

分析师：唐月
登记编码：S0730512030001
tangyue@ccnew.com 021-50586737

伴随民航业复苏，受益于低空经济发展

——恒拓开源(834415)中报分析报告

证券研究报告-公司分析报告

增持(首次)

市场数据(2024-09-27)

收盘价(元)	6.07
一年内最高/最低(元)	10.9/3.57
沪深 300 指数	3703.68
市净率(倍)	1.65
流通市值(亿元)	8.16

基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	3.69
每股经营现金流(元)	0.04
毛利率(%)	46.93
净资产收益率_摊薄(%)	1.59
资产负债率(%)	16.06
总股本/流通股(万股)	14051.15/13437.91
B股/H股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，Wind，聚源

相关报告

联系人：马焱琦
电话：021-50586973
地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼
邮编：200122

投资要点：

- 2024 年上半年公司收入 8153.94 万元，同比增长 1.57%；归母净利润 825.77 万元，同比增长 8.32%；扣非后归母净利润 189.60 万元，同比增长 39.34%。由于疫情和宏观经济因素的影响，航空业 2020 年以来景气度受到了较大的拖累，公司业务也因此步入了调整期，2024 年上半年的收入仍较 2019 年上半年下滑了 29.86%，但是已经在持续恢复的过程中。
- 后续随着航空业运力的恢复和行业盈利的改善，公司传统业务也有望持续增长。当前民航运力持续恢复，但是盈利情况仍有待改善；机场数量持续增长，5 家上市机场中 1 家亏损，1 家净利润超过 2019 年；从 3 家航空领域信息化上市厂商的业绩来看，上半年收入端都呈现增长，除川大智胜以外其他两家都实现了盈利而且净利润同比增长，但是从净利润来看三家利润水平都不及 2019 年同期。
- 快速发展的低空经济有望给公司带来更多的发展机遇。2024H1，全国已有 20 多个省份、100 多座城市发布了低空经济的政策性文件，公司也从 2023H2 开始重视低空经济的发展。
- 2024 年 8 月 19 日，公司发生了控制权的变更，实际控制人变为姜海林。其通过西藏智航持有公司 21.20% 的股权，与一致行动人亚邦伟业、牟轶将合计持有公司 27.39% 的股权。
- 首次覆盖并给与公司“增持”的投资评级。随着后续航空业景气度持续的恢复，公司基本面有望改善。同时低空经济迎来快速发展的新机遇，有望给公司带来新的业务增长点。预计 24-26 年公司 EPS 分别为 0.19 元、0.22 元、0.26 元，按 9 月 27 日收盘价 6.07 元计算，对应 PE 为 32.57 倍、27.45 倍、22.97 倍。

风险提示：航空业景气度恢复较为缓慢；国有企业对行业竞争格局的影响。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入(百万元)	179	191	204	233	270
增长比率(%)	-8.60	6.55	6.96	13.96	16.17
净利润(百万元)	7	20	26	31	37
增长比率(%)	-69.58	191.20	30.40	18.64	19.50
每股收益(元)	0.05	0.14	0.19	0.22	0.26
市盈率(倍)	123.67	42.47	32.57	27.45	22.97

资料来源：中原证券研究所，聚源

内容目录

1. 上半年业绩概况	3
1.1. 整体业绩	3
1.2. 分业务及分区域情况	3
1.3. 费用指标	5
2. 公司发展概况	5
3. 行业近期状况	7
3.1. 民航运力恢复，但是盈利情况仍有待改善	7
3.2. 机场数量持续增长，5家上市机场中1家亏损，1家净利润超过2019年	8
3.3. 公司主要竞争对手表现	9
3.4. 低空经济步入高速发展期，公司也在积极加大布局	9
4. 投资建议	10
5. 风险提示	10

图表目录

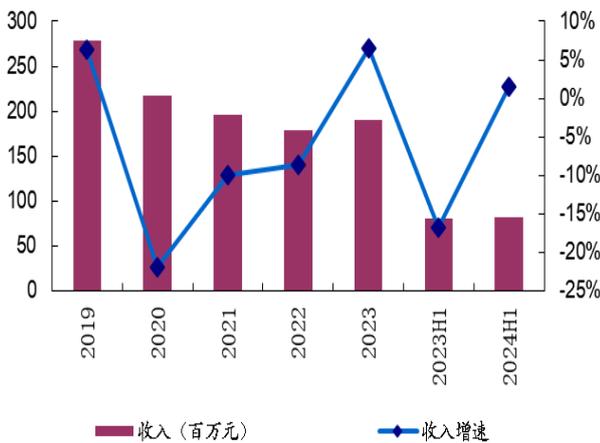
图 1: 2019-2024H1 公司收入及增速	3
图 2: 2019-2024H1 公司净利润及增速	3
图 3: 2024H1 公司收入的产品结构	4
图 4: 2017-2024H1 公司分产品收入及增速（百万元）	4
图 5: 2020-2024H1 公司分产品毛利率	4
图 6: 2024H1 公司收入的区域结构	5
图 7: 2021-2024H1 公司分区域收入及增速（百万元）	5
图 8: 2019-2024H1 公司员工数量（人）	5
图 9: 2019-2024H1 公司三大费用及增速（百万元）	5
图 10: 2019 年公司收入的行业分布	6
图 11: 2010-2024.1-7 我国民航客运量（万人）	7
图 12: 2010-2023 年我国分区域机场数量（个）	8

1. 上半年业绩概况

1.1. 整体业绩

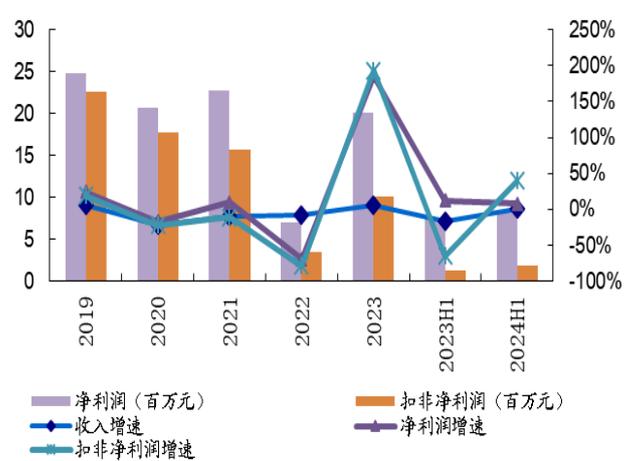
2024年上半年公司收入 8153.94 万元，同比增长 1.57%；归母净利润 825.77 万元，同比增长 8.32%；扣非后归母净利润 189.60 万元，同比增长 39.34%。由于疫情和宏观经济因素的影响，航空业 2020 年以来景气度受到了较大的拖累，公司业务也因此步入了调整期，2024 年上半年的收入仍较 2019 年上半年下滑了 29.86%，但是已经在持续恢复的过程中。

图 1：2019-2024H1 公司收入及增速



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

图 2：2019-2024H1 公司净利润及增速



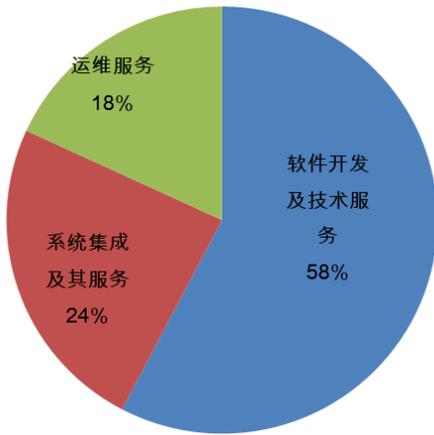
资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

后续随着航空业运力的恢复和行业盈利的改善，公司传统业务也有望持续增长。同时，当前快速发展的低空经济也有望给公司带来更多的发展机遇。

1.2. 分业务及分区域情况

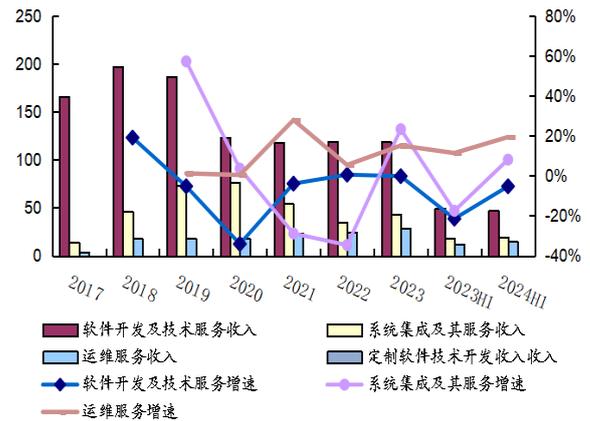
分产品来看，公司上半年软件开发及技术服务业务收入 4703.00 万元，同比下滑 5.26%；系统集成及其服务业务收入 1972.94 万元，同比增长 8.09%；运维服务业务收入 1478.00 万元，同比增长 19.39%，近些年保持了较强的稳定性。

图 3： 2024H1 公司收入的产品结构



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

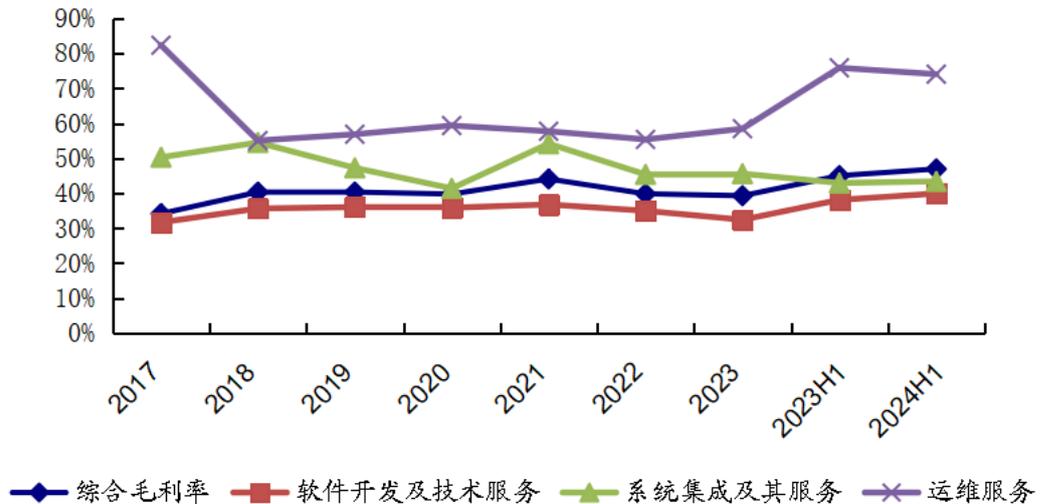
图 4： 2017-2024H1 公司分产品收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

上半年公司毛利率 46.93%，较上年增长 1.92 个百分点。从分产品角度来看，软件开发及服务、系统集成及其服务业务分别增长了 1.82 和 0.46 PCT 至 39.91% 和 43.38%。同时在产品结构上，由于公司毛利率最高的运维服务（毛利率 74.03%）实现了两位数的增长，占比提升，也对于整体毛利率的提升起到了积极的贡献。

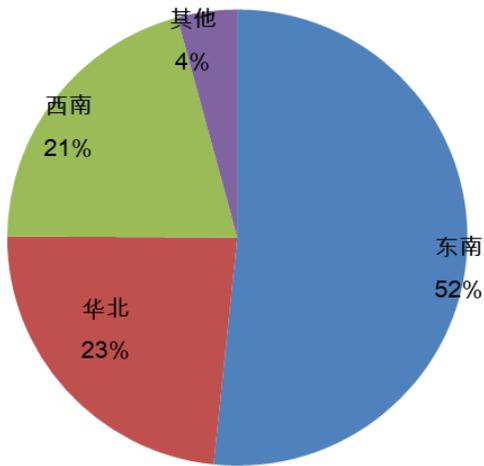
图 5： 2020-2024H1 公司分产品毛利率



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

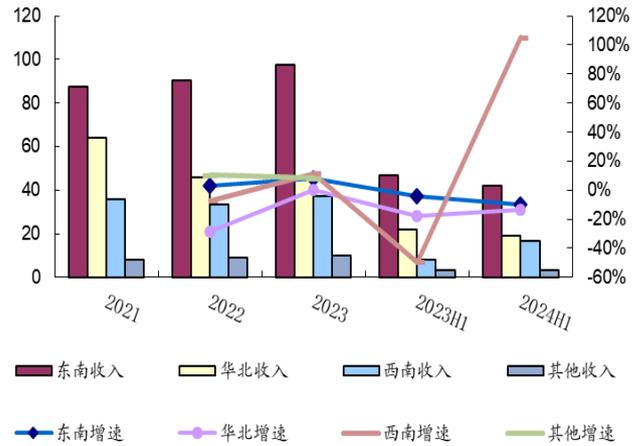
分区域来看，公司占比最高的在东南、华北地区的收入分别下滑了 9.93% 和 13.49%，但是在西南区域收入恢复较为明显，增速从 2023H1 的 -49.45% 上升为 105.09%，其他地区略有增长 7.57%。

图 6： 2024H1 公司收入的区域结构



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

图 7： 2021-2024H1 公司分区域收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

1.3. 费用指标

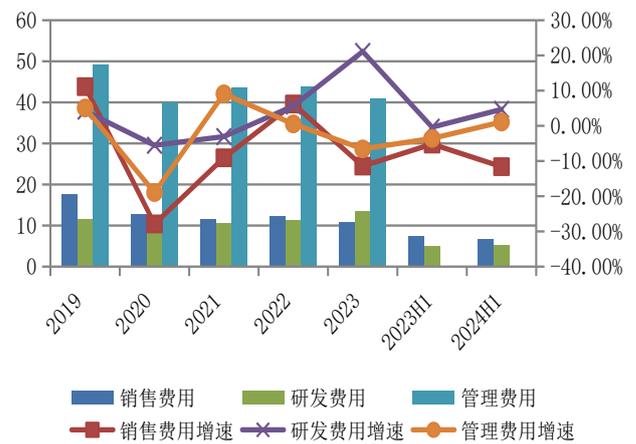
2024H1，公司销售费用、管理费用、研发费用分别为 656 万元、2467 万元、526 万元，分别较上年同期增长了-11.60%、1.09%、4.67%，仅有研发费用率还呈现增长趋势。2024H1 公司员工总数 515 人，继 2023 年下滑了 4% 以后，继续较年初减少了 31 人，将对公司后续整体控费起到积极的促进作用。

图 8： 2019-2024H1 公司员工数量（人）



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

图 9： 2019-2024H1 公司三大费用及增速（百万元）



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

2. 公司发展概况

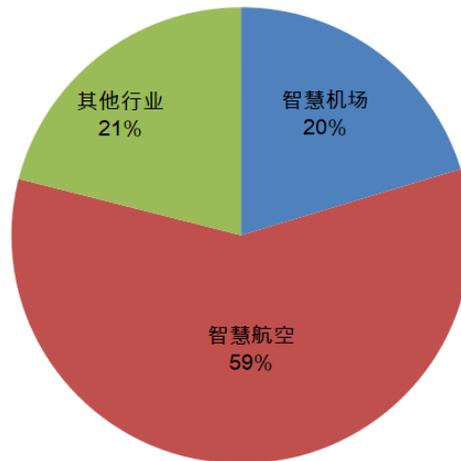
公司成立于 2007 年，2015 年挂牌新三板，2017 年通过资本运作实现业务转型，剥离了开源服务业务的同时扩充了在智慧航空领域的业务布局，2020 年在新三板精选层上市，2021

年在北交所上市，成为北交所首批上市企业之一。

公司的创始人马越曾兼任红帽中国社区的首席架构师，为红帽 Redhat&JBoss 世界创新奖(开源技术领域的诺贝尔奖)的首位华人获奖者。在创立公司之初就选择了 2B 开源服务赛道，2012 年全资收购了开源中国，2015 年公司成为了国内新三板开源服务平台第一股，但是为了让有盈利需求的上市公司健康发展，马越以个人身份收购了开源中国的全部股权。

目前，公司是我国民航信息化安全运行领域的核心软件供应商，以航空公司、机场及民航保障企业为主要客户，是 Sabre、Jeppesen 等国外软件厂商在我国民航信息化安全运行领域的可靠替代者。公司为航空公司提供全面的智慧航空解决方案，包括智慧生产运行、智慧管理及支撑、智慧营销服务和智慧机务维修等；为机场提供运行指挥、场面监控、智慧加油和车辆管理等。同时业务范围还进一步拓展到了政务、电信、汽车、制造、医疗等领域，收购了亿迅信息 40% 的股权，减少对单一行业高度依赖带来的风险。

图 10：2019 年公司收入的行业分布



资料来源：公司公告，Wind，中原证券研究所

表 1：公司主要资本运作情况

标的	投入 (亿元)	收购比例	披露日期	主要产品及业务	业绩承诺
恒拓网络	0.12	100%	2013.8	软件开发众包平台业务	
		-100%			
奥思网络	-0.2	-100%	2017.9	为客户提供软件开发者社区、代码托管云平台及软件开发众包平台服务	
三赢伟业	0.3825	51%	2017.6	为航空公司提供包括运行控制管理、机组资源管理、航班资源管	2017 年-2019 年净利润分别为 500 万元、700 万元、910 万元

	0.61	49%	2018.8.24	理、飞机资源管理、航空安全管理、地面保障管理及智能化运行分析等方面的软件服务	2018年、2019年扣非净利润分别不低于2,500万元、3,500万元
智能航空	0.3774	50%	2017.10.17	为机场客户提供基于机场综合保障所需的指挥调度、安全监控、航油管理等领域的信息化整体解决方案	2017-2019年扣非净利润分别不低于415万元、790万元、1120万元
	0.64	50%	2019.11.14		
亿迅信息	0.8416	40%	2023.6.15	全媒体交互中心解决方案业务	2023-2025年净利润分别不低于1700万元、1900万元、2200万元

资料来源：公司公告，中原证券研究所

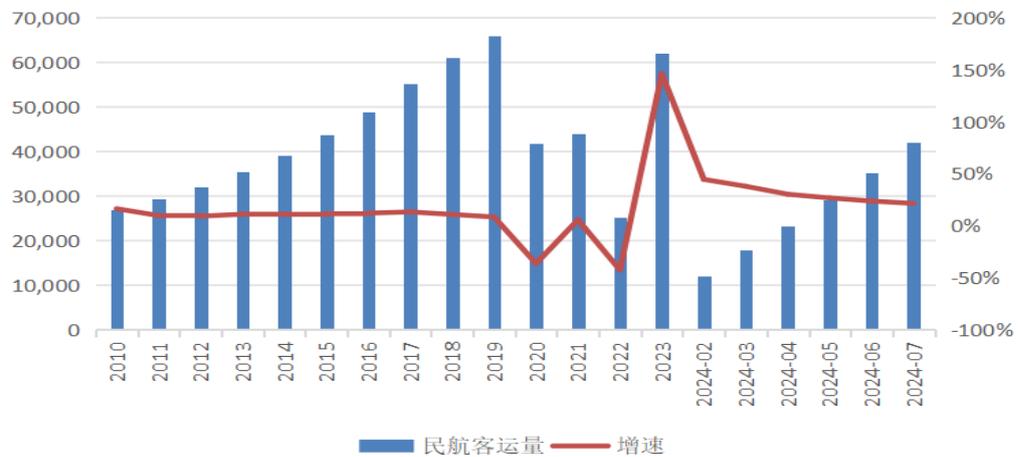
2024年8月19日，公司发生了控制权的变更，实际控制人变为姜海林。其通过西藏智航持有公司29,788,823股股份，持股占比为21.20%，与一致行动人亚邦伟业、牟轶将合计持有公司27.39%的股权（截止2024年8月19日）。

3. 行业近期状况

3.1. 民航运力恢复，但是盈利情况仍有待改善

2023年以来民航客运量持续恢复。根据民航局和统计局数据，我国民航客运量在2020-2022年受到疫情因素影响下滑，2023年呈现出恢复状态，全年同比增长146%至6.20亿人，但仍然低于2019年6.60亿人水平。2024年1-7月，民航客运量达到了4.20亿人，同比增长21%，已经超过了2019年同期3.81亿人的水平。

图 11：2010-2024.1-7 我国民航客运量（万人）



资料来源：民航局，统计局，Wind，中原证券研究所

航空公司业绩持续恢复中，但是盈利能力仍然较弱。从六家上市航司的财报数据来看，南航、东航、国航三家国有航司收入已经超过 2019 年，但是仍未实现盈利；海航收入仍不及 2019 年水平，但是已经在 2023 年恢复盈利；吉祥和春秋在收入和净利润恢复方面都表现优异，其中春秋作为廉价航空成为唯一一家收入和净利润都较 2019 年增长的企业。

表 1: 上市航空公司 2024 年上半年业绩增速对比 (亿元)

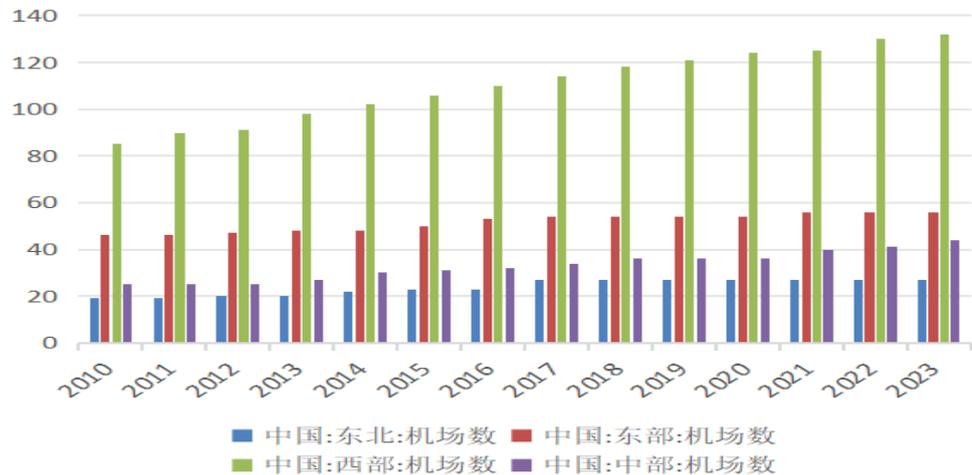
公司	2024H1						2023					
	收入	同比增速	较 2019H1 增速	归母净利润	同比增速	较 2019H1 增速	收入	同比增速	较 2019 增速	归母净利润	增速	较 2019 增速
中国国航	795	33%	22%	-28	19%	-189%	1,411	50%	-42%	-10	93%	-143%
南方航空	848	18%	16%	-12	57%	-173%	1,599	-3%	-45%	-42	96%	-146%
中国东航	642	30%	9%	-28	56%	-242%	1,137	39%	-47%	-82	93%	-187%
海航控股	317	15%	-9%	-6	60%	-226%	586	39%	-56%	3	97%	-217%
吉祥航空	110	17%	36%	5	684%	-15%	201	33%	-35%	8	112%	-51%
春秋航空	99	23%	38%	14	62%	59%	179	18%	-33%	23	145%	-26%

资料来源：上市公司公告，中原证券研究所

3.2. 机场数量持续增长，5 家上市机场中 1 家亏损，1 家净利润超过 2019 年

根据民航局数据，截止 2023 年末，我国共计拥有民航机场数量 259 个，较 2022 年底增长了 5 个，其中中西部的机场数量始终保持了较好的增长趋势。

图 12: 2010-2023 年我国分区域机场数量 (个)



资料来源：民航局，Wind，中原证券研究所

从 5 家上市机场业绩来看，2024 年上半年整体业绩都在恢复过程中，目前仅有首都机场还处于亏损状态，其他机场均盈利；收入端来看，上海机场、深圳机场、厦门空港都已经超过 2019 年同期水平；净利润情况来看，虽然各家业绩都实现了同比改善，但是仅有白云机场较 2019 年同期增长，盈利能力提升明显。

表 1: 上市机场 2024 年上半年业绩增速对比 (亿元)

公司	2024H1						2023					
	收入	同比增速	较 2019H1 增速	归母净利润	同比增速	较 2019H1 增速	收入	同比增速	较 2019 增速	归母净利润	增速	较 2019 增速
上海机场	61	25%	11%	8	515%	-70%	110	11%	-45%	9	127%	-84%
白云机场	35	20%	-10%	4	177%	2%	64	-13%	-56%	4	141%	-56%
深圳机场	23	16%	21%	2	416%	-43%	42	-16%	-41%	4	115%	-71%
北京首都机场股份	13	41%	-37%	-4	64%	-129%	21	81%	-69%	-17	89%	-116%
厦门空港	9	14%	3%	3	50%	-4%	17	-8%	-48%	4	790%	-52%

资料来源: 上市公司公告, 中原证券研究所

3.3. 公司主要竞争对手表现

从 3 家航空领域信息化上市厂商的业绩来看, 上半年收入端都呈现增长, 除川大智胜以外其他两家都实现了盈利而且净利润同比增长。但是从净利润情况来看, 三家利润水平都不及 2019 年同期。

总体来看, 公司业绩增长情况好于川大智胜, 但是弱于央企旗下的中国民航信息网络。

表 1: 公司主要竞争对手 2024 年上半年业绩增速对比 (亿元)

公司	2024H1						2023					
	收入	同比增速	较 2019H1 增速	归母净利润	同比增速	较 2019H1 增速	收入	同比增速	较 2019 增速	归母净利润	增速	较 2019 增速
中国民航信息网络	40.4	22%	6%	13.0	25%	-7%	69.8	34%	-13%	12.7	253%	-49%
恒拓开源	0.8	2%	-30%	0.08	8%	-20%	1.9	7%	-32%	0.2	191%	-19%
川大智胜	0.9	9%	-19%	-0.2	-46%	-256%	1.8	-27%	-48%	-1.7	-196%	-432%

资料来源: 上市公司公告, 中原证券研究所

3.4. 低空经济步入高速发展期, 公司也在积极加大布局

2024 年政策高度聚焦低空经济领域, 其有望成为推动经济高质量发展的新引擎。2023 年低空经济首次被写入中央经济工作会议, 2024 年两会期间, 低空经济首次被写入政府工作报告。3 月 27 日, 工信部、科技部、财政部、民航局共同印发了《通用航空装备创新应用实施方案(2024—2030 年)》, 提出了到 2030 年底空经济“形成万亿级市场规模”的发展目标。2024 年上半年, 全国已有 20 多个省份、100 多座城市发布了低空经济相关政策性文件, 竞相打造“低空之城”。

从产业构成来看, 低空经济主要包含低空飞行、低空制造、低空保障及综合服务四个重点环节。低空飞行是核心产业, 低空制造提供低空飞行载体相关的产业与服务, 低空保障包括了

低空空域管控系统及通用机场、直升机起降点等基础设施建设和运营，综合服务指航天器与金融、租赁、教育培训、文化传媒等相关业态的结合。

根据赛迪发布的《低空经济发展研究报告（2024）》，2023年我国低空经济规模为5059.5亿元，同比增速33.8%，乐观预计2026年有望突破万亿元。

公司2023年下半年开始重视低空经济发展，在2024年成立了低空事业部，通过多项能力的塑造，积极打造涵盖低空经济规划、产业培育、软硬件设计及集成交付等全过程服务能力，并开展低空经济业务的团队搭建、产品研发推广、订单获取等工作，有望在低空经济领域培养出新的业绩增长点。

4. 投资建议

首次覆盖并给与公司“增持”的投资评级。随着后续航空业景气度持续的恢复，公司基本面有望改善。同时低空经济迎来快速发展的新机遇，有望给公司带来新的业务增长点。预计24-26年公司EPS分别为0.19元、0.22元、0.26元，按9月27日收盘价6.07元计算，对应PE为32.57倍、27.45倍、22.97倍。

5. 风险提示

航空业景气度恢复较为缓慢；国有企业对行业竞争格局的影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	498	448	468	495	515
现金	52	51	57	67	73
应收票据及应收账款	141	124	136	147	157
其他应收款	2	3	3	3	4
预付账款	3	2	3	3	3
存货	28	29	27	32	35
其他流动资产	272	238	242	243	243
非流动资产	99	176	176	173	190
长期投资	0	86	86	86	106
固定资产	17	13	11	7	3
无形资产	5	8	6	7	8
其他非流动资产	77	70	73	73	73
资产总计	597	623	645	668	705
流动负债	67	83	93	101	119
短期借款	0	10	9	13	17
应付票据及应付账款	20	13	21	22	23
其他流动负债	47	60	63	66	79
非流动负债	14	22	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	22	17	17	17
负债合计	81	105	111	118	136
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	141	141	141	141	141
资本公积	321	316	318	318	318
留存收益	61	73	86	102	121
归属母公司股东权益	516	518	534	550	569
负债和股东权益	597	623	645	668	705

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	11	28	18	16	33
净利润	7	20	26	31	37
折旧摊销	11	10	7	7	8
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	-3	-10	-9	-10	-12
营运资金变动	-4	8	-6	-12	-1
其他经营现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-131	-23	-2	6	-13
资本支出	0	0	-7	-4	-4
长期投资	0	-72	0	0	-20
其他投资现金流	-131	48	6	10	12
筹资活动现金流	-6	-5	-10	-12	-14
短期借款	0	10	-1	3	4
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	3	0	0	0	0
资本公积增加	9	-6	2	0	0
其他筹资现金流	-18	-10	-12	-15	-18
现金净增加额	-126	-1	6	10	6

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	179	191	204	233	270
营业成本	108	116	120	137	159
营业税金及附加	1	1	1	2	2
营业费用	12	11	10	12	13
管理费用	44	41	42	47	55
研发费用	11	14	14	16	18
财务费用	-1	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	0	-1	0	0	0
其他收益	2	3	3	4	4
公允价值变动收益	0	4	0	0	0
投资净收益	3	10	9	10	12
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	8	24	28	34	40
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	8	23	28	33	40
所得税	1	3	2	2	3
净利润	7	20	26	31	37
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	7	20	26	31	37
EBITDA	15	19	34	39	46
EPS (元)	0.05	0.14	0.19	0.22	0.26

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-8.60	6.55	6.96	13.96	16.17
营业利润 (%)	-70.82	203.12	20.13	18.61	19.49
归属母公司净利润 (%)	-69.58	191.20	30.40	18.64	19.50
获利能力					
毛利率 (%)	39.83	39.28	41.04	40.90	41.22
净利率 (%)	3.85	10.53	12.84	13.36	13.75
ROE (%)	1.34	3.88	4.91	5.65	6.53
ROIC (%)	0.64	1.36	4.55	5.23	6.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	13.57	16.89	17.19	17.68	19.33
净负债比率 (%)	15.70	20.32	20.76	21.47	23.96
流动比率	7.39	5.37	5.01	4.92	4.34
速动比率	6.70	4.79	4.46	4.35	3.82
营运能力					
总资产周转率	0.30	0.31	0.32	0.35	0.39
应收账款周转率	1.26	1.44	1.57	1.64	1.78
应付账款周转率	4.97	6.96	7.12	6.52	7.06
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.05	0.14	0.19	0.22	0.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.08	0.20	0.13	0.11	0.23
每股净资产 (最新摊薄)	3.67	3.69	3.80	3.91	4.05
估值比率					
P/E	123.67	42.47	32.57	27.45	22.97
P/B	1.65	1.65	1.60	1.55	1.50
EV/EBITDA	32.89	45.49	24.08	20.58	17.49

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。