

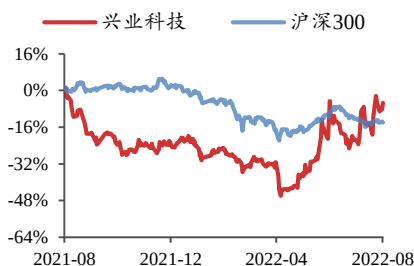
兴业科技 (002674.SZ)

2022 年 08 月 23 日

投资评级：买入（维持）

日期	2022/8/23
当前股价(元)	13.35
一年最高最低(元)	15.43/7.60
总市值(亿元)	38.96
流通市值(亿元)	38.56
总股本(亿股)	2.92
流通股本(亿股)	2.89
近 3 个月换手率(%)	124.85

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《制革龙头切入汽车内饰，围绕一张牛皮三极增长——公司首次覆盖报告》
-2022.7.28

新能源汽车内饰用皮革业务加速成长，全年增长可期

——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

● **新能源汽车真皮内饰业务加速成长，全年增长可期，维持“买入”评级**

公司 2022H1 收入 7.41 亿元（-7.84%），归母净利润 0.51 亿元（-55.64%），主要系疫情下内需疲软/皮料价格下降/泉州疫情影响生产。2022Q1/Q2 收入 2.59/4.81 亿元，同比-5.8%/-8.9%，净利润为 0.039/0.475 亿元，同比-80.6%/-50.4%，随着高价原材料库存消化、产能利用率改善至同期水平，利润跌幅逐季收窄。收购后宏兴净利率大幅改善，目前已从 2021 年底的 5.9%提至 10%，预计 2022H2 宏兴持股比例将有所上调，我们维持 2022 年并上调 2023-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 2.1/2.7/3.6 亿元（原为 2.1/2.5/3.1 亿元），对应 EPS 为 0.7/0.9/1.2 亿元，当前股价对应 PE 为 18.7/14.7/11.0 倍，继续维持“买入”评级。

● **主业：6 月产销恢复至同期，7-8 月逐月改善，预计全年主业收入及利润持平**
经我们测算，主业 2022H1 收入为 6.97 亿元（-13.3%）。按下游应用场景拆分：

2022H1 鞋包袋/其他用皮革收入分别为 6.53/0.13 亿元，同比-13.5%/-14.9%，主要下游鞋包袋用皮革收入占比 88%，毛利率分别-10.2/-14.7pct；二层皮胶原产品原料收入 0.11 亿元（-11%），毛利率 13.89%（-14.8pct），宝泰仍处建厂阶段（持股 51%），其收入 0.12 亿元主要为公司原有肠衣业务，净利率 2%。2022 年 6 月主业产销恢复至同期水平，7-8 月逐月改善，预计全年主业收入及利润持平。

● **宏兴：协同之下净利率大幅改善，多车型交付 2022H2 收入有望加速**

2022H1 公司仅并表宏兴 1 个月，宏兴借助兴业资金/产能/原材料采购优势方面的优势，期间收入 4360.6 万元，利润 434.8 万元，毛/净利率 19.96%/10%，净利率较 2021 年底 5.9%提至 10%。宏兴已定点的多款车型为 2022H2 交付（蔚来 ET5、理想 L9 及 X02、问界 M5 纯电、哪吒 S 系列、零跑 C01、自驾游家等），下半年收入有望加速，同时预计公司下半年将提高持股比例（目前持股 56%）有望增厚宏兴利润贡献。**客户拓展**：2022Q4 有望完成比亚迪认证，广汽及广汽丰田积极推进中。

● **2022H1 高价库存及疫情致毛利率承压，严格费控下净利率跌幅窄于毛利率**

2022H1 毛利率 16.2%（-9.76pct），2022Q1/Q2 为 12.4%/18.2%，同比-6.76/-11.26pct 主要系消化高价原材料&2022Q2 疫情影响产能利用率。2022H1 期间费用率 7.6%（-1.58pct），2022Q1/Q2 为 10.2%/6.1%，同比-0.21/-2.33pct，主要系管理费用率下降及汇兑收益带来的财务费用率降低。2022H1 净利率 6.94%（-7.48pct），2022Q1/Q2 为 1.5%/9.9%，同比-5.76/-8.27pct，跌幅窄于毛利率。

● **风险提示**：汽车用革订单及产能扩张不及预期、原材料价格大幅波动。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,460	1,726	2,198	2,818.8	3,499
YOY(%)	-8.0	18.2	27.3	28.2	24.1
净利润(百万元)	116	181	208	265	356
YOY(%)	-2.1	56.9	14.9	27.2	34.1
毛利率(%)	18.8	24.4	20.9	22.2	25.0
净利率(%)	7.9	10.5	9.5	9.4	10.1
ROE(%)	5.4	7.8	8.5	10.2	12.4
EPS(摊薄/元)	0.40	0.62	0.71	0.91	1.22
P/E(倍)	33.7	21.5	18.7	14.7	11.0
P/B(倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 新能源汽车内饰用皮革业务加速成长，全年增长可期.....	3
2、 2022H1 高价库存及疫情致毛利率承压，严格费控下净利率跌幅窄于毛利率	4
3、 宏兴盈利能力显著提升，订单充沛 2022H2 收入有望加速，	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

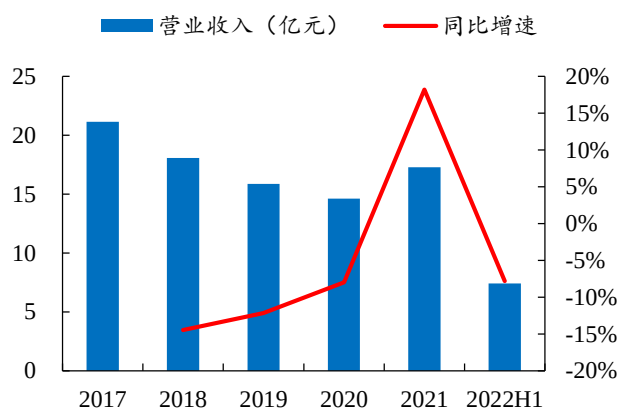
图 1： 2022H1 收入 7.41 亿元（-7.84%）	3
图 2： 2022Q1/Q2 收入 2.59/4.81 亿元，同比-5.8%/-8.9%	3
图 3： 2022H1 归母净利润 0.51 亿元（-55.64%）	3
图 4： 2022 Q1/Q2 归母净利润 0.039/0.475 亿元，同比-80.55%/-50.44%	3
图 5： 2022H1 毛/净利率为 16.2%（-9.76pct）/6.94%（-7.48pct）	5
图 6： 2022Q1/Q2 净利率 1.5%/9.9%，同比-5.76/-8.27pct	5
图 7： 2022H1 期间费用率为 7.6%（-1.58pct）	5
图 8： 2022Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.01/-0.84/-0.49/-1.00pct	5
图 9： 2022H1 存货 8.82 亿元（+42.3%）	6
图 10： 2022H1 公司应收账款为 3.44 亿元（+53.63%）	6
表 1： 2022H1 汽车内饰用皮革收入 0.44 亿元，占比 5.9%，主业主要下游仍为鞋包袋用革，占比 88.2%.....	4

1、新能源汽车内饰用皮革业务加速成长，全年增长可期

公司 2022H1 收入为 7.41 亿元（-7.84%），归母净利润 0.51 亿元（-55.64%），主要系内需疲软导致销量下滑、皮料价格下降、疫情导致泉州基地产能利用率下降。

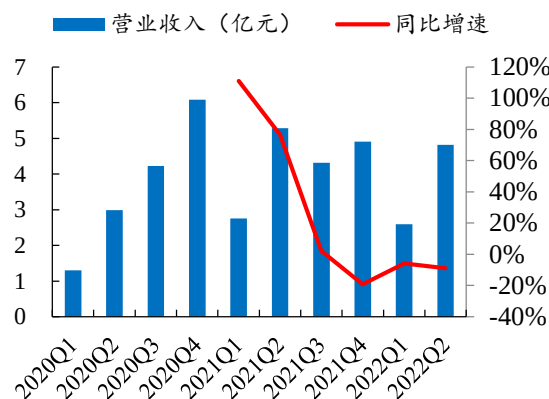
分月度看，2022Q1/Q2 收入分别为 2.59/4.81 亿元，同比-5.8%/-8.9%，归母净利润分别为 0.039/0.475 亿元，同比-80.55%/-50.44%，随着高价原材料库存逐渐消化、产能利用率改善至同期水平，利润跌幅逐季收窄。

图1：2022H1 收入 7.41 亿元（-7.84%）



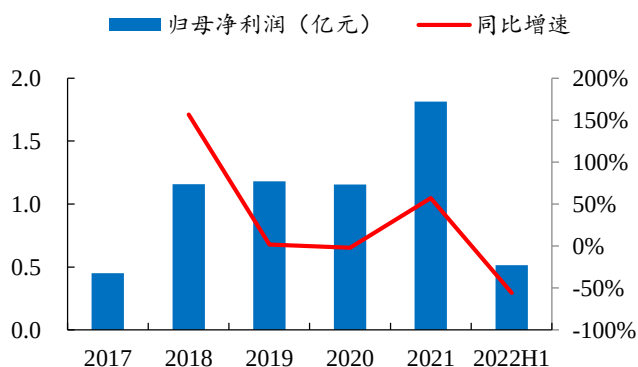
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2022Q1/Q2 收入 2.59/4.81 亿元，同比-5.8%/-8.9%



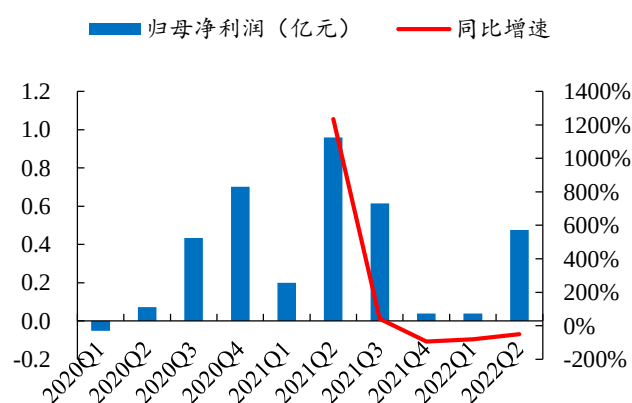
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2022H1 归母净利润 0.51 亿元（-55.64%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2022 Q1/Q2 归母净利润 0.039/0.475 亿元，同比-80.55%/-50.44%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

收入拆分：（1）经我们测算，同口径下公司主业 2022H1 收入为 6.97 亿元，收入下滑 13.3%，按下游应用场景拆分，鞋包袋/其他用皮革收入分别为 6.53/0.13 亿元，同比-13.5%/-14.9%；二层皮胶原产品原料收入为 0.11 亿元，同比-11.0%，收入主要为公司原有肠衣业务。2022H1 主业的主要下游仍为中高端鞋面用皮革和包袋用皮革，占比 88.2%，客户包括国内外知名品牌丽荣、森达、TIMBERLAND、哥伦比亚、OLUCA、红蜻蜓、迪桑娜、菲安妮、利郎、万里马、际华集团、康奈、奥康、宝姿、千百度、雅氏等。

(2) 公司控股子公司宏兴汽车皮革（持股 56%，以下简称宏兴）主要从事汽车内饰用皮革的研发、生产和销售，2022H1 公司仅并表宏兴 1 个月，期间收入 4360.6 万元，收入占比 5.9%，主要系借助公司在资金、环保产能方面的优势快速释放下游具有高成长性的新势力订单需求。

(3) 公司全资子公司的控股子公司宝泰皮革（持股 51%）主要从事二层皮深加工，其产品为二层皮革和二层皮胶原产品原料，目前仍在建厂中。

表1：2022H1 汽车内饰用皮革收入 0.44 亿元，占比 5.9%，主业主下游仍为鞋包袋用革，占比 88.2%

	2022H1	收入占比	2021H1	收入占比	收入同比变动	占比同比变动
鞋包袋用皮革	6.53	88.2%	7.56	94.0%	-13.5%	-5.8pct
汽车内饰用皮革	0.44	5.9%				
二层皮胶原产品原料	0.11	1.4%	0.12	1.5%	-11.0%	-0.1 pct
其他用皮革	0.13	1.8%	0.16	2.0%	-14.9%	-0.2 pct
其他业务收入	0.20	2.7%	0.20	2.5%	-3.6%	0.1 pct
合计	7.41	100%	8.04	100%	-7.8%	-
	2022H1	毛利占比	2021H1	毛利占比	毛利率 YOY	占比 YOY
鞋包袋用皮革	16.48%	89.7%	26.63%	96.1%	-10.15pct	-6.3%
汽车内饰用皮革	19.96%	7.3%				
二层皮胶原产品原料	13.89%	1.2%	28.68%	1.6%	-14.79pct	-0.4%
其他用皮革	15.75%	1.8%	30.48%	2.3%	-14.73pct	-0.5%
牛皮革	16.64%	100.0%	26.74%	100.0%	-10.1pct	
公司整体	16.16%	/	25.92%		-9.76pct	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、2022H1 高价库存及疫情致毛利率承压，严格费控下净利率

跌幅窄于毛利率

毛利率：公司 2022H1 毛利率为 16.2%（-9.76pct），其中 2022Q1/Q2 毛利率分别为 12.4%/18.2%，同比-6.76/-11.26pct，毛利率下滑主要系高价库存及泉州疫情影响产能利用率。**按业务拆分：**（1）主业鞋包袋用皮革/其他用皮革毛利率为 16.48%/15.75%，同比-10.15pct/-14.73pct；（2）**汽车内饰用皮革毛利率为 19.96%，毛利占比 7.3%**，汽车内饰用皮革贡献毛利增量，动公司 2022H1 牛皮革销售毛利率降幅窄于各品类降幅；（3）二层皮胶原产品原料毛利率为 13.89%，同比-14.79pct。

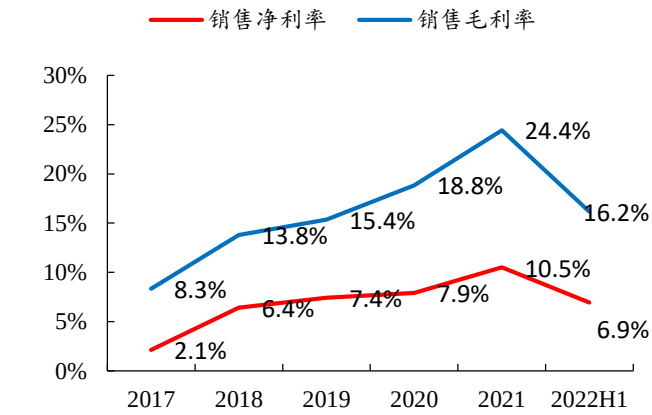
费用端：公司 2022H1 期间费用率为 7.6%（-1.58pct），拆分看，2022H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.11%/4.12%/2.65%/-0.31%，同比+0.01/-0.74/-0.16/-0.68pct，费用率下降主要系汇兑收益增加致财务费用率下降。

2022Q1/Q2 期间费用率分别为 10.2%/6.1%，同比-0.21/-2.33pct。2022Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.04%/3.44%/2.48%/-0.82%，同比-0.01/-0.84/-0.49/-1.00pct，财务费用率下降较多主要系汇兑收益增加 699 万所致。

净利率：公司 2022H1 净利率为 6.94%（-7.48pct），其中 2022Q1/Q2 净利率分别为 1.5%/9.9%，同比-5.76/-8.27pct。宏兴 2022H1 净利率为 10%，相较 2021 年 5.9% 大幅提升，预计为毛利率改善及精细化管理带来的管理费用率下降，并购前宏兴因资金受限原料皮储备不足，为满足订单需求多采购市场现货原皮，与兴业皮料成本

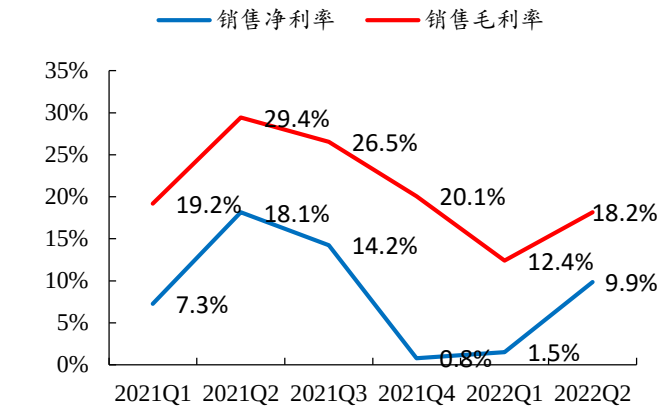
相比较较大，并购后宏兴借助兴业在原材料采购方面的优势改善成本。

图5：2022H1 毛/净利率为 16.2%（-9.76pct）/6.94%（-7.48pct）



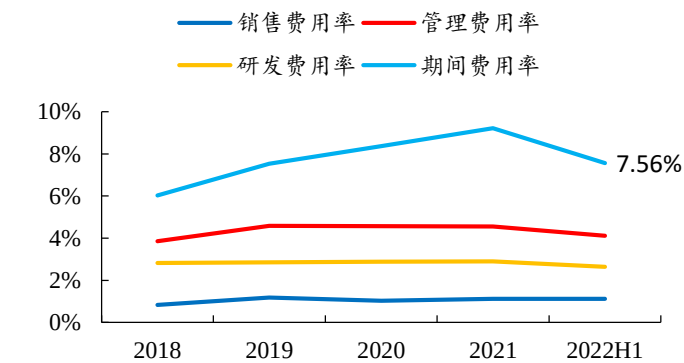
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2022Q1/Q2 净利率 1.5%/9.9%，同比-5.76/-8.27pct



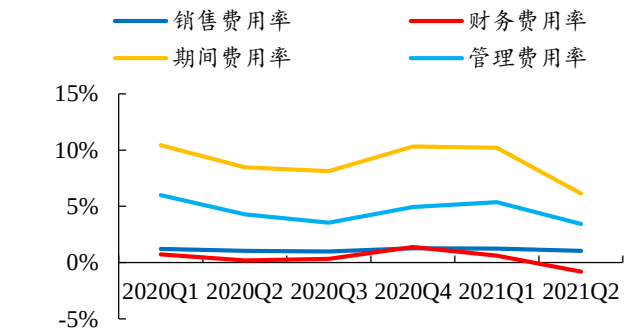
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2022H1 期间费用率为 7.6%（-1.58pct）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

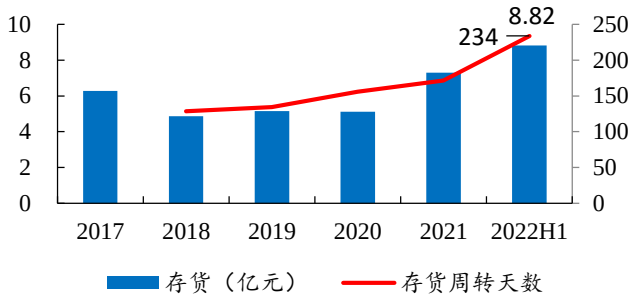
图8：2022Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.01/-0.84/-0.49/-1.00pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

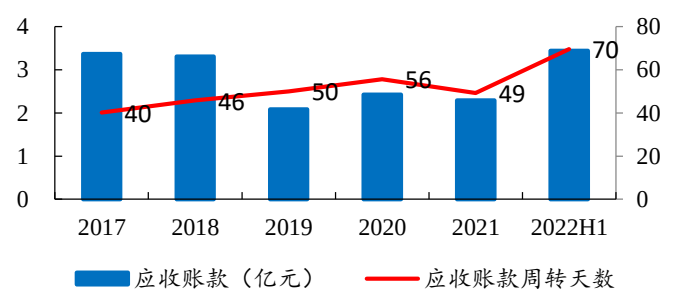
营运能力方面：公司 2022H1 存货为 8.82 亿元（+42.3%），存货周转天数为 234 天（+63 天）。公司 2022H1 应收账款为 3.44 亿元（+53.63%），应收账款周转天数为 70 天（+17 天）。公司 2022H1 经营性现金流净额为 0.22 亿元（-78%）主要系贷款同比减少所致。

图9：2022H1 存货 8.82 亿元（+42.3%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2022H1 公司应收账款为 3.44 亿元（+53.63%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、宏兴盈利能力显著提升，订单充沛 2022H2 收入有望加速，

深度绑定高成长性新势力并正拓展新客户比亚迪/广汽：目前独供蔚来/理想/问界/合众/零跑/小鹏/马自达/吉利等客户的部分车型，7月理想L9真皮座椅获关注、8月获蔚来供应商“守望奖”，已获定点车型生命周期至2027年。

2022H1 公司并表宏兴 1 个月，期间收入为 4360.6 万元，净利润为 434.8 万元，毛/净利率为 19.96%/10%，净利率相较 2021 年底的 5.9%提升显著，经营性现金流净额为 1088.7 万元，长期预计宏兴毛利率可提升至 30%，净利率有望提升至 15%以上。

短期看：(1) 现有定点放量及新定点车型爬坡：宏兴已定点的多款车型为 2022H2 交付（蔚来 ET5、理想 L9 及 X02、问界 M5 纯电、哪吒 S 系列、零跑 C01、自游家等），下半年收入有望加速，2023 年仍有理想 X03 等新定点车型储备。借助宏兴环保产能及产线资源，2022Q2 月产能已从 2021 年底 100 万 SF 提升至 250 万 SF，长期有望扩充至 800 万 SF 持续释放订单需求。**(2) 新客户拓展：**2022Q4 有望完成比亚迪认证，广汽及广汽丰田积极推进中。**(3) 持股比例可提升：**预计公司下半年将提高持股比例（目前持股 56%），有望增厚宏兴利润贡献。

4、盈利预测与投资建议

2022Q1/Q2 收入 2.59/4.81 亿元，同比-5.8%/-8.9%，净利润为 0.039/0.475 亿元，同比-80.6%/-50.4%，随着高价原材料库存消化、产能利用率改善至同期水平，利润跌幅逐季收窄。收购后宏兴净利率大幅改善，目前已从 2022Q1 的 4.1%提至 10%，预计 2022H2 宏兴持股比例将有所上调，我们维持 2022 年并上调 2023-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润为 2.1/2.7/3.6 亿元（原为 2.1/2.5/3.1 亿元），对应 EPS 为 0.7/0.9/1.2 亿元，当前股价对应 PE 为 18.7/14.7/11.0 倍。

5、风险提示

汽车用革订单及产能扩张不及预期、原材料价格大幅波动。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2326	2512	2702	3262	3763
现金	1302	823	1048	1345	1669
应收票据及应收账款	243	229	0	0	0
其他应收款	2	2	3	3	4
预付账款	26	46	45	72	74
存货	511	731	924	1162	1335
其他流动资产	242	681	681	681	681
非流动资产	763	795	911	1059	1209
长期投资	101	106	120	132	144
固定资产	482	480	580	713	846
无形资产	55	52	52	53	54
其他非流动资产	125	157	159	162	165
资产总计	3089	3307	3613	4322	4972
流动负债	911	632	868	1471	1908
短期借款	580	210	660	1252	1687
应付票据及应付账款	220	274	0	0	0
其他流动负债	111	148	208	219	222
非流动负债	36	349	298	249	200
长期借款	0	300	248	199	150
其他非流动负债	36	50	50	50	50
负债合计	947	981	1166	1720	2108
少数股东权益	10	26	26	25	25
股本	292	292	292	292	292
资本公积	1267	1267	1267	1267	1267
留存收益	531	712	780	943	1115
归属母公司股东权益	2133	2300	2421	2577	2839
负债和股东权益	3089	3307	3613	4322	4972

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	179	135	12	91	300
净利润	115	181	208	265	355
折旧摊销	58	59	54	70	90
财务费用	-2	11	10	32	52
投资损失	-28	-18	-21	-19	-21
营运资金变动	-18	-168	-238	-255	-173
其他经营现金流	54	69	-1	-2	-5
投资活动现金流	-81	-558	-149	-200	-219
资本支出	40	76	156	207	228
长期投资	-63	-497	-14	-12	-12
其他投资现金流	21	15	21	19	21
筹资活动现金流	-81	-75	-89	-187	-191
短期借款	210	-370	450	592	434
长期借款	0	300	-52	-49	-49
普通股增加	-10	0	0	0	0
资本公积增加	-91	0	0	0	0
其他筹资现金流	-190	-5	-487	-730	-576
现金净增加额	17	-501	-225	-296	-110

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1460	1726	2198	2819	3499
营业成本	1185	1305	1739	2193	2625
营业税金及附加	11	13	16	21	25
营业费用	15	19	23	30	37
管理费用	67	79	100	126	155
研发费用	42	50	64	81	101
财务费用	-2	11	10	32	52
资产减值损失	-32	-59	-30	-48	-110
其他收益	5	11	10	8	8
公允价值变动收益	0	3	1	1	1
投资净收益	28	18	21	19	21
资产处置收益	-1	-1	-1	-1	-1
营业利润	139	220	246	313	418
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	6	10	6	7	8
利润总额	133	210	240	306	411
所得税	18	29	32	42	56
净利润	115	181	208	265	355
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-1
归属母公司净利润	116	181	208	265	356
EBITDA	188	277	304	409	554
EPS(元)	0.40	0.62	0.71	0.91	1.22

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-8.0	18.2	27.3	28.2	24.1
营业利润(%)	2.2	58.1	11.9	27.4	33.5
归属于母公司净利润(%)	-2.1	56.9	14.9	27.2	34.1
获利能力					
毛利率(%)	18.8	24.4	20.9	22.2	25.0
净利率(%)	7.9	10.5	9.5	9.4	10.1
ROE(%)	5.4	7.8	8.5	10.2	12.4
ROIC(%)	8.9	14.2	13.0	14.2	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	30.6	29.7	32.3	39.8	42.4
净负债比率(%)	-32.8	-12.3	-2.2	7.6	9.2
流动比率	2.6	4.0	3.1	2.2	2.0
速动比率	1.9	2.6	1.9	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	6.5	7.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.6	7.3	21.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.62	0.71	0.91	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.46	0.04	0.31	1.03
每股净资产(最新摊薄)	7.31	7.88	8.29	8.83	9.73
估值比率					
P/E	33.7	21.5	18.7	14.7	11.0
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.7	11.1	10.9	8.7	6.6

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