傲农生物（603363.SH） 行业迎机遇，有望乘势而上

2021 年 03 月 26 日

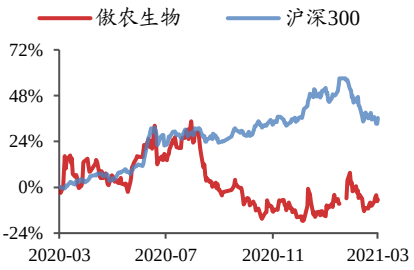
——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

陈雪丽（分析师） 陈昕晖（联系人）
chenxueli@kysec.cn chenxinhui@kysec.cn
证书编号：S0790520030001 证书编号：S0790120090006

日期	2021/3/26
当前股价(元)	13.99
一年最高最低(元)	27.15/12.22
总市值(亿元)	94.29
流通市值(亿元)	87.40
总股本(亿股)	6.74
流通股本(亿股)	6.25
近 3 个月换手率(%)	113.68

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 饲料+养殖齐头并进的农牧新星，首次覆盖，给予“买入”评级

非瘟冲击下养殖集团迎来重要发展机遇，公司过往在种猪产能端布局充分，未来出栏释放确定性较强，同时凭借优秀的管理团队及后发优势，养殖成本下行可期，猪价下行期公司仍具备自身阿尔法成长属性。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 16.59/16.43/5.54 亿元，EPS 2.46/2.44/0.82 元，当前股价对应 PE 5.7/5.7/17.0 倍，2021-2022 年估值低于行业平均，相对可比公司具备估值优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 生猪养殖：行业迎机遇，公司有望乘势而上

公司养殖业务竞争优势在于优秀的企业家、傲农文化、激励机制、产能区位优势，未来随着固定成本的摊薄及养殖效率的提升，成本存在较大下行空间。近年公司资本开支提速，在种猪产能端储备充分，截至 2020 年底，公司存栏生猪 96.38 万头，较 2019 年末增长 222.60%，其中母猪存栏约 30 万头（包含能繁母猪和后备母猪），未来出栏量释放的确定性较强。

● 饲料业务：非猪料迎快速发展期

为对冲猪料销量下滑影响，2019 年起公司大力发展禽料及水产料，2020 年饲料销量 208.15 万吨，同比增长 33.43%，其中猪料 101.34 万吨，同比增长 5.91%，禽料 81.29 万吨，同比增长 70.40%，其他料（水产料、反刍料及其他）25.52 万吨，同比增长 102.50%，非猪料占比提升至 51.31%。展望未来，在饲料产业方面，公司将持续推进产品创新研发，强化品质管理，更好地适应非洲猪瘟疫情形势下和“饲料禁抗、养殖减抗、畜产品无抗”时代下的客户需求；优化饲料产业组织架构，强化饲料产业总部支持与管理，打造高效的运营体系。促进屠宰及食品、兽药动保、原料贸易等板块的协同发展，扩大业务规模。

● 风险提示： 出栏量扩张不及预期、养殖成本大幅上升、猪价高景气不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,788	11,517	18,023	25,498	27,689
YOY(%)	0.5	99.0	56.5	41.5	8.6
归母净利润(百万元)	29	573	1,659	1,643	554
YOY(%)	-3.2	1865.3	189.6	-1.0	-66.3
毛利率(%)	12.7	17.3	19.8	14.9	8.4
净利率(%)	0.5	5.0	9.2	6.4	2.0
ROE(%)	7.8	25.5	40.2	28.6	8.9
EPS(摊薄/元)	0.04	0.85	2.46	2.44	0.82
P/E(倍)	323.4	16.5	5.7	5.7	17.0
P/B(倍)	11.4	3.4	2.2	1.6	1.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 饲料+养殖齐头并进的农牧新星 3
2、 生猪养殖：行业迎机遇，公司有望乘势而上 4
2.1、 竞争优势：优秀的管理体系 5
2.2、 出栏有望快速扩张 6
2.3、 积极布局屠宰业务，打开第二成长曲线 6
3、 饲料业务：非猪料迎快速发展期 7
4、 盈利预测与估值 7
5、 风险提示 8
附：财务预测摘要 9

图表目录

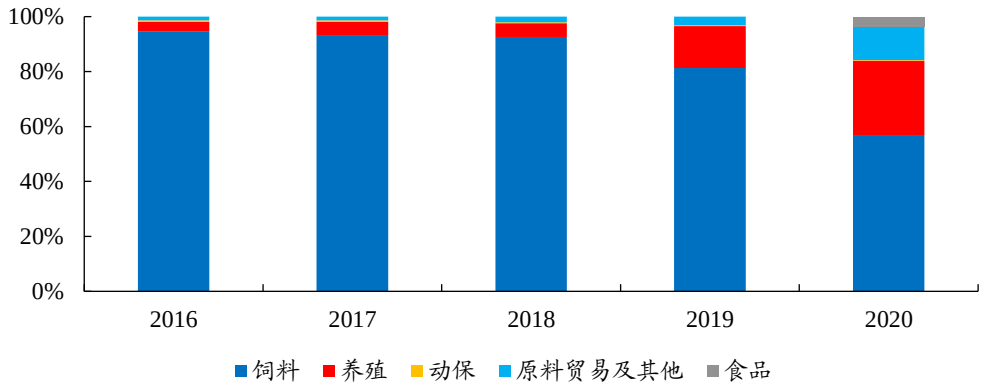
图 1： 营业收入构成：饲料+养殖双主业 3
图 2： 实际控制人吴有林合计持股 33.24% 4
图 3： 2020 年公司营业收入同比+99% 4
图 4： 2020 年公司归母净利润同比+1865% 4
图 5： 2020 年公司生猪出栏量同比+104% 5
图 6： 公司固定资产快速增长 6
图 7： 2020 年公司资本开支提速 6
图 8： 2020 年公司非猪料占比提升至 51% 7

表 1： 可比公司估值：2021-2022 年低于行业均值 8

1、 饲料+养殖齐头并进的农牧新星

傲农生物成立于 2011 年，以猪饲料业务起步逐步拓展至禽料、水产料及下游养殖、屠宰等环节，打造了以“饲料、养猪、食品”为主业，“生物制药、原料贸易、农业互联网”为配套业务，多点支撑、协同发展的产业新格局。截至 2020 年底，公司饲料业务覆盖全国 31 省，生猪产能主要位于江西、福建、四川、湖北、贵州、京津冀等地区，以南方消费大省为主。2020 年饲料、养殖销售收入占比分别为 57%、27%。

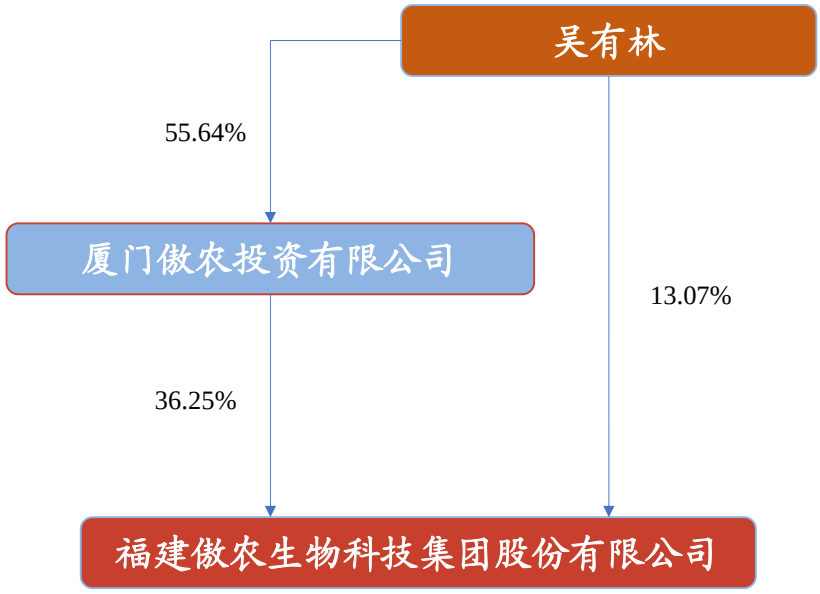
图1：营业收入构成：饲料+养殖双主业



数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司董事长吴有林曾任职于大北农集团福建事业部，核心管理团队丁能水、吴俊、雷支成、郭泗虎等均有着丰富的育种及养殖生产经验，为公司快速发展的基石。截至 2020 年底，实际控制人吴有林直接持有公司 13.07%股权，并通过厦门傲农投资有限公司间接持有 20.17%股权。

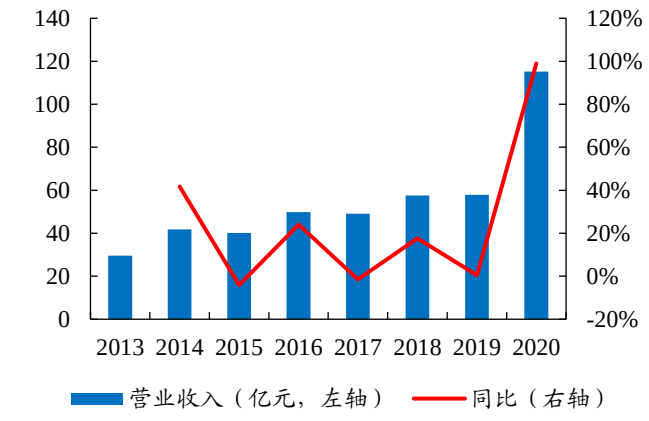
图2：实际控制人吴有林合计持股 33.24%



资料来源：公司公告、开源证券研究所

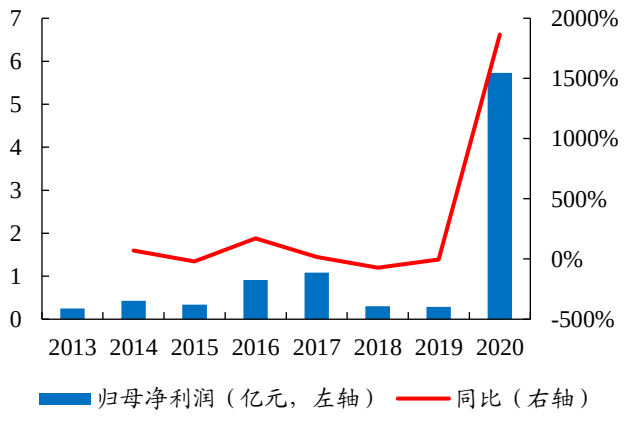
受益于猪价高景气及养殖规模扩张，2020 年公司实现营业收入 115.17 亿元，同比增长 98.98%；归母净利润 5.73 亿元，同比增长 1865.27%。

图3：2020 年公司营业收入同比+99%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020 年公司归母净利润同比+1865%

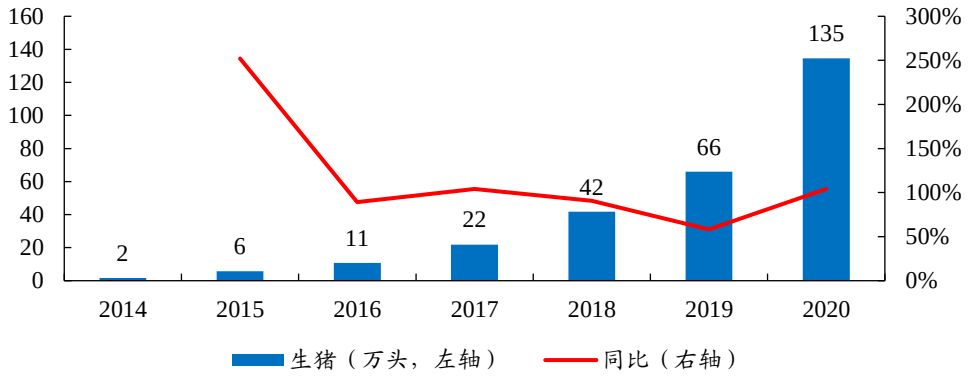


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 生猪养殖：行业迎机遇，公司有望乘势而上

公司生猪养殖业务起步于 2014 年，目前已初步形成了一定规模的养殖业务链条，搭建了以原种猪场为核心、种猪扩繁场为中介、商品猪场为基础的金字塔式繁育体系，开展育种、扩繁和育肥业务，稳步推进母猪产能的自主供应。公司生猪产能主要分布在南方生猪消费区域及经济发达的大城市周边，主要产品为仔猪、商品猪和种猪，当前销售结构以仔猪为主。2014-2020 年公司出栏量 CAGR 达 109.19%，2020 年公司出栏生猪 134.63 万头，同比增长 104.18%。

图5：2020 年公司生猪出栏量同比+104%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

自繁自养与“公司+农户”结合。公司生猪育肥采取自主育肥和放养育肥相结合的模式：在比较有优势的市场，公司采用自建、租赁育肥小区自主育肥，同时结合“公司+农场（农户）”（每户要求 1000-3000 头规模）开展放养模式。报告期内，公司生猪养殖业务仍以自繁自养为主，公司规划未来自主育肥的比例在 1/2 到 2/3 之间，放养的比例在 1/3 到 1/2 之间。

2.1、 竞争优势：优秀的管理体系

傲农文化及激励机制充分调动员工积极性。公司自成立之初就明确了“以农为傲，滋养全球”的事业使命，致力于建设有傲农特色的先进企业文化，通过傲农事业和企业文化感召引领行业精英人才，以“信息集中、资源共享、充分授权、自我管理”为管理理念，最大限度地调动员工的积极性和创造力，打造具有共同价值观和创业信念的“文化化、专业化、年轻化、高效化、创业化”（五化）人才队伍，共同实现战略目标。公司的人才队伍与同行业相比相对年轻，充满创业激情，对公司事业满怀信心。公司通过实施核心团队与骨干员工持股等分享机制，打造共同的事业平台，确保核心人员稳定性和积极性。朝气蓬勃的队伍、优秀的企业文化和良好的激励机制为公司的持续快速发展提供了有力的保障。

产能贴近消费区域，且选址具备后发优势。公司养猪区域布局合理，主要位于南方主要猪肉消费市场，贴紧消费市场的养殖资源价值相对较高；公司大部分生猪养殖基地是在非瘟发生后建设，从选址和规划设计上充分考虑了生物安全防控的需求；公司具有生猪自主繁育体系，扩繁群、公猪站根据公司养猪区域合理分布，构建包含核心群、扩繁群、商品母猪群的完善种猪繁育体系，可实现母猪体系内供应，从种源上把控好生物安全，也有助于养殖效率的持续提升；公司搭建完善的养殖产业组织架构，配备优秀人才团队，团队成员都具备多年丰富的现代化规模猪场养殖管理经验和优秀的专业知识技能，人才专长涵盖了猪遗传育种、猪场设计与建设、生产管理、营养与饲喂、疫病防治、环境保护等生猪养殖全方位内容，保障公司养殖业务高起点、高效化运营；凭借公司在猪饲料领域的领先地位，公司生猪养殖业务在精准营养、精准饲喂、饲料成本等方面具有比较优势，有利于形成产业协同。

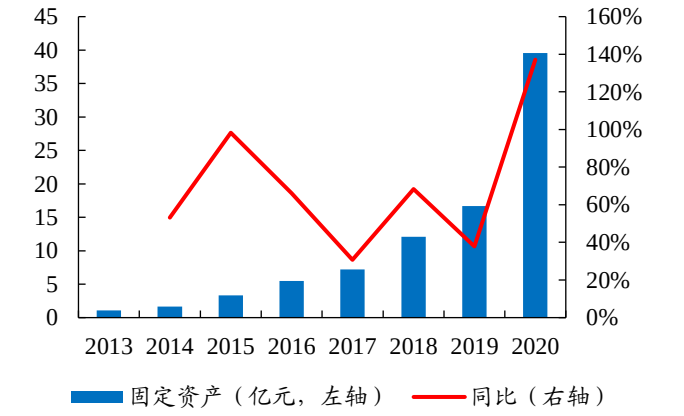
信息化管理提高养殖效率，增强下游客户黏性。公司在 2011 年创业之初就开始创建团队自行开发信息化平台，满足和保障公司快速扩张发展的管理需要。公司开

发的 ERP 系统目前除满足自身业务需要外，也具备承接同行业相关客户信息化业务开发的能力。公司 2014 年开始涉足养殖产业时，专门组织力量开发了猪 OK 管理平台。凭借遍布全国的饲料经营体系，公司逐步搭建猪 OK 猪场管理信息化平台，帮助下游养殖客户利用猪 OK 信息化平台收集、管理猪场的养殖数据，进行大数据收集和分析处理，提高客户养殖信息化管理水平和养殖效益。同时，基于猪 OK 平台的猪场生产数据及基于公司客户网的饲料购销交易数据，公司搭建了一个基于供应链的信用评估体系，并以此为基础引入金融机构为下游养殖户和经销商提供金融支持服务，帮助下游客户从金融机构获取生产经营所需资金。通过信息化和客户支持服务，大大增强了客户粘性。

2.2、 出栏有望快速扩张

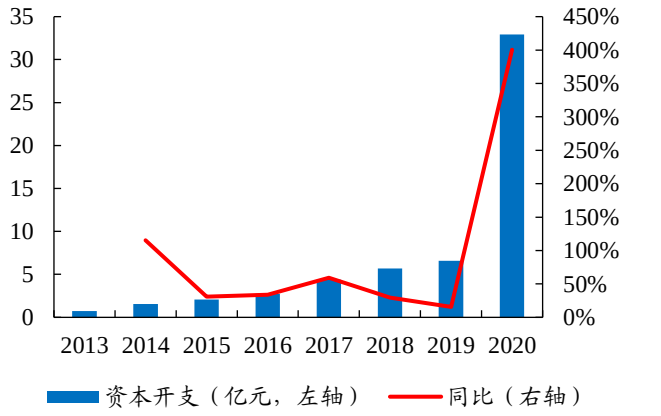
2020 年公司抓住养殖行业景气期，（1）始终把非瘟防控作为第一要务，强化防控体系、严格落地执行，切实保障生猪生产经营安全；（2）加快养殖项目建设进度，推进项目投产，数十家新建（改建）的标准化、规模化养殖场相继进猪投产，永定湖山乡核心场还顺利完成从丹麦引进一批优质种猪；（3）与福建养宝生物股份有限公司等企业达成合作，加快产业布局，促进公司养殖板块做大做强。2020 年底，公司固定资产账面净值 39.57 亿元，同比增长 137.09%；同时，2020 年资本开支大幅增长至 32.93 亿元，同比增长 400.46%，为未来出栏扩张奠定基础。截至 2020 年底，公司存栏生猪 96.38 万头，较 2019 年末增长 222.60%，其中母猪存栏约 30 万头（包含能繁母猪和后备母猪）。

图6：公司固定资产快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：2020 年公司资本开支提速



数据来源：公司公告、开源证券研究所

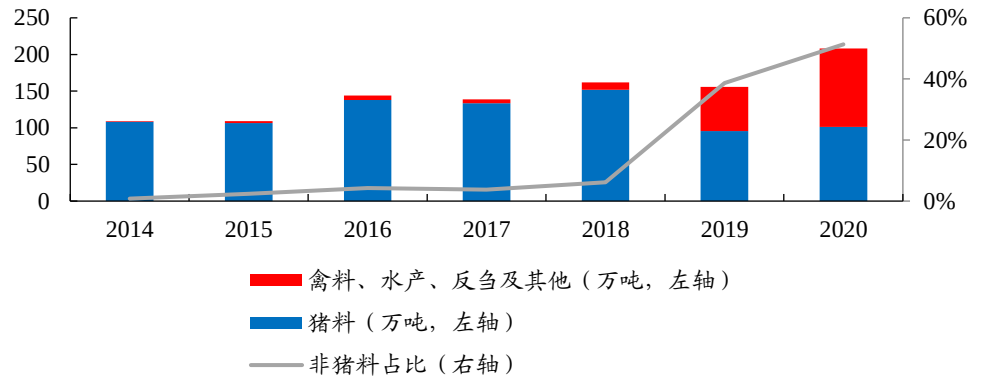
2.3、 积极布局屠宰业务，打开第二成长曲线

2020 年公司签署了控股厦门银祥肉业有限公司的股权合作协议，进入生猪屠宰加工领域，并与厦门银祥集团共建肉食品安全生产技术国家重点实验室。公司计划在一些重点养殖产能区域有序布局标准化、规模化肉制品加工厂，以及在重点消费区域布局猪肉销售业务，以适应未来的行业竞争格局，增强公司的抗风险能力。

3、 饲料业务：非猪料迎快速发展期

公司饲料业务主要产品包括猪料、禽料、水产料、反刍料等各品种，饲料产品结构丰富。公司猪饲料产品涵盖乳猪料、保育料、育肥料、母猪料、公猪料等各阶段生猪饲喂产品，其中公司自主研发的猪前期营养领域产品（仔猪营养三阶段产品、母猪营养三阶段产品等）是公司的核心产品。为对冲猪料销量下滑影响，2019 年起公司大力发展禽料及水产料，2020 年饲料销量 208.15 万吨，同比增长 33.43%，其中猪料 101.34 万吨，同比增长 5.91%，禽料 81.29 万吨，同比增长 70.40%，其他料（水产料、反刍料及其他）25.52 万吨，同比增长 102.50%，非猪料占比提升至 51.31%。

图8：2020 年公司非猪料占比提升至 51%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

展望未来，在饲料产业方面，公司将持续推进产品创新研发，强化品质管理，更好地适应非洲猪瘟疫情形势下和“饲料禁抗、养殖减抗、畜产品无抗”时代下的客户需求；优化饲料产业组织架构，强化饲料产业总部支持与管理，打造高效的运营体系。促进屠宰及食品、兽药动保、原料贸易等板块的协同发展，扩大业务规模。

4、 盈利预测与估值

（1）出栏量：考虑到公司产能扩张提速，我们预计 2021-2023 年公司生猪出栏量为 400/700/800 万头。

（2）猪价：考虑到非瘟疫情对行业的冲击较大，我们预计 2021-2023 年公司商品猪均价 27/22/16 元/公斤，仔猪均价 1400/1000/800 元/头。

（3）养殖成本：考虑到固定成本摊薄及养殖效率的提升，我们预计 2021-2023 年公司商品猪营业成本为 24/20/16 元/公斤，仔猪营业成本为 550/450/400 元/头。

（4）饲料销量：考虑到产能稳步推进，我们预计 2021-2023 年公司饲料销量为 270/360/450 万吨，其中猪料销量 122/144/180 万吨。

非瘟冲击下养殖集团迎来重要发展机遇，公司过往在种猪产能端布局充分，未来出栏释放确定性较强，同时凭借优秀的管理团队及后发优势，养殖成本下行可期，猪价下行期公司仍具备自身阿尔法成长属性。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 16.59/16.43/5.54 亿元，EPS 2.46/2.44/0.82 元，当前股价对应 PE 5.7/5.7/17.0 倍，

2021-2022 年估值低于行业平均，相对可比公司具备估值优势，首次覆盖，给予“买入”评级。

表1：可比公司估值：2021-2022 年低于行业均值

证券代码	证券简称	最新股价（元）	最新市值（亿元）	EPS				PE(X)			
				2019A	2020E/A	2021E	2022E	2019A	2020E/A	2021E	2022E
002714.SZ	牧原股份	97.60	3669.11	1.63	7.44	10.72	9.13	60.01	13.12	9.11	10.70
000876.SZ	新希望	20.20	910.30	1.20	2.06	4.16	3.40	16.83	9.81	4.86	5.94
300498.SZ	温氏股份	17.30	1102.61	2.63	1.79	1.69	0.17	6.58	9.66	10.24	101.76
002157.SZ	正邦科技	15.56	489.92	0.67	3.71	3.98	1.65	23.22	4.19	3.91	9.43
002567.SZ	唐人神	8.00	96.48	0.24	1.12	1.05	0.76	33.33	7.14	7.62	10.53
002100.SZ	天康生物	10.96	117.84	0.60	2.45	1.99	1.05	18.27	4.47	5.51	10.44
平均值								**26.37**	**8.07**	**6.87**	**24.80**
603363.SH	傲农生物	13.99	94.29	0.04	0.85	2.46	2.44	323.42	16.46	5.68	5.73

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以上数据均为开源农业预测，其中傲农生物 2020 年 EPS 数据已公告，最新股价及市值截至 2021 年 3 月 26 日收盘。

5、 风险提示

出栏量扩张不及预期、养殖成本大幅上升、猪价高景气不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1514	3524	4923	7096	6958
现金	255	571	1569	1213	2414
应收票据及应收账款	435	449	1226	989	1469
其他应收款	139	328	401	631	490
预付账款	81	427	129	746	170
存货	599	1731	1585	3502	2399
其他流动资产	4	18	14	15	15
非流动资产	3407	8494	10235	12677	13028
长期投资	51	177	260	355	446
固定资产	1922	5180	6830	8831	9217
无形资产	207	374	422	474	528
其他非流动资产	1228	2763	2724	3017	2837
资产总计	4922	12019	15158	19772	19986
流动负债	3382	6248	7124	9344	9137
短期借款	1202	2680	2187	2351	2297
应付票据及应付账款	1346	2128	3343	4773	4747
其他流动负债	834	1441	1594	2220	2093
非流动负债	256	1867	1679	1599	1229
长期借款	14	1445	1317	1217	853
其他非流动负债	242	423	362	383	376
负债合计	3638	8115	8804	10943	10365
少数股东权益	456	1161	2054	2939	3237
股本	434	674	674	674	674
资本公积	257	1483	1483	1483	1483
留存收益	234	755	2932	5125	5854
归属母公司股东权益	828	2742	4300	5890	6383
负债和股东权益	4922	12019	15158	19772	19986

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	394	406	4262	2831	2991
净利润	100	994	2552	2528	852
折旧摊销	177	366	500	672	812
财务费用	94	179	174	149	130
投资损失	7	-6	-1	-1	-2
营运资金变动	-5	-1273	1013	-529	1181
其他经营现金流	21	147	24	13	19
投资活动现金流	-727	-4002	-2269	-3124	-1181
资本支出	658	3293	1729	2323	268
长期投资	-24	-165	-83	-93	-91
其他投资现金流	-93	-874	-622	-893	-1004
筹资活动现金流	404	3925	-996	-63	-609
短期借款	277	1478	-493	164	-55
长期借款	-198	1431	-128	-100	-364
普通股增加	8	240	0	0	0
资本公积增加	39	1226	0	0	0
其他筹资现金流	278	-449	-376	-127	-190
现金净增加额	71	328	998	-356	1201

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	5788	11517	18023	25498	27689
营业成本	5051	9529	14447	21709	25359
营业税金及附加	11	16	29	40	42
营业费用	253	247	270	382	415
管理费用	196	432	541	765	831
研发费用	73	65	90	102	111
财务费用	94	179	174	149	130
资产减值损失	-1	-7	0	0	0
其他收益	15	29	21	23	24
公允价值变动收益	0	-24	-12	-14	-15
投资净收益	-7	6	1	1	2
资产处置收益	-1	-4	-2	-2	-3
营业利润	78	966	2481	2359	810
营业外收入	8	40	24	27	28
营业外支出	8	36	22	24	25
利润总额	78	971	2483	2361	812
所得税	-23	-23	-70	-166	-39
净利润	100	994	2552	2528	852
少数股东损益	71	421	893	885	298
归母净利润	29	573	1659	1643	554
EBITDA	321	1577	3143	3171	1745
EPS(元)	0.04	0.85	2.46	2.44	0.82

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	0.5	99.0	56.5	41.5	8.6
营业利润(%)	261.6	1136.9	156.9	-4.9	-65.7
归属于母公司净利润(%)	-3.2	1865.3	189.6	-1.0	-66.3
获利能力					
毛利率(%)	12.7	17.3	19.8	14.9	8.4
净利率(%)	0.5	5.0	9.2	6.4	2.0
ROE(%)	7.8	25.5	40.2	28.6	8.9
ROIC(%)	7.2	16.3	32.1	26.2	9.5
偿债能力					
资产负债率(%)	73.9	67.5	58.1	55.3	51.9
净负债比率(%)	117.4	110.5	40.8	35.0	15.3
流动比率	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8
速动比率	0.2	0.2	0.4	0.3	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.3	1.5	1.4
应收账款周转率	12.5	26.0	21.5	23.0	22.5
应付账款周转率	4.9	5.5	5.3	5.3	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.85	2.46	2.44	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.60	6.32	4.20	4.44
每股净资产(最新摊薄)	1.23	4.07	6.38	8.74	9.47
估值比率					
P/E	323.4	16.5	5.7	5.7	17.0
P/B	11.4	3.4	2.2	1.6	1.5
EV/EBITDA	35.5	9.4	4.5	4.9	8.1

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（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