

泛微网络（603039.SH） 牵手巨头腾讯，OA 生态愈加完善

2020 年 11 月 03 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

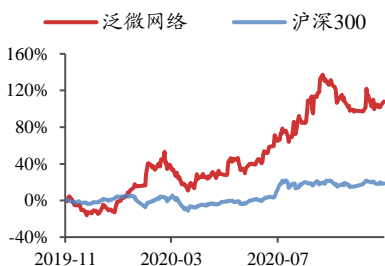
yingying@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

证书编号：S0790120100007

日期	2020/11/2
当前股价(元)	93.82
一年最高最低(元)	109.59/52.54
总市值(亿元)	199.17
流通市值(亿元)	196.23
总股本(亿股)	2.12
流通股本(亿股)	2.09
近 3 个月换手率(%)	27.0

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 协同管理和移动办公软件领导者，公司未来业绩确定性强

泛微网络作为国内领先的协同管理和移动办公软件产品提供商，产品线齐全，客户遍布大中小型事业单位和政府机构，业务发展稳定，随着腾讯入股成为公司第一大机构投资者和政府信创 OA 系统改造的全面铺开，公司业绩有望快速提升。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润为 1.66、2.13、2.72 亿元，EPS 为 0.78、1.00、1.28 元/股，当期股价对应的 2020-2022 年 PE 为 120、94、73 倍，略高于行业可比公司平均水平，但考虑到公司业务的增长性和新股东带来的新业务发展机会，认可一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

● 公司业绩逐季好转，研发投入持续加大

2020 年前三个季度，公司实现营业收入 8.66 亿元，同比增长 10.33%，实现归母净利润 0.78 亿元，同比增长 9.65%，分季度来看，2020Q1-Q3 分别实现营收 2.01/3.32/3.33 亿元，同比增长-1.98%/10.78%/18.88%，业绩逐季好转，意味着公司逐渐摆脱疫情影响，业务进入常态化。2020 年前三个季度公司发生研发费用 1.34 亿元，同比增长 19.67%，研发投入持续增加。

● 腾讯入股成第一大机构股东，战略协同公司产品应用场景扩大

2020 年 7 月底，腾讯产业基金成功受让公司 5% 股份，成为公司第一大机构投资者。公司在办公管理领域将跟腾讯产业基金在战略上产生更多协同，未来双方存在较多的合作可能。通过深化泛微 OA+企业微信产品及解决方案，拓展泛微 OA 应用场景，推动公司覆盖面扩大。

● 政府信创 OA 系统改造需求有序释放，公司迎来新发展机会

在“新基建”和“内循环”的政策支持导向下，信创产业将全面推广，我们预计未来三到五年信创产业将迎来黄金发展期。下半年各级政府开始推广落实信创系统的改造，市场需求加速释放。泛微网络作为 OA 领域市场龙头，有望凭借技术、产品、客户等优势迎来新发展机会。

● 风险提示：泛微和企业微信产品合作不及预期、政府信创 OA 系统改造延迟

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,004	1,286	1,551	2,032	2,638
YOY(%)	42.5	28.1	20.6	31.0	29.9
归母净利润(百万元)	114	140	166	213	272
YOY(%)	31.6	22.1	18.7	28.1	27.8
毛利率(%)	95.8	96.3	96.1	95.9	95.9
净利率(%)	11.4	10.9	10.7	10.5	10.3
ROE(%)	14.5	15.0	15.5	16.9	18.2
EPS(摊薄/元)	0.54	0.66	0.78	1.00	1.28
P/E(倍)	174.0	142.5	120.0	93.7	73.4
P/B(倍)	27.5	22.1	19.1	16.3	13.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司业绩逐季好转，研发投入持续加大	3
2、 腾讯投资入股，政府系统升级，公司未来增长确定性强	5
2.1、 腾讯成第一大机构投资者，泛微 OA+腾讯企业微信有望开启公司业务新增长点	5
2.2、 政府信创 OA 系统改造需求大，公司迎来新发展机会	6
3、 盈利预测与投资建议	9
3.1、 核心假设	9
3.2、 盈利预测与投资建议	9
4、 风险提示	9
附：财务预测摘要	10

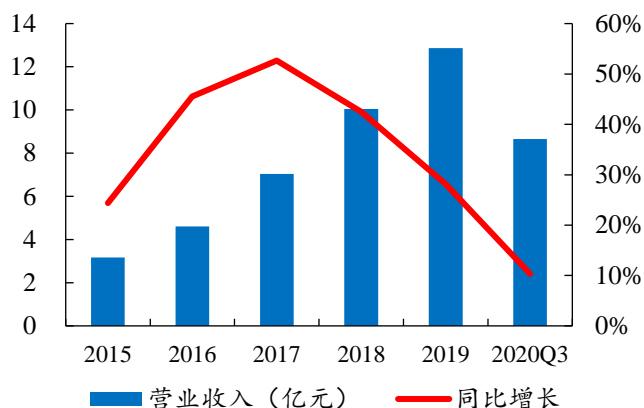
图表目录

图 1： 2020 前三个季度公司营收增速趋于正常化	3
图 2： 2020 前三个季度公司归母净利润增速趋于正常化	3
图 3： 2020Q1-Q3 公司营收逐季改善	3
图 4： 2020Q1-Q3 公司归母净利润逐季改善	3
图 5： 2020 年前三个季度公司毛利率略有下降	4
图 6： 2020 年前三个季度公司净利率小幅波动	4
图 7： 2020 年前三个季度公司研发费用增长较快	4
图 8： 2020 年前三个季度费用管控加强，研发投入加大	4
图 9： 2020 年前三个季度公司经营现金流净额有所增长	5
图 10： 2020 年前三个季度公司经营现金流量净额逐季好转	5
图 11： 2020 年前三个季度公司预收款项同比增速扩大	5
图 12： 腾讯成为泛微网络第一大机构投资者	6
图 13： 泛微 OA 系统与企业微信集成，实现企业办公协同	6
图 14： 信创产业进入全面推广阶段	7
图 15： 政府 OA 试点工程扩大	8
图 16： 公司移动政务办公系统优势明显	8
表 1： 信创政策推进过程	7
表 2： 泛微网络估值稍高于可比公司（截止 2020.11.02 收盘）	9

1、公司业绩逐季好转，研发投入持续加大

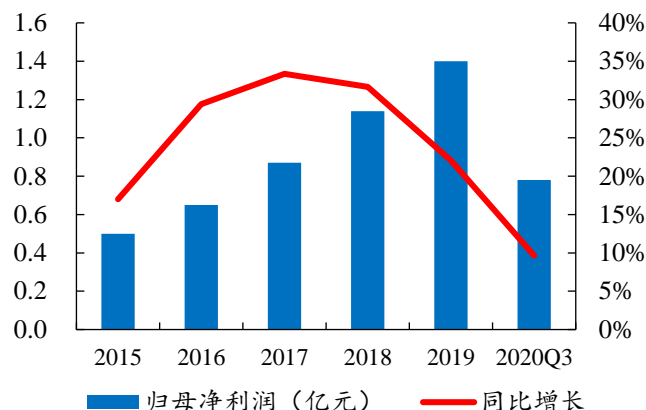
2020 年前三个季度，公司实现营业收入 8.66 亿元，同比增长 10.33%，实现归母净利润 0.78 亿元，同比增长 9.65%，主要系疫情防控得当，公司业务开展趋于正常化所致。

图1：2020 前三个季度公司营收增速趋于正常化



数据来源：Wind、开源证券研究所

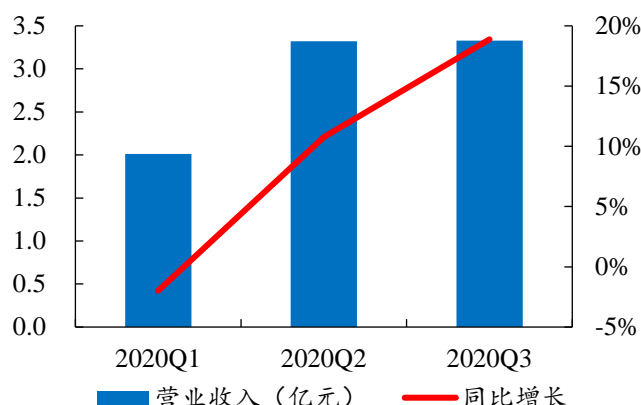
图2：2020 前三个季度公司归母净利润增速趋于正常化



数据来源：Wind、开源证券研究所

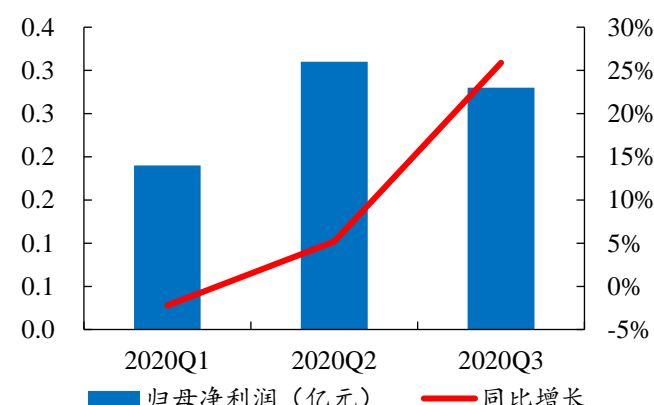
分季度来看，2020Q1 公司实现营业收入 2.01 亿元，同比增长-1.98%，实现归母净利润 0.19 亿元，同比增长-2.22%；2020Q2 公司实现营收 3.32 亿元，同比增长 10.78%，实现归母净利润 0.31 亿元，同比增长 5.17%；2020Q3 公司实现营业收入 3.33 亿元，同比增长 18.88%，实现归母净利润 0.28 亿元，同比增长 25.88%，**业绩逐季好转，意味着公司逐渐摆脱疫情影响，业务进入常态化。**

图3：2020Q1-Q3 公司营收逐季改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

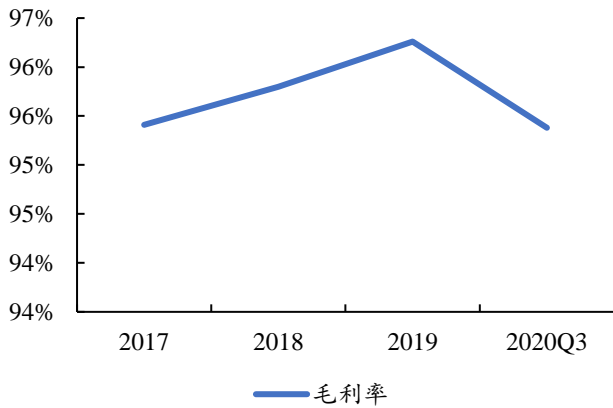
图4：2020Q1-Q3 公司归母净利润逐季改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

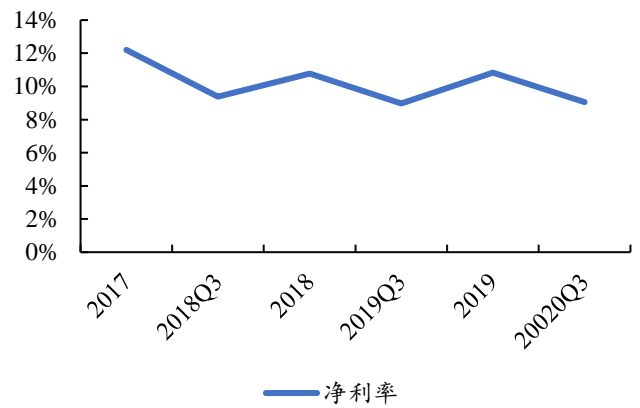
从公司毛利率和净利率来看，2020 年前三个季度公司实现毛利率 95.38%，较 2019 年同期下降 0.67pct，实现净利率 9.06%，较 2019 年同期提升 0.09pct，盈利能力基本保持稳定。

图5：2020 年前三个季度公司毛利率略有下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

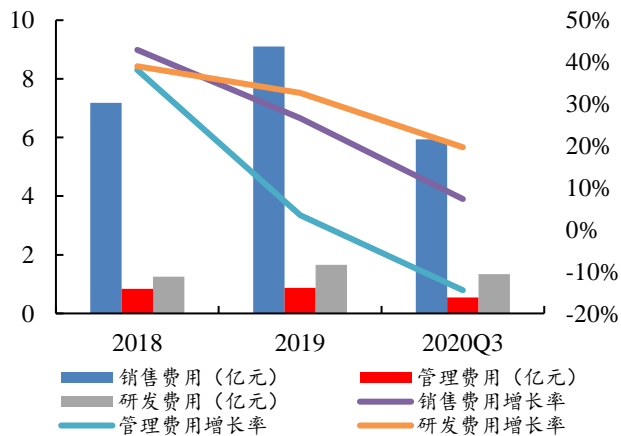
图6：2020 年前三个季度公司净利率小幅波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

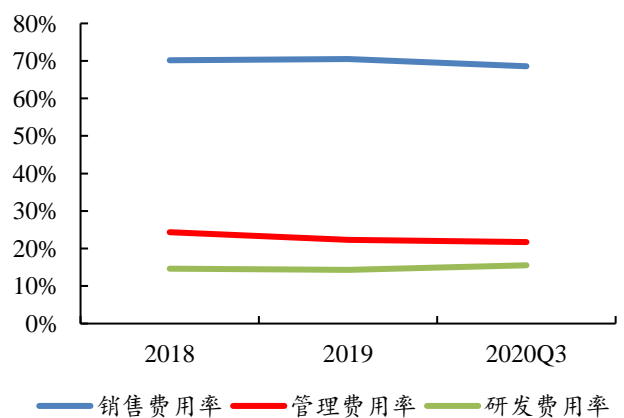
从公司费用率的角度来看，2020 年前三个季度公司销售费用/管理费用/研发费用分别为 5.94 亿元、0.54 亿元、1.34 亿元，较 2019 年同期增长 7.31%、-14.46%、19.67%，销售/管理/研发费用率分别为 68.57%、6.19%、15.53%，较 2019 年同期分别增长-1.93pct、-1.8pct、1.22pct，显示出公司在加强期间费用控制的同时，加大研发投入，以技术为导向铸造公司护城河。

图7：2020 年前三个季度公司研发费用增长较快



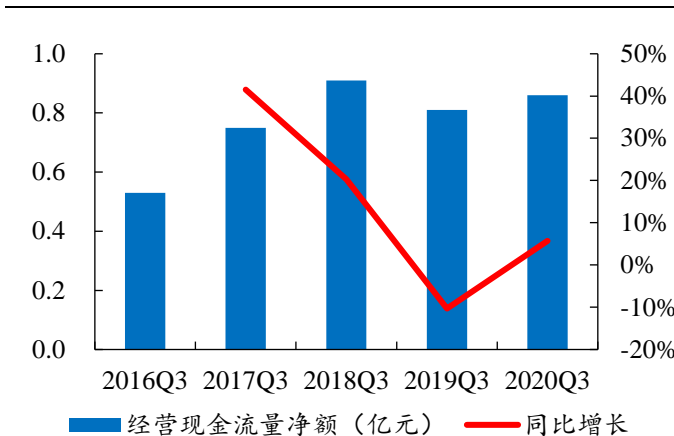
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020 年前三个季度费用管控加强，研发投入加大

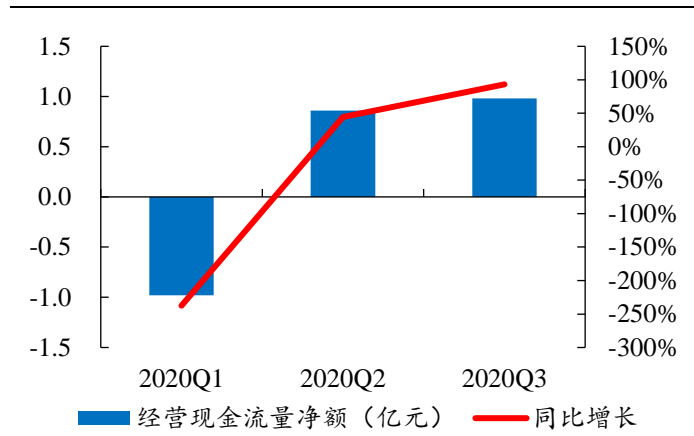


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 2020 年前三个季度经营现金流净额同比增长 5.73%。2020 年前三个季度，公司实现经营现金流量净额 0.86 亿元，同比增长 5.73%，分季度来看，2020Q1 公司经营净现金流-0.98 亿元，Q2 经营现金流净额 0.86 亿元，Q3 经营现金流净额 0.98 亿元，较 2019 年同期增长分别为-237.5%、44.6%和 99.18%，经营性现金收入逐季好转。

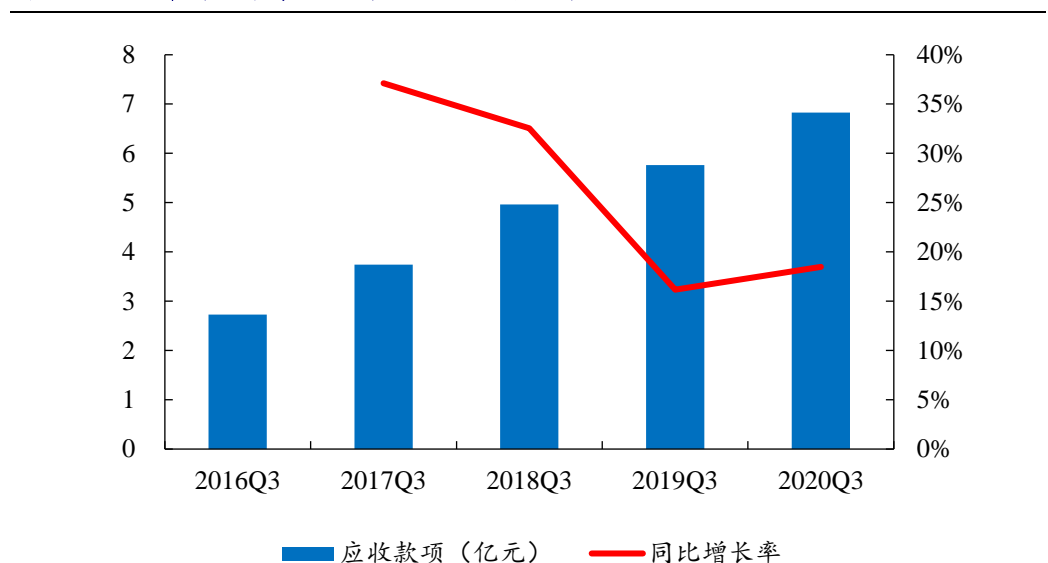
图9：2020 年前三个季度公司经营现金流净额有所增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2020 年前三个季度公司经营现金流量净额逐季好转


数据来源：Wind、开源证券研究所

预收款项同比增速扩大，公司手中订单充足。2020 年前三个季度公司获得预付款项 6.83 亿元，同比增长 18.48%，较 2019 年同期增速提升 2.31pct，公司手中订单充足，经营情况健康。

图11：2020 年前三个季度公司预收款项同比增速扩大


数据来源：Wind、开源证券研究所

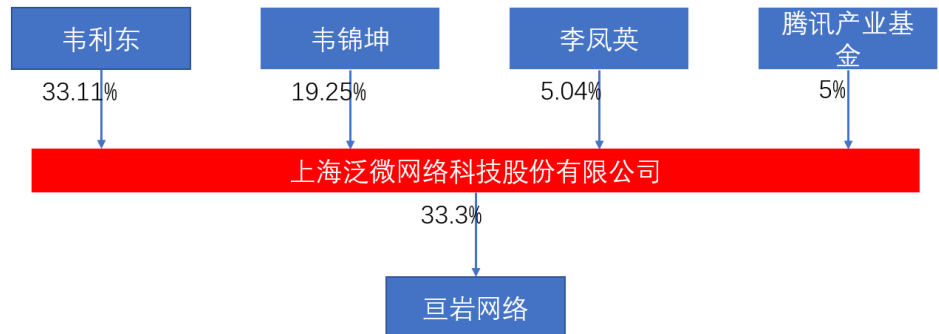
2、腾讯投资入股，政府系统升级，公司未来增长确定性强

2.1、腾讯成第一大机构投资者，泛微 OA+腾讯企业微信有望开启公司业务新增长点

2020 年 7 月底，腾讯产业基金成功受让公司 5% 股份，成为公司第一大机构投资者。企业微信早已与公司的 OA 系统集成合作，此次腾讯出资入股泛微网络主要是看好公司的未来发展，泛微网络在办公管理领域将跟腾讯产业基金在战略上产生更多协同，未来双方存在较多的合作可能。一方面，泛微网络作为国内 OA 领域的龙头企业，经过多年在协同管理和移动办公软件领域技术研发和项目经验积累，积累了丰富的企业级客户资源，另一方面，企业微信作为国内专业的办公管理软件，拥

有巨大的用户流量，两者合作能够在产品、资源、客户共通的基础之上实现互利共赢。

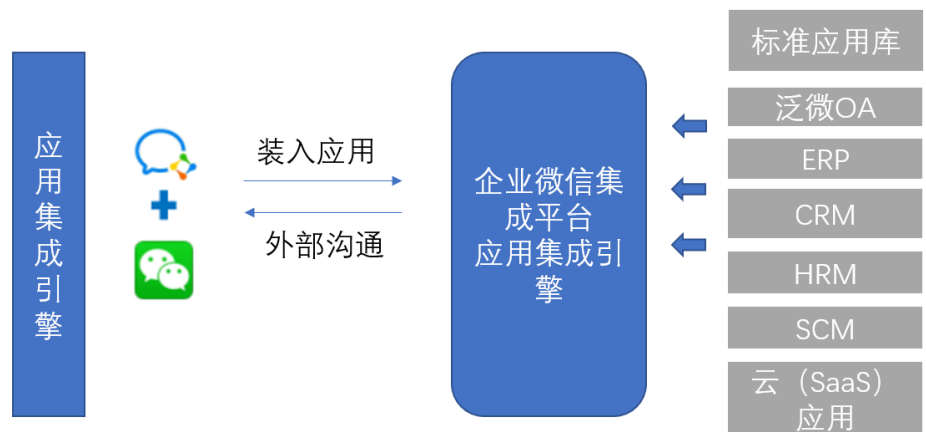
图12: 腾讯成为泛微网络第一大机构投资者



资料来源：Wind、开源证券研究所

深化泛微 OA+企业微信产品及解决方案，拓展泛微 OA 应用场景。公司过去主要通过销售软件产品、提供应用服务获得收入，随着腾讯产业基金的入股和董事会成员的加入，平台思维和应用挖掘将成为公司未来收入的新增长点。公司在与企业微信的集成中，能够从数字追踪的角度形成一个比较完整的应用中台，并且对大量的个性化应用进行深度挖掘，扩大公司未来产品的应用场景，拓宽公司的业务增长点。

图13: 泛微 OA 系统与企业微信集成，实现企业办公协同

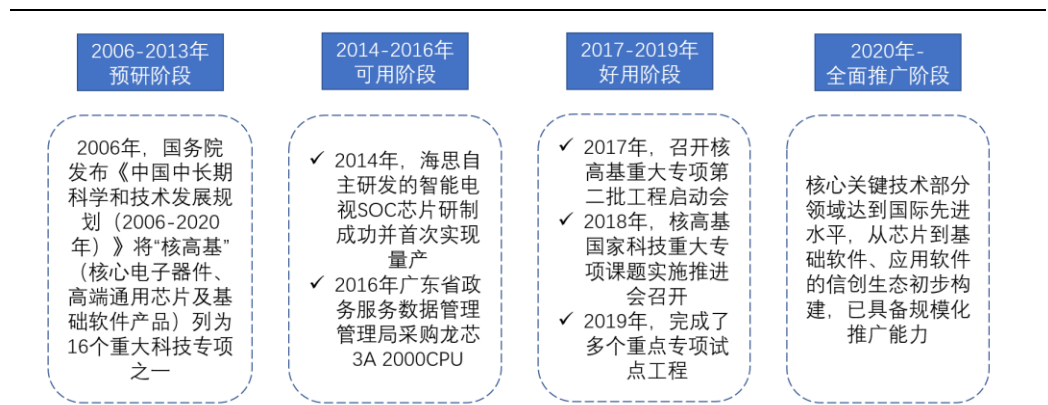


资料来源：泛微网络公司官网、开源证券研究所

2.2、政府信创 OA 系统改造需求大，公司迎来新发展机会

信创产业即信息技术应用创新产业，目前国内的 IT 底层标准、架构、生态等大多数都由国外 IT 巨头制定，存在诸多安全风险，信创产业的提出就是致力于促进国内 IT 建设全面国产化和实现自主可控，它主要涉及 IT 基础设置（cpu 芯片、服务器等）、基础软件（操作系统、数据库、中间件等）、应用软件（OA、ERP、办公软件、政务应用）和信息安全（边界安全产品、终端安全产品等）四大产业链。在 2014 年，我国就正式启动信创产业研究，经过 6 年的试点和推广，信创产业正在从少量试点、局部试点发展到全面推广阶段。2020 年，在“新基建”和“内循环”的政策支持下，信创产业将全面推广，我们预计未来三到五年信创产业将迎来黄金发展期。

图14: 信创产业进入全面推广阶段



资料来源:《2020-2021 年信创产业发展分析报告》、开源证券研究所

表1: 信创政策推进过程

时期	相关政策
2018 年 4 月	全国网络安全和信息化工作会议, 指出核心技术是国之重器, 加速推进核心领域关键技术突破, 抓自主可控产业体系建设, 做好体系化的技术布局和重点突破
2017 年 5 月	中共中央办公厅和国务院转发了国家保密局、中央网信办等部门《关于实施涉密领域国产化替代工程的通知》(厅字【2017】22 号), 要求至 2020 年, 涉密网络中的应用系统完成向自主可控涉密专用计算平台的适应性改造和迁移, 涉密网络终端和涉密单机完成涉密专用计算机替代, 服务器和存储系统基本完成替代, 网络和办公自动化设备逐步实现替代
2016 年 10 月	习近平在主持中共中央政治局第三十六次集体学习时提出了“六个加快的行动纲领, 其中加快网络信息技术自主创新排在首位, 强调要紧紧牵住核心技术自主创新这个牛鼻子”, 抓紧突破
2014 年 2 月	中央办公厅牵头, 会和五个部召开了主题为“相关党政机关办公环境所适用的计算机操作系统、办公软件等全部国产化”的会议, 即启动南风一号工程
2014 年	国家成立网络与信息化领导小组, 中央和国家对自主可控和网络安全的重视程度持续提升, 密集出台自主可控、安全可靠相关政策; 在中央网信领导第一次会议上, 习近平提出建设网络强国的战略部署。明确要求加快党、政、军及关系国计民生的关键行业的自主可控信息系统建设

资料来源: 光润通、开源证券研究所

就政府行业来说, 其进行国产化替代和实行全面自主可控的重要性和紧迫性远高于其他行业, 因此信创产业率先在党政办公领域启动。2014 年政府启动了“南风一号”计划一期工程, 即政府信息工程的国产化, 计划从国产服务器、国产 CPU、国产操作系统、国产中间件、国产数据库到国产应用软件等全部实现信创, 给相关领域企业带来了快速发展机会。在目前电子政务正着力推进的背景之下, 政府 OA 系统建设国产化正迎来快速发展时期。随着政府 OA 系统改造范围的逐步扩大, 2014 年已有 15 个党政机关完成试点, 并且通过验收。2015 年, 三部委又联合启动了 100 个试点工程。2019 年 6 月底国产化战略完成试点工作, 开始在全国党政领域进入全面国产化替换的新阶段, 下半年各级政府开始推广落实信创系统的改造, 市场需求加速释放。

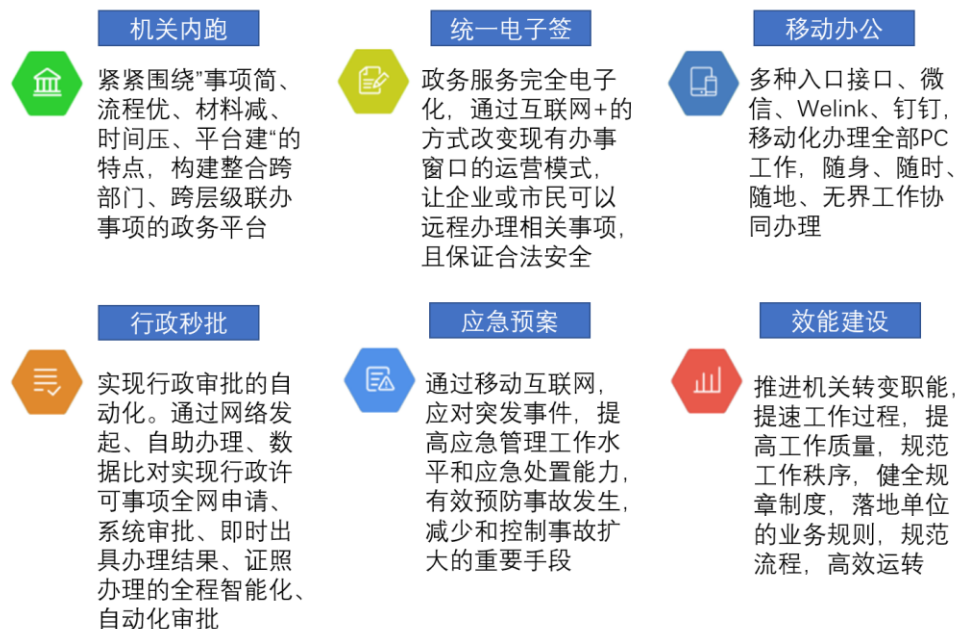
图15: 政府 OA 试点工程扩大



资料来源：信创社群、开源证券研究所

泛微网络作为 OA 领域龙头，拥有包括 e-cology、e-office、OA-eteams 等在内多层次产品线，能够满足各类政府机关的办公软件需求。2018 年公司加大了针对政府 OA 市场的投入，扩大了针对政务类客户的服务团队，强化了针对政府市场的服务体系，并为多个省、区、市各类政府组织提供了政务管理系统服务，市场经验丰富，技术稳定可靠，我们预计公司将在下半年的政务 OA 建设中快速发展。

图16: 公司移动政务办公系统优势明显



资料来源：泛微网络公司官网、开源证券研究所

3、 盈利预测与投资建议

3.1、 核心假设

核心假设 1: 与腾讯携手深化产品应用场景, 受益政府信创 OA 系统需求释放, 公司业绩有望快速增长。我们预计公司 2020-2022 年营业收入增长率分别为 20.6%、31%和 30%。

核心假设 2: 产品结构基本稳定, 公司毛利率基本不变。

核心假设 3: 随着公司业务的持续扩张, 规模效应逐渐显现, 公司整体的费用率将呈现降低的状态。

3.2、 盈利预测与投资建议

泛微网络作为国内领先的协同管理和移动办公软件产品及解决方案提供商, 产品线齐全, 客户遍布大中小型事业单位和政府机构, 业务发展稳定, 随着腾讯入股成为公司第一大机构投资者和政府信创 OA 系统改造的全面铺开, 公司业绩有望快速提升。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润为 1.66、2.13、2.72 亿元, EPS 为 0.78、1.00、1.28 元/股, 当期股价对应的 2020-2022 年 PE 为 120、94、73 倍, 略高于行业可比公司平均水平, 但考虑到公司业务的增长性和新股东带来的新业务发展机会, 认可一定的估值溢价, 首次覆盖给予“买入”评级。

表2: 泛微网络估值稍高于可比公司 (截止 2020.11.02 收盘)

证券代码	公司简称	当前市值	归母净利润 (亿元)			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
688369.SH	致远互联	53.51	1.12	1.37	1.7	47.7	39.1	31.6
600588.SH	用友网络	1471.59	8.55	10.8	13.5	173.1	136.4	109.8
	平均值					110.4	87.75	70.7
603039.SH	泛微网络	193.4	1.66	2.13	2.72	120	94	73

数据来源: Wind、开源证券研究所 (致远互联预测来自于 Wind 一致预期)

4、 风险提示

1) 泛微和企业微信产品合作不及预期。泛微 OA 和企业微信深度集成, 共享客户资源和用户流量, 但如果双方合作策划后, 营销推广和市场接受不及预期, 可能会影响公司相关产品业务的收入增速。

2) 政府信创 OA 系统改造延迟。政策的铺开可能需要时间, 相关党政机关拨款改造信创 OA 系统还会受到资金不足、疫情反复的影响, 因此市场需求存在不确定性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1228	1460	1789	2357	2846
现金	796	960	1192	1552	1866
应收票据及应收账款	80	118	121	192	214
其他应收款	14	18	21	30	36
预付账款	261	293	375	500	636
存货	13	11	19	23	32
其他流动资产	63	60	60	60	60
非流动资产	380	466	572	704	845
长期投资	189	252	311	368	426
固定资产	132	130	176	251	331
无形资产	6	26	29	32	37
其他非流动资产	53	58	56	52	52
资产总计	1608	1926	2361	3061	3691
流动负债	860	998	1289	1810	2201
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	172	238	272	434	492
其他流动负债	688	759	1017	1375	1709
非流动负债	0	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	1	1	1
负债合计	860	999	1290	1811	2202
少数股东权益	24	27	27	26	25
股本	103	152	212	212	212
资本公积	277	249	189	189	189
留存收益	426	550	694	877	1109
归属母公司股东权益	724	901	1044	1224	1464
负债和股东权益	1608	1926	2361	3061	3691

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	200	238	346	504	465
净利润	108	139	165	212	271
折旧摊销	13	16	13	18	24
财务费用	-23	-26	-30	-38	-47
投资损失	-9	8	2	1	0
营运资金变动	69	73	196	311	217
其他经营现金流	42	28	0	0	0
投资活动现金流	-489	-182	-121	-151	-166
资本支出	42	46	48	75	83
长期投资	-105	-49	-59	-57	-58
其他投资现金流	-552	-185	-133	-133	-140
筹资活动现金流	-10	-17	7	6	16
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	33	49	61	0	0
资本公积增加	-6	-28	-61	0	0
其他筹资现金流	-37	-38	7	6	16
现金净增加额	-300	40	232	359	315

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1004	1286	1551	2032	2638
营业成本	42	48	60	83	108
营业税金及附加	7	6	11	14	17
营业费用	718	910	1094	1426	1847
管理费用	84	87	101	130	166
研发费用	125	166	199	254	325
财务费用	-23	-26	-30	-38	-47
资产减值损失	19	0	0	0	0
其他收益	68	55	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	-8	-2	-1	-0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	108	137	165	212	272
营业外收入	7	6	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	114	143	170	217	277
所得税	6	3	4	5	6
净利润	108	139	165	212	271
少数股东损益	-6	-0	-0	-1	-1
归母净利润	114	140	166	213	272
EBITDA	104	130	150	194	250
EPS(元)	0.54	0.66	0.78	1.00	1.28

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	42.5	28.1	20.6	31.0	29.9
营业利润(%)	21.5	27.5	20.1	28.7	28.4
归属于母公司净利润(%)	31.6	22.1	18.7	28.1	27.8
获利能力					
毛利率(%)	95.8	96.3	96.1	95.9	95.9
净利率(%)	11.4	10.9	10.7	10.5	10.3
ROE(%)	14.5	15.0	15.5	16.9	18.2
ROIC(%)	11.8	12.3	12.8	14.0	15.1
偿债能力					
资产负债率(%)	53.5	51.8	54.7	59.1	59.6
净负债比率(%)	-106.5	-103.5	-111.4	-124.1	-125.3
流动比率	1.4	1.5	1.4	1.3	1.3
速动比率	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	15.7	13.0	13.0	13.0	13.0
应付账款周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.66	0.78	1.00	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.12	1.63	2.37	2.19
每股净资产(最新摊薄)	3.41	4.24	4.92	5.77	6.90
估值比率					
P/E	174.0	142.5	120.0	93.7	73.4
P/B	27.5	22.1	19.1	16.3	13.6
EV/EBITDA	184.7	145.8	124.9	95.0	72.2

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