

## 比音勒芬 (002832.SZ) 业绩突显高端品牌经营韧性，盈利能力持续提升

2023年08月31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

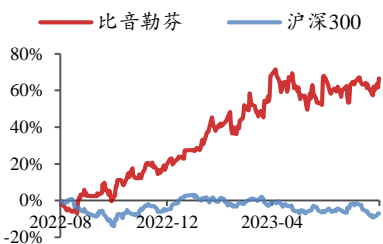
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/8/30
当前股价(元)	35.43
一年最高最低(元)	38.00/19.70
总市值(亿元)	202.20
流通市值(亿元)	137.97
总股本(亿股)	5.71
流通股本(亿股)	3.89
近3个月换手率(%)	48.77

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2023Q1 业绩超预期，衣中茅台持续领跑——公司信息更新报告》

-2023.4.29

《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

### ● 业绩突显高端品牌经营韧性，盈利能力持续提升，维持“买入”评级

作为高端运动休闲龙头，公司 2023H1 实现营收 16.84 亿元 (+28.20%)，实现归母/扣非净利润 4.16/3.81 亿元，同增 41.0%/43.5%。2023H1 业绩突显中高端品牌经营韧性，盈利能力持续提升，我们上调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 9.54/11.73/14.02 亿元（此前为 9.42/11.40/13.69 亿元），对应 EPS 分别为 1.67/2.06/2.46 元，当前股价对应 PE 分别为 21.2/17.2/14.4 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，品牌矩阵初现雏形，持续受益细分赛道高景气

2023H1 上装类/下装类/外套类/其他类分别实现同增 27.8%/25.5%/27.8%/27.0%。外延收购下，品牌矩阵初现雏形，4 月公司完成收购国际品牌 CERRUTI 1881 和 K&C 的全球商标所有权；对 CERRUTI 1881 品牌进行重塑，以定制和销售高端西服等为核心业务，同时开设大型旗舰店进行扩张，预计新品 2024 年秋冬全新亮相；将延续 K&C 英伦绅士风和板球运动 DNA，打造轻奢设计师品牌。

### ● 渠道端：店效显著改善&门店稳步拓展，看好下半年持续拓店与店效恢复

2023H1 线上/直营/加盟收入 0.93/12.47/3.30 亿元，同增 10.55%/30.81%/19.69%；2023H1 门店较年初净增 2 家至 1193 家，其中直营/加盟分别净拓 0/2 家至 579/614 家。（1）拓店：上半年新开 47 家门店，我们预计 2023 年有望实现新开 130 家；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，店效持续增长。

### ● 盈利能力持续提升，营运质量表现优秀

**盈利能力：**2023H1 毛/净利率为 77.16%/24.70%，分别同增 1.6/2.3pct，线上/直营/加盟毛利率分别同增 3.7/1.5/0.1pct，折扣改善带动盈利能力提升。2023H1 销售/管理/财务/研发费用率分别同比-1.9/+1.1/-0.4/-0.4pct。**营运能力：**截止 2023H1 末，存货周转天数 336 天（-28 天），存货结构显著改善；应收账款周转天数 28 天（-7 天）；2023H1 经营活动现金流净额为 6.15 亿元（+18.90%），资金充足。

● **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	3,674	4,426	5,302
YOY(%)	18.1	6.1	27.4	20.5	19.8
归母净利润(百万元)	625	728	954	1,173	1,402
YOY(%)	25.2	16.5	31.1	23.0	19.6
毛利率(%)	76.7	77.4	77.6	77.8	77.9
净利率(%)	23.0	25.2	26.0	26.5	26.4
ROE(%)	19.2	17.6	19.4	19.9	19.7
EPS(摊薄/元)	1.09	1.27	1.67	2.06	2.46
P/E(倍)	32.4	27.8	21.2	17.2	14.4
P/B(倍)	6.3	4.9	4.1	3.4	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、各渠道收入稳步增长，突显高端品牌经营韧性.....	3
1.1、分产品看：各品类均增长较快，上装类贡献主要收入.....	3
1.2、分渠道看：线下销售显著改善，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：库存持续优化，现金流充足.....	6
3、盈利预测与投资建议.....	6
4、风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

## 图表目录

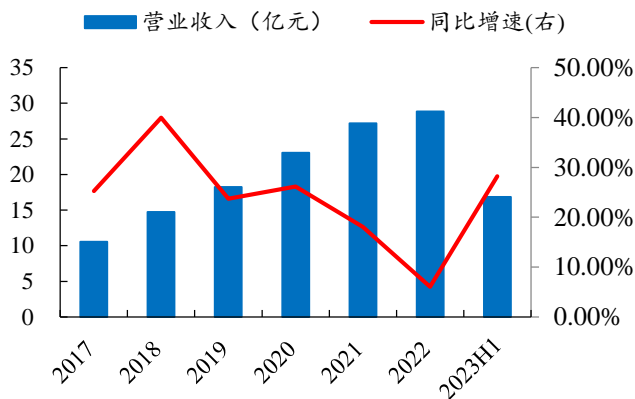
图 1：2023H1 公司实现收入 16.84 亿元（+28.20%）.....	3
图 2：2023H1 公司归母净利润为 4.16 亿元（+41.03%）.....	3
图 3：2023Q1-2 公司营收分别同增 33.13%/20.25%.....	3
图 4：2023Q1-2 公司归母净利润分别同增 41.4%/40.2%.....	3
图 5：2023H1 直营/加盟同比净拓 35/33 家.....	4
图 6：2023H1 总门店增加至 1193 家.....	4
图 7：2023H1 毛/净利率分别同比提升 1.6/2.3pct.....	6
图 8：2023H1 期间费用率为 48.20%（-1.6pct）.....	6
图 9：2023H1 存货周转天数同比减少 28 天.....	6
图 10：2023H1 应收账款周转天数同比减少 7 天.....	6
表 1：2023H1 上装/下装/外套/其他分别同增 27.82%/25.54%/27.78%/26.98%（单位：亿元）.....	4
表 2：2023H1 线上和线下各渠道收入上升，直营渠道占比提升（单位：亿元）.....	4
表 3：2023H1 上装类、下装类、外套类毛利率分别提升 2.3/2.0/3.2pct（单位：亿元）.....	5
表 4：2023H1 线上、直营、加盟毛利率分别提升 3.7/1.5/0.1pct（单位：亿元）.....	5

## 1、各渠道收入稳步增长，突显高端品牌经营韧性

**2023H1 公司经营具备韧性，业绩稳健增长。**2023H1 实现营业收入 16.84 亿元 (+28.20%)，实现归母净利润 4.16 亿元 (+41.03%)；实现扣非归母净利润 3.81 亿元 (+43.49%)。

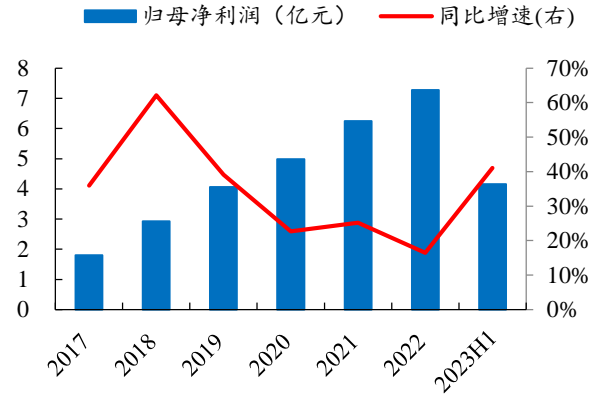
分季度看，2022Q1-2 营收分别实现 10.79/6.05 亿元，同比变动+33.13%/+20.25%，归母净利润分别实现 3.01/1.15 亿元，同比变动+41.36%/+40.16%。

图1：2023H1 公司实现收入 16.84 亿元 (+28.20%)



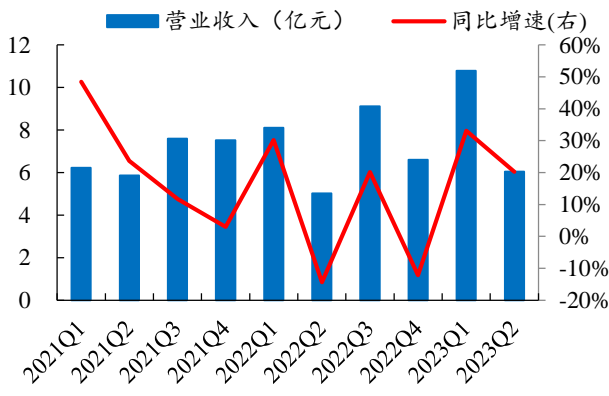
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023H1 公司归母净利润为 4.16 亿元 (+41.03%)



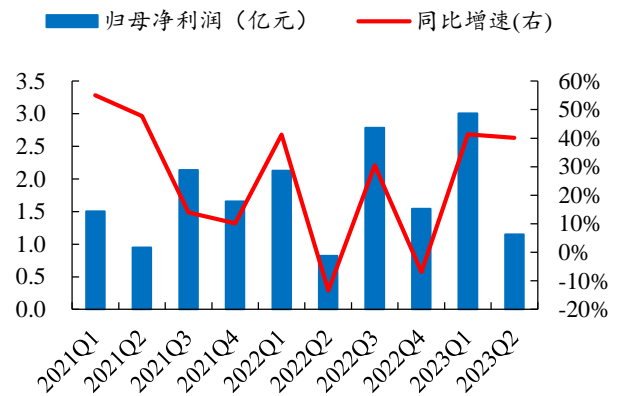
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q1-2 公司营收分别同增 33.13%/20.25%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q1-2 公司归母净利润分别同增 41.4%/40.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、分产品看：各品类均增长较快，上装类贡献主要收入

**上装：**2023H1 营收 8.67 亿元，同比+27.82%，收入占比为 51.92% (+0.3pct)；

**下装：**2023H1 营收 3.99 亿元，同比+25.54%，收入占比为 23.91% (-0.3pct)；

**外套：**2023H1 营收 2.53 亿元，同比+27.78%，收入占比为 15.14% (+0.1pct)；

**其他：**2023H1 营收 1.51 亿元，同比+26.98%，收入占比为 9.04% (-0.0pct)。

**表1：2023H1 上装/下装/外套/其他分别同增 27.82%/25.54%/27.78%/26.98%（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
上装类	5.66	46.83%	6.78	51.66%	8.67	51.92%	27.82%	+0.3pct	53.09%	+5.1pct
下装类	2.86	23.61%	3.18	24.22%	3.99	23.91%	25.54%	-0.3pct	39.85%	+0.3pct
外套类	2.48	20.53%	1.98	15.07%	2.53	15.14%	27.78%	+0.1pct	1.82%	-5.4pct
其他类	1.09	9.04%	1.19	9.05%	1.51	9.04%	26.98%	0.0pct	38.14%	+0.0pct
合计	12.10	100.00%	13.13	100.00%	16.70	100.00%	27.19%	-	38.09%	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、分渠道看：线下销售显著改善，拓店仍稳步进行

**线下渠道：**2023H1 线下渠道共实现收入 15.78 亿元（+28.32%），其中直营收入 12.47 亿元（+30.81%），占比为 74.69%（+2.1pct），加盟收入 3.30 亿元（+19.69%），占比为 19.77%（-1.2pct），线下渠道销售显著改善。

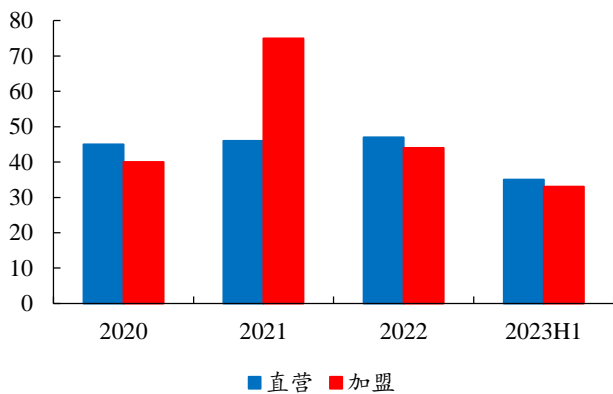
**线上渠道：**2023H1 线上渠道实现收入 0.93 亿元（+10.55%），占比为 5.55%（-0.8pct）。

**表2：2023H1 线上和线下各渠道收入上升，直营渠道占比提升（单位：亿元）**

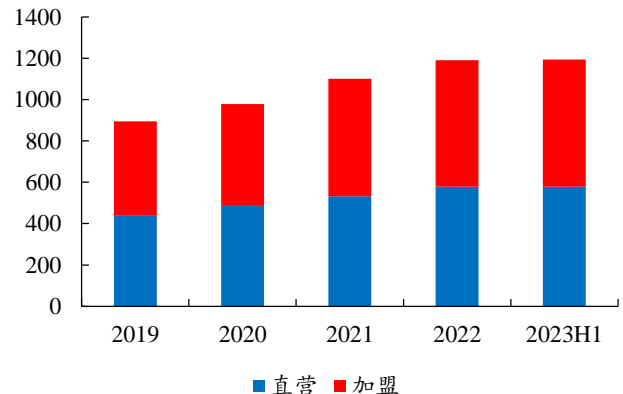
	2021H1		2022H1		2023H1		VS2022H1 变动		VS2021H1 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
线上销售	0.57	4.69%	0.84	6.38%	0.93	5.55%	10.55%	-0.8pct	63.39%	+0.9pct
直营销	9.53	78.81%	9.54	72.61%	12.47	74.69%	30.81%	+2.1pct	30.86%	-4.1pct
加盟销售	2.00	16.51%	2.76	21.01%	3.30	19.77%	19.69%	-1.2pct	65.38%	+3.3pct
合计	12.10	100.00%	13.13	100.00%	16.70	100.00%	27.18%	-	38.08%	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**门店数量：**截止 2023H1 末，门店总数为 1193 家，较年初净增 2 家，同比净增 68 家，其中直营/加盟分别为 579/614 家，分别较年初净拓 0/2 家。年初至今实现新开 47 家，公司门店开拓稳步推进。

**图5：2023H1 直营/加盟同比净拓 35/33 家**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图6：2023H1 总门店增加至 1193 家**


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,维持较高水平。2023H1 公司整体毛利率为 77.16%, 同比上升 1.62pct;2023Q1-2 毛利率分别为 75.71%/79.75%, 同比提升 0.23pct/4.11pct, 2023Q2 毛利率提升明显。

**分产品看:**上装类毛利率为 79.76%(+2.3pct),下装类毛利率为 78.76%(+2.0pct), 外套类毛利率为 78.59% (+3.2pct), 其他类毛利率为 55.47% (-6.0pct)。

**表3: 2023H1 上装类、下装类、外套类毛利率分别提升 2.3/2.0/3.2pct (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
上装类	4.44	78.42%	5.26	77.50%	6.92	79.76%	31.55%	+2.3pct	55.71%	+1.3pct
下装类	2.24	78.54%	2.44	76.74%	3.14	78.76%	28.85%	+2.0pct	40.24%	+0.2pct
外套类	1.92	77.14%	1.49	75.38%	1.99	78.59%	33.22%	+3.2pct	3.73%	+1.5pct
其他类	0.63	57.87%	0.73	61.49%	0.84	55.47%	14.55%	-6.0pct	32.41%	-2.4pct
合计	9.23	76.33%	9.92	75.55%	12.89	77.15%	29.87%	+1.6pct	39.56%	+0.8pct

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**分渠道看:**线上渠道毛利率为 62.65% (+3.7pct), 直营渠道毛利率为 79.92% (+1.5pct), 加盟渠道毛利率为 70.73% (+0.1pct)。

**表4: 2023H1 线上、直营、加盟毛利率分别提升 3.7/1.5/0.1pct (单位: 亿元)**

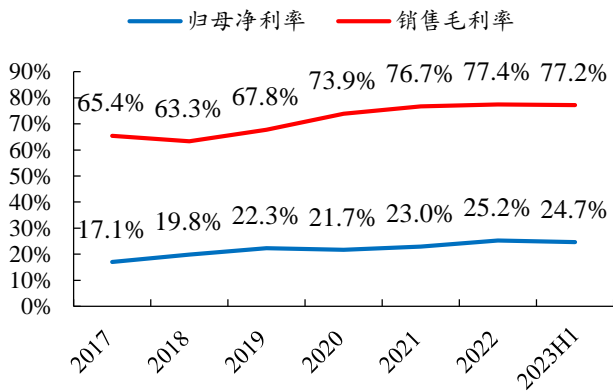
	2021H1		2022H1		2023H1		VS2022H1 变动		VS2021H1 变动	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
线上销售	0.30	52.19%	0.49	58.92%	0.58	62.65%	17.54%	+3.7pct	96.13%	+10.5pct
直营销售	7.56	79.36%	7.48	78.44%	9.97	79.92%	33.28%	+1.5pct	31.79%	+0.6pct
加盟销售	1.37	68.72%	1.95	70.59%	2.34	70.73%	19.92%	+0.1pct	70.22%	+2.0pct
合计	9.23	76.33%	9.92	75.55%	12.89	77.15%	29.87%	+1.6pct	39.56%	+0.8pct

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 48.20% (-1.6pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别为 38.70%/7.29%/3.13%/-0.92%, 同比变动-1.9/+1.1/-0.4/-0.4pct; 2023Q2 期间费用率为 62.09% (+1.0pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别为 48.42%/11.58%/3.29%/-1.19%, 同比变动-1.9/+4.2/-0.9/-0.5pct; 主要系并购相关的中介服务费增加所致。

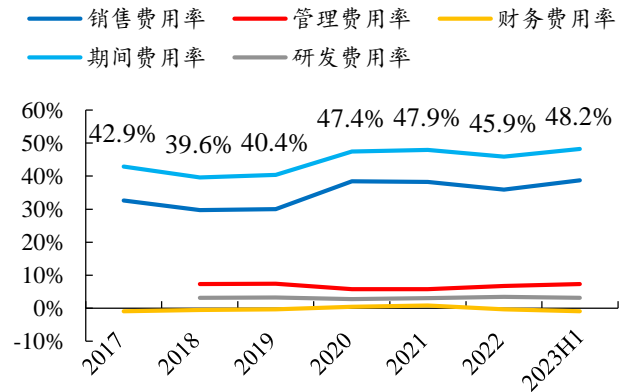
**(3)净利率:**2023H1 公司归母净利率为 24.70%, 同比提升 2.25pct; 2023Q1-2 归母利率分别为 27.87%/19.04%, 同比提升 1.62/2.70pct。

图7：2023H1 毛/净利率分别同比提升 1.6/2.3pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2023H1 期间费用率为 48.20% (-1.6pct)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

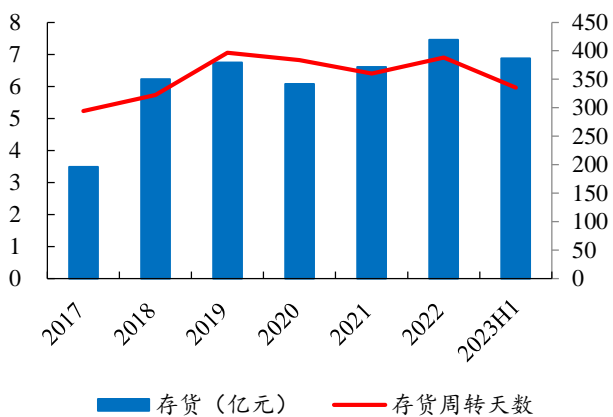
## 2.2、营运能力：库存持续优化，现金流充足

(1) **存货**：截至 2023H1 末，公司存货金额为 6.88 亿元 (+8.22%)，存货周转天数为 336 天 (-28 天)；从库龄来看，库龄 1 年以内的存货占比为 71.3%，较年初提升 16.8pct，库龄超过 2 年的存货仅占 10.9%，较年初下降 10pct，库存结构持续优化，折扣有望进一步提升。

(2) **应收账款**：截至 2023H1 末，公司应收账款为 2.66 亿元 (+16.68%)，应收账款周转天数为 28 天 (-7 天)。

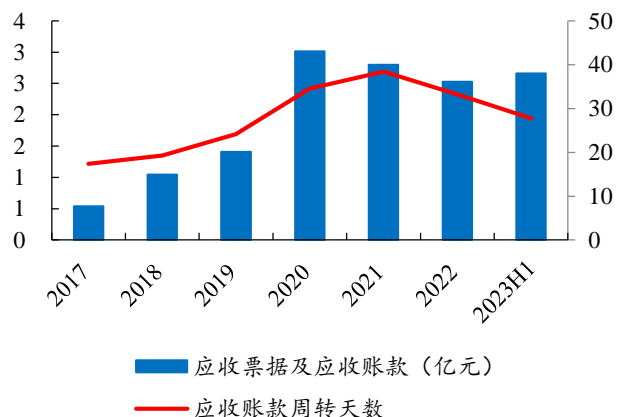
(3) **现金流**：2023H1 经营活动净现金流 6.15 亿元 (+18.90%)，现金流充足。

图9：2023H1 存货周转天数同比减少 28 天



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2023H1 应收账款周转天数同比减少 7 天



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 3、盈利预测与投资建议

作为高端运动休闲龙头，公司 2023H1 业绩突显中高端品牌经营韧性，盈利能力持续提升，我们上调 2023-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 9.54/11.73/14.02 亿元(此前为 9.42/11.40/13.69 亿元)，对应 EPS 分别为 1.67/2.06/2.46 元，当前股价对应 PE 分别为 21.2/17.2/14.4 倍，考虑到交通枢纽店效快速恢复，高尔夫独立店进展顺利，维持“买入”评级。



#### 4、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	4693	5574	6701
现金	1083	1145	1491	2056	2872
应收票据及应收账款	280	253	67	376	213
其他应收款	90	72	134	114	183
预付账款	67	28	93	53	122
存货	660	746	1028	1093	1430
其他流动资产	1465	1881	1881	1881	1881
<b>非流动资产</b>	1218	1455	1545	1712	1879
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	244	462	572	699	840
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	6238	7286	8581
<b>流动负债</b>	1082	1266	1105	1198	1260
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	165	231	268	329	381
其他流动负债	917	1034	837	869	878
<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	1399	1470
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	3340	4228	5285
<b>归属母公司股东权益</b>	3245	4130	4912	5886	7109
<b>负债和股东权益</b>	4863	5579	6238	7286	8581

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	898	942	844	963	1159
净利润	625	728	954	1173	1402
折旧摊销	106	113	108	58	61
财务费用	22	-8	-0	-8	-14
投资损失	-39	-39	-30	-33	-35
营运资金变动	-70	-174	-183	-221	-251
其他经营现金流	255	323	-5	-5	-5
<b>投资活动现金流</b>	-184	-683	-163	-187	-188
资本支出	216	499	90	167	167
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	-335	-211	-155
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	-335	-211	-155
<b>现金净增加额</b>	489	41	346	566	815

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	2720	2885	3674	4426	5302
营业成本	634	652	822	984	1170
营业税金及附加	24	25	30	35	45
营业费用	1041	1036	1304	1549	1856
管理费用	156	196	242	279	334
研发费用	83	100	121	142	170
财务费用	22	-8	-0	-8	-14
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	1122	1379	1649
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	1120	1378	1647
所得税	108	128	166	206	245
<b>净利润</b>	625	728	954	1173	1402
少数股东损益	-0	0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	625	728	954	1173	1402
EBITDA	835	946	1202	1401	1659
EPS(元)	1.09	1.27	1.67	2.06	2.46

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	27.4	20.5	19.8
营业利润(%)	26.8	15.9	31.2	22.9	19.6
归属于母公司净利润(%)	25.2	16.5	31.1	23.0	19.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	76.7	77.4	77.6	77.8	77.9
净利率(%)	23.0	25.2	26.0	26.5	26.4
ROE(%)	19.2	17.6	19.4	19.9	19.7
ROIC(%)	15.7	15.7	18.2	18.8	18.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	33.2	25.9	21.2	19.2	17.1
净负债比率(%)	-10.9	-18.7	-26.1	-31.7	-37.6
流动比率	3.4	3.3	4.2	4.7	5.3
速动比率	1.9	2.3	2.8	3.3	3.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	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	1.67	2.06	2.46
每股经营现金流(最新摊薄)	1.57	1.65	1.48	1.69	2.03
每股净资产(最新摊薄)	5.64	7.24	8.61	10.31	12.46
<b>估值比率</b>					
P/E	32.4	27.8	21.2	17.2	14.4
P/B	6.3	4.9	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA	23.0	19.1	14.6	12.1	9.7

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