

昌红科技 (300151.SZ) 稳步推进医疗器械业务发展，业绩释放拐点可期

2022年05月10日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
蔡明子（分析师）
司乐致（联系人）

caimingzi@kysec.cn

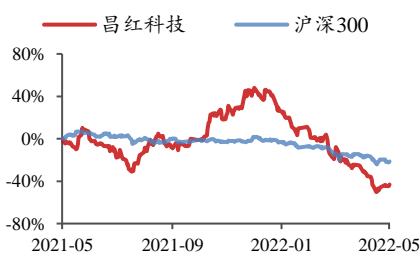
silezhi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121120016

日期	2022/5/10
当前股价(元)	16.69
一年最高最低(元)	44.20/14.10
总市值(亿元)	83.87
流通市值(亿元)	53.08
总股本(亿股)	5.03
流通股本(亿股)	3.18
近3个月换手率(%)	118.5

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-拟推员工持股深度激励核心人才，助力公司长远发展》-2022.3.10

《公司信息更新报告-短期因素及必要投入暂影响利润，长期空间依旧可期》-2022.1.27

《公司信息更新报告-与罗氏签订战略合作协议，双重受益于国内IVD集采及全球供应链本土化》-2021.11.9

● 子公司力因精准成立检验公司谱立策，有助于公司深度把握IVD领域发展机遇

2022年5月6日，昌红科技持股79.75%的子公司力因精准医疗产品有限公司在上海市松江区设立全资子公司谱立策检验（上海）有限公司并已完成工商注册登记，谱立策可进行检验检测等医疗服务，此举也是公司在IVD领域深耕的进一步探索，有助于公司深度把握IVD领域发展机遇，向下游延伸，进一步实现产业协同。

● 主营业务稳定增长，医疗器械和耗材业务未来可期，维持“买入”评级

公司2021年实现营收11.27亿，同比增长0.84%；归母净利润1.12亿，同比下降33.77%；扣非净利润0.88亿，同比下降42.49%；经营性现金流量净额0.97亿，同比下降58.26%；EPS0.25元/股（-0.13元/股）。2021年度营业收入持平而净利润同比下滑的主要原因：一是2021年与疫情直接相关的产品销售收入减少并且毛利降低，二是加大了研发投入。费用端，公司加大产线、产品研发费用投入，优化销售策略控制缩减销售费用，管理费用率稳中有升。由于模具成本等对利润的影响，我们下修公司2022、2023年归母净利润2.5、4.0亿的盈利预测，新增2024年盈利预测，预计2022-2024年归母净利润分别为1.98、2.57、3.32亿元，对应EPS分别为0.39、0.51、0.66元/股，当前股价对应P/E分别为42.3、32.6、25.2倍，考虑到2022年公司浙江上虞产线产能释放、医疗器械产品丰富及与中游企业合作稳步推进，成立孙公司谱立策在医疗诊断领域的探索，进一步实现产业协同，维持“买入”评级。

● 2022年一季度业绩成功奠定全年业绩高增长基调，业绩释放拐点可期

2022年一季度公司实现营收2.93亿，同比增长7.31%；归母净利润0.45亿，同比增长13.73%。经营现金流净额4.60亿，同比增长10.16%。产能释放稳定性进一步增强，销售费用率3.76%（-1.54pct），销售优化效果明显，利润释放预期开始兑现。

● 外企供应链本土化需求上升，公司逐渐扩大国际化范围，国内外客户协同推进

中国集采政策实施普及已是大势所趋的背景下，供应链本地化将是大型跨国企业节约成本的必然选择。罗氏加快供应链本土化战略，以顺应集采带来的竞争加剧趋势，公司作为其战略合作伙伴有望借助罗氏平台，不断提升自身产品生产水平及指标，扩大在中国市场乃至亚太区的市场份额，并建立公司品牌效应。同时公司加快既有订单产线的落地，并不断开拓新业务、新客户，国内外客户业务协同推进。

● 风险提示：产线推进不及预期；IVD厂商订单量不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,118	1,127	1,804	2,345	3,048
YOY(%)	56.3	0.8	60.0	30.0	30.0
归母净利润(百万元)	169	112	198	257	332
YOY(%)	173.3	-33.8	77.4	29.6	29.2
毛利率(%)	35.7	29.3	30.0	30.0	30.0
净利率(%)	15.1	9.9	11.0	11.0	10.9
ROE(%)	17.2	9.7	15.5	17.2	18.7
EPS(摊薄/元)	0.34	0.22	0.39	0.51	0.66
P/E(倍)	49.7	75.0	42.3	32.6	25.2
P/B(倍)	8.0	7.8	7.1	6.1	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 主营业务稳定增长，医疗器械和耗材业务未来可期.....	3
2、 医疗器械业务持续发力，同时稳住注塑和模具基本盘发展.....	3
3、 员工持股计划激活公司管理和技术研发活力，业绩增长确定性持续增强.....	4
4、 海外企业供应链本土化需求上升，国产品牌逐渐走向国际化，并不断深度挖掘国内优质客户.....	5
5、 盈利预测与投资建议.....	6
6、 风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

图表目录

表 1： 股权激励对象为核心管理团队和骨干人员.....	5
表 2： 2022 年-2024 年公司层面各年度扣非净利润增长率考核目标.....	5
表 3： 昌红科技盈利预测.....	6

1、主营业务稳定增长，医疗器械和耗材业务未来可期

2022年4月14日，公司发布2021年报：公司实现营收11.27亿，同比增长0.84%；归母净利润1.12亿，同比下降33.77%；扣非净利润0.88亿，同比下降42.49%；经营性现金净流量0.97亿，同比下降58.26%；EPS0.25元/股（-0.13元/股）。2021年度营业收入持平而净利润同比下滑的主要原因：一是2021年与疫情直接相关的产品销售收入减少并且毛利降低，二是加大了研发投入。公司业绩符合我们之前的预期。分产品来看，OA产品营收实现25.48%的增长，模具产品同样实现稳步增长，医疗器械和耗材业务有所下降，主要系疫情相关产品销售收入减少所致。费用端，公司加大产线、产品研发费用投入，优化销售策略控制缩减销售费用，管理费用率稳中有升。

分季度看，公司Q1/Q2/Q3/Q4收入分别为2.73亿元（+51.57%）、2.75亿元（-17.98%）、3.14亿元（+8.60%）、2.64亿元（-15.44%）；归母净利润分别为0.40亿元（+125.34%）、0.14亿元（-83.31%）、0.38亿元（-12.09%）、0.20亿元（-10.24%）；扣非净利润为0.37亿元（+228.52%）、0.12亿元（-84.69%）、0.28亿元（-24.30%）、0.11亿元（-56.02%）。

从毛利率来看，2021年公司毛利率为29.34%（-6.31pct），净利率为10.29%（-0.71pct），主要为疫情相关高毛利产品减少和原材料成本上升所致。分板块毛利率看，注塑业务为21.72%（-0.79pct），模具业务为32.67%（+0.65pct），医疗器械业务为42.64%（-7.74pct）。

从费用率来看，公司销售费用率为4.21%（-0.84pct），管理费用率为7.86%（+0.5pct），研发费用率为4.21%（+0.63pct），财务费用率为1.55%（-0.55pct）。得益于公司对费用端的合理把控和规模效应的持续提升，虽然研发投入进一步增多，但全年费用率保持稳定。

从现金流来看，公司2021年经营活动产生的现金流量净额较上期减少58.26%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期减少；购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金较上年同期增加所致；投资活动产生的现金流量净额较上期增加50.18%，主要系银行投资理财收到的现金和购置机器设备等相关资产支付的现金较上年同期增加，支付对外投资的现金较上年同期减少等因素所致；筹资活动产生的现金流量净额较上期增加2,083.77%，主要系浙江柏明胜吸收投资收到的现金和从中国银行上虞支行项目收到借款，公司发行可转债收到的现金等因素所致。

公司运营能力持续改善，营收账款周转天数从58.83天下降到56.41天。公司克服疫情影响，继续强化资源共享、协同增效，全面落地精细化管理，从“降费用、降成本、提效率”等方面入手，降本提质增效成果较好。

2、医疗器械业务持续发力，同时稳住注塑和模具基本盘发展

（1）重点突破医疗器械业务，进一步实现产业协同

公司未来三年将重点发展医疗器械及耗材领域。公司将通过加强研发、完善技术体系，达到技术稳定、体系稳定、人才队伍稳定，进一步做大做强医疗器械及耗材板块，巩固和扩大行业竞争优势，提升医疗器械及耗材产品的业绩贡献度。

同时，持续通过技术创新及重点项目突破，提升“信息化、智能化”制造水平，进一步提高公司在高端智造领域的核心竞争力。一是加大研发投入、完善技术体系、强化人才队伍建设，达到技术稳定、体系稳定、人才队伍稳定；二是加快推动上虞医疗产业基地（浙江柏明胜）的建设，扩大医疗产业产能；三是加快既有订单产线的落地，并努力开拓新业务、新客户，国内外客户业务协同推进。

2021 年公司灵活调整经营策略，通过技术创新和持续研发投入，租建结合扩大生产基地，优化信息化管理能力，提升生产能力，不断强化公司核心竞争力，为公司长期发展聚集能量。高分子医疗耗材产业园项目公司凭借精密模具设计制造、自动化装备水平和规模化生产能力等方面的独到优势和雄厚实力，成功成为罗氏诊断战略合作伙伴。

2022 年 5 月 6 日，公司持股 79.75% 的子公司力因精准医疗产品（上海）有限公司在上海市松江区设立全资子公司谱立策检验（上海）有限公司并已完成工商注册登记，谱立策可进行检验检测等医疗服务，此举也是公司在 IVD 领域深耕的进一步探索，有助于公司深度把握 IVD 领域发展机遇，向下游延伸，进一步实现产业协同。

（2）精耕模具和 OA 基石产业，实现提质增效

公司历经二十多年的发展和积累，精密模具研发设计制作水平已达行业领先；公司拥有经验丰富的技术团队以及先进的模具智能化生产线，有效融合了 CAD/CAE/CAM/CAPP/PDM/ERP 软件的应用，实施控制程序化、识别自动化、编排智能化，充分展示了以加工为中心的数字化制造高科技技术；凭借多年生产经验积累，不断优化工艺流程，增强生产线的自动化生产程度，以提高生产效率、保证产品质量；拥有大尺寸模具一模多穴技术，利用独特的热处理方法，成功的提升了模具生产寿命，使模具在生产过程中能够保持良好的刚性和韧性。公司模具优势主要体现在制造周期短、精度高、寿命长等方面。

（3）加强信息化建设，提升精细化管理水平

公司内部加大投入信息化系统建设。团队方面，组建了集团信息中心，扩大了 IT 管理队伍；产品方面，陆续上线了鼎捷 ERP 系统、医疗生产 MES 系统、模具制造益模系统、仓储管理 WMS 系统等。通过信息化的全面建设，消除了公司内部生产信息传递的孤岛，提升了精细化管理水平，并为全面科学推进绩效管理打下了坚实的基础。

3、员工持股计划激活公司管理和技术研发活力，业绩增长确定性持续增强

2022 年 3 月 9 日，公司发布公告，拟推行 2022 年首期员工持股激励计划，本激励计划拟向不超过 170 名的激励对象授予 590.9 万股公司股票，占总股本的 1.18%，主要涉及公司实控人、董事、监事、高级管理人员、公司及子公司其他核心骨干人员。授予价格为 12.00 元/股。考核年度为 2022-2024 年。

公司 2022 年首次股权激励计划授予激励对象人数不超过 170 人（包括董事、监事、高级管理人员、公司及子公司其他核心骨干人员），具体人数视情况而定。李焕昌先生为公司总经理、实控人、董事长，作为领导核心，对公司的经营管理与发展

战略等重大决策的影响力较强；李焕昌先生的参与有利于调动公司管理层及核心骨干人员积极性，提升整体员工凝聚力，有利于公司的长远发展。

公司拟受让公司回购专用证券账户持有的股票，最多不超过 590.9 万股，约占员工持股计划公告时公司总股本的 1.18%，受让公司回购股份的价格为 12.00 元/股。股权激励计划 2022-2025 年摊销金额预计分别为 3,072.68 万元、2,718.14 万元、1,063.62 万元、236.36 万元；本次激励计划有利于建立和完善劳动者与所有者长效利益共建共享机制和风险共担机制，实现公司、股东和员工利益的一致；有利于提升公司凝聚力，吸引优秀人才，提升公司核心竞争力；有利于完善公司治理效率，促进公司持续、健康、高效发展。

表1：股权激励对象为核心管理团队和骨干人员

姓名	职务	拟认购份额上限 (万份)	占本员工持股计划 比例 (%)	拟认购份额上限 对应股数 (万股)
李焕昌	董事长、总经理	400.8	5.65	33.40
罗红志	董事	720.0	10.15	60.00
董榜喜	监事	36.0	0.51	3.00
刘力	副总经理、董秘	468.0	6.60	39.00
公司及子公司其他核心骨干 人员 (不超过 166 人)		5466.0	77.09	455.50
合计		7090.8	100.00	590.90

资料来源：昌红科技公司公告、开源证券研究所

公司本次激励计划考核期以 2021 年扣非净利润为基数，对 2022-2024 年各年度扣非净利润增长率进行考核，预计 2021-2024 年 CAGR 为 42.16%。具体情况如下：

表2：2022 年-2024 年公司层面各年度扣非净利润增长率考核目标

解锁安排	业绩考核目标
2022 年	以 2021 年扣非净利润为基数，扣非净利润增长率不低于 70.00%
2023 年	以 2021 年扣非净利润为基数，扣非净利润增长率不低于 121.00%
2024 年	以 2021 年扣非净利润为基数，扣非净利润增长率不低于 187.30%

资料来源：昌红科技公司公告、开源证券研究所

4、海外企业供应链本土化需求上升，国产品牌逐渐走向国际化，并不断深度挖掘国内优质客户

亚太地区是全球高端医疗增长最快的地区，在中国集采政策实施普及已是大势所趋的背景下，供应链本地化将是大型跨国企业节约成本的必然选择，随着国内医疗龙头企业的崛起，中国企业必将从中低端市场逐步迈向国际化的高端医疗领域中。这个过程中，罗氏加快供应链本土化战略，以顺应集采带来的竞争加剧趋势，公司作为其战略合作伙伴有望借助罗氏平台，不断提升自身产品生产水平及指标，扩大在中国市场乃至亚太区的市场份额。

同时公司也不断深度挖掘国内医疗器械行业相关优质客户，扩展合作范围，扩大合作规模。一方面有利于上虞医疗产业基地产线落地，充分释放产能；另一方面有利于调整公司业务结构，逐步提升公司整体毛利率，深耕医疗器械赛道。

IVD 集采推行有望提高国内的耗材质量标准。过去 IVD 质量压力主要由终端医院承担，随着集采政策不断深入，药监局对 IVD 产品质量有了更高的要求，相关厂商将直接面临新质量标准的压力，从而寻求符合质量标准的生产商。昌红科技为国内 IVD 耗材提供了新的标准，有望受益于 IVD 集采推行，产能扩大提升业绩空间。

5、盈利预测与投资建议

由于生产原材料和模具成本对利润的影响，我们调整公司 2022、2023 年归母净利润 2.5、4.0 亿的盈利预测，新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.98、2.57、3.32 亿元，对应 EPS 分别为 0.39、0.51、0.66 元/股，当前股价对应 P/E 分别为 42.3、32.6、25.2 倍，考虑到 2022 年公司浙江上虞产线产能释放、医疗器械和耗材产品不断丰富及医疗器械中游企业合作稳步推进，维持“买入”评级。

表3：昌红科技盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,118	1,127	1,804	2,345	3,048
YOY(%)	56.3	0.8	60.0	30.0	30.0
归母净利润(百万元)	169	112	198	257	332
YOY(%)	173.3	-33.8	77.4	29.6	29.2
毛利率(%)	35.7	29.3	30.0	30.0	30.0
净利率(%)	15.1	9.9	11.0	11.0	10.9
ROE(%)	17.2	9.7	15.5	17.2	18.7
EPS(摊薄/元)	0.34	0.22	0.39	0.51	0.66
P/E(倍)	49.7	75.0	42.3	32.6	25.2
P/B(倍)	8.0	7.8	7.1	6.1	5.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

6、风险提示

产线推进不及预期；IVD 厂商订单量不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	735	1129	1504	1610	2360
现金	193	545	477	620	806
应收票据及应收账款	200	247	468	462	747
其他应收款	38	17	72	44	107
预付账款	9	3	17	9	24
存货	146	187	341	346	547
其他流动资产	148	129	129	129	129
非流动资产	595	778	987	1118	1287
长期投资	12	10	12	13	15
固定资产	328	339	543	669	824
无形资产	33	84	90	98	107
其他非流动资产	222	344	343	337	341
资产总计	1330	1907	2491	2727	3647
流动负债	243	232	771	878	1597
短期借款	20	0	337	445	996
应付票据及应付账款	113	137	259	255	413
其他流动负债	110	95	175	177	188
非流动负债	14	476	409	331	259
长期借款	0	432	365	288	215
其他非流动负债	14	44	44	44	44
负债合计	257	708	1179	1209	1856
少数股东权益	31	39	44	48	51
股本	503	503	503	503	503
资本公积	110	111	111	111	111
留存收益	461	474	579	717	855
归属母公司股东权益	1043	1160	1268	1470	1740
负债和股东权益	1330	1907	2491	2727	3647

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	233	97	-27	416	89
净利润	185	116	204	262	335
折旧摊销	49	55	64	91	113
财务费用	11	17	25	34	46
投资损失	-5	-2	-3	-3	-3
营运资金变动	-7	-116	-316	32	-401
其他经营现金流	0	27	-1	-1	-1
投资活动现金流	-198	-98	-270	-217	-278
资本支出	159	197	208	128	168
长期投资	-30	1	-2	1	-2
其他投资现金流	-69	99	-63	-87	-112
筹资活动现金流	17	377	-108	-163	-175
短期借款	20	-20	0	0	0
长期借款	0	432	-68	-77	-73
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2	-35	-41	-86	-102
现金净增加额	48	371	-405	35	-364

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1118	1127	1804	2345	3048
营业成本	719	797	1262	1640	2132
营业税金及附加	4	4	6	8	11
营业费用	56	47	76	98	128
管理费用	82	89	137	183	238
研发费用	40	47	76	94	122
财务费用	11	17	25	34	46
资产减值损失	-6	-8	16	16	16
其他收益	12	15	19	20	21
公允价值变动收益	1	1	1	1	1
投资净收益	5	2	3	3	3
资产处置收益	-0	3	0	0	0
营业利润	213	131	229	295	381
营业外收入	4	1	1	1	1
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	215	131	228	294	380
所得税	31	15	25	32	45
净利润	185	116	204	262	335
少数股东损益	16	4	5	4	3
归母净利润	169	112	198	257	332
EBITDA	260	198	300	403	523
EPS(元)	0.34	0.22	0.39	0.51	0.66

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	56.3	0.8	60.0	30.0	30.0
营业利润(%)	216.4	-38.2	74.1	28.8	29.2
归属于母公司净利润(%)	173.3	-33.8	77.4	29.6	29.2
获利能力					
毛利率(%)	35.7	29.3	30.0	30.0	30.0
净利率(%)	15.1	9.9	11.0	11.0	10.9
ROE(%)	17.2	9.7	15.5	17.2	18.7
ROIC(%)	16.8	7.7	10.1	11.9	11.7
偿债能力					
资产负债率(%)	19.3	37.1	47.3	44.3	50.9
净负债比率(%)	-15.0	-5.1	26.8	16.0	30.1
流动比率	3.0	4.9	2.0	1.8	1.5
速动比率	2.4	4.0	1.5	1.4	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	6.4	5.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	6.1	6.4	6.4	6.4	6.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.22	0.39	0.51	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.19	-0.05	0.83	0.18
每股净资产(最新摊薄)	2.07	2.13	2.35	2.75	3.29
估值比率					
P/E	49.7	75.0	42.3	32.6	25.2
P/B	8.0	7.8	7.1	6.1	5.1
EV/EBITDA	31.2	41.7	28.9	21.2	16.9

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R4（中高风险），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