

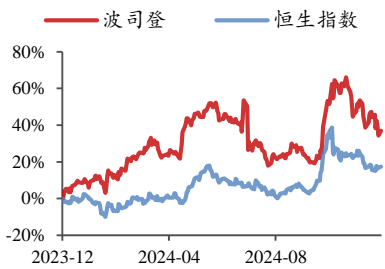
## 波司登 (03998.HK)

2024年12月03日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/12/2
当前股价(港元)	4.130
一年最高最低(港元)	5.140/3.180
总市值(亿港元)	458.23
流通市值(亿港元)	458.23
总股本(亿股)	110.95
流通港股(亿股)	110.95
近3个月换手率(%)	22.65

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

- 《基本面向好趋势不改, 创新驱动助力中长期行稳致远—港股公司信息更新报告》-2024.7.4
- 《创新驱动及冷冬催化 FY2024 业绩高增 —港股公司信息更新报告》-2024.6.28
- 《创新产品及精细运营驱动成长, 防晒大秀引领新风尚—港股公司信息更新报告》-2024.4.19

## FY2025H1 创新产品亮眼、盈利能力稳定, 期待旺季表现

### ——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: S079052030002	证书编号: S0790524070006

#### ● FY2025H1 创新产品表现亮眼, 期待旺季表现, 维持“买入”评级

公司 FY2025H1 收入 88.04 亿元 (+17.83%), 归母净利润 11.3 亿元 (+23%), 持续 50%+ 的高分红比例, 我们维持盈利预测, 预计 FY2025-2027 归母净利润 25.5/29.5/33.9 亿元, 当前股价对应 PE 为 11.7/10.1/8.9 倍, 公司羽绒服龙头地位稳固, 预计产品迭代、品类创新、渠道优化持续驱动增长, 维持“买入”评级。

#### ● 品牌羽绒服: 波司登创新品类、渠道增效驱动增长, 雪中飞持续高增

FY2025H1 收入 60.6 亿元 (+22.7%), 波司登/雪中飞分别实现 52.8/3.9 亿元, 同比+19.4%/+47.1%, 主品牌增长系防晒服、冲锋衣新品类畅销, 渠道分层及精细化运营, 线上平台同步发力; 雪中飞增长系加强中低价位竞争力。**分渠道:** FY2025H1 线下羽绒服门店 3188 家 (-29 家), 其中波司登/雪中飞门店净-124/+95 家至 2873/315 家, 此外陆续开设近 700 家旺季店。FY2025H1 线上收入收入增长 24.1% 至 13.5 亿元, 占羽绒服收入 22%, 核心品类线上线下同节奏推进, 通过品类发力、品牌战役、内容创新等实现线上高增长。**分模式:** FY2025H1 直营/加盟/其他收入 22.6/34.3/3.7 亿元, 同比+36.7%/+12.6%/+54.6%, 加盟增速慢于直营主系策略性控制加盟发货, 全渠道同店同比增长 30%+, 体现单店经营提质增效。

#### ● OEM 核心客户订单保持增长, 女装短期回调, 校服带动多元化增长

**OEM 业务:** 营收 23.16 亿元 (+13.39%), 受益于核心订单稳定增长并新增客户, 预计未来将进一步提升快反能力及全球化布局竞争力, 并持续新拓客户。**女装:** 营收回落至 3.08 亿元 (-21.54%), 门店净减 29 家至 396 家。**多元化业务:** 营收 1.17 亿元 (+21.27%) 主要系校服在渠道/产品升级下+30.43% 至 1.11 亿元。

#### ● 羽绒服毛利率受收入结构及原材料影响, 集团盈利能力随运营效率提升

FY2025H1 毛利率 49.9%, 基本持平, 其中羽绒服/贴牌毛利率-0.1pct/-0.3pct, 羽绒服微降主要系产品及品牌结构、原材料价格影响, 波司登/雪中飞毛利率 +0.9pct/+6pct。FY2025H1 总营运开支占收入比 34.57% (+0.39pct), 其中销售/管理费用率 25.8% (-1.4pct)、8.7% (+0.9pct), 管理费用率提升系股权激励摊销约 9 千万元, 运营效率提升带动 OPM 同比+0.24pct 至 16.7%, 归母净利率同比 +0.54pct 至 12.8%。旺季提前、原料备货及控制发货节奏等致存货周转天数 189 天 (+29 天), 采购增加致经营性现金流净额为-34.83 亿元。

#### ● 风险提示: 新品接受度未达预期、市场竞争加剧等。

#### 财务摘要和估值指标

指标	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	16774	23214	26516	30066	33967
YOY(%)	3.5	38.4	14.2	13.4	13.0
净利润(百万元)	2139	3074	3621	4173	4766
YOY(%)	3.7	43.7	17.8	15.2	14.2
毛利率(%)	59.5	59.6	59.5	59.6	59.7
净利率(%)	12.7	13.2	13.7	13.9	14.0
ROE(%)	17.0	22.2	23.1	23.4	23.5
EPS(摊薄/元)	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
P/E(倍)	19.8	13.8	11.7	10.1	8.9
P/B(倍)	3.4	3.1	2.7	2.4	2.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所 (2024 年 12 月 2 日汇率: 1 港元=0.93 人民币)

## 目 录

1、FY2025H1 创新产品表现亮眼，期待旺季表现.....	3
1.1、品牌羽绒服：波司登创新品类增长亮眼，雪中飞持续高增.....	3
1.2、OEM 业务：核心客户订单保持增长，快反能力持续精进.....	5
1.3、女装业务：市场持续低迷，女装业务表现不佳.....	5
1.4、多元化服装业务：校服业务持续提升区域覆盖率.....	5
2、FY2025H1 盈利能力稳健，收益质量持续提升.....	6
3、原材料备货及旺季提前致库存周转天数上升，净现金充足.....	7
4、盈利预测与投资建议.....	8
5、风险提示.....	8

## 图表目录

图 1：公司 FY2025H1 收入+17.83%至 88.04 亿元.....	3
图 2：公司 FY2025H1 归母净利润+22.98%至 11.30 亿元.....	3
图 3：FY2025H1 归母净利率基本稳定.....	6
图 4：FY2025H1 波司登、雪中飞毛利率改善.....	6
图 5：FY2025H1 总开支比例下降 0.4pct.....	7
图 6：FY2025H1 公司存货规模为 59.39 亿元（+53.4%）.....	7
图 7：FY2025H1 应收账款规模为 45.47 亿元（+5%）.....	7
图 8：FY2025H1 应付账款规模为 74.16 亿元（+26%）.....	8
图 9：FY2025H1 经营性现金流净额-34.83 亿元.....	8
表 1：FY2025H1 羽绒服占比提至 66.1%（单位：亿元）.....	3
表 2：FY2025H1 主品牌收入增长 25.53%，雪中飞收入增长 52.18%.....	3
表 3：由于策略性放缓对加盟商发货节奏，羽绒服批发增速慢于直营（单位：百万元）.....	4
表 4：FY2025H1 品牌羽绒服业务终端净减少 29 家门店至 3188 家.....	4
表 5：FY2025H1 女装业务营收 3.08 亿元，同比下降 21.5%（单位：百万元）.....	5
表 6：FY2025H1 女装线下门店净减少 29 家至 396 家.....	5
表 7：FY2025H1 飒美特校服增长 30.43%带动多元化服装业务增长（单位：百万元）.....	6

## 1、FY2025H1 创新产品表现亮眼，期待旺季表现

公司公布 FY2025H1 业绩(2024 年 4 月 1 日-2024 年 9 月 31 日), 实现营收 88.04 亿元 (+17.83%), 归母净利润 11.3 亿元 (+23%), 核心业务品牌羽绒服及 OEM 保持增长。

图1: 公司 FY2025H1 收入+17.83%至 88.04 亿元

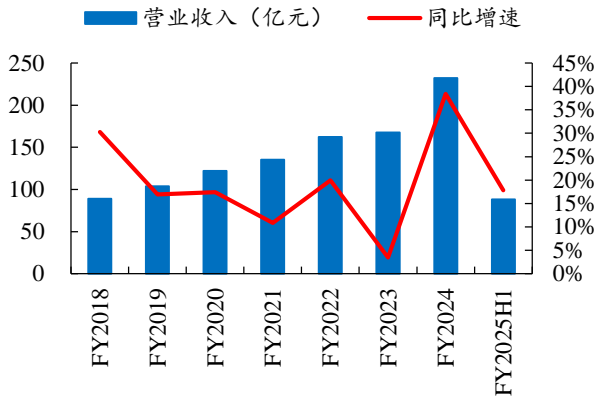
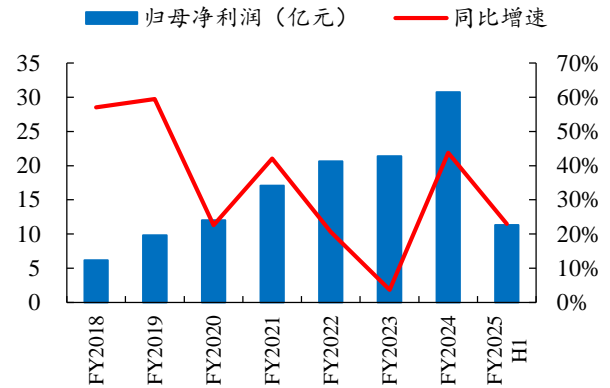


图2: 公司 FY2025H1 归母净利润+22.98%至 11.30 亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

按主营业务拆分, FY2025H1 品牌羽绒服业务实现营收 60.63 亿元 (+22.7%), 贴牌加工管理业务收入 23.16 亿元 (+13.4%), 女装业务营收 3.08 亿元 (-21.5%), 多元化服装业务收入为 1.17 亿元 (+21.3%), 分别占集团收入比例为 68.9%、26.3%、3.5%、1.3%。

表1: FY2025H1 羽绒服占比提至 66.1% (单位: 亿元)

业务类别	FY2025H1	YOY	营收占比	占比变动
品牌羽绒服业务	60.63	+22.7%	68.9%	+2.8pct
贴牌加工管理业务	23.16	+13.4%	26.3%	-1.0pct
女装业务	3.08	-21.5%	3.5%	-1.8pct
多元化服装业务	1.17	+21.3%	1.3%	持平
总营业收入	88.04	+17.8%	100.0%	-

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 1.1、品牌羽绒服: 波司登创新品类增长亮眼, 雪中飞持续高增

FY2024H1 品牌羽绒服业务实现营收 60.63 亿元 (+22.7%), 占总收入比 68.9% (+2.8pct)。按品牌拆分: 主品牌波司登实现营收 52.8 亿元 (+19.4%), 主要系新品类防晒服、冲锋衣羽绒服受欢迎, 渠道分层并精细化运营, 以及发力线上平台; 中端品牌雪中飞实现营收 3.9 亿元 (+47.1%), 抓住了中低价位羽绒服的市场机会, 增速持续高于主品牌; 高性价比品牌冰洁实现营收 0.21 亿元 (+61.72%)。

表2: FY2025H1 主品牌收入增长 25.53%, 雪中飞收入增长 52.18%

单位: 百万元	FY2023H1		FY2024H1		FY2025H1		VS FY2024H1 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动
波司登	3,522.0	91.3%	4,421.0	89.5%	5,279.9	87.1%	19.4%	-2.4pct
雪中飞	174.4	4.5%	265.4	5.4%	390.4	6.4%	47.1%	+1.1pct
冰洁	36.8	1.0%	12.8	0.3%	20.7	0.3%	61.7%	+0.1pct

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

3 / 10

单位：百万元	FY2023H1		FY2024H1		FY2025H1		VS FY2024H1 变动	
总计	123.9	3.2%	240.5	4.9%	371.7	6.1%	54.5%	+1.3pct
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	绝对值	比率变动
波司登	2,342.1	66.5%	2,891.3	65.4%	3,500.6	66.3%	21.1%	0.9%
雪中飞	80.9	46.4%	117.0	44.1%	195.6	50.1%	67.1%	6.0%
冰洁	9.5	25.8%	3.4	26.7%	4.0	19.1%	15.7%	-7.6%
总计	2,453.1	63.6%	3,023.1	61.2%	3,704.3	61.1%	22.5%	-0.1%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**按渠道拆分：直营渠道**（线上+线下）实现销售收入 22.6 亿元（+36.7%），占比 37.3%，**批发渠道**（线上+线下）实实现销售收入 34.3 亿元（+12.6%），占比 56.6%，**其他渠道**实现销售收入 3.7 亿元（+54.6%），占比约 6.1%。

**(1) 线上渠道：**核心品类线上线下同节奏推进，通过品类发力、品牌战役、内容创新等实现线上高增长，羽绒服电商渠道收入增长 24.1%至 13.5 亿元，线上收入占羽绒服业务收入比为 22%，双 11 波司登女装类目排名第一，男装第二。

**表3：由于策略性放缓对加盟商发货节奏，羽绒服批发增速慢于直营(单位：百万元)**

渠道分类	营业收入	YOY	营收占比
线上渠道	1350.6	24.1%	22.3%
线下渠道	4712.1	22.4%	77.7%
合计	6062.7	22.7%	
直营渠道	2262.4	36.7%	37.3%
经销渠道	3428.6	12.6%	56.6%
其他	371.7	54.6%	6.1%
合计	6062.7	22.7%	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(2) 线下渠道：**目前品牌羽绒服门店为 3188 家（净减少 29 家），其中波司登 2873 家，直营/经销门店同比-10/-114 家至 1052/1821 家，直营门店占比 37%，聚焦 TOP 店建设，店效、人效、Top 款销售同比均有提升。此外，FY2025H1 陆续开设近 700 家旺季店。

**表4：FY2025H1 品牌羽绒服业务终端净减少 29 家门店至 3188 家**

	波司登		雪中飞		合计	
	专卖店					
集团	648	-21	17	7	665	-14
第三方	1503	-114	103	-5	1606	-119
小计	2151	-135	120	2	2271	-133
	寄售					
集团	404	11	85	21	489	32
第三方	318	0	110	72	428	72
小计	722	11	195	93	917	104
合计	2873	-124	315	95	3188	-29

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、OEM 业务：核心客户订单保持增长，快反能力持续精进

FY2025H1 贴牌加工管理业务收入 23.16 亿元(+13.39%)，占集团收入比 26.3%，来自 CR5 客户的收入占比 90.3%。贴牌加工业务逆势下实现稳定增长，主要系聚焦核心客户拓展品类和技术创新、持续新增高质量客户、加强快反能力匹配客户下单节奏。

## 1.3、女装业务：市场持续低迷，女装业务表现不佳

公司经营四个中高端女装品牌以迎合客户不同场合的着装需求，FY2025H1 女装业务收入 3.08 亿元 (-21.5%)，占整体收入比 3.5%，主要系市场需求低迷。

**按品牌拆分：**杰西女装注重优雅都市场景、风格简洁干练，FY2025H1 实现营收 1.16 亿元 (-16.2%)。邦宝风格优雅、浪漫、注重细节，FY2025H1 实现营收 0.71 亿元 (-31.3%)。柯利亚诺及柯罗芭追求低调奢华，FY2025H1 实现营收 0.12 亿元 (-19.9%)。

**表5：FY2025H1 女装业务营收 3.08 亿元，同比下降 21.5%（单位：百万元）**

	FY2023H1		FY2024H1		FY2025H1		VS FY2024H1 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动
杰西	114.7	33.70%	138.7	35.30%	116.3	37.75%	-16.15%	2.5pct
邦宝	86.3	25.40%	103	26.20%	70.8	22.98%	-31.26%	-3.2pct
柯利亚诺及 柯罗芭	139.2	40.90%	151	38.50%	121	39.27%	-19.87%	0.8pct
女装总计	340.2		392.7		308.1		15.40%	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**渠道方面：**从门店数量看，女装线下门店净减少 29 家至 396 家，从渠道结构看，零售网点中一、二线城市占比小幅回调，约 63.1%。

**表6：FY2025H1 女装线下门店净减少 29 家至 396 家**

	杰西		邦宝		柯利亚诺		柯罗芭		合计	
专卖店										
集团	1		5	-3					6	-3
第三方	9	-1	4						13	-1
小计	10	-1	9	-3					19	-4
寄售										
集团	108	-2	71	-21	66	2	54		299	-21
第三方	64	1	14	-5					78	-4
小计	172	-1	85	-26	66	2	54		377	-25
合计	182	-2	94	-29	66	2	54		396	-29

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.4、多元化服装业务：校服业务持续提升区域覆盖率

FY2025H1 实现收入 1.17 亿元(+21.3%)，飒美特校服增长 30.43%，占比 94.95% (+6.65pct)。飒美特校服业务渠道持续升级，构建北京、上海等区域高端校服业务区域，提升客户合作稳定性，构建标杆加盟区域代理商，扩大品牌区域覆盖率，实

现加盟业务增长。

**表7: FY2025H1 飒美特校服增长 30.43%带动多元化服装业务增长 (单位: 百万元)**

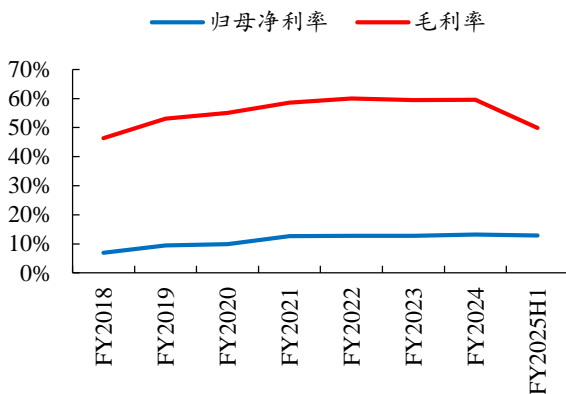
	FY2022H1		FY2023H1		FY2024H1		VS FY2023H1 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动
飒美特校服	76.2	86.80%	85.1	88.30%	111	94.95%	30.43%	6.65pct
其他品牌及其他	11.6	13.20%	11.3	11.70%	5.9	5.05%	-47.79%	-6.65pct
多元化业务总计	87.8		96.4		116.9		9.80%	

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、FY2025H1 盈利能力稳健, 收益质量持续提升

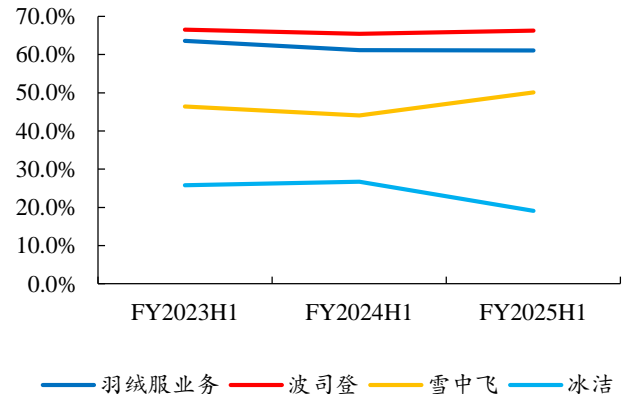
**毛利率:** FY2025H1 公司实现毛利率 49.88%, 基本持平, 其中品牌羽绒服业务毛利率-0.1pct、贴牌加工毛利率-0.3pct、女装毛利率-5.9pct。羽绒服业务毛利率下降主要系品牌产品结构(春夏功能性创新品类毛利率低于羽绒)、品牌收入结构(雪中飞毛利率低于波司登)、原材料成本变动导致, 分品牌来看: 波司登品牌毛利率+0.9pct, 雪中飞毛利率+6.0pct, 在性价比羽绒服市场脱颖而出。

**图3: FY2025H1 归母净利率基本稳定**



数据来源: Wind、开源证券研究所

**图4: FY2025H1 波司登、雪中飞毛利率改善**



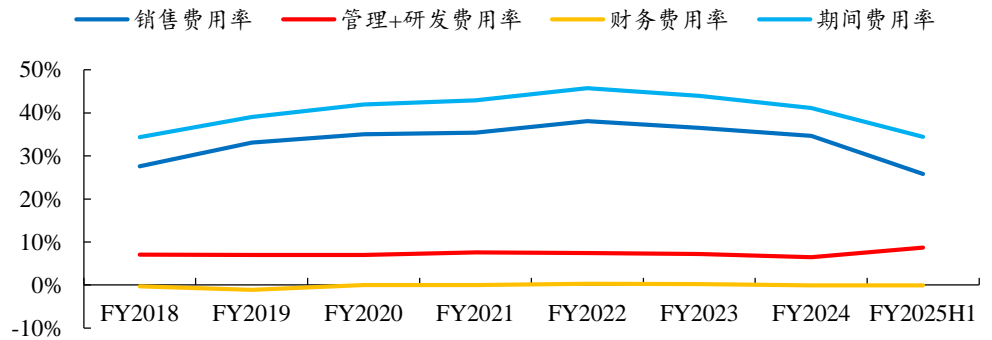
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**费用率:** FY2025H1 公司总营运开支为 30.44 亿元 (+16.5%), 占总收入比例为 34.96% (-0.39pct)。

(1) 分销开支(包括广宣、使用权资产折旧、或有租金及雇员开支): FY2025H1 公司分销开支为 22.75 亿元, 销售费用率 25.8% (-1.4pct), 下降主要系运营效率提升。

(2) 行政开支(包括雇员开支、期权摊销、折旧及咨询费): FY2025H1 公司行政开支为 7.7 亿元, 管理费用率 8.7% (+0.9pct), 行政开支规模同比增长 32%, 主要系授予员工期权费用摊销增加所致。

**净利率:** FY2025H1 归母净利率 12.83% (+0.54pct)。

**图5: FY2025H1 总开支比例下降 0.4pct**


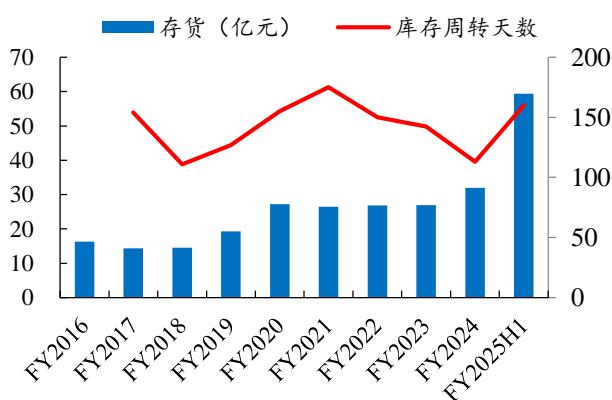
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、原材料备货及旺季提前致库存周转天数上升，净现金充足

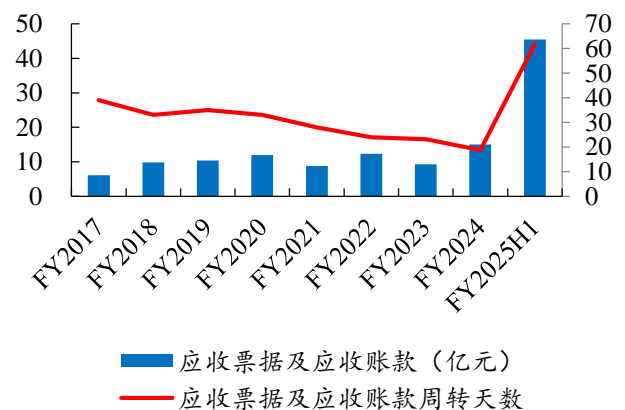
**(1) 存货:** FY2025H1 公司存货规模为 59.39 亿元 (+53.4%)，平均存货周转天数为 189 天(+29 天)，库存周转天数同比有所上升主要系公司提前进行原材料备货、提前生产导致产成品增加，以及放缓对经销商发货节奏。

**(2) 应收/付账款:** FY2025H1 公司应收账款规模为 45.47 亿元 (+5%)，平均应收账款周转天数为 63 天 (-1 天)，基本保持稳定。FY2025H1 公司应付账款规模为 74.16 亿元 (+26%)，应付账款周转天数上升 41 天至 260 天，主要系原材料备货及提前生产，导致采购幅度大幅上升，应付账款及票据的增长高于销售成本增长。

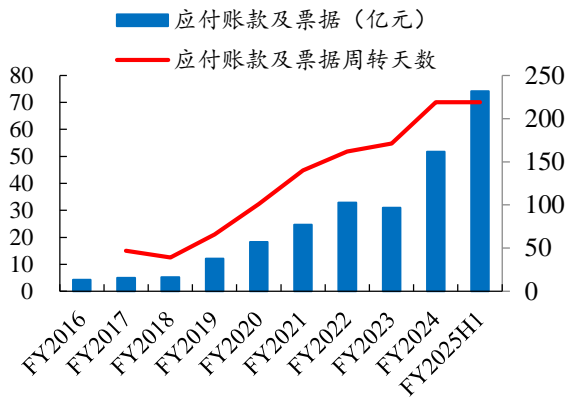
**(3) 经营性现金流净额:** FY2025H1 经营性现金流净额为-34.83 亿元，主要系采购增加导致，净现金为 64.13 亿元 (-30.10%)。

**图6: FY2025H1 公司存货规模为 59.39 亿元 (+53.4%)**


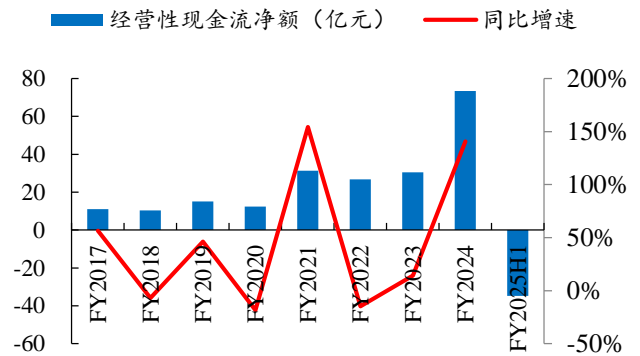
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图7: FY2025H1 应收账款规模为 45.47 亿元 (+5%)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图8: FY2025H1 应付账款规模为 74.16 亿元 (+26%)**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图9: FY2025H1 经营性现金流净额-34.83 亿元**


数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 4、盈利预测与投资建议

我们维持盈利预测, 预测净利润 25.5/29.5/33.9 亿元, 当前股价对应 PE 为 11.7/10.1/8.9 倍, 公司羽绒服龙头地位稳固, 预计产品迭代、品类创新、渠道优化持续驱动增长, 维持“买入”评级。

#### 5、风险提示

新品接受度未达预期、市场竞争加剧等。



## 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