开源证券

晨光文具（603899.SH）

2020 年 10 月 28 日

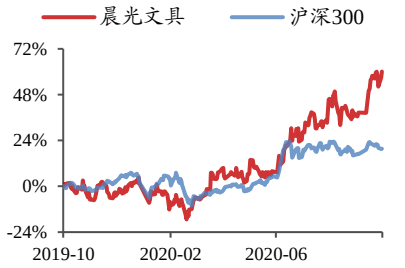
2020Q3 业绩超出预期，传统核心业务显著回暖

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/27
当前股价(元)	78.38
一年最高最低(元)	80.00/40.31
总市值(亿元)	726.92
流通市值(亿元)	721.10
总股本(亿股)	9.27
流通股本(亿股)	9.20
近 3 个月换手率(%)	20.97

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-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

● **22020Q3 业绩超出预期，传统核心业务显著回暖，维持“买入”评级**

2020Q1-Q3 收入 85.4 亿元（+7.4%），归母净利润 9.1 亿元（+13.9%），扣非归母净利润 7.9 亿元（+4.2%）。2020Q3 单季度收入 37.8 亿元（+21.5%），归母净利润 4.5 亿元（+35.6%），扣非归母净利润 4.1 亿元（+21.8%）。书写工具/学生文具/办公文具 2020Q1-Q3 收入分别同比变化+0.7%/+1.1%/+11.9%，其中 2020Q3 收入分别同比变化+22.3%/+8.5%/+39.5%。业绩超预期，上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 12.40/14.99/18.58 亿元（原为 11.84/14.80/18.51 亿元），对应 EPS 为 1.34/1.62/2.00 元，当前股价对应 PE 为 59/49/39 倍，维持“买入”评级。

● **2020Q3 单季度毛利率和期间费用率均有所下降，扣非后净利率保持稳定**

2020Q3 单季度，公司毛利率为 27.09%（-0.62pct），其中，书写工具/学生文具/办公文具/办公直销分别+1.9pct/-0.9pct/+0.3pct/-0.6pct。费用端，公司单三季度期间费用率为 13.53%（-0.21pct），销售/管理/研发/财务费用率分别-0.04pct/-0.17pct/-0.18pct/+0.18pct。公司扣非后净利率基本保持稳定。2020Q1-Q3，公司扣非后净利率为 9.29%（-0.29pct）。其中 2020Q3 扣非净利率为 10.75%（+0.04pct）。

● **传统核心业务显著回暖，线上取得突破，科力普增速环比提升，九木开店加速**

1）传统核心业务：2020Q3 实现营业收入 52.4 亿元，同比增长 2.9%，其中 2020Q3 单季度收入约 23.2 亿元（+16.6%）。线下，终端本次学汛备货偏谨慎，校边渠道恢复相对较慢，办公文具表现亮眼。线上取得突破，晨光科技 2020Q3 营业收入 3.39 亿元，同比增长 69.97%，其中 2020Q3 单季度收入约 1.04 亿元（+37.24%）。

2）晨光科力普：2020Q3 实现营业收入 28.62 亿元，同比增长 15.24%，其中 2020Q3 单季度收入约 12.63 亿元（+28.50%），收入增速环比提升，看好 2020Q4 表现。

3）九木杂物社：2020Q1-Q3，九木杂物社收入 3.60 亿元（+17.4%），单三季度九木收入约 1.65 亿元（+15.5%）。2020Q3 末，九木杂物社 334 家（直营 211 家，加盟 123 家），其中 2020Q3 共新增 39 家门店（直营店新增 31 家，加盟店 8 家）。

● **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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,535	11,141	12,712	15,931	19,445
YOY(%)	34.3	30.5	14.1	25.3	22.1
归母净利润(百万元)	807	1,060	1,240	1,499	1,858
YOY(%)	27.3	31.4	17.0	20.9	23.9
毛利率(%)	25.8	26.1	26.4	26.5	26.6
净利率(%)	9.5	9.5	9.8	9.4	9.6
ROE(%)	23.1	24.1	23.5	23.1	23.0
EPS(摊薄/元)	0.87	1.14	1.34	1.62	2.00
P/E(倍)	90.1	68.6	58.6	48.5	39.1
P/B(倍)	21.3	17.3	14.3	11.5	9.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020Q3 业绩超出预期，传统核心业务显著回暖 3
2、 盈利能力：单季度毛利率略下滑，扣非后净利率保持稳定 4
3、 经营性现金流大幅改善，营运能力维持正常水平 5
4、 晨光科力普收入增速环比改善，九木开店环比提速 6
4.1、 晨光科力普：2020Q3 业绩环比继续改善 6
4.2、 九木杂物社：收入增速环比略下滑，开店环比提速 6
5、 盈利预测与投资建议 8
6、 风险提示 8
附：财务预测摘要 9

图表目录

图 1： 2020Q1-Q3 公司收入同比增长 7.43% 3
图 2： 2020Q3 单季度公司收入同比增长 21.48% 3
图 3： 2020Q3 单季度公司收入同比增长 21.5% 4
图 4： 2020Q3 单季度公司净利润同比增长 35.6% 4
图 5： 2020Q1-Q3，公司整体毛利率为 27.08% 4
图 6： 2020Q3，公司毛利率达 27.09% 4
图 7： 2020Q3 单季度公司费用率有所下行 5
图 8： 2020Q3 公司净利率提升，扣非净利率稳定 5
图 9： 2020Q3 存货周转率同比下降 0.18 次 6
图 10： 2020Q3 应收账款周转率同比下降 0.91 次 6
图 11： 晨光科力普 2020Q1-Q3 收入增长 15.24%，其中 2020Q3 增长 28.5% 6
图 12： 2020H1 晨光新开店受疫情影响有限 7
图 13： 2020Q1-Q3 零售大店收入同比增长 2.82% 7
图 14： 2020Q1-Q3 九木杂物社收入同比增长 17.4% 7

表 1： 2020Q3 经营性现金流净额大幅改善 5

1、 2020Q3 业绩超出预期，传统核心业务显著回暖

2020Q1-Q3 公司收入 85.38 亿元（+7.43%），归母净利润 9.13 亿元（+13.85%），扣非归母净利润 7.93 亿元（+4.24%）。其中，2020Q3 单季度收入 37.76 亿元（+21.48%），归母净利润 4.48 亿元（+35.63%），扣非归母净利润 4.06 亿元（+21.76%）。

分品类看：

1）**书写工具：**2020Q3 收入 18.69 亿元（+0.73%），收入占比 21.89%（同比-1.39pct），其中 2020Q3 单季度收入约 8.77 亿元（+22.28%）；

2）**学生文具：**2020Q3 收入 20.14 亿元（+1.14%），收入占比 23.6%（同比-1.45pct），其中 2020Q3 单季度收入约 9.93 亿元（+8.47%）；校边店渠道恢复相对较慢，主要原因或在于①疫情影响下，终端备货相较往年偏保守；②这次开学周期较长，因此消费不如往年集中；③仍有部分前期终端库存需要消化。

3）**办公文具：**2020Q3 收入 15.92 亿元（+11.91%），收入占比 18.6%（同比+0.78pct），其中 2020Q3 单季度收入约 5.51 亿元（+39.53%）；公司办公文具表现亮眼，我们认为主要原因或在于①疫情对办公恢复的影响弱于开学；②晨光相较竞品货源稳定，办公文具品类备货充足。

4）**其他产品：**2020Q3 收入 1.97 亿元（+3.73%），收入占比 2.3%（同比-0.09pct），其中 2020Q3 单季度收入约 0.92 亿元（+6.62%）。

分业务看：

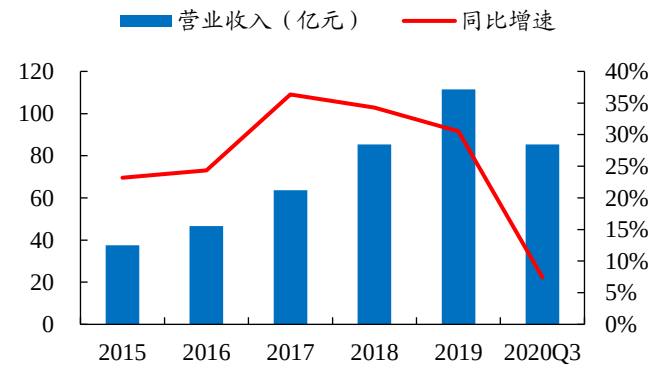
1）**传统核心业务：**2020Q3 实现营业收入 52.4 亿元，同比增长 2.9%，其中 2020Q3 单季度收入约 23.2 亿元（+16.6%）。

2）**晨光科力普：**2020Q3 实现营业收入 28.62 亿元，同比增长 15.24%，其中 2020Q3 单季度收入约 12.63 亿元（+28.50%）。

3）**晨光生活馆（含九木杂物社）：**2020Q3 实现营业收入 4.32 亿元，同比增长 2.82%，其中 2020Q3 单季度收入约 1.97 亿元（+3.95%）。

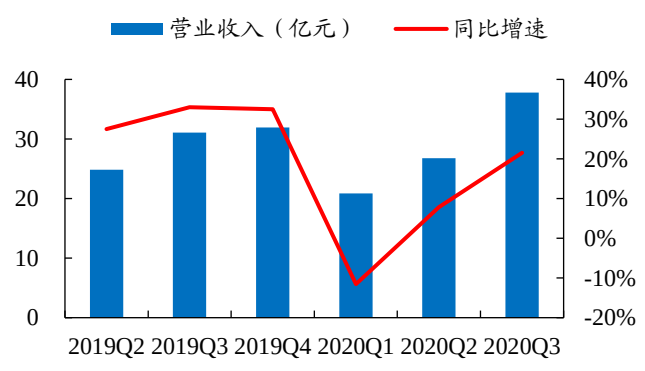
4）**晨光科技：**2020Q3 实现营业收入 3.39 亿元，同比增长 69.97%，其中 2020Q3 单季度收入约 1.04 亿元（+37.24%）。

图1：2020Q1-Q3 公司收入同比增长 7.43%



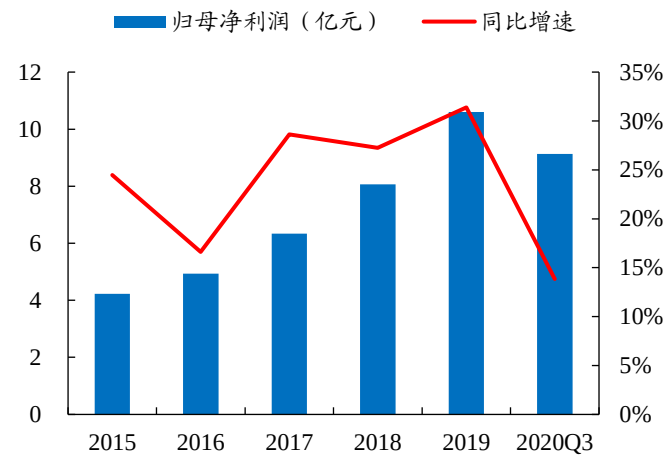
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020Q3 单季度公司收入同比增长 21.48%



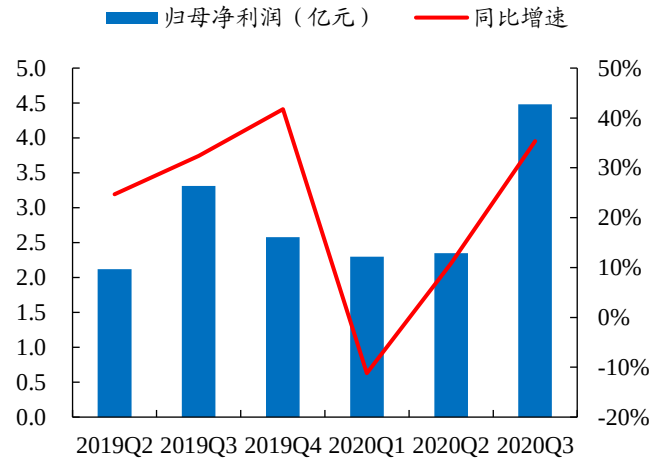
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020Q3 单季度公司收入同比增长 21.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020Q3 单季度公司净利润同比增长 35.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 盈利能力：单季度毛利率略下滑，扣非后净利率保持稳定

2020Q1-Q3，公司整体毛利率为 27.08%（+0.29pct）。其中 2020Q3，公司毛利率达 27.09%（-0.62pct）。

分品类看，毛利率提升：

书写工具：2020Q1-Q3 毛利率 40.07%（+4.01pct），其中 2020Q3 毛利率 39.7%（+1.9pct）。公司书写工具毛利率同比继续有所提升，我们认为主要原因或为：①整体看原材料价格有所下降；②高毛利的线上渠道占比有较明显提升；③产品结构有所优化，价格带有一定上移。

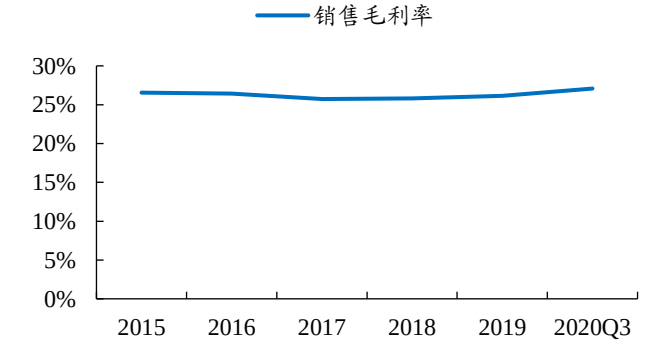
学生文具：2020Q1-Q3 毛利率 34.13%(+0.47pct)，2020Q3 毛利率 33.3%(-0.9pct)。

办公文具：2020Q1-Q3 毛利率 26.21 %(-0.24pct)，2020Q3 毛利率 26.4%(+0.3pct)。公司办公文具收入大幅增长的同时毛利率基本维持稳定。

其他产品：2020Q1-Q3 毛利率 46.4%(-0.7pct)，2020Q3 毛利率 44.9%(-2.7pct)。

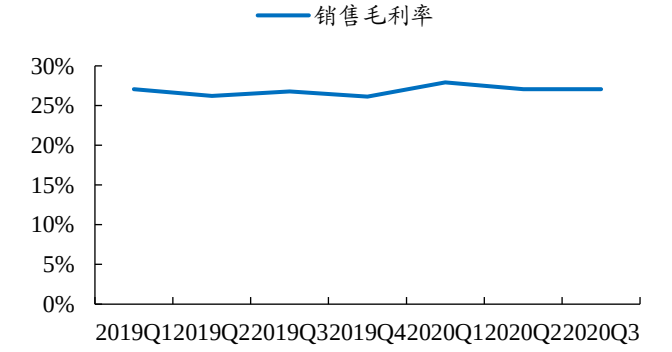
办公直销：2020Q1-Q3 毛利率 12.72%(-0.14pct)，2020Q3 毛利率 12.4%(-0.6pct)。

图5：2020Q1-Q3，公司整体毛利率为 27.08%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2020Q3，公司毛利率达 27.09%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020 年前三季度整体期间费用率同比提升，但 2020Q3 单季度费用率下行。2020Q1-Q3，公司期间费用率为 15.49%（+0.96pct），2020Q3 公司期间费用率为 13.53%（-0.21pct）：

1）销售费用率：2020Q1-Q3 同比提升 0.47pct 至 9.29%，主要或由于晨光科力普和九木持续的渠道建设投入，以及线上渠道开拓力度提升。2020Q3 单季度看，销售费用率为 8.19%（-0.04pct），基本稳定。

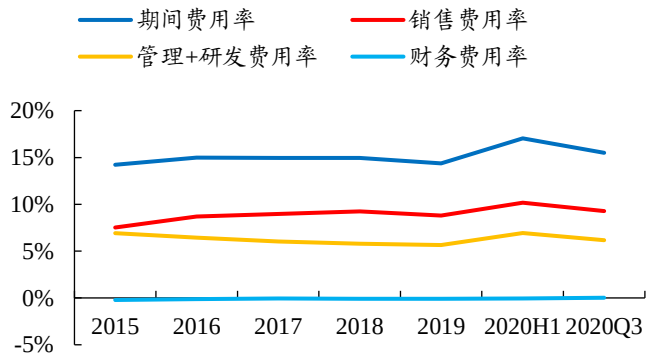
2）管理费用率：2020 Q1-Q3 同比提升 0.27pct 至 4.72%，主要系股权激励费用所致。2020Q3 单季度看，管理费用率为 4.06%（-0.17pct），有所下降。

3）研发费用率：2020 Q1-Q3 同比提升 0.09pct 至 1.44%；2020Q3 单季度为 1.15%（-0.18pct），有所下降。

4）财务费用率：2020 Q1-Q3 同比提升 0.11pct 至 0.02%，2020Q3 单季度为 0.13%（+0.18pct），主要系汇兑差异影响。

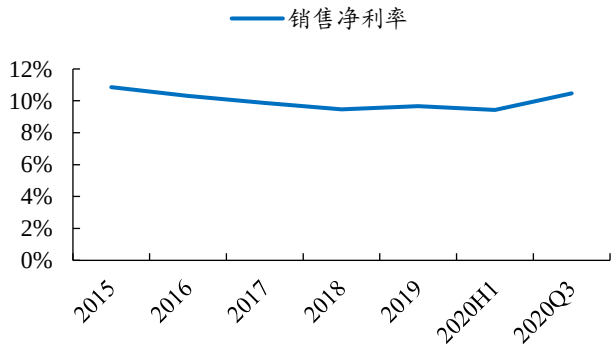
2020Q3，公司扣非后净利率基本保持稳定。2020Q1-Q3，公司净利率为 10.47%（+0.24pct），扣非净利率为 9.29%（-0.29pct）。其中 2020Q3 净利率为 11.87%（+1.24pct），扣非净利率为 10.75%（+0.04pct）。

图7：2020Q3 单季度公司费用率有所下行



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2020Q3 公司净利率提升，扣非净利率稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 经营性现金流大幅改善，营运能力维持正常水平

2020Q3 公司经营性现金流净额大幅改善。在终端销售回暖的带动下，公司经营性现金流大幅改善。2020Q3 公司经营性现金流量净额达 8.94 亿元，同比增长 31.9%。公司 2020Q1 给予供应链的现金流支持政策也在逐步恢复常态，2020Q3 报告期末应付票据及账款余额有显著提升（同比+16.8%，2020 中报期末同比-4.5%）

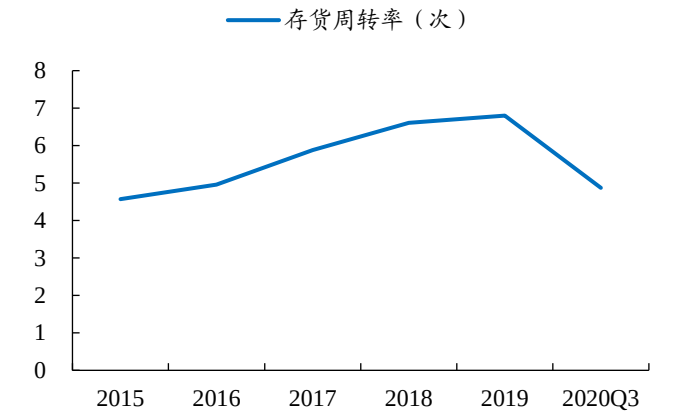
表1：2020Q3 经营性现金流净额大幅改善

	2019Q3	2020Q3	同比
经营性现金流量净额（单位：亿元）	6.78	8.94	31.86%
销售商品、提供劳务收到的现金（单位：亿元）	85.70	90.64	5.76%
经营活动流入小计（单位：亿元）	92.89	94.26	1.47%
购买商品、接受劳务支付的现金（亿元）	63.14	65.91	4.38%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	86.11	85.32	-0.92%

数据来源：Wind、开源证券研究所

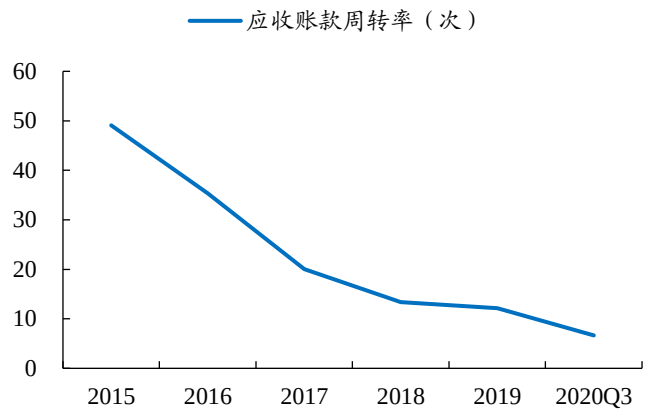
存货及应收账款周转率有所下降，但仍基本维持正常水平。2020Q3 期末，公司存货周转率和应收账款分别为 4.87 次和 6.65 次，分别同比下降 0.18 次和 0.91 次。考虑到疫情影响和晨光科力普业务占比提升，公司营运能力仍维持正常水平。

图9：2020Q3 存货周转率同比下降 0.18 次



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2020Q3 应收账款周转率同比下降 0.91 次



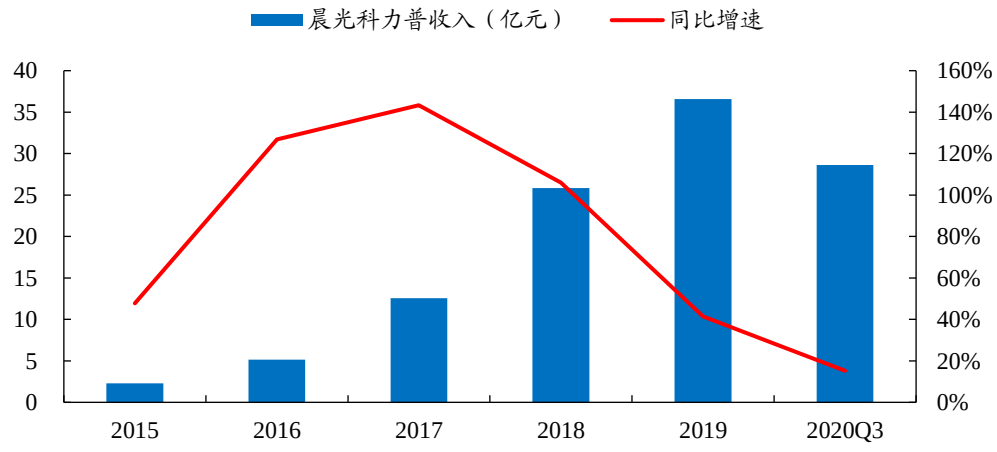
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 晨光科力普收入增速环比改善，九木开店环比提速

4.1、 晨光科力普：2020Q3 业绩环比继续改善

晨光科力普 2020Q3 业绩环比继续改善。2020Q1-Q3，晨光科力普收入 28.6 亿元，同比增长 15.2%，其中单三季度收入 12.6 亿元，同比增长约 28.5%。晨光科力普收入持续增长主要受益于：1）积极满足疫情期间防疫物资采购需求；2）持续推进大客户开发并于报告期内上线 MRO 线上商城。

图11：晨光科力普 2020Q1-Q3 收入增长 15.24%，其中 2020Q3 增长 28.5%



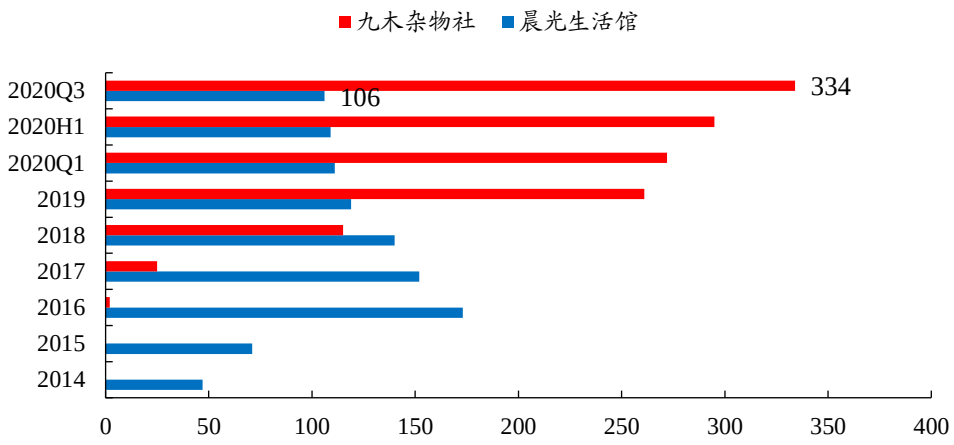
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 九木杂物社：收入增速环比略下滑，开店环比提速

九木杂物社新开店环比提速。截止 2020Q3 报告期末。公司拥有 440 家零售大店（相较 2019 年末增加 60 家，其中 2020Q3 增加 36 家），其中晨光生活馆 106 家（相较 2019 年末减少 13 家），九木杂物社 334 家（直营 211 家，加盟 123 家）。

在疫情影响下，九木杂物社 2020Q1-Q3 共新增 73 家门店（直营店新增 53 家，加盟店新增 20 家），其中 2020Q3 开店环比加速，共新增 39 家门店（直营店新增 31 家，加盟店新增 8 家）。在疫情影响逐渐趋弱的情况下，我们预计 2020 年全年九木杂物社新开店能到达到 100 家以上。

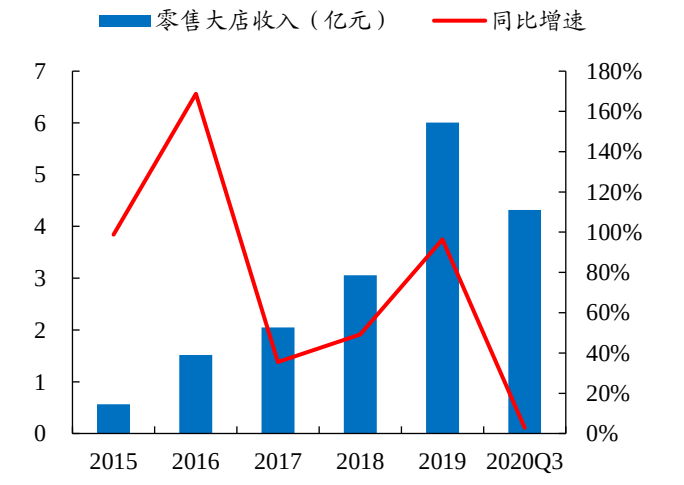
图12：2020H1 晨光新开店受疫情影响有限



数据来源：公司公告、开源证券研究所

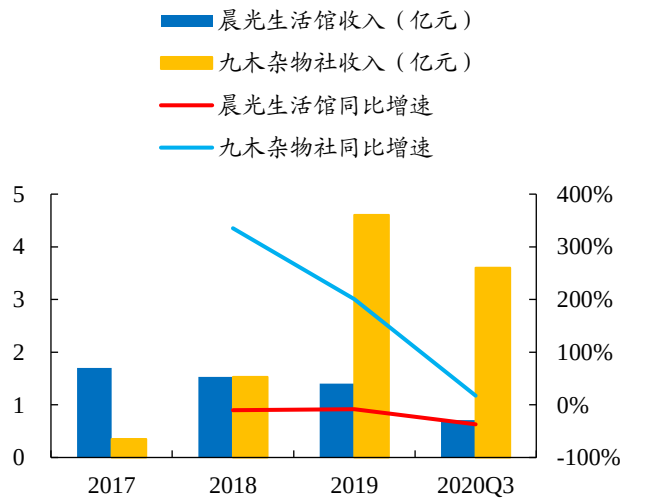
受基数影响，九木杂物社单季度收入增速环比有所下降。2020Q1-Q3，零售大店业务整体收入 4.32 亿元（+2.82%），其中晨光生活馆收入 1.25 亿元（-21.3%），九木杂物社收入 3.60 亿元（+17.4%）。2020Q3 单季度来看，九木杂物社收入约 1.65 亿元（+15.5%）。九木杂物社收入增速环比 2020H1 有所下降，我们认为主要原因在于：线下客流还处于恢复的过程中，而 2019H1 九木收入基数较低，因此能够靠新开店来拉动增长，但 2019Q3 九木杂物社的收入基数已经较高。

图13：2020Q1-Q3 零售大店收入同比增长 2.82%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：2020Q1-Q3 九木杂物社收入同比增长 17.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、 盈利预测与投资建议

上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 12.40/14.99/18.58 亿元（原为 11.84/14.80/18.51 亿元），对应 EPS 为 1.34/1.62/2.00 元，当前股价对应 PE 为 59/49/39 倍，维持“买入”评级。

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。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4100	5264	5929	8498	10033
现金	1047	1936	2525	3857	5223
应收票据及应收账款	811	1026	1070	1557	1649
其他应收款	110	118	222	229	304
预付账款	42	85	60	122	101
存货	1043	1378	1332	2011	2035
其他流动资产	1047	721	721	721	721
非流动资产	1578	2302	2218	2200	2233
长期投资	30	36	35	35	35
固定资产	877	1164	1155	1199	1227
无形资产	188	331	353	380	413
其他非流动资产	483	771	675	585	557
资产总计	5678	7565	8147	10697	12266
流动负债	2108	2995	2679	3985	3958
短期借款	0	183	0	0	0
应付票据及应付账款	1319	1861	1752	2770	2742
其他流动负债	788	951	927	1216	1215
非流动负债	73	109	109	109	109
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	73	109	109	109	109
负债合计	2181	3104	2788	4094	4067
少数股东权益	86	259	278	301	329
股本	920	920	927	927	927
资本公积	272	272	272	272	272
留存收益	2218	3009	3830	4824	6055
归属母公司股东权益	3411	4202	5081	6302	7870
负债和股东权益	5678	7565	8147	10697	12266

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	828	1082	1205	1765	1811
净利润	808	1076	1259	1522	1886
折旧摊销	198	231	217	245	221
财务费用	-8	-8	-30	-40	-68
投资损失	-35	-24	-31	-32	-31
营运资金变动	-145	-243	-209	70	-197
其他经营现金流	10	50	0	0	0
投资活动现金流	-296	-74	-102	-195	-224
资本支出	318	378	-83	-18	34
长期投资	-14	384	0	0	0
其他投资现金流	8	688	-185	-212	-190
筹资活动现金流	-225	-364	-513	-238	-222
短期借款	0	183	-183	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	7	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-225	-547	-338	-238	-222
现金净增加额	309	636	590	1332	1366

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8535	11141	12712	15931	19445
营业成本	6330	8230	9350	11701	14263
营业税金及附加	35	42	50	63	77
营业费用	789	980	1189	1490	1808
管理费用	380	469	610	704	861
研发费用	114	160	191	239	292
财务费用	-8	-8	-30	-40	-68
资产减值损失	3	-18	0	0	0
其他收益	9	27	9	10	12
公允价值变动收益	0	5	0	0	0
投资净收益	35	24	31	32	31
资产处置收益	-0	6	0	0	0
营业利润	935	1283	1393	1816	2255
营业外收入	46	29	140	35	31
营业外支出	21	19	20	21	19
利润总额	960	1294	1513	1830	2267
所得税	152	218	255	308	381
净利润	808	1076	1259	1522	1886
少数股东损益	1	16	19	23	28
归母净利润	807	1060	1240	1499	1858
EBITDA	1127	1478	1669	1979	2352
EPS(元)	0.87	1.14	1.34	1.62	2.00

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	34.3	30.5	14.1	25.3	22.1
营业利润(%)	36.9	37.3	8.6	30.3	24.2
归属于母公司净利润(%)	27.3	31.4	17.0	20.9	23.9
获利能力					
毛利率(%)	25.8	26.1	26.4	26.5	26.6
净利率(%)	9.5	9.5	9.8	9.4	9.6
ROE(%)	23.1	24.1	23.5	23.1	23.0
ROIC(%)	22.4	23.3	23.5	22.7	22.3
偿债能力					
资产负债率(%)	38.4	41.0	34.2	38.3	33.2
净负债比率(%)	-27.9	-37.7	-45.8	-57.4	-62.9
流动比率	1.9	1.8	2.2	2.1	2.5
速动比率	0.9	1.2	1.7	1.6	2.0
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7
应收账款周转率	13.3	12.1	12.1	12.1	12.1
应付账款周转率	5.9	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.14	1.34	1.62	2.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.17	1.30	1.90	1.95
每股净资产(最新摊薄)	3.68	4.53	5.47	6.79	8.48
估值比率					
P/E	90.1	68.6	58.6	48.5	39.1
P/B	21.3	17.3	14.3	11.5	9.2
EV/EBITDA	63.7	47.8	41.9	34.6	28.6

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