

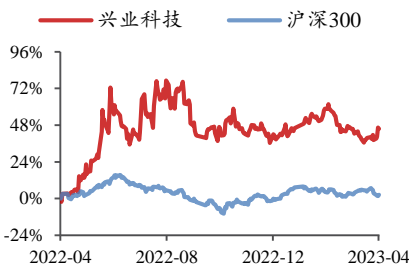
兴业科技 (002674.SZ)

2023年04月28日

投资评级：买入（维持）

日期	2023/4/27
当前股价(元)	11.35
一年最高最低(元)	14.20/7.60
总市值(亿元)	33.13
流通市值(亿元)	32.79
总股本(亿股)	2.92
流通股本(亿股)	2.89
近3个月换手率(%)	42.51

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《对宏兴持股比例提升落地，第二成长曲线持续兑现—公司信息更新报告》-2022.12.9

《原材料价格下降致业绩如期反转，汽车皮革快速增长—公司信息更新报告》-2022.10.25

《新能源汽车内饰用皮革业务加速成长，全年增长可期—公司信息更新报告》-2022.8.23

第二曲线快速放量，股权激励彰显信心

—公司信息更新报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

● 第二曲线快速放量，股权激励彰显信心，维持“买入”评级

2022年收入/归母净利润为19.88/1.5亿元，yoy+15.1%/-17.0%，2023Q1收入/归母净利润为4.6/0.28亿元，yoy+78.99%/629.59%。我们下调2023-2024并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润为2.1/2.7/3.2亿元（2023-2024原为2.7/3.6亿元），对应EPS为0.7/0.9/1.1亿元，当前股价对应PE为15.7/12.5/10.4倍，公司坚定一站式皮革材料供应商战略，主业受益于下游低库存及消费复苏&汽车内饰高速发展&宝泰收入有望高增，股权激励目标彰显信心，维持“买入”评级。

● 2022年皮革销售量价齐增，汽车内饰用皮革快速放量

2022年皮革销售19.5亿元（+16%）其中量+3%价+13%，其中鞋包带用/汽车内饰用/二层皮胶原原料分别收入15.61亿元（-3.0%）、3.09亿元（+100%）、0.51亿元（+74.4%），各自占比78.51%/15.52%/2.55%，第二曲线汽车内饰用皮革迅速放量驱动收入增长。2022年宏兴汽车皮革实现收入4.08亿元（同期为1.28亿元），受2022H1疫情影响下净利润3380万（同期7.6亿元），6-12月并表收入3.11亿，其中2022Q3/Q4分别收入1.25/1.42亿元，以56%持股比例计算并表利润约1680万，测算净利率9.6%，2022年12月持股比例已提至60%。

● 2022年现金流及存货受子公司并表影响，2023Q1盈利能力大幅改善

(1) 2022年毛利率19.51%（-4.9pct），鞋包带用/汽车内饰用/二层皮胶原产品原料的毛利率为19.48%（-5.8pct）/23.85%/14.07%（-9.2pct），期间费用率8.46%（-0.8pct），销售/管理/研发/财务费用率为1.1%/4.1%/2.8%/0.48%（基本持平/-0.4/+0.1/-0.2pct），净利率7.57%（-2.93pct）。2023Q1盈利能力大幅改善，毛利率17.76%（+5.35pct），归母净利率6.11%（+4.61pct）。(2) 存货及现金流受子公司合并报表影响，2022年/2023Q1经营活动现金流净额-1.1/-2.3亿元（同期为1.4/-0.24亿元）主要系备货旺季&低价&收入增长预期下加大原材料采购。截至2023Q1，存货规模为11.98亿元（+17.9%），存货周转天数261天（-45天）。

● 加大投入印尼产能抢占产业链配套先机，股权激励彰显长期发展信心

2022年总产能1.64亿平方英尺（+11%），产能利用率66.37%（-4.2pct），其中国内：公司及子公司现有310万张/年加工环保指标保证公司产能需求，海外：收购并增资印尼联华皮革，2023年预计将具备800WSF年产能，未来印尼产能将有序扩张。公司发布股权激励草案，以2022年净利润为基数，行权比例100%对应的2023-2025年归母净利润增长分别不低于50%/40%/40%。

● 风险提示：汽车用革订单及产能扩张不及预期、原材料价格大幅波动。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,726	1,988	2,757	3,233.0	3,719
YOY(%)	18.2	15.1	38.7	17.3	15.0
归母净利润(百万元)	181	151	211	265	317
YOY(%)	56.9	-17.0	40.0	25.8	19.7
毛利率(%)	24.4	19.5	20.0	20.8	21.4
净利率(%)	10.5	8.4	9.1	10.1	10.9
ROE(%)	7.8	6.8	9.2	10.9	12.0
EPS(摊薄/元)	0.62	0.52	0.72	0.91	1.09
P/E(倍)	18.3	22.0	15.7	12.5	10.4
P/B(倍)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 汽车内饰用皮革跨越式发展，2023Q1 主业表现好于预期.....	3
2、 2022 年高价库存及疫情致毛利率承压，严格费控下净利率跌幅窄于毛利率.....	4
3、 股权激励彰显信心，收购增资印尼工厂海外市场有望扩容.....	6
4、 盈利预测与投资建议.....	6
5、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

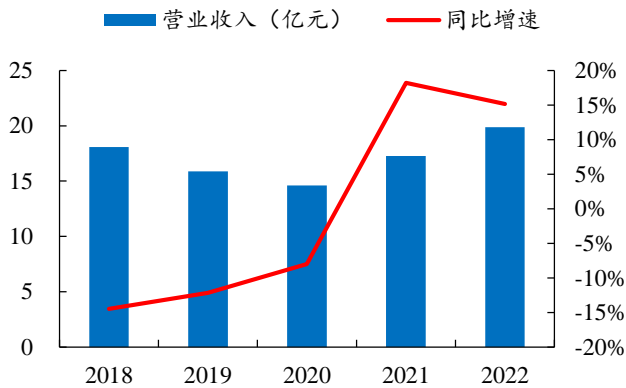
图表目录

图 1： 2022 收入 19.88 亿元（+15.1%）.....	3
图 2： 2023Q1 收入 4.64 亿元，同比+79.0%.....	3
图 3： 2022 归母净利润 1.51 亿元（-17.0%）.....	3
图 4： 2022Q4/2023Q1 归母净利润 5.87/4.64 亿元，同比+373.9%/+629.6%.....	3
图 5： 2022 毛利率/净利率为 19.51%（-4.9pct）/7.57%（-2.93pct）.....	5
图 6： 2023Q1 毛利率/净利率为 17.8%/6.11%，同比+4.61pct t.....	5
图 7： 2022 期间费用率为 8.46%（-0.8pct）.....	5
图 8： 2023Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.14/-1.34/-0.66/-0.63pct.....	5
图 9： 2022 年存货 10.16 亿元（+39.1%）.....	5
图 10： 2022 年公司应收账款为 3.44 亿元（+53.63%）.....	5
表 1： 2022 汽车内饰用皮革收入 3.09 亿元，占比 15.52%，主业主下游仍为鞋包袋用革，占比 78.51%.....	4
表 2： 公司层面业绩考核要求，彰显长期发展信心.....	6
表 3： 2022 年控股公司并表后总产能扩张.....	6

1、汽车内饰用皮革跨越式发展，2023Q1 主业表现好于预期

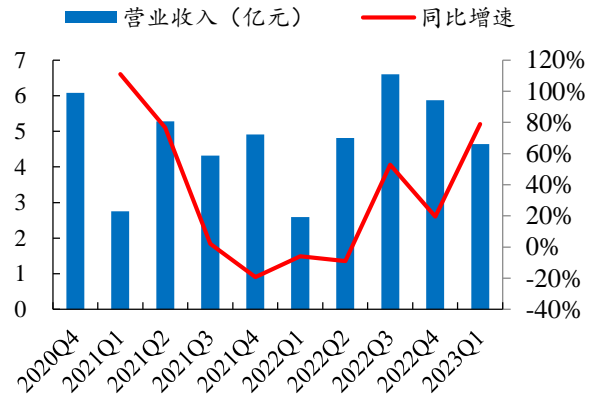
公司 2022 年收入为 19.88 亿元 (+15.1%)，归母净利润 1.51 亿元 (-17.0%)，分季度看，2022Q1-2023Q1 实现营业收入 2.59/4.81/6.60/5.87/4.64 亿元，同比分别 -5.8%/-8.9%/+52.8%/+19.6%/+79.0%，实现归母净利润 0.04/0.48/6.60/5.87/4.64 亿元，同比分别 -80.6%/-50.4%/+30.7%/+373.9%/+629.6%，同比增速大幅回升，季度业绩呈现改善趋势，业绩有望加速。

图1：2022 收入 19.88 亿元 (+15.1%)



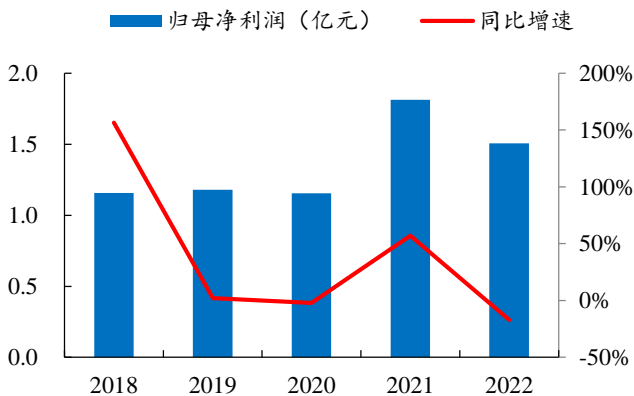
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2023Q1 收入 4.64 亿元，同比+79.0%



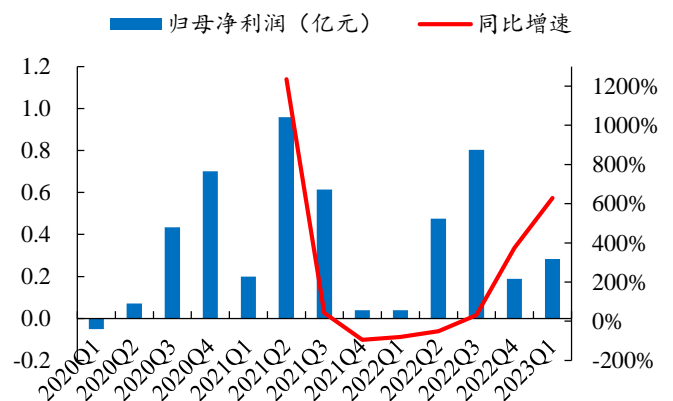
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2022 归母净利润 1.51 亿元 (-17.0%)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2022Q4/2023Q1 归母净利润 5.87/4.64 亿元，同比 +373.9%/+629.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

收入拆分：

(1) 主业：2022 年鞋包袋用皮革收入分别为 15.61/0.30 亿元，同比 -3.0%/-29.9%；二层皮胶原产品原料收入为 0.51 亿元，同比 +74.4%。主业的主要下游仍为中高端鞋面用皮革和包袋用皮革，占比 78.51%，客户包括国内外知名品牌丽荣、森达、TIMBERLAND、哥伦比亚、OLUCA、红蜻蜓、迪桑娜、菲安妮、利郎、万里马、际华集团、康奈、奥康、宝姿、千百度、雅氏等。

(2) 汽车用皮革：2022 年汽车内饰用皮革收入 3.09 亿元，收入占比 15.52%。控股宏兴汽车皮革目前供应理想/蔚来/问界/哪吒/吉利/马自达等品牌，已取得理想 L7/L8/L9，蔚来 ET7/ES6/EC6，问界 M5 增程和纯电多款车，2022 年全年宏兴汽

车皮革收入为 4.08 亿，净利润约 3380 万，公司并表收入 3.11 亿，以公司持有宏兴的股权比例的 56% 计算，并表利润约 1680 万左右，实现了汽车内饰用皮革领域从 0 到 1 的跨越式发展，主要系 2022 年国内新能源乘用车销量 567.4 万辆 (+90%)，其中理想、蔚来、小鹏、赛力斯问界等自主品牌中高端新能源车型销量的增加，带动汽车内饰用皮革需求增长。

(3) 二层皮：2022 年二层皮胶原产品原料收入 5067 万元 (+74.39%)，公司全资子公司的控股子公司宝泰皮革（持股 51%）主要从事二层皮深加工，其产品为二层皮面料销售和二层皮胶原产品原料销售，胶原产品终端应用为肠衣及胶原蛋白皮块。

表1：2022 汽车内饰用皮革收入 3.09 亿元，占比 15.52%，主业主下游仍为鞋包袋用革，占比 78.51%

	2022	收入占比	毛利率	2021	收入占比	收入 YOY	占比 YOY	毛利率 YOY
鞋包袋用皮革	15.61	78.5%	19.48%	16.08	93.2%	-3.0%	-14.7 pct	-5.77pct
汽车内饰用皮革	3.09	15.5%	23.85%	0	0	/	15.5 pct	/
二层皮胶原产品原料	0.51	2.6%	14.07%	0.29	1.7%	74.4%	0.9 pct	-9.17pct
其他用皮革	0.30	1.5%	7.10%	0.43	2.5%	-29.9%	-1.0pct	-20.93pct
牛皮革行业	19.5	98.09%	19.84%	16.8	97.34%	16.03%	0.75pct	-5.45pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、2022 年高价库存及疫情致毛利率承压，严格费控下净利率跌幅窄于毛利率

毛利率：公司 2022 年毛利率为 19.51% (-4.9pct)，毛利率下滑主要系 2022H1 高价库存及泉州疫情影响产能利用率。分季度看 2022Q1-Q4 毛利率分别为 12.41%/16.16%/19.7%/19.5%，分别同比-7/-13/-7/-1pct，2023Q1 毛利率 17.8%，同比提升 5.4pct。

2022 年毛利率按业务拆分：

(1) 鞋包袋用皮革毛利率为 19.48%，同比-5.77pct；

(2) 汽车内饰用皮革毛利率为 23.85%，毛利率高于传统主业，收入占比对毛利率正向贡献；

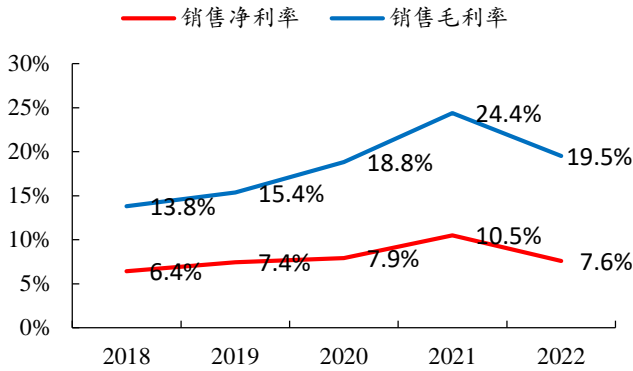
(3) 二层皮胶原产品原料毛利率为 14.07%，同比-9.17pct。

费用端：2022 期间费用率为 8.46% (-0.8pct)，拆分看，2022 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.11%/4.04%/2.30%/0%，同比-0.02/-0.44/+0.13/-0.17pct。

2023Q1 期间费用率分别为 7.45% (-2.76pct)，销售/管理/研发费用分别同比 +59.58%/+34.39%/+39.36%，主要系新增合并子公司宏兴汽车皮革报表，财务费用同比-100.16%，主要系定期存款利息收入增加，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.04%/3.44%/2.48%/-0.82%，同比-0.14/-1.34/-0.66/-0.63pct。

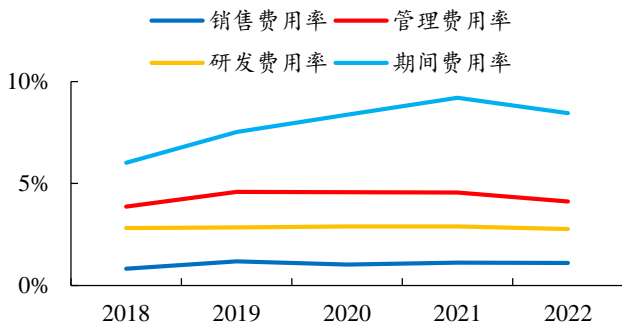
净利率：公司 2022 净利率为 7.57% (-2.93pct)，2023Q1 年净利率 6.11% (+4.61pct)。

图5: 2022 毛利率/净利率为 19.51% (-4.9pct) /7.57% (-2.93pct)



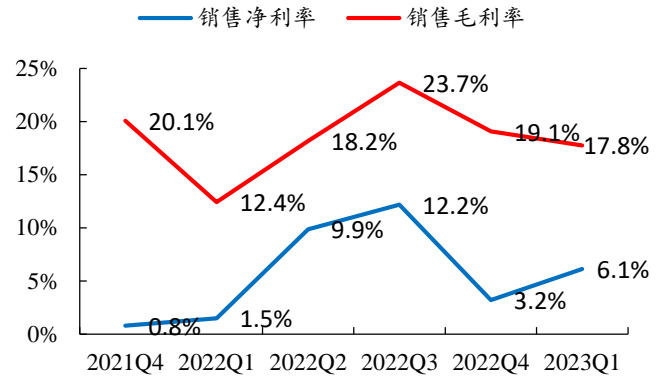
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图7: 2022 期间费用率为 8.46% (-0.8pct)



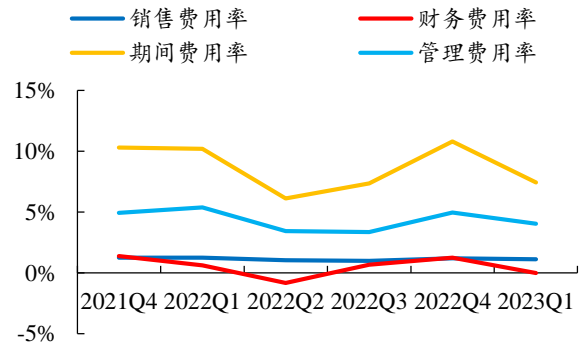
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 2023Q1 毛利率/净利率为 17.8%/6.11%，同比 +4.61pct



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图8: 2023Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.14/-1.34/-0.66/-0.63pct

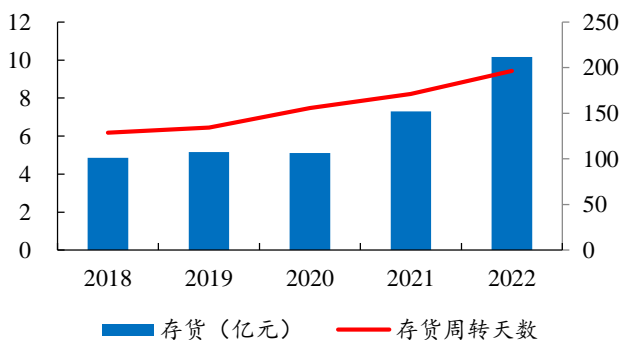


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

营运能力方面: 存货及现金流受子公司合并报表影响。

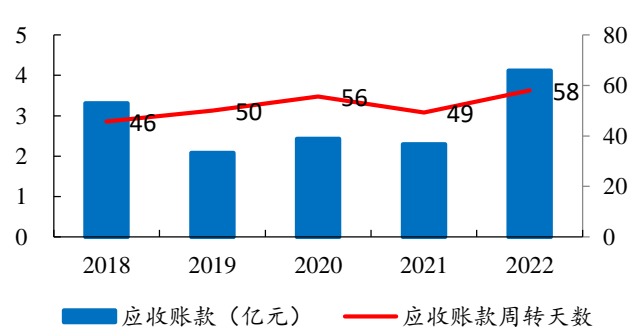
2022 年/2023Q1 经营活动现金流净额-1.1/ -2.3 亿元 (同期为 1.4/-0.24 亿元) 主要系备货旺季&低价&收入增长预期下加大原材料采购。截至 2023Q1, 存货规模为 11.98 亿元 (+17.9%), 环比 2022 年的 10.16 亿元增长 17.91%, 存货周转天数 261 天 (-45 天)。

图9: 2022 年存货 10.16 亿元 (+39.1%)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图10: 2022 年公司应收账款为 3.44 亿元 (+53.63%)



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、股权激励彰显信心，收购增资印尼工厂海外市场有望扩容

股权激励彰显长期发展信心。4月24日发布2023年股票期权激励计划(草案)，拟向激励对象授予股票期权数量总计1,670万份/股，占本激励计划草案公告日公司总股本的5.72%。其中：首次授予1,340万份/股，占本计划拟授予权益总数的80.24%。行权价格为8.19元/份，预留行权价格与首次行权价格一致。此次激励设置公司业绩、个人绩效考核层次，其中公司层面业绩指标，以2022年净利润为基数，行权比例100%对应的2023-2025年归母净利润增长分别不低于50%/40%/40%，行权比例80%对应的增长为30%/20%/20%。

表2：公司层面业绩考核要求，彰显长期发展信心

行权安排	对应该考核	业绩考核目标	公司层面行权比例(M)
第一个行权期	2023年度较2022年度净利润增长率为X1	X1≥50%	100%
		50%>X1≥30%	80%
		X1<30%	0
第二个行权期	2024年度较2023年度净利润增长率为X2	X2≥40%	100%
		40%>X2≥20%	80%
		X2<20%	0
第三个行权期	2025年度较2024年度净利润增长率为X3	X3≥40%	100%
		40%>X3≥20%	80%
		X3<20%	0

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2022年控股公司并表、宝泰工厂建设后总产能扩张、产能利用率提升，环保产能充足。2022年总产能16,400万平方英尺(+11%)，产能利用率66.37%(-4.2pct，环比+8.7pct)。公司及子公司瑞森皮革、兴宁皮业现有年加工生牛皮310万张的环保指标，保证公司各主业的用皮需求。

公司传统主业国内市占率稳步提升，收购增资印尼工厂，海外市场有望扩容。公司子公司兴业国际与PT. CISARUA CIANJUR ASR共同在印度尼西亚设立联华皮革工业有限公司，兴业国际持股比例90%，在国际品牌在东南亚市场越来越多采用本土供应链趋势下，公司有望利用联华皮革(印尼)实现印尼当地交货，缩短交期提高响应速度，争取更多国际市场订单。联华皮革2023年度预计将具备天然牛头层皮革年加工800万平方英尺的生产能力，未来随着联华皮革业务的逐步拓展，海外市场有望扩张。

表3：2022年控股公司并表后总产能扩张

	2021	2022H1	2022年	同比
总产能(万平方英尺)	14,720	7,600	16,400	+11%
产能利用率	70.53%	57.68%	66.37%	-4.2pct

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

我们下调2023-2024并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润为2.1/2.7/3.2亿元(2023-2024原为2.7/3.6亿元)，对应EPS为0.7/0.9/1.1亿元，当前股价对应PE为15.7/12.5/10.4倍，公司坚定一站式生牛皮材料供应商战略，主业

受益于下游低库存及消费复苏&汽车内饰高速发展&宝泰收入有望高增，公司股权激励目标彰显发展信心，继续维持“买入”评级。

5、风险提示

汽车用革订单及产能扩张不及预期、原材料价格大幅波动。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2512	2797	3086	3324	3917
现金	823	823	1142	1339	1540
应收票据及应收账款	229	412	0	0	0
其他应收款	2	6	5	8	7
预付账款	46	89	98	121	131
存货	731	1016	1391	1405	1788
其他流动资产	681	451	451	451	451
非流动资产	795	990	1184	1267	1335
长期投资	106	115	124	132	141
固定资产	480	529	717	797	862
无形资产	52	51	51	51	50
其他非流动资产	157	296	293	286	282
资产总计	3307	3787	4270	4591	5252
流动负债	632	1180	1409	1480	1789
短期借款	210	317	1203	1200	1552
应付票据及应付账款	274	320	0	0	0
其他流动负债	148	543	206	280	237
非流动负债	349	129	132	121	108
长期借款	300	75	78	67	54
其他非流动负债	50	54	54	54	54
负债合计	981	1309	1540	1601	1896
少数股东权益	26	128	168	229	316
股本	292	292	292	292	292
资本公积	1267	1267	1267	1267	1267
留存收益	712	775	986	1242	1595
归属母公司股东权益	2300	2350	2561	2761	3040
负债和股东权益	3307	3787	4270	4591	5252

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	135	-111	-10	453	76
净利润	181	168	251	326	404
折旧摊销	59	60	65	85	101
财务费用	11	10	8	13	15
投资损失	-18	-17	-14	-16	-19
营运资金变动	-168	-400	-339	29	-439
其他经营现金流	69	69	19	15	13
投资活动现金流	-558	18	-261	-165	-162
资本支出	76	163	250	159	160
长期投资	-497	226	-9	-9	-9
其他投资现金流	15	-44	-3	3	7
筹资活动现金流	-75	104	-296	-88	-65
短期借款	-370	107	886	-3	352
长期借款	300	-225	3	-11	-13
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5	222	-1185	-74	-403
现金净增加额	-501	15	-567	200	-150

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1726	1988	2757	3233	3719
营业成本	1305	1600	2204	2561	2925
营业税金及附加	13	13	18	21	24
营业费用	19	22	31	34	37
管理费用	79	82	119	133	145
研发费用	50	55	76	90	103
财务费用	11	10	8	13	15
资产减值损失	-59	-29	-30	-34	-39
其他收益	11	27	28	32	37
公允价值变动收益	3	-12	-17	-13	-11
投资净收益	18	17	14	16	19
资产处置收益	-1	-0	-0	-0	-0
营业利润	220	200	298	385	477
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	10	4	4	4	4
利润总额	210	196	294	381	473
所得税	29	28	43	55	68
净利润	181	168	251	326	404
少数股东损益	-0	17	40	61	87
归属母公司净利润	181	151	211	265	317
EBITDA	277	255	381	507	619
EPS(元)	0.62	0.52	0.72	0.91	1.09

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	18.2	15.1	38.7	17.3	15.0
营业利润(%)	58.1	-9.1	49.0	29.3	23.8
归属于母公司净利润(%)	56.9	-17.0	40.0	25.8	19.7
获利能力					
毛利率(%)	24.4	19.5	20.0	20.8	21.4
净利率(%)	10.5	8.4	9.1	10.1	10.9
ROE(%)	7.8	6.8	9.2	10.9	12.0
ROIC(%)	14.2	9.4	12.0	16.2	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	29.7	34.6	36.1	34.9	36.1
净负债比率(%)	-12.3	-4.0	6.6	-1.0	3.3
流动比率	4.0	2.4	2.2	2.2	2.2
速动比率	2.6	1.4	1.1	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	7.3	6.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	7.3	7.0	14.9	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.52	0.72	0.91	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	-0.38	-0.03	1.55	0.26
每股净资产(最新摊薄)	7.88	8.05	8.78	9.46	10.41
估值比率					
P/E	18.3	22.0	15.7	12.5	10.4
P/B	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.0	12.0	8.9	6.4	5.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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