

太平鸟 (603877.SH)

2024年03月25日

2023年经营质量提升，看好2024年零售恢复增长

——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）

吴晨汐（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

wuchenxi@kysec.cn

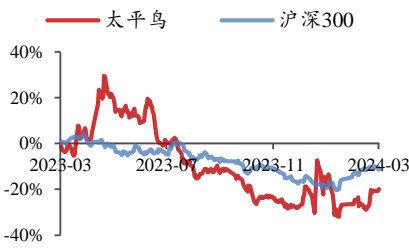
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122120013

日期	2024/3/22
当前股价(元)	16.82
一年最高最低(元)	29.80/13.20
总市值(亿元)	79.70
流通市值(亿元)	79.50
总股本(亿股)	4.74
流通股本(亿股)	4.73
近3个月换手率(%)	79.46

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《变革调整业绩短期承压，看好改革完成后高质量增长——公司信息更新报告》-2023.11.3

《2023H1 控费控折扣盈利向好，门店经营质量改善——公司信息更新报告》-2023.8.23

《2023Q1 盈利能力大幅改善，看好全年盈利快速恢复——公司信息更新报告》-2023.5.3

● 2023年经营质量提升，看好2024年零售恢复增长，维持“买入”评级

2023年公司实现营收77.92亿元（同比-9.4%），归母/扣非净利润4.2亿元（同比+128.4%）/2.9亿元（同比增加3.16亿元），主要系零售折扣改善带动毛利率提升叠加降本控费效果显著所致。由于闭店较深且女装&乐町处于调整阶段，2024年初至今零售恢复缓慢，我们下调2024-2025年并新增2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润5.6/6.6/7.5亿元（此前2024-2025年为6.6/7.6亿元），对应EPS分别为1.2/1.4/1.6元，当前股价对应PE为14.3/12.1/10.6倍，考虑到公司经营质量提升，看好2024年零售稳步恢复增长，维持“买入”评级。

● 品牌端：男装收入稳中有升，其他品牌闭店下收入短期承压

2023年女装/男装/乐町/童装实现营收28.8/30.4/7.6/9.6亿元，同比-12.0%/+4.2%/-24.5%/-12.5%，男装稳中有升，其他品牌闭店下收入短期承压。门店：女装/男装/乐町/童装净关423/133/218/144家至1458/1370/340/553家。

● 渠道端：2023年线下主动闭店&线上承压，静待2024年逐步回暖

2023年线上实现收入20.9亿元（同减23.4%），未来逐步实现线上线下融合发展。线下实现收入56.3亿元（同减2.8%），其中直营/加盟实现营收32.7/23.6亿元，同减4.3%/0.7%；公司主动关闭低效、老货门店，2023全年净闭940家至3731家，直营/加盟净闭252/688至1175/2556家，门店调整接近尾声，看好2024年直营渠道稳步扩面积、提店效；店效恢复后加盟商信心提升稳步开店。

● 各渠道毛利率改善明显，库存及结构显著优化

盈利能力：2023年公司毛利率54.1%（+5.9pct），线上/直营/加盟毛利率分别同比+1.9/+7.9/+5.5pct至44.28%/71.33%/40.32%，公司控制零售折扣，毛利率改善明显；期间费用率46.00%（-0.3pct），其中销售/管理/财务/研发费用率分别为-0.8/-0.4/-0.1/+1.1pct，控费下期间费用率基本维持稳定，综合来看归母净利率为5.4%（+3.3pct）。**营运能力：**2023年末存货15.1亿元，同比-29.0%，库龄2年以上老货占比显著下降，存货周转天数183天，同比-6天。经营性现金流量净额同增220%至12.8亿元。

● 风险提示：线下零售需求疲软、产品调整不及预期、门店开拓不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,602	7,792	8,304	9,388	10,598
YOY(%)	-21.2	-9.4	6.6	13.1	12.9
归母净利润(百万元)	185	422	558	661	753
YOY(%)	-72.7	128.4	32.1	18.6	14.0
毛利率(%)	48.2	54.1	54.3	54.5	54.5
净利率(%)	2.1	5.4	6.7	7.0	7.1
ROE(%)	4.4	9.3	10.9	11.5	11.7
EPS(摊薄/元)	0.39	0.89	1.18	1.40	1.59
P/E(倍)	43.1	18.9	14.3	12.1	10.6
P/B(倍)	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023 变革元年收入短期承压，利润大幅改善.....	3
1.1、 分品牌看：男装稳中有升，其他品牌闭店下收入短期承压.....	3
1.2、 分渠道看：2023 年线下主动闭店&线上承压，静待 2024 年逐步回暖.....	4
2、 盈利能力大幅改善，库存及结构显著优化.....	5
2.1、 盈利能力：毛利率创上市后最优，盈利能力大幅改善.....	5
2.2、 营运能力：新品优化叠加老货清理，年末存货减少.....	6
3、 盈利预测与投资建议.....	7
4、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

图表目录

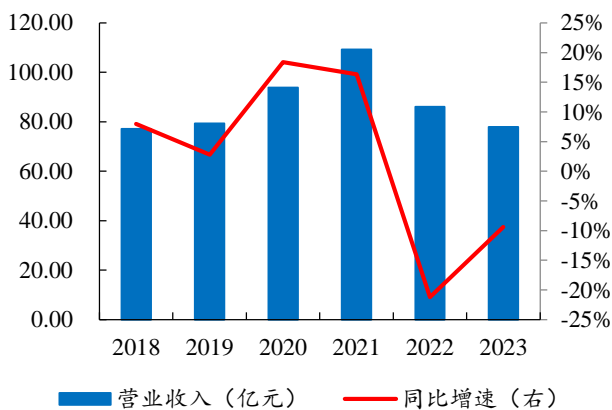
图 1： 2023 年公司实现收入 77.92 亿元（-9.41%）.....	3
图 2： 2023Q1-4 收入同比-15.8%/-11.9%/-20.0%/+8.0%.....	3
图 3： 2023 年公司归母净利润为 4.22 亿元（+128.42%）.....	3
图 4： 2023Q4 归母净利润同比+560.1%.....	3
图 5： 2023 年各品牌收入降幅回升.....	4
图 6： 2023 年男装收入占比提升 5.1pct.....	4
图 7： 2023 年线下渠道收入降幅回升.....	5
图 8： 2023 年线上收入占比下降 4.9pct.....	5
图 9： 2023 年直营净减少 252 家，加盟净减少 688 家.....	5
图 10： 2023 年直营和加盟店数均下降.....	5
图 11： 2023 年各品牌毛利率均有所提升.....	6
图 12： 2023 年各渠道毛利率均有所提升.....	6
图 13： 2023 年公司期间费用率下降 0.3pct.....	6
图 14： 公司 2023 年毛利率和净利率均大幅提升.....	6
图 15： 新品优化叠加老货清理，年末存货减少.....	7
图 16： 2023 年应收账款周转天数基本持平.....	7
表 1： 2023 年男装稳中有升，其他品牌短期承压（单位：亿元）.....	4
表 2： 2023 年女装/男装/乐町/童装分别净闭店 423/133/218/144 家（单位：家）.....	4
表 3： 2023 年线下渠道收入闭店下降幅回升，线上渠道承压（单位：亿元）.....	5

1、2023 变革元年收入短期承压，利润大幅改善

2023 年收入承压,但利润大幅改善。2023 年公司实现收入 77.92 亿元,同比-9.41%,归母净利润 4.22 亿元,同比+128.42%,扣非净利润 2.89 亿元,同比增加 3.16 亿元,利润端大幅增长,主要系零售折扣改善带动毛利率提升叠加降本控费效果显著所致。

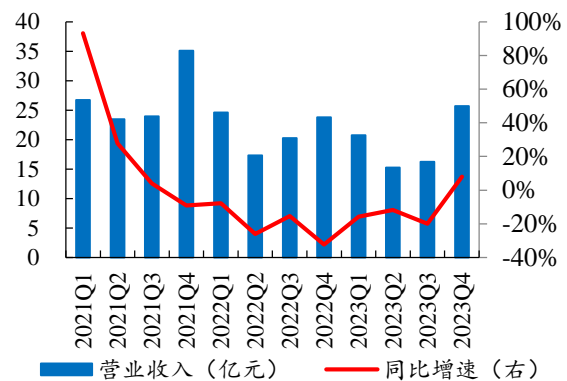
分季度看,2023Q1-4 收入及增速分别为 20.74/15.28/16.22/25.69 亿元,同比-15.8%/-11.9%/-20.0%/+8.0%;2023Q1-Q4 归母净利润及增速分别为 2.17/0.34/-0.41/2.12 亿元,同比+14.2%/增长 0.9 亿元/减少 0.6 亿元/+560.1%。

图1：2023 年公司实现收入 77.92 亿元（-9.41%）



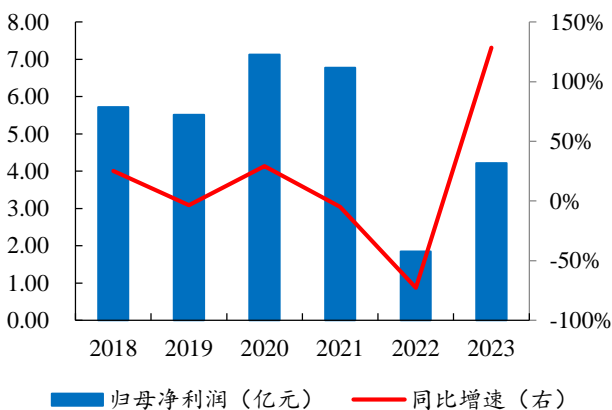
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023Q1-4 收入同比-15.8%/-11.9%/-20.0%/+8.0%



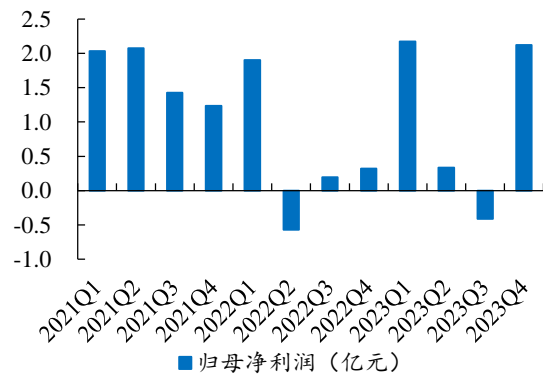
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023 年公司归母净利润为 4.22 亿元（+128.42%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q4 归母净利润同比+560.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、分品牌看：男装稳中有升，其他品牌闭店下收入短期承压

PB 女装:2023 年营收 28.81 亿元,同比-12.01%,收入占比为 36.97%(同比-1.1pct);

PB 男装:2023 年营收 30.44 亿元,同比+4.16%,收入占比为 39.06%(同比+5.1pct);

乐町少女装:2023 年营收 7.57 亿元,同比-24.51%,收入占比为 9.72%(同比-1.9pct);

Mini Peace 童装:2023 年营收 9.60 亿元,同比-12.51%,收入占比为 12.32%(同

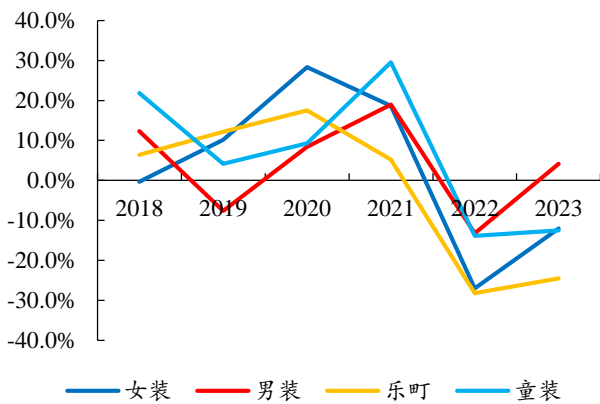
比-0.4pct)。

表1: 2023年男装稳中有升, 其他品牌短期承压 (单位: 亿元)

	2021		2022		2023		VS2022 变动		VS2021 变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
女装	44.84	41.06%	32.74	38.06%	28.81	36.97%	-12.01%	-1.09pct	-35.76%	-4.09pct
男装	33.70	30.86%	29.22	33.97%	30.44	39.06%	4.16%	+5.09pct	-9.67%	+8.21pct
乐叮	13.98	12.80%	10.03	11.66%	7.57	9.72%	-24.51%	-1.94pct	-45.83%	-3.08pct
童装	12.74	11.66%	10.97	12.75%	9.60	12.32%	-12.51%	-0.44pct	-24.65%	+0.65pct
总计	109.21	100.00%	86.02	100.00%	77.92	100.00%	-9.41%		-28.65%	-

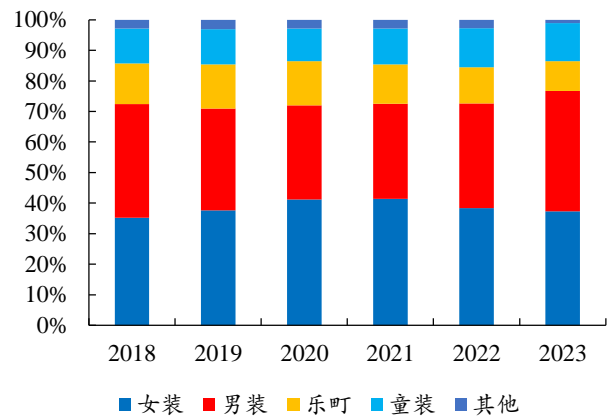
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图5: 2023年各品牌收入降幅回升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 2023年男装收入占比提升5.1pct



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

门店方面, 2023年全年PB女装门店净减少423家至1458家; PB男装门店净减少133家至1370家; 乐叮少女装门店净减少218家至340家; Mini Peace童装门店净减少144家至553家。

表2: 2023年女装/男装/乐叮/童装分别净闭店423/133/218/144家 (单位: 家)

	2021		2022		2023		2022年净拓店		2023年净拓店	
	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟	直营	加盟
PB女装	579	1,449	522	1,359	400	1,058	-57	-90	-122	-301
PB男装	523	1,050	457	1,046	406	964	-66	-4	-51	-82
乐叮少女装	207	483	170	388	121	219	-37	-95	-49	-169
Mini Peace	296	515	275	422	238	315	-21	-93	-37	-107
其它	11	101	3	29	10	0	-8	-72	7	-29
合计	1,616	3,598	1,427	3,244	1,175	2,556	-189	-354	-252	-688
总计	5,214		4,671		3,731		-543		-940	

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.2、分渠道看: 2023年线下主动闭店&线上承压, 静待2024年逐步回暖

线下渠道: 2023年线下渠道共实现收入56.32亿元(同比-2.8%), 其中直营收入32.71亿元(同比-4.3%), 占比为41.98%(同比+2.24pct), 直营老店单店店效增长19%; 加盟收入23.60亿元(同比-0.7%), 占比为30.29%(同比+2.65pct)。

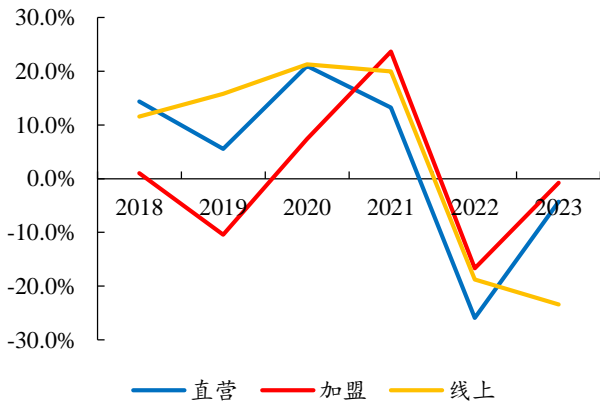
线上渠道:2023年线上渠道实现收入20.93亿元(占总收入26.86%),同降23.39%。

表3: 2023年线下渠道收入闭店下降幅回升,线上渠道承压(单位:亿元)

	2021		2022		2023		VS2022变动		VS2021变动	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	绝对值	比率变动	绝对值	比率变动
直营	46.14	42.25%	34.19	39.75%	32.71	41.98%	-4.31%	+2.24pct	-29.10%	-0.27pct
加盟	28.53	26.12%	23.78	27.64%	23.60	30.29%	-0.74%	+2.65pct	-17.27%	+4.17pct
线上	33.64	30.80%	27.32	31.76%	20.93	26.86%	-23.39%	-4.90pct	-37.78%	-3.94pct
合计	109.21	100.00%	86.02	100.00%	77.92	100.00%	-9.41%	-	-28.65%	-

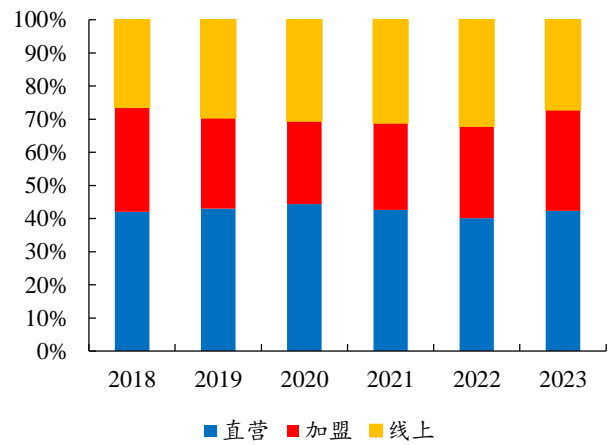
数据来源:公司公告、开源证券研究所

图7: 2023年线下渠道收入降幅回升



数据来源:公司公告、开源证券研究所

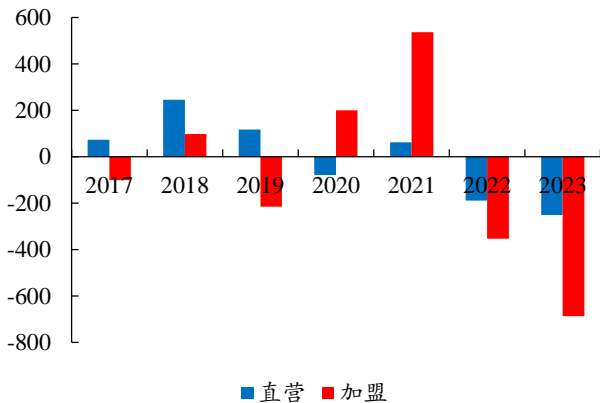
图8: 2023年线上收入占比下降4.9pct



数据来源:公司公告、开源证券研究所

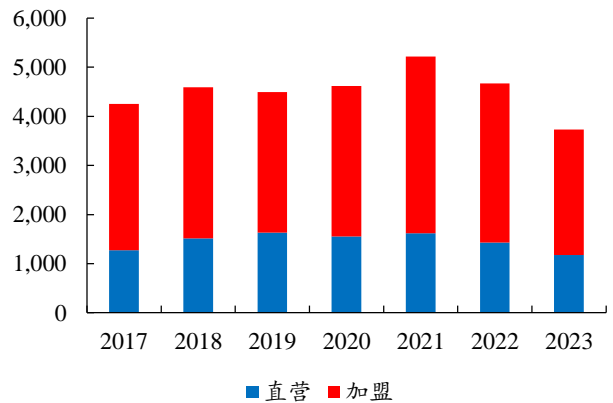
门店方面,2023年整体净减少940家至3731家,其中直营净减少252家至1175家;加盟净减少688家至2556家,门店数下降主要系公司改变过往渠道规模增长策略,主动大力关闭低效门店,经营重点转向提升终端品牌形象和门店坪效。

图9: 2023年直营净减少252家,加盟净减少688家



数据来源:公司公告、开源证券研究所

图10: 2023年直营和加盟店数均下降



数据来源:公司公告、开源证券研究所

2、盈利能力大幅改善,库存及结构显著优化

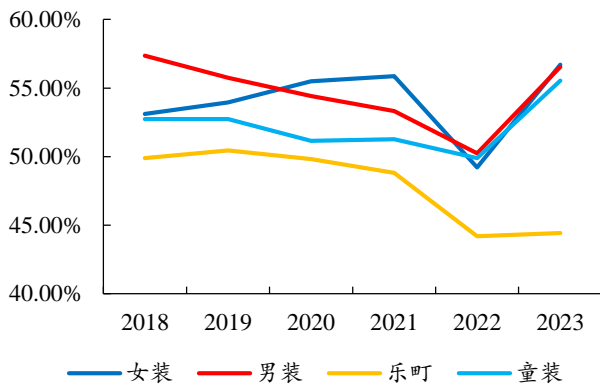
2.1、盈利能力:毛利率创上市后最优,盈利能力大幅改善

(1) 毛利率：2023 年公司整体毛利率为 54.13%（同比+5.9pct）。

分渠道看：线上毛利率为 44.28%（同比+1.9pct），直营毛利率为 71.33%（同比+7.9pct），加盟毛利率为 40.32%（同比+5.5pct）。

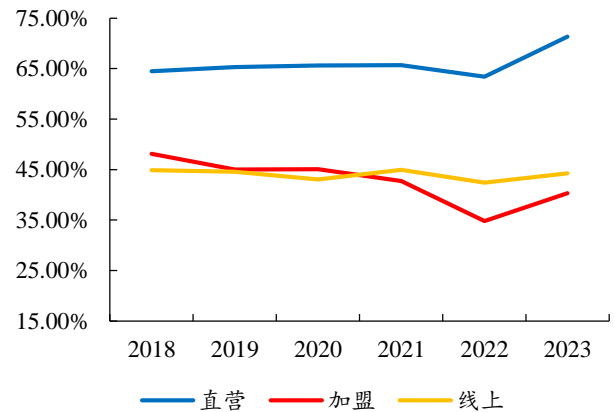
分品牌看：PB 女装毛利率为 56.71%（同比+7.5pct），PB 男装毛利率为 56.54%（同比+6.3pct），乐町少女装毛利率为 44.43%（同比+0.2pct），Mini Peace 童装毛利率为 55.53%（同比+5.6pct）。

图11：2023 年各品牌毛利率均有所提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2023 年各渠道毛利率均有所提升

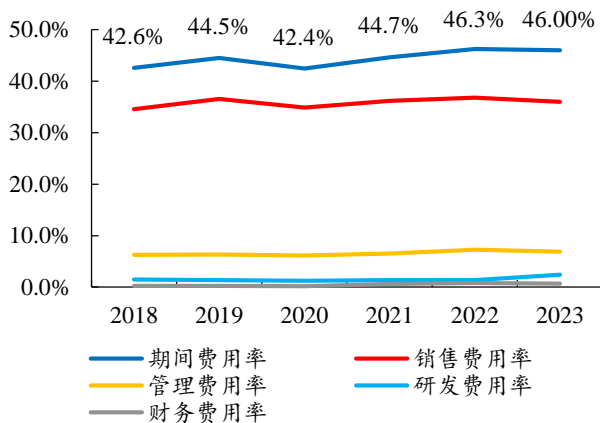


数据来源：公司公告、开源证券研究所

(2) 费用端：2023 年公司期间费用率为 46.00%，同比-0.3pct，销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别同比-0.8/-0.4/-0.1/+1.1pct。

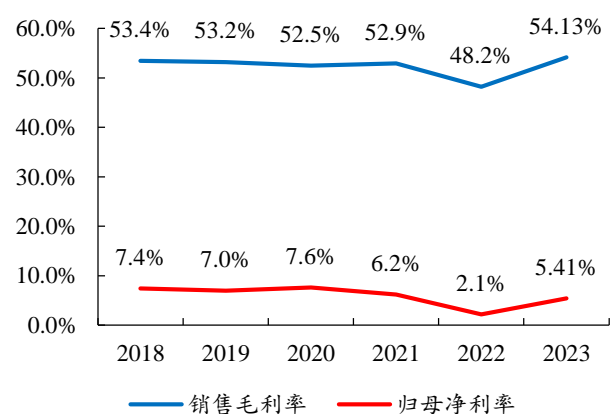
(3) 净利率：2023 年公司净利率 5.41%，同比提升 3.3pct。

图13：2023 年公司期间费用率下降 0.3pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：公司 2023 年毛利率和净利率均大幅提升



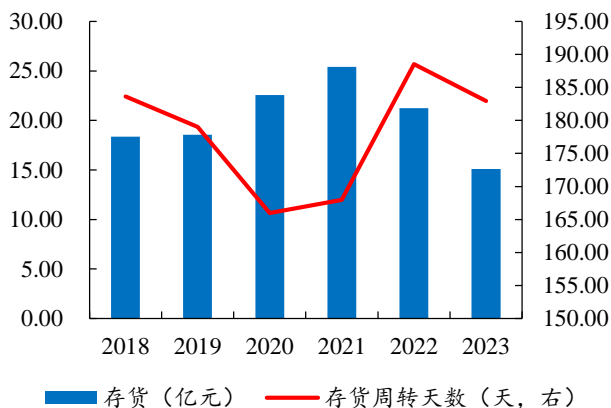
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、营运能力：新品优化叠加老货清理，年末存货减少

(1) 存货：截至 2023 年底，公司存货净值为 15.09 亿元，同比下降 29.00%，库存管理改善主要受益于强化商品产销计划性管理，新品库存得到优化；强化过季老品的消化处理，2 年及以上货品库存明显降低，占比由最高时期的 28% 逐渐控制在 2023 年的 3% 左右。2023 年存货周转天数为 183 天，同比减少 6 天。

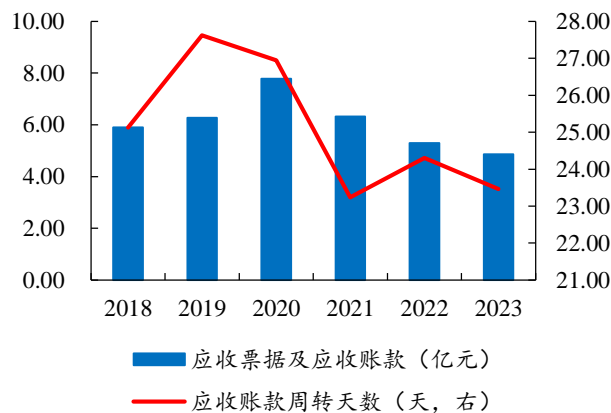
(2) **应收账款**：截至 2023 年底，应收账款为 4.86 亿元，同比减少 8.22%，应收账款周转天数为 23 天，同比减少 1 天。

图15：新品优化叠加老货清理，年末存货减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2023年应收账款周转天数基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **经营性现金流**：2023 年经营活动产生的现金流量净额为 12.76 亿元，同比增加 220%。

3、盈利预测与投资建议

2023 年收入短期承压，由于闭店较深且女装&乐町处于调整阶段，2024 年初至今零售恢复缓慢，我们下调 2024-2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 5.6/6.6/7.5 亿元（此前 2024-2025 年为 6.6/7.6 亿元），对应 EPS 分别为 1.2/1.4/1.6 元，当前股价对应 PE 为 14.3/12.1/10.6 倍，考虑到公司经营质量提升，看好 2024 年零售稳步恢复增长，维持“买入”评级。

4、风险提示

线下零售需求疲软、产品调整不及预期、门店开拓不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5688	5478	6943	6520	8643
现金	1089	1005	1584	1488	2533
应收票据及应收账款	530	486	606	636	756
其他应收款	133	108	156	150	186
预付账款	160	131	237	166	271
存货	2125	1509	2270	2085	2789
其他流动资产	1653	2240	2091	1994	2108
非流动资产	2863	2606	3024	2761	2521
长期投资	9	7	15	24	33
固定资产	1321	1243	1202	1182	1153
无形资产	169	202	191	182	179
其他非流动资产	1364	1154	1616	1372	1155
资产总计	8551	8083	9967	9281	11164
流动负债	3229	2422	3812	2724	4051
短期借款	0	0	66	22	29
应付票据及应付账款	1630	987	2253	1284	2581
其他流动负债	1599	1436	1494	1418	1441
非流动负债	1168	1131	1069	848	670
长期借款	750	778	629	444	272
其他非流动负债	419	353	440	404	399
负债合计	4398	3553	4881	3572	4722
少数股东权益	11	9	7	5	3
股本	476	474	474	474	474
资本公积	1358	1331	1331	1331	1331
留存收益	2374	2732	3180	3775	4417
归属母公司股东权益	4143	4521	5078	5704	6439
负债和股东权益	8551	8083	9967	9281	11164

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	399	1276	1258	-86	1195
净利润	184	421	556	659	751
折旧摊销	255	242	224	124	131
财务费用	69	53	25	21	1
投资损失	-40	-40	-48	-48	-50
营运资金变动	-661	-41	471	-836	350
其他经营现金流	592	642	30	-5	12
投资活动现金流	595	-742	-531	309	39
资本支出	248	250	-149	-19	-32
长期投资	798	-539	-8	-10	-10
其他投资现金流	1641	-1031	-688	280	-2
筹资活动现金流	-1031	-598	-148	-319	-189
短期借款	-198	0	66	-44	7
长期借款	29	29	-149	-185	-173
普通股增加	-0	-3	0	0	0
资本公积增加	35	-27	0	0	0
其他筹资现金流	-897	-597	-64	-90	-24
现金净增加额	-37	-64	580	-96	1045

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8602	7792	8304	9388	10598
营业成本	4454	3574	3791	4271	4822
营业税金及附加	59	79	56	64	72
营业费用	3166	2803	2990	3361	3773
管理费用	626	539	581	610	678
研发费用	118	191	199	225	254
财务费用	69	53	25	21	1
资产减值损失	-120	-128	-114	-138	-159
其他收益	230	154	196	194	182
公允价值变动收益	4	-9	-9	-9	-9
投资净收益	40	40	48	48	50
资产处置收益	-5	0	0	0	0
营业利润	257	591	782	932	1060
营业外收入	23	6	6	6	6
营业外支出	18	16	16	16	16
利润总额	262	581	772	922	1050
所得税	77	160	216	263	299
净利润	184	421	556	659	751
少数股东损益	-0	-1	-2	-2	-2
归属母公司净利润	185	422	558	661	753
EBITDA	534	844	982	1020	1134
EPS(元)	0.39	0.89	1.18	1.40	1.59

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-21.2	-9.4	6.6	13.1	12.9
营业利润(%)	-74.0	130.4	32.3	19.1	13.8
归属于母公司净利润(%)	-72.7	128.4	32.1	18.6	14.0
获利能力					
毛利率(%)	48.2	54.1	54.3	54.5	54.5
净利率(%)	2.1	5.4	6.7	7.0	7.1
ROE(%)	4.4	9.3	10.9	11.5	11.7
ROIC(%)	3.5	7.4	8.6	9.5	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	51.4	44.0	49.0	38.5	42.3
净负债比率(%)	10.0	8.7	-6.1	-8.3	-26.2
流动比率	1.8	2.3	1.8	2.4	2.1
速动比率	0.9	1.4	1.1	1.4	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	14.8	15.3	15.2	15.1	15.2
应付账款周转率	2.2	2.7	2.3	2.4	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.89	1.18	1.40	1.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	2.69	2.65	-0.18	2.52
每股净资产(最新摊薄)	8.61	9.41	10.58	11.90	13.45
估值比率					
P/E	43.1	18.9	14.3	12.1	10.6
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	13.4	7.8	6.1	5.8	4.0

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