

森马服饰 (002563.SZ) 2022H1 业绩受疫情影响承压，期待稳步修复

2022年09月01日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

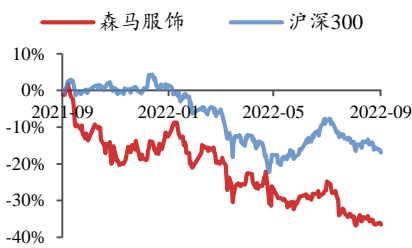
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/9/1
当前股价(元)	5.16
一年最高最低(元)	9.46/5.09
总市值(亿元)	139.02
流通市值(亿元)	97.16
总股本(亿股)	26.94
流通股本(亿股)	18.83
近3个月换手率(%)	32.6

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022Q1 利润承压，期待 2022 全年经营质量稳健——公司信息更新报告》-2022.5.2

《2021 年盈利能力持续改善，童装带动业绩稳步修复——公司信息更新报告》-2022.4.3

《童装份额持续领先，期待 2022 年开店扩张周期——公司信息更新报告》-2022.3.10

● 2022H1 业绩受疫情影响短期承压，维持“买入”评级

公司 2022H1/2022Q2 收入 56.41 亿元 (-13.43%) /23.32 亿元 (-27.28%)，归母净利润 1.04 亿元 (-84.31%) /-1.05 亿元 (-133.43%)。考虑疫情不确定性，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润为 10.1/12.7/15.6 亿元(原值为 14.9/17.5/20.1 亿元)，对应 EPS 为 0.38/0.47/0.58 元，当前股价对应 PE 13.7/10.9/8.9 倍，看好公司国内童装优势地位，休闲装调整充分逐渐复苏，维持“买入”评级。

● 休闲装降幅大于童装，童装渠道仍在调整中

分产品看：2022H1 儿童服饰收入 35.97 亿元 (-12.44%)，休闲服饰收入 19.83 亿元 (-15.5%)。分渠道看：2022H1 线上销售 27.85 亿元 (+3.5%)，占比 49.37%；直营/加盟/联营销售 5.49/19.99/2.47 亿元，增速-19%/-27.6%/-23.7%。门店：2022H1 总店数 8368 家(-199)，其中直营/加盟/联营净拓店-14/+114/-299 家，休闲服装和童装净拓店+17/-216 家。2022H1 直营/加盟平均面积 225.5(+2.0%)/185.9(+2.5%) 平方米；休闲服装/童装平均面积分别为 231.4 (+0.1%)/168.6 (+1.1%) 平方米。

● 成本与费用率上升，存货同比增幅较大，经营性现金流净流出

毛利率：2022H1/Q2 公司整体毛利率为 41.14% (-3.04pct) /38.99% (-5.40pct)。费用率：2022H1/Q2 期间费用率分别为 34.55% (+8.11pct) /41.49% (+12.25pct)。

(1) 销售费用率：2022H1/Q2 为 27.72% (+6.18pct) /32.86% (+9.12pct)，主要系 2022H1 人员薪酬及广告宣传费增加。(2) 管理费用率：2022H1/Q2 分别为 5.14% (+0.95pct) /6.13% (+1.69pct)。(3) 研发费用率：2022H1/Q2 为 2.06% (+0.22pct) /2.97% (+0.63pct)；(4) 财务费用率：2022H1/Q2 为 -0.37% (+0.76pct) /-0.48% (+0.81pct)。净利率：2022H1/2022Q2 公司归母净利率为 1.85% (-8.36pct) /-4.48% (-14.23pct)。

存货：截至 2022H1，存货 39.9 亿元 (+47.15%)；存货周转天数 217 天 (+88)。应收账款：2022H1 应收账款 8.32 亿元 (-12.73%)，应收账款周转天数 36.4 (+4)。经营性现金流和净现金：2022H1 公司经营性现金流出 2.92 亿元 (-132.9%)，减少系销售下降、为避免原材料价格大幅上涨而提前锁定原材料的预付款增加所致。截至 2022H1，现金及现金等价物为 38.81 亿元(-9.2)。

● 风险提示：品牌运营不及预期；行业竞争加剧；疫情影响终端销售。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,205	15,420	14,101	15,887	17,649
YOY(%)	-21.4	1.4	-8.6	12.7	11.1
归母净利润(百万元)	806	1,486	1,014	1,272	1,561
YOY(%)	-48.0	84.5	-31.8	25.5	22.8
毛利率(%)	40.3	42.6	41.7	42.1	42.4
净利率(%)	5.3	9.6	7.2	8.0	8.8
ROE(%)	6.9	12.7	8.9	10.9	12.9
EPS(摊薄/元)	0.30	0.55	0.38	0.47	0.58
P/E(倍)	17.3	9.4	13.7	10.9	8.9
P/B(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 疫情下业绩承压，童装跌幅低于休闲服饰.....	
2、 盈利能力小幅下行，存货仍处可控范围.....	
2.1、 原材料提价+促销致毛利率下降，销售费用提升带来期间费用率上行.....	
2.2、 疫情影响下存货上升，但仍处正常可控状态.....	
3、 童装优势不减，全域渠道改革下线下有望提质增长.....	
4、 盈利预测.....	
5、 风险提示.....	
附：财务预测摘要.....	

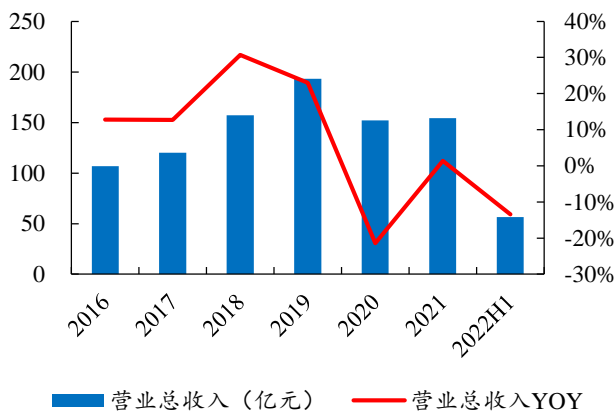
图表目录

图 1： 2022H1 公司收入为 56.41 亿元 (-13.43%)	
图 2： 2022Q2 公司收入为 23.32 亿元 (-27.28%)	
图 3： 2022H1 公司归母净利润为 1.04 亿元 (-84.31%)	
图 4： 2022Q2 公司归母净利润为-1.05 亿元 (-133.43%)	
图 5： 2022H1 毛/净利率为 41.14% (-3.04pct) /1.85% (-8.36pct)	
图 6： 2022H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+6.18/+0.95/+0.22/+0.76pct.....	
图 7： 2022H1 存货为 39.9 亿元 (+47.15%)	
图 8： 2022H1 应收账款为 8.32 亿元 (-12.73%)	
表 1： 2022H1 儿童服饰/休闲服饰收入分别下降 12.44%/15.5% (单位：亿元)	
表 2： 2022H1 线上销售为 27.85 亿元，同比增长 3.5%	
表 3： 2022H1 休闲服装和童装平均面积分别为 231.4/168.6 平方米，同比分别+0.1%/+1.1%。	

1、疫情下业绩承压，童装跌幅低于休闲服饰

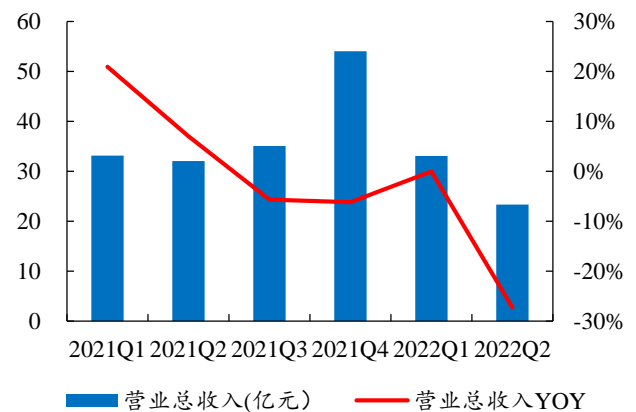
2022H1 公司实现收入 56.41 亿元 (-13.43%)，归母净利润 1.04 亿元 (-84.31%)，扣非归母净利润 0.25 亿元 (-95.92%)，业绩端承压主要系疫情影响终端零售。分季度看，2022Q1、2022Q2 公司分别实现营收 33.09/23.32 亿元，分别同比-0.03%/-27.28%，分别实现归母净利润 2.09/-1.05 亿元，分别同比-40.74%/-133.43%，分别实现扣非归母净利润 1.85/-1.6 亿元，分别同比-45.01%/-157.5%。

图1：2022H1 公司收入为 56.41 亿元 (-13.43%)



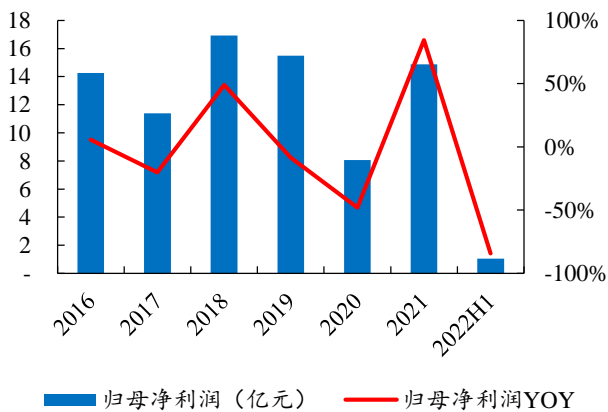
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2022Q2 公司收入为 23.32 亿元 (-27.28%)



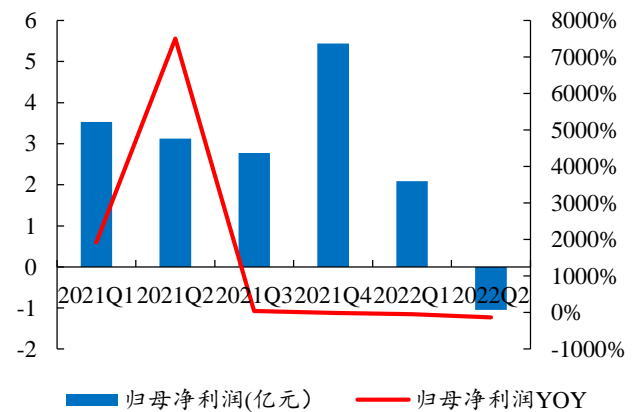
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2022H1 公司归母净利润为 1.04 亿元 (-84.31%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2022Q2 公司归母净利润为-1.05 亿元 (-133.43%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

分产品看，2022H1 儿童服饰收入为 35.97 亿元，同比下降 12.44%；休闲服饰收入为 19.83 亿元，同比下降 15.5%。儿童服饰跌幅小于休闲服饰，疫情下童装展现出较强的经营韧性。

表1：2022H1 儿童服饰/休闲服饰收入分别下降 12.44%/15.5% (单位：亿元)

	2019	2020	2021	2022H1	2021H1	Vs2021H1 变动
儿童服饰收入	126.63	101.32	102.72	35.97	41.08	-12.44%
YOY	43.5%	-20.0%	1.4%	-12.4%	6.9%	
占比	65.49%	66.64%	66.62%	63.76%	63.05%	+0.71pct

	2019	2020	2021	2022H1	2021H1	Vs2021H1 变动
毛利率		42.44%	43.74%	42.11%	44.48%	-2.37pct
休闲服饰收入	65.44	49.56	50.27	19.83	23.48	-15.5%
YOY	-3.7%	-24.3%	1.4%	-15.5%	28.7%	
占比	33.84%	32.60%	32.60%	35.16%	36.03%	-0.87pct
毛利率		35.88%	40.13%	39.11%	43.55%	-4.44pct
其他收入	1.29	1.16	1.2	0.61	0.60	1.7%
YOY	25.2%	-10.1%	3.4%	1.7%	-0.09091	
占比	0.67%	0.76%	0.78%	1.08%	0.92%	+0.16pct
毛利率		47.45%	46.21%	49.80%	47.79%	+2.01pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分渠道看，线上销售维持正增长。2022H1 线上销售为 27.85 亿元，同比增长 3.5%；直营/加盟/联营销售分别为 5.49/19.99/2.47 亿元，增速分别为-19%/-27.6%/-23.7%。线上销售占比为 49.37%，从渠道结构看，阿里系占比约为 45%，京东及唯品会合计占比约为 20%+，拼多多占比 10%左右。

表2：2022H1 线上销售为 27.85 亿元，同比增长 3.5%

	2019	2020	2021	2022H1
线上销售	53.35	58.09	64.58	27.85
线上销售 YOY	29.8%	8.9%	11.2%	3.5%
线上销售占比	27.59%	38.20%	41.88%	49.37%
直营销售	29.94	19.97	14.00	5.49
直营销售 YOY	43.6%	-33.3%	-29.9%	-19.0%
加盟销售	105.29	66.57	68.20	19.99
加盟销售 YOY	13.0%	-36.8%	2.5%	-27.6%
联营销售	3.50	6.27	6.21	2.47
联营销售 YOY	236.3%	79.1%	-0.9%	-23.7%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

店铺数量看，2022H1 总店数为 8368 家，相较年初净关店 199 家，其中直营/加盟/联营净拓店-14/+114/-299 家，加盟店数净增加主要系部分联营店铺经营状况有所改善下转为加盟店铺。休闲服装呈净开店状态，2022H1 休闲服装和童装分别净拓店+17/-216 家。

店铺面积看，加盟店铺面积较直营增长更快，童装店铺面积较休闲服装增长更快。2022H1 直营/加盟的平均面积分别为 225.5/185.9 平方米，同比分别+2.0%/+2.5%；休闲服装和童装平均面积分别为 231.4/168.6 平方米，同比分别+0.1%/+1.1%。

表3：2022H1 休闲服装和童装平均面积分别为 231.4/168.6 平方米，同比分别+0.1%/+1.1%。

	2019	2020	2021	2022H1
直营				
店铺数量	907	681	781	767
店数增减	144	-226	100	-14
店铺平均面积（平方米）	200.2	223.9	221.1	225.5
平均面积变动 YOY	-1.6%	11.8%	-1.3%	2.0%
加盟				

	2019	2020	2021	2022H1
店铺数量	8,649	7,693	71,412	7,526
店数增减	289	-956	-281	114
店铺平均面积（平方米）	192.9	182.2	181.5	185.9
店铺平均面积变动 YOY	1.9%	-5.6%	-0.4%	2.5%
联营		351	374	75
休闲服饰				
店铺数量	3,766	3,091	2,823	2,840
店数增减	-64	-675	-268	17
店铺平均面积（平方米）	240.7	232.9	231.3	231.4
店铺平均面积变动 YOY	2.8%	-3.2%	-0.7%	0.1%
儿童服饰				
店铺数量	5,790	5,634	5,744	5,528
店数增减	497	-156	110	-216
店铺平均面积（平方米）	163.0	163.8	166.7	168.6
店铺平均面积变动 YOY	2.5%	0.5%	1.8%	1.1%
店数合计	9,556	8,725	8,567	8,368
店数增减	433	-831	-158	-199

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、盈利能力小幅下行，存货仍处可控范围

2.1、原材料提价+促销致毛利率下降，销售费用提升带来期间费用率上行

2022H1/Q2 公司整体毛利率为 41.14% (-3.04pct) /38.99% (-5.40pct)，毛利率下降主要系供应链端原材料价格短期内迅速上涨、受疫情影响促销力度加大。

2022H1/Q2 期间费用率分别为 34.55% (+8.11pct) /41.49% (+12.25pct)，拆分来看：

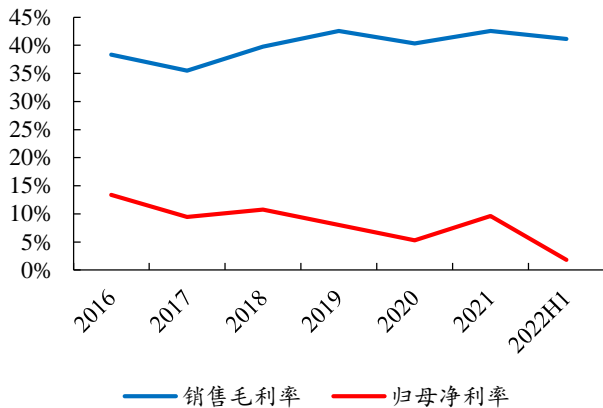
(1) 销售费用率：2022H1/Q2 分别为 27.72% (+6.18pct) /32.86% (+9.12pct)，主要系 2022H1 人员薪酬及广告宣传费增加，销售费用弹性相对较大，预计 2022H2 在综合考虑销售与费用支出下，销售费用率能得到一定程度改善。

(2) 管理费用率：2022H1/Q2 分别为 5.14% (+0.95pct) /6.13% (+1.69pct)，主要系信息化建设费用增加所致；

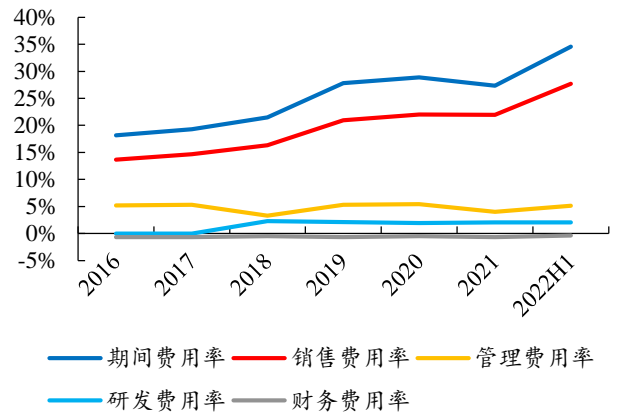
(3) 研发费用率：2022H1/Q2 分别为 2.06% (+0.22pct) /2.97% (+0.63pct)；

(4) 财务费用率：2022H1/Q2 分别为 -0.37% (+0.76pct) /-0.48% (+0.81pct)；主要系定期存款到期减少所致；

综合影响下 2022H1 公司归母净利率为 1.85% (-8.36pct)，扣非归母净利率为 0.44% (-8.97pct)；2022Q2 公司归母净利率为 -4.48% (-14.23pct)，扣非归母净利率为 -6.84% (-15.50pct)。公司净利率的下滑主要源于同期毛利率下滑及费用率上涨双重因素作用。

图5：2022H1 毛/净利率为 41.14% (-3.04pct) /1.85% (-8.36pct)


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2022H1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +6.18/+0.95/+0.22/+0.76pct


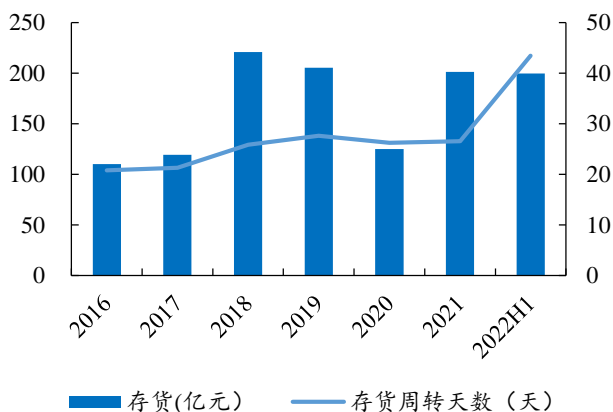
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、疫情影响下存货上升，但仍处正常可控状态

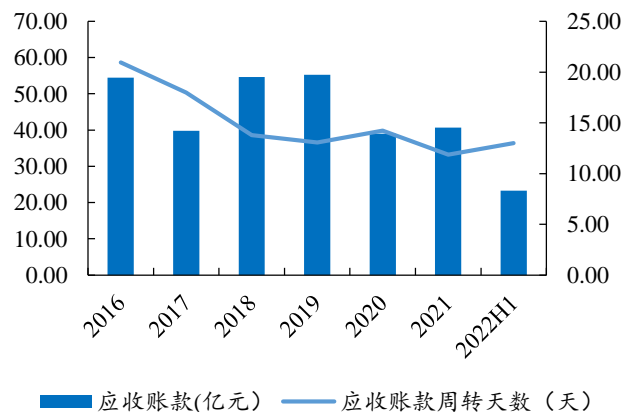
(1) 存货：截至2022H1，公司存货为39.9亿元，同比上升47.15%；存货周转天数为217天，同比延长88天；库龄1年内产品占比为74.72% (-9.02pct)。存货上升主要系产品售罄率下降，但2022H1终端零售销售同比下降6.6%，相较公司销售收入下降13.43%更低，表明加盟商存货较公司更轻，呈去库存状态。

(2) 应收账款：2022H1年公司应收账款为8.32亿元，同比下降12.73%，应收账款周转天数36.4天，同比增加4天。

(3) 经营性现金流和净现金：2022H1公司经营性现金流出现-2.92亿元 (-132.9%)，减少系销售下降、为避免原材料价格大幅上涨而提前锁定原材料带来的预付款增加所致。截至2022H1，现金及现金等价物为38.81亿元，同比减少9.2亿元。

图7：2022H1 存货为 39.9 亿元 (+47.15%)


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2022H1 应收账款为 8.32 亿元 (-12.73%)


数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、童装优势不减，全域渠道改革下线下有望提质增长

2022H1 公司根据渠道定位、用户群体，匹配相应商品层级和组合，打造线上线下一体化全域营销新零售模式。(1) 线上：天猫官方旗舰店保持高单位数正增长，童装行业排名上升至第 7 名，亲子装类目市占率保持第一；在社交电商、内容电商上取得阶段性胜利，其中抖音直播同比增长 2.5 倍，拼多多同比增长 9.7 倍。公司在直播方面投入较大，在不同电商渠道进行打法调整，预计电商未来持续增长可期。(2) 线下：解决产品利润贡献和考核之间的利益关系，改革下产品经理选择渠道时会权衡线上线下的铺货，让线上线下业务团队形成以产品品类为单位形成利益的一致化。通过全面执行线上线下同款同价，进一步提高 O2O 产品的占比，2021 年 O2O 同款同价占比约为 5%，2022 年预计将达到 20%，

巴拉巴拉品牌所处的童装行业处于景气发展阶段，是服装行业中增长最快的赛道之一。巴拉巴拉品牌占据童装市场绝对优势，连续多年国内市场份额第一，随着消费市场的进一步扩大以及资源向优势企业集中，巴拉巴拉品牌在现有竞争优势的基础上，将迎来进一步的发展机遇。

4、盈利预测

考虑疫情不确定性，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润为 10.1/12.7/15.6 亿元（原值为 14.9/17.5/20.1 亿元），对应 EPS 为 0.38/0.47/0.58 元，当前股价对应 PE 13.7/10.9/8.9 倍，看好公司国内童装优势地位，休闲装调整充分逐渐复苏，维持“买入”评级。

5、风险提示

品牌运营不及预期；行业竞争加剧；疫情影响终端销售。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	12751	15087	12455	16343	14272	营业收入	15205	15420	14101	15887	17649
现金	5047	4973	5019	5486	6062	营业成本	9071	8853	8221	9202	10166
应收票据及应收账款	1392	1452	834	1991	729	营业税金及附加	136	122	119	130	146
其他应收款	97	74	123	73	159	营业费用	3349	3381	3737	3940	4246
预付账款	176	201	166	234	218	管理费用	824	621	620	874	971
存货	2501	4024	2633	4728	3404	研发费用	292	317	247	222	229
其他流动资产	3538	4364	3680	3831	3700	财务费用	-77	-103	-94	-103	-108
非流动资产	4419	4691	4072	4224	4079	资产减值损失	-525	-333	0	0	0
长期投资	0	0	-0	-1	-2	其他收益	67	119	0	0	0
固定资产	2142	1948	1648	1724	1779	公允价值变动收益	-20	15	-2	7	2
无形资产	462	431	391	354	248	投资净收益	68	74	70	71	71
其他非流动资产	1815	2312	2033	2147	2054	资产处置收益	-3	-42	0	0	0
资产总计	17170	19778	16527	20567	18351	营业利润	1105	1929	1320	1700	2072
流动负债	4958	7749	4842	8665	5969	营业外收入	5	6	55	18	21
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	23	14	18	16	17
应付票据及应付账款	3999	5954	3288	7056	4371	利润总额	1088	1922	1357	1702	2076
其他流动负债	960	1795	1554	1608	1598	所得税	294	438	351	441	527
非流动负债	711	345	343	343	343	净利润	794	1485	1005	1261	1549
长期借款	0	0	-5	-4	-5	少数股东损益	-11	-2	-8	-11	-12
其他非流动负债	711	345	349	347	348	归属母公司净利润	806	1486	1014	1272	1561
负债合计	5669	8094	5185	9007	6312	EBITDA	1286	2042	1422	1732	2106
少数股东权益	28	20	12	2	-11	EPS(元)	0.30	0.55	0.38	0.47	0.58
股本	2698	2694	2694	2694	2694						
资本公积	2781	2813	2813	2813	2813	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	6152	6295	6525	6746	7002	成长能力					
归属母公司股东权益	11473	11663	11330	11558	12050	营业收入(%)	-21.4	1.4	-8.6	12.7	11.1
负债和股东权益	17170	19778	16527	20567	18351	营业利润(%)	-48.7	74.6	-31.6	28.8	21.9
						归属于母公司净利润(%)	-48.0	84.5	-31.8	25.5	22.8
						获利能力					
						毛利率(%)	40.3	42.6	41.7	42.1	42.4
						净利率(%)	5.3	9.6	7.2	8.0	8.8
						ROE(%)	6.9	12.7	8.9	10.9	12.9
						ROIC(%)	5.9	11.2	7.7	9.6	11.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	33.0	40.9	31.4	43.8	34.4
						净负债比率(%)	-43.4	-37.8	-41.4	-44.6	-47.6
						流动比率	2.6	1.9	2.6	1.9	2.4
						速动比率	1.9	1.3	1.9	1.2	1.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
						应收账款周转率	9.0	10.8	12.3	11.3	13.0
						应付账款周转率	2.7	1.8	1.8	1.8	1.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.30	0.55	0.38	0.47	0.58
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	0.77	0.34	0.65	0.55
						每股净资产(最新摊薄)	4.26	4.33	4.21	4.29	4.47
						估值比率					
						P/E	17.3	9.4	13.7	10.9	8.9
						P/B	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
						EV/EBITDA	4.7	3.0	4.3	3.2	2.4

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