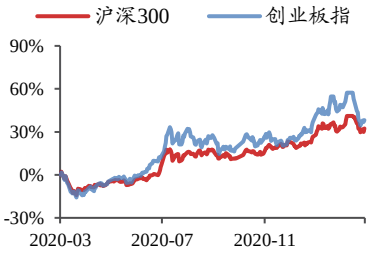
2021 年 03 月 04 日

开源晨会 0304

——晨会纪要

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
钢铁	7.6
银行	4.65
有色金属	3.76
采掘	3.59
非银金融	2.72

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电气设备	-0.56
家用电器	-0.22
国防军工	0.05
通信	0.41
商业贸易	0.74

数据来源：贝格数据

观点精粹

总量视角

【策略】“退潮”之下，依旧金融地产——南下“定价权”周度跟踪之四——投资策略专题-20210303

上周(20210218-20210219)南下持有港股占比与成交额占比均下降，与港股相关的 ETF 整体被净赎回，AH 溢价上升。南下与外资的分歧在扩大，共识存在于金融地产、旅游及消闲设施等板块。对于外资配置盘而言，上周该类投资者继续买入 A 股并卖出港股，青睐 A 股“互补性”/“替代性”标的；对于外资交易盘而言，该类投资者整体买入港股并卖出 A 股，偏好港股通中的“互补性”标的。

【策略】价值回归：不一样的 3500——投资策略点评-20210303

反弹之后市场已经走向了一个不一样的世界，已经开始在重新平衡成长/价值，大盘/小盘的关系。核心资产内部也出现了重视性价比的分化：ROE 相对于收益率“欠账”越少的个股在春节后至今的区间中涨幅越高。而对成长性的定价也开始发生变化：市场也从更赛道化的思维转向了 PEG 来度量成长的性价比。价值股的预期收益率或许不高，但理应成为我们的选择，投资者应注重基本面反转信号与价值回归相结合共同寻找机遇。当下我们认为应该配置：以地产、保险、银行、钢铁、采掘、交通运输、建筑、农林牧渔（养殖）为代表的大盘价值板块。

行业公司

【电力设备与新能源】2021 年风光建设征求意见发布，平价时代重消纳——行业点评报告-20210303

消纳任务成重点，多形式解决补贴拖欠，寻求消纳最优方案

【商贸零售】2 月化妆品电商数据相对平稳，静待女王节旺季到来——行业点评报告-20210303

2 月护肤类淘系全网 GMV 同比+2%，表现相对平淡；彩妆 GMV+37%，在低基数背景下高速增长。2 月通常是行业淡季（销售额占全年 5%左右），随着 3 月天猫女王活动展开，行业有望迎来年内首个旺季。我们持续看好高景气颜值经济赛道，建议关注化妆品三大优质细分赛道（皮肤学级和功效性护肤品、彩妆、产业链上游）和医美产业链。

【电力设备与新能源：比亚迪(002594.SZ)】复盘与展望：厚积薄发，从预期重塑到业绩拐点——公司首次覆盖报告-20210303

我们认为比亚迪整车业务的盈利能力已具备脱离补贴的基础。我们预计 2021/2022 年公司新能源乘用车销量达 40.7/56.95 万辆，同比+127.3%/+39.9%。长期看，随着供应链开放战略持续推进，公司定位为电动汽车解决方案提供商，供应链潜在价值释放。我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 51.21/67.72/83.21 亿元，EPS 分别为 1.79/2.37/2.91 元，当前股价对应 P/E 为 118.1/89.3/72.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【策略】“退潮”之下，依旧金融地产——南下“定价权”周度跟踪之四——投资策略专题-20210303

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044

南下持有港股占比与成交额占比均下降，AH 溢价上升

上周(20210222-20210226)南下资金持有港股市值占比从 5.08%下降至 5.01%，港股通成交额占比从 27.40%先上升至 29.76%后大幅下降至 22.05%，南下资金持有港股市值占比和港股通成交额占比的明显下降出现在周三(20210224)港交所宣布加“印花税”之后的交易日。与港股相关的 ETF 在上周整体净赎回，周五(20210226)净赎回规模较大。上周 AH 溢价震荡后上行，且在周五上升幅度较大。

后文中，我们使用同时在 A 股/港股上市的标的衡量港股通/陆股通中的“替代性”资产、使用未在 A 股/港股上市的标的衡量港股通/陆股通中的“互补性”资产。

南下与外资的分歧在扩大，共识存在于金融地产、旅游及消闲设施等板块

上周(20210222-20210226)南下先净流入后净卖出港股，外资配置/交易盘则选择先卖出港股通标的，之后回流。行业上，南下主要净买入电讯、金融地产、家电、建筑、旅游及消闲设施与原材料等板块，外资配置盘则卖出上述行业中除金融地产、旅游及消闲设施之外的板块，这意味着外资配置盘与南下资金可能在金融地产、旅游及消闲设施等板块存在共识。上周南下/外资交易盘净买入港股通中的“替代性”标的，外资配置盘则选择卖出。行业上，南下净买入港股通“替代性”标的中的金融地产、工业工程、家电、石油及天然气、医药及生物科技、建筑与煤炭等板块，外资配置盘则偏好该类标的中的保险、黄金及贵金属、石油及天然气等板块。上周南下资金先买入后卖出港股通中的“互补性”标的，外资配置/交易盘则选择先卖出后买入该类标的。行业上，南下偏好港股通“互补性”标的中的电讯、金融地产、旅游及消闲设施、家电、建筑、原材料与一般金属及矿石等板块，外资配置盘则选择卖出上述除地产、银行、旅游及消闲设施外的板块。

外资配置盘继续买入 A 股并卖出港股，青睐 A 股“互补性”/“替代性”标的

上周(20210222-20210226)外资配置盘净买入陆股通中的“替代性”标的，净卖出港股通中的“替代性”标的，行业上，外资配置盘净买入 A 股和港股中的有色与石油石化等板块，净卖出 A 股和港股中的汽车、机械及轻工等板块，偏好 A 股的金融地产、家电、电新、交运、煤炭等板块，以及港股中的钢铁、医药、食品饮料等板块。上周外资配置盘净买入陆股通中的“互补性”标的，净卖出港股通中的“互补性”标的。行业上，外资配置盘买入 A 股和港股中的电新、医药、银行、农林牧渔、交运及地产等板块，净卖出 A 股和港股中的通信、化工、商贸零售、汽车及建材等板块，偏好 A 股的家电、电子、计算机、机械及有色等板块。

外资交易盘整体买入港股并卖出 A 股，偏好港股通中的“互补性”标的

上周(20210222-20210226)外资交易盘净买入 A 股/港股通中的“替代性”标的，行业上，同时净买入 A 股和港股中的地产、非银、有色、建筑、轻工及煤炭等板块，净卖出 A 股和港股中的交运等板块，偏好 A 股的汽车、医药及钢铁等板块。上周外资交易盘净卖出陆股通中的“互补性”标的，净买入港股通中的“互补性”标的，行业上，同时净买入 A 股/港股中的消费者服务、银行以及纺织服装板块，净卖出 A 股/港股中的军工、建材及煤炭板块，偏好 A 股的化工、农林牧渔、钢铁、有色、通信板块，及港股中的计算机、食品饮料、电子、医药、地产板块。

风险提示：测算误差

【策略】价值回归：不一样的 3500——投资策略点评-20210303

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 王汎炜（联系人）证书编号：S0790120040033

反弹之中，风格改变

今日（2021 年 3 月 3 日），市场出现明显反弹，上证综指涨幅 1.95%，再次稳住 3500 点位。反弹之后市场已经走向了一个不一样的世界：简单对比上证指数突破 3500、反弹至 3500 的时点——2021 年 1 月 7 日与 2 月 8 日，我们发现茅指数和大盘成长指数已经远低于当时的点位，而大盘价值股、中盘价值股、小盘价值股已经远高于当时的点位，风格切换已经发生，如我们此前预计：市场已经开始在重新平衡成长/价值，大盘/小盘的关系。从行业的视角来看，钢铁、银行、化工、房地产等低估值板块在上证综指维持原点的过程中，实现了涨幅，相比来讲：国防军工、食品饮料、家电和电力设备新能源已经远低于当时的位置。

“新共识”正在实践：收益率向 ROE 回归

市场定价的驱动逻辑正在从 “害怕错过”变为“担心损失”，而价值股由于前期估值扩张的水平有限（甚至是估值收缩的），从长期收益率视角上看今年仍有明显正收益基础：由于过去 2 年的估值压缩，当下收益率回归 ROE 下大盘价值股全年仍然具备显著正收益。市场表现看核心资产内部也出现了重视性价比的分化：ROE 相对于收益率“欠账”越少的个股在春节后至今的区间中涨幅越高，与上一次指数突破 3500 时的这一关系恰好相反。而对成长性的定价也开始发生变化：市场也从更赛道化的思维转向了 PEG 来度量成长的性价比。

换种视角看主题表现：胜率信号驱动价值回归

直觉上，投资者可能将今日的反弹理解为“碳中和”主题的拉动，但也许更具解释力的原因是：市场选择的是“低估值”、收益率曾过去 2 年落后于 ROE，而在近期出现胜率信号的行业，“碳中和”可以被理解为一种“胜率信号”。一个对照是：同样受益于碳中和的光伏今日却出现了调整。当然，如果未来向上偏离 ROE 之锚，那主题则需要在基本面角度给出行业长期格局改善带来产能重估的更充足证据。除了与“碳中和”相关的钢铁、采掘之外，今日表现较好的银行、非银（保险）同样具备“低估值”、收益率跑输 ROE 的特征，胜率信号来源于利率上行。这种视角也为 2021 年的投资主线提供了更多的借鉴：（1）在“新共识”下寻找具有较高预期收益率的行业，例如：建筑装饰、房地产、钢铁、公用事业、银行、纺织服装、采掘、商业贸易、保险、通信；（2）其中存在潜在“胜率”信号的行业可作为积极防御。因此，在主题上，除了“碳中和”对应行业以外，“一带一路”对应的建筑与中字头企业近期应该纳入投资者的布局中。

回归 ROE，度量性价比

市场风格已经在全维度出现了切换，收益率回归 ROE 的“新共识”正在逐步得到检验，投资者正在挖掘市场存在正收益的领域。价值股的预期收益率或许不高，但理应成为我们的选择，投资者应注重基本面反转信号与价值回归相结合共同寻找机遇。当下我们认为应该配置：以地产、保险、银行、钢铁、采掘、交通运输、建筑、农林牧渔（养殖）为代表的大盘价值板块。

风险提示：货币政策超预期宽松，经济复苏不及预期

行业公司

【电力设备与新能源】2021 年风光建设征求意见发布，平价时代重消纳——行业点评报告-20210303

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 蔡紫豪（分析师）证书编号：S0790520120001

新版光伏建设方案发布，推动平价时代光伏发展

2021 年 3 月 2 日，国家能源局发布《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设事项有关事项的通知（征求意见稿）》，要求 2021 年，风电、光伏发电量占全社会用电量的比重达到 11%左右。文件要点如下：（1）并网规模确定：各省级能源主管部门按照国家非水权重确定各省新增并网规模，按照国家明确的本地消纳权重，根据 2021 年度保障存量项目并网后剩余保障性并网规模和 2022 年度保障性并网规模，按照前述原则编制竞争性配置方案，组织开

展保障性并网竞争性配置，确定纳入 2021、2022 年度保障性并网规模项目。非水权重部分保障并网，超出部分通过自建、合建共享或购买服务等市场化方式，在落实抽水蓄能、储热型光热发电、火电调峰、电化学储能、可调节负荷等新增并网消纳条件后，由电网企业保障并网。（2）竞争性配置：非水权重部分需竞争性配置，按照电价或者同一业主在运补贴项目减补金额等为标准进行。各省不少于 1/3 的保障并网规模定向用于存量项目减补获得保障性并网。（3）跨省区并网置换：保障性规模须当年使用，非水权重由跨省跨区落实的，相应调减受端省份保障性并网规模并调增至送端省份。（4）存量项目处理：2019~2020 年的竞价、平价及延期到 2021 年的项目，在 2021 年底前并网的纳入 2021 年保障性并网规模，若 2021 年底前仍不并网，则不再纳入后续年度保障性规模，并无法享受并网、电价等优惠。（5）户用项目安排：2021 年依然有未确定的户用补贴资金，户用项目不占用保障规模。

消纳任务成重点，多形式解决补贴拖欠，寻求消纳最优方案

光伏迈入 2021 年平价时代，此次征求意见稿重点突出消纳及补贴拖欠问题的解决：（1）保障规模内的部分由消纳权重决定，保障规模外的部分需要通过储能等调节方式获得消纳，保障新能源发电的高效利用；（2）由于补贴拖欠严重影响运营端发展，鼓励企业减补获得保障性规模，变相将历史补贴腾挪到新建项目电价中，完成补贴拖欠解决；（3）寻求消纳最优方案。保障性规模内指标获取需要竞争性配置，保障性规模外则需加配消纳方案，将电价竞争性配置和光储平价发电同台竞争，寻找消纳最优模式。

市场化机制凸显，光伏由平价迈入高质量阶段

按照 2021 年光伏、风电发电比重达到 11%测算，我们预计 2021 年国内光伏、风电新增装机达到 56 和 29GW，光伏平价的高速发展也同时迎来消纳市场化的同步发展，我们主要看好龙头和竞争格局的变化，长期看好隆基股份等一线龙头市占率和竞争力的提升；短期看好景气度和竞争格局有变化的环节：硅料、硅片、逆变器等。另外，推荐被市场忽视、竞争格局良好并拥有市场定价权的金刚线龙头美畅股份。

风险提示：光伏装机需求不及预期，产业供给增长超预期，技术进步不及预期。

【商贸零售】2 月化妆品电商数据相对平稳，静待女王节旺季到来——行业点评报告-20210303

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

2 月化妆品淘系全网 GMV 护肤类基本持平、彩妆类保持增长

根据我们对天猫数据的跟踪（统计截至 2 月 27 日），2 月护肤类的淘系全网/天猫实现 GMV 分别为 99/56 亿元，同比+2%/-13%，表现相对平淡；彩妆类淘系全网/天猫实现 GMV 分别为 49/27 亿元，同比+37%/+17%，在 2020 年低基数背景下实现较高增长。从化妆品线上消费的季节规律来看，2 月通常是淡季（一季度化妆品消费约占全年的 17%-21%，其中 2 月仅占 5%左右），到 3 月初，随着天猫女王节各项活动展开，化妆品消费有望迎来年内第一个旺季。

化妆品客单价小幅上升，护肤仍以海外品牌为主、彩妆国货表现较好

从客单价角度看，2 月护肤类淘系全网/天猫客单价分别为 139/154 元，彩妆类淘系全网/天猫客单价分别为 66/82 元，环比 1 月有一定提升。从品类角度看，护肤类全网销售额占比前三品类为面部护理套装、面部精华和面膜，占比分别为 26%/15%/12%；彩妆类全网销售额占比前三品类为面部彩妆、唇妆和眼妆，占比分别为 31%/24%/14%。从品牌角度看，护肤类全网销售额前五均为海外品牌，其中兰蔻、欧莱雅和雅诗兰黛占据前三；彩妆类全网销售额前五中则包括三个国货品牌，花西子、完美日记、Colorkey 分别位居第一、二、五名。

珀莱雅等上市公司品牌表现优异，功效性新品推出有望贡献增量

上市公司旗下品牌的天猫旗舰店表现整体均较好。珀莱雅旗下主品牌表现优异，2 月珀莱雅天猫旗舰店实现 GMV 为 7780 万元（同比+126%），其中销售额前三单品分别为解渴面膜、烟酰胺面膜和印彩巴哈粉底液，占比分别为 15%/14%/9%。此外，珀莱雅品牌近期围绕功效性领域也推出了较多新品，1 月推出了红宝石水、乳、面霜三大单品（继红宝石精华液后红宝石系列的延伸），2 月又推出了修护系列首个单品源力修护精华，并将在天猫女王

节正式开始预售。其他上市公司中，薇诺娜（贝泰妮）2 月同比+27%，舒敏保湿特护霜保持明星大单品地位；华熙生物旗下润百颜、夸迪、米蓓尔均保持高速增长；御泥坊 2 月同比增速也达到 40%。总体来看，各大上市公司品牌近期纷纷围绕高景气的功效性产品领域布局，未来新品推出有望为公司持续贡献增量。

颜值经济持续高景气，建议关注化妆品三大优质细分赛道和医美产业链

我们持续看好高景气颜值经济赛道，随着天猫女王节临近，3 月作为化妆品一季度的重要消费节点，有望带来销售旺季。我们看好化妆品三大细分赛道：（1）皮肤学级和功效性护肤品：受益标的包括凭借“医研赋能”构筑产品差异化竞争优势的贝泰妮（主品牌薇诺娜）、珀莱雅。（2）彩妆：“国潮风+快迭代”为国货品牌创造弯道超车机会，受益标的逸仙电商（主品牌完美日记）。（3）上游 ODM：化妆品 ODM 龙头有望享受下游增长东风，受益标的青松股份。（4）医美产业链：轻医美消费需求高增长，重点推荐玻尿酸龙头爱美客，受益标的华熙生物。

风险提示：疫情出现反复带来影响；企业经营成本费用提升。

【电力设备与新能源：比亚迪(002594.SZ)】复盘与展望：厚积薄发，从预期重塑到业绩拐点——公司首次覆盖报告-20210303

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 熊镐（联系人）证书编号：S0790120090002

新起点新周期，从预期重塑到业绩拐点

比亚迪是国内新能源汽车领导者，供应链方面，已实现从三电系统到整车生产的一体化布局；车型方面，聚焦王朝系列与 e 系列，完善品牌架构并推进品牌向上战略。短期看，公司新一轮新能源车型周期已至，业绩拐点已现。旗舰车型汉推进品牌持续向上；秦 Plus DM-i 在 10-15 万元价位段直面燃油车竞争，在中端市场打开局面。同时，刀片电池、DM-i 系统以及工艺的持续改进助推成本下行，我们认为比亚迪整车业务的盈利能力已具备脱离补贴的基础。我们预计 2021/2022 年公司新能源乘用车销量达 40.7/56.95 万辆，同比+127.3%/+39.9%。长期看，随着供应链开放战略持续推进，公司定位为电动汽车解决方案提供商，供应链潜在价值释放。我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 51.21/67.72/83.21 亿元，EPS 分别为 1.79/2.37/2.91 元，当前股价对应 P/E 为 118.1/89.3/72.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

DM-i 主打低购置成本+超低油耗，开启比亚迪插混车型新纪元

DM-i 直击 PHEV 核心痛点——系统成本，秦 Plus DM-i 预售价 10.78-14.78 万元，较同类合资 PHEV 低 4-7 万元；购置成本（燃油车含购置税）与同类合资燃油车型基本持平。超低油耗也是 DM-i 架构的主打优势，秦 Plus DM-i 亏电油耗仅 3.8L/100km，得益于以电为主的 EHS 电混系统。我们预计 2021 年秦 Plus DM-i 销量达 10 万辆；长期看，我们预计秦 Plus 未来稳态销量有望达 25 万辆以上。

垂直一体化构筑成本优势，补齐智能化短板助推品牌向上

当新能源汽车行业从高端车型逐步对中低端车型渗透的阶段时，成本是重要竞争要素。对标三星在智能手机领域的发展历程，同样采取一体化布局、多产品矩阵策略的比亚迪有望凭借出色的供应链管控能力和成本优势在中端车型市场取胜。在高端市场，汉已证明其竞争力，差异化定位+补齐智能化短板助力比亚迪站稳脚跟。远期看，公司定位为电动汽车解决方案提供商，供应链潜在价值释放。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、动力电池外供进度不及预期。

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