

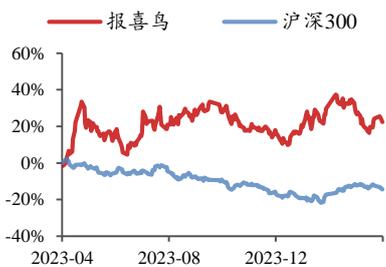
## 报喜鸟 (002154.SZ)

2024年04月14日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/4/12
当前股价(元)	6.08
一年最高最低(元)	6.99/4.97
总市值(亿元)	88.73
流通市值(亿元)	71.56
总股本(亿股)	14.59
流通股本(亿股)	11.77
近3个月换手率(%)	96.29

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

- 《2023年业绩超预期,多品牌发力下成长性显著—公司信息更新报告》  
-2024.1.26
- 《2023Q3延续靓丽业绩,运营能力持续向好—公司信息更新报告》  
-2023.10.27
- 《2023H1业绩高于预告中枢,哈吉斯快速成长—公司信息更新报告》  
-2023.8.21

## 2023年多品牌顺利拓店,乐飞叶高增且实现扭亏

### —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

张霜凝 (联系人)

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790122070037

#### ● 2023年多品牌顺利拓店,乐飞叶高增且实现扭亏,维持“买入”评级

2023年公司实现收入52.5亿元(同比+21.82%,下同),归母净利润6.98亿元(+52.11%),扣非归母净利润6.05亿元(+61.6%),业绩亮眼主要系各品牌收入端增长、终端控折扣提升毛利率的同时费用率下降。2023Q1-Q4收入+11.5%/+40.8%/+14.8%/+24.5%,归母净利润+24.2%/+157.5%/+23.3%/+92.0%。考虑消费信心仍在恢复,我们下调2024-2025年并新增2026年盈利预测,预计归母净利润分别为8.1/9.3/10.4亿元(原为8.4/9.8亿元),对应EPS为0.6/0.6/0.7元,当前股价对应PE10.9/9.6/8.5倍,看好主品牌运动西服及私人定制销售提升及薄弱渠道突破,哈吉斯多品类多系列发展及门店拓展,维持“买入”评级。

#### ● 分品牌:哈吉斯收入增长亮眼,主品牌及宝鸟稳健增长,乐飞叶扭亏为盈

(1)报喜鸟:2023年收入17.30亿元(+17.18%),占比33.9%,门店+13家至817,其中直营+11、加盟+2。2023年平均门店面积略提升,强势区域持续推进大店策略并优化渠道门店,华东地区由694家提升48家至742家;弱势区域突破,华南、华中地区分别提升至67家、150家。(2)哈吉斯:2023年收入17.58亿元(+24.12%),占比34.4%,门店+40家至457,积极拓展优质加盟商加快渠道下沉,2023年直营+14/加盟+26。同时在强势区域推进大店策略的实施,2023年单店面积提升2%至128平+2%。(3)宝鸟:2023年收入10.4亿元(+15.9%),占比20%,大单占比提升。(4)其他品牌:2023年收入4.4亿元(+36.1%),其中乐飞叶聚焦休闲旅行和户外运动,实现收入2.6亿元(+40.5%)并成功扭亏为盈。

#### ● 分渠道:直营驱动增长,团购收入稳健,电商承压

2023年直营收入20.89亿元(+44%),占比39.8%(+6.1pct),直营同店店效增长39%;加盟收入8.07亿元(+4.7%),占比15.4%(-2.5pct);团购收入11.65亿元(+15.6%),占比22.2%(-1.2pct);电商收入8.04亿元(+0.75%),主要受疫后消费行为切换及退货率上升影响,占比15.3%(-3pct)。

#### ● 毛利率提升系渠道结构及直营/电商控折扣,回款增加带动现金流表现良好

2023年毛利率64.7%(+2pct)主要系直营收入占比提升,且直营和电商毛利率增长,销售/管理/财务/研发费用率分别-1pct/+0.6pct/+0.1pct/-0.2pct,管理费用率上升系员工绩效奖金提升,归母净利率13.3%(+2.6pct)。截至2023年底,存货为11.51亿元(-2.4%),存货/应收周转天数为236天(-32)、43天(-6天),经营性现金流净额11.5亿元(+124%),计划现金分红3.6亿元,分红率约52%。

#### ● 风险提示:主品牌年轻化、渠道突破不及预期,哈吉斯渠道拓展不及预期。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,313	5,254	5,986	6,730	7,470
YOY(%)	-3.1	21.8	13.9	12.4	11.0
归母净利润(百万元)	459	698	812	925	1,043
YOY(%)	-1.2	52.1	16.3	13.9	12.9
毛利率(%)	62.7	64.7	65.0	65.2	65.3
净利率(%)	10.6	13.3	13.6	13.7	14.0
ROE(%)	11.8	16.3	15.9	15.7	15.2
EPS(摊薄/元)	0.31	0.48	0.56	0.63	0.71
P/E(倍)	19.3	12.7	10.9	9.6	8.5
P/B(倍)	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3

数据来源:聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2023 年多品牌顺利拓店，乐飞叶高增且实现扭亏.....	3
1.1、 分品牌：报喜鸟稳健、哈吉斯亮眼、宝鸟大单提升、乐飞叶扭亏.....	3
1.2、 分渠道：直营驱动增长，团购稳健增长，电商承压.....	4
2、 渠道：线下拓店及提升单店面积，电商增速持平.....	4
3、 盈利能力提升显著，现金流情况大幅改善.....	5
3.1、 盈利能力：终端控折扣下，直营及电商毛利率提升.....	5
3.2、 营运能力：存货周转天数下降，经营性现金流大幅提升.....	6
4、 未来展望：报喜鸟年轻化改革、哈吉斯多系列多品类发展.....	6
4.1、 报喜鸟：聚焦顾客价值创造，扩大有效会员规模.....	6
4.2、 哈吉斯：多系列多品类均衡发展，加速优质加盟商拓展.....	7
4.3、 其他品牌：成长品牌快速发展，培育品牌低成本试错.....	7
4.4、 电商业务：多元化渠道并进，传统平台稳增长.....	7
5、 盈利预测及投资建议.....	7
6、 风险提示.....	8
附：财务预测摘要.....	9

## 图表目录

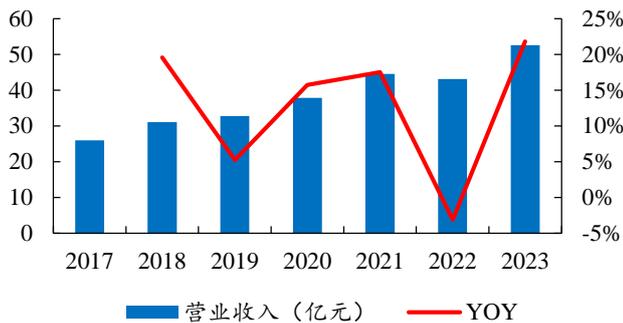
图 1： 2023 年公司实现收入 52.54 亿元（+21.82%）.....	3
图 2： 2023 年公司实现归母净利润 6.98 亿元（+52.11%）.....	3
图 3： 报喜鸟强势区域推进大店策略，2023 年平均门店面积略提升.....	4
图 4： 强势区域持续推进大店策略并优化渠道门店，弱势区域突破.....	4
图 5： 2023 年哈吉斯单店面积进一步提升至 128 平.....	5
图 6： 2023 年哈吉斯直营门店数量占比 71.55%.....	5
图 7： 公司 2023 年毛利率上升主要系直营收入占比提升.....	5
图 8： 2023 年期间费用率下降 0.5pct，其中销售费用率进一步下降.....	6
图 9： 2023 年存货周转天数 236 天，同比-32 天.....	6
图 10： 2023 年平均应收账款周转天数 43 天，同比-6 天.....	6

## 1、2023 年多品牌顺利拓店，乐飞叶高增且实现扭亏

2023 年收入 52.54 亿元 (+21.82%)，归母净利润 6.98 亿元 (+52.11%)，归母净利率 13.3% (+2.7pct)，扣非归母净利润 6.05 亿元 (+61.61%)。

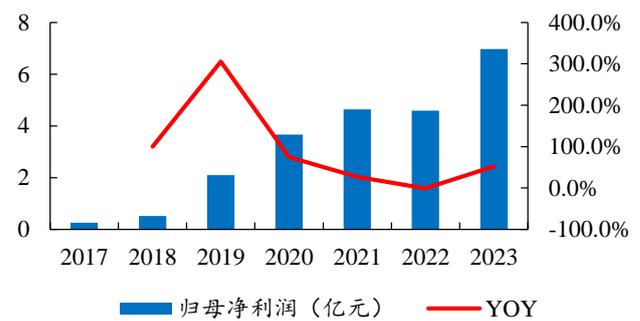
2023Q1-4 收入分别为 12.90/11.80/11.97/15.86 亿元，yoy+11.5%/+40.8%/+14.8%/+24.5%，归母净利润分别为 2.56/1.52/1.48/1.43 亿元，yoy+24.2%/+157.5%/+23.3%/+92.0%。

图1：2023 年公司实现收入 52.54 亿元 (+21.82%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2023 年公司实现归母净利润 6.98 亿元 (+52.11%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.1、分品牌：报喜鸟稳健、哈吉斯亮眼、宝鸟大单提升、乐飞叶扭亏

(1) 报喜鸟：2023 收入 17.30 亿元，yoy+17.18%，收入占比 33.9%。

产品方面，坚持高品质、高性价比、高科技、创新的产品方向，持续优化升级西服核心品类，做大运动西服等趋势系列。

渠道方面，继续推进大店计划优化，优化渠道结构。主要通过关闭形象差、绩效低的店铺，提高购物中心渠道面积占比、优质加盟商占比和提高直营平均店效等方式，有效提升整体店铺质量，升级终端店铺形象。

品牌建设方面，通过召开运动西服新品发布会、聘请品牌大使、会员日董事长直播、社交平台 KOL 品牌输出、明星线下推广等营销方式提升品牌力。

运营方面，聚焦节假日、会员日等重要时间节点开展营销，加强货品拼盘组合；针对不同等级会员开展“匠心篆刻”、“茶百戏”、“车载香薰”、“皮具护理”等品牌特色活动，新增会员人数同比增长，年轻新会员占比有效提升。

定制业务方面，一方面推进常规外籍定制巡店、集中量体、搭配师等活动；另一方面，互联网定制加大线上流量投放，为品牌贡献新的增量。

(2) 哈吉斯：2023 年收入 17.58 亿元，yoy+24.12%，收入占比 34%。

产品方面，专注通勤、假日、运动三大场景的定位，推出 ICONIC 系列、HRC 系列、植物印染等系列产品。扩品类方面，一方面拓宽重点品类价格带，成功推出“黑标”高端系列产品。另一方面，鞋类产品实现自主开发和国产化，配饰类产品实现快速增长。

渠道方面，一方面线下继续推进大店计划，2023 年净开 40 家，其中加盟净开 26 家，加盟店占比提升 3pct 至 28%；另一方面，线上渠道增长稳健，其中抖音渠道

上升趋势良好，重大活动品牌排名提升。

(3) **宝鸟**：2023 收入 10.39 亿元，yoy+15.9%，收入占比 20%。产品方面，加大研发投入，打造核心竞争力；运营方面，坚持直营、代理和大客户协同发展，2023 年较大订单数量占比提升。

(4) **恺米切、乐飞叶&TB**：2023 年收入 4.4 亿元，yoy+36.1%，收入占比 9%。

恺米切：产品方面，聚焦核心品类衬衫研发，推出冰咖啡免烫、中空轻暖免烫等睿科技系列。渠道方面，加快国内优质商场布局，新开店 35 家。

乐飞叶：实现扭亏为盈，贡献利润。产品方面，聚焦夹克衫、羽绒服核心品类，快速补单。渠道方面，线下净开 9 家直营店且直营店店效大幅增长；线上控制折扣，优化库存结构。

## 1.2、分渠道：直营驱动增长，团购稳健增长，电商承压

(1) 直营：2023 年收入 20.89 亿元，yoy+44.05%，收入占比 39.76% (+6.13pct)，直营店净开店 47 家，直营同店店效增长+39%，直营同店坪效增长为+29%。

(2) 加盟：2023 年收入 8.07 亿元，yoy+4.72%，收入占比 15.36% (-2.51pct)。

(3) 团购：2023 年收入 11.65 亿元，yoy+15.63%，收入占比 22.18% (-1.19pct)。

(4) 电商：2023 年收入 8.04 亿元，yoy+0.75%，收入占比 15.31% (-3pct)。

## 2、渠道：线下拓店及提升单店面积，电商增速持平

(1) 线下门店：直营数量占比提升 0.7pct 至 45%，大店策略持续推进。

截至 2023 年末公司已在全国各省、自治区、直辖市的核心商圈、商场、购物中心及部分机场高铁交通枢纽建立了 1,761 家线下门店 (+77)，其中直营店+47 至 793 家，加盟店+30 家 968 家，直营占比 45.03%，提升 0.7pct。

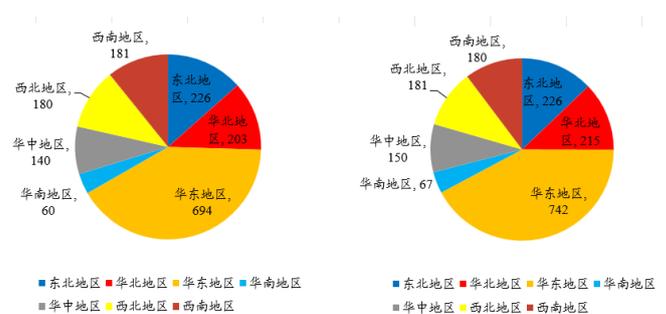
**报喜鸟**：截至 2023 年末，门店+13 家至 817，其中直营+11、加盟+2。2023 平均门店面积略提升至 210m<sup>2</sup>/家。强势区域持续推进大店策略并优化渠道门店，华东地区由 694 家提升 48 家至 742 家；弱势区域突破，华南、华中地区分别提升至 67 家、150 家。

图3：报喜鸟强势区域推进大店策略，2023 平均门店面积略提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：强势区域持续推进大店策略并优化渠道门店，弱势区域突破



数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：左图为 2022 年数据

**哈吉斯：**截至 2023 年末，门店+40 家至 457 (+9.57%)，其中直营+14、加盟+26，直营门店数量占比 71.55%。哈吉斯同样在强势区域推进大店策略的实施，2023 年单店面积进一步提升至 128 平，积极拓展优质加盟商加快渠道下沉，扩大渠道规模。

图5：2023 年哈吉斯单店面积进一步提升至 128 平

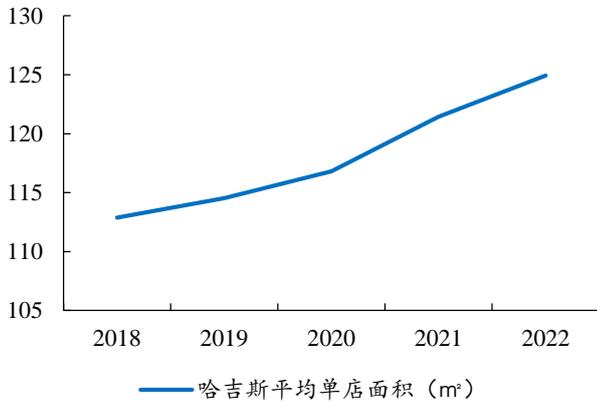
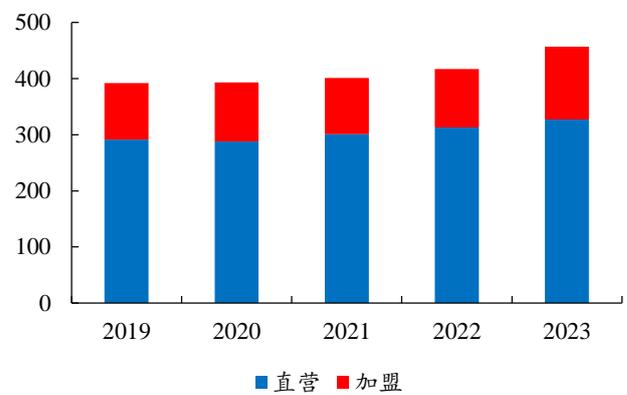


图6：2023 年哈吉斯直营门店数量占比 71.55%



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

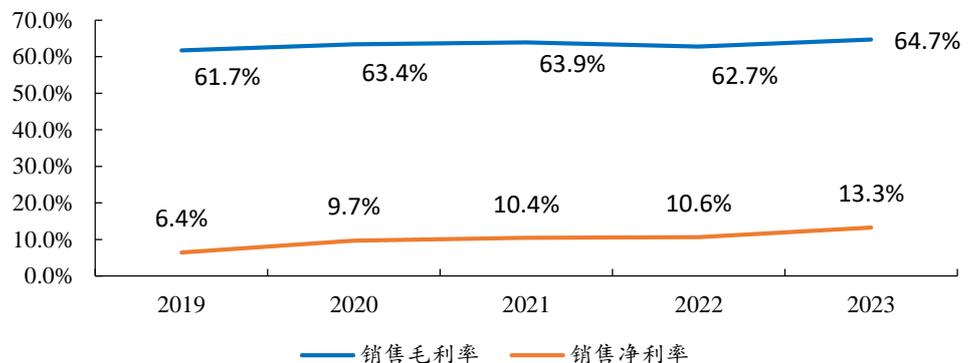
(2) 电商受疫后消费行为切换及退货率上升影响，收入增速持平。2023 年电商收入 8.04 亿元，yoy+0.8%，收入占比 15% (-4pct)，其中淘系收入占比 48%，基本持平，主要系疫后消费行为切换影响及退货率上升，淘系退货率提升 6pct 至 45%。

### 3、盈利能力提升显著，现金流情况大幅改善

#### 3.1、盈利能力：终端控折扣下，直营及电商毛利率提升

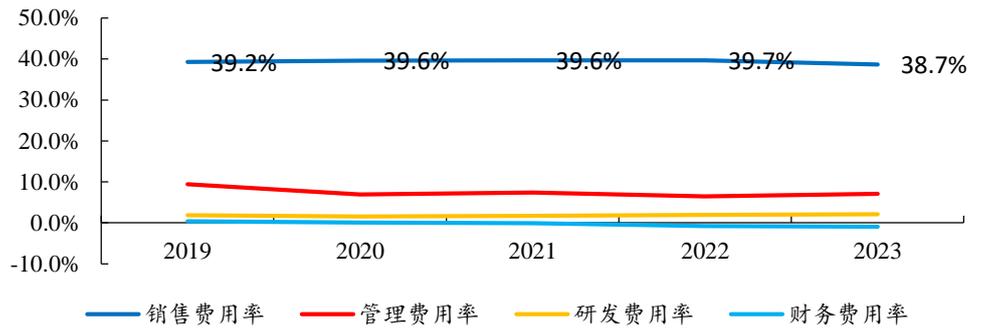
(1) 毛利率：2023 年毛利率 64.7%，yoy+2pct，主要系直营收入占比提升，且直营、电商毛利率提升。分渠道看：直营毛利率 77%，同比+2pct。加盟毛利率 67%，同比持平。团购毛利率 46%，同比持平，电商毛利率 69.53%，同比+1.76pct。

图7：公司 2023 年毛利率上升主要系直营收入占比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 费用端：2023 年期间费用率 46.8% (-0.5pct)，销售/管理/财务/研发费用率分别同比-1.0pct/+0.6pct/+0.1pct/-0.2pct，销售费用率下降主要系收入提升，管理费用率提升主要系实施利润增长奖加强绩效激励所致。

**图8：2023年期间费用率下降0.5pct，其中销售费用率进一步下降**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

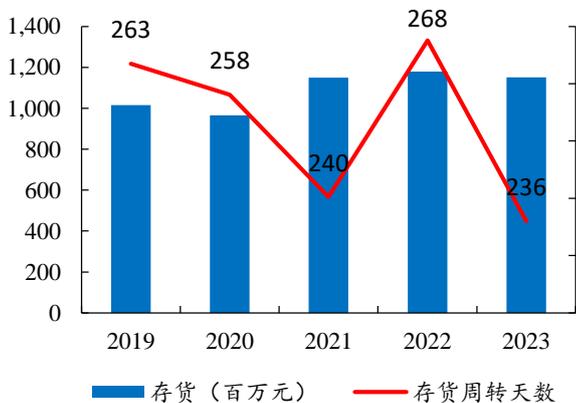
(3) **归母净利润率**：2023年归母净利润率13.3%，yoy+2.6pct。

### 3.2、营运能力：存货周转天数下降，经营性现金流大幅提升

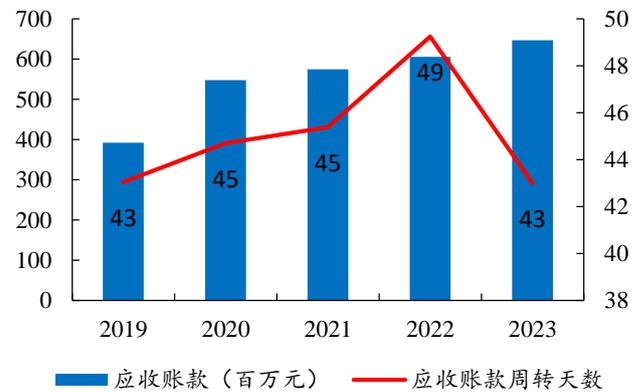
(1) **存货**：截至2023年底，公司存货规模为11.51亿元，yoy-2.38%，存货周转天数236天，同比-32天。

(2) **应收账款**：截至2023年底，应收账款为6.47亿元（-0.93%），平均应收账款周转天数-6天至43天。

(3) **经营性现金流和净现金**：2023年经营性现金流量净额+123.87%至11.53亿元，主要系公司营业收入实现增长、销售回款增加所致。现金及现金等价物17.94亿元，同比增加4.04亿元。

**图9：2023年存货周转天数236天，同比-32天**


数据来源：公司公告、开源证券研究所，左轴为存货，右轴为存货周转天数

**图10：2023年平均应收账款周转天数43天，同比-6天**


数据来源：公司公告、开源证券研究所，左轴为应收账款，右轴为应收账款周转天数

## 4、未来展望：报喜鸟年轻化改革、哈吉斯多系列多品类发展

### 4.1、报喜鸟：聚焦顾客价值创造，扩大有效会员规模

**产品**：加强原创面料开发，持续加强核心品类西服的优化升级，打造运动西服、正装 ONE 系列、生活休闲三大核心系列，拓宽客群年龄层。

**渠道**：持续实施大店计划，加大对重点城市战略投入，给予空白市场的拓展运

营支持，提升市场份额。

品牌：布局小红书等线上渠道为终端引流赋能，促进流量转化最大化。

#### 4.2、哈吉斯：多系列多品类均衡发展，加速优质加盟商拓展

产品：聚焦通勤、假日、运动三大场景，优化系列占比结构，提高运动系列(HRC)销售占比，增加女装投产；创新线上新品系列，促进线上业务稳健发展，通过大单品策略进一步提升包鞋等配饰品类的运营效率，促进规模化发展。

渠道：推进实施大店计划，坚持开设优质项目店铺，进一步提高奥莱运营效率，加速优质加盟商的拓展，保障店铺规模稳健增长。

品牌：加强社交媒体投放、明星合作，巡展、会员活动等。

#### 4.3、其他品牌：成长品牌快速发展，培育品牌低成本试错

**乐飞叶（成长品牌）**：产品方面，聚焦休闲旅行和户外运动两大系列，提升户外品类占比和功能性面料的使用，强化品牌户外基因。渠道方面，加快线下渠道拓展，线下深耕北方成熟市场，稳步择优推进南方市场拓展，全面推进优质奥莱渠道进驻；线上重点拓展直播电商业务。品牌方面，开展品牌线下巡展活动，推广无痕户外、低碳出行等环保项目，加强品牌契合度高的达人合作，稳定扩大店铺小红书矩阵，重视内容输出品质，提升品牌影响力。运营方面，重点加强供应链的稳定性，优化库存结构，提高运营效率。

**恺米切（成长品牌）**：恺按比例开发衬衫和衬衫伴侣品类，新增适量女装占比，推进百店拓展计划，多开店、开好店。

**TB（培育品牌）**：TB 坚持意式轻奢品牌定位，突出核心品类，稳步推进战略店开设，优化渠道结构，重点提升老店店效。

**亨利·格兰（培育品牌）**：结合独立店升级货品结构，提升重点店铺形象。

#### 4.4、电商业务：多元化渠道并进，传统平台稳增长

**坚持渠道多元化发展，积极探索并尝试新平台、新业态的合作。**保持传统电商稳定增长的情况下，通过控制销售折扣、提高转化率、降低退货率等运营管理手段提升利润率。新零售以凤凰尚品微商城为中介，积极引导公域流量向私域与线下门店转化。成立客服中心，并加强商品、运营、设计、售后等工作降低退货率。加强会员运营管理，统一品牌会员权益，增强会员服务意识，提升会员复购率，提升日常销售占比，弱化重大节庆销售占比。新零售以凤凰尚品微商城为中介，积极引导公域流量向私域与线下门店转化。

### 5、盈利预测及投资建议

2023 年公司实现收入 52.5 亿元（同比+21.82%，下同），归母净利润 6.98 亿元（+52.11%），扣非归母净利润 6.05 亿元（+61.6%），业绩亮眼主要系各品牌收入端增长、终端控折扣提升毛利率的同时费用率下降。2023Q1-Q4 收入 +11.5%/+40.8%/+14.8%/+24.5%，归母净利润+24.2%/+157.5%/+23.3%/+92.0%。考虑消费信心仍在恢复，我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计归母净利润分别为 8.1/9.3/10.4 亿元（原为 8.4/9.8 亿元），对应 EPS 为 0.6/0.6/0.7 元，当前股价对应 PE 10.9/9.6/8.5 倍，看好主品牌运动西服及私人定制销售提升及薄弱渠道突

破，哈吉斯多品类多系列发展及门店拓展，维持“买入”评级。

## 6、风险提示

主品牌年轻化、渠道突破不及预期，哈吉斯渠道拓展不及预期。



## 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9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