

## 浙江自然 (605080.SH) 2022Q4 业绩承压, 2023 年内销及新品有望驱动成长

2023 年 05 月 03 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (分析师)

lvming@kysec.cn

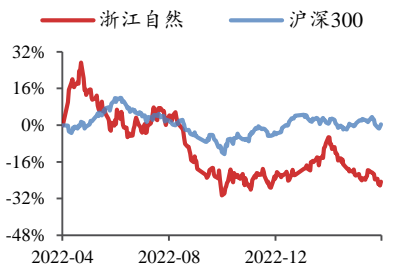
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/4/28
当前股价(元)	44.70
一年最高最低(元)	77.21/40.74
总市值(亿元)	45.20
流通市值(亿元)	15.03
总股本(亿股)	1.01
流通股本(亿股)	0.34
近 3 个月换手率(%)	89.34

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《2022Q3 扣非净利率稳定, 期待下游去库存后再启航——公司信息更新报告》-2022.10.26

《内销表现亮眼, 经营韧性彰显, 全年增长预期不改——公司信息更新报告》-2022.8.14

《TPU 户外用品龙头, 拓品类扩产能构筑新成长——公司首次覆盖报告》-2022.6.28

### ● 2022Q4 业绩承压, 2023 年内销及新品有望驱动成长, 维持“买入”评级

公司 2022 年实现营收 9.46 亿元 (+12.3%), 实现归母/扣非归母净利润 2.13/2.05 亿元, 同比变动-3.0%/+3.0%, 2022Q4 收入/归母净利润分别-19.8%/-62.3%, 利润受收入下滑及高誉减值影响。2023Q1 实现营收 2.40 亿元 (-27.2%), 归母/扣非净利润 0.67/0.53 亿元, 高基数下同减 20.9%/31.0%。业绩阶段性承压, 我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 2.5/3.0/3.5 亿元 (此前 2023-2024 年 3.2/4 亿元), 对应 EPS 为 2.5/3.0/3.4 元, 当前股价对应 PE 为 18.1/15.2/13 倍, 公司垂直一体化的竞争优势突出, 内销稳步开拓, 2023Q1 盈利能力改善, 静待海外去库及需求拐点, 维持“买入”评级。

### ● 量增驱动, 新品类增速亮眼, 内销实现高增带动占比提升

整体量价拆分: 2022 年销量+17.1%, 平均售价-4.1%, 收入以量增驱动。(1) 分产品看, 气床/箱包/枕头坐垫/其他实现营收 6.88/1.27/0.75/0.55 亿元, 同比 +8.3%/+15.2%/+33.8%/+36.9%, 气床和枕头坐垫呈现量价齐升的态势, 销量同增 2.7%/25.4%, 价格同增 5.4%/6.7%, 箱包量增 24%而售价下降 6.8%。(2) 分地区看, 境内/境外收入 2.4/7.0 亿元, +42.1%/+4.65%, 受益于国内精致露营和户外运动兴起, 内销实现高增, 收入占比提升 5.4pct 至 26%, 展望 2023 年预计外销去库及需求改善后恢复出货节奏, 叠加柬埔寨硬箱 2023H2 逐步放量利好, 内销预计持续受益国内户外需求。此外, 公司持续开拓家用床、水上用品等新品类。

### ● 2023Q1 盈利能力环比同比均有改善, 营运质量表现良好

盈利能力: 2022 年毛/净利率为 36.61%/22.52%, 分别同降 2.1/3.5pct, 扣非净利率 21.6% (-1.9pct) 主要系原材料价格、货运成本波动所致; 2022 年销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.1/+0.1/+0.1/-1.7pct, 财务费用率变动明显主要系人民币汇率贬值导致汇兑损益增加。2023Q1 公司毛/净利率为 37.91%/27.97%, 同增 1.4/2.2pct, 在 2022Q1 较高基数上实现盈利能力改善。营运能力: 截止 2023Q1 末, 存货规模 2.3 亿元 (+5%), 存货周转天数 146 天 (+45 天); 应收账款周转天数 62 天 (+13 天); 2023Q1 经营性现金流净额为 0.07 亿元 (-410.81%)。

### ● 募投项目稳步推进, 产能有望持续提升

改性 TPU 面料及户外用品智能化生产基地建设项目稳步推进, 项目因受实际情况制约, 在不影响生产的情况下有序推进, 2022 年已有立体库、成品车间等部分厂房建成并投入使用, 未来将加强终端产品产能。

● 风险提示: 订单、新品类拓展、产能扩张不及预期, 原材料价格大幅上涨。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	842	946	1,043	1,263	1,483
YOY(%)	44.9	12.3	10.2	21.1	17.5
归母净利润(百万元)	220	213	250	298	348
YOY(%)	37.6	-3.0	17.2	19.3	16.7
毛利率(%)	38.8	36.6	36.6	36.6	36.6
净利率(%)	26.1	22.5	23.9	23.6	23.4
ROE(%)	13.6	11.7	12.2	13.0	13.2
EPS(摊薄/元)	2.17	2.11	2.47	2.95	3.44
P/E(倍)	20.6	21.2	18.1	15.2	13.0
P/B(倍)	2.8	2.5	2.2	2.0	1.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2022Q4 业绩阶段性承压，2023 年内销及新品有望驱动成长.....	3
2、 2022 年盈利能力承压，2023Q1 同比改善，营运表现良好.....	4
2.1、 盈利能力：降本增效应对原材料上涨，2023Q1 盈利能力改善.....	4
2.2、 营运能力：2023Q1 库存同比略有增长，营运能力总体良好.....	5
3、 盈利预测与投资建议.....	5
4、 风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

## 图表目录

图 1： 2022 年公司实现收入 9.46 亿元 (+12.3%) .....	3
图 2： 2023Q1 公司实现收入为 2.40 亿元 (-27.2%) .....	3
图 3： 2022 年公司归母净利润为 2.13 亿元 (-3.0%) .....	3
图 4： 2023Q1 公司归母净利润为 0.67 亿元 (-20.9%) .....	3
图 5： 2023Q1 期间费用率提升 4.1pct.....	5
图 6： 公司 2023Q1 盈利能力改善 .....	5
图 7： 2023Q1 存货规模同比略有增长.....	5
图 8： 2023Q1 应收账款同比减少 10.6% .....	5
表 1： 2022 年气床/箱包/枕头坐垫分别同增 8.3%/15.2%/33.8% (单位：亿元) .....	4
表 2： 2022 年国内业务快速增长，海外业务阶段性承压 (单位：亿元) .....	4

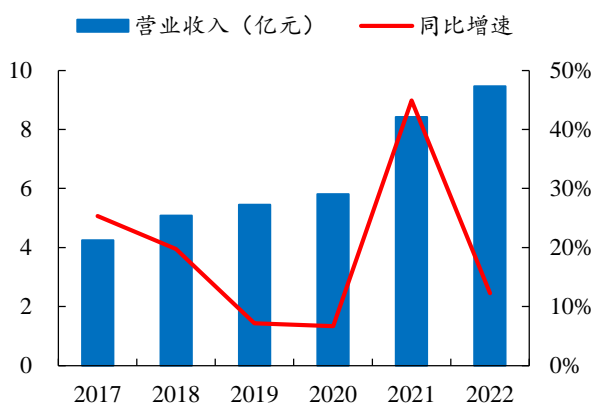
## 1、2022Q4 业绩阶段性承压，2023 年内销及新品有望驱动成长

2022 年公司全年实现营业收入 9.46 亿元 (+12.3%)，实现归母净利润 2.13 亿元 (-3.0%)，实现扣非归母净利润 2.05 亿元 (+3.0%)。2022Q4 收入/归母净利润分别 -19.8%/-62.3%，利润受收入下滑及商誉减值影响。

分季度看，2022Q1-4 营收分别实现 3.30/3.06/1.68/1.42 亿元，同比变动 +46.6%/+13.2%/-1.2%/-19.8%，归母净利润分别实现 0.85/0.89/0.25/0.14 亿元，同比变动 +37.8%/+18.0%/-45.4%/-62.3%。

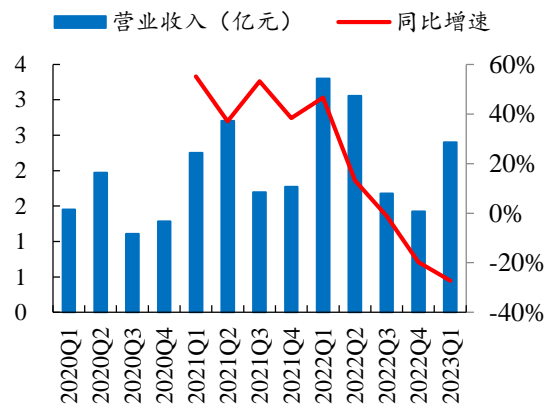
2023Q1 公司实现营业收入 2.40 亿元 (-27.2%)，实现归母净利润 0.67 亿元 (-20.9%)；实现扣非归母净利润 0.53 亿元 (-31.0%)。

图1：2022 年公司实现收入 9.46 亿元 (+12.3%)



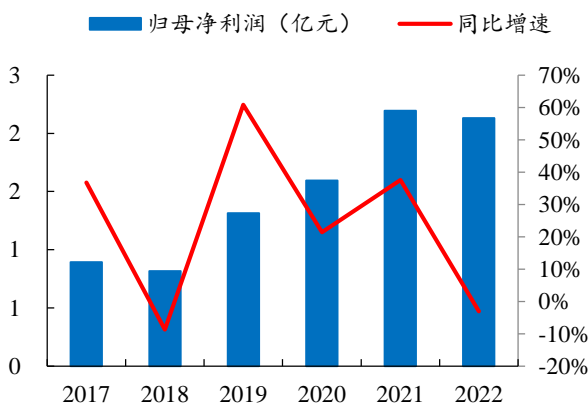
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q1 公司实现收入为 2.40 亿元 (-27.2%)



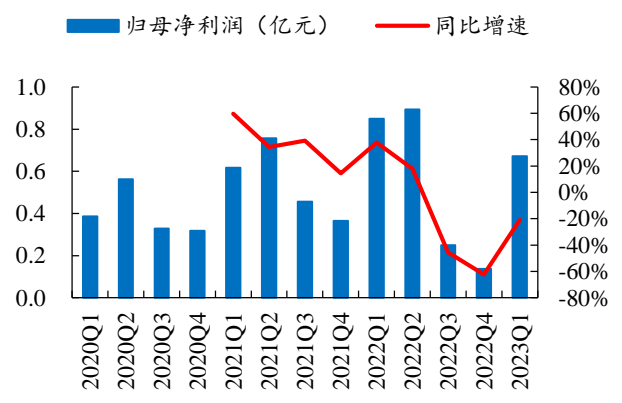
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022 年公司归母净利润为 2.13 亿元 (-3.0%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q1 公司归母净利润为 0.67 亿元 (-20.9%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

### (1) 分产品看：枕头坐垫增长较快，气床贡献主要收入。

**气床**：2022 年营收 6.88 亿元，同比+8.3%，收入占比为 72.82% (-2.7pct)，量价拆分来看，销量 434.62 万件，同比+2.7%，预计单价 158.32 元/件，同比+5.4%；

**箱包**：2022 年营收 1.27 亿元，同比+15.2%，收入占比为 13.48% (+0.3pct)，量价拆分来看，销量 228.87 万件，同比+25.5%，预计单价 55.65 元/件，同比-6.8%；

**枕头坐垫：**2022 年营收 0.75 亿元，同比+33.8%，收入占比为 7.89% (+1.3pct)，量价拆分来看，销量 235.46 万件，同比+25.4%，预计单价 31.66 元/件，同比+6.7%；

**其他：**2022 年营收 0.55 亿元，同比+36.9%，收入占比为 5.82% (+1.1pct)。

**表1：2022 年气床/箱包/枕头坐垫分别同增 8.3%/15.2%/33.8%（单位：亿元）**

	2021			2022			VS2021 变动		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	绝对值	占比变动	毛利率变动
气床	6.36	75.48%	42.66%	<b>6.88</b>	72.82%	41.70%	8.3%	-2.7pct	-1.0pct
箱包	1.11	13.13%	26.42%	<b>1.27</b>	13.48%	20.63%	15.2%	+0.3pct	-5.8pct
枕头坐垫	0.56	6.62%	28.67%	<b>0.75</b>	7.89%	28.53%	33.8%	+1.3pct	-0.1pct
其他	0.40	4.77%	24.71%	<b>0.55</b>	5.82%	20.10%	36.9%	+1.1pct	-4.6pct
<b>合计</b>	<b>8.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>38.75%</b>	<b>9.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>36.56%</b>	<b>12.2%</b>	<b>-</b>	<b>-2.2pct</b>

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**(2) 分地区看：国内业务快速增长，海外业务阶段性承压。**

**国外：**2022 年营收 7.03 亿元 (+4.6%)，占比为 74.40% (-5.4pct)。

**国内：**2022 年营收 2.42 亿元 (+42.1%)，占比为 25.60% (+5.4pct)。

**表2：2022 年国内业务快速增长，海外业务阶段性承压（单位：亿元）**

	2021			2022			VS2021 变动		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	绝对值	占比变动	毛利率变动
国外	6.72	79.78%	39.05%	<b>7.03</b>	74.40%	36.86%	4.6%	-5.4pct	-2.2pct
国内	1.70	20.22%	37.54%	<b>2.42</b>	25.60%	35.69%	42.1%	+5.4pct	-1.9pct
<b>合计</b>	<b>8.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>38.75%</b>	<b>9.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>36.56%</b>	<b>12.2%</b>	<b>-</b>	<b>-2.2pct</b>

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、2022 年盈利能力承压，2023Q1 同比改善，营运表现良好

### 2.1、盈利能力：降本增效应对原材料上涨，2023Q1 盈利能力改善

**(1) 毛利率：**2022 年公司整体毛利率为 36.61% (-2.1pct)，2023Q1 公司整体毛利率为 37.91% (+1.4pct)。

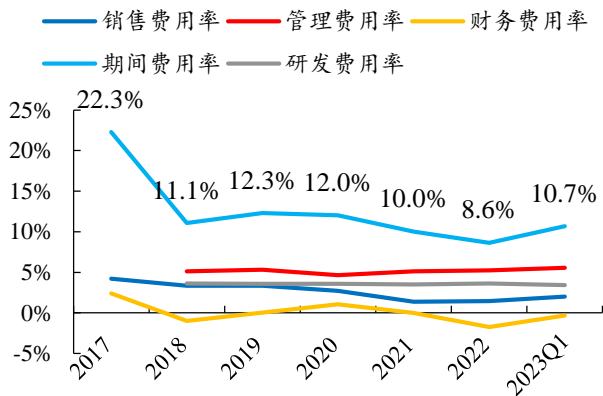
**分产品看，**气床/箱包/枕头坐垫毛利率分别为 41.70%/20.63%/28.53%，分别同比 -1.0/-5.8/-0.1pct，毛利率下降主要系原材料价格、货运成本波动所致。

**分渠道看：**国内/国外毛利率为 35.69%/36.86%，同比-1.9/-2.2pct。

**(2) 费用端：**2022 年期间费用率为 8.65% (-1.4pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.47%/5.26%/3.65%/-1.73%，同比变动+0.1/+0.1/+0.1/-1.7pct，财务费用波动较大主要系人民币汇率贬值，汇兑损益增加所致。2023Q1 期间费用率为 10.70% (+4.1pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.99%/5.57%/3.44%/-0.31%，同比变动+0.5/+2.4/+1.5/-0.3pct。

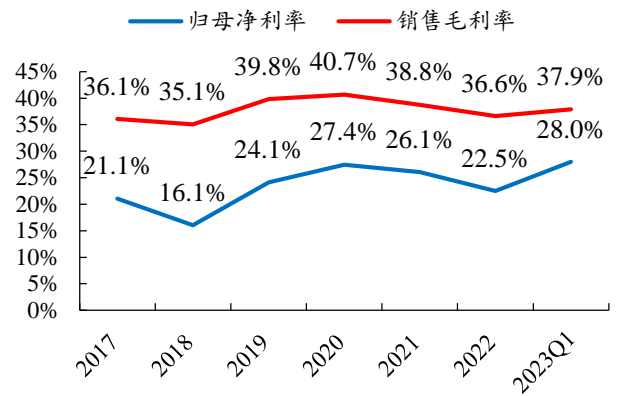
**(3) 净利率：**2022 年公司净利率 22.52%，同比变动-3.5pct；2023Q1 净利率 27.97%，同比提升 2.2pct。

图5：2023Q1 期间费用率提升 4.1pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：公司 2023Q1 盈利能力改善



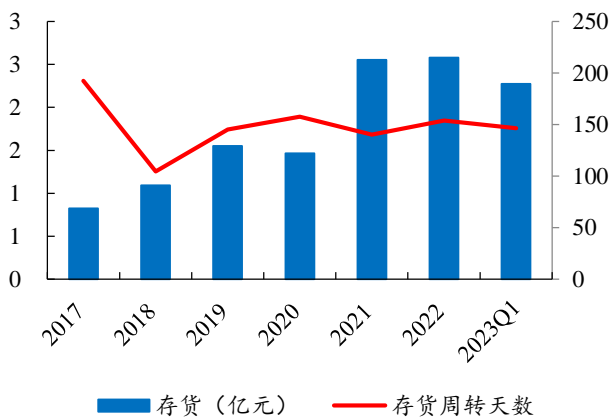
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.2、营运能力：2023Q1 库存同比略有增长，营运能力总体良好

(1) **存货**：截至 2022 年底，公司存货规模为 2.58 亿元，同比增加 1.1%，2022 年存货周转天数为 154 天，同比增加 14 天；截止 2023Q1 末，公司存货规模为 2.27 亿元，同比增加 5.0%，环比减少 11.9%，存货周转天数 146 天，同比增加 45 天。

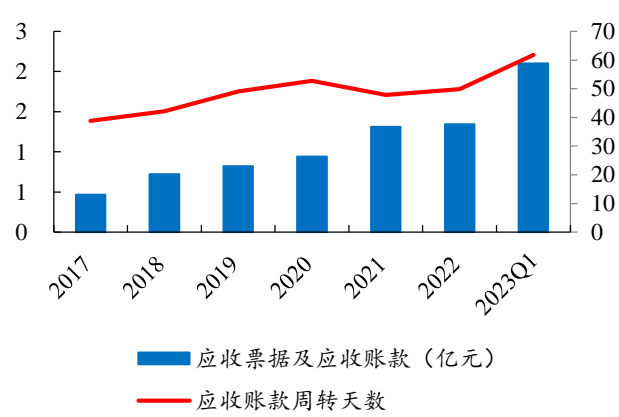
(2) **应收账款**：截至 2022 年底，应收账款为 1.34 亿元，同比增加 2.4%，应收账款周转天数为 50 天，同比增加 2 天。截至 2023Q1，应收账款为 2.10 亿元，同比减少 10.6%，应收账款周转天数为 62 天，同比增加 13 天。

图7：2023Q1 存货规模同比略有增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2023Q1 应收账款同比减少 10.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

(3) **经营性现金流**：2022 年经营活动产生的现金流量净额为 2.28 亿元，同比增加 59.71%，主要系本期销售订单增长、信用期内应收账款收回，以及收到政府补贴款增加所致；2023Q1 经营活动现金流净额为 0.07 亿元，同比减少 410.81%。

## 3、盈利预测与投资建议

业绩阶段性承压，我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 2.5/3.0/3.5 亿元(此前 2023-2024 年 3.2/4 亿元)，对应 EPS 为 2.5/3.0/3.4 元，当前股价对应 PE 为 18.1/15.2/13 倍，公司垂直一体化的竞争优势突出，内销稳步开拓，2023Q1 盈利能力改善，静待海外去库及需求拐点，维持“买入”评级。

#### 4、风险提示

订单、新品类拓展、产能扩张不及预期、原材料价格上涨。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1300	1350	1618	1802	2058
现金	542	451	848	854	988
应收票据及应收账款	131	134	161	189	227
其他应收款	15	3	19	8	23
预付账款	4	6	6	8	9
存货	255	258	294	364	423
其他流动资产	352	497	290	380	389
<b>非流动资产</b>	527	640	720	842	949
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	350	361	387	454	515
无形资产	114	172	225	277	327
其他非流动资产	63	107	108	111	107
<b>资产总计</b>	1826	1990	2338	2644	3007
<b>流动负债</b>	188	184	285	313	336
短期借款	0	0	4	1	2
应付票据及应付账款	136	116	197	161	258
其他流动负债	52	68	84	150	76
<b>非流动负债</b>	19	21	20	20	20
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	21	20	20	20
<b>负债合计</b>	207	205	305	333	356
少数股东权益	0	-2	-3	-0	3
股本	101	101	101	101	101
资本公积	952	952	952	952	952
留存收益	567	734	956	1241	1565
<b>归属母公司股东权益</b>	1620	1787	2037	2312	2648
<b>负债和股东权益</b>	1826	1990	2338	2644	3007

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	143	228	283	263	291
净利润	220	209	248	301	351
折旧摊销	25	34	34	41	50
财务费用	0	-16	-15	-17	-15
投资损失	-25	-8	-9	-11	-13
营运资金变动	-89	-23	19	-57	-90
其他经营现金流	12	33	6	6	7
<b>投资活动现金流</b>	-458	-395	100	-249	-161
资本支出	138	152	80	119	109
长期投资	-321	-245	0	0	0
其他投资现金流	-641	-487	180	-130	-52
<b>筹资活动现金流</b>	714	-44	14	-9	4
短期借款	-12	0	4	-3	0
长期借款	-3	0	0	0	0
普通股增加	25	0	0	0	0
资本公积增加	699	0	0	0	0
其他筹资现金流	5	-44	10	-6	4
<b>现金净增加额</b>	395	-201	397	6	134

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	842	946	1043	1263	1483
营业成本	516	600	661	800	940
营业税金及附加	6	10	11	13	15
营业费用	12	14	15	18	21
管理费用	43	50	52	59	67
研发费用	30	34	36	44	52
财务费用	0	-16	-15	-17	-15
资产减值损失	-2	-19	-2	-2	-3
其他收益	1	1	1	1	1
公允价值变动收益	-7	-6	-5	-6	-7
投资净收益	25	8	9	11	13
资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	252	240	285	347	407
营业外收入	5	12	12	12	12
营业外支出	1	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	256	246	291	354	413
所得税	36	38	44	53	62
<b>净利润</b>	220	209	248	301	351
少数股东损益	0	-4	-2	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	220	213	250	298	348
EBITDA	265	266	306	370	436
EPS(元)	2.17	2.11	2.47	2.95	3.44

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	44.9	12.3	10.2	21.1	17.5
营业利润(%)	39.7	-4.9	18.8	22.0	17.1
归属于母公司净利润(%)	37.6	-3.0	17.2	19.3	16.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	38.8	36.6	36.6	36.6	36.6
净利率(%)	26.1	22.5	23.9	23.6	23.4
ROE(%)	13.6	11.7	12.2	13.0	13.2
ROIC(%)	12.6	11.0	11.3	12.0	12.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	11.3	10.3	13.0	12.6	11.8
净负债比率(%)	-33.0	-24.5	-41.0	-36.4	-36.8
流动比率	6.9	7.3	5.7	5.8	6.1
速动比率	5.5	5.9	4.6	4.6	4.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	7.5	7.1	7.1	7.2	7.1
应付账款周转率	4.4	4.8	4.2	4.5	4.5
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.17	2.11	2.47	2.95	3.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.41	2.25	2.79	2.61	2.88
每股净资产(最新摊薄)	16.02	17.67	20.14	22.86	26.19
<b>估值比率</b>					
P/E	20.6	21.2	18.1	15.2	13.0
P/B	2.8	2.5	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	13.7	13.5	11.1	8.9	7.3

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