

森马服饰 (002563.SZ) 2020 年存货现金流管理优秀，期待 2021 全面复苏

2021 年 04 月 16 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

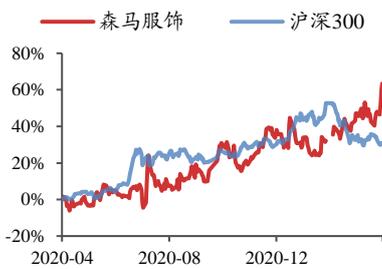
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/4/15
当前股价(元)	11.32
一年最高最低(元)	11.34/6.42
总市值(亿元)	305.37
流通市值(亿元)	212.93
总股本(亿股)	26.98
流通股本(亿股)	18.81
近 3 个月换手率(%)	47.65

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-高管增持彰显公司长远发展信心，业绩持续复苏》- 2020.12.16

《公司信息更新报告-剥离 Kidiliz 止损，主业边际改善，静待业绩反转》- 2020.11.2

《公司首次覆盖报告-领航童装与休闲双品类，看好业绩向上修复弹性》- 2020.6.18

● Q4 业绩实现反转，国内服饰龙头回归可期，维持“买入”评级

公司发布 2020 年报，2020 年、2020Q4 分别实现营业收入 152.05 亿元(-21.37%)、57.55 亿元(-5.28%)亿元，归母净利润 8.06 亿元(-48.00%)、5.90 亿元(+143.61%)。Q4 归母净利润同比实现大幅增长。公司发布 2021Q1 业绩预告，2021Q1 预计归母净利润为 3.2 亿元-3.8 亿元，同比增长 17 倍到 21 倍。我们上调 2021-2022 年盈利预测及新增 2023 年盈利预测: 预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 15.8 (+0.8)、18.5 (+0.5)、22.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.59 (+0.03)、0.69 (+0.02)、0.82 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 18.0、15.3、12.8 倍，维持“买入”评级。

● 存货管理卓有成效，现金流指标显著改善，为业绩恢复助力

营运能力方面，2020 年公司存货为 25.0 亿元(-39.13%)，存货周转天数为 131 天，相比 2019 年减少 9 天，存货周转效率提升，存货规模明显降低。2020 年公司经营性现金流为 44.6 亿元(+165.8%)，现金流明显改善。截至 2020 年底公司持有现金和现金等价物 50.47 亿元，持有交易性金融资产 29.32 亿元。

盈利能力方面，公司整体毛利率达 40.34%(-2.19pct)、净利率为 5.30%(-2.71pct)，主要系疫情影响且产品折扣力度较大。公司控费措施效果明显; 期间费用率为 8.86% (+1.06pct)，销售/管理/财务费用率分别为 22.03%/5.42%/-0.5%。

● Kidiliz 业务成功剥离，门店运营效率持续提升

分业务来看，儿童服饰表现优于休闲装，除去 Kidiliz 业务以后，童装实现收入 89.4 亿元(-7.8%)，成人装实现收入 49.6 亿元(-24.3%)，童装全年下降幅度较小。分渠道来看，直营门店表现优于加盟门店，除去 Kidiliz 业务以后，直营门店实现收入 14.4 亿元(-23.8%)，加盟门店实现收入 63.05 亿元(-31.2%)。公司持续对门店进行标准化建设，门店平均面积逐渐增加的同时坪效也在持续提升。此外，2020 年公司将部分直营门店作为联营单独披露，新增联营门店 351 家。

● 风险提示: 库存消化不及预期，行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19,337	15,205	17,111	19,303	21,733
YOY(%)	23.0	-21.4	12.5	12.8	12.6
归母净利润(百万元)	1,549.4	805.7	1,579.7	1,854.7	2,216.2
YOY(%)	-8.5	-48.0	96.1	17.4	19.5
毛利率(%)	42.5	40.3	38.5	38.9	39.3
净利率(%)	8.0	5.3	9.2	9.6	10.2
ROE(%)	13.0	6.9	12.6	13.8	15.0
EPS(摊薄/元)	0.57	0.30	0.59	0.69	0.82
P/E(倍)	18.3	35.2	18.0	15.3	12.8
P/B(倍)	2.4	2.5	2.3	2.1	1.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 童装和线上渠道增速亮眼，Q4 净利润显著改善.....	3
1.1、 童装业务优于休闲服装，直营门店优于加盟门店.....	3
1.2、 盈利能力：净利率显著改善，控费能力优秀.....	5
1.3、 营运能力：存货管理卓有成效，现金流明显改善.....	6
2、 展望：全方位提升企业经营效率，迎接全面恢复和发展.....	6
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： 受疫情影响，2020 年营业收入同比下滑.....	3
图 2： 2020Q4 收入端显著回暖.....	3
图 3： 2020 年公司单季度毛利率基本保持稳定.....	5
图 4： 2020 年销售费用率上升，研发/财务费用率平稳.....	5
图 5： 2020 年公司单季度净利率快速改善.....	6
图 6： 2020 年单季度看，公司销售费用 2020H2 下降明显.....	6
表 1： 童装业务表现优于休闲装业务（不含 Kidiliz 集团，单位：亿元）.....	3
表 2： 直营店经营情况好于加盟店（不含 Kidiliz 集团，单位：亿元）.....	3
表 3： 童装门店净减少比例好于休闲装门店（不含 Kidiliz 集团）.....	4
表 4： 公司门店统计新增加联营类目（不含 Kidiliz 集团）.....	4
表 5： 线上收入占比持续提升.....	4

1、童装和线上渠道增速亮眼，Q4 净利润显著改善

受新冠疫情影响，公司 2020 年营业收入同比有所下滑。2020 年公司实现营业收入 152.02 亿元（-21.37%）。

2020Q4 收入端环比改善显著。2020Q4 实现营业收入 57.55 亿元（-5.28%）。

图1：受疫情影响，2020 年营业收入同比下滑

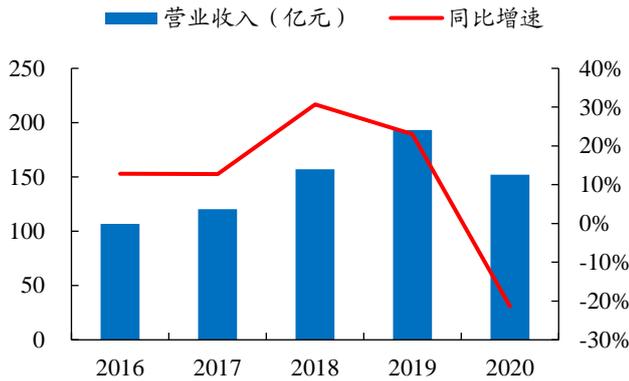
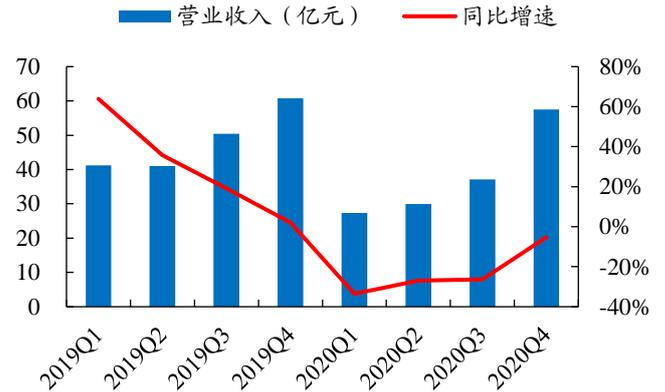


图2：2020Q4 收入端显著回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、童装业务优于休闲服装，直营门店优于加盟门店

分业务来看，童装业务表现优于休闲装业务。剔除掉 Kidiliz 业务以后，童装实现收入 89.4 亿元（-7.8%），成人装实现收入 49.6 亿元（-24.3%），童装全年下降幅度相比休闲装较小。

表1：童装业务表现优于休闲装业务（不含 Kidiliz 集团，单位：亿元）

	2017		2018		2019		2020	
	金额	占总收入比	金额	占总收入比	金额	占总收入比	金额	占总收入比
儿童服饰	63.22	41.58%	80.47	52.93%	96.94	63.76%	89.42	58.81%
YOY	26.4%		27.3%		20.5%		-7.8%	
休闲服饰	56.34	37.06%	67.92	44.67%	65.44	43.04%	49.56	32.60%
YOY	0.6%		20.5%		-3.6%		-24.3%	
其他业务	0.70	0.46%	1.03	0.68%	1.29	0.85%	1.16	0.76%
YOY	8.2%		45.9%		25.5%		-9.9%	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分渠道来看，直营门店表现优于加盟门店。剔除掉 Kidiliz 业务以后，直营门店实现收入 14.4 亿元（-23.8%），加盟门店实现收入 63.05 亿元（-31.2%）。

表2：直营店经营情况好于加盟店（不含 Kidiliz 集团，单位：亿元）

	2017		2018		2019		2020	
	金额	占森马收入	金额	占森马收入	金额	占森马收入	金额	占森马收入
直营店	14.4		14.4		14.4		14.4	
加盟店	63.05		63.05		63.05		63.05	

	2017		2018		2019		2020	
直营	14.63	16.56%	17.62	16.38%	18.95	17.14%	14.44	17.64%
YOY	24.62%		20.44%		7.52%		-23.77%	
加盟	73.72	83.44%	89.96	83.62%	91.61	82.86%	63.05	77.03%
YOY	2.39%		22.03%		1.83%		-31.17%	
联营	0		0		0.00		4.36	5.33%
YOY								

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司对休闲装和童装门店都进行了标准化建设，2020 全年休闲装门店净减少 675 家，童装净减少 156 家。2020Q4 单季度童装门店已经出现净开店，但休闲装门店还未出现净开店，2020Q4 公司整体店铺净增数已经转正。在逐步抬升标准化门店面积的同时，也在对大店模式进行探索，公司未来会更加强调开店质量而不是开店数量。

表3: 童装门店净减少比例好于休闲装门店（不含 Kidiliz 集团）

	期初	本期增加	本期减少	期末
休闲服饰	3766	344	1019	3091
儿童服饰	5790	563	719	5634
总计	9556	907	1738	8725

数据来源：公司公告、开源证券研究所

从经营模式来看，公司对门店进行了优化，部分直营门店也改成联营模式。2020 年，公司将部分直营作为联营业务单独披露，同时也与部分加盟商达成了新的联营协议。我们认为联营模式是未来较为稳定的一个模式，包括：类直营、商场模式、公司和加盟商联营店铺模式，发展趋势还有待观察。

表4: 公司门店统计新增加联营类目（不含 Kidiliz 集团）

	期初	本期增加	本期减少	期末
直营	907	129	355	681
加盟	8649	778	1734	7693
联营	0	351	0	351
合计	9556	1258	2089	8725

数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司线上渠道实现较好增长，剔除掉 Kidiliz 业务以后，2020 年公司实现线上收入 57.12 亿元，同比增加 10.21%，占森马品牌的收入占比从 46.88% 上升到 69.78%，增加 22.9 pct。

表5: 线上收入占比持续提升

	2017	2018	2019	2020
线上收入	31.21	40.81	51.83	57.12
YOY	40.14%	30.76%	27.00%	10.21%

	2017	2018	2019	2020
收入占比	35.33%	37.93%	46.88%	69.78%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、盈利能力：净利率显著改善，控费能力优秀

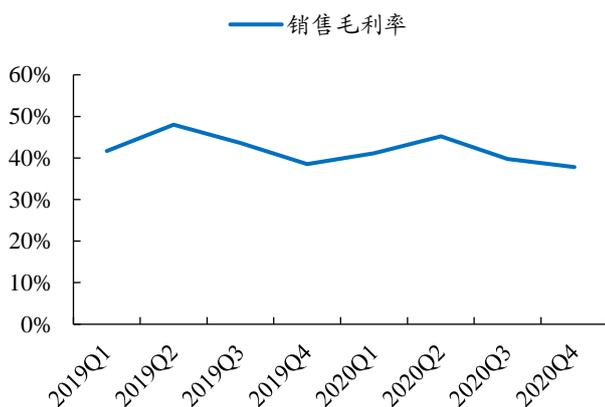
(1) 毛利率：2020年公司整体毛利率为40.34%(-2.19pct)，主要系疫情影响且产品折扣力度较大。**单季度看**，2020Q1-2020Q4毛利率分别为41.11%、45.22%、39.76%、37.81%，其中2020Q4毛利率较2019年基本持平，同比下降0.7pct，业务已恢复至正常水平。

分产品看：休闲服饰和儿童服饰毛利率分别为35.88%、42.44%，同比+0.28pct、-3.62pct，休闲服饰毛利率小幅提升主要系2020年的联营业务单独分类且改用总额法记账，童装业务毛利率有所下滑主要系会计准则调整，公司的运费由销售费用变更为营业成本，按照可比口径来考虑，童装的毛利率并没有下降。

(2) 费用端：2020年公司期间费用率为28.86%(+1.06pct)，略有提升主要系销售费用率提升；销售/管理/财务费用率分别为22.03%/5.42%/-0.5%，同比+1.06pct/+0.1pct/+0.13pct。单季度看，2020Q1-2020Q4销售费用率为27.27%、27.54%、24.88%、14.82%，2020H2以来销售费用明显下降。

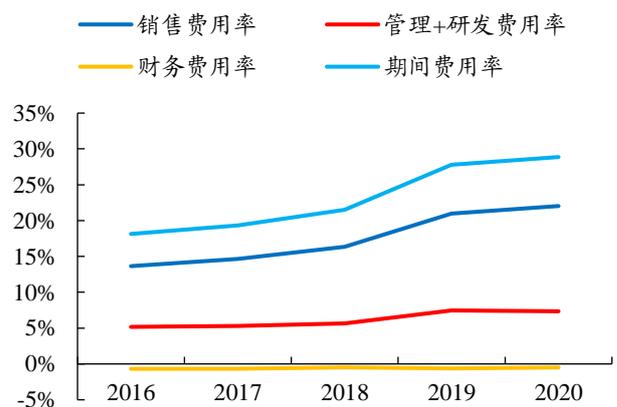
(3) 净利率：公司2020年归母净利率为5.30%(-2.71pct)，同比有所下滑。单季度看，2020Q1-2020Q4的归母净利率分别为0.64%、0.14%、5.23%、10.25%，2020H2净利率快速修复。

图3：2020年公司单季度毛利率基本保持稳定

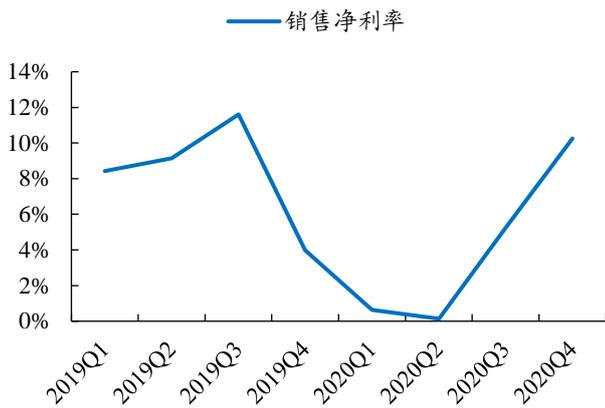


数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

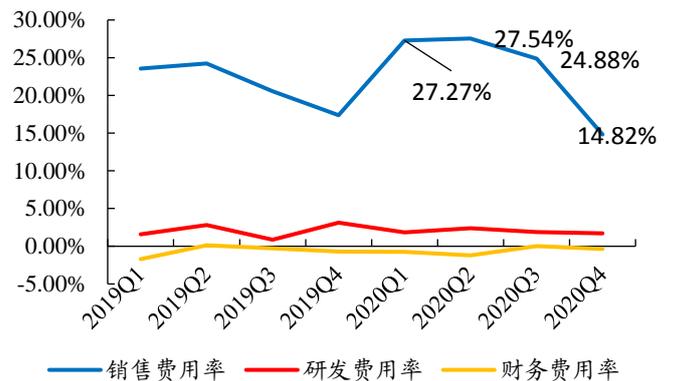
图4：2020年销售费用率上升，研发/财务费用率平稳



数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

图5：2020 年公司单季度净利率快速改善


数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

图6：2020 年单季度看，公司销售费用 2020H2 下降明显


数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

1.3、营运能力：存货管理卓有成效，现金流明显改善

存货：2020 年公司存货为 25.0 亿元 (-39.13%)，存货周转天数为 131 天，相比 2019 年减少 9 天，存货周转效率提升。库存规模明显降低，主要原因为：（1）出售法国 KIDILIZ 集团；（2）公司加强库存管理，根据疫情发展及销售预期合理规划存货采购规模及结构，积极拓展电商、新零售等线上渠道去库存化。

应收账款：2020 年公司应收账款为 13.9 亿元 (-29.46%)，同比有所下降；应收账款周转天数为 39.8 天，相比 2019 年同期增加 3 天，效率略有下滑；应收账款占总资产比重为 8.1%，较年初下降 3.8pct，主要系公司出售法国 KIDILIZ 集团以及受疫情影响销售减少所致。

现金流：2020 年公司经营性现金流为 44.6 亿元 (+165.8%)，现金流明显改善。公司优化了对供应商货款的支付方式，新增了买方付息银行承兑汇票的方式，使得公司购买货品的现金流支出大幅度下降。截至 2020 年底公司持有现金和现金等价物 50.47 亿元，持有交易性金融资产 29.32 亿元，整体运营指标良好。

2、展望：全方位提升企业经营效率，迎接全面恢复和发展

未来公司会不断对门店进行优化，不断提升运营效率的同时，改善坪效指标，主要从三个方面着手：（1）加强零售管理，加大团队建设力度以构建专业团队，并且不断完善激励机制；（2）提高产品力：在保留森马品牌时尚型的同时，也推出基本款即长周期的产品，并且在营收持续稳定恢复的基础上，不断增加研发投入，持续公司的产品力；（3）对门店进行合理选址，同时对店铺模型进行更加科学合理的优化。

公司将继续对业务中台进行建设，帮助企业进行数字化转型，尤其是对财务中心和供应链中心的构建。有助于公司实现更多利润，更好控制成本，并且打造柔性供应链。

未来公司也会更加重视对加盟商的扶持，结合每个加盟商的实际情况，如售罄率和存货情况，公司会对加盟商提出指导意见，提高公司加盟店的运营效率。

我们预计未来随着国人的文化自信、品牌自信不断增强，森马作为国民品牌将继续维持自身的龙头企业地位，业绩将全面复苏，不断提升市场份额，同时继续承担起民族品牌的责任。

3、盈利预测与投资建议

随着 2021 年国内消费市场的改善，同时 Kidiliz 业务剥离为公司减负，公司运营情况持续改善，我们上调 2021-2022 年盈利预测及新增 2023 年盈利预测：预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 15.8 (+0.8)、18.5 (+0.5)、22.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.59 (+0.03)、0.69 (+0.02)、0.82 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 18.0、15.3、12.8 倍，维持“买入”评级。

4、风险提示

库存消化不及预期，行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	11314	12751	13536	15480	16789
现金	2548	5047	5894	6529	7628
应收票据及应收账款	1973	1392	1381	2050	1298
其他应收款	192	97	247	130	300
预付账款	247	176	258	255	309
存货	4109	2501	2827	3316	4244
其他流动资产	2245	3538	2929	3200	3009
非流动资产	5307	4419	4630	4591	4702
长期投资	0	0	-3	-4	-7
固定资产	2237	2142	2195	2267	2358
无形资产	723	462	484	462	444
其他非流动资产	2347	1815	1953	1866	1907
资产总计	16621	17170	18165	20071	21491
流动负债	3997	4958	5040	5998	6147
短期借款	267	0	0	0	0
应付票据及应付账款	2671	3999	3739	4933	4766
其他流动负债	1059	960	1301	1065	1381
非流动负债	829	711	734	723	729
长期借款	0	0	1	1	1
其他非流动负债	829	711	733	722	728
负债合计	4826	5669	5774	6721	6876
少数股东权益	30	28	13	-6	-30
股本	2699	2698	2698	2698	2698
资本公积	2600	2781	2781	2781	2781
留存收益	6561	6152	6634	7152	7683
归属母公司股东权益	11765	11473	12378	13356	14645
负债和股东权益	16621	17170	18165	20071	21491

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1677	4457	1278	1700	1989
净利润	1534	794	1565	1836	2192
折旧摊销	373	349	238	223	245
财务费用	-123	-77	-147	-184	-210
投资损失	-50	-68	-49	-49	-49
营运资金变动	-875	2623	-290	-130	-172
其他经营现金流	818	835	-39	4	-17
投资活动现金流	-560	-647	115	-378	-172
资本支出	344	134	10	64	63
长期投资	-250	-917	3	2	3
其他投资现金流	-466	-1431	128	-311	-106
筹资活动现金流	-849	-1304	-547	-687	-719
短期借款	92	-267	0	0	0
长期借款	-157	0	1	0	1
普通股增加	-1	-1	0	0	0
资本公积增加	41	181	0	0	0
其他筹资现金流	-825	-1217	-547	-687	-719
现金净增加额	281	2500	847	635	1098

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19337	15205	17111	19303	21733
营业成本	11113	9071	10523	11794	13192
营业税金及附加	127	136	133	161	175
营业费用	4055	3349	3764	4227	4673
管理费用	1029	824	907	1004	1021
研发费用	414	292	394	386	435
财务费用	-123	-77	-147	-184	-210
资产减值损失	-619	-525	-499	-489	-490
其他收益	26	67	0	0	0
公允价值变动收益	11	-20	10	10	10
投资净收益	50	68	49	49	49
资产处置收益	-20	-3	0	0	0
营业利润	2152	1105	2095	2463	2996
营业外收入	6	5	56	67	34
营业外支出	30	23	21	21	24
利润总额	2129	1088	2130	2509	3006
所得税	595	294	565	673	814
净利润	1534	794	1565	1836	2192
少数股东损益	-16	-11	-15	-19	-24
归母净利润	1549	806	1580	1855	2216
EBITDA	2439	1286	2204	2546	3039
EPS(元)	0.57	0.30	0.59	0.69	0.82

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	23.0	-21.4	12.5	12.8	12.6
营业利润(%)	3.5	-48.7	89.6	17.6	21.6
归属于母公司净利润(%)	-8.5	-48.0	96.1	17.4	19.5
获利能力					
毛利率(%)	42.5	40.3	38.5	38.9	39.3
净利率(%)	8.0	5.3	9.2	9.6	10.2
ROE(%)	13.0	6.9	12.6	13.8	15.0
ROIC(%)	12.3	5.9	11.6	12.7	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	29.0	33.0	31.8	33.5	32.0
净负债比率(%)	-18.9	-43.4	-47.3	-48.6	-51.9
流动比率	2.8	2.6	2.7	2.6	2.7
速动比率	1.7	1.9	2.0	1.9	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.2	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	9.9	9.0	12.3	11.3	13.0
应付账款周转率	3.9	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.30	0.59	0.69	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.62	1.65	0.47	0.63	0.74
每股净资产(最新摊薄)	4.36	4.25	4.59	4.95	5.43
估值比率					
P/E	18.3	35.2	18.0	15.3	12.8
P/B	2.4	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	9.9	15.9	9.1	7.5	6.0

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