

会畅通讯 (300578.SZ) 云视频新基础设施者，全场景覆盖促业绩高增长可期

2020 年 10 月 28 日

投资评级: 买入 (上调)

——公司信息更新报告

日期	2020/10/27
当前股价(元)	41.04
一年最高最低(元)	86.35/21.50
总市值(亿元)	71.46
流通市值(亿元)	48.98
总股本(亿股)	1.74
流通股本(亿股)	1.19
近 3 个月换手率(%)	235.98

赵良毕 (分析师)

zhaoliangbi@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

● **三季报业绩超预期，坚定推进“云+端+行业”长期战略，上调至“买入”评级**

公司公告 2020 年三季报，前三季度实现营收 5.23 亿元，同比上升 45.34%；实现扣非后归母净利润 1.00 亿元，同比上升 64.85%。2020 年 Q3 公司实现营收 2.43 亿元，同比上升 102%；销售净利率 26.47%，环比提升 5.94pct，同比提升 14.04pct。公司坚定推进“云+端+行业”的长期战略。随着新冠疫情催生企业客户云视频会议的需求及客户使用习惯的普及，叠加 5G 网络带来的超低时延及视频编解码技术的突破，公司业绩持续向好的逻辑得到验证，全年业绩有望再超预期，我们上调预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 1.70/2.55/3.68（此前为 1.46/2.08/2.68）亿元，同比增长为 88.4%/50.3%/44.2%（此前为 62.3%/42.1%/28.6%），EPS 为 0.98/1.47/2.11（此前为 0.84/1.19/1.54）元，当前股价对应 PE 分别为 41.0/27.3/18.9 倍，具有一定估值溢价，上调至“买入”评级。

● **企业数字化转型新基础设施者，5G 促云视频全场景全行业渗透，业绩高增长可期**

伴随着 5G、云和边缘计算等基础设施的快速发展，新兴 SaaS 云视频技术较大程度降低了用户使用门槛和提升用户体验，视频会议场景下沉到党政军用户的三四级机构，并快速渗透到更多行业、子行业。公司依托于自主研发的云视频软硬件技术和柔性音视频网络，向国内大型政企、500 强跨国公司以及垂直行业客户提供基于网安和自主可控的云视频全场景应用和服务方案，覆盖政府、新零售、教育、医疗、地产、IT 计算机、金融等多个行业，成为全行业用户数字化转型和产业互联网的新基础设施。随着企业上云需求持续增长及国产替代的历史新机遇，公司“会畅超视云”预装于 UOS 国产操作系统，在大型政企的装机量持续增长，促进公司云视频 SaaS 在大型政企端的应用落地以及客户粘性增加，为公司未来业绩提供坚实保障，业绩高增长可期。

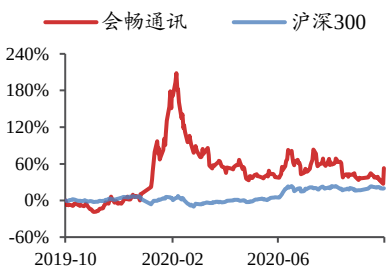
● **风险提示：**5G 商用不及预期；云视频推广不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	224	535	840	1,261	1,828
YOY(%)	-16.3	139.2	57.2	50.0	45.0
归母净利润(百万元)	16	90	170	255	368
YOY(%)	-52.9	459.2	88.4	50.3	44.2
毛利率(%)	47.1	51.7	53.2	53.2	53.2
净利率(%)	7.2	16.9	20.2	20.3	20.1
ROE(%)	5.1	8.5	13.6	17.3	20.3
EPS(摊薄/元)	0.09	0.52	0.98	1.47	2.11
P/E(倍)	431.4	77.2	41.0	27.3	18.9
P/B(倍)	22.1	6.3	5.5	4.7	3.8

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-视频会议拉动营收高增长，优质赛道长期动力强劲》-2020.8.31

《公司首次覆盖报告-视频“会”议风口已至，行业领军顺势“畅”游》-2020.6.18

目 录

1、 会畅通讯：多方电信服务优势企业，云视频技术领先.....	3
1.1、 公司财务状况良好，2020 年全年有望维持高增长.....	3
1.2、 公司积极转变业务结构，收效明显	3
2、 视频会议行业迎来新一轮增长，云视频技术快速发展.....	4
2.1、 公司主要布局的政企端客户为视频会议主要需求来源.....	4
2.2、 疫情及 5G 催生政企端上云需求再加速，5G 云应用景气周期开启	5
3、 “云+端+应用”产业链闭环布局成型，鲲鹏展翅在即	6
3.1、 外延并购实现“云+端+应用”全产业链布局	6
3.2、 设立子公司会畅教育，加速垂直行业渗透	7
4、 盈利预测与投资建议	7
4.1、 核心假设.....	7
4.2、 盈利预测与估值.....	8
5、 风险提示	8
附：财务预测摘要	9

图表目录

图 1： 公司 2020 年营收及归母净利润高速增长	3
图 2： 公司 2020 年销售净利率企稳向好	3
图 3： 公司增效降费效果较明显	3
图 4： 2020 年研发支出持续走高，进一步拓宽护城河.....	3
图 5： 云视频服务成为营业收入主要来源	4
图 6： 公司主营云视频服务业务毛利较高	4
图 7： 公司立足国内，积极拓展海外市场（单位：亿元）	4
图 8： 2019 年政府市场是视频会议的主要应用市场	5
图 9： 中国硬件视频会议市场规模增速预计将下降	5
图 10： 中国软件视频会议市场规模预计将保持高速增长.....	5
图 11： 欧美地区是目前全球视频会议最大的市场.....	6
图 12： 2015-2023E 国内视频会议市场规模有望持续增长.....	6
图 13： “大会畅”实现良好的协同效应	6
图 14： 双师模式比线下模式和线上模式都更具优势	7
图 15： 预计双师课堂未来前景较广阔，提前布局有利于抢占市场（单位：亿元）	7
表 1： 通过并购，公司获“云+端+应用”完整解决方案	6
表 2： 可比公司估值：会畅通讯存在一定估值溢价	8

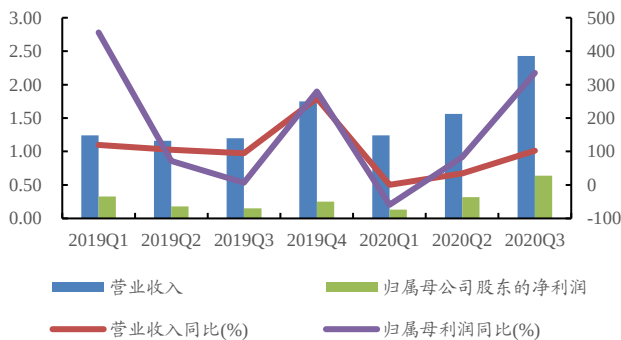
1、会畅通讯：多方电信服务优势企业，云视频技术领先

1.1、公司财务状况良好，2020 年全年有望维持高增长

公司 2020 年 1-9 月实现高速增长。公司 2020 前三季度实现营收 5.23 亿元，同比上升 45.34%；实现扣非后归母净利润 1.00 亿元，同比上升 64.85%。2020 年 Q3 公司实现营收 2.43 亿元，同比上升 102%；实现扣非后归母净利润 0.59 亿元，同比上升 347.54%。公司坚定推进“云+端+行业”的长期战略，聚焦国内大型政企“SaaS 平台+智能硬件”的双轮发展模式，随着新冠疫情催生企业客户云视频会议的需求及 5G 网络带来的超低时延及视频编解码技术的突破，公司全年业绩有望再超预期。

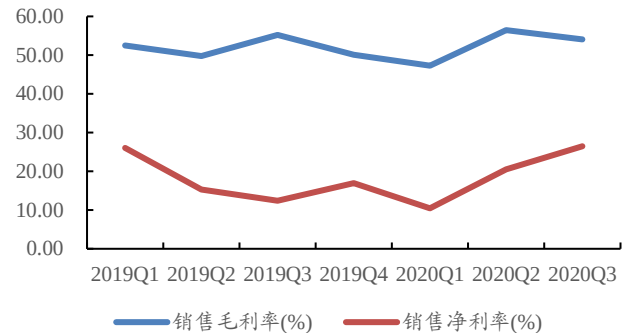
公司毛利率总体维持在较高水平，2020Q3 年毛利率、净利率实现突破。公司 2020Q3 销售净利率 26.47%，环比提升 5.94pct，同比提升 14.04pct，2020 年 1-9 月公司整体销售毛利率 53.18%，净利率 20.90%，主系“双循环”体系下公司海外高毛利业务营收同增 400%、国内大客户上云意愿及粘性加强所致。

图1：公司 2020 年营收及归母净利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

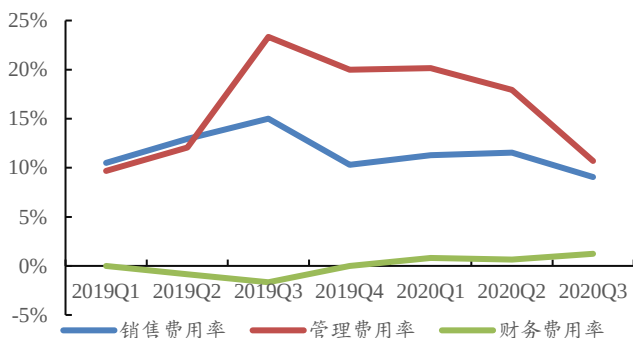
图2：公司 2020 年销售净利率企稳向好



数据来源：Wind、开源证券研究所

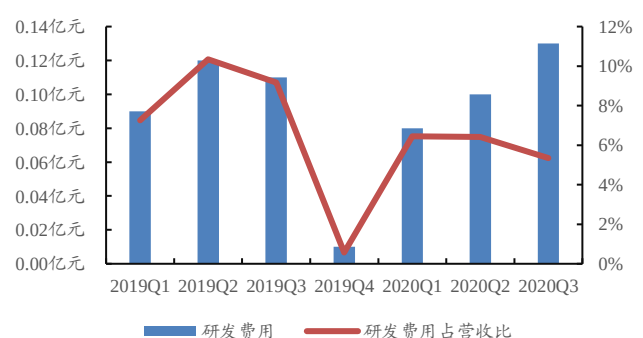
公司“云+端+行业”全产业链协同效应实现，持续投入研发拓宽护城河。公司自 2019Q4 以来管理费用率持续下行，主系公司规模优势凸显进而降低成本，同时管理费用率得以控制进而有所下降。公司自 2019 年完成对明日实业和数智源的整合后，利用数字化技术来促进组织融合和变革，降低获客成本，提升现有客户粘性和 SaaS 续费率，提升人均效率，推动企业长远发展。

图3：公司增效降费效果较明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

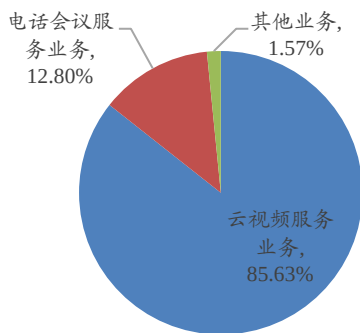
图4：2020 年研发支出持续走高，进一步拓宽护城河



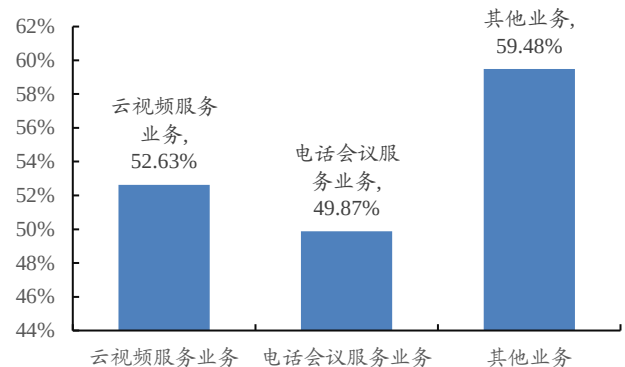
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、公司积极转变业务结构，收效明显

公司积极向云视频服务布局，收入实现高速增长。2011-2018 年，公司的收入主要来源于电话会议服务和网络会议服务，两者合计占主营收入的比重在 95%以上，电话会议服务占主导，但网络服务业务比重一直在上升。2019 年，公司主营业务调整为云视频服务、语音服务以及服务和技术开发项目，其中云视频服务业务为公司主要营业收入来源。2019 年云视频服务业务实现营业收入 3.88 亿元，毛利率达 53.75%，占主营 72.62%；电话会议服务占主营构成 15.26%；服务和技术开发项目占主营构成 11.87%。2020H1 公司云视频服务业务毛利率达 52.63%，电话会议服务业务为 49.87%，其他业务毛利率达 59.48%。

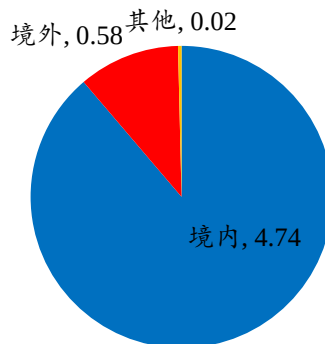
图5：云视频服务成为营业收入主要来源


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司主营云视频服务业务毛利较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司海内外市场兼顾，不断开拓海外市场，提高全球服务的能力。2019 年公司在国内实现营业收入 4.74 亿元，占比 89.1%。海外地区实现营业收入 0.58 亿元，占比 10.9%。从国内业务来看，公司与越来越多的头部品牌和厂商建立合作关系，并且发布了 4K 超高清新产品，国内市场地位稳固。从海外业务来看，公司开始与美国杜比公司等多家大型音频、视频厂商进行合作，形成了“5G+AI+4K 超高清”的下一代云视讯终端的大规模出货，有望持续开拓海外市场。

图7：公司立足国内，积极拓展海外市场（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

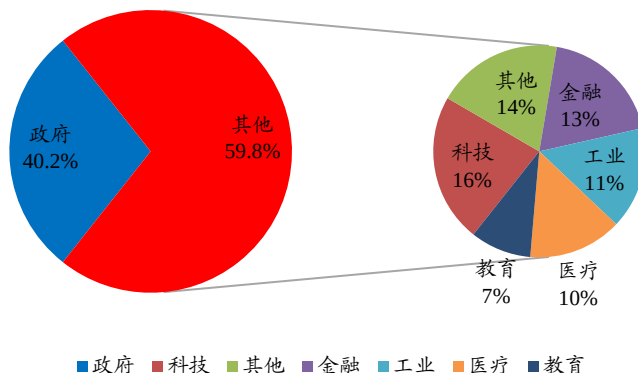
2、视频会议行业迎来新一轮增长，云视频技术快速发展

2.1、公司主要布局的政企端客户为视频会议主要需求来源

目前政府市场是视频会议的主要应用市场。根据智研咨询数据显示，2019 年政

府级客户市场占比达到 40.2%，企业级用户中科技、金融、工业、医疗、教育等领域对于视频会议需求更高。其中，科技行业占 22.7%，金融再次，约 18.8%。但受疫情影响，在线教育行业的需求将大幅提升，此外其他领域的应用也将会得到大幅的扩展，2020 年视频会议有望在更多领域展开应用。

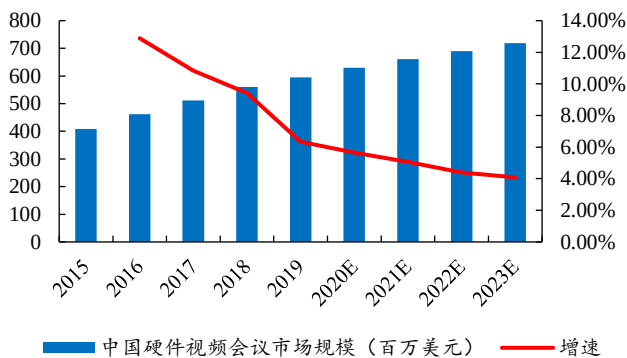
图8：2019 年政府市场是视频会议的主要应用市场



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

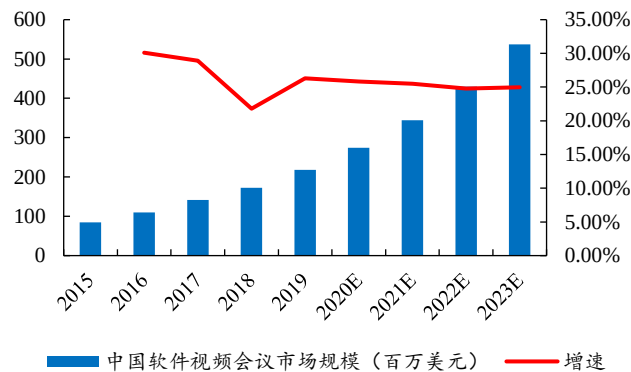
以云视频为代表的软件视频更具有便捷性，客户更加广泛。云视频基于云计算技术，使用通用网络，在中心点部署 MCU、多画面处理和流媒体服务器，移动端配置摄像头、耳麦、会议终端软件，会议室配置高性能 PC、视频采集卡、摄像头、终端软件。因此云视频部署简单，扩容方便，根据智研咨询数据显示，目前云视频类产品价格仅约为 VCS 产品价格的 1/10，是中小企业等用户的首要选择。

图9：中国硬件视频会议市场规模增速预计将下降



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图10：中国软件视频会议市场规模预计将保持高速增长

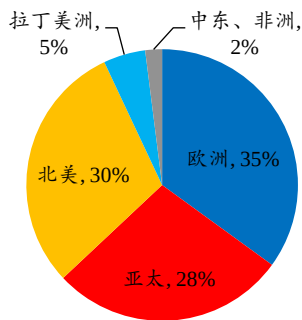


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、疫情及 5G 催生政企端上云需求再加速，5G 云应用景气周期开启

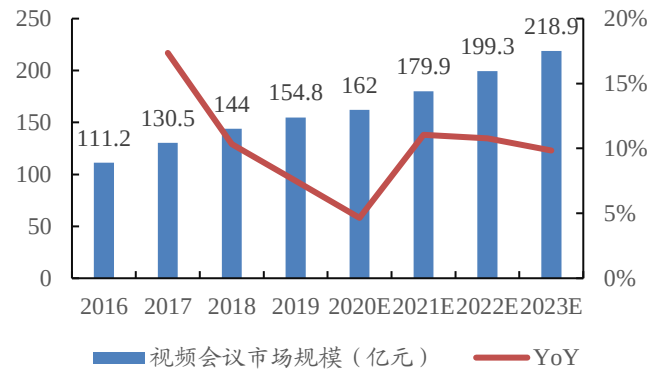
欧美地区是目前全球视频会议最大的市场，我国视频会议行业近年来呈现快速增长状态，市场规模不断增长。海外软件视频会议市场起步较早，发展较为稳定；国内市场相对发展较晚，但成长速度高于世界平均水平。根据前瞻产业研究院数据显示，我国视频会议市场规模已从 2011 年 45.5 亿元增长到 2020 年的 160.2 亿元。智研咨询预测 2018-2022 年中国视频通信市场将以年均复合增长率 20% 左右的速度持续增长，到 2022 年市场规模可以达到 445 亿元。

图11: 欧美地区是目前全球视频会议最大的市场



数据来源: IDC 圈、开源证券研究所

图12: 2015-2023E 国内视频会议市场规模有望持续增长



数据来源: 智研咨询、开源证券研究所

3、“云+端+应用”产业链闭环布局成型，鲲鹏展翅在即

3.1、外延并购实现“云+端+应用”全产业链布局

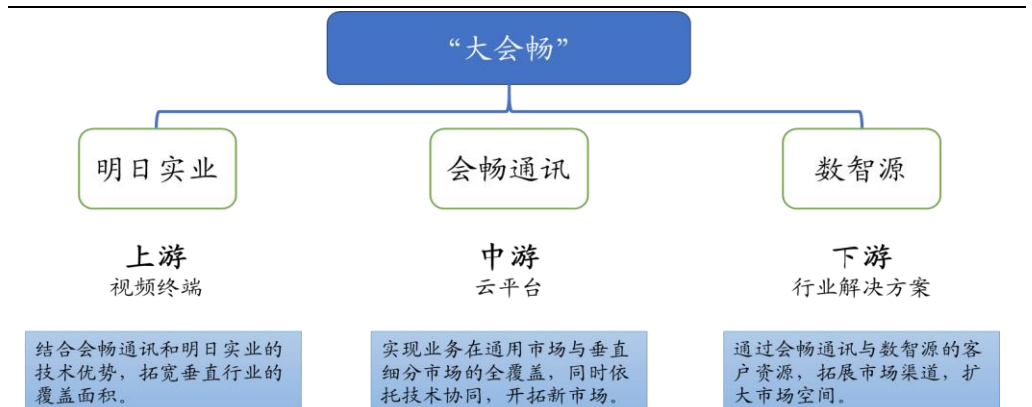
公司收购明日实业与数智源为全资子公司，整合上下游形成完整闭环。2018 年 4 月，公司发布公告，拟发行股份及支付现金购买数智源剩余 85%股权和明日实业 100%股权，交易价格分别为 3.92 亿元、6.5 亿元。收购完成后，公司现持有数智源及明日实业 100%的股权。

表1: 通过并购，公司获“云+端+应用”完整解决方案

被收购公司	介绍
数智源	公司是为用户提供智能视频融合应用产品与解决方案的高新技术企业，在大规模视频联网、智能视频核心算法、视频云计算、视频结构化等方面具备核心技术。公司研发的视频大数据平台应用覆盖政府、教育、电力、水利、连锁等行业。
明日实业	公司是一家“云+端”模式行业应用软硬件产品及解决方案的提供商，客户包括华为、中兴、视联动力等，产品应用于电视会议系统；云会议系统；协同办公系统；远程教育；远程医疗；广播演播室系统等。

资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

图13: “大会畅”实现良好的协同效应

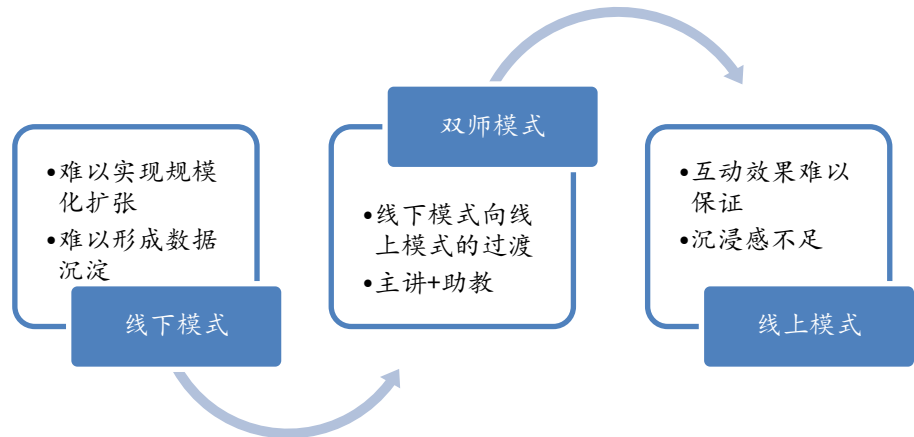


资料来源: Wind、开源证券研究所

3.2、设立子公司会畅教育，加速垂直行业渗透

公司在发展云视频业务的同时加快布局教育子业务，发力教育市场，加速云视频向垂直行业渗透。2019 年公司全资子公司会畅教育完成注册，发展“双师课堂”，加快推动公司双师教育产品“智享云课堂”的发展。

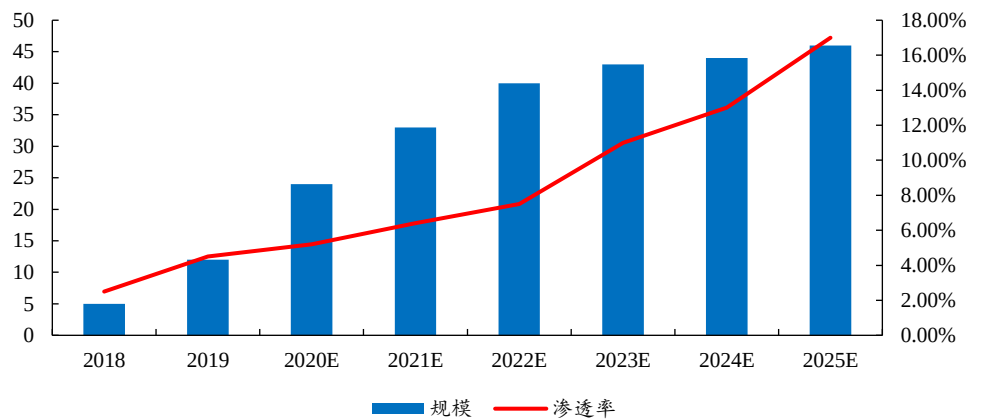
图14：双师模式比线下模式和线上模式都更具优势



资料来源：中国产业信息网、开源证券研究所

在线教育潜力大，视频+教育加速双师课堂落地。视频会议系统作为一种直观、高效、及时、低成本的远程沟通工具，逐步渗透到教育领域，涵盖远程培训、课程点播、同步课堂等功能。2018 年，教育部下发《教育信息化 2.0 行动计划》，落实推进以双师课堂为核心远程教学场景，进一步有效均衡教育资源。而面向 5G 和 4K 超高清的应用趋势，云视频技术的发展成熟使得双师课堂在全国三四五线城市 K12 公立校的真正落地成为可能。

图15：预计双师课堂未来前景较广阔，提前布局有利于抢占市场（单位：亿元）



数据来源：艾瑞咨询研究院、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

5G 大规模建设，超高清视频成为炙手可热的 5G 应用，其超高速率、超低时延、超大连接的优点为云视频会议的发展保驾护航。新冠疫情的爆发较大幅度推动了远

程办公、远程教育、远程医疗诊断等与云视频相关的视讯需求，云视频行业迎来快速增长的机遇。同时，公司继续完善产业链布局，进军远程教育市场，未来有望持续受益。我们预测公司 2020/2021/2022 年云视频服务业务营业收入增速为 60%/51%/45%，2020/2021/2022 年语音服务业务营业收入增速为 45%/45%/42%，2020/2021/2022 年服务和技术开发项目营业收入增速为 57%/50%/45%。

4.2、盈利预测与估值

会畅通讯长期专注于云视频领域，在云视频领域占据领先地位。近年来公司通过系列资本运作实现“云+端+行业应用”的全产业链布局，协同效应明显，并提前布局双师教育市场，市场前景广阔。随着新冠疫情催生企业客户云视频会议的需求及客户使用习惯普及，以及 5G 网络带来的超低时延及视频编解码技术的突破，云视频产业有望适用于更多应用场景，公司有望抢占更多市场份额，经营业绩有望保持快速增长。

我们上调预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 1.70/2.55/3.68（此前为 1.46/2.08/2.68）亿元，同比增长为 88.4%/50.3%/44.2%（此前为 62.3%/42.1%/28.6%），EPS 为 0.98/1.47/2.11（此前为 0.84/1.19/1.54）元，当前股价对应 PE 分别为 41.0/27.3/18.9 倍，考虑公司作为云视频龙头之一，技术领先，全产业链布局，给予一定估值溢价。

上调至“买入”评级。

表2：可比公司估值：会畅通讯存在一定估值溢价

公司代码	公司名称	市值（亿元）	收盘价（元）	EPS(元)		PE（倍）	
				2020E	2021E	2020E	2021E
002467.SZ	二六三	93.7	6.88	0.17	0.2	40.47	34.40
600804.SH	亿联网络	552.86	64.8	2.58	3.28	25.12	19.76
002301.SZ	齐心集团	100.93	13.75	0.44	0.59	31.25	23.31
	平均值			1.06	1.36	32.28	25.82
300578.SZ	会畅通讯	71.46	41.04	0.98	1.47	41.0	27.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/10/27，除亿联网络、会畅通讯外使用 Wind 一致预期预测数据）

5、风险提示

云视频推广不及预期。云视频技术作为通用技术，通过垂直行业赋能，能够解决高建网成本和后期维护费用的问题，虽然疫情带来了云视频行业的爆发，但疫情结束之后用户有可能流失，用户习惯仍需时间培养，市场推广可能存在不及预期的风险。

5G 商用不及预期。受疫情影响，5G 商用进程可能不及预期，而云视频行业对于移动网络要求较高，因此可能影响公司业绩。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	266	477	628	811	894
现金	191	141	164	183	48
应收票据及应收账款	55	239	321	399	515
其他应收款	5	18	20	38	44
预付账款	12	10	25	37	43
存货	0	66	95	151	241
其他流动资产	3	3	2	3	3
非流动资产	108	914	912	1080	1504
长期投资	69	2	16	20	26
固定资产	21	38	62	131	270
无形资产	2	45	54	114	251
其他非流动资产	16	829	781	815	957
资产总计	374	1391	1540	1892	2397
流动负债	54	267	267	377	522
短期借款	0	70	70	70	70
应付票据及应付账款	15	52	61	97	148
其他流动负债	39	146	137	210	305
非流动负债	5	11	7	8	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	11	7	8	9
负债合计	59	279	275	385	531
少数股东权益	0	7	10	15	25
股本	132	174	174	174	174
资本公积	117	852	852	852	852
留存收益	87	160	261	395	633
归属母公司股东权益	316	1105	1256	1492	1841
负债和股东权益	374	1391	1540	1892	2397

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	40	106	48	222	362
净利润	16	95	173	261	378
折旧摊销	5	11	17	36	71
财务费用	-3	-3	-0	-1	1
投资损失	-7	-5	-8	-9	-9
营运资金变动	18	-21	-127	-55	-72
其他经营现金流	10	29	-6	-10	-8
投资活动现金流	-7	-318	-5	-185	-477
资本支出	2	44	-26	140	358
长期投资	-6	13	-14	-3	-6
其他投资现金流	-10	-261	-45	-48	-125
筹资活动现金流	-13	159	-20	-18	-20
短期借款	0	70	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	58	42	0	0	0
资本公积增加	-54	735	0	0	0
其他筹资现金流	-17	-688	-20	-18	-20
现金净增加额	21	-53	23	19	-135

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	224	535	840	1261	1828
营业成本	118	258	393	590	856
营业税金及附加	0	3	4	6	9
营业费用	41	65	92	132	185
管理费用	47	89	126	179	258
研发费用	14	34	53	79	108
财务费用	-3	-3	-0	-1	1
资产减值损失	-0	-1	1	-1	-1
其他收益	4	14	12	11	13
公允价值变动收益	0	4	7	8	10
投资净收益	7	5	8	9	9
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	16	107	198	303	445
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	17	107	198	303	445
所得税	1	13	26	42	67
净利润	16	95	173	261	378
少数股东损益	0	4	3	5	10
归母净利润	16	90	170	255	368
EBITDA	16	118	215	338	517
EPS(元)	0.09	0.52	0.98	1.47	2.11

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-16.3	139.2	57.2	50.0	45.0
营业利润(%)	-57.0	558.4	84.7	53.0	46.9
归属于母公司净利润(%)	-52.9	459.2	88.4	50.3	44.2
获利能力					
毛利率(%)	47.1	51.7	53.2	53.2	53.2
净利率(%)	7.2	16.9	20.2	20.3	20.1
ROE(%)	5.1	8.5	13.6	17.3	20.3
ROIC(%)	3.3	8.0	12.9	16.6	19.8
偿债能力					
资产负债率(%)	15.7	20.0	17.8	20.3	22.2
净负债比率(%)	-58.8	-5.8	-7.0	-7.1	1.5
流动比率	4.9	1.8	2.3	2.2	1.7
速动比率	4.7	1.5	1.9	1.6	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.9
应收账款周转率	3.3	3.6	3.0	3.5	4.0
应付账款周转率	8.8	7.8	7.0	7.5	7.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.52	0.98	1.47	2.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.61	0.28	1.27	2.08
每股净资产(最新摊薄)	1.81	6.34	7.21	8.57	10.57
估值比率					
P/E	431.4	77.2	41.0	27.3	18.9
P/B	22.1	6.3	5.5	4.7	3.8
EV/EBITDA	421.7	58.4	32.0	20.3	13.5

数据来源：贝格数据、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R4（中高风险），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的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	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	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，属于机密材料，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16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