

东材科技 (601208.SH) 2023 年盈利承压，看好新产能释放和产品结构优化

2024 年 04 月 14 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

徐正凤（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

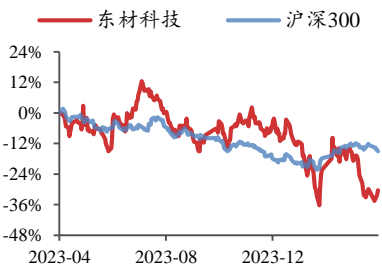
xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790122070041

日期	2024/4/12
当前股价(元)	8.85
一年最高最低(元)	14.57/7.72
总市值(亿元)	81.22
流通市值(亿元)	79.37
总股本(亿股)	9.18
流通股本(亿股)	8.97
近 3 个月换手率(%)	124.4

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《扣非净利润持续改善，电子树脂和光学膜放量可期——公司信息更新报告》-2023.10.20

《扣非净利润环比改善，项目建设及产品验证有条不紊——公司信息更新报告》-2023.8.18

《业绩符合预期，盈利能力环比改善——公司信息更新报告》-2023.5.4

● **2023 年净利润同比承压，2024Q1 多数产品产销两旺，盈利能力同比仍承压**
 公司发布 2023 年报及 2024 一季报，2023 年实现营收 37.4 亿元，同比+2.7%；归母净利润 3.3 亿元，同比-20.8%；扣非净利润 2.2 亿元，同比-12.8%，业绩略低于预期，非经常性损益主要是 6,823 万非流动性资产处置损益、1.1 亿政府补助和因终止实施 2022 年股权激励计划一次性确认的股份支付费用 3,988 万。2024Q1，实现营收 9.2 亿元，同比+7.3%、环比+1.0%；归母净利润 5,072 万元，同比-28.2%、环比+120.8%；扣非净利润 3,712 万元，同比-36.5%、环比+21.7%，非经常性损益主要是 1,575 万元政府补助，Q1 电工绝缘材料、新能源材料、电子材料、环保阻燃材料产销量均同比增长，受东材新材因火灾事故停工等影响净利润同比仍承压。考虑公司在建项目进展和产销经营情况，我们下调 2024-2025 年、新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.53(-1.07)、6.33(-0.83)、7.83 亿元，EPS 分别为 0.49(-0.12)、0.69(-0.09)、0.85 元/股，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 17.9、12.8、10.4 倍。随着光学膜、电子树脂新产能有序释放，我们看好公司迈入高速增长，维持“买入”评级。

● **盈利能力仍承压，光学膜、电子树脂新产能释放+品种结构优化可期**
盈利能力方面，2023 年，公司销售毛利率、净利率分别为 19.01%、8.20%，同比分别-1.66、-3.46pcts；2024Q1，公司销售毛利率、净利率分别为 12.71%、4.81%，同比分别-8.87、-3.47pcts，环比分别-5.68、+3.4pcts，盈利能力同比仍然承压。**分产品看**，(1) **光学膜**，2023 年公司主动调整产品结构，偏光片用离型膜基膜、MLCC 离型基膜、车衣基膜、哑光膜等差异化产品持续上量；并与杉金光电、扬州万润联合推进偏光片用离型膜、离型膜基膜项目。(2) **电子树脂**，公司已经自主研发出碳氢/马来酰亚胺/活性酯/苯并噁嗪/特种环氧树脂等并向全球多家知名覆铜板制造商稳定供货；其中马来酰亚胺树脂、活性酯树脂等产品已通过国内外一线覆铜板厂商供应到主流服务器体系。我们认为，随着光学膜、电子树脂新建产能释放和品种结构优化，公司高质量发展动力充足。

● **风险提示**：项目进展不及预期、需求复苏不及预期、产品及原材料价格波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,640	3,737	4,758	6,107	7,263
YOY(%)	12.1	2.7	27.3	28.3	18.9
归母净利润(百万元)	415	329	453	633	783
YOY(%)	24.2	-20.8	37.9	39.6	23.8
毛利率(%)	20.7	19.0	22.0	22.9	23.3
净利率(%)	11.4	8.8	9.5	10.4	10.8
ROE(%)	9.7	6.5	8.7	11.1	12.4
EPS(摊薄/元)	0.45	0.36	0.49	0.69	0.85
P/E(倍)	19.6	24.7	17.9	12.8	10.4
P/B(倍)	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023 年净利润同比承压，2024Q1 多数产品产销两旺、盈利能力同比仍承压	3
2、 持续推进光学膜、电子树脂产能建设与品种结构优化，看好高附加值产品销售占比提升	4
3、 盈利预测与投资建议	5
4、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6
表 1： 2023 年：新能源材料、光学膜材料、电子材料量升价跌，电工绝缘材料、光学膜材料盈利能力有所提升	3
表 2： 2024Q1：多数主营产品产销两旺，光学膜量跌价升，电子树脂量升价跌	4
表 3： 2024Q1：主要原材料聚酯切片、甲醇、环氧氯丙烷价格均同比下跌	4
表 4： 2023 年，东材新材、江苏东材、山东胜通净利润同比增长，山东艾蒙特由盈转亏约 7000 万	4

1、2023 年净利润同比承压，2024Q1 多数产品产销两旺、盈利能力同比仍承压

2023 年净利润同比承压，2024Q1 盈利能力同比仍承压。公司发布 2023 年报及 2024 一季报，2023 年，实现营收 37.4 亿元，同比+2.7%；归母净利润 3.3 亿元，同比-20.8%；扣非净利润 2.2 亿元，同比-12.8%，业绩略低于预期，非经常性损益主要是 6,823 万非流动性资产处置损益、1.1 亿政府补助和因终止实施 2022 年股权激励计划一次性确认的股份支付费用 3,988 万。**2024Q1**，实现营收 9.2 亿元，同比+7.3%、环比+1.0%；归母净利润 5,072 万元，同比-28.2%、环比+120.8%；扣非净利润 3,712 万元，同比-36.5%、环比+21.7%，非经常性损益主要是 1,575 万元政府补助，受东材新材因火灾事故停工等影响净利润同比仍承压。

盈利能力方面，2023 年，公司销售毛利率、净利率分别为 19.01%、8.20%，同比分别-1.66、-3.46pcts。2024Q1，公司销售毛利率、净利率分别为 12.71%、4.81%，同比分别-8.87、-3.47pcts，环比分别-5.68、+3.4pcts，盈利能力同比仍然承压。**分红方面**，公司计划向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 1.50 元（含税），以此计算合计拟派发现金红利 1.37 亿元，占 2023 年归母净利润的 41.63%。

2023 年：新能源材料、光学膜材料、电子材料量升价跌，电工绝缘材料、光学膜材料盈利能力有所提升。2023 年，公司电工绝缘材料、新能源材料、光学膜材料、电子材料、环保阻燃材料分别实现营收 3.60、13.08、9.62、8.23、1.23 亿元，同比分别-19.0%、+0.5%、+3.8%、+6.2%、+8.9%；销量分别为 3.14、5.83、8.84、3.93、1.11 万吨，同比分别-0.4%、+19.9%、+17.0%、+32.9%、-2.1%；销售毛利率分别为 18.91%、23.67%、14.80%、17.51%、16.34%，同比分别+2.12、-6.28、+3.43、-1.67、+6.56pcts；我们测算不含税均价分别为 11,476、22,452、10,875、20,922、11,145 元/吨，同比分别-18.7%、-16.1%、-11.3%、-20.1%、+11.2%。除了环保阻燃材料，2023 年其余主营产品价格均同比下降，新能源材料、光学膜材料、电子材料销量同比增长，电工绝缘材料、光学膜材料盈利能力有所提升。

表1：2023 年：新能源材料、光学膜材料、电子材料量升价跌，电工绝缘材料、光学膜材料盈利能力有所提升

2023 年	营收 (亿元)	毛利率	销量 (万吨)	不含税均价 (元/吨)	营收同比	毛利率同比 (pcts)	销量同比	不含税均价同比
电工绝缘材料	3.60	18.91%	3.14	11,476	-19.0%	+2.12	-0.4%	-18.7%
新能源材料	13.08	23.67%	5.83	22,452	0.5%	-6.28	19.9%	-16.1%
光学膜材料	9.62	14.80%	8.84	10,875	3.8%	+3.43	17.0%	-11.3%
电子材料	8.23	17.51%	3.93	20,922	6.2%	-1.67	32.9%	-20.1%
环保阻燃材料	1.23	16.34%	1.11	11,145	8.9%	+6.56	-2.1%	11.2%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2024Q1：多数主营产品同比产销两旺，光学膜量跌价升，电子树脂量升价跌。2024Q1，公司电工绝缘材料、新能源材料、光学膜材料、电子材料、环保阻燃材料分别实现营收 0.89、3.34、2.10、2.28、0.35 亿元，同比分别+2.5%、-3.3%、+1.5%、+25.8%、+65.8%；销量分别为 0.86、1.95、1.80、1.15、0.35 万吨，同比分别+25.2%、+25.5%、-5.9%、+44.7%、+81.7%；我们测算不含税均价分别为 10,366、17,073、11,641、19,829、9,830 元/吨，同比分别-18.1%、-23.0%、+7.9%、-13.1%、-8.7%。此外，主

要原材料聚酯切片、甲醇、环氧氯丙烷价格均同比下跌。

表2：2024Q1：多数主营产品产销两旺，光学膜量跌价升，电子树脂量升价跌

2024Q1	营收 (亿元)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	不含税均价 (元/吨)	营收同比	产量同比	销量同比	不含税均价 同比
电工绝缘材料	0.89	0.87	0.86	10,366	2.5%	22.1%	25.2%	-18.1%
新能源材料	3.34	1.80	1.95	17,073	-3.3%	18.3%	25.5%	-23.0%
光学膜材料	2.10	1.68	1.80	11,641	1.5%	-13.1%	-5.9%	7.9%
电子材料	2.28	1.14	1.15	19,829	25.8%	45.5%	44.7%	-13.1%
环保阻燃材料	0.35	0.42	0.35	9,830	65.8%	110.8%	81.7%	-8.7%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：2024Q1：主要原材料聚酯切片、甲醇、环氧氯丙烷价格均同比下跌

主要产品	2024年1-3月 平均进价	2023年1-3月 平均进价	变动比例 (%)
聚酯切片	6,584.08	6,896.96	-4.54
甲醇-工业级	2,096.01	2,284.02	-8.23
PTA	5,295.98	5,202.56	1.8
环氧氯丙烷-工业级	7,129.27	7,608.65	-6.3

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：为不含税价格，单位为元/吨）

2、持续推进光学膜、电子树脂产能建设与品种结构优化，看好高附加值产品销售占比提升

分子公司看，2023年，东材新材、江苏东材、山东胜通净利润均实现同比增长或减亏且净利率均有不同程度提升，其中：东材新材以电工绝缘材料为基础，新能源驱动电机用复合材料、新一代服务器用高速树脂等产品持续上量；江苏东材主动调整产品结构，偏光片用离型膜基膜、MLCC离型膜、车衣基膜、哑光膜等差异化产品持续上量，加之精益制造和品质管理的进一步提升，营收规模和盈利能力均得到有效提升；山东胜通积极布局中高端应用领域，加快新产品的研发投入和市场拓展力度，主动优化产品结构，净利润同比大幅减亏。相较之下，山东艾蒙特营收同比增长但由盈转亏，主要是国内环氧树脂市场集中扩产导致竞争激烈，特别是基础环氧树脂盈利承压，山东艾蒙特新建生产线尚处于投料试车、产能爬坡和下游认证阶段，规模效应尚未显现，且设备磨合期的单耗和制造费用较高，下游认证周期较长，导致特种环氧树脂的产销量占比较低，整体盈利能力不佳。

表4：2023年，东材新材、江苏东材、山东胜通净利润同比增长，山东艾蒙特由盈转亏约7000万

控股/参股公司	持股比例	营收 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率	营收 同比	净利润同比	净利率 同比 (pcts)
东方绝缘	99.97%	13.4	1.68	12.5%	2.5%	-37.4%	-8.0
东材新材	100%	11.7	1.51	13.0%	38.4%	+160.9%	+6.1

控股/参股公司	持股比例	营收 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率	营收 同比	净利润同比	净利率 同比 (pcts)
江苏东材	100%	19.1	0.55	2.9%	16.4%	+50.9%	+0.7
山东胜通	100%	3.9	-621.57 万	-1.6%	-15.2%	减亏 1,458 万	+2.9
山东艾蒙特	直接 72.5%+间接 5%	5.0	-7,003.78 万	-14.1%	32.4%	2022 年净利润 656 万	-15.9

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分产品看，(1) 光学膜方面，公司主导产品为增亮膜基膜、贴合膜基膜、OCA 离型膜基膜、ITO 高温保护基膜、MLCC 离型膜基膜、偏光片离保膜基膜、窗膜基膜、车衣基膜等产品，制造技术成熟、性能指标日趋稳定。2023 年，公司主动调整产品结构，依托技术创新成功布局汽车装饰、通讯网络等新兴应用领域，偏光片用离型膜基膜、MLCC 离型基膜、车衣基膜、哑光膜等差异化产品持续上量；并与杉金光电、扬州万润联合推进偏光片用离型膜、离型膜基膜的国产替代项目，进一步提升公司在光学基膜领域的核心竞争力。**(2) 电子树脂方面**，公司已经自主研发出碳氢树脂、马来酰亚胺树脂、活性酯树脂、苯并噁嗪树脂、特种环氧树脂等电子级树脂材料，与多家全球知名的覆铜板制造商建立了稳定的供货关系；其中马来酰亚胺树脂、活性酯树脂等产品，质量性能稳定，竞争优势明显，已通过国内外一线覆铜板厂商供应到英伟达、华为、苹果、英特尔等主流服务器体系；同时，公司积极拓展高性能树脂在电子材料、复合材料、绝缘材料、防腐涂料、橡胶轮胎等领域的市场化应用，完善电子材料的品种结构。

根据公司经营计划，2024 年将力争实现全年营业收入超 50 亿元。我们看好公司持续推进光学膜、电子树脂等新建产能释放，同时不断完善产业链及优化产品结构、提升高附加值产品销售占比，助力“1+3”发展战略落地。

3、盈利预测与投资建议

考虑公司在建项目进展和产销经营情况，我们下调 2024-2025 年、新增 2026 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.53 (-1.07)、6.33 (-0.83)、7.83 亿元，EPS 分别为 0.49 (-0.12)、0.69 (-0.09)、0.85 元/股，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 17.9、12.8、10.4 倍。我们看好公司凭借研发实力和技术创新优势，多基地、新技术、新产品、新产能有序释放，向世界知名的创新型新材料生产服务商迈进，维持“买入”评级。

4、风险提示

项目进展不及预期、需求复苏不及预期、产品及原材料价格波动等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4000	3550	4673	5560	6502
现金	1428	1189	1513	1942	2310
应收票据及应收账款	1160	1169	1740	2030	2432
其他应收款	25	50	46	77	69
预付账款	110	64	157	127	211
存货	428	498	637	805	901
其他流动资产	848	580	580	580	580
非流动资产	5056	6377	7152	7873	8533
长期投资	191	202	218	232	248
固定资产	2621	3496	4102	4664	5177
无形资产	374	537	584	643	708
其他非流动资产	1870	2142	2248	2334	2400
资产总计	9055	9927	11826	13432	15035
流动负债	2718	2741	4477	5822	7034
短期借款	877	881	2592	2960	4629
应付票据及应付账款	599	1019	690	1640	1018
其他流动负债	1243	841	1195	1222	1387
非流动负债	1970	2473	2188	1883	1538
长期借款	1679	2061	1775	1471	1126
其他非流动负债	291	413	413	413	413
负债合计	4688	5215	6665	7706	8572
少数股东权益	156	142	138	140	156
股本	917	918	918	918	918
资本公积	1919	1994	1994	1994	1994
留存收益	1305	1544	1898	2421	3099
归属母公司股东权益	4211	4570	5023	5587	6307
负债和股东权益	9055	9927	11826	13432	15035

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-637	181	-152	1557	254
净利润	424	306	449	635	799
折旧摊销	248	300	313	383	454
财务费用	47	73	74	66	82
投资损失	-12	-24	-12	-12	-15
营运资金变动	-1287	-558	-972	497	-1055
其他经营现金流	-57	84	-5	-12	-10
投资活动现金流	-596	-380	-1077	-1092	-1099
资本支出	567	906	1073	1089	1097
长期投资	-170	465	-16	-14	-16
其他投资现金流	141	60	12	11	14
筹资活动现金流	2309	-173	-157	-404	-456
短期借款	429	4	1711	368	1669
长期借款	1150	382	-286	-304	-345
普通股增加	18	1	0	0	0
资本公积增加	143	76	0	0	0
其他筹资现金流	568	-636	-1582	-468	-1781
现金净增加额	1080	-372	-1386	61	-1302

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3640	3737	4758	6107	7263
营业成本	2888	3027	3711	4711	5572
营业税金及附加	33	27	35	45	53
营业费用	57	60	76	98	117
管理费用	137	148	169	218	242
研发费用	210	202	238	313	363
财务费用	47	73	74	66	82
资产减值损失	-4	-22	-11	-15	-21
其他收益	63	106	30	30	30
公允价值变动收益	-2	-1	-1	-1	-1
投资净收益	12	24	12	12	15
资产处置收益	129	69	1	1	1
营业利润	462	369	513	725	911
营业外收入	2	1	1	1	1
营业外支出	3	7	4	5	5
利润总额	461	364	510	721	908
所得税	37	57	61	87	109
净利润	424	306	449	635	799
少数股东损益	9	-22	-4	2	16
归属母公司净利润	415	329	453	633	783
EBITDA	831	817	969	1292	1589
EPS(元)	0.45	0.36	0.49	0.69	0.85

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	12.1	2.7	27.3	28.3	18.9
营业利润(%)	22.0	-20.2	39.1	41.3	25.7
归属于母公司净利润(%)	24.2	-20.8	37.9	39.6	23.8
获利能力					
毛利率(%)	20.7	19.0	22.0	22.9	23.3
净利率(%)	11.4	8.8	9.5	10.4	10.8
ROE(%)	9.7	6.5	8.7	11.1	12.4
ROIC(%)	7.1	5.4	5.6	7.4	7.7
偿债能力					
资产负债率(%)	51.8	52.5	56.4	57.4	57.0
净负债比率(%)	43.8	50.5	71.3	58.5	67.2
流动比率	1.5	1.3	1.0	1.0	0.9
速动比率	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	5.6	5.2	5.4	5.3	5.4
应付账款周转率	8.2	6.5	7.3	6.9	7.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.36	0.49	0.69	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.69	0.20	-0.17	1.70	0.28
每股净资产(最新摊薄)	4.34	4.73	5.23	5.84	6.63
估值比率					
P/E	19.6	24.7	17.9	12.8	10.4
P/B	2.0	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	11.6	12.9	12.2	8.9	7.9

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

6 / 8

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