

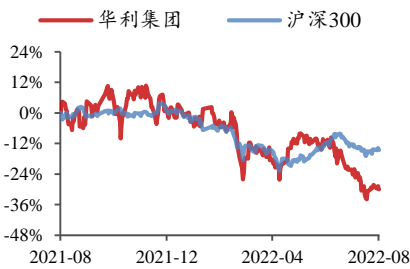
## 华利集团 (300979.SZ)

2022年08月18日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2022/8/18
当前股价(元)	59.43
一年最高最低(元)	96.60/55.23
总市值(亿元)	693.55
流通市值(亿元)	86.82
总股本(亿股)	11.67
流通股本(亿股)	1.46
近3个月换手率(%)	78.3

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

- 《2022Q2 产销回归正轨, 看好 2022 全年业绩高增—公司信息更新报告》-2022.7.28
- 《2022Q1 受阶段性疫情影响, 长期竞争优势稳固—公司信息更新报告》-2022.4.28
- 《2021 年高质量增长, 量价齐升产能释放支撑业绩提速—公司信息更新报告》-2022.4.8

## 2022Q2 量价齐增, 订单稳定性好于同业, 不改龙头本色

### ——公司信息更新报告

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐 (分析师)

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

#### ● 2022Q2 量价齐增, 全年订单稳定性好于同业, 继续维持“买入”评级

2022H1 公司实现收入 98.99 亿元 (+20.79%), 归母净利润 15.62 亿元 (+21.02%), 拆分量价, 2022H1 销售运动鞋 1.15 亿双 (+13.27%), 单价 86.1 元 (+6.7%)。2022Q1 生产受越北疫情影响, 2022Q2 负面因素消化后量价齐增。2022Q1/Q2 收入 41.24/57.74 亿元, 量价拆分, 2022Q1/Q2 销量 0.51/0.64 亿双, 同比+7.1%/+18.7%, 单价 80.7/90.4 元, 同比+4%/+8.3%。考虑部分下游客户去库存未结束, 我们下调盈利预测, 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 33.7/40.9/50.7 亿元 (原为 35.7/45.7/54.0 亿元), 对应 EPS 为 2.9/3.5/4.3 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 20.6/17.0/13.7 倍, 公司下游客户指引稳健, 耐克/Deckers/VF/PUMA/UA 分别指引 FY2023 收入增长低双/约 10%/高单/中双/高单, 公司作为其鞋类核心供应商订单调整幅度小于行业, 同时产能调配灵活度高, 预计产能利用率仍能保持高位, 维持“买入”评级。

#### ● 客户集中度再提升, 新厂爬坡及老厂提效释放产能, 期待 2023 年新工厂投产

2022H1 公司 CR5 客户收入 91.24 亿元 (+22.1%), 占比 92.2% (+1.02pct), Nike: 收入 36.53 亿元 (+29.8%), 2022Q1/Q2 同比+23.09%/+35.43%, 收入环比提速。Deckers: 收入 20.73 亿元 (+26.3%), 2022Q1/Q2 同比+12.82%/+33.60%, 重回第二大客户。VF: 收入 18.87 亿元 (+21.3%), 2022Q1/Q2 同比+14.72%/+27.27%, VF 自身增速为 12%/7%, 公司 VF 订单增长显著快于品牌。PUMA: 收入 10.23 亿元 (+7.2%), 2022Q1/Q2 同比+0.73%/+13.28%, PUMA 鞋类收入增速 +21.6%/+19.7%, 预计 2023 年新增产能释放后将有亮眼表现。UA: 收入 4.89 亿元 (-3%), 2022Q1/Q2 同比+53.17%/-26.12%, 预计 2022H2 产能增加后全年有望正增长。新品牌: 昂跑/亚瑟士/NB 订单持续向好, 昂跑 2022Q1/Q2 鞋类收入增速 +69%/+68%, 预计 2023 年越南及印尼一期新工厂投产将释放订单需求。

#### ● 越北疫情&新工厂爬坡致 2022H1 毛利率承压, 费用率及净利率基本保持稳定

2022H1 毛利率为 26.32%, 同比口径下-1.78pct 主要系 2022Q1 越北疫情影响产能利用率, 2022H1 产能利用率 95.1% (-1.82pct), 以及 2021H2 投产的新工厂爬坡影响。2022H1 期间费用率 5.32% (-0.94pct) 主要系财务费用率下降。2022H1 净利率 15.78% (+0.03pct), 维持稳定。2022H1 经营净现金流 11.03 亿元 (+50%), 应收账款同增 30% 与账期关联性强, 存货周转天数 70 天 (-2 天) 保持健康。

#### ● 风险提示: 下游客户去库存不畅、产能爬坡及新工厂建设不及预期。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,931	17,470	21,007	25,215	30,369
YOY(%)	-8.1	25.4	20.2	20.0	20.4
净利润(百万元)	1,879	2,768	3,367	4,087	5,065
YOY(%)	3.2	47.3	21.6	21.4	23.9
毛利率(%)	24.8	27.2	26.8	27.0	27.2
净利率(%)	13.5	15.8	16.0	16.2	16.7
ROE(%)	32.7	25.3	25.9	24.8	24.6
EPS(摊薄/元)	1.61	2.37	2.89	3.50	4.34
P/E(倍)	36.9	25.1	20.6	17.0	13.7
P/B(倍)	12.1	6.3	5.3	4.2	3.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2022Q2 量价齐增，全年订单稳定性好于同业.....	3
2、 越北疫情&新工厂爬坡致 2022H1 毛利率承压，费用率及净利率基本稳定.....	4
3、 预计 2023 年新增越南及印尼工厂，新一轮产能释放可期.....	6
4、 盈利预测与投资建议.....	6
5、 风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

## 图表目录

图 1： 2022H1 公司实现收入 98.99 亿元（+20.79%）.....	3
图 2： 2022H1 归母净利润 15.62 亿元（+21.02%）.....	3
图 3： 2022H1 整体毛利率为 26.32%，净利率为 15.78%.....	4
图 4： 新工厂爬坡致 2022Q2 毛利率下滑，净利率稳定.....	4
图 5： 2022H1 公司期间费用率为 5.32%（-0.94pct）.....	5
图 6： 2022H1 期间费用率下降主要系财务费用率降低.....	5
图 7： 2022H1 应收账款 33.98 亿元（单位：亿元）.....	5
图 8： 2022H1 存货规模为 29.57 亿元（单位：亿元）.....	5
表 1： 2022Q2 主要核心客户收入环比提速，Nike/Deckers 表现亮眼.....	4

## 1、2022Q2 量价齐增，全年订单稳定性好于同业

2022H1 公司实现收入 98.99 亿元(+20.79%)，归母净利润 15.62 亿元(+21.02%)，拆分量价，2022H1 公司销售运动鞋 1.15 亿双(+13.27%)，单价 86.1 元(+6.7%)。剔除汇率变动影响后，收入同比增长 20.1%，归母净利润同比增长 20.32%。2022H1 产能利用率为 95.10%，2021H1 为 96.92%，产能利用率略有下滑主要系 2022Q1 越北疫情影响。

**2022Q1 生产受越北疫情影响，2022Q2 负面因素消化完毕量价齐增。**2022Q1/Q2 收入 41.24/57.74 亿元，拆分量价，2022Q1/Q2 销量 0.51/0.64 亿双，同比+7.1%/+18.7%，2022Q1/Q2 单价 80.7/90.4 元，同比+4%/+8.3%。

图1：2022H1 公司实现收入 98.99 亿元 (+20.79%)

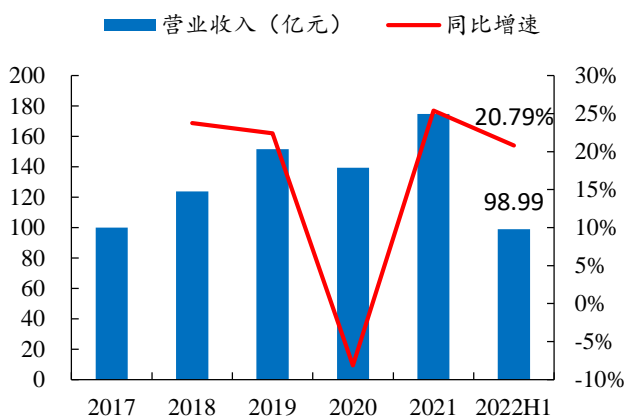
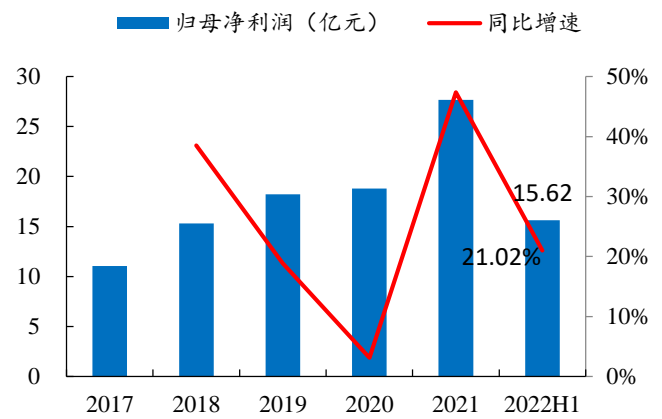


图2：2022H1 归母净利润 15.62 亿元 (+21.02%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(1) 分客户看：CR5 客户收入占比进一步提升。**2022H1 公司前 5 大客户收入合计 91.24 亿元 (+22.1%)，占比 92.2% (+1.02pct)，预计 2022H1 前 5 大客户：

预计 Nike (Nike、Converse) 收入 36.53 亿元，同比增长 29.8%，收入占比 36.9%，其中 2022Q1/Q2 分别同比+23.09%/+35.43%，2022Q2 收入提速。

预计 Deckers (UGG、Hoka one one、Teva) 收入 20.73 亿元，同比增长 26.3%，收入占比 20.94%，其中 2022Q1/Q2 分别同比+12.82%/+33.60%，重回第二大客户。

预计 VF (Vans) 收入 18.87 亿元，同比增长 21.3%，收入占比 19.06%，其中 2022Q1/Q2 分别同比+14.72%/+27.27%，2022Q1/Q2 VF 自身增速分别为 12%/7%，公司对 VF 的收入增长显著快于品牌自身。

预计 PUMA 收入 10.23 亿元，同比增长 7.2%，收入占比 10.34%，其中 2022Q1/Q2 分别同比+0.73%/+13.28%，2022Q1/Q2 PUMA 鞋类收入增速 21.6%/19.7%，预计 2023 年新增产能释放后将有亮眼表现。

预计 UA 收入 4.89 亿元，同比增长-3%，收入占比 4.94%，其中 2022Q1/Q2 分别同比+53.17%/-26.12%，预计 2022H2 产能增加后全年有望正增长。

**表1: 2022Q2 主要核心客户收入环比提速, Nike/Deckers 表现亮眼**

客户 (品牌)	2022Q1	剔除汇率同比增长	2022Q2	同比增长	2022H1	同比增长
Nike (Nike、Converse)	15.88	23.09%	20.65	35.43%	36.53	29.8%
Deckers (UGG、Hoka one one、Teva)	6.49	12.82%	14.24	33.60%	20.73	26.3%
VF (Vans)	8.49	14.72%	10.37	27.27%	18.87	21.3%
PUMA	4.68	0.73%	5.55	13.28%	10.23	7.2%
UA	2.25	53.17%	2.64	-26.12%	4.89	-3.0%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### (2) 分品类看: 运动休闲鞋占比进一步提升。

运动休闲鞋: 实现营收 84.16 亿元 (+26.5%), 占比 85.2% (+3.8pct), 占比进一步提升, 毛利率为 27.05% (-3.58pct)。

户外靴鞋: 实现营收 6.73 亿元 (+10.5%), 占比 6.8% (-0.63pct), 毛利率为 21.01% (+0.18pct)。

运动凉鞋/拖鞋及其他: 实现营收 7.92 亿元 (-13.4%), 占比 8.0% (-3.17pct), 毛利率为 22.12% (-0.29pct)。

### (3) 分地区看: 欧美分别同比增长 19%/25%, 其他区域销售增长较快。

美国: 实现营收 84.62 亿元 (+19.0%), 占比 85.6% (-1.31pct), 毛利率为 26.74% (-2.44pct)。

欧洲: 实现营收 12.43 亿元 (+25.0%), 占比 12.6% (+0.42pct), 毛利率为 27.84% (+6.85pct)。

其他: 实现营收 1.76 亿元 (+142%), 占比 1.8% (+0.89pct), 毛利率为 25.23% (+9.05pct)。

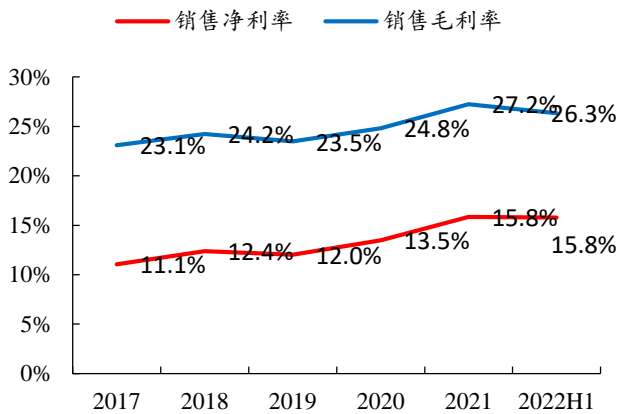
## 2、越北疫情&新工厂爬坡致 2022H1 毛利率承压, 费用率及净利率基本稳定

### (1) 盈利能力:

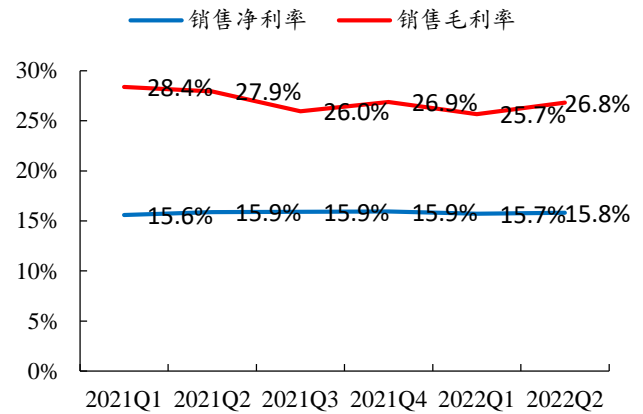
2022H1 整体毛利率为 26.32%, 同比口径下, 毛利率下降 1.78pct, 主要由于 2022Q1 越北疫情停工&2021H2 投产的新工厂仍在效率爬坡。分季度看, 同比口径下, 2022Q1/2022Q2 毛利率 25.65%(-2.72pct)/26.81% (-1.13pct)。

2022H1 公司净利率为 15.78%(+0.03pct), 分季度看 2022Q1/2022Q2 净利率 15.72%(+0.14pct) /15.82% (-0.07pct), 净利率基本维持稳定。

**图3: 2022H1 整体毛利率为 26.32%, 净利率为 15.78%**
**图4: 新工厂爬坡致 2022Q2 毛利率下滑, 净利率稳定**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

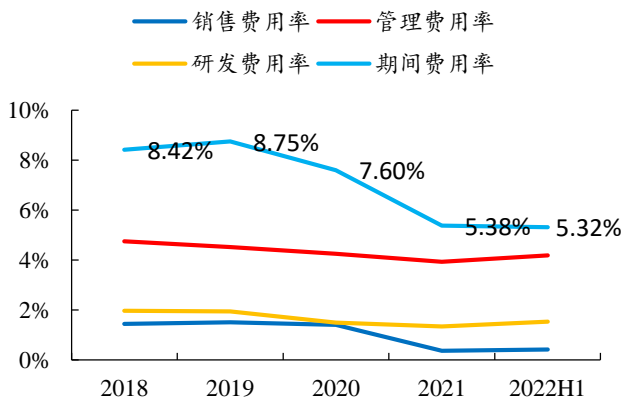


数据来源：公司公告、开源证券研究所

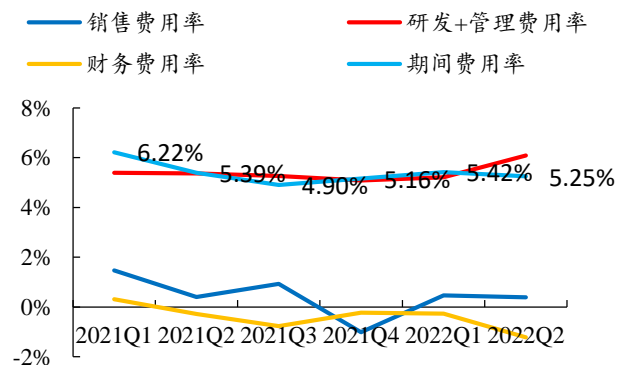
### (2) 费用端：2022H1 期间费用率下降主要系财务费用率大幅降低

2022H1 公司期间费用率为 5.32% (-0.94pct)，其中 2022Q1/2022Q2 公司期间费用率分别为 5.42% (-0.8pct) / 5.25% (-0.14pct)。

拆分来看，2022H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.42%/4.19%/1.53%/-0.82%，同比分别+0.02/+0.28/+0.07/-0.81pct，销售和管理费用增加主要系绩效薪酬费用增加，研发费用率同比略有增长，财务费用率同比降低主要系利息收入增加的同时人民币对美元贬值导致汇兑收益增加。

**图5：2022H1 公司期间费用率为 5.32% (-0.94pct)**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图6：2022H1 期间费用率下降主要系财务费用率降低**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

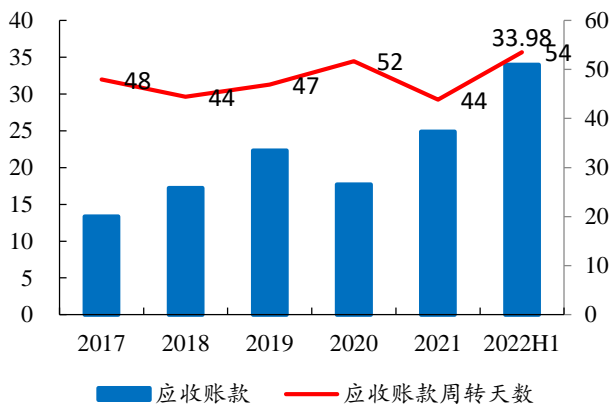
### (3) 营运能力：应收账款增长与账期关联性强，存货及现金流处于健康水平

2022H1 公司经营净现金流 11.03 亿元 (+50%)，主要系收入规模扩大及税费支付减少。

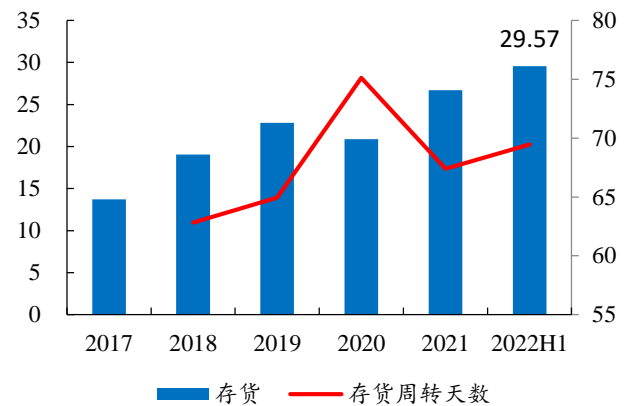
2022H1 应收账款 33.98 亿元 (+29.92%)，应收账款的增加与账期关联性强，应收账款周转天数约 54 天，同比提升 5 天，处于健康水平。

2022H1 存货规模 29.57 亿元 (+27.03%)，存货周转天数 70 天，同比缩短 2 天。

**图7：2022H1 应收账款 33.98 亿元 (单位：亿元)**
**图8：2022H1 存货规模为 29.57 亿元 (单位：亿元)**



数据来源：公司公告、开源证券研究所



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、预计 2023 年新增越南及印尼工厂，新一轮产能释放可期

预计 2022H1 资本开支 8.6 亿元，主要系印尼一期和越南 3 家新工厂或将于 2023H1 将陆续投产：

(1) 新品牌保持良好发展势头，2022Q1/Q2 昂跑鞋类收入增速+69%/+68%，持续保持高增，但由于公司产能紧俏未完全释放订单需求，On running 承接哥伦比亚工厂、亚瑟士和 New balance 2022 年均没有单独的新工厂，预计 On running 新工厂于 2023 年投产。

(2) Puma 自身鞋类增速快于整体增速，2022Q1/Q2 分别增长 21.6%/19.7%，快于整体增速+8.94%/+3.48%，预计 2023 年新工厂投产后，Puma 订单将有亮眼增长。

### 4、盈利预测与投资建议

考虑部分下游客户去库存未结束，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 33.7/40.9/50.7 亿元（原为 35.7/45.7/54.0 亿元），对应 EPS 为 2.9/3.5/4.3 亿元，当前股价对应 PE 分别为 20.6/17.0/13.7 倍，公司下游客户指引稳健，耐克/Deckers/VF/PUMA/UA 分别指引 FY2023 收入增长低双/约 10%/高单/中双/高单，公司作为其鞋类核心供应商订单调整幅度小于行业，同时产能调配灵活度高，预计产能利用率仍能保持高位，维持“买入”评级。

### 5、风险提示

下游客户去库存不畅、产能爬坡及新工厂建设不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6510	11865	13885	17350	21520
现金	2438	4408	6651	8444	11296
应收票据及应收账款	1770	2487	3030	3610	4172
其他应收款	44	93	37	123	80
预付账款	80	163	139	215	212
存货	2088	2671	3215	3976	4480
其他流动资产	90	2044	814	982	1280
<b>非流动资产</b>	3229	4314	4302	4739	5266
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2508	3006	3318	3657	4060
无形资产	200	279	332	379	420
其他非流动资产	520	1029	652	702	786
<b>资产总计</b>	9738	16179	18186	22088	26786
<b>流动负债</b>	3977	5083	5110	5548	6121
短期借款	1496	1876	1641	1671	1730
应付票据及应付账款	1317	1835	2085	2649	2951
其他流动负债	1163	1371	1384	1228	1440
<b>非流动负债</b>	20	170	67	86	107
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	170	67	86	107
<b>负债合计</b>	3997	5253	5176	5633	6228
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1050	1167	1167	1167	1167
资本公积	2158	5704	5704	5704	5704
留存收益	3233	4834	7420	10085	13682
<b>归属母公司股东权益</b>	5741	10927	13010	16455	20558
<b>负债和股东权益</b>	9738	16179	18186	22088	26786

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	2978	2423	3023	3436	5023
净利润	1879	2768	3367	4087	5065
折旧摊销	108	518	514	522	631
财务费用	61	-46	-122	-76	-132
投资损失	-2	-25	-25	-25	-25
营运资金变动	414	-1114	-686	-1079	-522
其他经营现金流	519	322	-25	7	7
<b>投资活动现金流</b>	-836	-4350	736	-1120	-1416
资本支出	622	1277	294	385	460
长期投资	-227	-3127	0	0	0
其他投资现金流	-441	-6200	1030	-735	-956
<b>筹资活动现金流</b>	-1213	2805	-1516	-523	-755
短期借款	-55	380	-235	30	58
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	117	0	0	0
资本公积增加	0	3546	0	0	0
其他筹资现金流	-1157	-1238	-1281	-553	-813
<b>现金净增加额</b>	829	834	2243	1793	2852

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	13931	17470	21007	25215	30369
营业成本	10474	12712	15377	18407	22108
营业税金及附加	3	3	4	5	6
营业费用	196	65	298	353	422
管理费用	592	686	956	1135	1367
研发费用	209	234	357	429	516
财务费用	61	-46	-122	-76	-132
资产减值损失	-104	-134	-161	-194	-233
其他收益	8	4	3	4	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	25	25	25	25
资产处置收益	-1	-2	-2	-2	-2
<b>营业利润</b>	2305	3702	4325	5184	6344
营业外收入	7	8	6	7	7
营业外支出	14	26	14	18	19
<b>利润总额</b>	2299	3684	4317	5174	6331
所得税	420	917	950	1086	1266
<b>净利润</b>	1879	2768	3367	4087	5065
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	1879	2768	3367	4087	5065
EBITDA	2424	4184	4772	5569	6770
EPS(元)	1.61	2.37	2.89	3.50	4.34

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-8.1	25.4	20.2	20.0	20.4
营业利润(%)	5.0	60.6	16.8	19.9	22.4
归属于母公司净利润(%)	3.2	47.3	21.6	21.4	23.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	24.8	27.2	26.8	27.0	27.2
净利率(%)	13.5	15.8	16.0	16.2	16.7
ROE(%)	32.7	25.3	25.9	24.8	24.6
ROIC(%)	26.2	21.2	22.6	21.9	22.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	41.0	32.5	28.5	25.5	23.3
净负债比率(%)	-16.4	-21.7	-38.2	-40.8	-46.2
流动比率	1.6	2.3	2.7	3.1	3.5
速动比率	1.1	1.7	2.0	2.3	2.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.3	1.2	1.3	1.2
应收账款周转率	7.0	8.2	7.6	7.6	7.8
应付账款周转率	7.4	8.1	7.8	7.8	7.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.61	2.37	2.89	3.50	4.34
每股经营现金流(最新摊薄)	2.55	2.08	2.59	2.94	4.30
每股净资产(最新摊薄)	4.92	9.36	11.15	14.10	17.62
<b>估值比率</b>					
P/E	36.9	25.1	20.6	17.0	13.7
P/B	12.1	6.3	5.3	4.2	3.4
EV/EBITDA	28.2	15.6	13.4	11.1	8.7

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