

## 志邦家居 (603801.SH) 2022 衣柜亮眼/毛利率逆市增长 2023Q1 业绩韧性强

2023 年 04 月 28 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

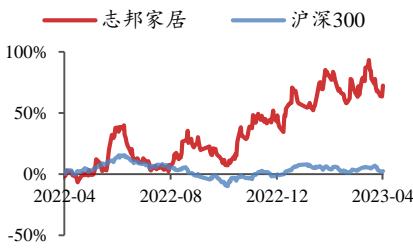
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/4/27
当前股价(元)	33.57
一年最高最低(元)	38.18/18.40
总市值(亿元)	104.68
流通市值(亿元)	104.68
总股本(亿股)	3.12
流通股本(亿股)	3.12
近 3 个月换手率(%)	69.91

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2022 业绩稳健增长，降本增效提振盈利——公司信息更新报告》-2023.3.14  
 《2022Q3 C 端逆势稳态增长，盈利逐季提升——公司信息更新报告》-2022.11.2

《2022H1 营收稳健增长，C 端表现较优——公司信息更新报告》-2022.9.1

### ● 业绩稳健增长，股权激励提振中期增长信心，维持“买入”评级

2022 营收 53.89 亿元 (+4.58%)，归母净利润 5.37 亿元 (+6.17%)，扣非归母净利润 4.98 亿元 (+8.15%)。2023Q1 营收 8.06 亿元，同比+6.20%，归母净利润 0.52 亿元，同比+0.49%。参考公司股权激励目标，我们调整 2023-2024 并新增 2025 盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 6.38/7.46/8.76 亿元（2023-2024 原为 6.48/7.62 亿元），对应 EPS 2.05/2.39/2.81 元，当前股价对应 PE 为 16.4/14.0/11.9 倍，看好公司在品类融合及渠道持续开拓下的长期发展，维持“买入”评级。

### ● 衣柜支撑业绩增长、木门持续发力，大宗增长趋势向好

分产品衣柜依旧是业绩主要增长点，品类协同效应下木门高速增长趋势保持。2023Q1 橱柜/衣柜/木门分别为 3.18/3.53/0.40 亿元，同比 -12.79%/+6.80%/+79.48%，收入贡献为 39.51%/43.76%/5.01%，占比同比 -8.60pct/+0.25pct/+2.05pct。分渠道大宗延续增长趋势，零售降幅收窄。2023Q1 直营/经销/大宗收入分别为 0.86/4.66/1.34 亿元，同比+15.68%/-6.78%/+4.46%，占比为 10.63%/57.78%/16.61%，占比同比+0.87pct/-8.04pct/-0.28pct。直营/经销/大宗毛利率分别为 70.3% (+5.84pct) /35.65% (+2.04pct) /32.63% (-8.29pct)。

### ● 2023Q1 毛利率提升明显，股权激励明确未来业绩增长中枢

2022 毛利率 37.69% (+1.44pct)，盈利提升系内部提质增效有效对冲成本攀升压力。2022 期间费率 20.06% (+1.04pct)，具体管理费率 4.97% (+0.47pct)（系职工人数增加带来薪酬增长及淘汰闲置设备折旧增加）、销售费率 15.43% (+0.77pct)（系工程服务费及销售薪酬增长所致）、财务费率-0.34% (-0.20pct)，综合作用下净利率 9.96% (+0.15pct)。2023Q1 公司毛利率为 36.89% (+1.81pct) /期间费率 24.85% (+0.72pct) /净利率 6.40% (-0.36pct)。发布股权激励明确未来业绩增长中枢：4 月 26 日公司发布股权激励计划，激励目标绑定公司未来 2 年业绩即 2023-2024 营收/利润同比增速分别为 12%/10.7%。

### ● 风险提示：终端需求大幅下滑、原材料大幅上涨、门店开拓不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,153	5,389	6,413	7,439	8,703
YOY(%)	34.2	4.6	19.0	16.0	17.0
归母净利润(百万元)	506	537	638	746	876
YOY(%)	27.8	6.2	19.0	16.8	17.5
毛利率(%)	36.2	37.7	38.2	38.4	38.5
净利率(%)	9.8	10.0	10.0	10.0	10.1
ROE(%)	19.5	18.6	19.4	20.4	21.2
EPS(摊薄/元)	1.62	1.72	2.05	2.39	2.81
P/E(倍)	20.7	19.5	16.4	14.0	11.9
P/B(倍)	4.0	3.6	3.2	2.9	2.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2023Q1 营收稳健增长，衣柜/木门表现亮眼.....	3
2、 毛利率提升明显，控费效果较好 .....	5
3、 发布股权激励明确未来业绩增长中枢 .....	6
4、 盈利预测与投资建议 .....	6
5、 风险提示 .....	6
附：财务预测摘要 .....	7

## 图表目录

图 1： 2022 年营收同比+4.58% .....	3
图 2： 2022 年归母净利润同比+6.17% .....	3
图 3： 2023Q1 营收同比+6.20% .....	3
图 4： 2023Q1 归母净利润同比+0.49% .....	3
图 5： 2022 年期间费率同比+1.04% .....	5
图 6： 2022 年毛利率/净利率分别同比+1.44%/+0.15% .....	5
图 7： 2023Q1 期间费率+0.72pct .....	6
图 8： 2023Q1 毛利率/净利率分别同比+1.81pct/-0.36pct .....	6
表 1： 衣柜是业绩主要增长点，木门高速增长趋势保持 .....	4
表 2： 大宗延续增长态势，零售降幅收窄 .....	4
表 3： 2023Q1 木门开店迅速，衣柜门店反超橱柜 .....	5
表 4： 股权激励目标绑定未来 2 年业绩 .....	6

## 1、2023Q1 营收稳健增长，衣柜/木门表现亮眼

2022 年公司实现营业收入 53.89 亿元，同比+4.58%，实现归母净利润 5.37 亿元，同比+6.17%，扣非归母净利润 4.98 亿元，同比+8.15%。2023Q1 实现营业收入 8.06 亿元，同比+6.20%，实现归母净利润 0.52 亿元，同比+0.49%，实现扣非归母净利润 0.43 亿元，同比+8.69%。

图1：2022 年营收同比+4.58%

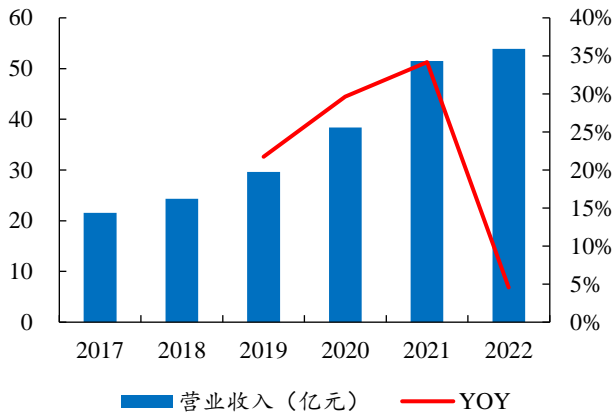
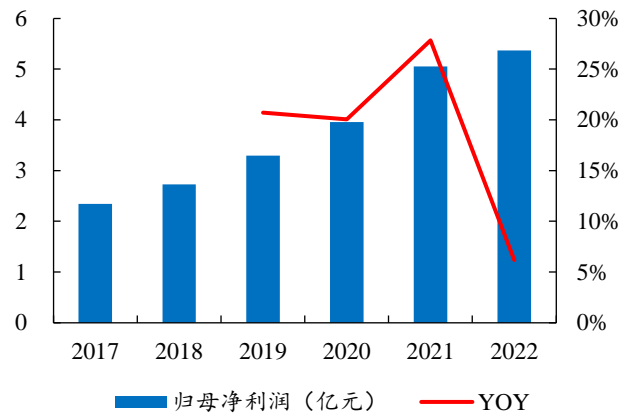


图2：2022 年归母净利润同比+6.17%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2023Q1 营收同比+6.20%

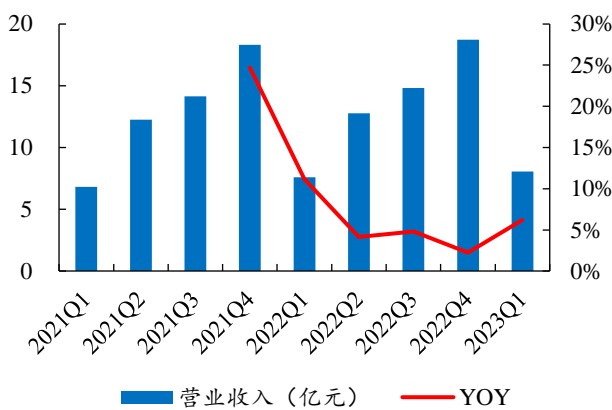
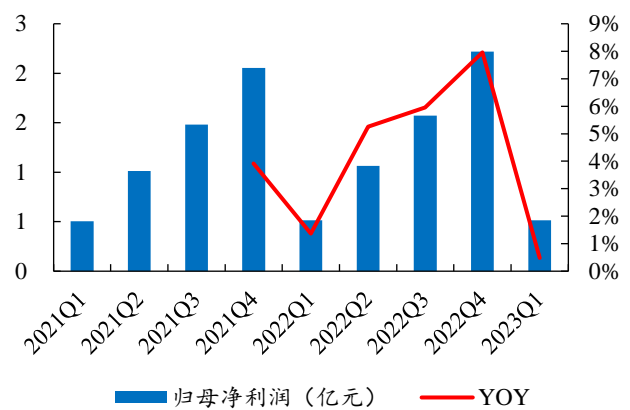


图4：2023Q1 归母净利润同比+0.49%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分产品看，衣柜依旧是业绩的主要增长点，多品类协同效应下木门高速增长趋势保持。公司自 2015 年起从橱柜业务向衣柜业务拓展，衣柜业务增速显著，木门也逐渐发力成为新的业绩贡献增长点。公司逐步完善全屋定制家居品类，多元产品品类共享渠道资源，定制橱柜、定制衣柜、木门墙板等品类协同效应逐渐显现，具体分产品：

2022/2023Q1 整体橱柜业务收入 27.37/3.18 亿元，同比-6.73%/-12.79%，收入贡献 50.78%/39.51%，同比 -6.16pct/-8.60pct；毛利率 41.27%/46.48%，同比 +0.77pct/+3.45pct。

2022/2023Q1 定制衣柜业务收入 21.03/3.53 亿元，同比+19.49%/+6.80%，收入贡

献 39.02%/43.76%，同比 +4.87pct/+0.25pct，毛利率 38.52%/35.55%，同比 +4.09pct/+1.55pct。

2022/2023Q1 木门业务收入 2.28/0.40 亿元，同比+34.17%/+79.48%，收入贡献 4.23%/5.01%，同比+0.93pct/+2.05pct；毛利率 10.37%/6.73%，同比-2.67pct/-1.27pct。

**表1：衣柜是业绩主要增长点，木门高速增长趋势保持**

单位(亿元)	2020	2021	2022	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
整体橱柜	24.99	29.34	27.37	3.65	6.52	7.35	9.85	3.18
YoY	18.0%	17.4%	-6.73%	1.34%	-10.34%	-6.20%	-7.39%	-12.79%
占比	65%	57%	50.78%	48.12%	51.05%	49.61%	52.62%	39.51%
毛利率	41.8%	40.5%	41.27%	43.03%	40.16%	40.15%	42.17%	46.48%
定制衣柜	11.41	17.60	21.03	3.30	5.04	6.07	6.61	3.53
YoY	55.3%	54.2%	19.49%	19.74%	24.50%	20.02%	15.36%	6.80%
占比	30%	34%	39.02%	43.52%	39.49%	40.99%	35.32%	43.76%
毛利率	33.4%	34.4%	38.52%	34.00%	36.29%	39.27%	41.79%	35.55%
木门	0.43	1.70	2.28	0.22	0.52	0.50	1.04	0.40
YoY	57%	292%	34.17%	183.12%	133.60%	6.23%	11.92%	79.48%
占比	1%	3%	4.23%	2.96%	4.04%	3.36%	5.56%	5.01%
毛利率	15.98%	13.04%	10.37%	8.00%	11.94%	17.09%	6.88%	6.73%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分渠道看，大宗延续增长趋势，零售降幅收窄，具体看：

(1)2022/2023Q1 公司直营渠道收入 3.97 亿元/0.86 亿元，同比+23.04%/+15.68%，毛利率 67.49%/70.30%，同比+1.69pct/+5.84pct；

(2)2022/2023Q1 公司经销渠道收入 29.00 亿元/4.66 亿元，同比+2.48%/-6.78%，毛利率 34.82%/35.65%，同比+0.49pct/+2.04pct；

(3)2022/2023Q1 公司大宗渠道收入 16.57 亿元/1.34 亿元，同比+0.36%/+4.46%，毛利率 40.53%/32.63%，同比+2.04pct/-8.29pct。

**表2：大宗延续增长态势，零售降幅收窄**

单位(亿元)	2020	2021	2022	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
直营	2.32	3.22	3.97	0.74	0.95	1.23	1.05	0.86
YoY		39.01%	23.04%	25.87%	41.91%	26.95%	5.02%	15.68%
占比		6.26%	7.36%	9.75%	7.41%	8.30%	5.62%	10.63%
毛利率	63.0%	65.80%	67.49%	64.47%	67.56%	66.45%	70.77%	70.30%
经销	22.30	28.30	29.00	4.99	7.42	8.59	8.00	4.66
YoY		26.90%	2.48%	11.55%	8.48%	4.64%	-8.85%	-6.78%
占比		54.91%	53.81%	65.82%	58.10%	57.97%	42.73%	57.78%
毛利率	35.84%	34.33%	34.82%	33.61%	34.03%	37.66%	33.26%	35.65%
大宗业务	11.75	16.51	16.57	1.28	3.46	3.82	8.01	1.34
YoY		40.59%	0.36%	-1.54%	-11.68%	-5.95%	10.77%	4.46%
占比		32.05%	30.75%	16.89%	27.09%	25.77%	42.82%	16.61%
毛利率	41.54%	38.49%	40.53%	40.92%	38.01%	35.26%	44.07%	32.63%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

门店开拓：木门开店迅速，衣柜门店反超橱柜，具体看：截至3月末公司拥有整体橱柜店面1731个，净增加9家；整体衣柜店面1741个，净增加15家。木门墙板店面780个，净增加32家，店面已形成“全屋定制”发展格局。

**表3：2023Q1 木门开店迅速，衣柜门店反超橱柜**

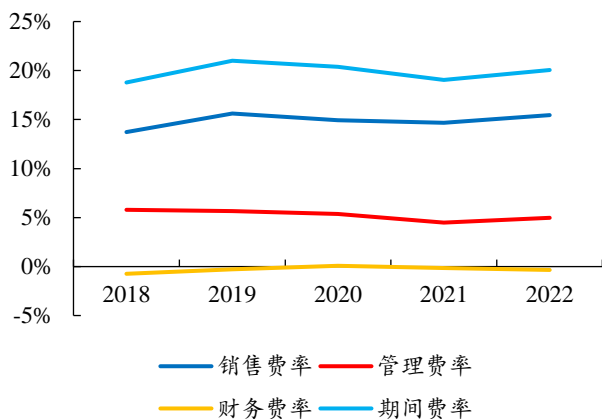
经销商门店数量 (家)	2019	2020	2021	2022	2023Q1	2023Q1 新增
橱柜门店	1535	1576	1691	1722	1731	9
衣柜门店	1136	1424	1619	1726	1741	15
木门门店	156	203	399	748	780	32
直营门店	27	29	33	35	35	0

数据来源：公司公告、开源证券研究所

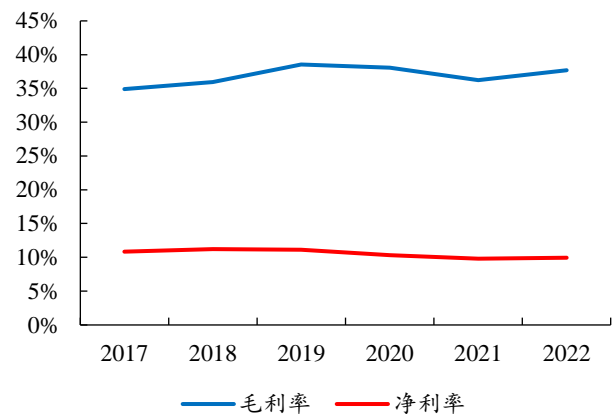
## 2、毛利率提升明显，控费效果较好

2022 整体毛利率 37.69% (+1.44pct)。毛利率提升主要系内部提质增效有效对冲成本攀升压力，核心品类毛利率均有所提升：橱柜/衣柜/木门毛利率分别为 41.3% (+0.8pct)、38.5% (+4.1pct)。期间费率 20.06% (+1.04pct)，具体管理费率 4.97% (+0.47pct)（系职工人数增加带来薪酬增长及淘汰闲置设备折旧增加）、销售费率 15.43% (+0.77pct)（系工程服务费及销售薪酬增长所致）、财务费率-0.34% (-0.20pct)。综合作用下净利率 9.96% (+0.15pct)。

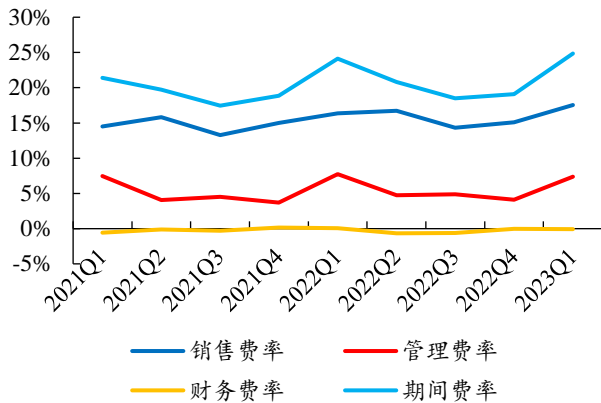
2023Q1 毛利率 36.89%，同比+1.81pct。期间费率方面，2023Q1 期间费率同比+0.72pct 至 24.85%，主要系公司持续加大营销投入力度，销售费率增加。具体看：2023Q1 管理费率 7.36%，同比-0.37pct；销售费率 17.55%，同比+1.21pct；财务费率-0.06%，同比-0.12pct。综合作用下净利率 6.40%，同比-0.36pct。

**图5：2022 年期间费率同比+1.04%**


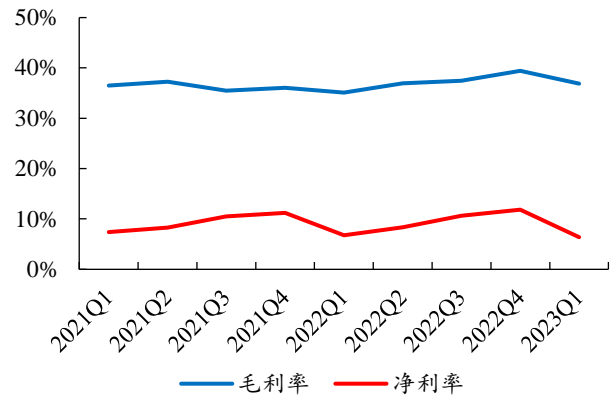
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图6：2022 年毛利率/净利率分别同比+1.44%/+0.15%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图7：2023Q1 期间费率+0.72pct**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图8：2023Q1 毛利率/净利率分别同比+1.81pct/-0.36pct**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、发布股权激励明确未来业绩增长中枢

4月26日公司发布股权激励计划向包括4位董事在内的共计90名中高层管理人员以15.53元/股授出311.99万股限制性股票（占4月26日股本总额的1.00%），股票按50%、50%分两期解锁。股权激励目标直接绑定公司未来2年业绩：以2022年营收/净利为基数，2023营收/净利增速均为12%，2024营收/净利增速均为24%，即2023-2024营收/利润同比增速分别为12%/10.7%。

**表4：股权激励目标绑定未来2年业绩**

考核年度	2023	2024
内容	以2022年业绩为基数	
营业收入增长率（A）	12%	24%
净利率增长率（B）	12%	24%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 4、盈利预测与投资建议

2022公司实现营收53.89亿元(+4.58%)，实现归母净利润5.37亿元(+6.17%)，扣非归母净利润4.98亿元(+8.15%)。2023Q1实现营业收入8.06亿元，同比+6.20%，实现归母净利润0.52亿元，同比+0.49%，实现扣非归母净利润0.43亿元，同比+8.69%。参考公司股权激励目标，我们调整2023-2024并新增2025业绩预测，预计2023-2025年归母净利润分别为6.38/7.46/8.76亿元（2023-2024原为6.48/7.62亿元），对应EPS 2.05/2.39/2.81元，当前股价对应PE为16.4/14.0/11.9倍，看好公司在品类融合及渠道持续开拓下的长期发展，维持“买入”评级。

### 5、风险提示

终端需求大幅下滑、原材料大幅上涨、门店开拓不及预期。



**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>	2787	2957	3158	3688	4060
现金	668	705	479	1141	1017
应收票据及应收账款	256	225	347	316	460
其他应收款	158	126	212	180	278
预付账款	49	58	69	78	94
存货	388	305	513	433	672
其他流动资产	1269	1539	1539	1539	1539
<b>非流动资产</b>	2511	2820	3124	3415	3754
长期投资	36	134	236	340	444
固定资产	1465	1491	1677	1844	2059
无形资产	232	255	278	295	316
其他非流动资产	778	939	933	936	935
<b>资产总计</b>	5298	5777	6282	7103	7813
<b>流动负债</b>	2426	2775	2856	3316	3539
短期借款	295	367	367	367	367
应付票据及应付账款	801	1088	1143	1437	1576
其他流动负债	1330	1320	1347	1512	1596
<b>非流动负债</b>	281	124	127	129	132
长期借款	200	0	3	5	8
其他非流动负债	81	124	124	124	124
<b>负债合计</b>	2707	2899	2983	3445	3671
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	312	312	561	561	561
资本公积	806	766	516	516	516
留存收益	1541	1894	2265	2703	3227
<b>归属母公司股东权益</b>	2591	2879	3299	3657	4142
负债和股东权益	5298	5777	6282	7103	7813

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	496	766	457	1493	775
净利润	506	537	638	746	876
折旧摊销	145	187	163	170	198
财务费用	-7	-18	8	-0	-11
投资损失	1	-16	-11	-10	-9
营运资金变动	-243	-37	-337	592	-274
其他经营现金流	95	114	-4	-4	-4
<b>投资活动现金流</b>	-516	-443	-452	-446	-523
资本支出	524	399	202	187	235
长期投资	-45	-102	-102	-107	-104
其他投资现金流	-37	-146	-352	-366	-393
<b>筹资活动现金流</b>	179	-433	-231	-384	-376
短期借款	187	71	0	0	0
长期借款	200	-200	3	2	3
普通股增加	89	-0	249	0	0
资本公积增加	-113	-40	-249	0	0
其他筹资现金流	-183	-264	-234	-386	-379
<b>现金净增加额</b>	157	-105	-226	663	-125

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	5153	5389	6413	7439	8703
营业成本	3285	3358	3965	4586	5357
营业税金及附加	40	44	55	63	72
营业费用	756	832	1056	1250	1471
管理费用	232	268	303	346	408
研发费用	282	279	333	394	466
财务费用	-7	-18	8	-0	-11
资产减值损失	-43	-37	0	0	0
其他收益	37	28	0	0	0
公允价值变动收益	5	5	4	4	4
投资净收益	-1	16	11	10	9
资产处置收益	-0	-16	0	0	0
<b>营业利润</b>	552	576	706	814	954
营业外收入	3	4	2	3	3
营业外支出	5	4	6	6	5
<b>利润总额</b>	550	577	702	811	952
所得税	44	40	64	65	76
<b>净利润</b>	506	537	638	746	876
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	506	537	638	746	876
EBITDA	705	765	870	978	1140
EPS(元)	1.62	1.72	2.05	2.39	2.81

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	34.2	4.6	19.0	16.0	17.0
营业利润(%)	26.5	4.5	22.5	15.3	17.3
归属于母公司净利润(%)	27.8	6.2	19.0	16.8	17.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	36.2	37.7	38.2	38.4	38.5
净利率(%)	9.8	10.0	10.0	10.0	10.1
ROE(%)	19.5	18.6	19.4	20.4	21.2
ROIC(%)	16.4	16.1	17.1	18.0	18.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.1	50.2	47.5	48.5	47.0
净负债比率(%)	-4.1	-8.1	-0.4	-18.4	-13.1
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	17.8	22.4	22.4	22.4	22.4
应付账款周转率	4.5	3.6	3.6	3.6	3.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.62	1.72	2.05	2.39	2.81
每股经营现金流(最新摊薄)	1.59	2.46	1.47	4.79	2.48
每股净资产(最新摊薄)	8.31	9.23	10.58	11.73	13.28
<b>估值比率</b>					
P/E	20.7	19.5	16.4	14.0	11.9
P/B	4.0	3.6	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	26.3	24.0	21.3	18.3	15.8

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