct；2023Q2 期间费用率为 33.55% (-7.94pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 27.31%/5.89%/2.31%/-1.97%，同比变动-5.55/-0.24/-0.66/-1.49pct，主要系广告宣传费和服务费减少所致。

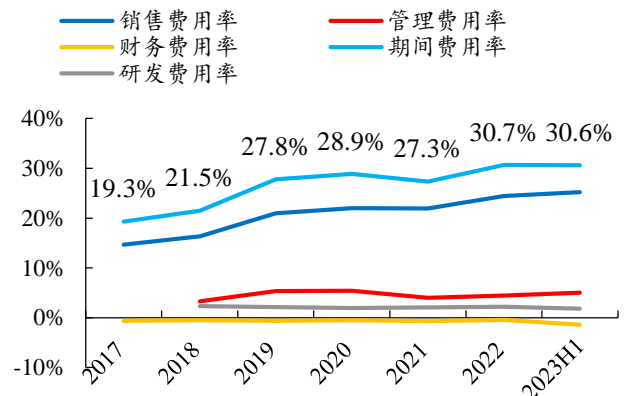
**(3) 净利率：**2023H1 公司归母净利率为 9.27%，同比提升 7.42pct；其中 2023Q2 归母净利率为 8.00%，同比提升 12.48pct。

**图5：2023H1 归母净利率为 9.27% (+7.42pct)**



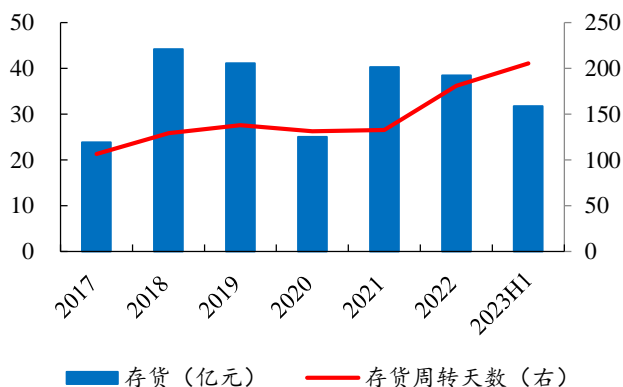
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：2023H1 期间费用率为 30.61% (-3.94pct)**

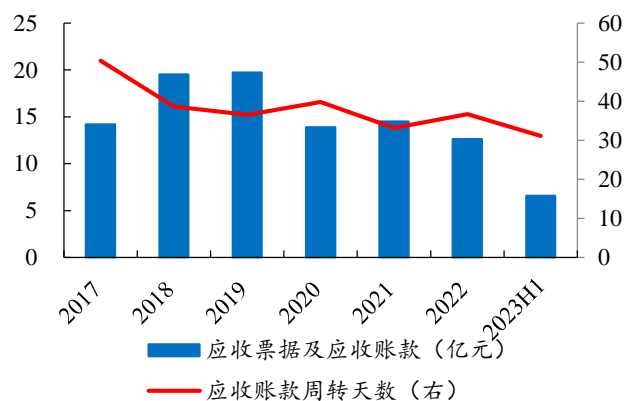


数据来源：Wind、开源证券研究所

**营运能力稳步改善。(1) 存货：**截止 2023H1 末，公司存货规模为 31.75 亿元，同比减少 20.43%，较 2022 年末减少 17.49%，存货周转天数 205 天，同比减少 12 天；从库龄来看，库龄 1 年以上的库存占比 50.4%，剩余 49.6% 的库存的库龄均在 1 年以内；存货减少下，2023H2 资产减值损失同比减少 1.59 亿元对利润正向贡献。**(2) 应收账款：**截至 2023H1 末，应收账款为 6.60 亿元，同比减少 20.63%，应收账款周转天数为 31 天，同比减少 5 天。**(3) 经营性现金流：**2023H1 经营活动现金流净额为 8.35 亿元，同比增加 11.27 亿元，，现金流逐渐恢复健康。

**图7：2023H1 末存货同比减少 20.4%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2023H1 应收账款周转天数同比减少 5 天**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

公司 2023Q2 利润端显著改善，库存和折扣持续改善，我们上调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 10.7/13.2/15.6 亿元（前值为 10.4/13.1/15.5 亿元），分别对应 EPS 为 0.4/0.5/0.6 元，当前股价对应 PE 为 15.4/12.5/10.6 倍。我们继续看好公司全域新零售融合，数字化建设赋能线下渠道高效运营，2023 年盈利能力逐步改善，维持“买入”评级。

### 4、风险提示

全域新零售融合不及预期、门店开拓不及预期。

**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>	15087	13670	15051	15573	17364
现金	4973	6369	8318	7057	10462
应收票据及应收账款	1452	1263	1042	1711	892
其他应收款	74	53	93	61	109
预付账款	201	161	204	205	236
存货	4024	3847	2660	4279	3223
其他流动资产	4364	1975	2733	2260	2442
<b>非流动资产</b>	4691	4601	4441	4333	4184
长期投资	0	0	-1	-1	-1
固定资产	1948	1811	1792	1811	1839
无形资产	431	390	343	225	104
其他非流动资产	2312	2401	2308	2298	2242
<b>资产总计</b>	19778	18271	19492	19907	21548
<b>流动负债</b>	7749	7156	7854	7921	8905
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	5954	5376	6260	6298	7279
其他流动负债	1795	1781	1594	1623	1625
<b>非流动负债</b>	345	221	227	223	225
长期借款	0	0	-1	-2	-2
其他非流动负债	345	221	229	225	227
<b>负债合计</b>	8094	7377	8082	8145	9130
少数股东权益	20	-7	-25	-51	-82
股本	2694	2694	2694	2694	2694
资本公积	2813	2813	2813	2813	2813
留存收益	6295	5584	5750	5933	6143
<b>归属母公司股东权益</b>	11663	10901	11436	11813	12501
<b>负债和股东权益</b>	19778	18271	19492	19907	21548

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	2076	1176	3569	-978	4353
净利润	1485	610	1056	1294	1532
折旧摊销	269	265	206	184	195
财务费用	-103	-54	-126	-100	-136
投资损失	-74	-12	-42	-27	-35
营运资金变动	-306	-546	2509	-2239	2858
其他经营现金流	805	913	-34	-90	-62
<b>投资活动现金流</b>	-482	1867	-1014	563	-209
资本支出	199	111	-107	-134	-136
长期投资	-312	1971	1	0	0
其他投资现金流	-594	3949	-1121	430	-345
<b>筹资活动现金流</b>	-1672	-1646	-607	-846	-739
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	-1	-0	-0
普通股增加	-4	0	0	0	0
资本公积增加	32	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1700	-1646	-605	-845	-739
<b>现金净增加额</b>	-74	1396	1949	-1261	3404

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	15420	13331	14225	15489	16897
营业成本	8853	7825	8037	8674	9378
营业税金及附加	122	63	90	85	100
营业费用	3381	3262	3485	3725	4055
管理费用	621	590	654	682	727
研发费用	317	295	284	310	338
财务费用	-103	-54	-126	-100	-136
资产减值损失	-333	-541	450	450	450
其他收益	119	66	0	0	0
公允价值变动收益	15	99	57	78	68
投资净收益	74	12	42	27	35
资产处置收益	-42	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	1929	871	1450	1769	2088
营业外收入	6	8	6	7	7
营业外支出	14	16	15	15	15
<b>利润总额</b>	1922	864	1442	1761	2080
所得税	438	254	386	466	548
<b>净利润</b>	1485	610	1056	1294	1532
少数股东损益	-2	-27	-19	-25	-32
<b>归属母公司净利润</b>	1486	637	1074	1320	1564
EBITDA	2042	938	1428	1714	2012
EPS(元)	0.55	0.24	0.40	0.49	0.58

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1.4	-13.5	6.7	8.9	9.1
营业利润(%)	74.6	-54.8	66.4	22.0	18.0
归属于母公司净利润(%)	84.5	-57.1	68.6	22.8	18.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	42.6	41.3	43.5	44.0	44.5
净利率(%)	9.6	4.8	7.6	8.5	9.3
ROE(%)	12.7	5.6	9.3	11.0	12.3
ROIC(%)	11.2	4.2	7.7	9.4	10.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	40.9	40.4	41.5	40.9	42.4
净负债比率(%)	-37.8	-54.7	-71.0	-58.2	-82.6
流动比率	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0
速动比率	1.3	1.2	1.5	1.3	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	10.8	9.8	12.3	11.3	13.0
应付账款周转率	1.8	1.4	1.4	1.4	1.4
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.24	0.40	0.49	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	0.44	1.32	-0.36	1.62
每股净资产(最新摊薄)	4.33	4.05	4.24	4.38	4.64
<b>估值比率</b>					
P/E	11.1	25.9	15.4	12.5	10.6
P/B	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	4.3	9.9	4.3	4.6	2.1

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