

# 美年健康 (002044.SZ) 局部疫情暂时影响到检, 季度业绩环比改善趋势向好

2021 年 11 月 01 日

——公司信息更新报告

**投资评级: 买入 (维持)**
**蔡明子 (分析师)**
**古意涵 (联系人)**

caimingzi@kysec.cn

guyihan@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790121020007

|              |            |
|--------------|------------|
| 日期           | 2021/10/29 |
| 当前股价(元)      | 7.22       |
| 一年最高最低(元)    | 20.15/7.00 |
| 总市值(亿元)      | 282.61     |
| 流通市值(亿元)     | 277.14     |
| 总股本(亿股)      | 39.14      |
| 流通股本(亿股)     | 38.38      |
| 近 3 个月换手率(%) | 84.6       |

## 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-收入略超预期, 数字化建设进展快速》-2021.4.30

《公司信息更新报告-经营改善趋势不变, 仍保持对全年的业绩好转信心》-2021.4.13

《公司信息更新报告-Q4 正常经营利润超预期, 延续业绩好转趋势》-2021.1.30

### ● 局部疫情暂时影响到检, 季度业绩环比改善趋势向好, 维持“买入”评级

10 月 29 日, 公司发布 2021 三季报: 2021Q3 实现营收 24.64 亿元 (-5.83%), 归母净利润 1.87 亿元 (-30.04%), 扣非净利润 1.63 亿元 (-38.5%); 经营现金流净额 7.63 亿元 (+2504.84%), EPS0.05 元/股。2021 年前三季度实现营收 58.41 亿元 (+31.57%), 归母净利润-2.41 亿元 (+53.91%), 扣非净利润-2.13 亿元 (+59.71%), 经营现金流净额 4.74 亿元 (+168.07%)。公司处于经营改善过程中。考虑到疫情影响以及质控成本增加等因素, 我们下调 2021-2023 年盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.05(原为 8)、6.10(原为 10)、9.14(原为 13)亿元、EPS 分别为 0.08/0.16/0.23 元, 当前股价对应 P/E 分别为 92.7/46.3/30.9 倍, 在提升医质、品牌形象提升、数字化全方位助力等因素下, 公司已经进入量、价、质三重提升的拐点期, 维持“买入”评级。

### ● 国内局部地区疫情加大业绩不均衡, Q4 有望逐步确认收入

从收入端来看, 公司健康体检业务具有季节性特征, 存在上、下半年客户流量和收入不均衡的情况, 由于 2020 上半年的疫情影响, 体检客户集中 2020 下半年到检, 短期内加剧了上、下半年的不均衡, 由于年度体检间隔时间较短, 2021 前三季度收入增速暂缓, 加之 2021Q3 河南水灾以及江苏、湖南、福建、哈尔滨等地区疫情反复, 对业绩也造成一定影响。从利润端来看, 由于门店数量的增加带来相应成本费用增加, 提升医质和数字化转型背景下总部费用预计也有增加等因素, 导致 Q3 利润端同比负增长, 但我们认为从三季报数据看, 公司收入利润逐季改善, 整体业绩好转趋势不变, 仍对 Q4 业绩恢复保持信心。

### ● 加大体检主业聚焦力度, 发布员工持股计划提升凝聚力

10 月 29 日, 公司公告称拟对全资子公司美年大健康产业 (集团) 有限公司增资 17 亿元, 将进一步增强其对外投资能力, 从而有利于公司做大做强体检主业。公司 2021 年 8 月发布 2021 年员工持股计划, 覆盖面较大, 有望提高员工凝聚力。

### ● 风险提示: 体检中心扩张过程中的管理风险。

## 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2019A  | 2020A | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 8,525  | 7,815 | 8,831 | 10,155 | 11,679 |
| YOY(%)     | 0.8    | -8.3  | 13.0  | 15.0   | 15.0   |
| 归母净利润(百万元) | -866   | 554   | 305   | 610    | 914    |
| YOY(%)     | -205.6 | 163.9 | -44.9 | 100.0  | 49.8   |
| 毛利率(%)     | 43.8   | 37.1  | 37.9  | 40.6   | 42.9   |
| 净利率(%)     | -10.2  | 7.1   | 3.5   | 6.0    | 7.8    |
| ROE(%)     | -8.8   | 7.4   | 3.4   | 6.3    | 8.7    |
| EPS(摊薄/元)  | -0.22  | 0.14  | 0.08  | 0.16   | 0.23   |
| P/E(倍)     | -32.6  | 51.0  | 92.7  | 46.3   | 30.9   |
| P/B(倍)     | 3.9    | 3.5   | 3.4   | 3.2    | 2.9    |

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

|                                                    |   |
|----------------------------------------------------|---|
| 1、国内局部地区疫情加大业绩不均衡，前三季度仍有部分个检未确认到检，Q4有望逐步确认收入 ..... | 3 |
| 2、加大体检主业聚焦力度，发布员工持股计划提升凝聚力 .....                   | 4 |
| 3、盈利预测与投资建议 .....                                  | 4 |
| 4、风险提示 .....                                       | 5 |
| 附：财务预测摘要 .....                                     | 6 |

## 图表目录

|                    |   |
|--------------------|---|
| 表 1：美年健康盈利预测 ..... | 4 |
|--------------------|---|

## 1、国内局部地区疫情加大业绩不均衡，前三季度仍有部分个检未确认到检，Q4有望逐步确认收入

10月29日，公司发布2021三季报：2021Q3实现营收24.64亿元（-5.83%），归母净利润1.87亿元（-30.04%），扣非净利润1.63亿元（-38.5%）；经营现金流净额7.63亿元（+2504.84%），EPS0.05元/股。2021年前三季度实现营收58.41亿元（+31.57%），归母净利润-2.41亿元（+53.91%），扣非净利润-2.13亿元（+59.71%），经营现金流净额4.74亿元（+168.07%）。公司处于经营改善过程中。

分季度看，公司Q1/Q2/Q3收入分别为13.32亿元（同比2019Q1+4.17%）、20.45亿元（同比2019Q2-13.44%，环比2021Q1+53.51%）、24.64亿元（同比2019Q3-6.53%，同比2020Q3-5.38%，环比2021Q2+20.51%），**2021Q1至Q3收入逐季增长**；归母净利润分别为-4.24亿元（较2019Q1-3.05亿元）、-0.04亿（较2019Q2-1.39亿元）、1.87亿（同比2019Q3-50.11%，同比2020Q3-29.58%），**2021Q1至Q2利润逐季减亏明显，Q3利润负增长我们预计与收入同比下降、质控等成本增加有关**；扣非净利润分别为-3.89亿元（同比2019Q1-43.98%）、0.14亿元（同比2019Q2-89.86%）、1.63亿元（同比2019Q3-56.84%，同比2020Q3-38.56%）；经营现金流净额分别为-6.98亿元（同比2019Q1-25.67%）、4.09亿元（同比2019Q2+956.89%）、7.63亿元（同比2019Q3+1463.34%）。

从收入端来看，公司健康体检业务具有季节性特征，存在上、下半年客户流量和收入不均衡的情况，由于2020上半年的疫情影响，体检客户集中2020下半年到检，短期内加剧了上、下半年的不均衡，由于年度体检间隔时间较短，2021前三季度收入增速暂缓，加之2021Q3河南水灾以及江苏、湖南、福建、哈尔滨等地区疫情反复，对业绩也造成一定影响。从利润端来看，由于门店数量的增加带来相应成本费用增加，提升医质和数字化转型背景下总部费用预计也有增加等因素，导致Q3利润端同比负增长，但我们认为从三季报数据看，公司收入利润逐季改善，整体业绩好转趋势不变，仍对Q4业绩恢复保持信心。

从合同负债（主要为个检卡预售金额）看，2019年Q3末金额为8.8亿元，2020年Q3末金额为11.39亿元，2020年底金额为17.52亿元，2021Q1金额为16.83亿元，2021Q2末金额为14.82亿元，2021Q3末金额为13.68亿元，既表明2020年Q4新春卡预售情况良好，也说明部分个检卡在前三季度未到检确认收入，对比2019-2021年Q3末金额，2021年Q3末合同负债分别较2019、2020年同期高4.88、2.29亿元，而2021Q3收入分别较2019、2020年同期低1.4、1.7亿元，由此，从订单量上来看公司经营稳健，主要由于到检不及预期导致收入增速放缓，随着进入Q4旺季，预计Q4业绩有望释放。

从毛利率来看，2021Q3公司整体毛利率43.49%（同比2020Q3-2.43pct，同比2019Q3-6.05pct），但环比来看，公司盈利能力随着业务规模扩大持续改善，2021Q1-Q3的毛利率分别为15.83%、37.07%、43.49%。从净利率来看，2021Q3公司扣非净利率6.61%（同比2020Q3-3.57pct，同比2019Q3-7.70pct），归母净利率7.58%（同比2020Q3-2.60pct，同比2019Q3-6.62pct）。

从费用端来看，2021Q3销售费用率20.63%（同比2020Q3+1.06pct）；管理费用率7.41%（+2.53pct），主要系2020年同期社保减免导致当期人力成本下降；财务费用率3.17%（+1.11pct，同比2019Q3-2.03pct）。

从现金流来看,2021Q3 公司经营现金流净额 7.63 亿元(同比 2020Q3+2504.84%),筹资现金流净额-5.56 亿元(-596.61%),主要系收到代收代付员工持股款及适用新租赁准则,相关房屋租金现金支出列示于筹资活动产生的现金流项目导致;投资现金流净额-1.45 亿元(同比 2020Q3-65.17%),主要系收回个别被投资单位投资及收回处置子公司的股权款增加所致。公司截至 2021Q3 末现金及现金等价物余额为 12.9 亿元,现金较为充足。

## 2、加大体检主业聚焦力度,发布员工持股计划提升凝聚力

**加大聚焦体检主业力度:**10 月 29 日,公司公告称拟对全资子公司美年大健康产业(集团)有限公司增资 17 亿元,此次增资完成后,美年大健康注册资本将从人民币 15 亿元增至人民币 32 亿元,将进一步增强美年大健康的资本实力,优化其资产负债结构,增强其对外投资能力,从而有利于公司做大做强体检主业。9 月 29 日,公司发布公告称,拟对部分参股公司进行增资,此次对外投资基于公司专注健康体检主业的发展战略,有利于全方位强化公司规模优势,形成旗下多品牌协同发展,持续完善体检市场布局。

**员工持股计划下绑定双方利益,提升员工凝聚力:**公司于 2021 年 8 月发布 2021 年员工持股计划,除了公司董事、监事及高管 9 人外,另不超过 2991 名员工参与此次计划,该部分员工占持股计划比例为 82.9%,由此,此次员工持股计划覆盖面较大,有望提高员工的凝聚力和公司竞争力,实现公司、股东和员工利益的一致性,促进公司长期稳健发展。

## 3、盈利预测与投资建议

考虑到疫情影响以及质控成本增加等因素,我们下调 2021-2023 年盈利预测,预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.05(原为 8)、6.10(原为 10)、9.14(原为 13)亿元、EPS 分别为 0.08/0.16/0.23 元,当前股价对应 P/E 分别为 92.7/46.3/30.9 倍,在提升医质、品牌形象提升、数字化全方位助力等因素下,公司已经进入量、价、质三重提升的拐点期,维持“买入”评级。

表1: 美年健康盈利预测

| 指标         | 2019A  | 2020A | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 8,525  | 7,815 | 8,831 | 10,155 | 11,679 |
| YOY(%)     | 0.8    | -8.3  | 13.0  | 15.0   | 15.0   |
| 归母净利润(百万元) | -866   | 554   | 305   | 610    | 914    |
| YOY(%)     | -205.6 | 163.9 | -44.9 | 100.0  | 49.8   |
| 毛利率(%)     | 43.8   | 37.1  | 37.9  | 40.6   | 42.9   |
| 净利率(%)     | -10.2  | 7.1   | 3.5   | 6.0    | 7.8    |
| ROE(%)     | -8.8   | 7.4   | 3.4   | 6.3    | 8.7    |
| EPS(摊薄/元)  | -0.22  | 0.14  | 0.08  | 0.16   | 0.23   |
| P/E(倍)     | -32.6  | 51.0  | 92.7  | 46.3   | 30.9   |
| P/B(倍)     | 3.9    | 3.5   | 3.4   | 3.2    | 2.9    |

数据来源:公司公告、开源证券研究所

#### 4、风险提示

体检中心扩张过程中的管理风险。

## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 8691  | 7720  | 6837  | 7192  | 7949  |
| 现金               | 4760  | 3545  | 4301  | 1801  | 3965  |
| 应收票据及应收账款        | 2295  | 2539  | 1447  | 3426  | 2476  |
| 其他应收款            | 385   | 614   | 153   | 792   | 347   |
| 预付账款             | 214   | 189   | 167   | 279   | 255   |
| 存货               | 130   | 133   | 127   | 176   | 164   |
| 其他流动资产           | 909   | 700   | 643   | 717   | 742   |
| <b>非流动资产</b>     | 10227 | 10616 | 10410 | 10883 | 11195 |
| 长期投资             | 162   | 1049  | 1051  | 1310  | 1625  |
| 固定资产             | 2608  | 2384  | 2432  | 2535  | 2650  |
| 无形资产             | 164   | 158   | 178   | 199   | 203   |
| 其他非流动资产          | 7293  | 7025  | 6749  | 6840  | 6716  |
| <b>资产总计</b>      | 18919 | 18336 | 17247 | 18075 | 19144 |
| <b>流动负债</b>      | 7983  | 8022  | 7069  | 7530  | 7940  |
| 短期借款             | 2309  | 1938  | 1951  | 3799  | 2088  |
| 应付票据及应付账款        | 864   | 1087  | 681   | 1384  | 953   |
| 其他流动负债           | 4810  | 4997  | 4437  | 2347  | 4899  |
| <b>非流动负债</b>     | 2782  | 1622  | 1180  | 938   | 683   |
| 长期借款             | 2551  | 1441  | 1011  | 754   | 491   |
| 其他非流动负债          | 231   | 181   | 170   | 184   | 191   |
| <b>负债合计</b>      | 10765 | 9644  | 8249  | 8468  | 8622  |
| 少数股东权益           | 838   | 720   | 720   | 720   | 720   |
| 股本               | 3920  | 3914  | 3914  | 3914  | 3914  |
| 资本公积             | 2440  | 2538  | 2538  | 2538  | 2538  |
| 留存收益             | 1256  | 1810  | 2115  | 2725  | 3639  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 7316  | 7973  | 8278  | 8888  | 9802  |
| 负债和股东权益          | 18919 | 18336 | 17247 | 18075 | 19144 |

| 现金流量表(百万元)     | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1260  | 973   | 3595  | -2858 | 5075  |
| 净利润            | -714  | 645   | 305   | 610   | 914   |
| 折旧摊销           | 709   | 697   | 517   | 580   | 432   |
| 财务费用           | 438   | 311   | 306   | 213   | 229   |
| 投资损失           | -136  | -1243 | -5    | -5    | -5    |
| 营运资金变动         | -188  | 33    | 2404  | -4249 | 3519  |
| 其他经营现金流        | 1150  | 530   | 68    | -7    | -15   |
| <b>投资活动现金流</b> | -1440 | -323  | -361  | -1042 | -731  |
| 资本支出           | 429   | 326   | 137   | -5    | -20   |
| 长期投资           | -354  | -418  | -2    | -362  | -315  |
| 其他投资现金流        | -1365 | -415  | -226  | -1408 | -1066 |
| <b>筹资活动现金流</b> | 2486  | -1858 | -2478 | -247  | -534  |
| 短期借款           | -105  | -371  | 13    | 202   | -65   |
| 长期借款           | 301   | -1109 | -431  | -257  | -262  |
| 普通股增加          | 798   | -6    | -0    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 1108  | 98    | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 383   | -470  | -2061 | -191  | -206  |
| <b>现金净增加额</b>  | 2306  | -1207 | 756   | -4146 | 3810  |

| 利润表(百万元)     | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>  | 8525  | 7815  | 8831  | 10155 | 11679 |
| 营业成本         | 4790  | 4919  | 5480  | 6027  | 6666  |
| 营业税金及附加      | 14    | 9     | 13    | 13    | 23    |
| 营业费用         | 2031  | 1885  | 1943  | 2220  | 2482  |
| 管理费用         | 603   | 574   | 618   | 812   | 993   |
| 研发费用         | 47    | 46    | 53    | 41    | 54    |
| 财务费用         | 438   | 311   | 306   | 213   | 229   |
| 资产减值损失       | -1047 | -339  | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益         | 12    | 37    | 15    | 18    | 20    |
| 公允价值变动收益     | -48   | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益        | 136   | 1243  | 5     | 5     | 5     |
| 资产处置收益       | -6    | -5    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>  | -449  | 829   | 438   | 851   | 1256  |
| 营业外收入        | 10    | 11    | 9     | 10    | 10    |
| 营业外支出        | 47    | 56    | 40    | 48    | 48    |
| <b>利润总额</b>  | -486  | 784   | 407   | 813   | 1218  |
| 所得税          | 228   | 139   | 102   | 203   | 305   |
| <b>净利润</b>   | -714  | 645   | 305   | 610   | 914   |
| 少数股东损益       | 153   | 91    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归母净利润</b> | -866  | 554   | 305   | 610   | 914   |
| EBITDA       | 389   | 1587  | 964   | 1505  | 1763  |
| EPS(元)       | -0.22 | 0.14  | 0.08  | 0.16  | 0.23  |

| 主要财务比率         | 2019A  | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | 0.8    | -8.3  | 13.0  | 15.0  | 15.0  |
| 营业利润(%)        | -134.6 | 284.6 | -47.1 | 94.1  | 47.6  |
| 归属于母公司净利润(%)   | -205.6 | 163.9 | -44.9 | 100.0 | 49.8  |
| <b>获利能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 43.8   | 37.1  | 37.9  | 40.6  | 42.9  |
| 净利率(%)         | -10.2  | 7.1   | 3.5   | 6.0   | 7.8   |
| ROE(%)         | -8.8   | 7.4   | 3.4   | 6.3   | 8.7   |
| ROIC(%)        | -3.2   | 5.4   | 2.9   | 5.0   | 7.8   |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 56.9   | 52.6  | 47.8  | 46.8  | 45.0  |
| 净负债比率(%)       | 32.4   | 23.3  | -10.0 | 33.4  | -8.6  |
| 流动比率           | 1.1    | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 1.0   |
| 速动比率           | 0.9    | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.9   |
| <b>营运能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.5    | 0.4   | 0.5   | 0.6   | 0.6   |
| 应收账款周转率        | 4.0    | 3.2   | 4.4   | 4.2   | 4.0   |
| 应付账款周转率        | 5.7    | 5.0   | 6.2   | 5.8   | 5.7   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | -0.22  | 0.14  | 0.08  | 0.16  | 0.23  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.32   | 0.25  | 0.92  | -0.73 | 1.30  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 1.87   | 2.04  | 2.11  | 2.27  | 2.50  |
| <b>估值比率</b>    |        |       |       |       |       |
| P/E            | -32.6  | 51.0  | 92.7  | 46.3  | 30.9  |
| P/B            | 3.9    | 3.5   | 3.4   | 3.2   | 2.9   |
| EV/EBITDA      | 81.6   | 19.5  | 29.1  | 21.4  | 15.9  |

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