

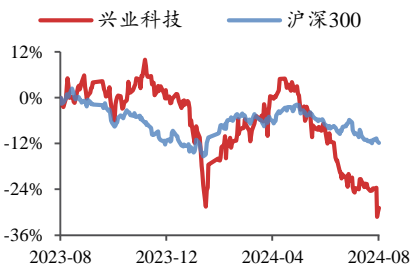
## 兴业科技 (002674.SZ)

2024年08月22日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/8/22
当前股价(元)	8.23
一年最高最低(元)	13.75/7.77
总市值(亿元)	24.02
流通市值(亿元)	23.77
总股本(亿股)	2.92
流通股本(亿股)	2.89
近3个月换手率(%)	46.68

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

- 《第二曲线快速增长且盈利亮眼, 延续高分红比例—公司信息更新报告》-2024.4.25
- 《Q3 汽车内饰皮革量价齐升, 新定点奠定2024年增长信心—公司信息更新报告》-2023.11.15
- 《2023H1 业绩靓丽, 主业改善&汽车内饰用皮革高增—公司信息更新报告》-2023.8.29

## H1 资产减值拖累利润, 汽车内饰皮革盈利好于预期 ——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

### ● H1 资产减值拖累利润, 汽车内饰皮革盈利好于预期, 维持“买入”评级

2024H1 收入/归母净利润为 12.61/0.57 亿元, yoy+5.5%/-38.4%。2024Q1/Q2 收入 5.97/6.65 亿元, 同比+28.6%/-9.2%, 归母净利润 0.35/0.23 亿元, 同比+22%/-65.1%。考虑鞋包袋皮革下游需求承压, 我们下调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 2.2/2.8/3.3 亿元 (原为 2.7/3.4/4.0 亿元), 当前股价对应 PE 为 10.7/8.7/7.2 倍, 公司坚定一站式牛皮革材料供应商战略, 看好外销业务持续开拓, 新车型及改款支撑收入高增, 同时宝泰收入增势有望维持, 维持“买入”评级。

### ● 主业: 2024Q2 同比受高基数影响但环比改善, 印尼产能预计 2024Q4 投产

母公司 2024H1 收入 6.29 亿元 (同比-9.51%, 下同), 主要系头层皮销量-16.1%。毛利率 19.22% (-1.6pct), 净利润为 3460 万元 (-55%), 净利率 5.5% (-5.57pct)。2024Q2 收入 3.32 亿元, 环比+11%, 其中量/价分别环比+17%/-2.17%, 净利润 1251.68 万元, 环比-43.3%, 毛利率 19.73%, 环比+1.8pct。通过拓展印尼产能、越南开厂进行全球化布局, 印尼工厂预计 2024Q3 建设完毕, 2024Q4 有望投产, 抢占产业链配套先机。2024Q1 进入阿迪达斯供应链, 2024H1 共计拿到订单 85 万尺, 随着合作深入 2024H2 有望做到月订单超 100 万英尺。

### ● 宏兴 Q2 盈利能力创历史新高, 宝泰增长势头延续且 2024H1 实现扭亏为盈

宏兴/宝泰 2024H1 收入 2.95/3.1 亿元 (+20.42%/+57.46%), 毛利率 31.25% (+3.9pct) /8.5% (-0.17pct), 净利润 5848.79/284.95 万元 (+70.6%/扭亏), 净利率分别为 19.8%/0.91%, 其中宏兴盈利能力大幅提升受益于降本增效、订单车型改善、高新技术企业税收优惠、研发费用加计扣除。预计宏兴/宝泰 2024Q2 收入 1.4/1.76 亿元, 环比-6.9%/+30%, 净利润 3380/260 万元, 环比+36.9%/+982%, 净利率分别为 23.74%/1.47%, Q2 宏兴收入受结算周期影响环比下降但盈利能力环比改善, 净利率创历史新高, 预计随新能源车订单恢复与销售旺季将拉动订单表现。

### ● 2024H1 毛利率同比改善, 财务费用由于汇兑损失增加, 现金流改善

毛利率: 2024H1 毛利率为 20.36% (+0.09pct), 2024Q1/Q2 毛利率分别为 20.2%/20.5%, 分别同比+2.5/-1.4pct。费用端: 2024H1 期间费用率为 9.2% (+1.53pct), 销售/管理/研发/财务费用率分别+0.20/+0.43/+0.02/+0.88pct, 财务费用增加主要系汇兑损失增加所致。2024H1 归母净利率为 4.53% (-3.23pct), 2024Q1/Q2 归母净利率 5.8% (-0.3pct) /3.4% (-5.4pct)。营运能力: 2024H1 经营活动现金流量净额 1.80 亿元 (同比+384.6%), 截至 2024Q2, 存货周转天数 223 天 (+13 天), 应收账款周转天数 60 天 (-4 天)。

### ● 风险提示: 汽车用革订单及产能扩张不及预期、原材料价格大幅波动。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,988	2,700	2,980	3,351	3,694
YOY(%)	15.1	35.8	10.4	12.4	10.2
归母净利润(百万元)	151	186	224	276	332
YOY(%)	-17.0	23.7	20.3	23.2	20.1
毛利率(%)	19.5	21.4	22.1	22.8	23.7
净利率(%)	7.6	6.9	7.5	8.2	9.0
ROE(%)	6.8	8.9	9.8	11.9	13.3
EPS(摊薄/元)	0.52	0.64	0.77	0.95	1.14
P/E(倍)	16.0	12.9	10.7	8.7	7.2
P/B(倍)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2024H1 营收略增，汽车内饰皮革收入稳步增长.....	3
2、 汽车内饰皮革盈利好于预期，资产减值计提影响净利润.....	4
3、 股权激励彰显长期发展信心，印尼工厂将于 2024Q4 投产.....	5
4、 盈利预测与投资建议.....	5
5、 风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

## 图表目录

图 1： 2024H1 收入为 12.61 亿元 (+5.5%) .....	3
图 2： 2024H1 归母净利润 0.57 亿元 (-38.44%) .....	3
图 3： 2024H1 销售毛利率/归母净利率为 20.36% (+0.09pct) /4.53% (-3.23pct) .....	4
图 4： 2024H1 期间/销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.53/+0.20/+0.43/+0.02/+0.88pct .....	4
图 5： 2024H1 存货规模为 12.36 亿元 (+2.1%) .....	5
图 6： 2024H1 公司应收账款 3.99 亿元 (-9.4%) .....	5
表 1： 2024H1 鞋包袋皮革/汽车内饰用皮革/二层皮胶原/其他用皮革分别占比 67.58%/23.33%/5.63%/2.64%。 .....	3
表 2： 2024 年公司层面业绩考核要求为同比增长不低于 20% .....	5

## 1、2024H1 营收略增，汽车内饰皮革收入稳步增长

公司 2024H1 收入为 12.61 亿元（同比+5.5%，下同），归母净利润 0.57 亿元（-38.44%）。分季度看，2024Q1/Q2 实现营业收入 5.97/6.65 亿元，同比分别+28.6%/-9.2%，实现归母净利润 0.35/0.23 亿元，同比分别+22.0%/-65.1%。分子公司看，2024H1 宏兴/宝泰分别实现收入 2.95/3.1 亿元，同比分别+20.42%/+57.46%。预计 2024Q2 宏兴/宝泰分别实现收入 1.4/1.76 亿元，环比-6.9%/+30%。

图1：2024H1 收入为 12.61 亿元（+5.5%）

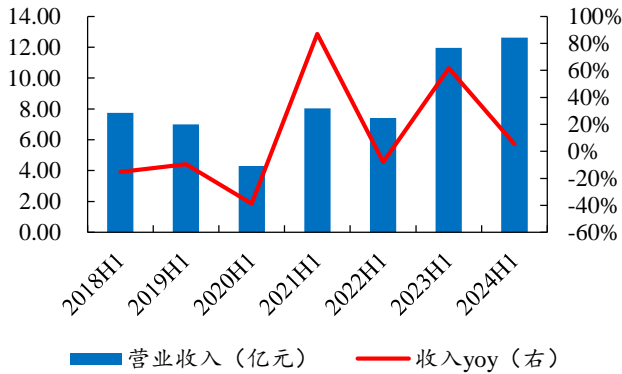
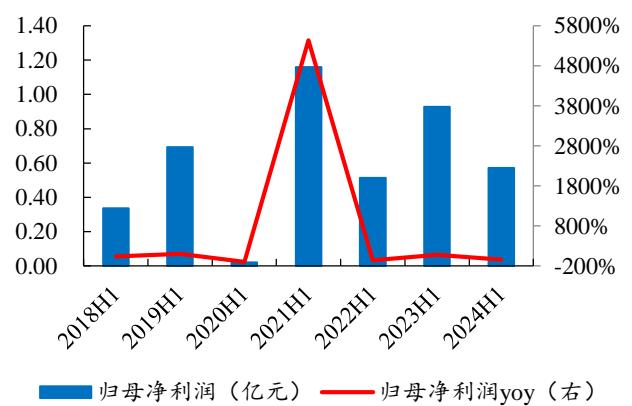


图2：2024H1 归母净利润 0.57 亿元（-38.44%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 收入按下游应用拆分：

(1) 鞋包袋皮革：2024H1 鞋包袋用皮革收入为 8.52 亿元，同比-0.3%，收入占比 67.58%。客户包括国内外知名品牌丽荣、森达、TIMBERLAND、COLEHAAN、POLO、ALDO、ROCKY、CLARKS、红蜻蜓、迪桑娜、菲安妮、利郎、万里马、际华集团、康奈、奥康、宝姿、千百度、雅氏等。

(2) 汽车用皮革：2024H1 年汽车内饰用皮革收入 2.94 亿元，同比+21.11%，收入占比 23.33%。控股宏兴汽车皮革目前供应理想、问界、蔚来、奇瑞、吉利等品牌。

2024H1 宏兴汽车皮革收入为 2.95 亿元（+20.42%），净利润约 5848.79 万元（+70.60%），主要系理想、蔚来、华为问界等自主品牌中高端新能源车型销量的增加，带动汽车内饰用皮革需求增长。

(3) 二层皮胶原：2024H1 二层皮胶原产品原料收入 0.71 亿元（+17.94%），占比 5.63%。

(4) 其他用皮革：2024H1 收入 0.33 亿元（+41.96%），占比 2.64%。

表1：2024H1 鞋包袋皮革/汽车内饰用皮革/二层皮胶原/其他用皮革分别占比 67.58%/23.33%/5.63%/2.64%。

	2024H1	收入占比	毛利率	2023H1	收入占比	收入 YOY	占比 YOY	毛利率 YOY
鞋包袋用皮革	8.52	67.58%	17.87%	8.55	71.48%	-0.30%	-3.90pct	-1.20pct
汽车内饰用皮革	2.94	23.33%	31.41%	2.43	20.32%	21.11%	+3.01pct	+4.10pct
二层皮胶原产品原料	0.71	5.63%	8.20%	0.60	5.03%	17.94%	+0.60pct	-4.84pct
其他用皮革	0.33	2.64%	17.52%	0.23	1.96%	41.96%	+0.68pct	-1.85pct
牛皮革行业	12.51	99.18%	20.50%	11.82	98.79%	5.87%	+0.39pct	+0.03pct

数据来源：公司公告、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

## 2、汽车内饰皮革盈利好于预期，资产减值计提影响净利润

**毛利率：**公司 2024H1 毛利率为 20.36% (+0.09pct)。分季度看,2024Q1/Q2 毛利率分别为 20.2%/20.5%，分别同比+2.5/-1.4pct。分子公司看，2024H1 宏兴/宝泰毛利率分别为 31.25%/8.5%，分别同比+3.9pct/-0.17pct；预计 2024Q2 宏兴/宝泰毛利率分别为 32.55%/8.86%，分别环比+2pct/+0.82pct。

### 2024H1 毛利率按业务拆分：

- (1) 鞋包袋用皮革毛利率为 17.87%，同比-1.2pct；
- (2) 汽车内饰用皮革毛利率为 31.41%，同比+4.10pct；
- (3) 二层皮胶原产品原料毛利率为 8.20%，同比-4.84pct。

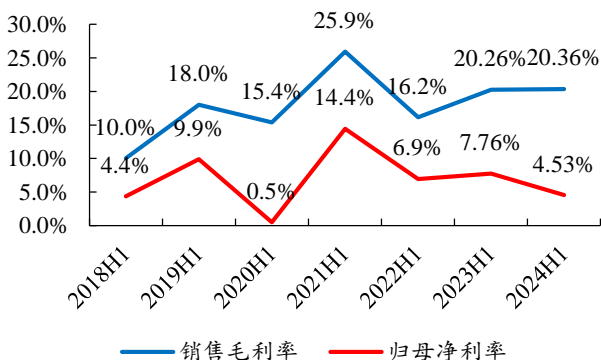
**费用端：**2024H1 期间费用率为 9.2% (+1.53pct)。拆分看，2024H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.2%/4.0%/2.3%/1.6%，同比+0.20/+0.43/+0.02/+0.88pct。

- (1) 销售费用同比增长 26.34%，其中差旅费皮展费、其他销售费用增长较多。
- (2) 管理费用同比增长 18.31%，其中会议会员费、租金增长较多。
- (3) 研发费用同比增长 6.20%。
- (4) 财务费用同比增长 134.59%，主要系汇兑损失增加所致。

**资产减值：**2024H1 计提资产减值损失 0.57 亿元 (+68.5%)，占收入比 4.5%，损失占比同比-1.7pct。主要由于下游市场需求较差，出于谨慎原则计提存货跌价准备，预计 2024H1 存货计提较为充分。

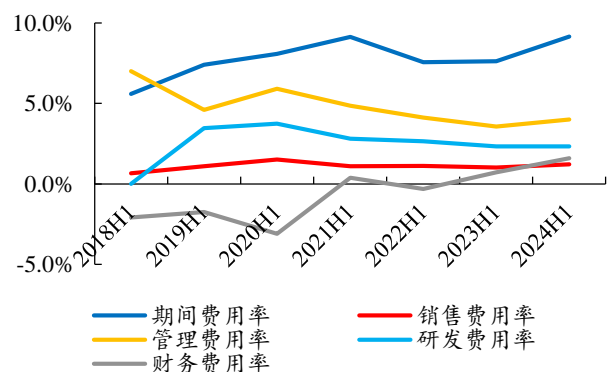
**净利率：**2024H1 归母净利率为 4.53% (-3.23pct)，2024Q1/Q2 归母净利率 5.8% (-0.3pct) /3.4% (-5.4pct)。分子公司看，2024H1 宏兴汽车皮革、宝泰皮革净利润分别为 5848.79/284.95 万元，净利率分别为 19.80%/0.91%，宏兴汽车皮革净利润同比增长 70.6%，主要系销量增长、毛利额增长及享受增值税进项加计较多所致。预计 2024Q2 宏兴汽车皮革/宝泰分别实现净利润 3380 (环比+36.9%) /260 万元 (环比+982%)，净利率分别为 23.74%/1.47%。

图3：2024H1 销售毛利率/归母净利率为 20.36% (+0.09pct) /4.53% (-3.23pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2024H1 期间/销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +1.53/+0.20/+0.43/+0.02/+0.88pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

**营运能力：**2024H1 经营活动现金流量净额 1.80 亿元 (同比+384.6%)。截至 2024

年6月30日，存货规模为12.36亿元(+2.1%)，存货周转天数223天(+13天)；应收账款3.99亿元(-9.4%)，应收账款周转天数60天(-4天)。

图5：2024H1 存货规模为 12.36 亿元 (+2.1%)

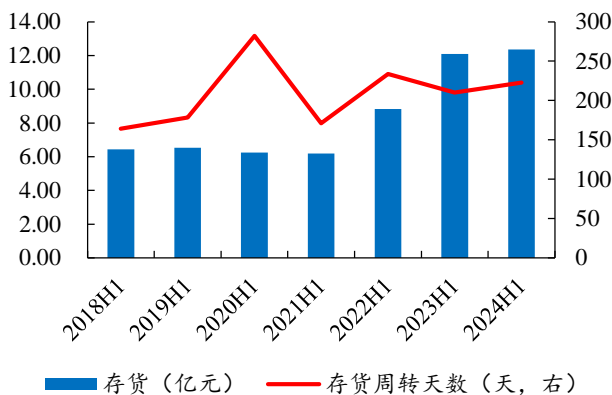
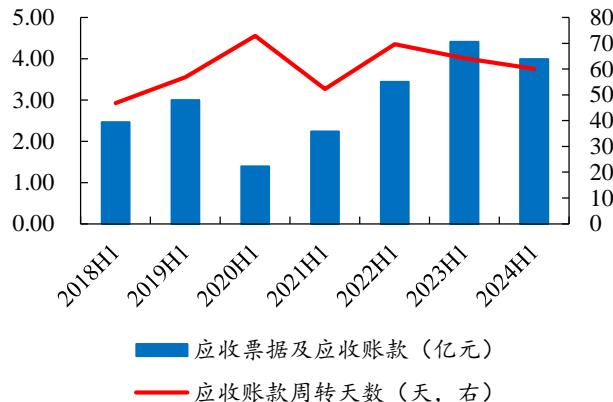


图6：2024H1 公司应收账款 3.99 亿元 (-9.4%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、股权激励彰显长期发展信心，印尼工厂将于 2024Q4 投产

2023年4月公司发布股票期权激励计划（草案），此次激励设置公司业绩、个人绩效考核层次。其中公司层面业绩指标，以上一年净利润为基数，行权比例100%对应的2023-2025年归母净利润(剔除股份支付费用)增长分别不低于50%/40%/40%，行权比例80%对应的增长为30%/20%/20%。

表2：2024 年公司层面业绩考核要求为同比增长不低于 20%

行权安排	对应该考核	业绩考核目标	公司层面行权比例(M)
第一个行权期	2023 年度较 2022 年度净利润增长率为 X1	X1≥50%	100%
		50%>X1≥30%	80%
		X1<30%	0
第二个行权期	2024 年度较 2023 年度净利润增长率为 X2	X2≥40%	100%
		40%>X2≥20%	80%
		X2<20%	0
第三个行权期	2025 年度较 2024 年度净利润增长率为 X3	X3≥40%	100%
		40%>X3≥20%	80%
		X3<20%	0

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2024H1 总产能 9360 万平方英尺(同比持平)，产能利用率 55.26% (-9.53pct)。公司子公司兴业国际与 PT. CISARUA CIANJUR ASR 共同在印度尼西亚设立联华皮革工业有限公司，兴业国际持股比例 90%，在国际品牌在东南亚市场越来越多采用本土供应链趋势下，公司有望利用联华皮革（印尼）实现印尼当地交货，缩短交期提高响应速度，争取更多国际市场订单。印尼工厂预计 2024Q3 建设完毕，2024Q4 有望投产，长期对应产值预计约 2 亿美金。

### 4、盈利预测与投资建议

考虑鞋包袋皮革下游需求承压，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净

利润为 2.2/2.8/3.3 亿元(原为 2.7/3.4/4.0 亿元),当前股价对应 PE 为 10.7/8.7/7.2 倍,公司坚定一站式牛皮革材料供应商战略,看好外销业务持续开拓,汽车内饰新车型及改款支撑收入高增,同时宝泰收入增势有望维持,维持“买入”评级。

## 5、风险提示

汽车用革订单及产能扩张不及预期、原材料价格大幅波动。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	2797	2980	3743	4619	4490
现金	823	548	1450	1729	1855
应收票据及应收账款	412	444	458	593	556
其他应收款	6	7	3	10	4
预付账款	89	76	86	116	99
存货	1016	1249	1150	1602	1369
其他流动资产	451	657	596	568	607
<b>非流动资产</b>	990	1133	1147	1229	1272
长期投资	115	154	173	196	223
固定资产	529	666	690	728	749
无形资产	51	52	51	51	49
其他非流动资产	296	260	233	256	250
<b>资产总计</b>	3787	4112	4890	5848	5762
<b>流动负债</b>	1180	1011	1788	2628	2379
短期借款	317	450	1053	1884	1576
应付票据及应付账款	320	332	479	402	531
其他流动负债	543	229	257	342	271
<b>非流动负债</b>	129	488	399	335	250
长期借款	75	430	345	280	194
其他非流动负债	54	58	54	55	56
<b>负债合计</b>	1309	1499	2187	2963	2628
少数股东权益	128	212	253	319	404
股本	292	292	292	292	292
资本公积	1267	1280	1280	1280	1280
留存收益	775	815	827	845	866
<b>归属母公司股东权益</b>	2350	2401	2450	2566	2729
<b>负债和股东权益</b>	3787	4112	4890	5848	5762

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	-111	25	627	-208	853
净利润	168	231	265	342	417
折旧摊销	60	71	66	73	82
财务费用	10	20	34	21	22
投资损失	-17	-12	-7	-8	-8
营运资金变动	-400	-408	268	-642	336
其他经营现金流	69	123	2	5	5
<b>投资活动现金流</b>	18	-299	-112	-101	-144
资本支出	163	172	22	42	18
长期投资	226	-140	-19	-23	-27
其他投资现金流	408	-267	-108	-82	-153
<b>筹资活动现金流</b>	104	2	-341	-205	-260
短期借款	107	133	-124	38	16
长期借款	-225	355	-85	-65	-86
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	14	0	0	0
其他筹资现金流	222	-499	-131	-178	-190
<b>现金净增加额</b>	15	-275	175	-514	450

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1988	2700	2980	3351	3694
营业成本	1600	2122	2322	2587	2817
营业税金及附加	13	14	16	18	20
营业费用	22	36	42	46	50
管理费用	82	114	128	142	153
研发费用	55	72	80	90	100
财务费用	10	20	34	21	22
资产减值损失	-29	-75	-75	-74	-74
其他收益	27	18	18	17	15
公允价值变动收益	-12	-12	-6	-3	-4
投资净收益	17	12	7	8	8
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	200	265	303	392	478
营业外收入	0	4	4	4	4
营业外支出	4	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	196	266	304	394	479
所得税	28	35	40	51	63
<b>净利润</b>	168	231	265	342	417
少数股东损益	17	45	40	66	85
<b>归属母公司净利润</b>	151	186	224	276	332
EBITDA	255	376	399	519	621
EPS(元)	0.52	0.64	0.77	0.95	1.14

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.1	35.8	10.4	12.4	10.2
营业利润(%)	-9.1	32.5	14.4	29.5	21.8
归属于母公司净利润(%)	-17.0	23.7	20.3	23.2	20.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.5	21.4	22.1	22.8	23.7
净利率(%)	7.6	6.9	7.5	8.2	9.0
ROE(%)	6.8	8.9	9.8	11.9	13.3
ROIC(%)	5.4	8.0	7.3	8.0	10.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	34.6	36.4	44.7	50.7	45.6
净负债比率(%)	-4.0	14.1	2.1	19.0	1.0
流动比率	2.4	2.9	2.1	1.8	1.9
速动比率	1.3	1.4	1.3	1.0	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	6.2	6.3	6.6	6.4	6.4
应付账款周转率	5.4	6.5	5.7	5.9	6.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.64	0.77	0.95	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.38	0.09	2.15	-0.71	2.92
每股净资产(最新摊薄)	8.05	8.23	8.39	8.79	9.35
<b>估值比率</b>					
P/E	16.0	12.9	10.7	8.7	7.2
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.4	6.9	5.8	5.6	4.0

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