

健之佳 (605266.SH)

2022 年 11 月 01 日

Q3 业绩超预期，唐人顺利并表深化省外扩张

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

蔡明子（分析师）

龙永茂（联系人）

caimingzi@kysec.cn

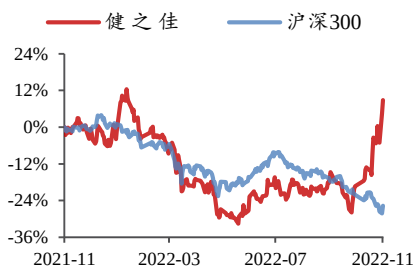
longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070011

日期	2022/11/1
当前股价(元)	62.76
一年最高最低(元)	88.69/41.25
总市值(亿元)	62.23
流通市值(亿元)	36.69
总股本(亿股)	0.99
流通股本(亿股)	0.58
近 3 个月换手率(%)	75.23

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q2 经营向好趋势明显，门店快速扩张蓄力长期增长——公司信息更新报告》-2022.9.1

《药店经营多元化新星，扩张即将进入收获期——公司首次覆盖报告》-2022.8.9

● Q3 业绩加速增长，多举措助力毛利率提升，维持“买入”评级

10 月 28 日，公司发布 2022 三季报：2022 年前三季度实现营收 47.09 亿，同比增加 28.43%；归母净利润 1.93 亿，同比减少 1.80%；扣非净利润 1.94 亿，同比增加 3.93%；经营现金流净额 8.22 亿，同比增长 49.87%；EPS 2.02 元/股（-0.83 元/股）。公司业绩超过我们的预期。公司内生外延并进，大量新店、次新店储备为未来持续增长奠定基础，成长空间大，我们维持对公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.36/3.90/4.63 亿元，对应 EPS 分别为 3.39/3.94/4.67 元，当前股价对应 P/E 分别为 18.5/15.9/13.4 倍，维持“买入”评级。

● 门店维持快速扩张，河北唐人并购顺利推进

门店维持快速扩张。截至 2022Q3 公司门店数达到 3983 家，净增门店 939 家，其中自建 241 家，收购 718 家（其中唐人医药并购日门店 667 家），关闭门店 20 家。河北唐人大药房收购顺利完成。公司通过支付现金方式分两阶段购买唐人医药 100%股权，于 2022 年 8 月 31 日完成 80%股权交割，唐人医药各子公司及其 667 家门店纳入公司。

● 强化专业服务能力，提供多元差异化服务，逐步形成竞争优势

公司持续推行以“中心城市为核心向下渗透”的门店扩张策略并逐步形成规模优势。积极承接处方药外流、应对双通道政策工作的推进。提供差异化服务、强化专业服务，持续提升客户黏性。坚持构建全渠道的营销平台。

● 持续重点推进五个工作，持续强化公司差异化的经营特点和竞争力

公司的“立足云南、深耕西南、向全国拓展”的发展策略在通过唐人医药并购项目的实施获得重大突破，公司营业规模、门店数量、覆盖的区域、市场渗透率大幅提升；公司将在此基础上，推进新年度的规划、预算、组织建设等重要工作，进一步提升公司的竞争力。

● **风险提示：**市场竞争加剧，并购整合不及预期，新店次新店盈利不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,466	5,235	6,615	8,439	10,810
YOY(%)	26.6	17.2	26.4	27.6	28.1
归母净利润(百万元)	251	301	336	390	463
YOY(%)	49.4	19.7	11.9	16.0	18.8
毛利率(%)	33.7	35.8	35.9	35.9	35.9
净利率(%)	5.6	5.7	5.0	4.6	4.3
ROE(%)	14.7	15.8	15.8	16.0	16.6
EPS(摊薄/元)	2.53	3.03	3.39	3.94	4.67
P/E(倍)	24.8	20.7	18.5	15.9	13.4
P/B(倍)	3.6	3.3	2.9	2.6	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 Q3 业绩加速增长，多举措助力毛利率提升.....	3
2、 门店维持快速扩张，河北唐人并购顺利推进.....	4
3、 强化专业服务能力，提供多元差异化服务，逐步形成竞争优势.....	4
4、 持续重点推进五个工作，持续强化公司差异化的经营特点和竞争力	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
表 1： 健之佳盈利预测	6

1、Q3 业绩加速增长，多举措助力毛利率提升

2022 年前三季度，公司营业收入同比增长 28.43%（若剔除唐人医药并表对营业、店数影响：营业收入较 2021 年同期增长 24.67%，较 2021 年 9 月 30 日门店数同比 23.41% 的增长率已大致相当），实现了持续、稳健增长。从利润端来看，2022 年前三季度公司把握营业稳定和增长机遇，强化管理和营运效率以应对疫情和市场的高度不确定性，努力实现了三季度业绩较 2021 年同期、较 Q2 的恢复和提升，主要原因是新店、次新店对收入增长的贡献逐步显现，成熟门店稳健增长，全渠道业务增长迅速，2022Q3 扭转了前两季度受疫情冲击、新店次新店高占比带来费用增长导致净利润同比下滑的趋势。

分季度看，公司 Q1/Q2/Q3 收入分别为 14.5 亿元（+24.28%）、15.56 亿元（+28.33%）、17.03 亿元（+32.29%）；归母净利润分别为 0.29 亿（-54.64%）、0.59 亿元（+1.53%）、1.05 亿元（+41.94%）；扣非净利润分别为 0.35 亿（-41.81%）、0.57 亿元（+0.5%）、1.03 亿元（+45.81%）。

分行业看，2022 年前三季度公司医药零售实现营收 41.65 亿元，同比增长 30.36%，便利零售实现收入 2.81 亿元，同比增长 5.05%，为医药、便利供应商提供专业服务实现营收 2.63 亿元，同比增长 28.87%。

分产品看，2022 年前三季度公司中西成药营收为 31.39 亿元（+36.98%），收入占比 70.60%（+4.42pct），其中处方药销售增长 33.46%，非处方药销售增长 40.10%，实现了公司年初确定应对政策、市场变化的品类策略，积极地承接了院内顾客外流长期趋势带来的增量业务；中药材营收为 1.93 亿元（+35.41%），收入占比 4.33%（+0.22pct）；保健食品营收为 2.93 亿元（-3.45%），收入占比 6.59%（-2.18pct）；个人护理品营收为 0.62 亿元（+18.15%），收入占比 1.40%（-0.12pct）；医疗器械营收为 4.69 亿元（+19.35%），收入占比为 10.55%（-0.8pct）；生活便利品营收为 2.83 亿元（+3.73%），收入占比为 6.37%（-1.51pct）；体检服务营收为 0.07 亿元（+5.36%），收入占比为 0.16%（-0.03pct）。

从盈利能力来看，2022 年前三季度公司毛利率 36.56%（+1.22pct），净利率 4.07%（-1.24pct），毛利率提升原因主要是：（1）公司抓住医药改革的机会，加强医院品种的引进，强抓上游资源，持续规划并引进医院品种集客，承接院内顾客外流长期趋势带来增量业务，重视与处方药和 OTC 品种品牌商的深度合作，提升 OEM 商品及其他综合毛利较高商品销售占比；（2）持续发展线上线下融合的全渠道业务，以提升销售及综合毛利额；（3）公司差异化营销，深度挖掘年轻顾客群体对于健康美丽的需求，个人护理品及医疗器械品类中，综合毛利较高的功效性护肤产品的销售收入持续增长，占比为 5.15%；（4）公司坚持品牌塑造，加大贴牌商品的引进，贴牌产品的规划、选择，通过为顾客提供质量可靠、疗效确切、性价比高且渠道可控的商品减缓毛利率下降。

分行业来看，医药零售毛利率为 35.19%（+0.96pct），便利零售毛利率为 21.78%（+0.22pct），为医药、便利供应商提供专业服务毛利率为 74.04%（+3.28pct）；分产

品看，中西成药毛利率为 31.23% (+1.40pct)，中药材毛利率为 45.68% (+0.34pct)，保健食品毛利率为 46.85% (-0.52pct)，个人护理品毛利率为 29.79% (-1.95pct)，医疗器械毛利率为 40.00% (+2.18pct)，生活便利品毛利率为 30.07% (+4.86pct)，体检服务毛利率为 26.91% (-1.43pct)。

从费用率来看，2022 年前三季度公司销售费用率为 27.04% (+1.65pct)，主要原因是随着门店的增加，职工薪酬、租赁费、办公费、长期待摊费用摊销、水电费、资产折旧费等营运支出持续增长，线上线下全渠道销售规模的提升导致第三方平台服务费随之增长；管理费用率为 2.54% (-0.12pct)，主要原因是公司业务规模增长，为保障管理能力提升、经营目标实现，增加对后台投入，人工费、折旧费、顾客服务费及咨询服务费等增长所致；财务费用率为 1.35% (+0.36pct)，主要原因是新租赁准则导致的“未确认融资费用”在“利息支出”合并列报，短期借款、长期借款增加导致利息支出增加，以及结算手续费增长所致。

2、门店维持快速扩张，河北唐人并购顺利推进

门店维持快速扩张。截至 2022Q3 公司门店数达到 3983 家，净增门店 939 家，其中自建 241 家，收购 718 家(其中唐人医药并购日门店 667 家)，关闭门店 20 家，2022 年前三季度门店数较 2021 年末增长 8.94%(若剔除唐人医药并表对店数影响)，其中川渝桂市场门店增长 30.21%，高于公司整体增速。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3 分别新增直营店 99/154/700 家。2022Q3 公司实现对唐人医药各子公司及其 667 家门店的并购、控制，在重庆地区通过自建、收购等方式向地区、县级市场下沉，实现门店数 30.85% 的高增长，渗透率持续提升。2022 年公司重点加强地级、县级城市渗透力度，新增门店主要分布于下沉市场，公司由省会城市向地、县级城市渗透的门店布局已形成一定规模，区域门店密度进一步提升；县级及以上区域药店占比 95.36%，公司差异化经营特色凸显。

河北唐人大药房收购顺利完成。公司通过支付现金方式分两阶段购买唐人医药 100% 股权，于 2022 年 8 月 31 日完成 80% 股权交割，唐人医药各子公司及其 667 家门店纳入公司。交割日至今，唐人医药整合工作平稳、顺利，管理团队和员工团队稳定，实现了符合预期的稳健经营成果。收购完成后，公司布局由 4 个省市增加至 6 个，是公司深耕西南、走向全国的重要一步，具有战略意义。唐人大药房 2022 年前三季度实现营收 11.08 亿元，净利润 0.45 亿元。2022 年 9 月 1 日起唐人医药并入公司合并财务报表，并表后公司纳入 1.38 亿元营收和 836.56 万元净利润，经营成果增加 90.66 万元。

3、强化专业服务能力，提供多元差异化服务，逐步形成竞争优势

公司持续推行以“中心城市为核心向下渗透”的门店扩张策略并逐步形成规模优势。公司持续推行以“中心城市为核心向下渗透”的门店扩张策略，以“自建+收购”双轮驱动的模式保持快速、稳健的扩张。一方面，公司深耕西南，继续强化云南地区的密集布点，将拓展重心向川渝桂地区倾斜，以核心业务垂管及地区化管理

相结合的方式，进一步提升管控质量和效率，迅速复制云南的成功模式；另一方面，公司将中期、长期的目标市场确定为经济发展迅速、人口持续积聚的京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区、长三角、成渝等重点区域，向西南市场外的其他区域寻求稳健发展的契机，逐步实现从区域连锁企业到全国连锁企业转变。

积极承接处方药外流、应对双通道政策工作的推进。公司密切关注各省市政策落地、实施进展，2022 年前三季度持续推进特慢病医保药房资质和双通道定点资格申请，新增慢病医保门店 259 家，慢保门店总数达 529 家，特病医保支付门店达 99 家，获批双通道药房 121 家；公司抓住门诊共济政策红利，在政策已落地的诊所等机构切实落实运营精细化管理和专业服务，交易次数、营业额均得以提升。

提供差异化服务、强化专业服务，持续提升客户黏性。公司持续完善慢病会员建档、消费者教育、监测数据提示、用药指导、风险提示等全周期慢病管理服务。2022 前三季度门店慢病管理大数据项目持续推进，累计开通慢病医保门店 529 家，高血压、糖尿病、心衰、脑卒中、睡眠健康、皮肤等近 1000 家，专科化、慢病门店体系初步搭建，完成匹配解决方案的商品配置。通过专科药师的培训和专业指导，建立起从疾病的治疗、症状改善、并发症治疗、营养支持、健康管理等全方位的药学照顾方案、健康专业知识培训和患者教育方案。通过药学管理系统，跟进顾客用药、健康咨询等专业回访，提升慢病会员粘性。目前慢病会员的交易次数为普通会员的 1.7 倍，客单价为普通会员的 1.3 倍。

坚持构建全渠道的营销平台。针对消费者对服务泛在性、便利性提出的更高要求，公司坚持全渠道线上业务拓展，2022 年前三渠道线上渠道实现营业收入总计 9,5506.49 万元，同比增长 70.65%，增速远高于门店线下销售增长率；占营业收入的比例达 20.28%，线下线上全渠道业务稳健增长。其中，自营平台业务 2022 年前三季度实现营业收入 2.95 亿元，同比增长 50.80%；传统第三方电商平台 B2C 业务实现营业收入 4.09 亿元，同比增长 81.22%，保持持续、快速的增长；第三方 O2O 平台业务实现营业收入 2.51 亿元，同比增长 81.43%。O2O 业务充分借鉴线下门店经验，为门店业绩提升赋能。

4、持续重点推进五个工作，持续强化公司差异化的经营特点和竞争力

公司将持续重点推进以下五个方面的工作，持续强化公司差异化的经营特点和竞争力：（1）继续强化西南区域布局；稳健推进唐人医药项目整合、融合工作，稳步向全国重点目标区域扩张；（2）强化商品品类规划，提升综合毛利率；有效竞价，提升竞争力；（3）围绕顾客对服务泛在性、便利性的更高需求，营采合一、持续提升全渠道服务能力；（4）控费增效：降租控租和改善促销活动效能、提升毛利率；（5）依托营收和采购规模的较快增长，争取医药工业企业的更多返利及营销推广费用投入。

公司的“立足云南、深耕西南、向全国拓展”的发展策略在通过唐人医药并购项目的实施获得重大突破，公司营业规模、门店数量、覆盖的区域、市场渗透率大幅提升；公司将在此基础上，推进新年度的规划、预算、组织建设等重要工作，进一步提升公司的竞争力。

5、盈利预测与投资建议

公司内生外延并进，大量新店、次新店储备为未来持续增长奠定基础，成长空间大，我们维持对公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 3.36/3.90/4.63 亿元，对应 EPS 分别为 3.39/3.94/4.67 元，当前股价对应 P/E 分别为 18.5/15.9/13.4 倍，维持“买入”评级。

表1：健之佳盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,466	5,235	6,615	8,439	10,810
YOY(%)	26.6	17.2	26.4	27.6	28.1
净利润(百万元)	251	301	336	390	463
YOY(%)	49.4	19.7	11.9	16.0	18.8
毛利率(%)	33.7	35.8	35.9	35.9	35.9
净利率(%)	5.6	5.7	5.0	4.6	4.3
ROE(%)	14.7	15.8	15.8	16.0	16.6
EPS(摊薄/元)	2.53	3.03	3.39	3.94	4.67
P/E(倍)	24.8	20.7	18.5	15.9	13.4
P/B(倍)	3.6	3.3	2.9	2.6	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

6、风险提示

市场竞争加剧，并购整合不及预期，新店次新店盈利不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2612	2497	2616	3561	4301
现金	1622	983	1242	1585	2030
应收票据及应收账款	167	228	0	0	0
其他应收款	33	57	56	88	97
预付账款	11	31	22	45	41
存货	731	1121	1218	1766	2056
其他流动资产	49	77	77	77	77
非流动资产	1786	2717	2806	2919	3056
长期投资	0	10	20	29	39
固定资产	374	400	527	688	878
无形资产	34	45	46	47	47
其他非流动资产	1378	2263	2214	2155	2092
资产总计	4398	5214	5421	6480	7357
流动负债	2034	2421	2405	3165	3693
短期借款	74	30	2169	2820	3384
应付票据及应付账款	1469	1724	0	0	0
其他流动负债	491	667	235	345	309
非流动负债	662	900	899	898	896
长期借款	31	25	24	23	21
其他非流动负债	632	875	875	875	875
负债合计	2696	3321	3304	4063	4589
少数股东权益	-15	-17	-19	-22	-25
股本	53	70	90	90	90
资本公积	986	1009	988	988	988
留存收益	678	857	1120	1404	1712
归属母公司股东权益	1717	1910	2137	2439	2793
负债和股东权益	4398	5214	5421	6480	7357

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	317	744	-1059	262	602
净利润	249	299	334	387	460
折旧摊销	69	97	126	151	179
财务费用	9	48	120	221	297
投资损失	-1	-6	-2	-2	-3
营运资金变动	-27	-176	-1637	-493	-330
其他经营现金流	17	483	-1	-1	-2
投资活动现金流	-137	-724	-213	-262	-313
资本支出	133	386	205	254	306
长期投资	-5	-24	-10	-10	-10
其他投资现金流	1	-315	2	2	3
筹资活动现金流	923	-666	-608	-309	-407
短期借款	54	-44	2139	651	564
长期借款	-5	-5	-1	-1	-2
普通股增加	13	17	21	0	0
资本公积增加	861	23	-21	0	0
其他筹资现金流	-0	-656	-2747	-958	-969
现金净增加额	1103	-646	-1880	-308	-119

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4466	5235	6615	8439	10810
营业成本	2961	3359	4240	5409	6929
营业税金及附加	15	11	28	29	35
营业费用	1040	1340	1627	2067	2686
管理费用	147	138	195	251	320
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	9	48	120	221	297
资产减值损失	-15	-14	0	0	0
其他收益	14	24	14	16	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	6	2	2	3
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	292	354	419	478	560
营业外收入	19	9	9	10	12
营业外支出	11	4	6	7	7
利润总额	301	358	422	482	565
所得税	51	59	88	94	104
净利润	249	299	334	387	460
少数股东损益	-2	-1	-2	-3	-3
归属母公司净利润	251	301	336	390	463
EBITDA	327	429	582	742	879
EPS(元)	2.53	3.03	3.39	3.94	4.67

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	26.6	17.2	26.4	27.6	28.1
营业利润(%)	32.1	21.0	18.6	14.1	17.1
归属于母公司净利润(%)	49.4	19.7	11.9	16.0	18.8
获利能力					
毛利率(%)	33.7	35.8	35.9	35.9	35.9
净利率(%)	5.6	5.7	5.0	4.6	4.3
ROE(%)	14.7	15.8	15.8	16.0	16.6
ROIC(%)	40.5	20.3	11.7	12.9	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	61.3	63.7	60.9	62.7	62.4
净负债比率(%)	-69.8	-28.1	45.8	52.9	50.4
流动比率	1.3	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.5	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.1	1.2	1.4	1.6
应收账款周转率	29.8	26.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	3.6	3.5	8.3	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.53	3.03	3.39	3.94	4.67
每股经营现金流(最新摊薄)	3.19	7.51	-10.68	2.64	6.07
每股净资产(最新摊薄)	17.32	19.26	21.55	24.60	28.17
估值比率					
P/E	24.8	20.7	18.5	15.9	13.4
P/B	3.6	3.3	2.9	2.6	2.2
EV/EBITDA	13.7	11.9	11.4	9.3	8.0

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，属于商业秘密材料，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