

19年业绩略低于管理层预期，20Q1经营承压但二季度有望大幅改善

核心观点：

1. 事件摘要

公司2019年全年实现营业收入135.33亿元，同比增长17.59%；实现归母净利润18.39亿元，同比增长17.02%；实现归属扣非净利润16.81亿元，同比增长12.27%；实现经营性现金流净额21.56亿元，较去年同期增长6.84%。

公司2020年一季度实现营业收入14.30亿元，同比下滑35.09%；实现归母净亏损1.02亿元，同比由盈转亏负增长210.30%；实现归母扣非净亏损1.25亿元，同比由盈转亏负增长265.03%；实现经营性现金流净额-7.97亿元，同比去年净流出额增长451.22%。

2. 我们的分析与判断

（一）衣柜与大宗渠道助力规模与业绩稳步扩张，20Q1疫情致使经营整体承压明显二季度环比有望大幅改善

截止2019年末，公司共计实现总营业收入135.33亿元，较去年同期增加20.24亿元，同比增长17.59%。其中，公司主营业务家具制造业实现营收133.66亿元，较去年同期增加18.56亿元，同比增长17.96%，总营收占比达到98.76%，较去年同期下降1.24个百分点，贡献总营收增量的91.72%；公司其他业务2019年共计实现营收1.68亿元，较去年同期增加1.68亿元，总营收占比达到1.24%，较去年同期增加1.24个百分点，贡献总营收增量的8.28%。由此可见，2019年公司营收规模端的扩张主要是由于公司主营业务家具制造业业务的增长所致。

截止2020年一季度末，公司实现总营业收入14.30亿元，较去年同期减少7.73亿元，同比下滑35.09%，主要是由于公司主营业务中家具制造业务受疫情影响难以正常开展以及公司旗下经销门店与直营门店均无法正常营业所致，但目前国内疫情已经得以充分控制，公司旗下各大经销门店与直营门店以及其他各销售渠道与生产均已逐步恢复正常，预计二季度公司规模端环比表现将有望录得大幅改善，同比降幅有望大幅缩窄，但考虑到二季度仍不是家具销售旺季，预计二季度受益于消费者前期积压的消费需求较去年同期实现大幅增长的可能性相对较低，期待公司进入三季度后家具传统销售旺季到来时迎来规模端增长。

欧派家居 (603833.SH)

推荐 维持评级

分析师

李昂

☎：(8610) 83574538

✉：liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

特此鸣谢：

甄唯萱

☎：(8610) 83574089

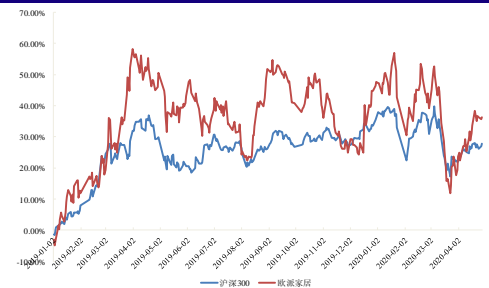
✉：zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

章鹏

☎：(8610) 86359172

✉：zhangpeng_yj@chinastock.com.cn

公司数据时间 2020.04.28



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究报告

【中国银河研究院_李昂团队】公司三季报点评_欧派家居(603833.SH)_旺季推动规模与业绩持续增长符合预期，维持推荐 20191031

首先，公司作为家具品牌制造商拥有经销、大宗、直销等多个销售渠道。按渠道拆分营收，2019 年公司直营门店/经销门店/大宗业务/其他（出口）分别实现营收 3.48/105.56/21.62/3.00 亿元，较去年同期分别增加 0.45/13.05/7.45/-0.60 亿元，分别实现 14.91%/14.11%/52.53%/-16.71% 的同比增长，营收占比分别为 2.60%/78.98%/16.18%/2.25%，较去年同期分别变动 -0.07/-2.66/3.67/-0.93 个百分点，贡献主营业务营收增量的 2.22%/64.14%/36.60%/-2.96%，由此可见公司原先高度依赖经销门店实现销售的模式在成功开拓了与地产商合作的大宗渠道后占比有所降低，逐步由单一的经销渠道驱动转变为经销+大宗双渠道同步推进的混合模式。

截止 2020 年一季度末，公司直营/经销/大宗/其他（出口）渠道分别实现营收 0.27/8.77/3.81/1.19 亿元，较去年同期分别变动-0.29/-6.51/-1.27/0.51 亿元，实现同比-51.66%/-42.61%/-24.97%/76.11% 的增长，主要是由于一季度新冠疫情致使公司直营与经销门店被迫闭店导致公司直营与经销渠道收入大幅减少，而出口业务的同比大幅增长主要是由于公司工厂在 3 月有序开工复工后前期积压的海外订单逐步完成交货，使得该渠道所受影响有限所致。考虑到二季度截至目前海外疫情尚未得到完全控制，预计公司二季度出口业务环比及同比表现将欠佳，但出口渠道业务占比较低，因此对公司依靠境内经销与直营渠道客流逐步恢复在二季度迎来环比大幅改善的趋势影响较小。

鉴于公司目前主要销售渠道依旧为经销模式，经销门店的铺设与扩张便是决定公司规模端实现持续增长的关键。截止 2019 年末，公司在全国范围内共计拥有直营与经销门店 7095 家，较去年同比增加 357 家，尽管增幅不及去年同期实现的 800 家，但综合 2019 年国内房地产销售依旧较为疲软的情况以及国内经济整体增速放缓趋势明显的负面影响，公司能够在成为第一大家具经销网络的后继续实现逆势扩张实属不易。从经销商个数角度来看，2019 年公司共计拥有经销商 5199 个，较去年同期增加 420 个，增幅同样不及 18 年的 770 个。具体来看，2019 年公司直营门店/经销门店分别为 33/7065，分别较去年同期新增 7/1243 家，关闭 4/889 家，实现净增加 3/354 家门店，由此可见公司 2019 年对部分经销商所开的门店进行了优化，使得经销商净增加数量远高于经销门店净增加数量，体现出公司在兼顾渠道布局的同时进一步加强经销商与经销门店质量方面的提升工作。

按产品品牌拆分公司经销门店，2019 年末公司共计拥有欧派橱柜/欧派衣柜/欧派卫浴/欧铂尼木门/欧铂丽家居定制经销门店 2334/2144/611/985/988，分别较去年同期新开 326/370/180/211/156 家，关闭 268/339/128/51/103，净增加 58/31/52/160/53 家，可见公司 2019 年在已经形成规模效益的橱柜、衣柜以及存续时间较长的卫浴品牌的经销渠道进行了较为明显的优化，而对于尚处于高速发展阶段的木门与大家居门店则保持了持续扩张的态势。

截止 2020 年一季度末，公司共计拥有经销门店 7087 家，较 2019 年末新增 25 家，其中欧派橱柜/欧派衣柜/欧铂尼木门/欧派卫浴/欧铂丽定制家居分别拥有门店 2330/2144/1058/577/978 家门店，分别较 2019 年末净变动-4/0/73/-34/-10 家，主要是由于公司在一季度面对新冠疫情的冲击部分综合实力较弱的经销商被迫关停部分门店保证自身流动性，导致欧派卫浴、欧铂丽家居定制以及欧派橱柜品牌经销商门店出现净减少，而木门的经销门店加速扩张一定程度上弥补了这一流失，预计二季度开始公司将继续推进经销网络的布局，进一步巩固自身经销体系的绝对优势。

按品牌拆分公司主营业务收入，2019 年公司欧派/欧铂丽/欧铂尼三大品牌分别实现营收 120.43/7.25/5.97 亿元，分别较去年同期变动 16.49/2.63/1.23 亿元，分别实现同比 15.87%/56.85%/25.86% 的正增长，分别贡献主营业务营收增量的 81.05%/12.92%/6.03%，可见公司 2019 年三大品牌中主要是以橱柜与衣柜业务为主的欧派家居主品牌以及公司过去两年内大力推广的欧铂丽定制家居品牌为核心驱动力，符合公司持续推进的大家居战略与始终深耕的主品牌影响力战略。

按产品拆分公司主营业务收入，2019 年公司橱柜/衣柜/卫浴/木门/其他产品分别实现营收 61.93/51.67/6.24/5.97/7.84 亿元，分别较去年同期增加 4.28/10.19/1.71/1.23/2.94 亿元，分别实现 7.43%/24.56%/37.67%/25.86%/60.08% 的同比增长，营收占比分别为 46.34%/38.65%/4.67%

4.47%/5.87%，较去年同期分别变动-4.54/2.05/0.67/0.28/1.54 个百分点，贡献主营业务营收增量的 21.04%/50.06%/8.39%/6.03%/14.47%。基于上述数据分析，公司 2019 年主营业务的增量主要依靠衣柜、橱柜以及与大家居业务高度相关的其他产品，并且公司自成立以来便高度依赖的橱柜业务在公司成功实现了衣柜业务的突破后占比已经下降至 46.34%，与衣柜业务之间的差距进一步缩窄，而新拓展的木门业务同样受益于大宗渠道的快速拓展营收占比逐步提升，未来有望于卫浴产品竞争公司产品矩阵的第三块拼图。

2020 年一季度末，公司橱柜/衣柜/卫浴/木门/其他产品分别实现营收 6.42/4.95/0.84/0.64/1.20 亿元，较去年同期分别变动-3.81/-3.47/-0.24/-0.16/0.13 亿元，分别实现 -37.23%/-41.23%/-22.55%/-20.36%/12.24% 的同比增长，主要是由于公司一季度经销门店与直营门店受疫情影响被迫停业关店导致各销售渠道业务拓展受阻使得公司各类产品的销售均受到冲击所致，至于其他产品类别的正增长主要是由于公司出口业务产品的销售在 3 月疫情得以控制后逐步达成前期积压订单交付所致。

按地区拆分公司主营业务收入，2019 年公司在华东/华南/华北/华中/西南/东北/西北/境外地区分别实现营收 39.49/25.73/17.66/13.78/18.62/7.32/8.05/3.00 亿元，分别较去年同期变动 5.82/6.53/1.89/1.38/3.05/0.74/1.54/-0.60 亿元，分别实现 17.28%/33.97%/11.95%/11.12%/19.62%/11.28%/23.71%/-16.71% 的同比增长，营收占比分别为 29.55%/19.25%/13.21%/10.31%/13.93%/5.47%/6.02%/2.25%，较去年同期分别变动-0.17/2.30/-0.71/-0.63/0.19/-0.33/0.28/-0.93 个百分点，贡献主营业务营收增量的 28.60%/32.07%/9.27%/6.78%/15.01%/3.64%/7.58%/-2.96%。综合来看，2019 年公司主营业务的增长主要依靠公司在大本营所在地区的华南地区的增长以及经济较为发达的华东地区。

按季度拆分公司总营收，2019Q1/Q2/Q3/Q4 各季度分别实现营收 22.03/33.07/40.25/39.98 亿元，分别较去年同期变动 2.97/3.68/6.74/6.86 亿元，分别实现 15.57%/12.51%/20.10%/20.70% 的同比增长，各季度营收占比分别为 16.28%/24.44%/29.74%/29.54%，符合家具家装消费旺季为历年三四季度的历史规律。2019Q3/Q4 分别贡献公司总营收增量的 33.29%/33.87%，主要是由于公司于 19 年三四季度加大旺季促销力度所致。

至于其他核心经营数据表现方面，2019 年公司分别生产橱柜/衣柜/卫浴/木门产品 70.78/170.62/38.66/57.82 万套，较去年同期分别增长 11.47%/25.44%/37.06%/27.08%；2019 年公司分别销售橱柜/衣柜/卫浴/木门产品 69.58/165.74/38.11/57.21 万套，分别较去年同期增长 10.40%/21.98%/35.70%/26.57%，产销率分别达到 98.30%/97.14%/98.57%/98.94%，符合公司以销定产的定制家具生产模式。每套产品的出厂单价方面，2019 年公司橱柜/衣柜/卫浴/木门产品的单价分别为 8901/3117/16381050 元/每套，较去年同期分别实现-2.69%/2.11%/1.45%/-0.56% 的同比增长，整体价格表现相对稳定。

至于业绩方面，2019 年公司实现归母净利润 18.39 亿元，较去年同期增加 2.68 亿元，实现同比增长 17.02%；归母扣非净利润 16.81 亿元，较去年同期增加 1.84 亿元，同比增长 12.27%。2019 年公司共计确认非经常性损益共计 1.59 亿元，较去年同期增加 0.84 亿元，其中政府补助/交易性金融资产等带来的投资收益分别实现 1.44/0.30 亿元，较去年同期分别变动 1.19/0.30 亿元，可见公司非经常性损益的大幅增加主要是由于公司于报告期内确认政府补助大幅增加所致。

截止 2020 年一季度末，公司实现归母净亏损 1.02 亿元，较去年同期减少 1.94 亿元，实现同比负增长 210.30%；归母扣非净亏损 1.25 亿元，较去年同期减少 2.01 亿元，实现同比负增长 265.03%。非经常性损益共计 0.23 亿元，其中公司收到的政府补助共计 0.18 亿元。公司 2020 年一季度业绩在规模端受制于新冠疫情难以正常开展的情况下，尽管经营相关的部分费用有所减免，但员工薪资等固定支出使得公司业绩由盈转亏，预计二季度开始在公司全国门店全部恢复营业与客流逐步回升的推动下，业绩环比有望出现较大幅度改观。

按季度拆分公司业绩表现，2019Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润 0.92/5.41/7.45/4.61 亿元，较去年同期分别变动 0.18/0.64/0.95/0.90 亿元，分别实现 25.14%/13.48%/14.65%/24.12% 的同比增长，

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

同比增长；归母扣非净利润分别实现 0.76/5.19/6.96/3.90 亿元，较去年同期分别变动 0.13/0.68/0.66/0.37 亿元，分别实现同比增长 20.96%/14.97%/10.52%/10.43%。公司 2019Q2 与 Q3 实现的归母净利润与扣非净利润的大幅增长主要是由于 2018 年 5 月起中美贸易战对国内经济造成的负面影响使得 18 年二季度与三季度基数相对较低所致叠加公司在三季度传统家具家装消费旺季进行的营销使得 19Q2 与 19Q3 表现相对亮眼。

(二) 19 年综合毛利率下降 2.54pct，期间费用率下降 1.30pct；20Q1 综合毛利率下降 10.35pct，期间费用率上升 4.44pct

截止 2019 年末，公司的综合毛利率为 35.84%，较去年同期下降 2.54 个百分点。其中，公司主营业务毛利率为 35.82%，较去年同期减少 2.48 个百分点。具体来看，按渠道拆分，公司 2019 年直营/经销/大宗业务/出口渠道的毛利率分别为 67.05%/35.02%/34.63%/36.13%，分别较去年同期变动 6.60/-0.70/-14.85/-5.68 个百分点；按品牌进行拆分，2019 年公司欧派/欧铂丽/欧铂尼品牌分别实现毛利率 37.05%/34.65%/12.38%，分别较去年同期变动-2.88/7.76/-1.20 个百分点；按产品拆分，2019 年公司橱柜/衣柜/卫浴/木门/其他产品的毛利率分别为 36.60%/39.91%/26.20%/12.38%/28.17%，分别较去年同期变动-3.21/-2.07/-0.28/-1.20/4.00 个百分点；按地区拆分，2019 年公司在华东/华南/华北/华中/西南/东北/西北/境外地区的毛利率分别为 35.60%/36.70%/35.58%/35.59%/35.54%/35.75%/35.53%/36.13%，分别较去年同期变动-3.24/0.01/-2.46/-1.83/-3.13/-2.55/-4.10/-5.68 个百分点。综合上述数据，2019 年公司综合毛利率的下滑主要是公司大宗业务渠道占比提升的同时毛利率由于大宗业务产品销售结构倾向于低毛利的木门而出现大幅下降，叠加公司传统优势产品橱柜与新晋驱动核心产品衣柜的毛利率在经济放缓与房地产销售疲软的行业背景下均出现不同程度的下滑所致。

截止 2020 一季度，公司综合毛利率达到 23.87%，较去年同期下降 10.35 个百分点。其中，主营业务毛利率为 22.88%，较去年同期下滑 10.37 个百分点。按渠道拆分，2020Q1 公司直营/经销/大宗/其他渠道毛利率分别为 59.64%/18.00%/28.67%/31.97%，较去年同期分别变动-7.90/-11.22/-11.93/-8.77 个百分点；按产品拆分，2020Q1 公司橱柜/衣柜/卫浴/木门/其他产品的毛利率分别为 23.85%/30.93%/9.01%/6.35%/3.03%，分别较去年同期变动-9.21/-8.03/-9.35/-4.45/-19.19 个百分点。综合来看，公司 2020Q1 综合毛利率的大幅下滑一方面是由于各项产品与各个销售渠道受疫情影响均出现大幅下滑，另一方面是由于公司原先的主力销售渠道与产品销售规模大幅降低，而低毛利的出口产品与其他产品占比逆势提升，使得公司整体产品结构向低毛利区间倾斜，二者共同影响之下使得公司 2020Q1 综合毛利率出现大幅下滑，预计二季度待公司各项业务与各个销售渠道逐步恢复正常运转后，综合毛利率水平有望环比大幅改善，同比降幅有望大幅收窄。

公司 2019 年全年销售净利率为 13.59%，同比下滑 0.07 个百分点；期间综合费用率为 20.85%，相比上年同期降低 1.30 个百分点。销售/管理（含研发）/研发/财务费用率分别为 9.68%/11.68%/4.74%/-0.51%，较上年同期变化-0.55/-0.52/-0.75/-0.24 个百分点。其中，销售费用较上年增加 1.33 亿元（YOY11.28%），主要是由于职工薪酬费用随销售规模同步增长所致；管理费用（不含研发）同比增加 1.67 亿元（YOY21.62%），主要由于是人员、办公等费用增加所致；研发费用 2019 年基本与 2018 年保持一致，使得规模增长的情况下费用率大幅下降；财务费用同比减少 0.38 亿元（YOY-118.53%），主要是由于本期银行借款利息收入与理财收益增加所致。

截止 2020 年一季度，公司销售净利率达到-7.10%，较去年同期减少 11.28 个百分点。2020 年一季度期间综合费用率为 33.49%，较去年同期增加 4.44 个百分点。2020 年一季度公司销售/管理（含研发）/财务/研发费用率分别为 13.89%/20.16%/5.52%/-0.56%，分别对应上年同期变化 0.09/5.21/0.09/-0.85 个百分点。公司较去年同期略由增加的原因主要是由于支付管理人员薪酬而规模端下滑严重导致费用率整体大幅抬升，预计二季度公司主营业务得以正常开展后各项费用率指标将逐步恢复至正常波动区间。

（三）以经销体系优势为基石，积极拓展大宗业务抓住 B 端市场高速增长机遇

公司坐拥家具行业最大的终端销售网络，全国拥有各类品牌的直营与经销门店超过 7000 家，截止 2020 年一季度末，全国共计拥有经销门店 7087 家，远超行业内其他公司。遍布全国的销售网点，一方面帮助公司挖掘各线城市内的潜在客户，为公司保持良性增长提供源源不断的动力；另一方面公司还通过这上千家门店在全国范围内宣传自身品牌，提升品牌在消费者心目中的知名度以及公司在行业内的影响力。公司形成强大的经销网络的背后更多体现的是公司强大的管理能力。自成立以来，公司便将与经销商合作共赢作为核心理念进行发展，并在行业内部首创千分考核机制、“10+1” 欧派终端营销系统、双 50 理论、店面 4S 等管理制度，实现与经销商互利共赢的同时，防止由于管理漏洞导致公司与经销商双输或者公司品牌形象受损的情况出现。在深耕经销商体系积累了多年经验后，公司逐步加大与各大地产商之间的合作力度，为公司未来的增长增添新驱动力。面对国内家具制造工程类业务在未来两年内至少可达百亿元规模的机会，公司在大宗渠道的合作拓展方面凭借自身的品牌影响力、大规模产能以及覆盖全国的生产基地等优势已经与多个位列全国 TOP20 的房企在大宗领域展开合作，并依靠着在这些合作中积累的经验摸索出一套平衡安全性与收益的合作模式。根据公司公告披露，截至 2018 年公司的大宗客户共有 43 个，并且合作客户资质较好，主要包括保利、碧桂园、恒大、中铁房地产集团、中建八局、和记黄埔、华润等。2019 年，公司在大宗业务渠道拓展领域一方面加大了工程橱柜品类的开拓，将橱柜工程领先优势铸造成压倒性优势；另一方面，通过积极整合资源与成立独立部门的方式，实现公司内部资源互通、互享、互用，充分利用欧派橱柜的先入优势，努力开拓其他品类的百强地产战略和项目开发，尤其是精装修必备的木门、淋浴房、工程百货等品类。我们认为公司作为业内的龙头企业，未来大概率将在大宗业务渠道拓展方面凭借自身的品牌优势、产能优势与客户资源优势实现不俗的增长，为公司规模端增长提供充沛的驱动力。

（四）整装大家居战略升级抢占前端客流，加码线上实现引流与客单同步提升

整装渠道在 2018 年成功升级后成为拉动公司零售业绩增长的重要推动力，全年整装订单接单突破 6 亿元，同比增长高达 106%，截至 2019 年年末，公司整装大家居共拥有经销商 275 家，开设整装大家居门店 288 家。在公司积极部署“大家居”战略努力通过扩充销售产品品类的方式提高客单价的同时，公司在“整装大家居”战略升级时便已经开始加强对引流措施方面的关注，而除了与家装公司合作纵向提高引流效率外，为了迎合当前电商与直播等新消费潮流以及应对线下渠道多元化、客流分散的问题，公司还积极拓展了线上渠道，为线下门店打开了新的流量接口，并且在过去的三年内公司的电商业绩表现良好，为线下门店引流起到了重要作用。自 2011 年，欧派天猫商城官方旗舰店开业后，公司便开始布局线上渠道，截止目前公司合作的电商平台已经扩充至天猫、京东等，并且公司还开设了“欧派商城”。在 2011 年首次拓展电商渠道后，公司电商渠道的发展始终保持高速发展，天猫“双十一”购物狂欢节当日销售额由 2016 年的 1.42 亿元提升至 2019 年的 7.07 亿元，成为天猫“双十一”购物狂欢节家具类品牌销售额第一名，CAGR 达到 70.76%，远超公司所有销售渠道同期复合增速。并且，公司还紧跟新消费潮流，主动于今年天猫“双十一”购物狂欢节期间开通线上直播营销渠道与 11 位网红主播在线带货，在此期间共计 23 场直播观看量达到 7 万人次。由此可见，公司对于营销渠道的横向拓展以及线上引流方面的布局均已收获一定成效，预计未来公司还将继续加大在引流方面的投入并积极探索类似于“整装大家居”这样能够实现引流与客单价提升复合功效的方式。

3. 投资建议

结合公司在经销加盟管理体系上的优势配合品牌与产品矩阵初具雏形为公司提供的多轮驱动力，我们预期未来公司将在依靠自身强大的经销体系打造品牌影响力的同时，依靠公司在 B 端大宗业务的客户资源与模式方面的优势以及在“整装大家居”领域和新媒体引流战略方面的投入推动公司规模与业绩实现可持续增长。考虑到 2020 年初爆发的新冠疫情对公司一季度表现造成的影响，我们预计公司 2020/2021/2022 年实现营收 145.01/183.03/215.43 亿元，

实现归母净利润 20.31/27.25/31.87 亿元，对应 PE 22/17/14 倍，维持“推荐评级”。

4. 风险提示

房地产销售持续低迷的风险；行业产能过剩问题加剧的风险；行业竞争加剧的风险。

附：1.盈利预测和估值对比

表 1: 盈利预测

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	11509.39	13533.36	14501.33	18302.86	21543.37
增长率(%)	0.19%	17.59%	7.15%	26.22%	17.70%
归属母公司股东净利润	1571.86	1839.45	2031.38	2725.26	3186.60
增长率(%)	0.21%	17.02%	10.43%	34.16%	16.93%
EPS (元/股)	1.26	4.38	4.83	6.49	7.58
销售毛利率	38.38%	38.88%	38.99%	39.03%	38.86%
净资产收益率(ROE)	20.79%	19.24%	20.63%	23.20%	22.58%
市盈率(P/E)	26	25	22	17	14
市净率(P/B)	4.43	5.02	4.26	3.53	2.95
市销率(P/S)	3.04	3.35	3.13	2.48	2.11

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为2020年4月28日收盘价)

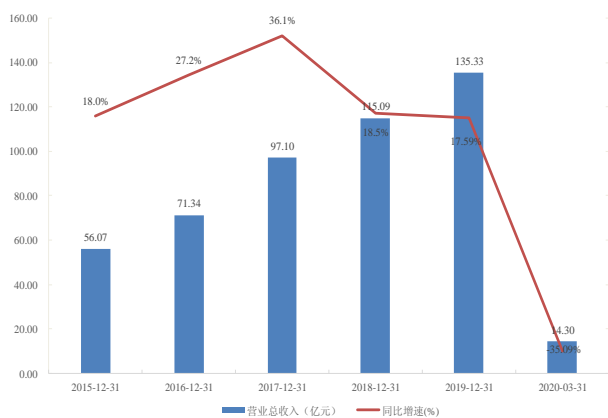
表 2: 可比公司最新估值情况

	境内可比公司					
	索菲亚	顾家家居	金牌橱柜	好莱客	均值	中位数
PE	15	19	20	15	17	17
PB	3.02	3.47	3.71	1.98	3.05	3.25
PS	2.13	2.00	2.29	2.33	2.19	2.21
	境外可比公司					
	赫尔曼米勒	LA-Z-Boy	HNI	敏华控股	均值	中位数
PE	18	16	18		17	18
PB	3.92	2.46	3.02		3.13	3.02
PS	1.10	0.60	0.72		0.81	0.72

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

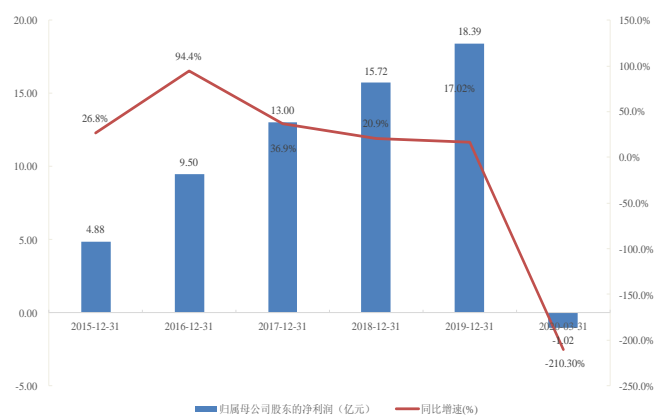
2.公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2014-2020Q1 年营业收入(亿元)及同比增速(%)

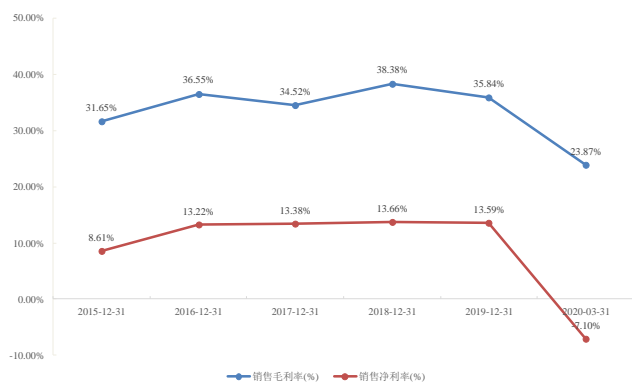


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

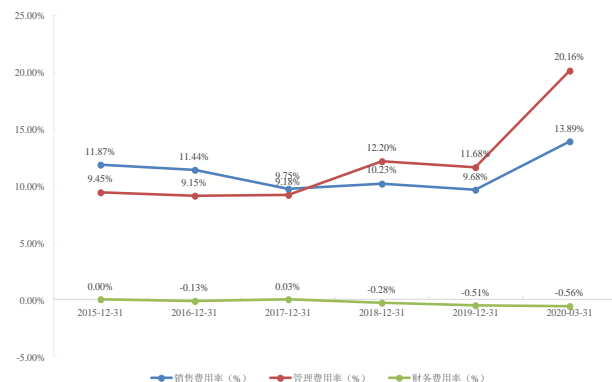
图 2: 2014-2020Q1 归母净利润(亿元)及同比增速(%)



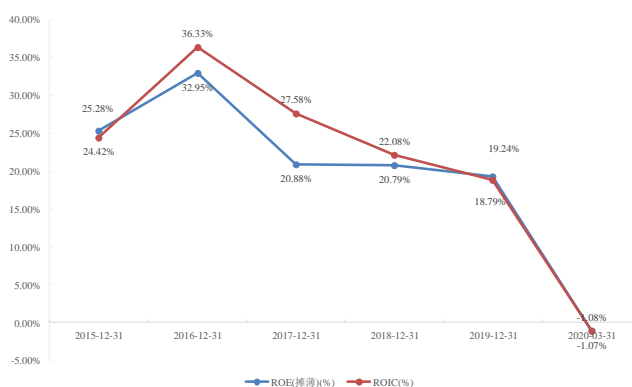
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2014-2020Q1 毛利率(%)和净利率(%)变动情况


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2014-2020Q1 期间费用率(%)变动情况


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2014-2020Q1 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 3: 2020 年一季度欧派家居全国范围内门店变动情况

报告期	欧派橱柜(含橱衣综合)	欧派衣柜(衣柜独立)	欧铂尼木门	欧派卫浴	欧铂丽	合计
2020/3/31	2330	2144	1058	577	978	7087
2019 年末	2334	2144	985	611	988	7062
变动情况	-4	0	73	-34	-10	25

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 4: 2019 年度欧派家居全国范围内门店变动情况

门店类型	上年末数量(家)	本年度新开(家)	本年度关闭(家)	本年末数量(家)
欧派橱柜	2,276	326	268	2,334
欧派衣柜	2,113	370	339	2,144
欧派卫浴	559	180	128	611
直营店	30	7	4	33
欧铂尼木门	935	156	103	988
欧铂丽家居定制	825	211	51	985
合计	6,738	1,250	893	7,095

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 5: 2019 年度欧派家居全国范围内经销商变动情况

品类	2019 年末经销商数量 (个)	2018 年期末经销商数量 (个)	净变动 (个)
欧派橱柜 (含橱衣综合)	1702	1618	84
欧派衣柜 (独立衣柜)	1001	973	54
欧铂丽家居定制	1027	892	109
欧派卫浴 (独立卫浴)	531	488	43
欧铂尼木门	938	808	130
合计	5199	4779	420

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 6: 2019 年分级别店面及经销商信息情况 (家)

市场级别	欧派橱柜 (含橱衣)		欧派衣柜 (衣柜独立)		木门	
	经销商	门店	经销商	门店	经销商	门店
A	36	287	14	284	35	93
B	310	637	193	620	273	304
C	1356	1410	794	1240	630	588
合计	1720	2324	1001	2144	938	985

市场级别	卫浴		欧铂丽	
	经销商	门店	经销商	门店
A	23	54	36	99
B	220	263	296	314
C	630	294	695	575
合计	938	611	1027	988

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 7: 2019 年分区域店面及经销商信息情况 (家)

区域	欧派橱柜 (含橱衣)		欧派衣柜 (衣柜独立)		木门	
	经销商	门店	经销商	门店	经销商	门店
华东	377	590	250	536	256	268
华中	337	420	223	381	185	180
华南	188	275	110	276	65	85
华北	236	336	116	280	166	179
西北	150	189	87	201	91	97
西南	279	352	157	334	100	102
东北	135	172	48	136	75	74
合计	1702	2334	1001	2144	938	985

区域	卫浴		欧铂丽	
	经销商	门店	经销商	门店
华东	148	177	261	270
华中	107	114	205	188
华南	45	52	115	103
华北	75	82	130	139
西北	36	40	71	61
西南	85	105	172	152
东北	35	41	73	75
合计	531	611	1027	988

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 8：2020 年一季度欧派家居主营业务收入按产品拆分

单位：亿元	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
橱柜	6.42	4.89	23.85%	-37.23%	-28.59%	-9.21%
衣柜	4.95	3.42	30.93%	-41.23%	-33.50%	-8.03%
卫浴	0.84	0.76	9.01%	-22.55%	-13.68%	-9.35%
木门	0.64	0.60	6.35%	-20.36%	-16.39%	-4.45%
其他	1.20	1.16	3.03%	12.24%	39.93%	-19.19%
合计	14.04	10.83	22.88%	-34.98%	-24.88%	-10.37%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 9：2020 年一季度欧派家居主营业务收入按渠道拆分

单位：亿元	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
直营店	0.27	0.11	59.64%	-51.66%	-39.89%	-7.90%
经销店	8.77	7.19	18.00%	-42.61%	-33.51%	-11.22%
大宗业务	3.81	2.72	28.67%	-24.97%	-9.91%	-11.93%
其他	1.19	0.81	31.97%	76.11%	102.16%	-8.77%
合计	14.04	10.83	22.88%	-34.98%	-24.88%	-10.37%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 10：2019 年度欧派家居主营业务收入按产品拆分

单位：亿元	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
橱柜	61.93	39.26	36.6	7.43	13.15	-3.21
衣柜	51.67	31.05	39.91	24.56	28.99	-2.07
卫浴	6.24	4.61	26.2	37.67	38.2	-0.28
木门	5.97	5.23	12.38	25.86	27.6	-1.2
其他	7.84	5.63	28.17	60.08	51.64	4
合计	133.66	85.79	35.82%	17.96%	22.69%	-2.48

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 11：2019 年度欧派家居主营业务收入按渠道拆分

单位：亿元	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
门店合计	109.03	69.73	36.04	14.13	14.96	-0.46
直营店	3.48	1.15	67.05	14.91	-4.26	6.6
经销店	105.56	68.59	35.02	14.11	15.35	-0.7
线上销售						
大宗业务	21.62	14.13	34.63	52.53	97.35	-14.85
其他	3.00	1.92	36.13	-16.71	-8.57	-5.69
合计	133.66	85.79	35.82	17.96	22.69	-2.48

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 12: 2019 年欧派家居主营业务收入按品牌拆分

单位:亿元	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
欧派	120.43	75.81	37.05	15.87	21.42	-2.88
欧铂丽	7.25	4.74	34.65	56.85	40.21	7.76
欧铂尼	5.97	5.23	12.38	25.86	27.6	-1.2
合计	133.66	85.79	35.82%	17.96%	22.69%	-2.48

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 13: 2019 年欧派家居各项产品产销量情况表

单位:万套	生产量	销售量	库存量	生产量比上年增减 (%)	销售量比上年增减 (%)	库存量比上年增减 (%)
整体橱柜	70.78	69.58	1.82	11.47	10.4	193.97
整体衣柜	170.62	165.74	5.89	25.44	21.98	479.99
整体卫浴	38.66	38.11	1.04	37.06	35.7	113.09
整体木门	57.82	57.21	0.94	27.08	26.57	186.08

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 14: 欧派家居 2019 年第四季度至今重大事项进展

事件类型	内容
使用自有资金委托理财进展	<p>公司 2019 年 11 月 1 日发布关于使用自有资金委托理财进展公告, 2019 年 10 月 10 日至 10 月 30 日期间, 公司及控股子公司--广州欧派集成分别使用自有资金购买了银行理财产品, 合计人民币 8.5 亿元。</p> <p>公司 2019 年 12 月 24 日发布关于使用自有资金委托理财进展公告, 本次委托理财金额: 委托中国银行理财 3.5 亿元、委托中信银行理财 4 亿元、委托工商银行理财 1 亿元、委托渤海银行理财 2 亿元。</p>
公司董监高减持股份	<p>公司 2020 年 3 月 11 日发布关于使用自有资金委托理财进展公告, 本次委托理财金额: 公司全资子公司天津欧派委托渤海银行理财 2 亿元、控股子公司欧派集成委托浦发银行理财 2.1 亿元、欧派家居委托广发银行理财 4 亿元。</p> <p>监事钟华文先生拟自 2019 年 11 月 28 日起至 2020 年 5 月 26 日期间内, 通过集中竞价或大宗交易或两者相结合的方式减持其所持本公司无限售条件流通股不超过 10 万股 (含), 占公司总股本的 0.0238%, 占其持有的无限售条件流通股总数的 20.04%。公司 2020 年 1 月 18 日发布监事钟华文先生集中竞价减持股份结果公告, 监事钟华文先生减持计划实施完毕, 截止报告日钟华文先生持有股份数量 39.91 万股, 占公司总股本的 0.095%。</p> <p>董事谭钦兴先生拟自 2020 年 2 月 3 日起至 2020 年 7 月 31 日期间内, 通过集中竞价等方式减持其所持本公司无限售条件流通股不超过 20 万股 (含), 占公司当前总股本的 0.0476%, 占其持有的无限售条件流通股总数的 16.9248%。公司 2020 年 3 月 7 日发布董事谭钦兴先生集中竞价减持股份进展公告, 谭钦兴先生自 2020 年 2 月 19 日至 3 月 5 日期间内, 通过集中竞价方式累计减持其所持本公司无限售条件流通股 11 万股, 占公司总股本 4.20 亿的 0.0262%, 占其持有的无限售条件流通股总数的 9.3086%, 已达到其减持计划数量的一半, 其减持计划尚未实施完毕。</p> <p>杨耀兴先生拟自 2020 年 2 月 10 日起至 2020 年 8 月 7 日期间内, 通过集中竞价</p>

**控股股东减持公司公开发行可
转换公司债券**

等方式减持其所持本公司无限售条件流通股不超过 15 万股（含），占公司当前总股本的 0.0357%，占其持有的无限售条件流通股总数的 24.4579%。

2019 年 10 月 23 日至 11 月 4 日期间，公司控股股东姚良松先生及其一致行动人共计减持欧派转债 149.5 万张，占发行总量的 10.00%。自 2019 年 9 月 4 日至 2019 年 11 月 5 日，姚良松先生及其一致行动人累计减持欧派转债 747.5 万张，占发行总量的 50%。截至 2019 年 11 月 5 日，姚良松先生共计持有欧派转债 175.17 万张，占发行总量的 11.72%。

**关于首次公开发行股份限售股
上市流通的公告**

2020 年 3 月 24 日，公司发布公告称本次上市流通的限售股属于首次公开发行限售股，限售期为 36 个月。本次上市流通的限售股股东共计 5 名，均为自然人股东。本次解除限售并上市流通股份数量为 3.26 亿股，占公司总股份的 77.49%，将于 2020 年 3 月 30 日上市流通。

**关于终止 IPO 部分募投项目并
将剩余募集资金永久补充流动
资金的公告**

2020 年 4 月 28 日，公司发布公告称将终止募集资金投资项目：“年产 50 万套抽油烟机、50 万套燃气灶生产车间”项目，并变更募集资金投向及金额：截至 2020 年 4 月 17 日，该项目累计使用募集资金 2,902.88 万元，尚有 3,254.27 万元未投入使用，拟将剩余募集资金 3,254.27 万元及其利息收入（实际金额以资金转出当日专户余额为准）用于永久补充流动资金。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 15: 欧派家居 2018-2019 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2018 年对于 2019 年的规划	2019 年对于 2020 年的规划
发展战略	<p>公司的企业愿景定位于把欧派打造一个受人尊敬、受人爱戴的中国著名的、有一定国际影响力的创意家居集团。我们的目标不止做国内行业领导品牌，而是要做世界的欧派。放眼眼下，面对行业内外的飞速变革，大变之世，唯有顺势以变，方能恒立潮头。为此，公司将继续推动以下工作：</p> <p>（1）信息化战略：2018 年公司信息化建设取得子全面的新突破，三年信息化战略初见成效。但是未来我们的目标仍然是加快信息化一网通打造，多形式推进大家居试点的进程，构建贯穿从营销到制造端，设计及制造一体化的信息系统，并基于该系统打造出欧派特有的“传统行业+互联网”模式。</p> <p>（2）商业模式打造：一方面深化新兴渠道模式打造力度，推进整装大家居、星居大家居、微型大家居，探索出符合欧派企业情况、适应市场形势的融合营销道路；另外一方面推动橱柜+、衣柜高端全屋定制、卫浴+、定制木门及欧铂丽年轻时尚品牌的品牌发展和经销商盈利模式打造。</p> <p>（3）全渠道布局：推进全渠道布局战略，在守住原有渠道优势和地位的同时，积极布局精装、整装、电商、外贸渠道业务，渠道布局稳健推进，渠道管理兼具制度管理与创新管理并行，不断优化管理方式。</p>	<p>公司的企业愿景定位于把欧派打造一个受人尊敬、受人爱戴的中国著名的、有一定国际影响力的创意家居集团。我们的目标不止做国内行业领导品牌，而是要做世界的欧派。放眼眼下，面对行业内外的飞速变革，大变之世，唯有顺势以变，方能恒立潮头。为此，公司将继续推动以下工作：</p> <p>1、信息化战略：2019 年基本实现了全品类全流程全覆盖的欧派定制家居信息化系统初步建设目标。但是未来我们的目标仍然是加快信息化一网通打造，多形式推进大家居试点的进程，构建贯穿从营销到制造端，设计及制造一体化的信息系统，并基于该系统打造出欧派特有的“传统行业+互联网”模式。</p> <p>2、商业模式打造：一方面深化新兴渠道模式打造力度，探索出符合欧派企业情况、适应市场形势的融合营销道路；另外一方面推动橱柜+、衣柜高端全屋定制、卫浴+、定制木门及欧铂丽年轻时尚品牌的品牌发展和经销商盈利模式打造。</p> <p>3、全渠道布局：推进全渠道布局战略，在守住原有渠道优势和地位的同时，积极布局精装、整装、电商、外贸渠道业务，渠道布局稳</p>

(4) 品牌建设：品牌作为企业发展的核心要素之一，随着年轻消费群体的兴起，品牌心智站位、消费群体迭代正成为公司关注的重点，也是未来品牌推广战略新的方向。公司在坚持机场、高铁站等户外广告投放的同时，积极探索情感短片、抖音等新媒介渠道的品牌宣传方式。

健推进，渠道管理兼具制度管理与创新管理并行，不断优化管理方式。

4、品牌建设：品牌作为企业发展的核心要素之一，随着年轻消费群体的兴起，品牌心智站位、消费群体迭代正成为公司关注的重点，也是未来品牌推广战略新的方向。公司在坚持机场、高铁站等户外广告投放的同时，积极探索情感短片、抖音等新媒介渠道的品牌宣传方式。

经营计划

1、业绩方面：2019年，公司预计营业收入将同比增长15%左右；预计营业总成本将同比增长15%左右；预计净利润将同比增长20%左右，当然，我们期待超越目标，挑战自我。(实际情况：2019年实现营业收入同比增长17.59%；营业总成本同比增长22.69%；归属于上市公司股东净利润同比增长17.02%)

2、经营方面：

(1) 抢份额，增单值：①面对房地产调控政策、行业渠道变革等外部因素，市场竞争态势将日趋激烈，恶劣环境之下需要更加优秀的经销商同行。因此，公司将遵从规律，投入更多资源，坚决对终端代理优胜劣汰；同时大力创新招商办法，加大招商力度。②坚决守住传统主战场的优势。一方面，全渠道扩张渠道张力，全力拓展整装、精装、电商等新兴渠道；另一方面，借助“橱衣融合”、“衣木融合”、“橱卫融合”、“整装大家居”、“星居整装”、“微型大家居”等融合营销渠道，给客户最好的服务和产品体验，做大客户单值。③坚持不懈向大家居巅峰发起进攻，一面在经销体系外寻求最强的装修公司合作，贯彻“龙蛇计划”，强攻整装大家居；一面在经销体系内遴选能攻敢攻之经销商，开设“星居大家居”、“微型大家居”，采“蝌蚪式”叠变法，依山势攀援大家居巅峰，逐步挺进蓝海。

(2) 重塑价值链，聚焦产品和服务质量的突破性提升：①实现信息化建设再突破，为经销商、消费者提供更为实时、精准和透明化的信息共享与协同能力，大幅提升效率，减少错漏、降低成本。②加强产品体系研发整合力度，匹配各渠道营销定位和营销模式需要，助力营销快速抢占市场。③提升产品和服务质量，着力减少遗留单、降低系统成本；完善产品质量标准体系和质量管理体系，提升新产品评价体系、产品质量检测监控体系建设水平，进一步巩固产品的质量口碑。④建立产品齐套交货服务标准体系，订单数据流、业务流实行全流程全覆盖信息化管理，提升客户有关产品交付信息交互体验。⑤变革物流端到端的模式，大力提升物流服务

1. 激活内部，以管理促经营

全面升级运营管理系统，由重经营轻管理转向全面精细化经营管理，重塑欧派经营管理价值体系，重构营销与制造协同机制，以模拟公司化运营锻造各事业部独立战力；健全权力下放与能力建设相匹配的权责担当机制，增强团队协同战力；以“精英化、精简化”检视团队，切掉每一片多余脂肪，强健每一块有力肌肉，同时，进一步完善和激活绩效管理机制，鼓励全员主动拥抱变化、主动创新，充分发挥主观能动性，盘活机制，提升组织战力。

2. 驰援终端，激活战力

(1) 资源输送：提供金融支持系列方案，为经销终端注入强心剂；

(2) 提供炮弹：聚焦产品，打造爆品，有力驱动市场。进一步迎合需求、顺应趋势，多维提供高端产品、引流产品及主流产品等有效炮弹，全面武装终端，全方提升、激活战力。

3. 减重弃负，释放战力

全面放松终端管控政策，大规模缩小、放宽经销商考核范围，以有效引导代替强压，强化经销商经营信心，让终端更灵敏机动，释放市场无形之力，强化终端战力。

4. 全力抢单，发挥战力

全渠道布局、全领域拓展，做透旧渠道，做深新渠道，集一切资源抢订单、抢流量，迎合消费者心态及消费决策的变化，全面改革电商，发力线上营销，外抢流量内掘留量。

5. 新造引擎，重构战力

组装第二发动机，组建集团营销模式创新部，不拘一格开辟流量争夺新战场，实现营销渠道、模式、工具的创新突变。以橱衣联动为突破口，挖掘私域客户资源；猛攻房屋旧改模式，提前抢占旧改市场；打造微商城小程序，以全新体验变革线上消费模式，以欧派特色的PK机制，广建账号，多路运营，打造并深挖欧派超级流量池，远以种草圈粉，近可抢割流量；

	质量。⑥聚焦“质量”、“服务”、“成本”，依此推进制造系统机构、人员激励机制的改革。”	构建欧派特色 MCN 模式，轮番网红网爆撬动业绩新增长。
风险提示	1、房地产政策及市场变化的风险； 2、市场竞争加剧的风险； 3、原材料价格波动的风险； 4、经销商管理的风险； 5、信息系统风险； 6、品牌管理的风险； 7、产品质量的风险。	1、市场变化的风险； 2、市场竞争加剧的风险； 3、原材料价格波动的风险； 4、经销商管理的风险； 5、品牌管理的风险； 6、产品质量的风险

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对 2019 年的业务规划，针对 2020 年不再提及的内容；加粗内容为针对 2020 年的新补充部分。

5.公司前十大股东情况跟踪

表 16: 欧派家居前十大股东情况（更新自 2020 年一季报）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变 动(万股)	占总股本 比例 (%)	持股比例 变动 (%)	股本性质
1	姚良松	不变	28800.00	-	68.54	-	境内自然人
2	姚良柏	不变	3684.17	-	8.77	-	境内自然人
3	香港中央结算有限公司	增加	1803.04	495.63	4.29	1.18	未知
4	红星喜兆投资有限公司	减少	847.14	-146.82	2.02	-0.35	境内非国有法人
5	中国农业银行股份有限公司—易方达消费行业股票型证券投资基金	减少	311.55	-11.71	0.74	-0.03	其他
6	赣州天欧投资合伙企业（有限合伙）	不变	282.62	-61.22	0.67	-0.15	境内非国有法人
7	兴业银行股份有限公司—兴全趋势投资混合型证券投资基金	新进	208.61	208.61	0.50	0.50	其他
8	中国银行—华夏回报证券投资基金	不变	204.08	-	0.49	-	其他
9	兴业银行股份有限公司—兴全新视野灵活配置定期开放混合型发起式证券投资基金	新进	169.24	169.24	0.40	0.40	其他
10	挪威中央银行—自有资金	减少	147.01	-10.63	0.35	-0.03	未知
合计			36457.46		86.77		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李昂，商贸零售行业分析师。2014 年 7 月加盟银河证券研究院从事社会服务行业研究工作，2016 年 7 月转型商贸零售行业研究。英国埃塞克斯大学学士，英国伯明翰大学硕士。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、

特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤淼 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn