晨光文具（603899.SH）

2021 年 03 月 30 日

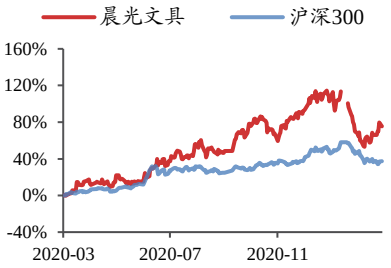
2020Q4 业绩略超预期，晨光科力普增长大幅提速

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/3/29
当前股价(元)	80.15
一年最高最低(元)	100.77/45.50
总市值(亿元)	743.33
流通市值(亿元)	737.38
总股本(亿股)	9.27
流通股本(亿股)	9.20
近 3 个月换手率(%)	31.99

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-2020Q3 业绩超出预期，传统核心业务显著回暖》-2020.10.28

《公司信息更新报告-2020Q2 业绩改善，线上突破，九木、科力普稳拓展》-2020.8.22

《公司首次覆盖报告-传统业务壁垒深厚，办公直销+零售大店两翼齐飞》-2020.5.11

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● **2020Q4 业绩略超预期，晨光科力普增长大幅提速，维持“买入”评级**

2020 年公司收入 131.4 亿元（+17.9%），归母净利润 12.6 亿元（+18.4%），扣非归母净利润 11.0 亿元（+9.7%）。其中，2020Q4 单季度收入 46.0 亿元（+44.0%），归母净利润 3.4 亿元（+32.7%），扣非归母净利润 3.1 亿元（+26.7%）。2020Q4 传统核心业务、零售大店继续复苏，晨光科力普大幅提速，晨光科技维持较快增长，业绩略超预期，上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 15.20/18.73/22.80 亿元（2021-2022 年原为 14.99/18.58 亿元），对应 EPS 为 1.64/2.02/2.46 元，当前股价对应 PE 为 48.9/39.7/32.6 倍，继续看好公司长期发展，维持“买入”评级。

● **盈利能力：业务结构变化，2020Q4 单季度毛利率有所下滑**

2020 年，公司毛利率为 25.4%（-0.8pct）。其中 2020Q4，公司毛利率达 22.2%（-2.3pct）。分品类看，2020Q4 学生文具、书写工具和办公文具的毛利率同比均有提升。因此，我们认为 2020Q4 公司毛利率下滑主要源于毛利率较低的晨光科力普收入占比提升以及其毛利率同比有所下降。2020 年公司归母净利率为 9.6%，扣非归母净利率为 8.4%，2020Q4 公司归母净利率为 7.4%，扣非归母净利率为 6.7%，全年扣非归母净利润中包含商誉（3018 万元）、预付账款减值（2000 万元）和股权激励费用（8220 万元）的影响，剔除这些影响后公司净利率保持稳定。

● **传统核心业务、九木回暖，线上延续较快增长，科力普增速环比大幅提升**

（1）传统核心业务：根据公司披露（包含晨光科技和安硕），2020 年收入 75.76 亿元（+9.1%）。**（2）晨光科力普：**2020 年收入 50.0 亿元（+36.7%），毛利率 11.0%（-2.1pct），净利润 1.4 亿元，净利率 2.9%（+0.8pct），2020Q4 收入 21.4 亿元（+82.1%），毛利率 8.7%。**（3）九木杂物社：**2020 年收入 5.6 亿元（+21.3%），亏损 4208 万元，2020Q4 收入 2.0 亿元（+29.1%）。2020 年末，九木杂物社门店数量合计达到 361 家（直营 237 家，加盟 124 家），净开 100 家。**（4）晨光科技：**2020 年收入 4.7 亿元(+59.7%)，亏损 1196 万元，2020Q4 收入 1.4 亿元(+38.6%)。

● **风险提示：**新品类及新业务拓展不及预期；行业竞争加剧影响盈利能力。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,141	13,138	16,186	19,811	24,142
YOY(%)	30.5	17.9	23.2	22.4	21.9
归母净利润(百万元)	1,060	1,255	1,520	1,873	2,280
YOY(%)	31.4	18.4	21.0	23.3	21.7
毛利率(%)	26.1	25.4	25.6	25.8	26.0
净利率(%)	9.5	9.6	9.4	9.5	9.4
ROE(%)	24.1	22.8	21.6	21.6	21.2
EPS(摊薄/元)	1.14	1.35	1.64	2.02	2.46
P/E(倍)	70.1	59.2	48.9	39.7	32.6
P/B(倍)	17.7	14.3	11.1	8.9	7.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 2020Q4 业绩略超预期，晨光科力普快速增长 3
2、 盈利能力：Q4 毛利率有所下滑，整体保持稳定 6
3、 经营性现金流稳定，营运能力维持正常水平 7
4、 盈利预测与投资建议 8
5、 风险提示 8
附：财务预测摘要 9

图表目录

图 1： 2020 年公司收入同比增长 17.9% 3
图 2： 2020Q4 单季度公司收入同比增长 44.0% 3
图 3： 2020 年公司归母净利润同比增长 18.4% 3
图 4： 2020Q4 单季度公司归母净利润同比增长 32.7% 3
图 5： 2020 年扣非后归母净利润同比增长 9.7% 4
图 6： 2020Q4 单季度扣非后归母净利润同比增长 26.7% 4
图 7： 2020 年，公司整体毛利率为 25.4% 6
图 8： 2020Q4，公司毛利率达 22.2% 6
图 9： 2020 年，公司期间费用率保持稳定 7
图 10： 2020 年公司存货周转率继续提升 7
图 11： 2020 年应收账款周转率基本平稳 7

表 1： 办公文具快速增长，学生文具增速受安硕拖累 4
表 2： 2020Q4 传统核心业务、零售大店继续复苏，晨光科力普大幅提速，晨光科技维持较快增长 5
表 3： 2020 年经营性现金流稳定 7

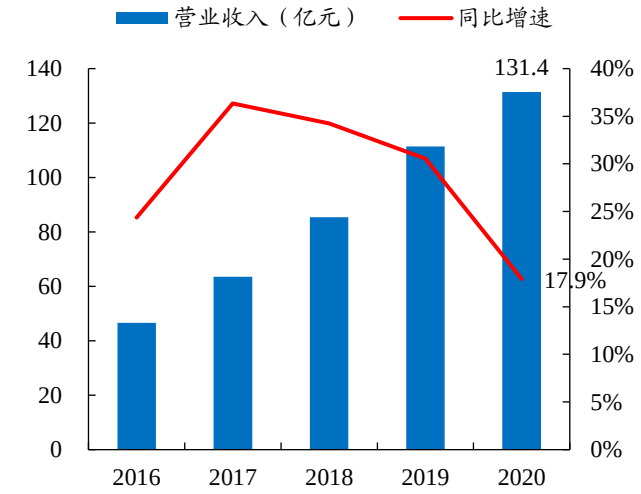
1、 2020Q4 业绩略超预期，晨光科力普快速增长

2020 年公司收入 131.4 亿元（+17.9%），归母净利润 12.6 亿元（+18.4%），扣非归母净利润 11.0 亿元（+9.7%）。其中，2020Q4 单季度收入 46.0 亿元（+44.0%），归母净利润 3.4 亿元（+32.7%），扣非归母净利润 3.1 亿元（+26.7%）。

公司非经常性损益的增加主要源于政府补助（2020 年计入当期损益的政府补助为 1.35 亿元，2019 年同期约为 4275 万元。）

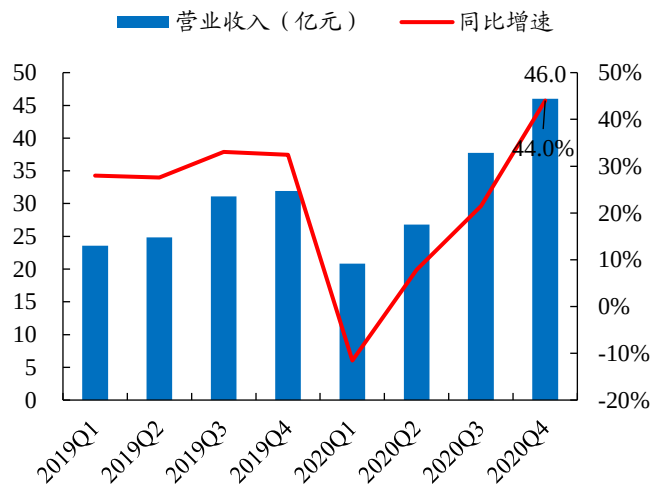
公司 2021 年目标收入 162 亿元，同比增长 23%。

图1：2020 年公司收入同比增长 17.9%



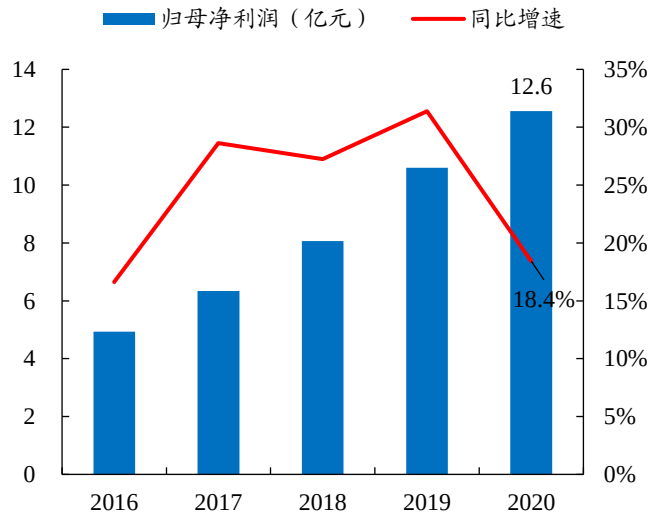
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020Q4 单季度公司收入同比增长 44.0%



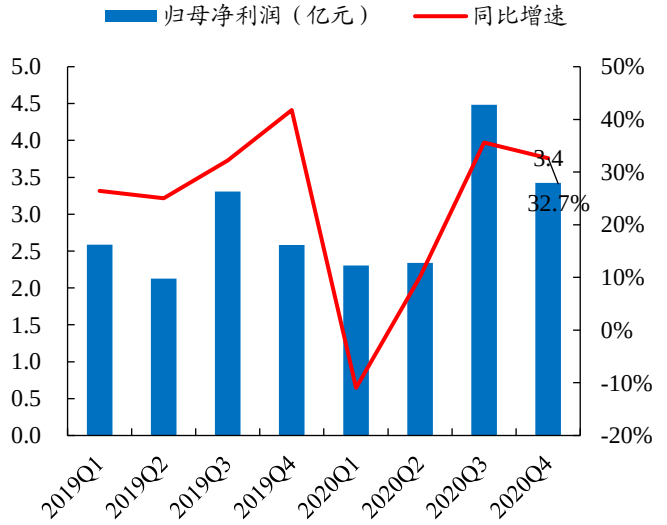
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020 年公司归母净利润同比增长 18.4%



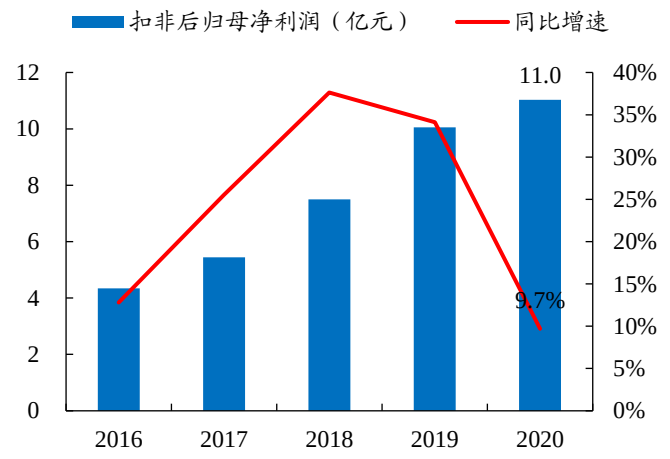
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020Q4 单季度公司归母净利润同比增长 32.7%



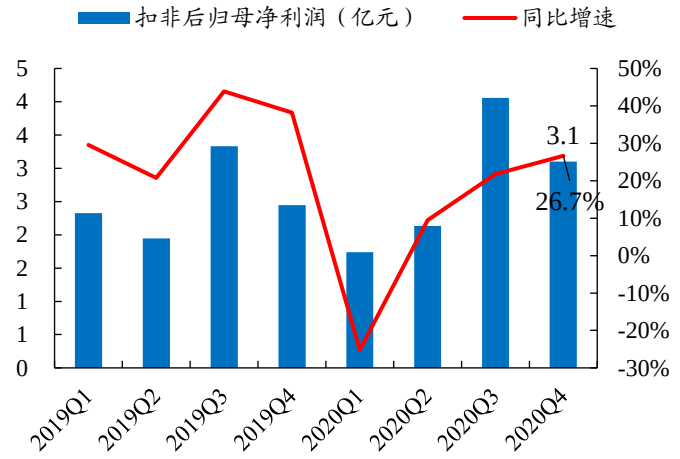
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2020 年扣非后归母净利润同比增长 9.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2020Q4 单季度扣非后归母净利润同比增长 26.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

分品类看：

（1）书写工具：2020 年收入 22.8 亿元（+4.3%），毛利率 40.8%（+4.0pct），其中 2020Q4 单季度收入约 4.1 亿元（+24.1%），毛利率 44.3%。

（2）学生文具：2020 年收入 27.1 亿元（+2.3%），毛利率 33.4%（+0.7pct），其中 2020Q4 单季度收入约 6.9 亿元（+5.8%），毛利率 31.4%。**恢复较慢或主要受到安硕拖累。**安硕外销占比 70%以上，而海外市场全年均受到疫情较大冲击。内销市场 2020H2 开始恢复，最终内销销售额基本与 2019 年同期持平。

（3）办公文具（不含办公直销）：2020 年收入 28.2 亿元（+20.2%），毛利率 28.3%（+1.8pct），其中 2020Q4 单季度收入约 12.3 亿元（+33.0%），毛利率 30.9%。报告期内，公司办公文具品类快速增长，我们认为凭借疫情期间充足的备货以及优质的服务和产品力，公司办公文具的市占率或有较明显的提升。

（4）其他产品：2020 年收入 3.3 亿元，2020Q4 收入 1.3 亿元。

表1：办公文具快速增长，学生文具增速受安硕拖累

单位：亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q4
书写工具	15.0	16.5	17.9	19.5	21.9	22.8	4.1
YOY	11.6%	9.6%	8.6%	8.8%	12.4%	4.3%	24.1%
毛利率	31.7%	32.4%	33.2%	34.8%	36.8%	40.8%	44.3%
学生文具	11.5	13.7	16.3	18.6	26.5	27.1	6.9
YOY	26.6%	19.2%	18.9%	13.8%	42.4%	2.3%	5.8%
毛利率	28.7%	29.6%	30.5%	33.5%	32.7%	33.4%	31.4%
办公文具	7.7	10.4	15.8	20.3	23.5	28.2	12.3
YOY	42.0%	34.1%	52.3%	28.5%	15.8%	20.2%	33.0%
毛利率	/	/	/	25.8%	26.5%	28.3%	30.9%
其他	0.9	0.9	1.0	1.2	3.0	3.3	1.3

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分业务看：

（1）传统核心业务：根据公司披露（包含晨光科技和安硕），2020 年收入 75.76 亿元（+9.1%）。根据我们拆分（包含安硕，不含晨光科技），2020 年收入 70.1 亿元（+6.4%），2020Q4 单季度收入 21.0 亿元（+20.8%）。

（2）晨光科力普：2020 年收入 50.0 亿元（+36.7%），毛利率 11.0%（-2.1pct），净利润 1.4 亿元，净利率 2.9%（+0.8pct），2020Q4 收入 21.4 亿元（+82.1%），毛利率 8.7%。通过**积极拓展大客户，加密地级市覆盖，完善供应链体系**（报告期内新增东北中心仓，华东新仓投入使用），2020Q4 快速增长。并且**虽然 2020Q4 毛利率有所下降，但收入增长带来的规模效应继续推动净利率提升。**

（3）零售大店：2020 年实现收入 6.5 亿元（+9.0%），2020Q4 收入 2.2 亿元（+23.4%）。**其中，九木杂物社 2020 年收入 5.6 亿元（+21.3%），亏损 4208 万元，2020Q4 收入 2.0 亿元（+29.1%）。**九木杂物社 2020H1 受疫情冲击较大，2020H2 以来线下客流量和开店速度都在逐步恢复。**2020 年末，九木杂物社门店数量合计达到 361 家（直营 237 家，加盟 124 家），全年净开 100 家，2020Q4 净开 27 家（26 家直营，1 家加盟）。**晨光生活馆 2020 年净关店 26 家，收入同比下降 31.3%至 1.0 亿元。

（4）晨光科技：2020 年收入 4.7 亿元（+59.7%），亏损 1196 万元，2020Q4 收入 1.4 亿元(+38.6%)。2020 年公司线上渠道取得显著突破，多款线上专供产品落地，外部直播合作和品牌自播体系相结合，加强分销体系管控力，加强会员运营。**2020 年业务亏损主要系晨光科技增加了品牌投入和对线上分销渠道的投入，费用有所增加。**

表2：2020Q4 传统核心业务、零售大店继续复苏，晨光科力普大幅提速，晨光科技维持较快增长

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2020Q4
传统核心业务（含安硕，不含晨光科技）	47.1	54.1	65.9	70.1	21.0
YOY	20.3%	14.8%	21.8%	6.4%	20.8%
晨光科力普	12.6	25.9	36.6	50.0	21.4
YOY	143.3%	106.0%	41.5%	36.7%	82.1%
毛利率	0.0%	13.7%	13.1%	11.0%	8.7%
净利润	0.2	0.3	0.8	1.4	\
净利率	1.7%	1.2%	2.1%	2.9%	\
零售大店（合计）	2.1	3.1	6.0	6.5	2.2
YOY	35.4%	49.2%	96.3%	9.0%	23.4%
其中，九木杂物社					
收入	0.4	1.5	4.6	5.6	2.0
YOY	0.0%	335.2%	200.9%	21.3%	29.1%
净利润	-0.1	-0.3	-0.1	-0.4	\
净利率	-28.1%	-17.0%	-1.5%	-7.5%	\
门店数（合计）	25	115	261	361	27（Q4 净开）
直营	\	\	158	237	26（Q4 净开）
加盟	\	\	103	124	1（Q4 净开）
其中，生活馆					
收入	1.7	1.5	1.4	1.0	0.3
YOY	12.2%	-10.0%	-8.3%	-31.3%	-8.2%

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2020Q4
净利润	-0.3	0.0	0.0	-0.1	\
净利率	-18.4%	-2.8%	-0.8%	-8.5%	\
门店数	152	140	119	80	-26（Q4 净开）
晨光科技收入	1.9	2.3	3.0	4.7	1.4
YOY	135.0%	26.5%	26.6%	59.7%	38.6%
净利润	0.1	0.1	0.0	-0.1	\
净利率	7.2%	4.1%	-0.4%	-2.5%	\

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 盈利能力：Q4 毛利率有所下滑，整体保持稳定

2020 年，公司整体毛利率为 25.4%（-0.8pct）。其中 2020Q4，公司毛利率达 22.2%（-2.3pct）。根据我们前文分品类拆分看，2020Q4 学生文具、书写工具和办公文具的毛利率同比均有较明显的提升。**因此，2020Q4 公司毛利率的下滑主要源于毛利率较低的晨光科力普收入占比提升以及其毛利率同比有所下降。**

2020 年期间费用率基本保持稳定，同比下降 0.09pct。

（1）销售费用率：2020 年同比下降 0.4pct 至 8.4%，主要源于销售人员薪酬涨幅相对较低以及运输装卸费下降。

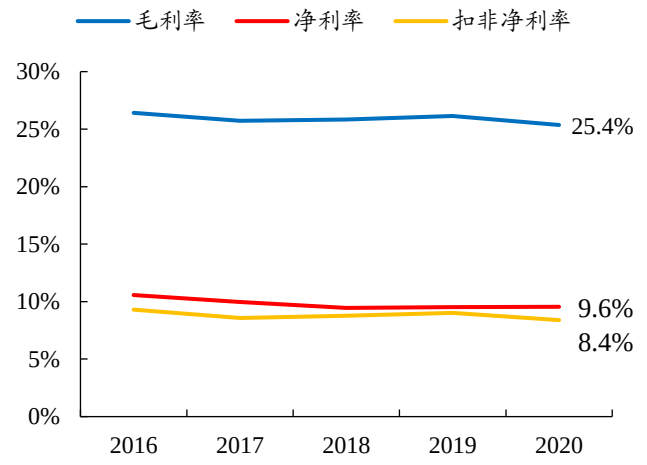
（2）管理费用率：2020 年同比提升 0.4pct 至 4.6%，主要系股权激励费用所致。

（3）研发费用率：2020 年同比下降 0.2pct 至 1.2%。

（4）财务费用率：2020 Q1-Q3 同比提升 0.15pct 至 0.07%，主要系汇兑损失同比增加以及获取的利息收入同比下降。

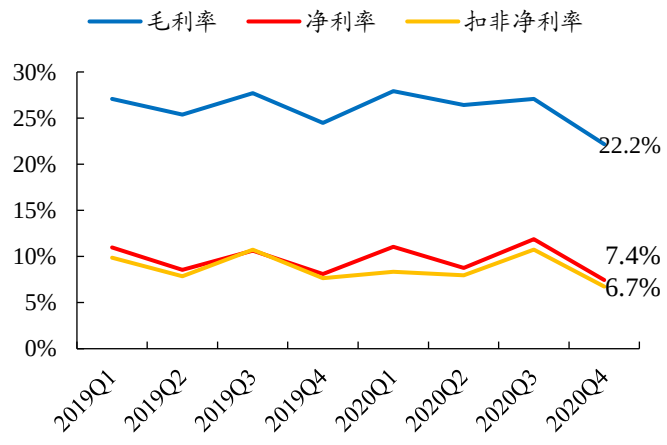
2020 年公司归母净利率为 9.6%，扣非归母净利率为 8.4%，2020Q4 公司归母净利率为 7.4%，扣非归母净利率为 6.7%。**2020 年，公司扣非归母净利润中包含商誉（3018 万元）、预付账款减值（2000 万元）和股权激励费用（8220 万元）的影响，若加回该部分影响，则调整后的净利率可以达到 9.4%，高于 2019 年同期。**

图7：2020 年，公司整体毛利率为 25.4%



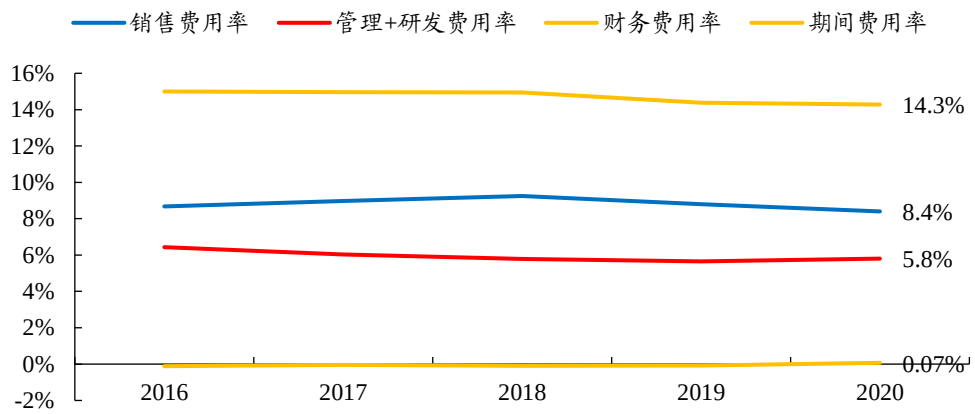
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2020Q4，公司毛利率达 22.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2020 年，公司期间费用率保持稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 经营性现金流稳定，营运能力维持正常水平

2020 年公司经营性现金流稳定。2020 年，公司经营性现金流净额 12.7 亿元，同比增长 18%。

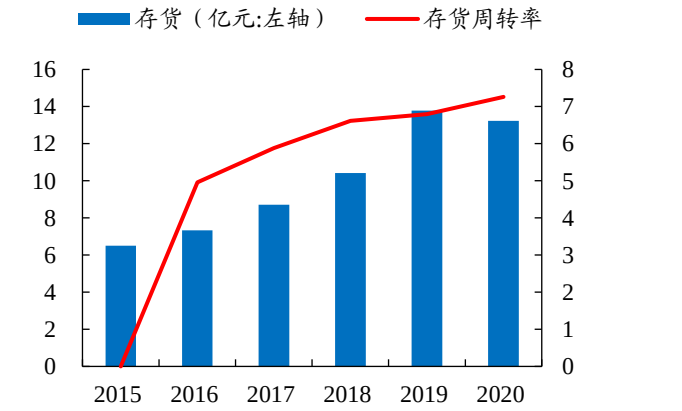
表3：2020 年经营性现金流稳定

	2019	2020	同比
经营性现金流量净额（单位：亿元）	10.8	12.7	18%
销售商品、提供劳务收到的现金（单位：亿元）	126.6	143.8	14%
经营活动流入小计（单位：亿元）	129.5	151.3	17%
购买商品、接受劳务支付的现金（亿元）	118.7	138.6	17%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	10.8	12.7	18%

数据来源：Wind、开源证券研究所

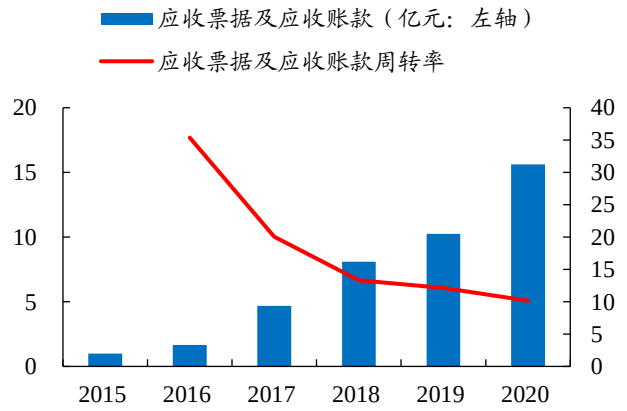
2020 年公司存货周转率提升，应收票据及应收账款周转率平稳。2020 期末，公司存货和应收票据及账款周转率分别为 7.3 次和 10.2 次，分别同比上升 0.5 次和下降 2.0。考虑到疫情影响和晨光科力普业务占比提升，公司营运能力仍维持正常水平。

图10：2020 年公司存货周转率继续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2020 年应收账款周转率基本平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

2020Q4 传统核心业务、零售大店继续复苏，晨光科力普大幅提速，晨光科技维持较快增长，业绩略超预期，上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 15.20/18.73/22.80 亿元(2021-2022 年原为 14.99/18.58 亿元),对应 EPS 为 1.64/2.02/2.46 元，当前股价对应 PE 为 48.9/39.7/32.6 倍，继续看好公司长期发展，维持“买入”评级。

5、 风险提示

新品类及新业务拓展不及预期；行业竞争加剧影响盈利能力。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5264	7241	9093	11811	14601
现金	1936	2562	3360	5577	7006
应收票据及应收账款	1026	1561	1626	2275	2479
其他应收款	118	142	285	215	354
预付账款	85	132	136	191	207
存货	1378	1323	2167	2032	3035
其他流动资产	721	1522	1519	1520	1520
非流动资产	2302	2469	2388	2369	2354
长期投资	36	35	34	33	32
固定资产	1164	1848	1801	1761	1733
无形资产	331	321	342	368	389
其他非流动资产	771	266	212	206	199
资产总计	7565	9710	11481	14180	16955
流动负债	2995	4165	4438	5510	6253
短期借款	183	180	0	0	0
应付票据及应付账款	1861	2602	2877	3811	4317
其他流动负债	951	1383	1561	1698	1936
非流动负债	109	104	104	104	104
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	109	104	104	104	104
负债合计	3104	4269	4541	5613	6357
少数股东权益	259	247	227	201	170
股本	920	927	927	927	927
资本公积	272	533	533	533	533
留存收益	3009	3907	5406	7253	9502
归属母公司股东权益	4202	5194	6713	8366	10428
负债和股东权益	7565	9710	11481	14180	16955

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1082	1272	1152	2619	1876
净利润	1076	1238	1499	1847	2249
折旧摊销	231	257	282	259	282
财务费用	-8	9	-2	-35	-20
投资损失	-24	-4	-25	-22	-19
营运资金变动	-243	-233	-601	570	-617
其他经营现金流	50	4	0	0	0
投资活动现金流	-74	-1065	-176	-218	-249
资本支出	378	324	-80	-19	-14
长期投资	384	-751	1	1	1
其他投资现金流	688	-1493	-255	-235	-262
筹资活动现金流	-364	-200	-178	-185	-198
短期借款	183	-3	-180	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	7	0	0	0
资本公积增加	0	261	0	0	0
其他筹资现金流	-547	-466	2	-185	-198
现金净增加额	636	-0	798	2216	1430

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11141	13138	16186	19811	24142
营业成本	8230	9807	12039	14696	17860
营业税金及附加	42	51	64	78	94
营业费用	980	1103	1408	1714	2100
管理费用	469	603	777	876	1069
研发费用	160	160	243	297	362
财务费用	-8	9	-2	-35	-20
资产减值损失	-18	-40	-16	-20	-24
其他收益	27	46	18	21	24
公允价值变动收益	5	32	0	0	0
投资净收益	24	4	25	22	19
资产处置收益	6	0	0	0	0
营业利润	1283	1409	1716	2249	2743
营业外收入	29	129	140	35	31
营业外支出	19	20	20	21	19
利润总额	1294	1517	1836	2263	2755
所得税	218	279	337	416	506
净利润	1076	1238	1499	1847	2249
少数股东损益	16	-17	-21	-25	-31
归母净利润	1060	1255	1520	1873	2280
EBITDA	1478	1708	2035	2388	2848
EPS(元)	1.14	1.35	1.64	2.02	2.46

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	30.5	17.9	23.2	22.4	21.9
营业利润(%)	37.3	9.8	21.8	31.1	21.9
归属于母公司净利润(%)	31.4	18.4	21.0	23.3	21.7
获利能力					
毛利率(%)	26.1	25.4	25.6	25.8	26.0
净利率(%)	9.5	9.6	9.4	9.5	9.4
ROE(%)	24.1	22.8	21.6	21.6	21.2
ROIC(%)	23.3	21.8	21.1	20.6	20.0
偿债能力					
资产负债率(%)	41.0	44.0	39.6	39.6	37.5
净负债比率(%)	-37.7	-42.8	-47.6	-64.5	-65.6
流动比率	1.8	1.7	2.0	2.1	2.3
速动比率	1.2	1.4	1.5	1.7	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.6
应收账款周转率	12.1	10.2	10.2	10.2	10.2
应付账款周转率	5.2	4.4	4.4	4.4	4.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.14	1.35	1.64	2.02	2.46
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.37	1.24	2.82	2.02
每股净资产(最新摊薄)	4.53	5.60	7.24	9.02	11.24
估值比率					
P/E	70.1	59.2	48.9	39.7	32.6
P/B	17.7	14.3	11.1	8.9	7.1
EV/EBITDA	48.9	41.5	34.3	28.3	23.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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	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	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，属于机密材料，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16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