

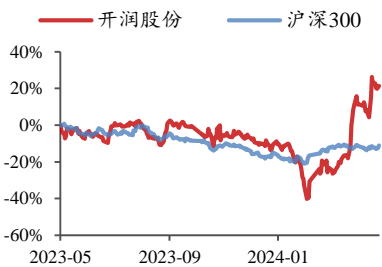
开润股份 (300577.SZ)

2024年04月29日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/4/26
当前股价(元)	19.89
一年最高最低(元)	20.76/9.18
总市值(亿元)	47.69
流通市值(亿元)	27.86
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.40
近3个月换手率(%)	122.93

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《2023年业绩预告符合预期, 期待2024年蓄力向上——公司信息更新报告》-2024.1.31

《2023Q3 代工稳健&品牌盈利持续, 看好2024年蓄力向上——公司信息更新报告》-2023.11.1

《出行复苏推动业绩增长, 2023Q2扣非净利率明显改善——公司信息更新报告》-2023.8.29

2023年代工韧性凸显、90分扭亏, 2024Q1扣非净利率超预期

——公司信息更新报告

吕明 (分析师) 周嘉乐 (分析师) 张霜凝 (联系人)
lvming@kysec.cn zhoujiale@kysec.cn zhangshuangning@kysec.cn
证书编号: S0790520030002 证书编号: S0790522030002 证书编号: S0790122070037

● **2023年代工韧性凸显90分扭亏, 2024Q1扣非净利率亮眼, 维持“买入”评级**
2023年收入31.05亿元(同比+13.3%, 下同), 归母净利润1.16亿元(+146.7%), 扣非净利润1.39亿元(+589%), 归母与扣非同比增速差异主要系远期外汇套保损失/政府补助同比减少1688/4420万元。2024Q1收入9.1亿元(+22.9%), 归母净利润0.7亿元(+103%), 扣非净利润0.78亿元(+121.4%)。2024Q1扣非净利润超预期, 我们上调2024-2025年并新增2026年盈利预测, 预计2024-2026年归母净利润为3.0/4.1/5.2亿元(原为2.1/2.7亿元), 对应EPS为1.2/1.7/2.2元, 当前股价对应PE15.9/11.5/9.2倍, 全年代工继续巩固差异化产能布局及数字化优势稳老拓新, 预计收入20%+增长; 品牌端受益于出行景气度提升, 在精细化运营下90分加大包品类及跨境布局、小米生态链改革新机遇, 规模及盈利预计双回暖, 维持“买入”评级。

● **代工: 2023年箱包代工体现韧性, 服装代工创造收入新增量**
2023年B2B业务收入24.4亿元(+11.2%), 占比78.7%(-1.5pct), 分业务看: 箱包代工收入19.7亿元(+2.6%), 增速放缓主要系运动休闲客户去库存、IT类客户因全球PC出货量下滑减少包配采购的影响, 但凭借印尼差异化产能布局新增优衣库、JR286、YETI等优质新客户, 服装代工持续高增, 收入4.7亿元(+71%)主要系新客户阿迪达斯、Puma、Muji贡献。上海嘉乐收入12.85亿元(+26.9%), 净利润为-0.75亿元, 主要系老厂搬迁涉及的费用支出以及SAP系统导致存货计提等一次性费用影响, 预计随着产品结构调整, 服装业务毛利率逐渐改善。2023年代工毛利率23.9%(+1.9pct), 主要受益于客户及产品结构优化调整、供应链端效率提升。

● **品牌: 2023年自有品牌扭亏为盈, 毛利率显著提升**
2023年实现收入6.3亿元(+22%), 收入占比20.2%, 主要系国内出行复苏, 聚焦出行拉杆箱及背包品类, 重建品牌推广体系、梳理产品系列、快速推陈出新, 同时结合各销售渠道的用户画像和属性特点, 形成差异化产品矩阵和渠道精细化运营模式, 其中公司自有品牌扭亏为盈。2023年品牌毛利率26.6%(+5.7pct), 主要系聚焦核心品类及高毛利率新品收入占比提升, 预计2024年小米品牌在供应链改革下规模及盈利能力持续提升, 自有品牌在品牌势能提升下新渠道及新品类贡献增长动力。

● **2024Q1扣非净利率大幅改善, 存货周转提效, 在手现金充沛**
(1) 2023年毛利率为24.4%(+2.7pct), 期间费用率为16%(-1pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别-0.5/-0.8/+0.1/+0.1pct, 净利率为3.7%(+2pct), 扣非净利率4.5%(+3.7pct)。(2) 2024Q1毛利率为24.2%(+2.4pct), 期间费用率13%(-3pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别-1.5/-0.9/+0.3/-0.8pct, 研发费用率提升系增加研发人员, 财务费用下降系汇率收益及利息收入增加, 远期套保及计提存货跌价损失导致公允价值变动/资产减值损失占收入比-0.8/-0.6pct, 归母净利率7.8%(+3.1pct), 扣非净利率8.6%(+3.8pct)。截至2024Q1末, 存货为4.25亿元(-13.8%), 存货周转天数60天(-24), 经营性现金流净额为0.037亿元(-96.7%), 主要系备货同比增加。
● **风险提示:** 出行需求复苏不及预期、下游去库不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,741	3,105	3,815	4,580	5,403
YOY(%)	19.7	13.3	22.9	20.1	18.0
归母净利润(百万元)	47	116	300	413	521
YOY(%)	-74.0	146.7	159.1	37.9	26.2
毛利率(%)	21.6	24.4	26.5	27.1	27.3
净利率(%)	1.7	3.7	7.9	9.0	9.6
ROE(%)	3.1	6.0	14.3	16.5	17.3
EPS(摊薄/元)	0.2	0.5	1.2	1.7	2.2
P/E(倍)	101.8	41.3	15.9	11.5	9.2
P/B(倍)	2.9	2.7	2.3	1.9	1.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023 年行业去库下箱包代工展现韧性，自有品牌扭亏.....	3
2、 2023 年毛利率全面提升，营运能力明显改善.....	4
2.1、 盈利能力：90 分毛利率显著提升，代工及小米毛利率稳健提升.....	4
2.2、 营运能力：存货周转提效，在手现金充沛.....	5
3、 产能：差异化产能布局筑高壁垒，海外产能预计持续提升.....	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

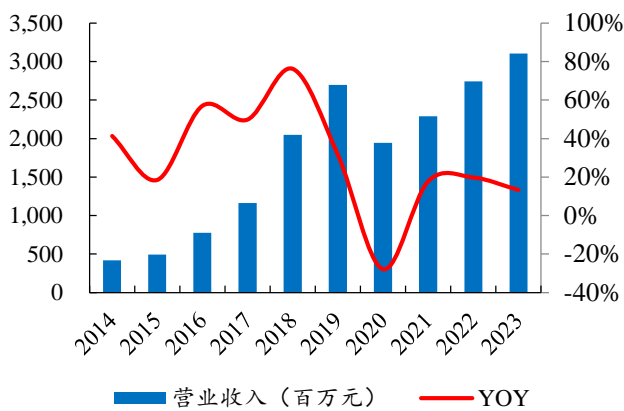
图 1： 2023 年公司收入 15.57 亿元 (+18.1%)	3
图 2： 2023 年公司归母净利润 1.16 亿元 (+146.7%)	3
图 3： 2023Q1-2024Q1 公司收入分别同比+21.0%/+15.5%/-13.7%/+41.4%/+22.9%	3
图 4： 2023Q1-2024Q1 公司归母净利润分别-24.7%/+1171%/+128%/+76%/+103%.....	3
图 5： 上海嘉乐 2023 年收入 12.85 亿元 (+26.9%)，盈利能力受一次性费用影响	4
图 6： 2023 年公司毛利率 24.4%/净利率 3.7%.....	5
图 7： 2023 年公司期间费用率为 16% (-1pct)	5
图 8： 2024Q1 毛利率为 24.2% (+2.4pct)	5
图 9： 2024Q1 期间费用率 13% (-3pct)	5
图 10： 2024Q1 末存货余额为 4.25 亿元 (-12.4%)	6
图 11： 2024Q1 末公司应收账款为 6.92 亿元 (+37.9%)	6

1、2023 年行业去库存箱包代工展现韧性，自有品牌扭亏

2023 年公司收入 31.05 亿元 (+13.3%)，归母净利润 1.16 亿元 (+146.7%)，扣非归母净利润 1.39 亿元 (+589%)，归母与扣非净利润差异主要系远期套保损失，增速差异主要系远期外汇套保损失/政府补助同比减少 1688/4420 万元，2023 年政府补助为 0.04 亿元 (2022 年为 0.48 亿元)。

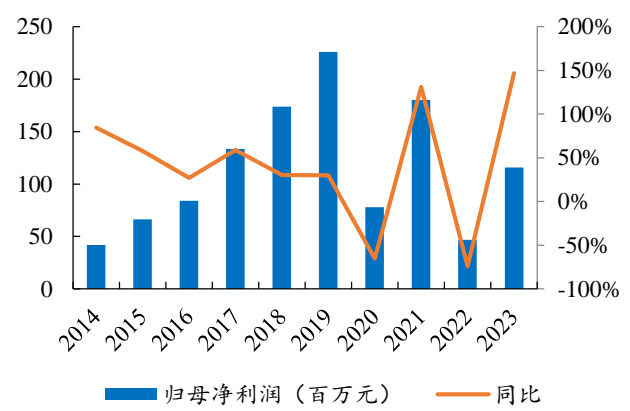
分季度看，2023Q1-Q4 公司收入 7.40/8.17/7.26/8.22 亿元，同比 +21.0%/+15.5%/-13.7%/+41.4%，归母净利润分别为 0.35/0.4/0.46/-0.06 亿元，同比 -24.7%/+1171%/+128%/+76%。2024Q1 收入 9.1 亿元 (+22.9%)，归母净利润 0.71 亿元 (+103%)，扣非归母净利润 0.78 亿元 (+121.4%)。

图1：2023 年公司收入 15.57 亿元 (+18.1%)



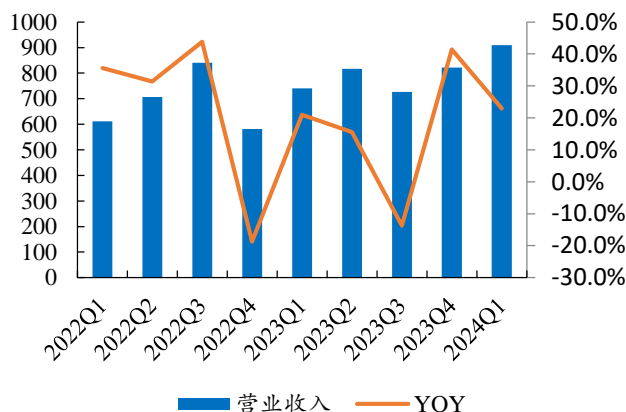
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023 年公司归母净利润 1.16 亿元 (+146.7%)



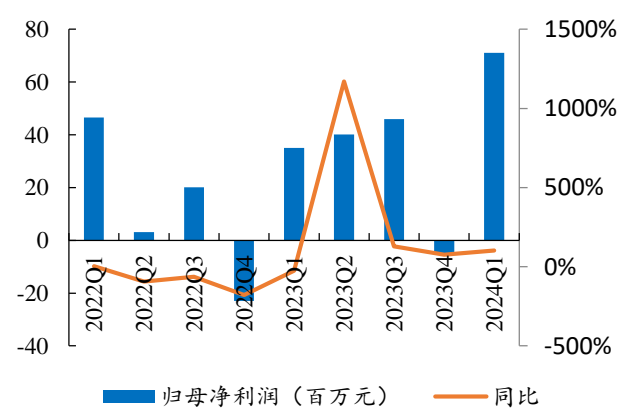
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q1-2024Q1 公司收入分别同比 +21.0%/+15.5%/-13.7%/+41.4%/+22.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q1-2024Q1 公司归母净利润分别 -24.7%/+1171%/+128%/+76%/+103%



数据来源：Wind、开源证券研究所

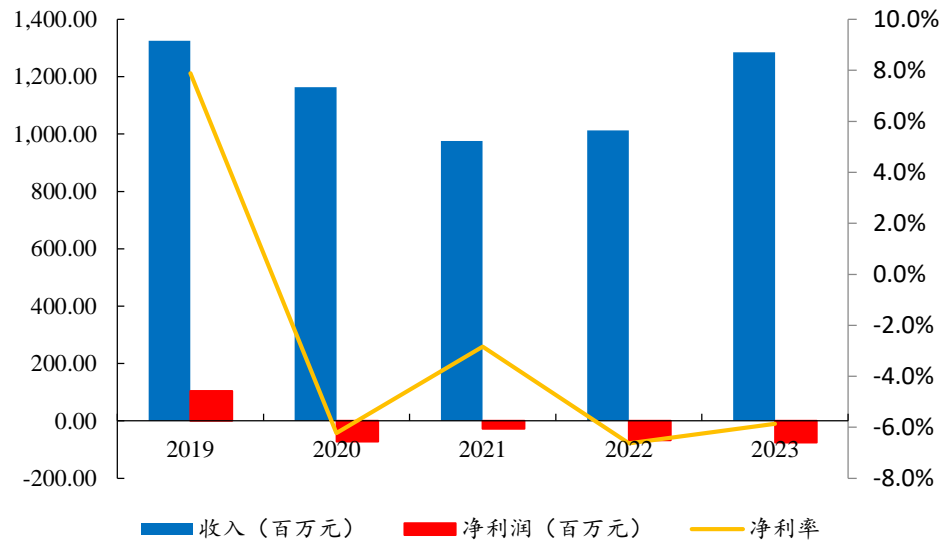
(1) B2B 业务：箱包业务增速放缓，服装业务创造收入新增量

2023 年营收 24.4 亿元，yoy+11.17%，主要系深耕优质品牌客户战略及积极拓展服装代工业务带来较高增量，占比 78.7% (-1.5pct)。分业务看，箱包代工收入 19.7 亿元，同比+2.6%，增速放缓，主要系运动休闲客户去库存、IT 类客户因全球 PC 出

销量下滑减少包配采购的影响；但服装代工带来新增量，收入 4.7 亿元，同比+71%。

报表外：2023 年嘉乐收入 12.85 亿元 (+26.9%)，净利润为-0.75 亿元，主要系老厂搬迁涉及的费用支出以及 SAP 系统导致存货计提等一次性费用影响。

图5：上海嘉乐 2023 年收入 12.85 亿元 (+26.9%)，盈利能力受一次性费用影响



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) B2C 业务：国内出行复苏，产品、渠道优化及精细化运营，增速超过代工

2023 年实现收入 6.3 亿元 (+22%)，增速超过 B2B 业务，主要系国内出行复苏，聚焦出行拉杆箱及背包品类，重建品牌推广体系、梳理产品系列、快速推陈出新，同时结合各销售渠道的用户画像和属性特点，形成差异化产品矩阵和渠道精细化运营模式，收入占比 20.2% (+1.4pct)，其中公司自有品牌扭亏为盈。

分渠道看，线上渠道销售收入 2.14 亿元 (-5.9%)，下滑主要系司聚焦核心品类，优化渠道布局，缩减部分线上销售的运动及出行配件类产品所致，分销渠道销售收入 4.12 亿元 (+44.2%)。

(3) 分产品看，2023 年旅行箱包实现收入 6.75 亿元 (+25.87%)，包袋实现收入 18.86 亿元 (+8.7%)，服装实现收入 4.7 亿元 (+70.91%)。

(4) 分地区看，2023 年公司在国内实现收入 8.6 亿元 (+36.2%)，国外实现收入 22.4 亿元 (+6.4%)，分别占比 27.7%/72.3%，国内占比同比提升 4.7pct。

2、2023 年毛利率全面提升，营运能力明显改善

2.1、盈利能力：90 分毛利率显著提升，代工及小米毛利率稳健提升

(1) 毛利率：2023 年公司整体毛利率为 24.4% (+2.7pct)，**2023 年分业务看**，

B2B 业务 2023 年毛利率为 23.88% (+1.9pct)，毛利率提升主要受益于客户及产品结构优化调整、供应链端效率提升。

B2C 业务 2023 年毛利率为 26.6% (+5.7pct)，**分渠道看**，线上渠道业务毛利率 33.88% (+12.29pct)，主要系聚焦核心品类及新品销售毛利率较高，分销渠道业务毛

利率 22.74% (+2.43pct)，主要系新品毛利率较高及终端销售渠道价格机制优化。

分产品看，2023年旅行箱包/布袋/服装毛利率分别为24.96%/29.08%/5.43%，同比+0.67/+4.62/-2pct。

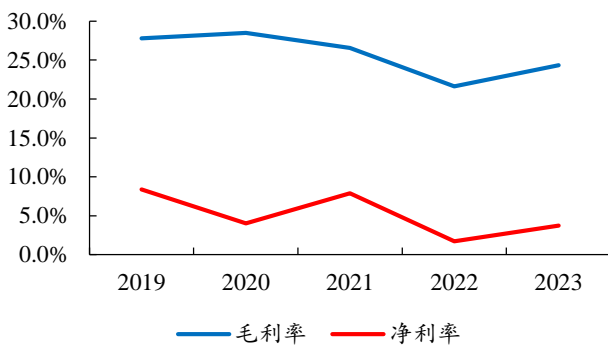
分地区看，2023年国内/国外毛利率分别为24.6%/24.26%，同比+5.08/+2pct。

(2) 费用端：2023年期间费用率 16% (-1pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别 -0.5/-0.8/+0.1/+0.1pct。分季度看，2023Q1-2023Q4 期间费用率 16.0%/13.5%/17.2%/17.3%，同比-6.2/-3.5/+3.9/+0.4。

(3) 归母净利率：2023年净利率为 3.7% (+2pct)，扣非净利率 4.5% (+3.7pct)，同比差异主要系其他收益占收入比-1.5pct，其中政府补助同比减少 4420 万元。

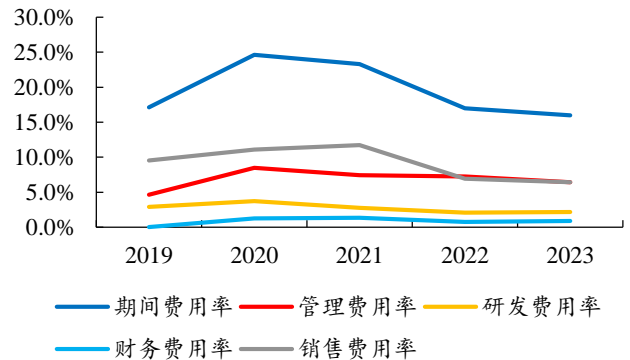
分季度看，2023Q1-2023Q4 归母净利率 4.7%/4.9%/6.3%/-0.7%，同比 -2.9pct/+4.5/+3.9/+3.3pct，扣非净利率 4.8%/6.2%/7.2%/0.1%，同比+2.7/+5.3/3.7/+4.9pct。

图6：2023年公司毛利率 24.4%/净利率 3.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

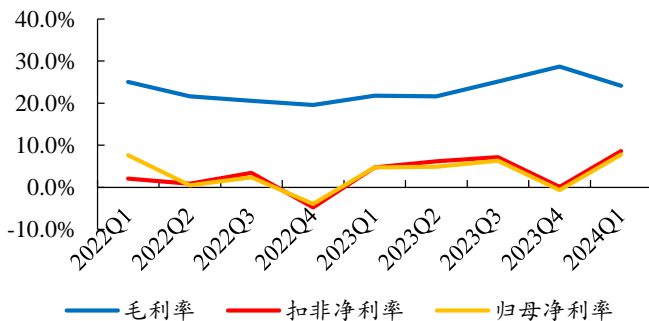
图7：2023年公司期间费用率为 16% (-1pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

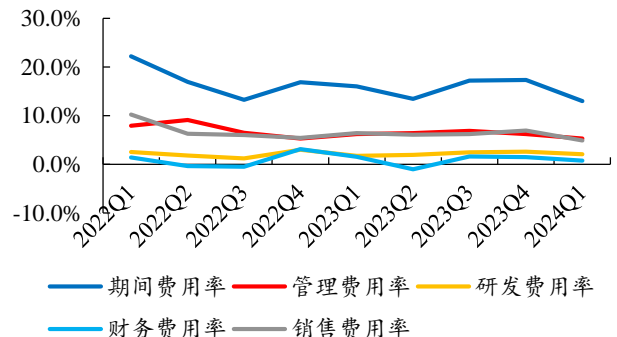
2024Q1 毛利率为 24.2% (+2.4pct)，期间费用率 13% (-3pct)，其中 2024Q1 销售/管理/研发/财务/费用率分别-1.5/-0.9/+0.3/-0.8pct，归母净利率 7.8% (+3.1pct)，扣非归母净利率 8.6% (+3.8pct)。

图8：2024Q1 毛利率为 24.2% (+2.4pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2024Q1 期间费用率 13% (-3pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

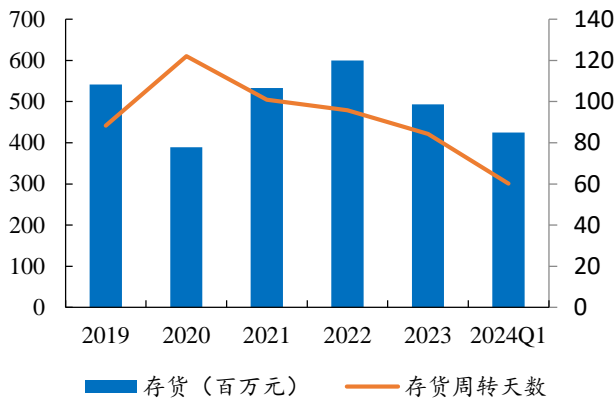
2.2、营运能力：存货周转提效，在手现金充沛

(1) 存货：截至 2024Q1 末，存货余额为 4.25 亿元 (-12.4%)，存货周转天数 60 天 (-24 天)。

(2) **应收账款**：截至 2024Q1 末，公司应收账款为 6.92 亿元 (+37.9%)，主要系收入增加，应收账款周转天数为 63.5 天，同比增加 3.9 天。

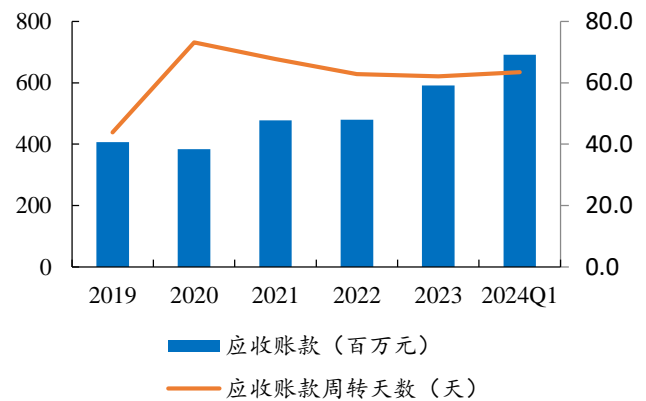
(3) **现金流**：截至 2024Q1 末，经营活动现金流净额为 0.037 亿元 (-96.7%)，主要系备货同比增加。截至 2024Q1 末，公司现金及现金等价物余额为 6.38 亿元，同比+4%。

图10：2024Q1 末存货余额为 4.25 亿元 (-12.4%)



数据来源：Wind、开源证券研究所，右轴为存货周转天数

图11：2024Q1 末公司应收账款为 6.92 亿元 (+37.9%)



数据来源：Wind、开源证券研究所，右轴为应收账款周转天数

3、产能：差异化产能布局筑高壁垒，海外产能预计持续提升

2023 年公司总产能 3769.56 万件 (-5.1%)，产能利用率 86.1% (-1.98pct)。

分地区看，滁州产能占比 34.87% (+2.35pct)，产能利用率 97.73% (+0.8pct)，主要布局在滁州。境外产能占比 65.1% (-2.35pct)，产能利用率 79.87% (-3.94pct)，主要布局在印度、印尼。

未来公司将有序推进印尼箱包生产基地及产业园项目建设，逐步推动自有服装产能建设、客户结构优化及生产效率提升，逐步改善服装业务毛利率水平。

4、盈利预测与投资建议

考虑 2024Q1 扣非净利润超预期，且嘉乐及品牌业务盈利能力仍有提升空间，我们上调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 3.0/4.1/5.2 亿元（原为 2.1/2.7 亿元），对应 EPS 为 1.2/1.7/2.2 元，当前股价对应 PE 为 15.9/11.5/9.2 倍，全年代工继续巩固差异化产能布局及数字化优势稳老拓新，预计收入 20%+ 增长；品牌端受益于出行景气度提升，在精细化运营下 90 分加大包品类及跨境布局、小米生态链改革新机遇，规模及盈利预计双回暖，维持“买入”评级。

5、风险提示

出行需求复苏不及预期、下游去库不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1934	1918	2623	2611	3427
现金	679	653	688	867	927
应收票据及应收账款	479	592	767	836	1057
其他应收款	20	11	44	15	50
预付账款	14	11	36	15	40
存货	600	493	941	728	1202
其他流动资产	143	158	148	150	152
非流动资产	1582	1670	1839	1951	2081
长期投资	641	633	702	710	733
固定资产	441	571	679	788	897
无形资产	87	86	76	66	56
其他非流动资产	413	380	383	387	395
资产总计	3516	3588	4462	4562	5508
流动负债	1433	1206	1809	1536	1997
短期借款	479	299	646	405	504
应付票据及应付账款	501	610	903	793	1192
其他流动负债	454	296	260	339	301
非流动负债	316	473	426	369	306
长期借款	259	418	369	313	250
其他非流动负债	56	55	56	56	56
负债合计	1749	1679	2235	1905	2303
少数股东权益	54	56	76	102	135
股本	240	240	240	240	240
资本公积	715	730	730	730	730
留存收益	781	875	1120	1509	1968
归属母公司股东权益	1713	1853	2152	2554	3070
负债和股东权益	3516	3588	4462	4562	5508

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	107	440	-21	668	202
净利润	55	115	319	439	554
折旧摊销	49	56	56	61	71
财务费用	21	28	33	38	48
投资损失	44	86	8	-23	-59
营运资金变动	-158	106	-427	162	-406
其他经营现金流	96	49	-10	-10	-6
投资活动现金流	-226	-218	-206	-151	-134
资本支出	240	140	99	106	107
长期投资	-12	-81	-69	-33	-23
其他投资现金流	2	-159	-176	-78	-50
筹资活动现金流	-31	-253	51	-128	-132
短期借款	-51	-180	137	-31	-25
长期借款	-105	159	-49	-56	-63
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	12	15	0	0	0
其他筹资现金流	113	-248	-37	-40	-44
现金净增加额	-151	-30	-175	389	-64

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2741	3105	3815	4580	5403
营业成本	2148	2349	2805	3340	3929
营业税金及附加	9	15	19	23	27
营业费用	190	200	233	276	324
管理费用	199	200	237	279	328
研发费用	57	68	80	96	112
财务费用	21	28	33	38	48
资产减值损失	-28	-13	-20	-18	-16
其他收益	50	9	10	10	10
公允价值变动收益	-10	12	11	11	10
投资净收益	-44	-86	-8	23	59
资产处置收益	-0	-1	-2	-2	-2
营业利润	83	156	400	551	695
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	5	4	3	4	4
利润总额	79	154	399	549	693
所得税	24	39	80	110	139
净利润	55	115	319	439	554
少数股东损益	8	-1	19	26	33
归属母公司净利润	47	116	300	413	521
EBITDA	154	236	477	630	774
EPS(元)	0.20	0.48	1.25	1.72	2.17

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	19.7	13.3	22.9	20.1	18.0
营业利润(%)	-57.3	87.3	156.7	37.9	26.1
归属于母公司净利润(%)	-74.0	146.7	159.1	37.9	26.2
获利能力					
毛利率(%)	21.6	24.4	26.5	27.1	27.3
净利率(%)	1.7	3.7	7.9	9.0	9.6
ROE(%)	3.1	6.0	14.3	16.5	17.3
ROIC(%)	2.6	5.0	10.2	13.3	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	49.7	46.8	50.1	41.8	41.8
净负债比率(%)	20.9	10.9	21.0	-0.0	-0.5
流动比率	1.3	1.6	1.5	1.7	1.7
速动比率	0.9	1.1	0.9	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	5.7	5.8	5.6	5.7	5.7
应付账款周转率	3.9	4.2	3.7	3.9	4.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.48	1.25	1.72	2.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	1.83	-0.09	2.78	0.84
每股净资产(最新摊薄)	6.87	7.45	8.70	10.38	12.53
估值比率					
P/E	101.8	41.3	15.9	11.5	9.2
P/B	2.9	2.7	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	33.2	21.0	11.0	7.6	6.2

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R4（中高风险），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