

巨星农牧 (603477.SH) 兼具成本及资金优势，护航公司逆周期扩张

2022 年 03 月 22 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

陈雪丽（分析师）

李怡然（联系人）

chenxueli@kysec.cn

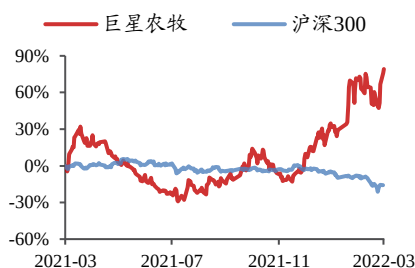
liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790121050058

日期	2022/3/22
当前股价(元)	24.84
一年最高最低(元)	26.74/9.54
总市值(亿元)	125.71
流通市值(亿元)	119.66
总股本(亿股)	5.06
流通股本(亿股)	4.82
近 3 个月换手率(%)	197.29

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-整合全球优质资源，现代化养殖巨星登场》- 2021.12.24

● 公司兼具养殖成本及资金优势，践行逆周期扩张战略，维持“买入”评级

巨星农牧公开发行可转换公司债券于 3 月 21 日获证监会审核通过。可转债的发行将助力公司“德昌一体化项目”于年内顺利交付投产。周期底部阶段，公司有序推进项目建设及产能扩张。公司预计 2022-2023 年生猪出栏目标分别为 150/300 万头。基于此，上调 2022 年预测，下调 2023 年预测，新增 2024 年预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.16/17.75/23.73 亿元（2022-2023 年前预测值为 -2.15/22.70 亿元），对应 EPS 分别为 0.62/3.51/4.69 元，当前股价对应 PE 为 35.6/6.3/4.7 倍。公司兼具养殖成本优势及资金优势，维持“买入”评级。

● 2021 年公司生猪销量大幅增长，种猪性能及育肥成本优势明显

公司 2021 年生猪产品实现营收 17.92 亿元，总营收占比 60.27%。销售生猪 87.10 万头，同比增长 308.87%。销售结构来看，公司育肥猪、仔猪、种猪销量分别约 62/15/10 万头，此外销售淘汰母猪约 4 万头。2021H1 公司四阴健康种猪（蓝耳、伪狂犬 GE、PED、非瘟抗原抗体检测均为阴性）销售顺畅，种猪销售贡献全年利润实现主体。2021H2 受行业生猪价格下行影响，公司仔猪外售转自育肥，得益于种猪优势，公司断奶仔猪成本较低；同时具备饲料转化率高、肉质性状等生产性能。经测算，公司 2021 年育肥猪完全成本约 16.9 元/公斤。我们预计公司 2022-2024 年生猪全成本将分别有望降至 16.0/15.2/14.5 元/公斤。

● 公司周期底部现金压力较小，“逆周期规模管理”可完成度较高

公司生猪养殖业务采取“逆周期规模管理”的发展策略，截至 2021 年末公司能繁母猪存栏约 13 万头（基母 10 万头），支撑公司 2022-2023 年 150/300 万头生猪出栏目标。截至 2021 年底，公司资产总额 60.16 亿元（+40.05%），公司资产负债率 44.68%。预计公司 2022 年资本开支 20-25 亿元，将主要用于德昌等生猪养殖项目的工程建设。综合来看，公司当前资金压力较小，后续可融资空间相对较大，以较好支撑公司产能实现逆周期扩张。

● **风险提示：**动物疫病发生不确定性，新冠疫情压制消费及公司销售节奏等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,439	2,983	3,942	7,664	12,012
YOY(%)	159.1	107.3	32.2	94.4	56.7
归母净利润(百万元)	128	259	316	1,775	2,373
YOY(%)	223.1	102.8	22.0	461.8	33.7
毛利率(%)	30.7	19.0	17.1	29.7	25.6
净利率(%)	8.9	8.7	8.0	23.2	19.8
ROE(%)	4.9	8.0	8.9	33.6	31.1
EPS(摊薄/元)	0.25	0.51	0.62	3.51	4.69
P/E(倍)	88.1	43.4	35.6	6.3	4.7
P/B(倍)	4.2	3.4	3.1	2.1	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 资金优势助力公司践行逆周期规模管理战略	3
1.1、 可转债获审通过，助力公司“德昌项目”年内顺利交付投产	3
1.2、 公司资产负债率仍相对较低，后续可融资空间较大	4
2、 种猪性能压低投苗成本，养殖管理能力增效期间效益	4
3、 盈利预测及投资建议	6
4、 风险提示	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

图 1： 2021 年公司资本支出 11.74 亿元	4
图 2： 公司在建工程主要为生猪养殖项目	4
图 3： 2021 年公司主营收入 29.73 亿元，同增 112.74%	5
图 4： 生猪销售收入贡献主营收入的 60.3%	5
图 5： 预计公司 2022-2023 年将分别出栏生猪 150 万头及 300 万头	6
表 1： 公司本次拟非公开发行可转债募集资金 10 亿元	3
表 2： “德昌一体化项目”预计总投资金额 19.2 亿元，固定资产投入金额 16.9 亿元	3
表 3： 公司资金优势明显，负债率及权益乘数较低，融资空间仍相对较大	4
表 4： 公司 2021H1 及 Q4 均实现盈利（亿元）	5
表 5： 2021 年公司主营产品销量均实现同比增长	5

1、资金优势助力公司践行逆周期规模管理战略

1.1、可转债获审通过，助力公司“德昌项目”年内顺利交付投产

2022年3月21日，巨星农牧公开发行可转换公司债券获得中国证监会审核通过。公司本次拟公开发行可转债募集资金总额不超过10亿元，募集资金主要用于德昌巨星生猪繁育一体化项目及补充公司流动资金。

表1：公司本次拟非公开发行可转债募集资金10亿元

项目名称	项目总投资额（亿元）	本次募集资金拟投入金额（亿元）
德昌巨星生猪繁育一体化项目	19.2	7.5
补充流动资金	2.5	2.5
合计	21.7	10.0

数据来源：公司公告、开源证券研究所

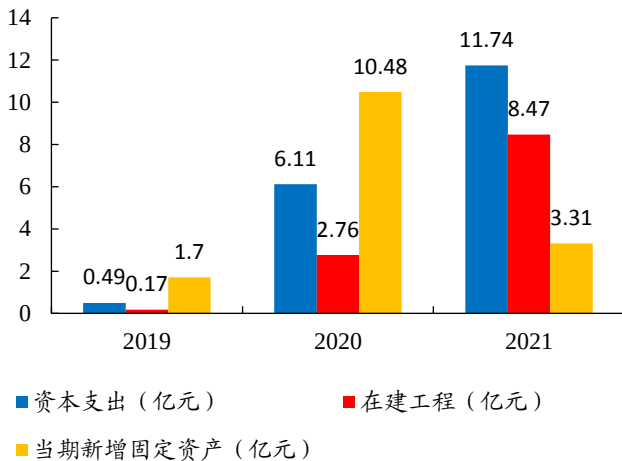
公司“德昌繁育一体化项目”年生猪出栏产能达97.2万头。公司德昌一体化项目于2021年6月启动，项目预计总投资金额19.2亿元，其中固定资产投入金额16.9亿元。截至2021年10月31日，公司已对该项目支付款项2.6亿元。截至2021年底，德昌项目中的公猪舍已建设完工，生活区、饲料区部分主体结构已完成，养殖区主体施工进度完成约70%。公司预计项目整体将于2022年年内完工并投产使用。我们认为，随着公司可转债的顺利发行，将助力公司“德昌项目”工程建设进度及交付时间的顺利推进，在投产进猪进度上支撑公司2023年在2022年出栏目标上增量150万头中的67%的主体增量目标。

表2：“德昌一体化项目”预计总投资金额19.2亿元，固定资产投入金额16.9亿元

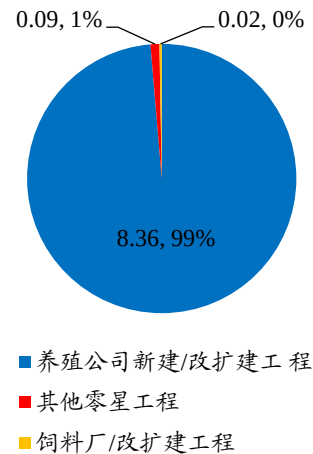
工程或费用名称	投资总额（亿元）	占投资总额比例
建筑工程及附属设施投资	10.0	52.3%
设备投资	6.9	35.9%
引种投资	1.1	5.7%
铺底流动资金	0.8	3.9%
其他投资	0.4	2.2%
总投资合计	19.2	100.0%
其中：固定资产投入金额	16.9	88.2%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

猪价周期底部阶段，公司在保证现金流安全的前提下有序推进项目建设进度，采用多种方式（自建、租赁）进行项目建设，以提高资金使用效率。截至2021年报告期末，公司资本支出金额11.74亿元；固定资产规模17.54亿元，同比增加3.31亿元；在建工程8.47亿元，主要以生猪养殖项目建设投入为主。我们预计公司2022年资本开支规模约20-25亿区间，除加快推进“德昌项目”竣工投产外，公司预计将持续推进宜宾、古蔺、平塘、雅安等5个养殖项目于2022年底或2023年初竣工投产。

图1：2021 年公司资本支出 11.74 亿元


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：公司在建工程主要为生猪养殖项目


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、公司资产负债率仍相对较低，后续可融资空间较大

截至 2021 年报告期末，公司资产负债率仅为 44.7%，相较行业比较优势明显。公司 10 亿可转债发行后，预计对公司资产负债率将短期抬升，但幅度相对有限，随着后期转股资产负债率将下降。公司亦可通过发行债券、增加长期贷款及短期拆借实现债务融资。权益乘数来看，公司权益比率较低，为后期股权融资提供空间。因此综合来看，公司周期低谷阶段具备较好的可融资空间，资金压力较小，为公司开展逆周期规模管理提供了相对较优的资本结构。

表3：公司资金优势明显，负债率及权益乘数较低，融资空间仍相对较大

		资产负债率 (%)	权益乘数
002100.SZ	天康生物	54.8	2.2
002567.SZ	唐人神	54.4	2.2
002714.SZ	牧原股份	57.8	2.4
300498.SZ	温氏股份	61.7	2.6
603363.SH	傲农生物	80.0	5.0
平均值		61.7	2.9
603477.SH	巨星农牧	44.7	1.8

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、种猪性能压低投苗成本，养殖管理能力增效期间效益

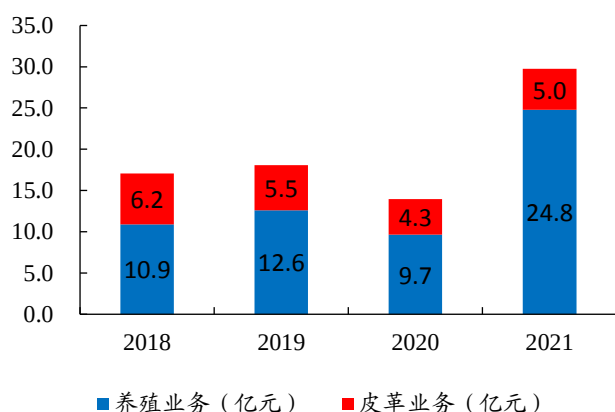
巨星农牧 2021 年实现总营收 29.83 亿元，同比增长 107.26%（主营业务收入 29.73 亿元，同比增长 112.74%），实现归母净利润 2.59 亿元，同比增长 102.84%。2021H1 公司四阴健康种猪（蓝耳、伪狂犬 GE、PED、非瘟抗原抗体检测均为阴性）销售顺畅，种猪销售贡献全年利润实现主体部分。2021Q3 受行业生猪价格下行影响，公司仔猪外售转自育肥，行业低销售均价下录得单季亏损。但得益于种猪优势，公司断奶仔猪成本较低，且具备饲料转化率高、肉质性状好、适应性强等生产性能特征，进而育肥成活率及育肥效率较高。经测算，公司 2021 年育肥猪完全成本约 16.9 元/公斤，2021Q4 育肥猪出栏成本降至约 16.7 元/公斤。川渝冬季腌腊需求旺盛，猪肉消费相对行业存在溢价，公司于 Q4 育肥猪销售实现扭亏。

表4: 公司 2021H1 及 Q4 均实现盈利 (亿元)

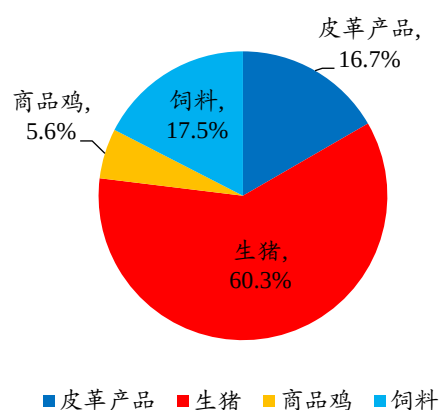
项目	Q1	Q2	Q3	Q4	2021 年合计
营业收入	7.20	7.34	6.30	8.99	29.83
归母净利润	2.31	0.57	-0.86	0.56	2.59
扣非净利润	2.26	0.66	-0.86	1.02	3.08
经营活动产生的 现金流量净额	0.73	2.36	-2.05	0.51	1.55

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

分业务营收贡献来看, 2021 年生猪养殖业务实现营收 24.78 亿元, 同比增长 156.75%; 皮革行业实现营收 4.95 亿元, 同比增长 14.55%。公司主营业务收入中养殖业务占比已经提升至 83.24%。分产品营收贡献来看, 2021 年公司生猪、饲料、商品鸡及皮革业务分别实现营收 17.72 亿元、5.19 亿元、1.67 亿元、4.95 亿元, 分别在主营收入中占比 60.3%、17.5%、5.6%、16.7%。产品销售数据来看, 公司 2021 年销售生猪 87.10 万头, 同比增长 308.87%, 外销饲料 11.66 万吨, 同比增长 74.52%, 销售商品鸡 482.74 万羽, 同比增长 84.97%, 销售皮革产品 4477.75 万平方英尺, 同比增长 12.68%。

图3: 2021 年公司主营收入 29.73 亿元, 同增 112.74%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 生猪销售收入贡献主营收入的 60.3%


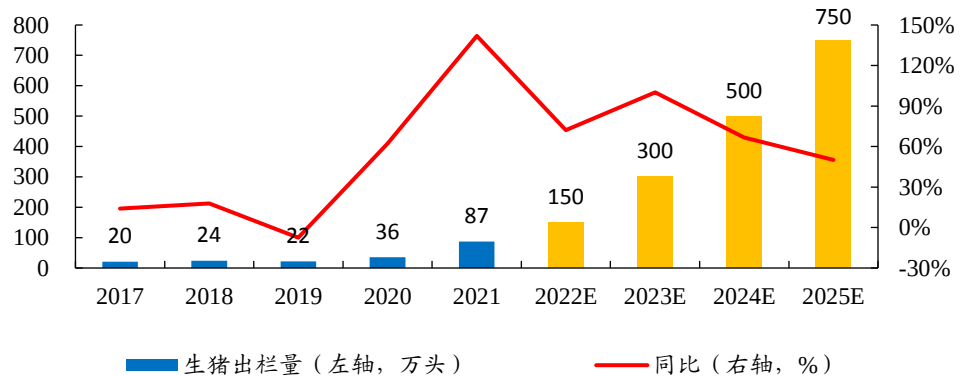
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表5: 2021 年公司主营产品销量均实现同比增长

主要产品	单位	销售量	销量同比
皮革产品	万平方英尺	4477.8	12.7%
饲料	万吨	11.7	74.5%
商品鸡	万羽	482.7	85.0%
生猪	万头	87.1	308.9%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

生猪销售结构来看, 2021 年公司分别销售育肥猪、仔猪、种猪约 62/15/10 万头, 此外公司 2021 年销售淘汰母猪约 4 万头。截至 2021 年报告期末, 公司母猪存栏约 13 万头, 其中基础母猪存栏约 10 万头, 后备母猪约 3 万头。基于公司 PIC 优质猪群高效生产效率, 将支撑公司未来 2 年实现生猪年出栏量同比增长翻倍目标, 即 2022-2023 年年分别实现出栏生猪 150 万头及 300 万头。预计 2022 年公司仍将能够通过销售优质种猪实现利润兑现, 在周期底部展现出较好的业绩韧性。

图5：预计公司 2022-2023 年将分别出栏生猪 150 万头及 300 万头


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司养殖成本优势明显。猪价低位阶段，成本优势将帮助公司压低经营活动净现金流出金额，缓解底部经营性资金需求，以支撑公司资本支出投入，实现逆周期规模扩张；**猪价上行阶段**，成本优势将在将帮助公司较快实现扭亏，更为显著的在猪价高位阶段实现利润兑现。截至 2021 年底，公司仔猪断奶成本约 320 元/头，行业比较优势明显，预计公司 2022-2023 年育肥猪完全成本将分别降至 16.0 元/公斤及 15.2 元/公斤。

3、盈利预测及投资建议

公司采取“成本优先”及“逆周期规模管理”战略。周期下行阶段，公司养殖成本优势及资金优势显著，公司借助多元融资渠道，周期独步积极推进产能建设，有望于 2023 年猪价反转过程中释放业绩弹性。公司盈利预测核心假设如下：

- (1) **出栏量：**预计公司 2022-2024 年将分别实现生猪出栏 150/300/500 万头；
- (2) **出栏结构：**预计 2022-2024 年公司育肥猪出栏占比将超过 80%，其余为仔猪、种猪及少量淘汰母猪；
- (3) **养殖成本：**预计公司 2022-2024 年育肥猪出栏成本分别为 16.0/15.2/14.5 元/公斤；
- (4) **销售均价：**预计行业 2022-2024 年育肥猪销售均价分别为 15.0/19.0/18.0 元/公斤。

基于此，上调 2022 年预测，下调 2023 年预测，新增 2024 年预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.16/17.75/23.73 亿元(2022-2023 年前预测值为-2.15/22.70 亿元)，对应 EPS 分别为 0.62/3.51/4.69 元，当前股价对应 PE 为 35.6/6.3/4.7 倍。公司兼具养殖成本优势及资金优势，维持“买入”评级。

4、风险提示

动物疫病发生不确定性，新冠疫情压制消费及公司销售节奏等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1563	2117	3872	6792	11017
现金	485	544	1453	2723	4321
应收票据及应收账款	195	106	388	501	927
其他应收款	18	22	30	70	87
预付账款	26	102	27	246	169
存货	827	1326	1959	3236	5497
其他流动资产	12	16	15	16	15
非流动资产	2732	3899	4474	7546	11183
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1640	1986	2635	5242	8483
无形资产	117	112	121	133	148
其他非流动资产	976	1801	1718	2170	2553
资产总计	4295	6016	8346	14338	22200
流动负债	1369	1718	3947	8121	13564
短期借款	686	714	2484	5804	9785
应付票据及应付账款	375	453	870	1187	2290
其他流动负债	308	552	592	1130	1489
非流动负债	218	970	774	802	819
长期借款	179	689	574	575	601
其他非流动负债	39	280	200	227	218
负债合计	1588	2688	4721	8923	14382
少数股东权益	48	39	47	92	153
股本	468	506	506	506	506
资本公积	1836	2210	2210	2210	2210
留存收益	357	577	836	2320	4325
归属母公司股东权益	2660	3289	3579	5323	7665
负债和股东权益	4295	6016	8346	14338	22200

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	373	155	117	1334	1781
净利润	133	267	324	1821	2434
折旧摊销	93	211	150	263	464
财务费用	19	48	76	92	110
投资损失	-0	-12	-10	-10	-10
营运资金变动	151	-447	-422	-832	-1217
其他经营现金流	-23	89	-1	0	-0
投资活动现金流	-417	-1035	-715	-3324	-4091
资本支出	611	1174	665	3042	3647
长期投资	-7	18	-0	-0	-0
其他投资现金流	188	156	-51	-282	-444
筹资活动现金流	195	1010	-272	-57	-74
短期借款	434	28	-9	3	-1
长期借款	179	510	-115	1	26
普通股增加	228	38	0	0	0
资本公积增加	1463	374	0	0	0
其他筹资现金流	-2109	59	-148	-61	-99
现金净增加额	151	130	-870	-2047	-2384

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1439	2983	3942	7664	12012
营业成本	998	2416	3268	5388	8934
营业税金及附加	8	10	14	27	42
营业费用	25	38	51	84	120
管理费用	112	124	197	230	360
研发费用	10	15	20	23	36
财务费用	19	48	76	92	110
资产减值损失	-5	-3	0	0	0
其他收益	7	9	10	30	50
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	0	12	10	10	10
资产处置收益	5	-51	0	0	0
营业利润	278	296	337	1859	2470
营业外收入	8	19	19	19	19
营业外支出	177	37	11	20	30
利润总额	109	278	345	1858	2459
所得税	-25	11	21	37	25
净利润	133	267	324	1821	2434
少数股东损益	6	8	8	46	61
归母净利润	128	259	316	1775	2373
EBITDA	241	561	583	2328	3309
EPS(元)	0.25	0.51	0.62	3.51	4.69

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	159.1	107.3	32.2	94.4	56.7
营业利润(%)	514.1	6.7	13.7	451.5	32.9
归属于母公司净利润(%)	223.1	102.8	22.0	461.8	33.7
获利能力					
毛利率(%)	30.7	19.0	17.1	29.7	25.6
净利率(%)	8.9	8.7	8.0	23.2	19.8
ROE(%)	4.9	8.0	8.9	33.6	31.1
ROIC(%)	5.1	6.6	5.8	16.7	15.2
偿债能力					
资产负债率(%)	37.0	44.7	56.6	62.2	64.8
净负债比率(%)	15.8	37.2	53.5	74.8	83.2
流动比率	1.1	1.2	1.0	0.8	0.8
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.7	0.7
应收账款周转率	8.2	19.8	16.0	17.2	16.8
应付账款周转率	3.1	5.8	4.9	5.2	5.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.51	0.62	3.51	4.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.31	0.23	2.64	3.52
每股净资产(最新摊薄)	5.26	6.50	7.07	10.52	15.14
估值比率					
P/E	88.1	43.4	35.6	6.3	4.7
P/B	4.2	3.4	3.1	2.1	1.5
EV/EBITDA	48.7	22.3	22.7	6.6	5.4

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