

国联股份 (603613.SH) 业绩接近预告上限, 持续高增长可期

2020年08月26日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

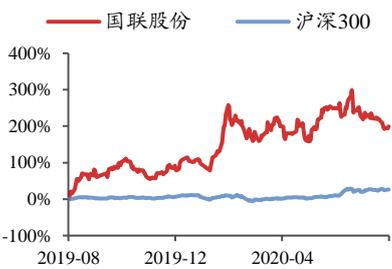
陈宝健 (分析师)

chenbaojian@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

日期	2020/8/25
当前股价(元)	77.38
一年最高最低(元)	136.50/35.50
总市值(亿元)	158.00
流通市值(亿元)	93.01
总股本(亿股)	2.04
流通股本(亿股)	1.20
近3个月换手率(%)	153.61

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 成长逻辑持续兑现, 业绩高增长可期, 首次覆盖给予“买入”评级

公司的三大成长逻辑(大宗商品品类拓展、提升交易商品渗透率、交易会员转化率)已持续兑现, 营收和净利润均保持高增长; 前期定增项目有望持续增强竞争力, 产业互联网领军地位夯实, 我们对公司业绩持续高增充满信心。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 2.38、3.57、5.12 亿元, EPS 为 1.16、1.75、2.51 元/股, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 65、44、30 倍, 公司 PE 和 PEG 估值高于行业可比公司平均水平, 但考虑公司产业互联网领军地位, 给予一定估值溢价, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 业绩高速增长, 财务指标健康

公司发布 2020 年中报, 实现营收 58 亿, 同比增长 133%, 实现净利润 1.14 亿, 同比增长 74.96%, 营收和净利润均接近中报预告上限; 经营性现金流净额为 4.5 亿, 同比增长超过 20 倍; 值得关注的是, 公司的合同负债为 4.14 亿(2019 年同期预收账款为 2.18 亿), 预付账款同比增长 95%, 均显示多多平台交易规模有望持续高增长。

● 拟定增募资不超过 24.66 亿元, 加速产业互联网战略落地

公司拟募集 24.66 亿元, 分别投向国联股份数字经济总部建设项目(3.44 亿)、基于 AI 的大数据生产分析系统研发项目(4.91 亿)、基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发项目(6.14 亿)、基于云计算的企业数字化系统集成应用平台研发项目(4.76 亿)、以及补充流动资金(5.4 亿), 我们认为定增项目有望加速“平台、科技、数据”战略落地。

● **风险提示:** 全年业务受新冠疫情影响风险; 市场竞争加剧; 主要商品价格变动可能引起的盈利波动风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,674	7,198	12,353	18,711	27,258
YOY(%)	83.7	95.9	71.6	51.5	45.7
归母净利润(百万元)	94	159	238	357	512
YOY(%)	59.8	69.3	49.4	50.4	43.4
毛利率(%)	8.3	6.3	5.8	5.6	5.2
净利率(%)	2.6	2.2	1.9	1.9	1.9
ROE(%)	23.3	16.4	19.6	23.0	25.0
EPS(摊薄/元)	0.46	0.78	1.16	1.75	2.51
P/E(倍)	165.5	97.7	65.4	43.5	30.3
P/B(倍)	35.6	14.4	11.9	9.4	7.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 业绩高速增长，财务指标健康	3
2、 多多平台交易量快速增长，成长逻辑不断兑现	4
3、 拟定增募资不超过 24.66 亿元，加速产业互联网战略落地	7
4、 盈利预测与投资建议	7
4.1、 核心假设	7
4.2、 盈利预测与投资建议	7
5、 风险提示	8
附：财务预测摘要	9

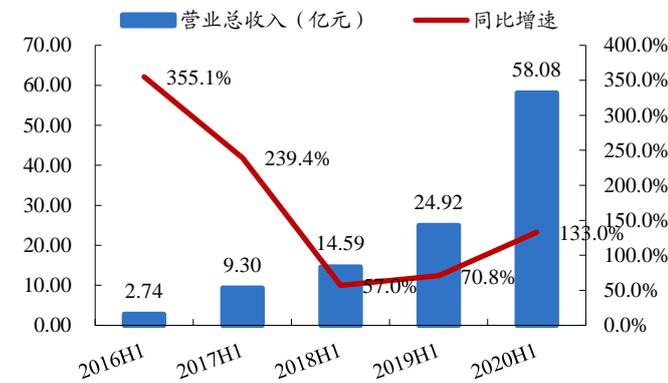
图表目录

图 1： 2020H1 公司收入高速增长	3
图 2： 2020H1 公司归母净利润高速增长	3
图 3： 2020H1 公司期间费用率下降	3
图 4： 2020H1 公司毛利率有所下降	3
图 5： 2020H1 公司经营活动现金流同比大幅改善	4
图 6： 2020Q2 公司营业收入增速环比下滑	4
图 7： 2020Q2 公司归母净利润增速环比略有下降	4
图 8： 2020Q2 公司期间费用率环比下降	4
图 9： 2020Q2 公司毛利率与净利率环比有所提升	4
图 10： 2020H1 涂多多收入和净利润高速增长	5
图 11： 2020H1 卫多多收入和净利润高速增长	5
图 12： 2020H1 玻多多收入和净利润高速增长	5
图 13： 2020H1 新多多平台均已实现盈利	5
图 14： 国联云市场提供云官网、云社群、云商场、云物流、云发布一站式云服务	6
图 15： 国联云为合作伙伴提供互联网+解决方案、及工业解决方案	6
图 16： 定增募投项目加速产业互联网战略落地	7
表 1： 公司 PE 和 PEG 估值高于行业可比公司平均水平（截止 2020.8.25 收盘）	8

1、业绩高速增长，财务指标健康

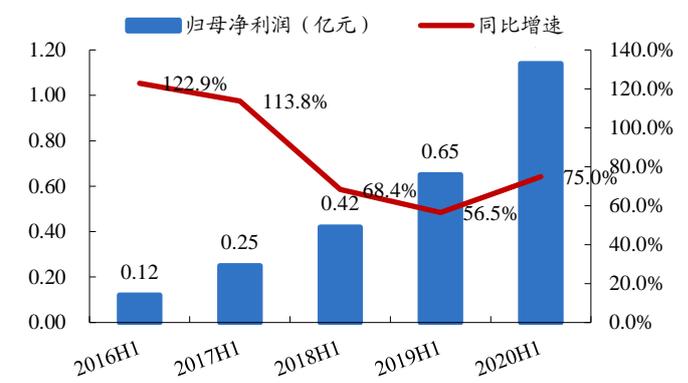
2020H1 公司收入与净利润均实现高速增长。上半年公司实现营收 58 亿，同比增长 133%，实现净利润 1.14 亿，同比增长 74.96%，营收和净利润均接近中报预告上限。公司营业收入快速增长主要来自于网上商品交易业务的增长。

图1：2020H1 公司收入高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

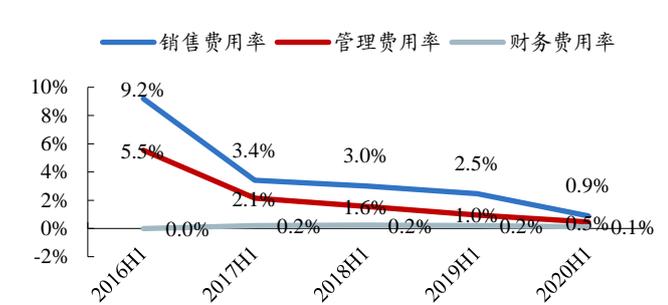
图2：2020H1 公司归母净利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

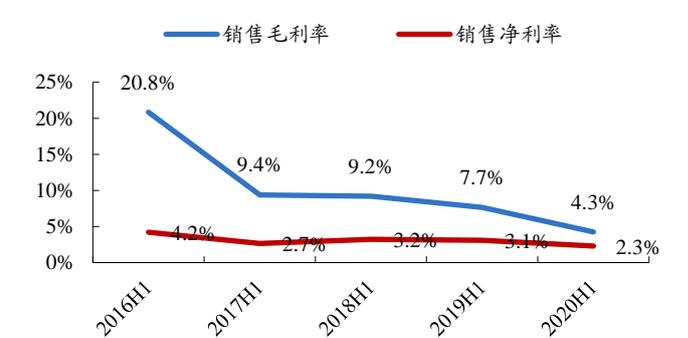
网上商品交易业务占比提升导致毛利率下滑。上半年公司毛利率为 4.3%，同比下滑 3.4 个百分点，我们判断主要由于网上商品交易业务占比提升所致。同时，公司期间费用率也在下降，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 0.9%、0.5% 和 0.1%，同比下降 1.6 个、0.5 个和 0.1 个百分点。

图3：2020H1 公司期间费用率下降



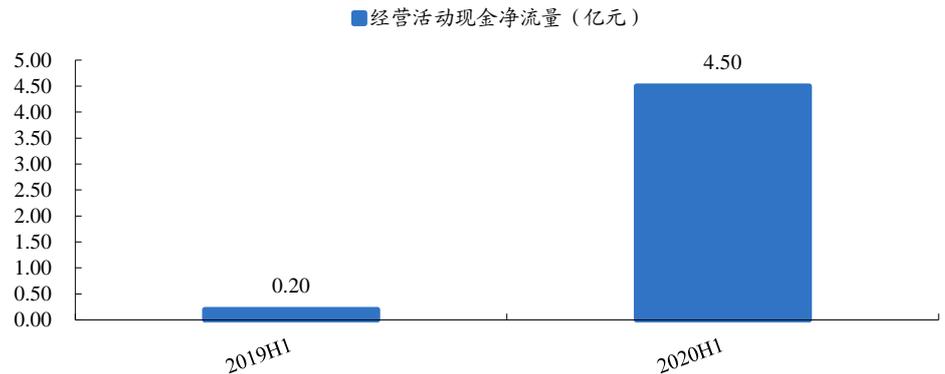
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：为保持口径一致，图中管理费用率中含研发费用）

图4：2020H1 公司毛利率有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020H1 公司经营活动现金净流量大幅改善。上半年公司经营性现金流净额为 4.5 亿，同比增长超过 20 倍。主要原因是公司销售商品、提供服务的回款较好，业务的持续盈利能力正在不断增强。

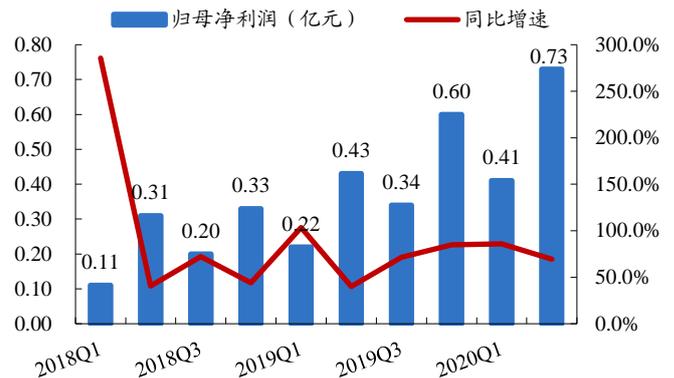
图5: 2020H1 公司经营活动现金流同比大幅改善


数据来源: Wind、开源证券研究所

2020Q2 公司收入增速环比进一步提升。2020Q2 单季度公司实现营业收入 34.26 亿元, 同比增长 137.1% (2020Q1 增长 127.4%); 实现归母净利润 0.73 亿元, 同比增长 69.4% (2020Q1 增长 86%)。

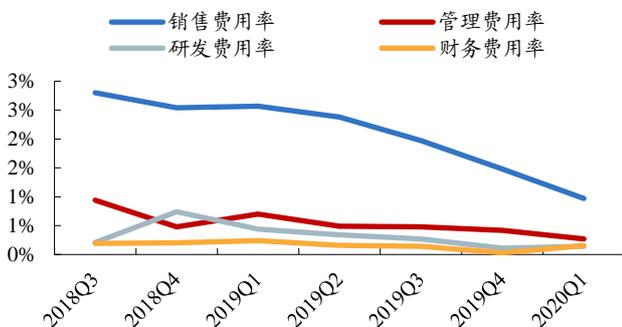
图6: 2020Q2 公司营业收入增速环比下滑


数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2020Q2 公司归母净利润增速环比略有下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

2020Q2 公司销售毛利率和销售净利率较 2020Q1 有所提升。

图8: 2020Q2 公司期间费用率环比下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2020Q2 公司毛利率与净利率环比有所提升

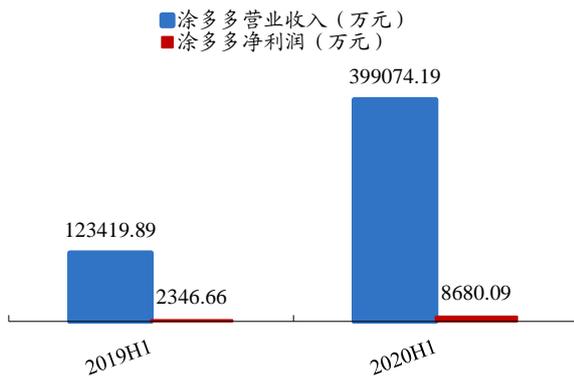

数据来源: Wind、开源证券研究所

2、多多平台交易量快速增长, 成长逻辑不断兑现

老多多平台继续保持高速发展, 新多多平台已持续贡献利润。面对疫情影响,

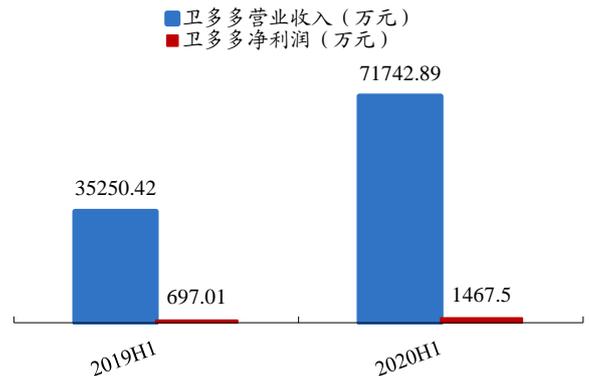
公司通过产业链“战疫”计划、拓展全球寻源、推出工业品/原材料带货直播、百团拼购和 618 活动等举措，积极转危为机，多多电商在交易量、营业收入、利润等方面都取得了快速发展。其中，涂多多上半年实现营收 39.9 亿元，同比增长 223%；净利润 8680 万元，同比增长 270%。卫多多营收 7.17 亿元，同比增长 104%；净利润 1467 万元，同比增长 111%。玻多多营收 5.45 亿元；净利润 1388 万元。肥多多实现营收 2.05 亿元，净利润 308 万元；纸多多实现营收 8694 万元，净利润 66 万元；粮油多多实现营收 1.9 亿元，净利润 140 万元。

图10: 2020H1 涂多多收入和净利润高速增长



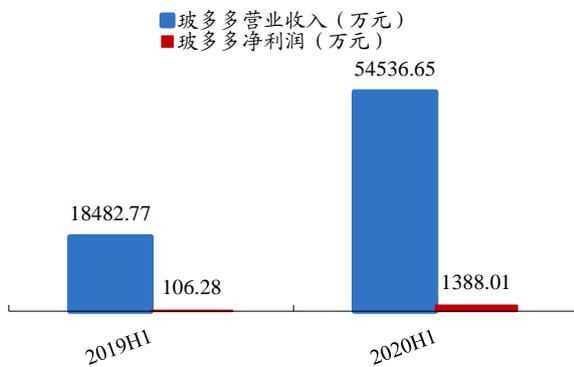
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图11: 2020H1 卫多多收入和净利润高速增长



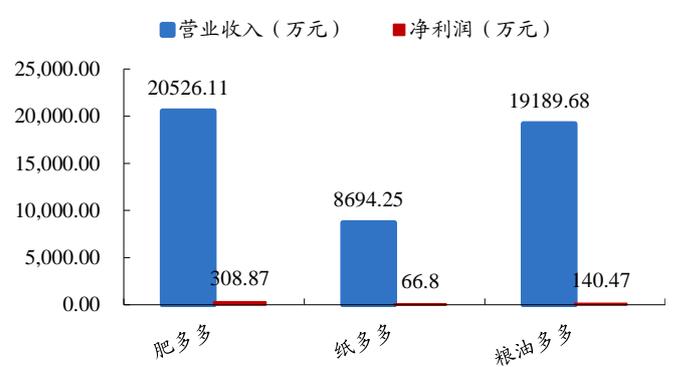
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图12: 2020H1 玻多多收入和净利润高速增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 2020H1 新多多平台均已实现盈利



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

此外，公司继续提升国联资源网的综合服务能力，增强会员粘性，实现了线上线下载客数量和客户服务体系的稳定发展。同时，国联全网、小资鸟、蜀品天下继续加强专业服务能力建设，并上线国联云平台，统筹全网技术架构、电子商务解决方案和云 ERP、远程办公、行业直播、视频会议等数字化云应用服务。其中，最新上线的“国联云”是在线服务 SAAS 平台，为企业用户提供多元、高效、易用的互联网工具，同时配以成熟的运营服务体系，帮助数百万企业用户有效地提升消费者体验与互联网营销核心竞争力，包括云市场、云行业、云会议、云知识及互联网+解决方案等服务。

图14: 国联云市场提供云官网、云社群、云商场、云物流、云发布一站式云服务

 <p>云官网 一个账户三网站一平台全拥有</p> <p>PC网站、手机网站、微信网站、微信公众平台，三站一平台全拥有！一键生成、随时建、随时改，仅用鼠标即可建好网站；千套成品样板网站随时更换，总有你想要的那一个；24小时为你网站护航，让你放心、安心！</p> <p>了解详情</p>	 <p>云社群 集团站群权限、数据、分站统一管理</p> <p>同时开通多个网站，不但同时拥有三网站一平台，还能统一分配主站及分站权限，实现数据共享、分站独立管理、主站信息同时共享，为不同行业打造安全智能的多站点管理系统！</p> <p>了解详情</p>	 <p>云商城 网上商城各行业电商解决方案</p> <p>多用户商城系统、企业自营、微信商城系统，支持会员积分、商家入驻、绑定微信公众号；有自己的独立域名，基于PC商城、手机商城、微信商城、小程序商城四个销售前端。</p> <p>了解详情</p>
 <p>会议通 国联会务好助手</p> <p>会议通营销平台为企业提供强大的会议制作工具、发布系统、会议crm、推广H5、签到等会议工具，是企业解决会议网络推广的利器。</p> <p>了解详情</p>	 <p>云系统 数字企业智能服务</p> <p>为上百万家企业提供的SaaS应用服务，企业专业云应用软件、ERP、CRM、生产计划、数据服务、安全服务、运营服务平台。</p> <p>了解详情</p>	 <p>云物流 专业提供完整的物流公有云解决方案</p> <p>云物流平台是一款基于SaaS模式，提供PC、移动端应用的云运输管理、云路径优化、货物运输管理等功能的信息平台，高效链接企业及其上下</p> <p>了解详情</p>
 <p>云视频会议 国联云视频会议</p> <p>为您提供多达500人的高清视频会议，一键入会、屏幕共享、高清流畅、安全可靠。不管是在办公室、车上或者家里，都可以让您随时随地入会，为您提供身临其境的视频会议体验！</p> <p>了解详情</p>	 <p>云直播 全平台打通的直播服务</p> <p>提供强大的云端直播能力及全平台打通的直播服务，将直播能力注入各业务场景，为企业提供专业、稳定的直播推流、转码、分发及播放服务</p> <p>了解详情</p>	

资料来源：公司官网

图15: 国联云为合作伙伴提供互联网+解决方案、及工业解决方案

互联网+解决方案		工业解决方案	
 <p>智能生产解决方案</p> <p>为企业提供新形态的信息化管理系统和智能化解决方案，通过自动化、物联网、大数据、云计算...</p>	 <p>ERP系统解决方案</p> <p>为企业建立高效的管理信息系统，覆盖客户、项目、库存和采购、供应、生产等管理工作，通...</p>	 <p>CRM系统解决方案</p> <p>为企业提供客户信息的收集、管理、分析、利用的系统，帮助企业实现以客户为中心的管理模式。</p>	
 <p>质量管理解决方案</p> <p>为企业实现质量管理的持续改进机制，提供企业产品质量保证能力的一套管理系统。</p>	 <p>工业排程解决方案</p> <p>为企业实现订单的落实流程、协调管理、计划安排、进度管理、紧急查单、外协订单及订单报...</p>	 <p>数据决策解决方案</p> <p>为企业实现对工业各个流程的数据统计，针对数据进行可视化分析，以此为基础进行规划决策。</p>	

资料来源：公司官网

3、拟定增募资不超过 24.66 亿元，加速产业互联网战略落地

公司拟募集 24.66 亿元，分别投向国联股份数字经济总部建设项目（3.44 亿）、基于 AI 的大数据生产分析系统研发项目（4.91 亿）、基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发项目（6.14 亿）、基于云计算的企业数字化系统集成应用平台研发项目（4.76 亿）、以及补充流动资金（5.4 亿），我们认为定增项目有望加速“平台、科技、数据”战略落地。

图 16：定增募投资项目加速产业互联网战略落地

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
1	国联股份数字经济总部建设项目	34,414.81	34,414.81
2	基于 AI 的大数据生产分析系统研发项目	49,120.16	49,120.16
3	基于网络货运及智慧供应链的物联网支持系统研发项目	61,437.84	61,437.84
4	基于云计算的企业数字化系统集成应用平台研发项目	47,633.86	47,633.86
5	补充流动资金	54,000.00	54,000.00
合计		246,606.67	246,606.67

资料来源：公司公告

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

假设 1: 1) 受益于多多平台渗透率的提升，以及新垂直行业电商平台的拓展，公司网上商品交易业务预计将持续高增长；2) 公司将通过调整网站会员经营策略，及优化精简部分细分行业的会员开发业务，推动会员单价实现稳中有升，商业信息服务业务预计将保持稳定增长；3) 随着国联云的正式上线，未来有望实现变现成为新的收入贡献点，公司互联网应用服务业务预计整体保持较快增长。

假设 2: 预计网上商品交易业务在总收入中占比仍将继续提升，而网上商品交易业务毛利率相对较低，预计整体毛利率仍将有所下滑。

假设 3: 网上商品交易业务体量持续增加，规模效应明显，预计期间费用率仍将保持下滑趋势。

4.2、盈利预测与投资建议

公司的三大成长逻辑（大宗商品品类拓展、提升交易商品渗透率、交易会员转化率）已持续兑现，营收和净利润均保持高增长；前期定增项目有望持续增强竞争力，产业互联网领军地位夯实，我们对公司业绩持续高增充满信心。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 2.38、3.57、5.12 亿元，EPS 为 1.16、1.75、2.51 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 65、44、30 倍，公司 PE 和 PEG 估值高于行业可比公司平均水平，但考虑公司产业互联网领军地位，给予一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

表1: 公司 PE 和 PEG 估值高于行业可比公司平均水平 (截止 2020.8.25 收盘)

证券代码	公司简称	当前市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PEG
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E
300266.SZ	上海钢联	155	2.82	4.44	5.83	55	35	27	1.3
002315.SZ	焦点科技	51	1.01	1.53	2.25	52	34	23	1.1
行业平均						54	35	25	1.2
603613.SH	国联股份	158	2.38	3.57	5.12	65	44	30	1.4

数据来源: Wind、开源证券研究所 (上海钢联、焦点科技盈利预测均来源于 Wind 一致预期)

5、风险提示

- 1) 全年业务受新冠疫情影响风险。**下半年疫情发展仍是一个不确定因素,如有较大反复,仍会对公司业务产生影响,进而影响全年业绩目标的达成。
- 2) 市场竞争加剧风险。**公司主要通过涂多多、卫多多、玻多多等行业垂直电商平台为客户提供网上商品交易服务,存在商品产业链上下游厂商,及 B2B 创业团队切入交易服务环节的风险。
- 3) 主要商品价格波动可能引起的盈利波动。**网上商品交易业务已经成为公司收入主要来源,主营商品市场价格波动会对公司采购和销售价格产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	804	2184	3364	4007	6261
现金	279	791	1098	1651	2454
应收票据及应收账款	137	79	273	260	516
其他应收款	4	3	11	23	26
预付账款	352	553	1298	1393	2486
存货	27	13	84	55	142
其他流动资产	5	745	599	624	636
非流动资产	36	44	63	85	110
长期投资	0	0	1	1	1
固定资产	23	22	35	51	71
无形资产	7	19	24	30	35
其他非流动资产	6	3	3	3	3
资产总计	840	2229	3427	4092	6371
流动负债	376	1092	2034	2298	3999
短期借款	140	246	246	246	246
应付票据及应付账款	83	536	1048	1203	2311
其他流动负债	153	310	740	849	1442
非流动负债	1	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1	1
负债合计	377	1093	2035	2299	4000
少数股东权益	27	56	91	146	226
股本	106	141	204	204	204
资本公积	138	590	527	527	527
留存收益	193	349	607	995	1549
归属母公司股东权益	437	1079	1301	1646	2145
负债和股东权益	840	2229	3427	4092	6371

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	77	380	370	610	870
净利润	108	187	272	413	592
折旧摊销	3	3	5	7	9
财务费用	8	8	22	15	19
投资损失	0	2	1	1	1
营运资金变动	-37	177	70	174	250
其他经营现金流	-4	3	0	-0	-0
投资活动现金流	-5	-544	-24	-30	-35
资本支出	5	4	18	22	25
长期投资	-1	0	-0	-0	-0
其他投资现金流	-1	-540	-6	-8	-10
筹资活动现金流	17	585	-39	-27	-32
短期借款	26	106	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	35	63	0	0
资本公积增加	0	452	-63	0	0
其他筹资现金流	-8	-9	-39	-27	-32
现金净增加额	90	421	307	553	802

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3674	7198	12353	18711	27258
营业成本	3369	6744	11639	17672	25832
营业税金及附加	3	9	16	24	35
营业费用	103	139	233	319	414
管理费用	32	35	52	71	82
研发费用	17	17	37	75	109
财务费用	8	8	22	15	19
资产减值损失	1	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	-2	-1	-1	-1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	142	238	352	534	767
营业外收入	1	4	5	6	7
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	143	243	357	540	774
所得税	35	56	85	128	183
净利润	108	187	272	413	592
少数股东损益	14	28	35	56	79
归母净利润	94	159	238	357	512
EBITDA	146	237	348	521	737
EPS(元)	0.46	0.78	1.16	1.75	2.51

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	83.7	95.9	71.6	51.5	45.7
营业利润(%)	71.7	68.2	47.8	51.7	43.5
归属于母公司净利润(%)	59.8	69.3	49.4	50.4	43.4
获利能力					
毛利率(%)	8.3	6.3	5.8	5.6	5.2
净利率(%)	2.6	2.2	1.9	1.9	1.9
ROE(%)	23.3	16.4	19.6	23.0	25.0
ROIC(%)	18.7	13.6	16.9	20.7	23.2
偿债能力					
资产负债率(%)	44.8	49.0	59.4	56.2	62.8
净负债比率(%)	-29.7	-47.8	-61.2	-78.3	-93.1
流动比率	2.1	2.0	1.7	1.7	1.6
速动比率	1.1	1.2	0.9	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	5.0	4.7	4.4	5.0	5.2
应收账款周转率	31.7	66.5	70.2	70.2	70.2
应付账款周转率	70.6	21.8	14.7	15.7	14.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.78	1.16	1.75	2.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	1.86	1.81	2.99	4.26
每股净资产(最新摊薄)	2.14	5.29	6.37	8.06	10.50
估值比率					
P/E	165.5	97.7	65.4	43.5	30.3
P/B	35.6	14.4	11.9	9.4	7.2
EV/EBITDA	105.9	61.6	41.2	26.5	17.8

数据来源：贝格数据、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	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