

老百姓 (603883.SH)

2022 年 05 月 01 日

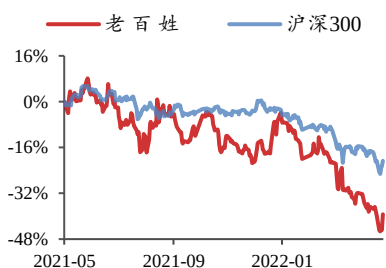
经营趋势不断向好,“四驾马车”持续深耕下沉市场,成长空间大

投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2022/4/29
当前股价(元)	32.24
一年最高最低(元)	58.29/27.94
总市值(亿元)	144.63
流通市值(亿元)	131.55
总股本(亿股)	4.49
流通股本(亿股)	4.08
近 3 个月换手率(%)	47.42

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-定增落地全面优化公司业务运营,助力可持续发展》-2022.2.12

《公司信息更新报告-拟收购怀仁大健康 650 余家门店,夯实湖南大本营话语权》-2021.12.13

《公司信息更新报告-Q3 收入稳健增长,扩张加速,新零售高速发展》-2021.11.1

蔡明子 (分析师)

caimingzi@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

龙永茂 (联系人)

longyongmao@kysec.cn

证书编号: S0790121070011

● **2021 年收入、利润短期承压, 2022Q1 经营回暖趋势明显, 维持“买入”评级**

4 月 28 日, 公司发布 2021 年报: 2021 年实现营收 156.96 亿 (+12.38%); 归母净利润 6.69 亿 (+7.75%); 扣非净利润 5.72 亿 (+5.04%); 经营现金流净额 22.98 亿 (+58.78%); EPS1.64 元/股 (+0.13 元/股, 基本每股收益口径)。公司发布 2022 年一季报: 实现收入 41.41 亿 (+13.81%); 归母净利润 2.42 亿 (+6.26%); 扣非净利润 2.16 亿 (+12.75%)。考虑疫情影响门店运营, 我们下调 2022-2023 年并新增 2024 年盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 8.26(原 8.56)、10.27(原 10.55)、12.71 亿元, 对应 EPS 分别为 1.84/2.29/2.83 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 17.5/14.1/11.4 倍, 老百姓门店扩张进展顺利, 精细化管理能力、整合能力强, 维持“买入”评级。

● 直营、星火、加盟、联盟“四驾马车”深耕下沉市场

门店持续稳健扩张, 星火模式持续推进, 加盟业务成为增长的第二曲线。截至 2021 年末公司门店数达到 8,352 家, 其中直营门店 6,129 家、加盟门店 2,223 家。公司 2021 年新增门店 2,163 家, 其中直营门店 1,387 家 (自建门店 852 家, 资产性并购 143 家, 股权并购 392 家), 加盟门店 776 家, 关闭门店 194 家。分季度看, 公司 Q1/Q2/Q3/Q4 分别新增直营店 582/273/404/128 家; 加盟店 211/224/172/169 家。2022Q1 公司门店数达到 8,612 家, 其中直营门店 6,242 家、加盟门店 2,370 家。

● 全方位提升门店精细化管理能力, 坚持数字化转型及自有品牌打造

(1) 精益管理门店经营提升门店产出: 公司全面提升组织效能, 进一步强化门店精益化运营管理; (2) 不断提升专业服务能力, 积极配置慢病管理专家等; (3) 承接处方外流能力强; (4) 线上业务保持高速增长; (5) 发展自有品牌打造商品竞争优势。

● 风险提示: 门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,967	15,696	19,230	23,336	28,260
YOY(%)	19.8	12.4	22.5	21.3	21.1
归母净利润(百万元)	621	669	826	1,027	1,271
YOY(%)	22.1	7.8	23.4	24.3	23.8
毛利率(%)	32.1	32.1	33.4	33.2	33.2
净利率(%)	4.4	4.3	4.3	4.4	4.5
ROE(%)	15.9	16.5	17.8	18.0	18.3
EPS(摊薄/元)	1.38	1.49	1.84	2.29	2.83
P/E(倍)	23.3	21.6	17.5	14.1	11.4
P/B(倍)	3.4	3.3	2.9	2.4	2.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2021 年收入、利润短期承压，2022Q1 经营回暖趋势明显	3
2、 直营、星火、加盟、联盟“四驾马车”深耕下沉市场	4
3、 全方位提升门店精细化管理能力及专业服务能力，坚持数字化转型及自有品牌打造	5
4、 盈利预测与投资建议	5
5、 风险提示	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

图 1： 2022 年 1-3 月公司营收同比增速逐月提升	3
表 1： 老百姓盈利预测	5

1、2021 年收入、利润短期承压，2022Q1 经营回暖趋势明显

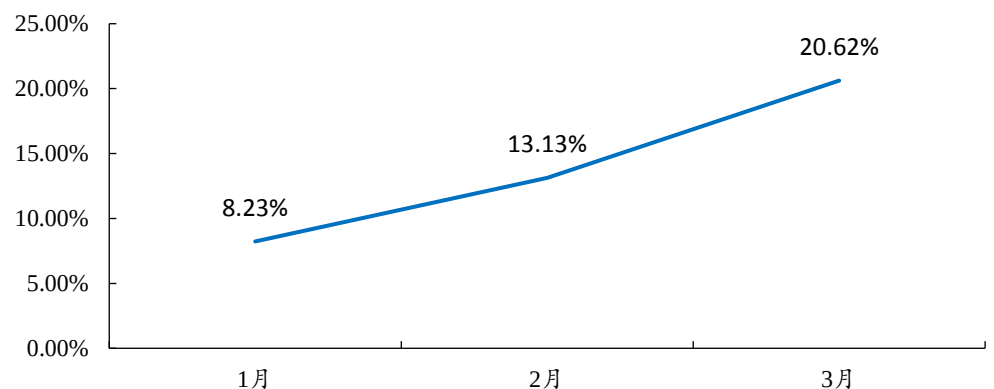
4 月 28 日，公司发布 2021 年报：2021 年实现营收 156.96 亿（+12.38%）；归母净利润 6.69 亿（+7.75%）；扣非净利润 5.72 亿（+5.04%）；经营现金流净额 22.98 亿（+58.78%）；EPS1.64 元/股（+0.13 元/股，基本每股收益口径）。公司发布 2022 年一季报：实现收入 41.41 亿（+13.81%）；归母净利润 2.42 亿（+6.26%）；扣非净利润 2.16 亿（+12.75%）。

分季度看，分季度看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别为 36.38 亿元（+10.85%）、38.23 亿元（+12.31%）、38.20 亿元（+11.26%）、44.15 亿元（+14.77%）；归母净利润分别为 2.28 亿（+16.03%）、1.78 亿元（+27.46%）、1.27 亿元（-16.23%）、1.37 亿元（+2.14%）；扣非净利润分别为 1.92 亿（+13.06%）、1.71 亿元（+24.94%）、1.14 亿元（-19.72%）、0.95 亿元（-1.02%）。2022Q1 实现收入 41.41 亿（+13.81%）；实现归母净利润 2.42 亿（+6.26%）；实现扣非净利润 2.16 亿（+12.75%）。

2021 年四个季度公司营收均实现稳健增长，Q3 公司净利润增速下滑，Q4 逐渐恢复。2021 年公司收入、利润增速放缓主要原因为：（1）Q3 国内疫情出现反复，零售药店疫情防控措施趋严，疫情发生地线下客流量减少，感冒药等药品限售；（2）公司新开门店较多，新店在培育期需要承担一定的亏损；（3）新零售、数字化的投入造成对公司利润的短期影响。

公司密切关注疫情动向与防控政策变动，及时跟进经营策略，经营趋势不断向好，2022 年 1-3 月公司营收同比增速分别为 8.23%、13.13%、20.62%，增速逐月提升。

图1：2022 年 1-3 月公司营收同比增速逐月提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

分行业看，2021 年公司医药零售业务实现营收 137.91 亿元（+14.17%），加盟、联盟及分销营收为 17.85 亿元（+0.02%）。**分品类看**，中西成药营收为 124.40 亿元（+15.12%），中药 11.51 亿元（+29.13%），非药品 21.05 亿元（-7.26%）。**从地区看**，华中地区是公司业务收入的重要来源，收入占比超过 39%，公司在该区域有较突出的领先优势，市场份额进一步提高。

从盈利能力来看，2021 年公司毛利率为 32.13%（+0.07pct），销售净利率 5.01%

(-0.36pct)。分行业看，2021 年公司零售业务毛利率为 34.73% (-0.42pct)，加盟联盟及分销毛利率为 11.78% (-0.29pct)；分产品看，中西成药毛利率为 29.67% (-0.09pct)，中药毛利率为 50.08% (+0.13pct)，非药品毛利率为 36.88% (+0.9pct)。2022Q1 公司毛利率为 34.32% (+0.82pct)，销售净利率 6.54% (-0.52pct)。

从费用率来看，2021 年公司销售费用率 20.81% (+0.5pct)，管理费用率为 4.61% (-0.1pct)，公司持续推进精细化管理，财务费用率 1.18% (+0.73pct)。

从现金流看，2021 年经营活动净现金流为 22.98 亿元 (+58.78%)；投资活动净现金流-20.02 亿元 (+98.17%)，主要由公司收购赤峰人川、济生堂以及预付华佗并购款等投资支出所致，筹资活动净现金流-4.13 亿元 (-16.56%)，主要是公司适用新租赁准则，将相关支付房租相关支出计入筹资活动现金支出所致。

2、直营、星火、加盟、联盟“四驾马车”深耕下沉市场

门店持续稳健扩张。截至 2021 年末公司门店数达到 8,352 家，其中直营门店 6,129 家、加盟门店 2,223 家。公司 2021 年新增门店 2,163 家，其中直营门店 1,387 家（自建门店 852 家，资产性并购 143 家，股权并购 392 家），加盟门店 776 家，关闭门店 194 家。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3/Q4 分别新增直营店 582/273/404/128 家；加盟店 211/224/172/169 家。2022Q1 公司门店数达到 8,612 家，其中直营门店 6,242 家、加盟门店 2,370 家。公司 2022 一季度新增门店 359 家，其中直营门店 156 家，加盟门店 203 家。

星火模式持续推进。截至 2021 年底，公司已通过“星火”模式发展超 2,500 家门店，遍布江苏、甘肃、内蒙古等 9 个省份。2021 年，公司斥资 6.8 亿元收购内蒙古第二大医药连锁--赤峰人川大药房 100%股权，与老百姓前期收购的内蒙第一大连锁通辽泽强大药房形成合力；并先后收购控股星火子公司少数股权（惠仁堂 35%股权、华康大药房 35%股权、江苏百佳惠 49%股权、泰州隆泰源 49%股权），实现 100%控股，进一步加强对标的公司集权管控和区域整合管理，降本增效。2022 年 3 月，公司以自有资金 16.37 亿元收购湖南怀仁大健康产业发展有限公司 71.96%的股权。本次交易完成后，公司位于湖南地区的门店数将超过 3,000 家，成为了湖南省域门店数和销售额最多的连锁药店企业。本次收购完成后，老百姓门店总数将超过 9,200 家。将显著提升公司规模效应及竞争力，加强对上游供应商的议价能力，降低产品采购成本提升整体盈利能力。

加盟业务成为增长的第二曲线。公司加盟业务“老百姓健康药房”运用强大的品牌力、专业的运营管理能力、新零售经营转型助力发展更多元加盟业务，截至 2022Q1 已扩张至十余个省市加盟店 2,370 家。开创了线上全国直播招商、网推、线下城市集中招商会与地推模式创新店加盟店招商，截至 2021 年底累计实现配送收入近 13 亿元，同比提升增长 31.4%，覆盖药品零售市场份额超过 20 亿元，同比增长 36%。

定增落地进一步加速扩张步伐。2022 年 2 月，公司顺利完成非公开发行 A 股股票事项，发行 3,992.782 万股股票，全额募集资金 17.40 亿元。本次发行募集资金用于新建连锁药店项目、华东医药产品分拣加工项目、企业数字化平台及新零售建设项目及补充流动资金，能够进一步提升公司的门店数量、门店经营质量，符合公司的整体发展战略和经营目标，有助于公司不断扩大经营规模、提升盈利水平；公司资金实力将得到加强，使得公司能够拥有更充足的营运资金用于主业经营和拓展，从而有利于公司的持续、稳定、健康发展。

从坪效看，公司大店拆小店以及提升门店专业服务能力、拥抱新零售取得了明显成效，公司各类门店坪效呈现提升趋势。2018/2019/2020/2020H1/2020Q3/2021H1/2021Q3 公司旗舰店坪效分别为 128/142/177/149/170/191/201，大店分别为 74/84/90/85/88/97/93，中小成店 39/46/48/46/48/46/45（元/平米）。

3、全方位提升门店精细化管理能力及专业服务能力，坚持数字化转型及自有品牌打造

（1）精益管理门店经营提升门店产出：公司全面提升组织效能，进一步强化门店精益化运营管理。第一、搭建全国训战体系，人才传、帮、带机制落地，提高一线核心人才经营管理能力；第二、加强门店会员营销，2021 年会员总数已达到 6,252 万，2021 年新增会员数 920 万，活跃会员数 1,970 万，会员销售占比同比提升 0.3%、动销会员数同比增长 12.8%、会员毛利率同比提升 1.4%、会员来客占比同比提升 1.1%。2022Q1 公司会员数达到 6,271 万，2022 年一季度新增会员数 168 万，活跃会员数 954 万，会员销售占比同比提升 4.2%、动销会员数同比增长 5.9%、会员毛利率同比下降 2.3%、会员来客占比同比提升 0.1%。

（2）不断提升专业服务能力：2021 年，公司已在全国门店配置了 5,434 名慢病管理专家和各项蓝牙智能自测设备。2022Q1，五项自测项目（血压、血糖、尿酸、血脂、幽门螺旋杆菌）合计自测 77.6 万次。

（3）承接处方外流能力强：公司重视医院周边布局，高标准建设的院边店以及丰富的上游合作厂家资源，使公司在“双通道”政策下拥有更多竞争优势，公司具有双通道资格的门店达 149 家。截至 2021 年底，公司直营门店中医保门店占比 92.17%，院边店占比 10%，拥有特殊门诊 452 个，DTP 药房 145 家。公司 2021 年 DTP 销售占比约 10%，处方药销售占比约 36%，居行业较高水平，药房专业属性高，承接处方外流能力强。

（4）线上业务保持高速增长：2021 年，公司线上渠道实现销售额近 7 亿元，同比增长 170%，O2O 外卖服务门店达到 6,581 家，24 小时门店增至 448 家。截至 2022Q1，公司线上渠道实现销售额 2.7 亿，同比增加 123%，公司 O2O 外卖服务门店达到 6,628 家，24 小时门店增至 434 家。

（5）发展自有品牌打造商品竞争优势：截至 2021 年末，公司经营商品品规 2.7 万余种；自有品牌产品已超过 600 个，销售额 19.8 亿元，同比增长 62.1%，毛利额同比增长 70%。公司自有品牌销售占比超过 17%（+5.8pct）。截至 2022Q1，公司自有品牌产品销售额 5.6 亿元，同比增长 35.7%，毛利额同比增长 37%；自有品牌销售占比超过 17.8%（+3.3pct）。

4、盈利预测与投资建议

考虑疫情影响门店运营，我们下调 2022-2023 年并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 8.26(原 8.56)、10.27(原 10.55)、12.71 亿元，对应 EPS 分别为 1.84/2.29/2.83 元/股，当前股价对应 PE 分别为 17.5/14.1/11.4 倍，老百姓门店扩张进展顺利，精细化管理能力、整合能力强，维持“买入”评级。

表1：老百姓盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,967	15,696	19,230	23,336	28,260
YOY(%)	19.8	12.4	22.5	21.3	21.1
归母净利润(百万元)	621	669	826	1,027	1,271
YOY(%)	22.1	7.8	23.4	24.3	23.8
毛利率(%)	32.1	32.1	33.4	33.2	33.2
净利率(%)	4.4	4.3	4.3	4.4	4.5
ROE(%)	15.9	16.5	17.8	18.0	18.3
EPS(摊薄/元)	1.38	1.49	1.84	2.29	2.83
P/E(倍)	23.3	21.6	17.5	14.1	11.4
P/B(倍)	3.4	3.3	2.9	2.4	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

5、风险提示

门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5635	6228	7211	10484	12176
现金	1372	1409	895	3676	3261
应收票据及应收账款	1150	1421	1843	2038	2615
其他应收款	81	363	0	310	86
预付账款	428	143	930	286	1109
存货	2387	2730	3385	4004	4927
其他流动资产	217	162	158	171	177
非流动资产	5649	10730	6831	7397	7987
长期投资	64	63	79	99	114
固定资产	1000	1043	1186	1363	1576
无形资产	433	466	502	525	546
其他非流动资产	4153	9157	5064	5411	5751
资产总计	11284	16958	14042	17882	20162
流动负债	6291	8613	7532	10124	10820
短期借款	1158	1616	1167	1255	1299
应付票据及应付账款	4109	4915	4795	7354	7543
其他流动负债	1024	2082	1570	1515	1978
非流动负债	187	3566	943	969	1035
长期借款	118	875	231	88	-54
其他非流动负债	69	2691	712	881	1089
负债合计	6479	12179	8475	11093	11854
少数股东权益	515	421	589	783	1031
股本	409	409	654	654	654
资本公积	1587	1139	894	894	894
留存收益	2324	2739	3454	4322	5407
归属母公司股东权益	4290	4358	4979	6006	7277
负债和股东权益	11284	16958	14042	17882	20162

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1447	2298	-21	3583	422
净利润	764	787	993	1221	1520
折旧摊销	245	247	311	361	414
财务费用	63	185	68	10	-26
投资损失	-8	-23	-12	-15	-17
营运资金变动	378	130	-1388	2007	-1465
其他经营现金流	6	973	6	-1	-3
投资活动现金流	-1010	-2002	3578	-913	-983
资本支出	394	479	-859	290	239
长期投资	-117	-272	-16	-12	-15
其他投资现金流	-733	-1796	2703	-636	-759
筹资活动现金流	-495	-413	-4071	111	146
短期借款	80	458	-449	88	44
长期借款	-531	757	-644	-143	-141
普通股增加	122	-0	245	0	0
资本公积增加	214	-448	-245	0	0
其他筹资现金流	-381	-1180	-2978	167	243
现金净增加额	-58	-118	-514	2780	-414

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13967	15696	19230	23336	28260
营业成本	9489	10653	12803	15588	18878
营业税金及附加	44	44	96	117	141
营业费用	2837	3267	4231	5134	6189
管理费用	658	723	904	1097	1328
研发费用	0	0	2	2	3
财务费用	63	185	68	10	-26
资产减值损失	-5	-7	-8	-9	-12
其他收益	102	109	83	98	97
公允价值变动收益	0	10	0	0	0
投资净收益	8	23	12	15	17
资产处置收益	-1	5	0	0	0
营业利润	960	956	1231	1510	1872
营业外收入	13	18	14	15	16
营业外支出	16	13	11	13	13
利润总额	957	962	1234	1512	1876
所得税	192	175	241	291	356
净利润	764	787	993	1221	1520
少数股东损益	143	117	167	194	249
归母净利润	621	669	826	1027	1271
EBITDA	1239	1322	1613	1883	2264
EPS(元)	1.38	1.49	1.84	2.29	2.83

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	19.8	12.4	22.5	21.3	21.1
营业利润(%)	25.4	-0.3	28.7	22.7	24.0
归属于母公司净利润(%)	22.1	7.8	23.4	24.3	23.8
获利能力					
毛利率(%)	32.1	32.1	33.4	33.2	33.2
净利率(%)	4.4	4.3	4.3	4.4	4.5
ROE(%)	15.9	16.5	17.8	18.0	18.3
ROIC(%)	14.1	8.5	14.5	14.7	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	57.4	71.8	60.4	62.0	58.8
净负债比率(%)	-0.6	97.1	24.3	-19.2	-9.3
流动比率	0.9	0.7	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.2	1.5	1.5
应收账款周转率	12.6	12.2	11.8	12.0	12.1
应付账款周转率	2.6	2.4	2.6	2.6	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.38	1.49	1.84	2.29	2.83
每股经营现金流(最新摊薄)	3.23	5.12	-0.05	7.99	0.94
每股净资产(最新摊薄)	9.56	9.71	11.10	13.39	16.22
估值比率					
P/E	23.3	21.6	17.5	14.1	11.4
P/B	3.4	3.3	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	17.4	19.8	14.3	10.9	9.4

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