

晨光文具 (603899.SH) 一体两翼齐头并进，盈利能力保持稳定

2021年08月28日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

王宇俊 (联系人)

lvming@kysec.cn

wangyujun@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120080064

日期	2021/8/27
当前股价(元)	70.30
一年最高最低(元)	100.77/64.08
总市值(亿元)	652.21
流通市值(亿元)	648.17
总股本(亿股)	9.28
流通股本(亿股)	9.22
近3个月换手率(%)	26.88

● 业绩略高于预告中枢，一体两翼齐头并进，维持“买入”评级

2021H1 公司收入 76.9 亿元 (+61.4%)，归母净利润 6.7 亿元 (+43.4%)，扣非归母净利润 6.1 亿元 (+58.3%)。其中，2021Q2 单季度收入 38.7 亿元 (+44.7%)，归母净利润 3.4 亿元 (+44.3%)，扣非归母净利润 3.2 亿元 (+49.2%)。业绩略高于预告中枢，公司一体两翼齐头并进，五年战略顺利起步。我们维持盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 15.20/18.73/22.80 亿元，对应 EPS 为 1.64/2.02/2.46 元，当前股价对应 PE 为 42.9/34.8/28.6 倍，继续看好公司，维持“买入”评级。

● 盈利能力：毛利率受科力普影响有所下滑，但净利率整体保持稳定

2021H1，公司整体毛利率为 24.0% (-3.1pct)。其中 2021Q2，公司毛利率达 23.4% (-3.0pct)。根据品类拆分看，公司自主品牌毛利率保持稳定。2021H1，在原材料涨价背景下，公司晨光产品毛利率为 32.7%，同比仅下降 0.6pct。因此，公司毛利率下降主要受到科力普毛利率下降（落地服务商占比提升对净利率影响有限）以及科力普收入占比提升影响。但受益于费用率下降，净利率仍维持在较高水平，2021H1 公司归母净利率为 8.7% (-1.1pct)，扣非净利率为 8.0% (-0.2pct)。

● 传统核心业务持续稳健增长，晨光科力普和九木杂物社快速发展

(1) **传统核心业务**：根据中报披露（包含安硕、不含晨光科技），2021H1 收入 38.4 亿元 (+41.2%)，2021Q2 收入 18.5 亿元 (+33.2%)。若剔除安硕影响，我们预计传统核心业务 2021H1 收入约为 36.9 亿元，同比增长约 44%。(2) **晨光科力普**：2021H1 收入 31.3 亿元 (+95.5%)，毛利率 9.4% (-3.6pct)，净利润 0.7 亿元，净利率 2.3% (-0.2pct)，2021Q2 收入 16.6 亿元 (+59.8%)，毛利率 8.3%。(3) **九木杂物社**：2021H1 收入 4.4 亿元 (+126.0%)，2021Q2 收入 2.2 亿元 (+92.1%)。2021H1 末，九木杂物社门店数量合计达到 403 家（直营 276 家，加盟 127 家），2021H1 净开 42 家，2021Q2 净开 29 家（27 家直营，2 家加盟）。(4) **晨光科技**：2021H1 收入 2.3 亿元 (+12.7%)，2021Q2 收入 1.2 亿元 (+10.3%)。

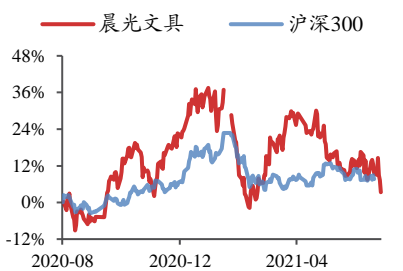
● **风险提示**：新品类及新业务拓展不及预期；行业竞争加剧影响盈利能力。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,141	13,138	16,186	19,811	24,142
YOY(%)	30.5	17.9	23.2	22.4	21.9
归母净利润(百万元)	1,060	1,255	1,520	1,873	2,280
YOY(%)	31.4	18.4	21.1	23.2	21.7
毛利率(%)	26.1	25.4	25.7	25.9	26.1
净利率(%)	9.5	9.6	9.4	9.5	9.4
ROE(%)	24.1	22.8	23.2	23.1	22.8
EPS(摊薄/元)	1.14	1.35	1.64	2.02	2.46
P/E(倍)	61.5	52.0	42.9	34.8	28.6
P/B(倍)	15.5	12.6	10.4	8.4	6.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩预告超出预期，新五年战略顺利起步》-2021.7.3

《公司信息更新报告-传统业务增速和盈利能力稳定，新业务快速扩张》-2021.4.28

《公司信息更新报告-2020Q4 业绩略超预期，晨光科力普增长大幅提速》-2021.3.30

目 录

1、 业绩略高于预告中枢，一体两翼齐头并进	3
2、 盈利能力：毛利率受科力普影响，净利率保持稳定	6
3、 经营性现金流稳定，营运能力维持正常水平	6
4、 盈利预测与投资建议	7
5、 风险提示	7
附： 财务预测摘要	8

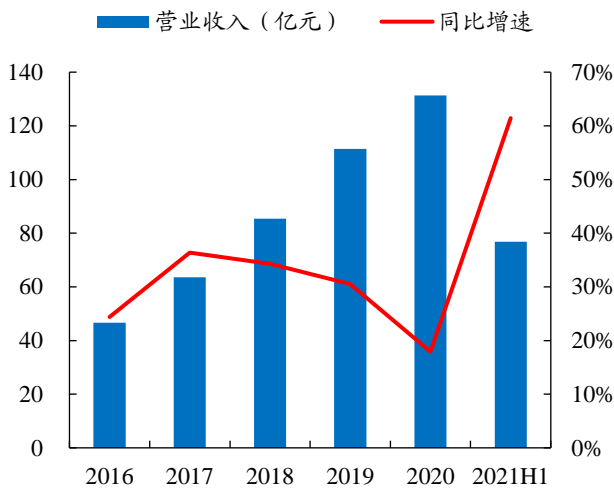
图表目录

图 1： 2021H1 公司收入同比增长 61.4%	3
图 2： 2021Q2 单季度公司收入同比增长 44.7%	3
图 3： 2021H1 公司归母净利润同比增长 43.4%	3
图 4： 2021Q2 单季度公司归母净利润同比增长 44.3%	3
图 5： 2021H1 扣非后归母净利润同比增长 58.3%	4
图 6： 2021Q2 单季度扣非后归母净利润同比增长 49.2%	4
图 7： 毛利率受科力普影响，净利率保持稳定	6
图 8： 2021H1 费用率同比下降 3.1pct	6
表 1： 各品类保持稳健增长	4
表 2： 公司一体两翼齐头并进，线上渠道稳步拓展	5

1、业绩略高于预告中枢，一体两翼齐头并进

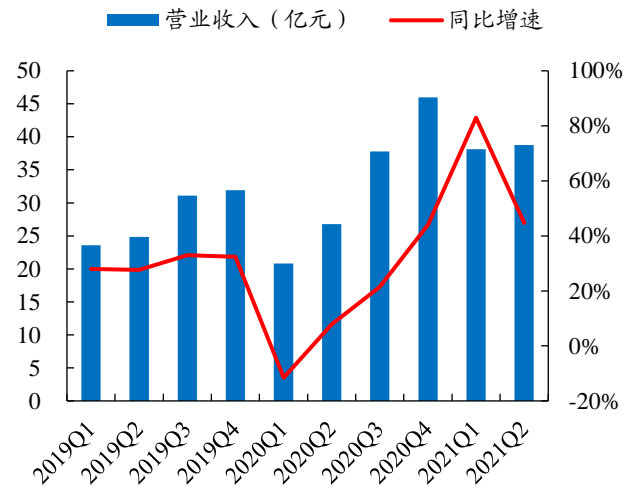
2021H1 公司收入 76.9 亿元 (+61.4%)，归母净利润 6.7 亿元 (+43.4%)，扣非归母净利润 6.1 亿元 (+58.3%)。其中，2021Q2 单季度收入 38.7 亿元 (+44.7%)，归母净利润 3.4 亿元 (+44.3%)，扣非归母净利润 3.2 亿元 (+49.2%)。

图1：2021H1 公司收入同比增长 61.4%



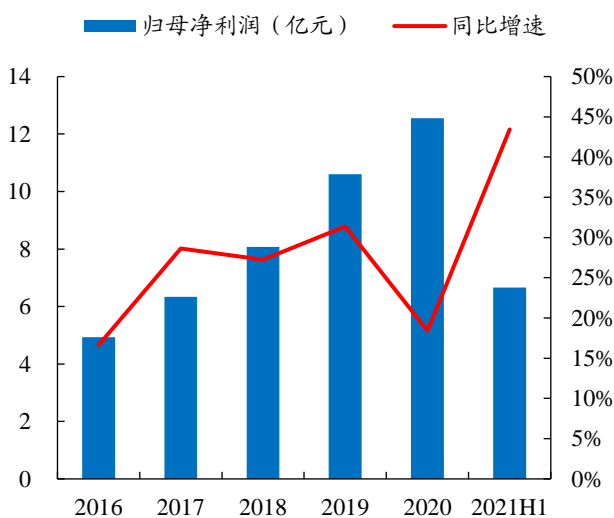
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2021Q2 单季度公司收入同比增长 44.7%



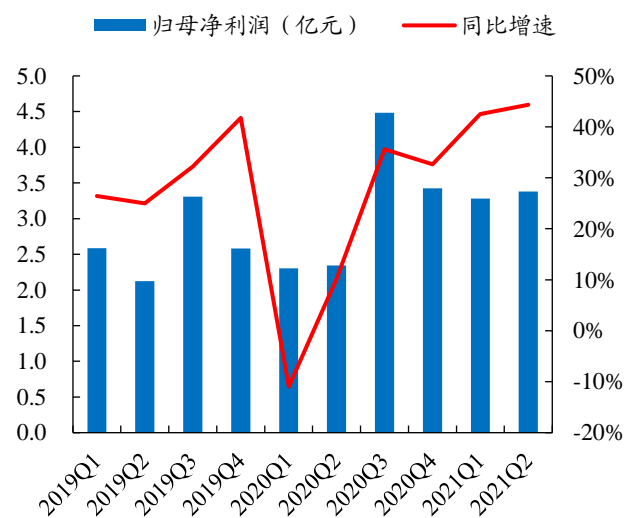
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2021H1 公司归母净利润同比增长 43.4%



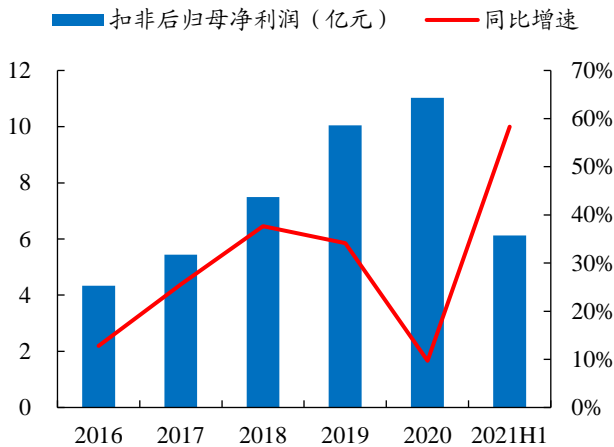
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2021Q2 单季度公司归母净利润同比增长 44.3%



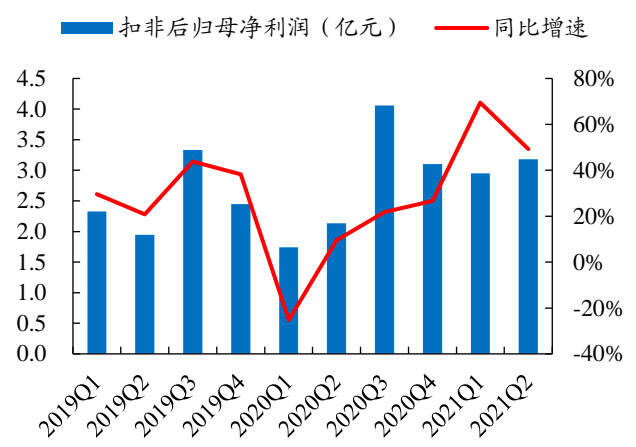
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5: 2021H1 扣非后归母净利润同比增长 58.3%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 2021Q2 单季度扣非后归母净利润同比增长 49.2%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

分品类看:

(1) **书写工具**: 2021H1 收入 14.6 亿元 (+46.7%), 毛利率 40.3% (-0.1pct), 其中 2021Q2 单季度收入约 7.9 亿元 (+38.7%), 毛利率 41.3%。

(2) **学生文具**: 2021H1 收入 14.1 亿元 (+37.7%), 毛利率 33.6% (-1.4pct), 其中 2021Q2 单季度收入约 6.4 亿元 (+31.1%), 毛利率 35.1%。

(3) **办公文具(不含办公直销)**: 2021H1 收入 14.6 亿元(+40.3%), 毛利率 26.4% (+0.3pct), 其中 2021Q2 单季度收入约 6.7 亿元 (+24.7%), 毛利率 24.4%。办公文具收入增速相对其他品类有所放缓, 或主要系高基数影响。

(4) **其他产品**: 2021H1 收入 2.4 亿元, 2021Q2 收入 1.2 亿元。

表1: 各品类保持稳健增长

收入: 亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021Q2
书写工具	15.0	16.5	17.9	19.5	21.9	22.8	14.6	7.9
YOY	11.6%	9.6%	8.6%	8.8%	12.4%	4.3%	46.7%	38.7%
毛利率	31.7%	32.4%	33.2%	34.8%	36.8%	40.8%	40.3%	41.3%
学生文具	11.5	13.7	16.3	18.6	26.5	27.1	14.1	6.4
YOY	26.6%	19.2%	18.9%	13.8%	42.4%	2.3%	37.7%	31.1%
毛利率	28.7%	29.6%	30.5%	33.5%	32.7%	33.4%	33.6%	35.1%
办公文具	7.7	10.4	15.8	20.3	23.5	28.2	14.6	6.7
YOY	42.0%	34.1%	52.3%	28.5%	15.8%	20.2%	40.3%	24.7%
毛利率	/	/	/	25.8%	26.5%	28.3%	26.4%	24.4%
办公直销	2.3	5.2	12.6	25.9	36.6	50.0	31.3	16.6
YOY	47.8%	126.9%	143.3%	106.0%	41.5%	36.7%	95.5%	60.1%
毛利率	/	/	/	13.7%	13.1%	11.0%	9.4%	8.3%
其他	0.9	0.9	1.0	1.2	3.0	3.3	2.4	1.2

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

分业务看:

(1) 传统核心业务: 根据中报披露 (包含安硕、不含晨光科技), 2021H1 收入 38.4 亿元 (+41.2%), 2021Q2 收入 18.5 亿元 (+33.2%)。

(2) 晨光科力普: 2021H1 收入 31.3 亿元 (+95.5%), 毛利率 9.4% (-3.6pct), 净利润 0.7 亿元, 净利率 2.3% (-0.2pct), 2021Q2 收入 16.6 亿元 (+59.8%), 毛利率 8.3%。公司继续积极拓展大客户, 加密地级市覆盖, 完善供应链体系 (2021 年初华东智能新仓一期投入使用)。报告期内, 公司毛利率下滑主要系落地服务商占比提升, 净利率有所下降主要系 2020H1 同期防疫物资等净利率相对较高。

(3) 零售大店: 2021H1 实现收入 4.9 亿元 (+106.8%), 2021Q2 收入 2.4 亿元 (+74.5%)。其中, 九木杂物社 2021H1 收入 4.4 亿元 (+126.0%), 2021Q2 收入 2.2 亿元 (+92.1%)。2021H1 末, 九木杂物社门店数量合计达到 403 家 (直营 276 家, 加盟 127 家), 2021H1 净开 42 家, 2021Q2 净开 29 家 (27 家直营, 2 家加盟)。晨光生活馆 2021H1 净关店 20 家, 收入同比增长 11%至 0.4 亿元。

(4) 晨光科技: 2021H1 收入 2.3 亿元 (+12.7%), 2021Q2 收入 1.2 亿元 (+10.3%)。报告期内, 晨光科技努力提升推广效率, 更加注重经营质量和盈利能力的提高。同时, 公司在线上积极开拓分销渠道, 我们预计线上渠道整体仍保持较快增长。

表2: 公司一体两翼齐头并进, 线上渠道稳步拓展

	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021Q2
传统核心业务 (含安硕, 不含晨光科技)	47.1	54.1	65.9	70.1	38.4	18.5
YOY	20.3%	14.8%	21.8%	6.4%	41.2%	33.2%
晨光科力普	12.6	25.9	36.6	50.0	31.3	16.6
YOY	143.3%	106.0%	41.5%	36.7%	95.5%	59.8%
毛利率	0.0%	13.7%	13.1%	11.0%	9.4%	8.3%
净利润	0.2	0.3	0.8	1.4	0.7	/
净利率	1.7%	1.2%	2.1%	2.9%	2.3%	/
零售大店 (合计)	2.1	3.1	6.0	6.5	4.9	2.4
YOY	35.4%	49.2%	96.3%	9.0%	106.8%	74.5%
其中, 九木	0	0	0	0	0	0
收入	0.4	1.5	4.6	5.6	4.4	2.2
YOY	0.0%	335.2%	200.9%	21.3%	126.0%	92.1%
门店数 (合计)	25	115	261	361	403	/
直营	0	0	158	237	276	/
加盟	0	0	103	124	127	/
其中, 生活馆	0	0	0	0	0	0
收入	1.7	1.5	1.4	1.0	0.4	0.2
YOY	12.2%	-10.0%	-8.3%	-31.3%	11.0%	-9.7%
门店数	152	140	119	80	60	/
晨光科技收入	1.9	2.3	3.0	4.7	2.3	1.2
YOY	135.0%	26.5%	26.6%	59.7%	12.7%	10.3%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

2、盈利能力：毛利率受科力普影响，净利率保持稳定

2021H1,公司整体毛利率为 24.0%(-3.1pct)。其中 2021Q2,公司毛利率达 23.4%(-3.0pct)。根据我们前文分品类拆分看,公司自主品牌毛利率保持稳定。2021H1,在原材料涨价背景下,公司自主品牌毛利率为 32.7%,同比仅下降 0.6pct。因此,公司毛利率下降主要受到科力普毛利率下降(落地服务商占比提升对净利率影响有限、2020H1 防疫物资等盈利能力高基数)以及科力普收入占比提升影响。

2021H1 费用率同比下降 3.1pct。

(1)销售费用率: 2021H1 同比下降 2.1pct 至 10.2%,主要源于运输装卸费下降以及收入快速增长。

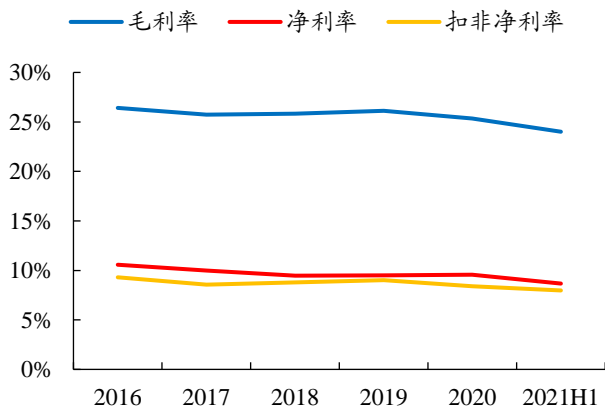
(2)管理费用率: 2021H1 同比下降 0.65pct 至 4.6%,主要系收入快速增长。其中,本报告期计提股权激励费用 4922 万元,2020H1 同期为 1711 万元。

(3)研发费用率: 2020 年同比下降 0.45pct 至 1.23%。

(4)财务费用率: 2020 年同比提升 0.11pct 至 0.05%,主要系行新租赁准则,新增与租赁相关利息费用,以及汇兑损益的影响。

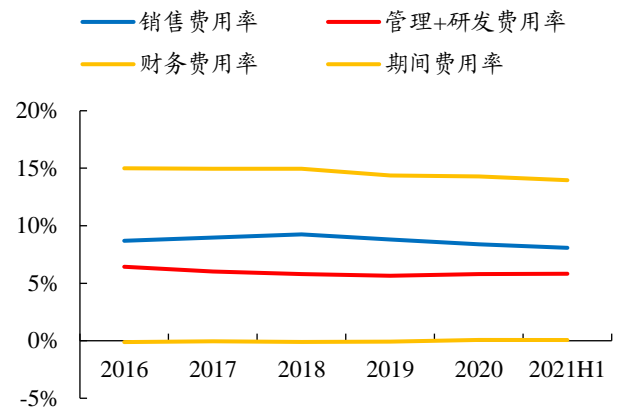
2021H1 公司归母净利率为 8.7%(-1.1pct),扣非归母净利率为 8.0%(-0.2pct),2021Q2 公司归母净利率为 8.7%(-0.02pct),扣非归母净利率为 8.2%(+0.25pct)。受益于费用率下降,公司整体净利率仍维持在较高水平。

图7: 毛利率受科力普影响,净利率保持稳定



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: 2021H1 费用率同比下降 3.1pct



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、经营性现金流稳定,营运能力维持正常水平

2021H1 公司经营性现金流大幅改善。2021H1,公司经营性现金流净额 3.6 亿元,同比增长 184.6%。其中,销售商品、提供劳务收到的现金 81.9 亿元,同比增长 62.8%。

2021H1 公司存货周转率提升,应收票据及应收账款周转率平稳。2021H1,公司存货和应收账款周转率分别为 4.1 次和 4.3 次,分别同比上升 1.5 次和 0.1 次。

4、盈利预测与投资建议

业绩略高于预告中枢，公司一体两翼齐头并进，五年战略顺利起步。我们维持盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 15.20/18.73/22.80 亿元，对应 EPS 为 1.64/2.02/2.46 元，当前股价对应 PE 为 42.9/34.8/28.6 倍，继续看好公司，维持“买入”评级。

5、风险提示

新品类及新业务拓展不及预期；行业竞争加剧影响盈利能力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5264	7241	8505	10977	13475
现金	1936	2562	2775	4744	5884
应收票据及应收账款	1026	1561	1626	2275	2479
其他应收款	118	142	285	215	354
预付账款	85	132	136	191	207
存货	1378	1323	2164	2030	3031
其他流动资产	721	1522	1519	1520	1520
非流动资产	2302	2469	2509	2620	2750
长期投资	36	35	34	33	32
固定资产	1164	1848	1921	2013	2129
无形资产	331	321	342	368	389
其他非流动资产	771	266	212	206	199
资产总计	7565	9710	11014	13597	16225
流动负债	2995	4165	4433	5505	6247
短期借款	183	180	0	0	0
应付票据及应付账款	1861	2602	2873	3808	4312
其他流动负债	951	1383	1560	1698	1935
非流动负债	109	104	104	104	104
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	109	104	104	104	104
负债合计	3104	4269	4537	5609	6350
少数股东权益	259	247	227	201	170
股本	920	927	928	928	928
资本公积	272	533	533	533	533
留存收益	3009	3907	4852	6017	7436
归属母公司股东权益	4202	5194	6250	7787	9704
负债和股东权益	7565	9710	11014	13597	16225

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1082	1272	1039	2510	1759
净利润	1076	1238	1499	1848	2249
折旧摊销	88	257	162	128	138
财务费用	-8	9	6	-14	10
投资损失	-24	-4	-25	-22	-20
营运资金变动	-243	-233	-603	570	-618
其他经营现金流	193	4	0	0	0
投资活动现金流	-74	-1065	-176	-218	-248
资本支出	378	324	40	113	130
长期投资	384	-751	1	1	1
其他投资现金流	688	-1493	-135	-104	-116
筹资活动现金流	-364	-200	-650	-323	-372
短期借款	183	-3	-180	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	7	0	0	0
资本公积增加	0	261	0	0	0
其他筹资现金流	-547	-466	-470	-323	-372
现金净增加额	636	-0	213	1969	1139

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11141	13138	16186	19811	24142
营业成本	8230	9807	12031	14680	17841
营业税金及附加	42	51	64	78	94
营业费用	980	1103	1408	1714	2100
管理费用	469	603	777	876	1069
研发费用	160	160	243	297	362
财务费用	-8	9	6	-14	10
资产减值损失	-18	-40	-16	-20	-24
其他收益	27	46	19	27	33
公允价值变动收益	5	32	0	0	0
投资净收益	24	4	25	22	20
资产处置收益	6	0	0	0	0
营业利润	1283	1409	1717	2250	2743
营业外收入	29	129	140	35	31
营业外支出	19	20	20	21	19
利润总额	1294	1517	1837	2264	2755
所得税	218	279	338	416	506
净利润	1076	1238	1499	1848	2249
少数股东损益	16	-17	-21	-25	-31
归母净利润	1060	1255	1520	1873	2280
EBITDA	1335	1708	1924	2279	2733
EPS(元)	1.14	1.35	1.64	2.02	2.46

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	30.5	17.9	23.2	22.4	21.9
营业利润(%)	37.3	9.8	21.9	31.0	21.9
归属于母公司净利润(%)	31.4	18.4	21.1	23.2	21.7
获利能力					
毛利率(%)	26.1	25.4	25.7	25.9	26.1
净利率(%)	9.5	9.6	9.4	9.5	9.4
ROE(%)	24.1	22.8	23.2	23.1	22.8
ROIC(%)	23.3	21.8	22.8	22.4	21.7
偿债能力					
资产负债率(%)	41.0	44.0	41.2	41.3	39.1
净负债比率(%)	-37.7	-42.8	-42.0	-58.7	-59.0
流动比率	1.8	1.7	1.9	2.0	2.2
速动比率	1.2	1.4	1.4	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.5	1.6	1.6	1.6
应收账款周转率	12.1	10.2	10.2	10.2	10.2
应付账款周转率	5.2	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.35	1.64	2.02	2.46
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.37	1.12	2.71	1.90
每股净资产(最新摊薄)	4.53	5.60	6.74	8.39	10.46
估值比率					
P/E	61.5	52.0	42.9	34.8	28.6
P/B	15.5	12.6	10.4	8.4	6.7
EV/EBITDA	47.3	36.1	31.9	26.0	21.3

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