

非银金融

2024年05月07日

手续费收入承压，自营结构差异导致各券商业绩分化

——证券行业 2024Q1 综述

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

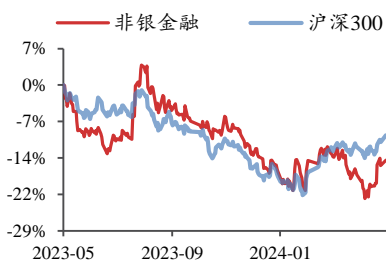
gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《寿险一季报超预期，香港交易所受益于 ADT 改善——行业周报》-2024.5.5

《关注非银 beta 机会，看好寿险和并购题材券商——行业周报》-2024.4.28

《保险和券商持仓降至低位，高股息再获加仓——2024Q1 基金非银重仓点评》-2024.4.24

● 手续费收入承压，自营结构差异导致各券商业绩分化

2024Q1 上市券商归母净利润 288 亿元，同比-32%，环比+61%，低于我们预期。上市券商核心收入同比均承压，管理费收入同比下降，“降本增效”显现。各上市券商净利润表现分化，其中手续费收入均承压，主要核心变量为自营投资，在股债市表现分化的市场环境下，各券商自营投资结构差异导致业绩表现不同，固收占比高的券商业绩表现更优。在监管引导证券行业向功能型、集约型、专业化、特色化发展的背景下，券商供给侧改革加速。国九条有望提振二级市场信心，当前板块估值和机构持仓处于历史低位，关注结构性机会：（1）具有并购主题及地域优势的标的，推荐国联证券、财通证券，受益标的中国银河、浙商证券；（2）受益于市场交易量提升的互联网券商，推荐指南针、东方财富、同花顺；（3）受益于行业集中度提升的低估值头部综合性券商。

● 核心收入同比承压，管理费用同比有所下降

（1）2024Q1 上市券商归母净利润同比-32%，核心收入同比承压，管理费同比有所下降。2024Q1 上市券商归母净利润 288 亿元，同比-32%，环比+61%，低于我们预期，经纪/投行/资管/投资/利息净收入分别同比-9%/-36%/-4%/-34%/-36%，环比-4%/-35%/-6%/+6%/-26%，管理费 522 亿元，同比-13%，环比-19%，年化 ROE 为 4.71%，同比-2.64pct，杠杆率（剔除客户保证金）为 3.94 倍，同比-2%，较年初-2%。（2）各上市券商业绩来看，净利润环比波动较大，主要受自营投资表现分化的影响。各公司自营投资结构和策略有所差异，在一季度债市向好，股市波动较大的环境下，各公司自营投资表现分化。

● 经纪业务表现弱于市场交易量，投行业务承压，自营投资表现分化

（1）经纪：经纪净收入同环比表现弱于市场交易量，预计受佣金率及代销收入拖累。2024Q1 上市券商经纪业务净收入同比-9%，环比-4%。2024Q1 市场日均股基成交额为 1.03 万亿元，同比+4%，环比+8%。我们测算 2023 年经纪净佣金率万 2.1，同比-10%，预计下降趋势延续。2024Q1 市场新发非货/偏股基金份额同比-6%/-41%，环比-36%/-14%。基金新发表现较弱，预计券商代销金融产品收入承压。（2）投行：投行收入受 IPO 环境影响承压。在统筹一二级市场、严把 IPO 入口的监管环境下，2024Q1 全市场 IPO 承销规模 236 亿元，同比-64%，环比-28%，IPO 项目 30 单，同比-56%，环比-39%，IPO 收入 16 亿元，同比-65%，环比-30%。2024Q1 上市券商投行净收入 66 亿元，同比-36%，环比-35%。（3）投资：上市券商自营投资表现分化，预计固收投资相对稳健，权益投资及衍生品业务有所拖累。2024Q1 上市券商自营投资收益同比-29%，环比+29%，各公司表现分化，与自营业务结构有关。2024Q1 债市同环比表现较佳，股市表现分化，小盘股下跌明显。2024Q1 中证综合债上涨 2.1%，同环比均有所改善；沪深 300 上涨 3.1%，同比承压，环比改善；中证 1000 下跌 7.6%，同环比承压。

● 风险提示：市场波动风险；监管趋严风险。

目 录

1、核心收入同比承压，管理费用同比有所下降.....	3
2、投资建议.....	8
3、风险提示.....	9

图表目录

图 1： 2024Q1 上市券商归母净利润 288 亿，同比-32%，环比+61%.....	4
图 2： 2024Q1 市场日均股基成交额 1.03 万亿，同比+4%，环比+8%.....	5
图 3： 2024Q1 全市场 IPO 承销规模 236 亿元，同比-64%.....	6
图 4： 2024Q1 全市场 IPO 项目 30 单，同比-56%.....	6
图 5： 2023 年股市、债市表现同比好转，2024Q1 债市表现较佳，股市表现分化.....	7
图 6： 当前券商 PB-LF 处于历史低位.....	8
表 1： 2024Q1 核心收入同比承压，管理费同比下降.....	3
表 2： 2024Q1 上市券商归母净利润表现分化，环比波动较大.....	4
表 3： 上市券商经纪净收入表现弱于市场交易量.....	5
表 4： IPO 环境影响券商投行业务承压.....	6
表 5： 上市券商自营投资表现分化.....	7
表 6： 受益标的估值表.....	8

口径说明：我们选取 40 家上市券商进行研究，不含财达证券、首创证券、信达证券。

1、核心收入同比承压，管理费用同比有所下降

2024Q1 上市券商归母净利润同比-32%，核心收入同比承压，管理费同比有所下降。2024Q1 上市券商归母净利润 288 亿元，同比-32%，环比+61%，低于我们预期，经纪/投行/资管/投资/利息净收入分别同比-9%/-36%/-4%/-34%/-36%，环比-4%/-35%/-6%/+6%/-26%，管理费 522 亿元，同比-13%，环比-19%，年化 ROE 为 4.71%，同比-2.64pct，杠杆率（剔除客户保证金）为 3.94 倍，同比-2%，较年初-2%。

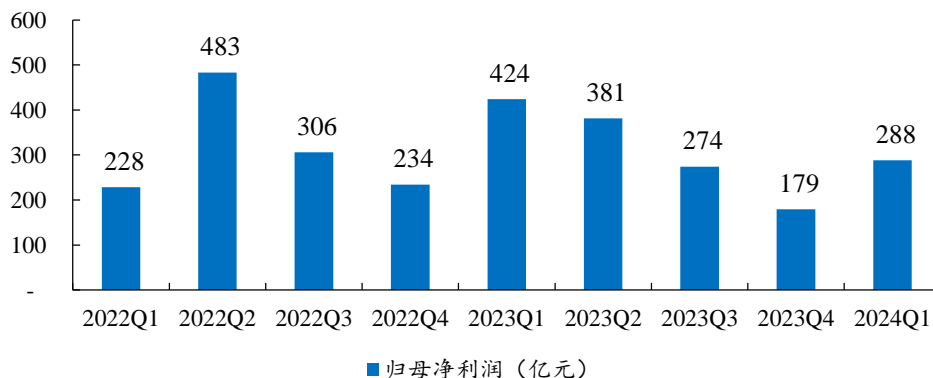
各上市券商业绩来看，净利润环比波动较大，主要受自营投资表现分化的影响。各公司自营投资结构和策略有所差异，在一季度债市向好，股市波动较大的环境下，各公司自营投资表现分化。

表1：2024Q1 核心收入同比承压，管理费同比下降

40 家上市券商合计	2023			2024Q1		
	金额 (亿元)	YOY	收入占比	金额 (亿元)	YOY	收入占比
经纪业务	990.7	-12%	25%	224.9	-9%	26%
投行业务	450.3	-22%	11%	66.4	-36%	8%
资管业务	452.9	0%	11%	104.6	-4%	12%
投资收益（含公允价值变动损益）	1,403.9	61%	35%	339.5	-34%	39%
利息净收入	433.6	-25%	11%	69.8	-36%	8%
其他净收入	281.9	-6%	7%	70.7	12%	8%
调整后营业收入	4,013.3	3%		876.0	-24%	
管理费用	2,412.8	4%	60%	521.6	-13%	60%
营业利润	1,500.9	0%	37%	349.9	-35%	40%
所得税率	14%			14%		
归母净利润	1,258.2	1%	31%	288.4	-32%	33%
ROE	5.35%	-0.38pct		4.71%	-2.64pct	
杠杆率 (剔除客户保证金)	4.03	3%		3.94	-2%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：杠杆率=（总资产-代理买卖证券款）/归母净资产

图1：2024Q1 上市券商归母净利润 288 亿，同比-32%，环比+61%


数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2024Q1 上市券商归母净利润表现分化，环比波动较大

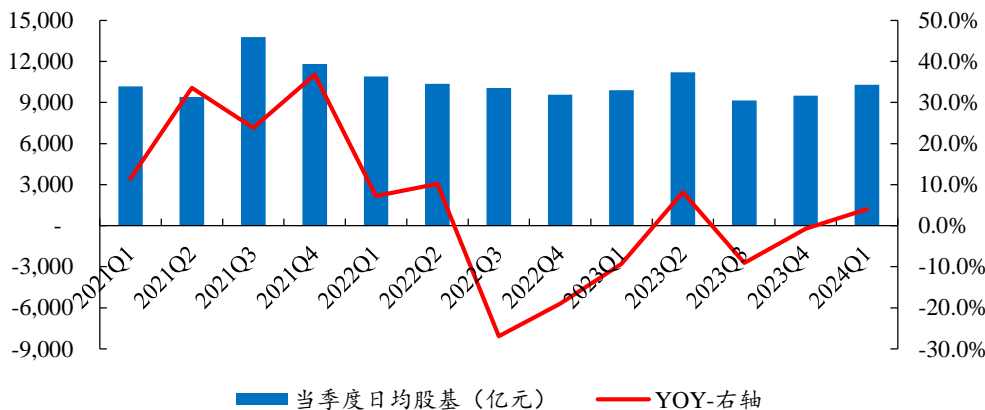
2024Q1 归					2024Q1 归				
序号	简称	母净利润 (亿元)	同比	环比	序号	简称	母净利润 (亿元)	同比	环比
1	中信证券	49.59	-8%	50%	21	国金证券	3.67	-39%	-24%
2	华泰证券	22.91	-29%	-28%	22	长城证券	3.53	-22%	56%
3	国泰君安	24.89	-18%	233%	23	西部证券	1.96	-45%	-32%
4	海通证券	9.11	-63%	扭亏为盈	24	东兴证券	3.60	64%	3%
5	广发证券	15.38	-29%	32%	25	浙商证券	4.47	-8%	6%
6	中国银河	16.31	-27%	28%	26	西南证券	2.30	2%	617%
7	招商证券	21.57	-5%	-9%	27	红塔证券	1.20	-47%	22%
8	国信证券	12.29	-31%	-21%	28	天风证券	-3.76	由盈转亏	221%
9	中金公司	12.39	-45%	-20%	29	华西证券	1.26	-69%	144%
10	中信建投	12.28	-50%	-9%	30	国海证券	0.94	-59%	扭亏为盈
11	申万宏源	13.88	-31%	436%	31	华安证券	2.79	-23%	-11%
12	东方证券	8.86	-38%	扭亏为盈	32	东北证券	0.21	-94%	-77%
13	光大证券	6.82	-29%	扭亏为盈	33	山西证券	1.59	-37%	-44%
14	兴业证券	3.28	-60%	-14%	34	国联证券	-2.19	由盈转亏	亏损环比扩大
15	方正证券	7.84	41%	262%	35	中银证券	2.02	-20%	124%
16	东吴证券	4.56	-22%	78%	36	南京证券	2.63	21%	141%
17	中泰证券	3.31	-71%	扭亏为盈	37	第一创业	1.43	2%	5333%
18	长江证券	4.02	-47%	15%	38	中原证券	1.31	86%	3362%
19	国元证券	4.63	-11%	5%	39	太平洋	0.35	-77%	扭亏为盈
20	财通证券	4.56	-8%	-39%	40	华林证券	0.55	-13%	扭亏为盈
		合计	288.35	-32%				61%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以 2024Q1 末归母净资产从大到小排序

经纪：经纪净收入同环比表现弱于市场交易量，预计受佣金率及代销收入拖累。2024Q1 上市券商经纪业务净收入同比-9%，环比-4%。2024Q1 市场日均股基成交额为 1.03 万亿元，同比+4%，环比+8%。我们测算 2023 年经纪净佣金率万 2.1，同比-10%，预计下降趋势延续。2024Q1 市场新发非货/偏股基金份额同比-6%/-41%，环比-36%/-14%。基金新发表现较弱，预计券商代销金融产品收入承压。

图2：2024Q1 市场日均股基成交额 1.03 万亿，同比+4%，环比+8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：上市券商经纪净收入表现弱于市场交易量

序号	简称	2024Q1 经纪净收入↓	同比	环比	序号	简称	2024Q1 经纪净收入↓	同比	环比
1	中信证券	24.42	-6%	2%	21	华西证券	3.24	-15%	-2%
2	国泰君安	14.99	-7%	-11%	22	财通证券	2.97	8%	0%
3	华泰证券	13.58	-11%	2%	23	东北证券	2.19	-15%	5%
4	广发证券	13.58	-6%	1%	24	国元证券	2.17	-2%	2%
5	招商证券	13.19	-7%	5%	25	华安证券	2.05	-2%	-12%
6	中国银河	12.56	-10%	-3%	26	西部证券	1.89	0%	9%
7	中信建投	12.54	-7%	1%	27	长城证券	1.84	-6%	1%
8	国信证券	10.79	-3%	2%	28	国海证券	1.81	-4%	-2%
9	申万宏源	10.24	-11%	9%	29	天风证券	1.77	-34%	-17%
10	海通证券	8.51	-7%	-11%	30	中银证券	1.77	-14%	-17%
11	中金公司	8.31	-33%	-18%	31	东兴证券	1.54	-7%	6%
12	方正证券	8.08	-1%	3%	32	山西证券	1.32	0%	431%
13	中泰证券	6.77	-9%	-1%	33	西南证券	1.31	-11%	-1%
14	光大证券	6.27	-15%	9%	34	中原证券	1.23	-5%	-7%
15	长江证券	6.26	-16%	5%	35	华林证券	1.14	8%	8%
16	浙商证券	5.32	24%	-54%	36	国联证券	1.08	-3%	-13%
17	东方证券	4.86	-30%	-22%	37	南京证券	1.03	0%	6%
18	兴业证券	4.67	-23%	-3%	38	第一创业	0.84	-5%	-1%
19	国金证券	3.84	-1%	-9%	39	太平洋	0.79	-6%	21%
20	东吴证券	3.72	-7%	1%	40	红塔证券	0.41	-7%	3%
					合计	224.87	-9%	-4%	

数据来源：Wind、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

投行：投行收入受 IPO 环境影响承压。在统筹一二级市场、严把 IPO 入口的监管环境下，2024Q1 全市场 IPO 承销规模 236 亿元，同比-64%，环比-28%，IPO 项目 30 单，同比-56%，环比-39%，IPO 收入 16 亿元，同比-65%，环比-30%。2024Q1 上市券商投行净收入 66 亿元，同比-36%，环比-35%。

图3：2024Q1 全市场 IPO 承销规模 236 亿元，同比-64%

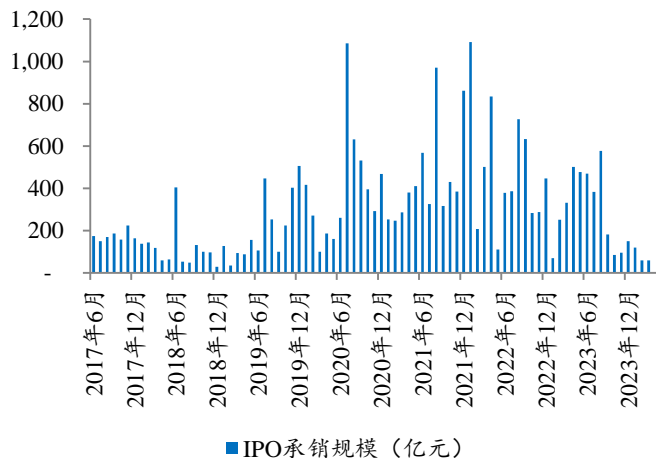
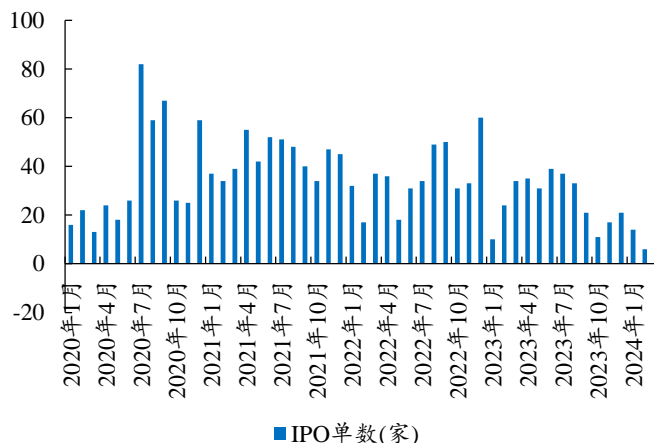


图4：2024Q1 全市场 IPO 项目 30 单，同比-56%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：IPO 环境影响券商投行业务承压

序号	简称	2024Q1 投行净收入↓	同比	环比	序号	简称	2024Q1 投行净收入↓	同比	环比
1	中信证券	8.69	-56%	-16%	21	招商证券	0.88	-43%	-84%
2	国泰君安	6.42	-3%	-38%	22	国联证券	0.78	-13%	23%
3	华泰证券	5.76	-26%	-23%	23	第一创业	0.65	42%	79%
4	中金公司	4.50	-25%	-58%	24	长江证券	0.62	110%	-39%
5	中信建投	4.48	-59%	-50%	25	长城证券	0.53	-6%	-57%
6	海通证券	4.13	-54%	1%	26	山西证券	0.49	-36%	-69%
7	东方证券	2.73	-1%	-15%	27	南京证券	0.47	32%	-17%
8	中泰证券	2.52	-41%	7%	28	东北证券	0.38	-51%	扭亏为盈
9	光大证券	2.49	30%	-9%	29	方正证券	0.38	-33%	65%
10	东吴证券	2.31	-23%	36%	30	西部证券	0.36	29%	-63%
11	国金证券	2.26	-43%	-5%	31	西南证券	0.30	-15%	-23%
12	国信证券	2.12	-27%	-21%	32	国元证券	0.28	-58%	-40%
13	申万宏源	1.71	-41%	-52%	33	华安证券	0.22	-6%	-62%
14	浙商证券	1.51	-35%	-25%	34	华西证券	0.19	-40%	-66%
15	广发证券	1.48	47%	-11%	35	红塔证券	0.18	402%	-37%
16	财通证券	1.41	-8%	-34%	36	中银证券	0.18	26%	-82%
17	天风证券	1.31	-51%	-33%	37	太平洋	0.18	-55%	-46%
18	兴业证券	1.16	-69%	-56%	38	国海证券	0.17	-66%	-60%
19	东兴证券	1.16	32%	-40%	39	中原证券	0.07	-60%	-84%
20	中国银河	0.95	65%	-57%	40	华林证券	0.03	-74%	-81%
		合计	66.41	-36%	-35%				

数据来源：Wind、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

投资：上市券商自营投资表现分化，预计固收投资相对稳健，权益投资及衍生品业务有所拖累。2024Q1 上市券商自营投资收益同比-29%，环比+29%，各公司表现分化，与自营业务结构有关。2024Q1 债市同环比表现较佳，股市表现分化，小盘股下跌明显。2024Q1 中证综合债上涨 2.1%，同环比均有所改善；沪深 300 上涨 3.1%，同比承压，环比改善；中证 1000 下跌 7.6%，同环比承压。

图5：2023 年股市、债市表现同比好转，2024Q1 债市表现较佳，股市表现分化

代码	证券简称	年涨跌幅		季度涨跌幅				
		2022年	2023年	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
881001.WI	万得全A	-18.7%	-5.2%	6.5%	-3.2%	-4.3%	-3.3%	-2.3%
000300.SH	沪深300	-21.6%	-11.4%	4.6%	-5.1%	-4.0%	-7.0%	3.1%
000905.SH	中证500	-20.3%	-7.4%	8.1%	-5.4%	-5.1%	-4.6%	-2.6%
000852.SH	中证1000	-21.6%	-6.3%	9.5%	-4.0%	-7.9%	-3.2%	-7.6%
930609.CSI	纯债债基	1.8%	3.4%	1.0%	1.1%	0.5%	0.8%	1.1%
H11009.CSI	中证综合债	3.3%	4.8%	0.9%	1.8%	0.7%	1.3%	2.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：上市券商自营投资表现分化

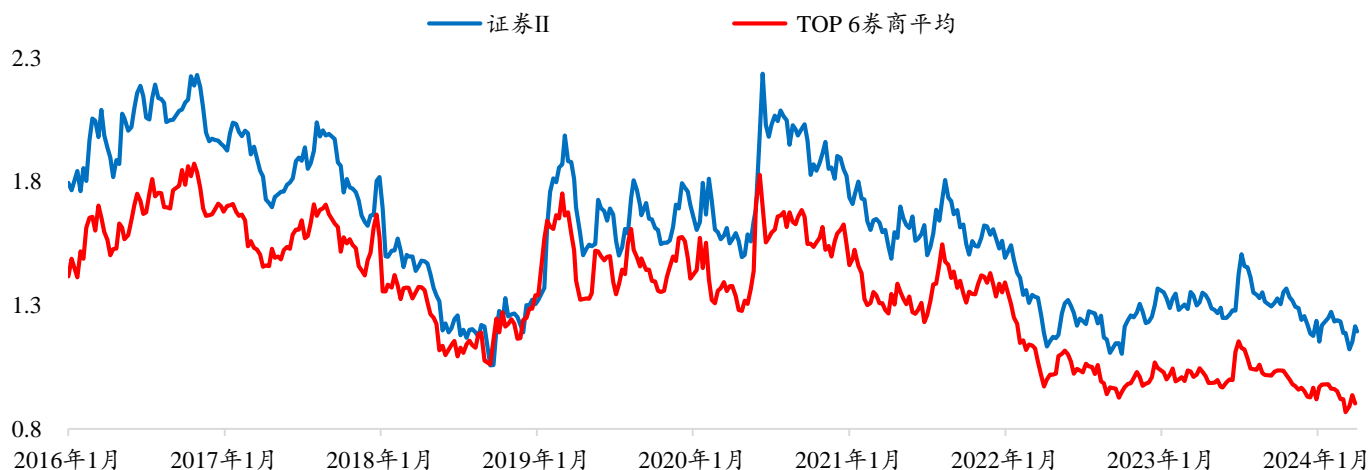
序号	简称	2024Q1 自营	同比	环比	序号	简称	2024Q1 自营	同比	环比
单位：亿元		投资收益↓			单位：亿元		投资收益↓		
1	中信证券	63.32	-6%	38%	21	国金证券	4.30	-40%	-2%
2	申万宏源	27.54	-12%	39%	22	国元证券	4.29	-1%	13%
3	国泰君安	23.71	-24%	93%	23	南京证券	4.04	114%	229%
4	中金公司	23.39	-35%	-19%	24	山西证券	3.48	-42%	-43%
5	招商证券	20.72	20%	1%	25	兴业证券	3.29	-68%	扭亏为盈
6	华泰证券	18.44	-54%	-40%	26	中泰证券	3.17	-77%	-64%
7	中国银河	16.29	-33%	-11%	27	中原证券	3.10	76%	112%
8	中信建投	15.55	-38%	-11%	28	西南证券	2.81	-30%	79%
9	国信证券	14.53	-24%	-9%	29	华安证券	2.63	-12%	59%
10	海通证券	11.53	-38%	扭亏为盈	30	第一创业	2.28	9%	42%
11	广发证券	11.35	-22%	47%	31	东北证券	1.98	-62%	-59%
12	东方证券	8.08	-31%	扭亏为盈	32	天风证券	1.91	-78%	-73%
13	方正证券	7.45	87%	204%	33	国海证券	1.70	-33%	62%
14	光大证券	5.99	-37%	2%	34	红塔证券	1.66	-47%	36%
15	东兴证券	5.54	135%	29%	35	中银证券	0.90	-6%	-2%
16	东吴证券	5.52	-9%	16%	36	太平洋	0.69	-73%	-34%
17	长城证券	5.17	-19%	31%	37	华林证券	0.56	322%	1123%
18	西部证券	4.87	-36%	10%	38	华西证券	0.44	-90%	扭亏为盈
19	浙商证券	4.63	-23%	227%	39	长江证券	0.35	-94%	-90%
20	财通证券	4.32	-39%	24%	40	国联证券	-1.50	由盈转亏	由盈转亏
					合计		340.01	-29%	29%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：自营投资收益=投资收益+公允价值变动损益-对联营和合营企业的投资收益+汇兑收益

截至4月30日，证券板块PB(LF) 1.19倍，位于近5年分位数7%，估值具有安全边际。

图6：当前券商PB-LF处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：选取2022年末净资产排名前6的券商包括中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、广发证券、招商证券

2、投资建议

PB 估值具有安全边际，关注结构性机会。在监管引导证券行业向功能型、集约型、专业化、特色化发展的背景下，券商供给侧改革加速。国九条有望提振二级市场信心，当前板块估值和机构持仓处于历史低位，关注结构性机会：（1）具有并购主题及地域优势的标的，推荐国联证券、财通证券，受益标的中国银河、浙商证券；（2）受益于市场交易量提升的互联网券商，推荐指南针、东方财富、同花顺；（3）受益于行业集中度提升的低估值头部综合性券商。

表6：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2024/5/7	2022A	2023A	2024E	2023A	2024E	
300059.SZ	东方财富	13.18	0.64	0.52	0.54	25.35	24.41	买入
300803.SZ	指南针	46.50	0.83	0.18	0.64	258.33	72.71	买入
300033.SZ	同花顺	123.69	3.15	2.61	3.16	47.39	39.14	买入
601108.SH	财通证券	7.66	0.33	0.48	0.52	15.96	14.73	买入
601456.SH	国联证券	10.46	0.27	0.24	0.28	43.58	37.36	买入
601881.SH	中国银河	12.31	0.67	0.65	0.80	18.94	15.45	未评级
601878.SH	浙商证券	11.42	0.41	0.42	0.48	27.19	23.70	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述指南针、中国银河、浙商证券EPS、PE数据取自Wind一致性预期

3、风险提示

- 市场波动风险：股市债市波动对证券公司投资收益带来不确定影响；
- 监管趋严风险：监管政策趋严对券商衍生品等业务带来不确定影响。

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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内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