

特步国际 (01368.HK)

2024年08月22日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/8/21
当前股价(港元)	5.000
一年最高最低(港元)	8.300/3.610
总市值(亿港元)	132.23
流通市值(亿港元)	132.23
总股本(亿股)	26.45
流通港股(亿股)	26.45
近3个月换手率(%)	16.71

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《2024Q2 电商表现亮眼, 高质量运营下流水稳健增长 —港股公司信息更新报告》-2024.7.13

《拟剥离 KP 改善盈利, 聚焦跑步市场发展三大品牌—港股公司信息更新报告》-2024.5.13

《2024Q1 新品及电商带动流水, 经营指标持续改善—港股公司信息更新报告》-2024.4.19

2024H1 电商及童装亮眼, 上调专业运动分部指引

——港股公司信息更新报告

吕明 (分析师)	周嘉乐 (分析师)	张霜凝 (分析师)
lvming@kysec.cn	zhoujiale@kysec.cn	zhangshuangning@kysec.cn
证书编号: S0790520030002	证书编号: S0790522030002	证书编号: S0790524070006

● **2024H1 电商及索康尼亮眼, 上调专业运动分部指引, 维持“买入”评级**  
 2024H1 公司收入 72.03 亿元 (同比+10.4%, 下同), 归母净利润 7.52 亿元 (+13.0%), 拟派发中期股息 15.6 港仙/股, 派息率为 50% (同比持平)。考虑线下客流疲软, 我们下调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 12.28/13.9/15.6 亿元 (原为 12.3/15.4/17.6 亿元), 当前股价对应 PE 为 9.9/8.7/7.8 倍。主品牌跑步及童装增长稳健, 预计主品牌 7-8 月线下流水稳健而线上延续高增, 此外索康尼高速增长, 专业运动分部收入增速指引自 30-40%上调至 50%+, 维持“买入”评级。

● **主品牌: 童装及电商亮眼, 线下谨慎开店, 九代店平均客单价及店效持续增长**  
 2024H1 收入 57.89 亿元 (+6.6%), 占比 80.4% (-2.8 pct), 其中特步儿童同比增长约 18%, 主品牌鞋/服/配饰收入同比+14.1%/-3.1%/+9.2%, 2024 年推出“冠军家族”跑鞋, 为大众跑者提供高性价比的专业跑鞋, 进一步提升跑步市场份额。**分渠道:**2024H1 电商渠道收入强劲增长, 同比增长 20%+, 占特步主品牌收入的 30%+, 618 主品牌线上的 GMV 增长超过 40%; 线下成人/儿童门店同比净增 135/118 家至 6578/1706 家, 较年初以来净增 7/3 家, 线下门店数量拓展谨慎, 但结构上持续开大店、关小店, 升级店铺形象, 成人九代店占比超 65%, 九代店平均客单价及店效持续增长。

● **新品牌: 索康尼开启品牌升级元年, K&P 国内市场驱动增长**  
**(1) 专业运动:** 2024H1 专业运动收入 5.93 亿元 (+72.2%), 占比 8.2% (+2.9pct), 截至 2024H1 索康尼门店为 128 家 (+48 家), 战略性剥离 K&P 后聚焦跑步战略核心, 索康尼回归品牌打法, 产品上打造“胜利 22”等爆款产品, 营销上加码代言人等推广, 渠道上将在中国内地高线城市的核心商圈持续开设更多新形象店铺, 并专注店效提升, 预计第一家新形象店铺将于 9 月于深圳开出。**(2) 时尚运动:** 2024H1 时尚运动收入 8.22 亿元 (+9.7%), 由国内市场增长 85.7%带动, 截至 2024H1 盖世威亚太区 105 家店 (+25 家)、帕拉丁亚太区 114 家店 (+54 家), K&P 剥离持续推进中。

● **主品牌盈利能力稳中有升, 并购致索康尼盈利能力显著提升, 营运指标保持健康**  
**(1) 盈利能力:** 2024H1 毛利率为 46.0% (+3.1pct), 主品牌/时尚运动/专业运动的毛利率为 43.9%/53.4%/56.8%, 同比+0.8/+11.4/+14.8pct, 高毛利率的 DTC 业务贡献增加带动主品牌毛利率提升, 专业运动毛利率提升显著主要系收购索康尼和迈乐合资公司全部权益, 销售/管理/财务费用率同比+0.5/+1.4/-0.3pct, 新品牌营销活动投入提高广告及推广费用, DTC 门店增加带动管理费用提升。OPM 为 15.2% (+0.1pct), 归母净利率为 10.4% (+0.2pct), 盈利能力稳定。**(2) 营运能力:** 2024H1 存货 21.99 亿元 (-8.7%), 存货周转天数 100 天 (-7 天), 应收/应付账款周转天数+8/-1 天, 经营性现金流净额为 8.26 亿元 (2023H1 为 2.65 亿元)。

● **风险提示:** 终端需求疲软、新品接受度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,930	14,346	13,925	15,326	16,755
YOY(%)	29.1	10.9	-2.9	10.1	9.3
净利润(百万元)	922	1,030	1,228	1,385	1,559
YOY(%)	1.5	11.8	19.2	12.8	12.6
毛利率(%)	40.9	42.2	43.1	43.6	44.1
净利率(%)	7.1	7.2	8.8	9.0	9.3
ROE(%)	11.1	11.5	13.1	14.1	15.1
EPS(摊薄/元)	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6
P/E(倍)	13.1	11.8	9.9	8.7	7.8
P/B(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所 (2024 年 8 月 21 日汇率: 1 港币 = 0.92 人民币)

## 目 录

1、2024H1 电商及童装亮眼，上调专业运动分部指引.....	3
1.1、分品牌看：主品牌童装增长亮眼，新品牌国内市场亮眼.....	3
1.2、分渠道看：主品牌线下优化、电商强劲增长，新品牌渠道扩张.....	4
1.3、分品类看：鞋类收入快速增长，未来有望继续驱动增长.....	4
2、主品牌盈利能力稳中有升，营运指标保持健康.....	5
2.1、DTC 带动主品牌毛利率，并购致索康尼盈利能力显著提升.....	5
2.2、并购致存贷周转天数环比提升，现金流充裕.....	7
3、盈利预测与投资建议.....	7
4、风险提示.....	8

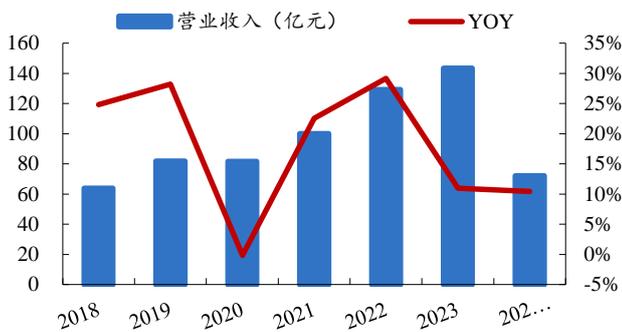
## 图表目录

图 1：2024H1 收入 72.03 亿元（+10.4%）.....	3
图 2：2024H1 归母净利润 7.52 亿元（+13.0%）.....	3
图 3：2024H1 主品牌鞋履占比提升，服装占比下降.....	5
图 4：2024H1 特步主品牌的主要功能性产品及价格带.....	5
图 5：2024H1 公司整体毛利率为 46.0%（+3.1pct）.....	6
图 6：2024H1 时尚/专业毛利率分别同比+11.4/14.8pct.....	6
图 7：2024H1 经营利润率/归母净利率同比+0.1/+0.2pct.....	7
图 8：2024H1 A&P/员工费用同比+11.8%/+25.8%.....	7
图 9：2024H1 存货为 21.99 亿元（-8.7%）.....	7
图 10：2024H1 存货周转天数同比减少 7 天至 100 天.....	7
表 1：2024H1 各板块均显著增长，其中专业运动板块高速增长 72.2%（单位：亿元）.....	3
表 2：2024H1 主品牌线下渠道稳健、新品牌持续扩张（单位：家）.....	4
表 3：2024H1 鞋履收入增速快于服装增速，收入占比相应提升至 61.7%（单位：亿元）.....	5
表 4：2024H1 专业运动经营利润为 0.23 亿元（+75.5%），经营利润率为 3.9%（同比持平）.....	6

## 1、2024H1 电商及童装亮眼，上调专业运动分部指引

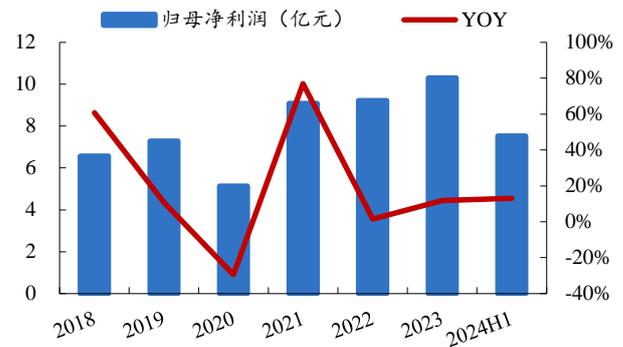
2024H1 集团实现收入 72.03 亿元（同比+10.4%，下同），归母净利润为 7.52 亿元（+13.0%），主要由特步主品牌的稳健表现以及新品牌于中国内地的强劲增长所带动。2024H1 集团拟派发中期股息 15.6 港仙/股（2023H1：13.7 港仙/股），派息率为 50%（同比持平）。

图1：2024H1 收入 72.03 亿元（+10.4%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024H1 归母净利润 7.52 亿元（+13.0%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、分品牌看：主品牌童装增长亮眼，新品牌国内市场亮眼

**(1) 大众运动：**特步主品牌 2024H1 实现收入 57.89 亿元（+6.6%），收入占比为 80.4%（-2.8 pct），其中特步儿童增长约 18%。特步主品牌增长主要归因于线上渠道表现良好，消费者参与度及销售显著增加。

**(2) 时尚运动：**2024H1 盖世威与帕拉丁实现 8.22 亿元（+9.7%），占集团收入的 11.4%（-0.1pct），增长主要受到中国市场推动，中国区收入同比增长超过 80%，然而中国以外的国际业务有所下降。

**(3) 专业运动：**2024H1 实现收入 5.93 亿元（+72.2%），占集团收入的 8.2%（+2.9pct），收入显著增长归因于双位数的同店增长以及稳健的线上销售表现，凸显产品的受欢迎程度和强劲的零售业务表现。

2024 年索康尼回归品牌升级打法，通过代言人签约、产品创新、渠道升级和活动赞助等，开启品牌升级元年。**代言人方面**，索康尼于 2024 年 7 月官宣彭于晏为品牌代言人，以其专业形象诠释“双精英”人群的战略定位。**产品方面**，持续推出适合“双精英”人群的产品，打造“胜利 22”等爆款产品。**渠道方面**，索康尼将在中国内地高线城市的核心商圈持续开设更多新形象店铺，并专注店效提升。**营销方面**，连续 4 年赞助“越山向海人车接力中国赛”，助力超过 25000 名精英跑者挑战自我。

表1：2024H1 各板块均显著增长，其中专业运动板块高速增长 72.2%（单位：亿元）

	2023H1		2024H1		VS2023H1 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
大众运动	54.30	83.2%	57.89	80.4%	+6.6%	-2.8pct
时尚运动	7.49	11.5%	8.22	11.4%	+9.7%	-0.1pct
专业运动	3.44	5.3%	5.93	8.2%	+72.2%	+2.9pct
总计	65.22	100.0%	72.03	100.0%	+10.4%	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、分渠道看：主品牌线下优化、电商强劲增长，新品牌渠道扩张

**(1) 大众运动：线下方面：**截至 2024H1，特步主品牌店数为 6578 家，相比年初净开店 7 家，同比+135 家，其中预计第九代门店数量超过 65%，平均客单价及店效持续增长；特步儿童店数为 1706 家，相比年初净开店 3 家，同比+118 家。**线上方面：**2024H1 电商渠道收入强劲增长，同比增长 20% 以上，占特步主品牌收入的 30% 以上。尤其在一些新兴电商渠道，如抖音、视频号、得物等收入增长超过 80%，“6·18”活动主品牌线上 GMV 增长超过 40%。

### (2) 时尚运动：

**盖世威继续扩大版图，于中国内地高线城市持续开店。**截至 2024H1，盖世威亚太区店铺 105 家，相比年初净增 4 家，同比净增 25 家。6 月，品牌于上海开设首间网球概念店，展示以网球运动为灵感的经典旗舰产品系列。该概念店强化了盖世威作为网球时尚运动品牌的品牌形象，并与消费者建立别具意义的互动，促进有价值的反馈。

截至 2024H1，帕拉丁亚太区店铺 114 家，相比年初净增 20 家，同比净增 54 家。帕拉丁于中国内地的店效稳健增长，印证其在产品组合优化及品牌形象提升方面的成功。2024H1，品牌继续开设融入潮流法式美学的新形象店铺，并提供核心及明星系列等全面的产品线，满足高端顾客的需求。

### (3) 专业运动：

截至 2024H1，索康尼在中国店铺 128 家，相比年初净增 18 家，同比净增 48 家；索康尼将在中国内地高线城市的核心商圈持续开设更多新形象店铺，并专注店效提升，第一家新形象店铺预计将于 9 月在深圳开出。2024H1 迈乐销售增长超过 80%，2024H2 将专注线上渠道，有望延续强劲势头。

**分渠道：**2024H1 电商/线下零售/线下批发业务收入占比分别为 53.1%、32.7%、14.2%，同比分别-3.4/-0.4/+3.8pct。

表2：2024H1 主品牌线下渠道稳健、新品牌持续扩张（单位：家）

	2020	2021	2022	2023H1	2023	2024H1	VS2023H1 变动	VS2023 变 动
特步成人	6021	6151	6313	6,443	6571	6578	+135	+7
特步儿童	800	1179	1520	1,588	1703	1706	+118	+3
帕拉丁	57	57	56	60	94	114	+54	+20
盖世威	43	44	72	80	101	105	+25	+4
索康尼	32	44	69	80	110	128	+48	+18
迈乐	6	6	4	5	4	-	-	-
合计	6959	7481	8034	8256	8583	8631	+380	+52

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.3、分品类看：鞋类收入快速增长，未来有望继续驱动增长

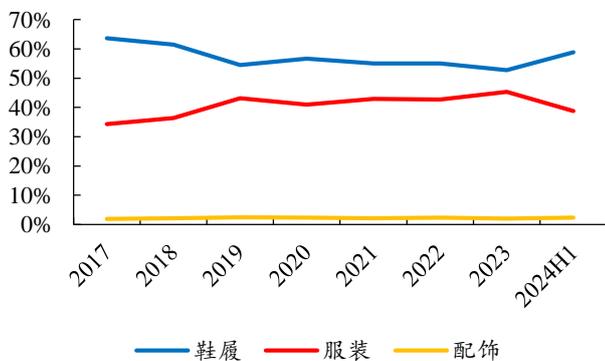
**鞋类收入快速增长，收入占比相应提升。**公司 2024H1 鞋履、服装及配饰分别实现收入 44.46 亿元 (+14.3%)、26.05 亿元 (+4.3%)、1.52 亿元 (+11.8%)，收入占比分别为 61.7% (+2.1pct)、36.2% (-2.1pct)、2.1% (同比持平)。

**表3: 2024H1 鞋履收入增速快于服装增速, 收入占比相应提升至 61.7% (单位: 亿元)**

	2023H1		2024H1		占比变动	
	营收	占比	营收	占比	绝对值	比率变动
鞋履	38.89	59.6%	44.46	61.7%	+14.3%	+2.1pct
服装	24.97	38.3%	26.05	36.2%	+4.3%	-2.1pct
配饰	1.36	2.1%	1.52	2.1%	+10.4%	同比持平

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

其中, 大众运动板块中鞋类、服装、配饰的销售收入同比增长+14.1%、-3.1%、+9.2%, 鞋类占比 58.9% (+3.9pct), 服装占比 38.8% (-3.9pct), 配饰占比 2.3% (同比持平)。特步主品牌将持续聚焦跑步, 以 160X 系列的专业势能影响大众。2024 年品牌推出“冠军家族”跑鞋, 为大众跑者提供更加高性价比的专业跑鞋, 进一步提升市场份额。

**图3: 2024H1 主品牌鞋履占比提升, 服装占比下降**


数据来源: 公司官网、开源证券研究所

**图4: 2024H1 特步主品牌的主要功能性产品及价格带**


资料来源: 公司官网

## 2、主品牌盈利能力稳中有升, 营运指标保持健康

### 2.1、DTC 带动主品牌毛利率, 并购致索康尼盈利能力显著提升

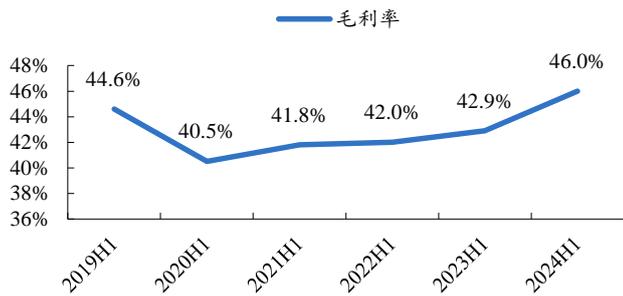
(1) **毛利率:** 2024H1 公司整体毛利率为 46.0% (+3.1pct), 主要由于 DTC 业务所带来的贡献增加。

#### 分品牌看:

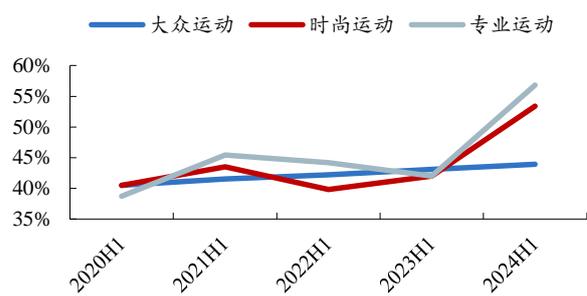
主品牌 2024H1 毛利率为 43.9%, 同比上升 0.8pct, 主要受益于电子商务贡献增加, 其毛利率高于批发业务, 以及电商渠道毛利率同步上升。

时尚运动 2024H1 毛利率为 53.4%, 同比上升 11.4pct, 改善主要由于中国市场贡献增加 (国内市场以高毛利率的 DTC 模式为主)。

专业运动 2024H1 毛利率为 56.8%, 同比上升 14.8pct, 显著改善主要由于收购索康尼和迈乐合资公司的全部权益, 使得集团取得全额毛利率。

**图5：2024H1 公司整体毛利率为 46.0% (+3.1pct)**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：2024H1 时尚/专业毛利率分别同比+11.4/14.8pct**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(2) 费用端：2024H1 公司的销售费用率/管理费用率/财务费用率分别同比 +0.5/+1.4/-0.3pct。** 其中，2024H1 公司 SG&A 为 24.95 亿元 (+16.2%)，占比 34.6% (+1.7pct)，上升主要由于新品牌的营销活动增加，导致广告及推广费用同比上升 1.01 亿 (+11.8%)。

**销售及分销开支：**2024H1 公司销售及分销开支同比增长 12.1% 至 16.92 亿元，对应销售费用率为 23.5% (+0.5pct)，销售费用增长主要系收购索康尼及迈乐合资企业的全部权益导致 A&P 开支增加所致，广告及推广费用约 9.60 亿元 (+11.8%)，占比 13.3% (+0.1pct)。

**管理费用：**2024H1 公司管理费用同比上升 26.1% 至 8.02 亿元，管理费用率为 11.1% (+1.4pct)，主要系员工成本上升 25.8% 至 4.92 亿元，占比 6.8% (+0.8pct)，部分上升被研发费用下降 9.6% 至 1.58 亿元抵消，对应研发费用率为 2.2% (-0.5pct)。

**财务费用：**2024H1 财务费用净额同比下降 13.8% 至 0.64 亿元，财务费用率为 0.9% (-0.3pct)，下降主要系银行贷款利息开支由 2023H1 的 0.44 亿元减少至 0.42 亿元。

**(3) 经营利润率：**2024H1 公司经营利润率为 15.2% (+0.1pct)。主品牌 2024H1 经营利润为 11.9 亿元 (+7.6%)，经营利润率为 20.6% (+0.2pct)。时尚运动 2024H1 经营亏损 0.99 亿元，2023H1 亏损 0.66 亿元，经营利润率为 -12.1% (-3.2pct)，亏损有所增加。专业运动 2024H1 经营利润为 0.23 亿元 (+75.5%)，经营利润率为 3.9% (同比持平)。

**表4：2024H1 专业运动经营利润为 0.23 亿元 (+75.5%)，经营利润率为 3.9% (同比持平)**

	2023H1		2024H1		VS2023H1 变动	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动(pct)
大众运动	23.38	43.10%	25.39	43.90%	+8.60%	+0.8
时尚运动	3.14	42.00%	4.39	53.40%	+39.60%	+11.4
专业运动	1.45	42.00%	3.37	56.80%	+132.60%	+14.8
总计	27.97	42.90%	33.14	46.00%	+18.50%	+3.1
	营业利润	营业利润率	营业利润	营业利润率	绝对值	比率变动(pct)
大众运动	11.06	20.40%	11.90	20.60%	+7.60%	+0.2
时尚运动	-0.66	-8.90%	-0.99	-12.10%	+49.60%	-3.2
专业运动	0.13	3.90%	0.23	3.90%	+75.50%	-
总计	9.87	15.10%	11.14	15.50%	+5.80%	-0.6

数据来源：公司公告、开源证券研究所，注：公认会计准则

(4) 归母净利率：2024H1 公司整体归母净利润为 7.52 亿元 (+13.0%)，归母净利率为 10.4% (+0.2pct)。

图7：2024H1 经营利润率/归母净利率同比+0.1/+0.2pct

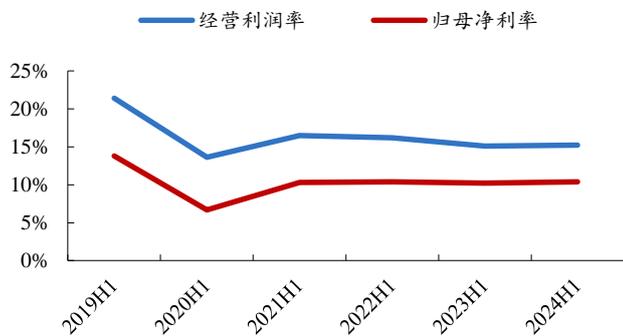
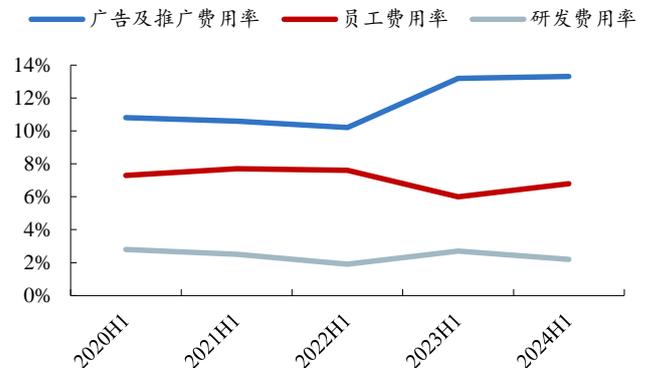


图8：2024H1 A&P/员工费用同比+11.8%/+25.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

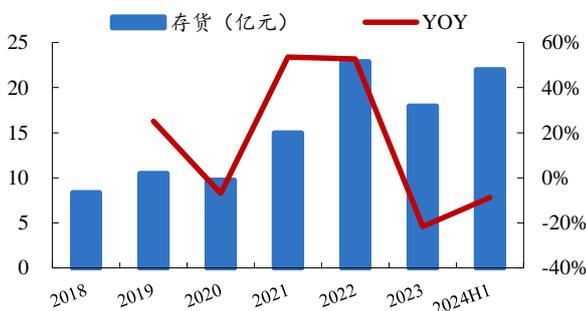
## 2.2、并购致存货周转天数环比提升，现金流充裕

(1) **存货**：截至 2024H1，公司存货为 21.99 亿元，同比下降 8.7%。存货周转天数为 100 天，同比减少 7 天，较 2023 年底增加 10 天。库存周转天数较 2023 年底增加的主要原因：第一，2024 年 1 月 1 日收购了 Wolverine Group 于索康尼和迈乐品牌的若干合资企业实体及其附属公司的全部权益，增加库存约 2 亿元。第二，新品牌以 DTC 模式运营为主，备货增加。

(2) **应收账款**：2024H1 公司应收账款为 44.2 亿元，同比增加 17.4%，应收账款周转天数 100 天，同比增加 8 天，较 2023 年底减少 6 天。

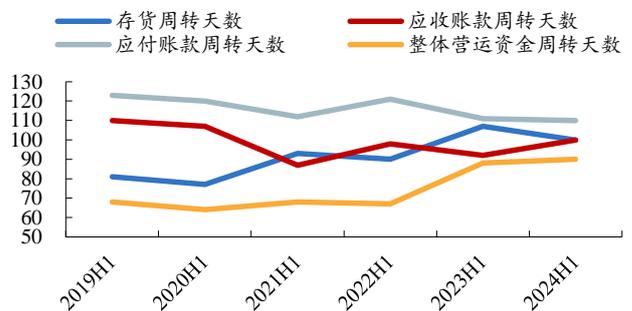
(3) **经营性现金流和净现金**：2024H1 公司经营性现金净额为 8.26 亿元 (2023H1 为 2.65 亿元)。2024H1 净现金余额 14.14 亿元，截至 2024H1，现金及现金等价物为 36.6 亿元，同比下降 1.9%，现金足够保障各业务健康发展，主要来源于强劲的营运现金流量及集团财务资源的有效管理。

图9：2024H1 存货为 21.99 亿元 (-8.7%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024H1 存货周转天数同比减少 7 天至 100 天



数据来源：公司官网、开源证券研究所

## 3、盈利预测与投资建议

2024H1 公司收入 72.03 亿元 (+10.4%)，归母净利润 7.52 亿元 (+13.0%)，拟派发中期股息 15.6 港仙/股，派息率为 50% (同比持平)。考虑线下客流疲软，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 12.28/13.9/15.6 亿元 (原为

12.3/15.4/17.6 亿元), 当前股价对应 PE 为 9.9/8.7/7.8 倍。主品牌跑步及童装增长稳健, 预计主品牌 7-8 月线下流水稳健而线上延续高增, 此外索康尼高速增长, 专业运动分部收入增速指引自 30-40% 上调至 50%+, 维持“买入”评级。

#### 4、风险提示

终端需求疲软、新品接受度不及预期。

## 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3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