



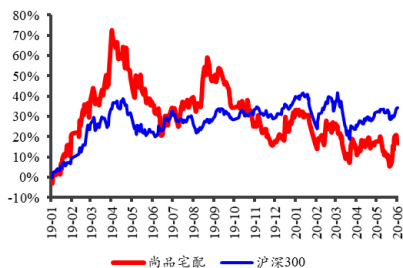
自我变革，持续创新的定制家居弄潮儿

投资评级：增持（首次）

报告日期：2019-06-04

收盘价（元）	67.00
近 12 个月最高/最低（元）	91.54/60.68
总股本（百万股）	198.68
流通股本（百万股）	128.89
流通股比例（%）	64.87%
总市值（亿元）	132.74
流通市值（亿元）	86.36

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

电话：18505739789

邮箱：yuxw@hazq.com

联系人：谢丽媛

执业证书号：S0010120050004

电话：15802117956

邮箱：xiely@hazq.com

相关报告

主要观点：

我们认为，互联网基因深入骨髓，信息化系统业内领先，是尚品宅配能够在 2006 年进入定制家居生产制造后实现弯道超车的重要基石。

营销方面，尚品始终是家居行业的弄潮儿。从成立之初就非常重视线上引流，持续创新进化 O2O 营销模式。在行业内率先布局短视频赛道，成功打造家居行业头部垂直 MCN 机构，自主孵化和签约近 300 个 IP 家居类达人。疫情期间，尚品“直播+IP”的营销创新大放异彩。

业务发展层面，尚品整装渠道的发展不走寻常路。依托强大的信息系统开发能力和供应链整合能力，自营整装和整装云经过 2-3 年的摸索于 2019 年开始起量。

长期视角，中国新房销售面积已达顶峰，未来中国新房占比下降，二手房占比提升，服务 C 端客户的能力是品牌家居的立足之本。尚品坚定地定位 C 端市场，持续创新营销打法，推进“新模式+大基建”，有望在行业整合期脱颖而出，成长为一流的家居品牌龙头。

投资建议：推荐关注定位 C 端市场，具备互联网思维，坐拥业内领先的信息化系统的尚品宅配。预计公司 2020-2022 年收入分别为 74.83/85.11/96.15 亿元，同比分别+3.1%、+13.7%、+13.0%，归母净利润分别为 5.54/6.31/7.10 亿元，同比分别+4.8%、+13.9%、+12.5%，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 24.04X/21.11X/18.76X，给予“增持”评级。

风险提示：加盟商或整装云招商不达预期；疫情反复，居民购买力减弱、地产调控趋紧，影响整体行业需求。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7261	7483	8511	9615
收入同比(%)	9.3%	3.1%	13.7%	13.0%
归属母公司净利润	528	554	631	710
净利润同比(%)	10.8%	4.8%	13.9%	12.5%
毛利率(%)	41.6%	40.1%	39.4%	39.0%
ROE(%)	15.0%	13.9%	13.9%	13.7%
每股收益(元)	2.66	2.79	3.17	3.57
P/E	25.19	24.04	21.11	18.76
P/B	3.78	3.34	2.93	2.57
EV/EBITDA	17.65	18.71	15.84	13.47

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. 互联网基因深入骨髓，家居营销弄潮儿 4

1.1 重视线上引流，O2O 营销模式持续进化 4

1.2 直播+IP：超前布局短视频赛道，打造新居网 MCN 机构 5

2. 圆方软件起家，坐拥业内领先的信息化系统 6

2.1 前端：提高设计效率，赋能营销 6

2.2 后端：智能生产平台，实现大规模柔性化定制 7

2.3 新模式+大基建：自我变革，创新前进 8

3. 拓展有装修需求的客户，自营整装+整装云收入起量 9

4. 坚持零售定位，渠道下沉和终端加密仍有空间 10

5. 盈利预测及投资建议 11

风险提示： 13

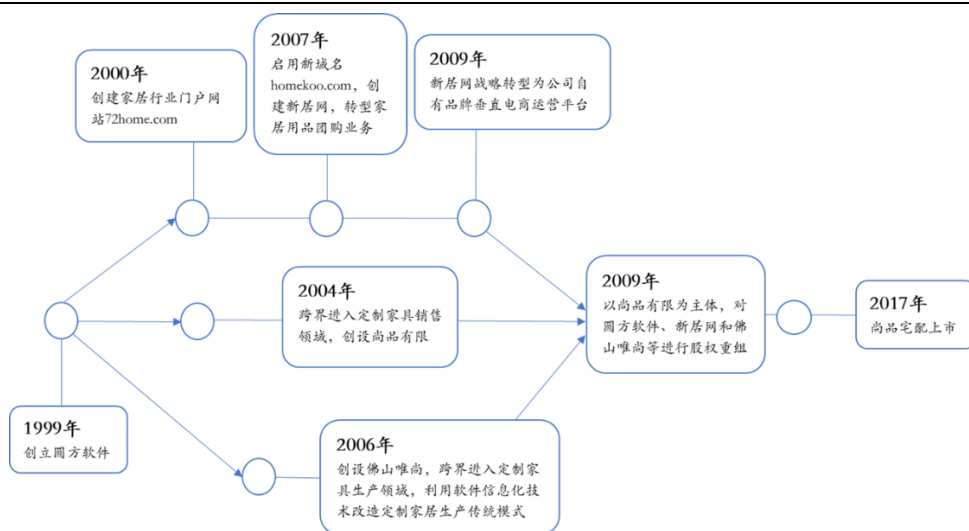
图表目录

图表 1 公司发展历程	4
图表 2 公司历年 O2O 引流服务收入	5
图表 3 公司成功打造了新居网家居行业头部垂直 MCN 机构	6
图表 4 氢设计节省设计师工作时间	7
图表 5 公司生产人员数量连续两年下降	8
图表 6 公司人均创收持续增长	8
图表 7 公司整装业务起量	9
图表 8 整装云会员数量快速增长	10
图表 9 尚品宅配的直营店收入情况	10
图表 10 尚品宅配的加盟店收入情况	11
图表 11 尚品宅配的业务拆分	12

1. 互联网基因深入骨髓，家居营销弄潮儿

在所有家居公司的缘起中，尚品宅配不走寻常路。2006年正式介入定制家居制造的尚品早在2000年就开展了互联网业务并创立家居行业门户网站72home.com。2004年介入定制家居品牌运营及销售，创立尚品有限。2007年启用新域名homekoo.com，创建新居网，以自有网站“新居网”和微信公众号“尚品宅配”、“维意定制”为O2O平台，为公司的“尚品宅配”和“维意定制”两大品牌提供线上营销服务。可以说，互联网的基因深入尚品骨髓。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.1 重视线上引流，O2O 营销模式持续进化

公司O2O营销的**具体业务模式**是以新居网运营的网络商城通过与腾讯、百度、阿里巴巴、京东、今日头条、360等互联网企业的流量合作，使新居网获得为消费者免费上门量尺服务的机会，将线上流量引入线下实体店，再由实体店设计师跟进后续的设计、方案制作、下单等服务。由线上引流至加盟店并实现终端收入的情况，新居网向加盟商按照一定的模式收取引流服务费。2019年，公司的O2O引流服务收入达到1.31亿元，O2O引流服务收入与加盟商收入之比为3.44%，较2018年有所下降，主要是2019年调整了O2O引流服务的收费模式所致。

图表 2 公司历年 O2O 引流服务收入



资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 直播+IP：超前布局短视频赛道，打造新居网 MCN 机构

在感受到传统互联网红利消退、流量成本逐年提升后，尚品宅配率先布局短视频赛道。早在2018年，公司就通过抖音、快手、火山、西瓜等短视频平台全网增粉7000多万，其中1000万粉丝级别账号1个，600万粉丝级别2个，百万级粉丝账号共18个。2019年公司成功打造了家居行业头部垂直MCN机构，自主孵化和签约了例如设计师阿爽、wuli设计姐等近300个IP家居类达人，全网累计短视频粉丝1.2亿，设计师阿爽的抖音粉丝突破2000万。

疫情期间，公司充分利用“直播+IP”的营销创新，围绕“新模式”+“科技大基建”的发展策略，3月线上获尺同比去年单月最高峰值提升50%。此外，疫情加速了消费者形成家居线上消费的习惯，2020年Q1线上获取的量尺机会数恢复至去年同期的同等水平，且线上带来的实际量尺数同比增长20%，而量尺成本同比下降27%，其中3月份的实际量尺数同比增长46%，量尺成本同比下降36%。

图表 3 公司成功打造了新居网家居行业头部垂直 MCN 机构



资料来源：华安证券研究所整理

2. 圆方软件起家，坐拥业内领先的信息化系统

在开展互联网业务之前，公司创始人 1994 年创立圆方软件，是我国国内较早从事家居设计软件产品及信息技术服务的知名公司。秉承软件公司的基因，尚品宅配的信息化水平业内领先。

2.1 前端：提高设计效率，赋能营销

家居公司前端设计效果直接影响销售结果。设计师水平参差不齐，且流动性较高。如何在有限的设计师资源下，借助系统的优化和技术的升级来提高整体设计师队伍的设计方案效果，是每家定制家居公司都需要攻克的难题。

尚品宅配近年来在前端设计软件方面做了许多改进，比如 2018 年，公司软件研发团队推出了智能设计平台，包括光速云渲染、AI 云设计、灵感柜平台和整装销售设计系统四大板块。2019 年又推出全案设计软件、云渲染升级、氢设计以及灵感柜升级。其中，云渲染矩阵平均每日产生 40 万张效果图、3 万张全景图，全景图全年浏览量接近 1 亿次。氢设计是基于海量云渲染大数据，设计师可以根据客户需求绘制平面布置图，选择一个装修主题提交需求，很快就可以收到一个高质量的设计方案，大大节省了设计师制作时间。这些举措均紧紧围绕软件为设计师赋能的主体，以提高设计师的工作效率，从而降低设计师培养与设计师流动成本为目标。

图表 4 氢设计节省设计师工作时间



资料来源：公司公告，华安证券研究所

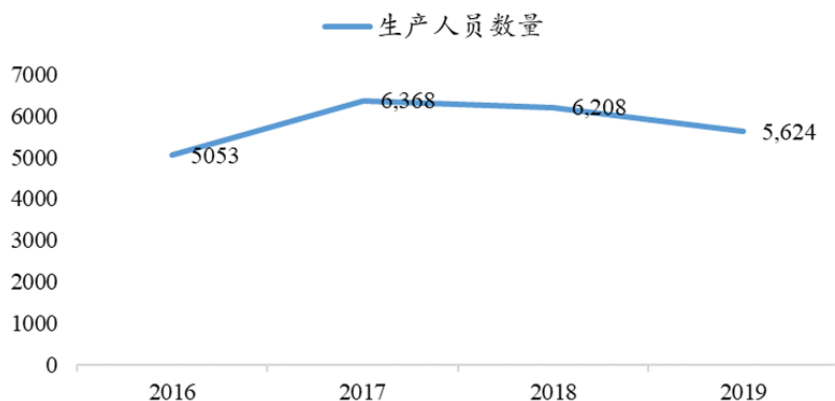
除了设计方面，公司也利用信息化手段来提升消费者的营销场景体验。2019 年公司新上线美家导购助手。用智能推荐算法升级遇见美家、美家微店、会员系统、接待系统、微商城等模块，实现千人千面的展示效果。新开发美家时刻、晒家、趣家、绘家等小程序，通过视频、全景图、互动游戏方式实现设计师、方案、产品的无缝连接。

2.2 后端：智能生产平台，实现大规模柔性化定制

生产制造：公司信息化在生产端的优势主要体现在较早实现信息流在前端和后端之间的打通，所有的设计方案都可以数据化直接关联到后端的生产或配货，实现所见即所得。产品ID唯一，每一块板都有唯一的二维码标签，从创立到现在板件的数据都跟着ID保存在数据库，对于数据分析有非常重要的作用。数据格式统一，产品数据格式全流程一致。

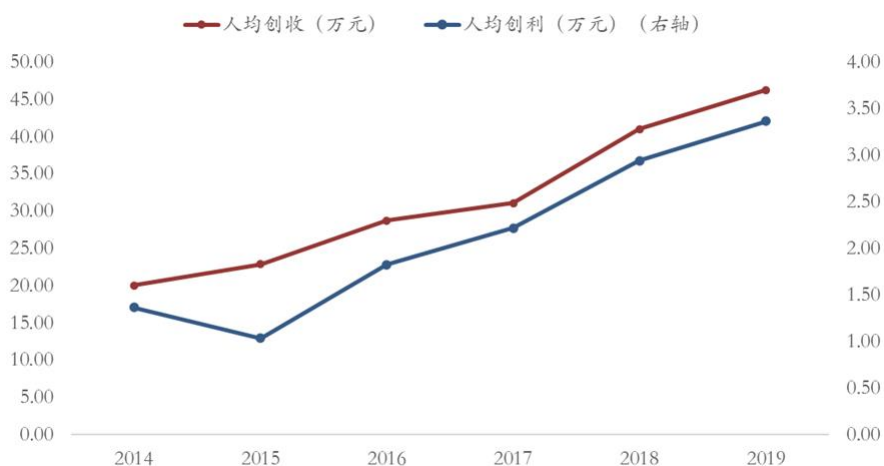
2019年，公司在**虚拟制造升级**、**生产设备创新**和**透明工厂升级**三个方面提升生产制造平台。**虚拟制造升级。**智能拆单系统升级自动拆单引擎，更加智能更加灵活，**自动拆单订单比例上升**，新增定制包装模块，包装效率得到显著提升。2017年，公司衣柜订单实现60%的自动拆单率，系统柜订单实现30%的自动拆单率。**公司工艺部2017年的人数比2016年减少，但全年人均订单受理效率提高约35%。**2018年，自动拆单订单比例进一步扩大，**虚拟制造环节同期节省人手100人左右。**综合来看，**公司2018和2019年生产人员数量连续两年下降，生产效率持续提升。**

图表 5 公司生产人员数量连续两年下降



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 公司人均创收持续增长



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3 新模式+大基建：自我变革，创新前进

受疫情影响，定制家居传统线下体验的消费通路被打断，尚品充分发挥线上技术和团队的优势，发展“新模式”，将除了线下复尺和安装之外的其他线下消费体验步骤由线下平移至线上，提高线上消费转化率。例如，尚品开发了量尺宝、沟通宝、方案宝、美家、绘家等小程序、小软件，形成小工具矩阵，结合第三方视频会议软件，让用户在疫情期间足不出户就能享受到无接触量尺、设计和无接触方案沟通确认。

除此之外，今年尚品提出“大基建”，借助AI云技术对现有的三大数据库（户型库、产品库、方案库）进行全新升级，致力于打造出全国各个地区、各个楼盘的各种房型、顾客的不同生活阶段画像、不同职业标签、不同风格的设计案例等大型数据库。目前已有近百个城市的房型结构数据、房屋信息等在建设，基于AI智能设计的装修方案大

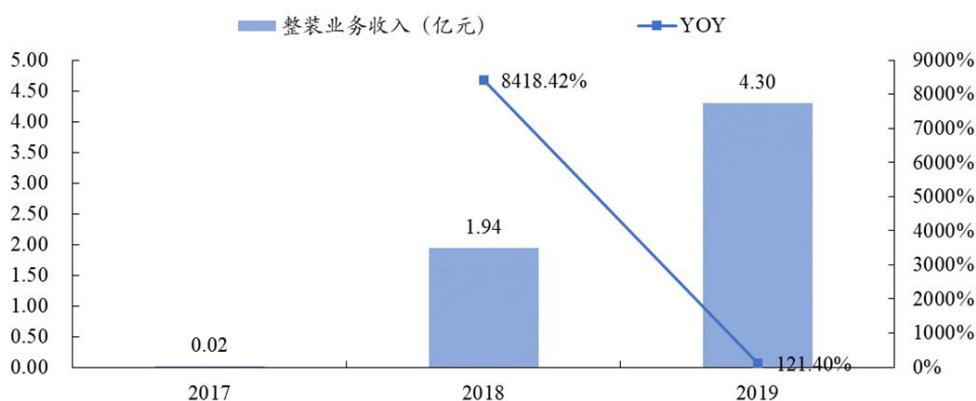
型数据库也在建设中，截至2020年Q1，有方案的户型数据已超过17万户。数据库建设有望大幅提升设计师的设计效率和方案质量，帮助设计师逐渐转型为顾问型服务人员，为用户提供更高效、个性化的高品质设计服务。

3. 拓展有装修需求的客户，自营整装+整装云收入起量

近年来许多定制家居公司拓展整装业务，主要是为了在市场竞争日趋激烈，流量分散的当下获得更多有装修需求的客户。公司客户占比最大的是一手精装房客户以及在住房添置客户，对于有装修需求的二手房翻新和一手毛坯房客户，尚品正通过整装和第二代全屋定制的模式拓展。

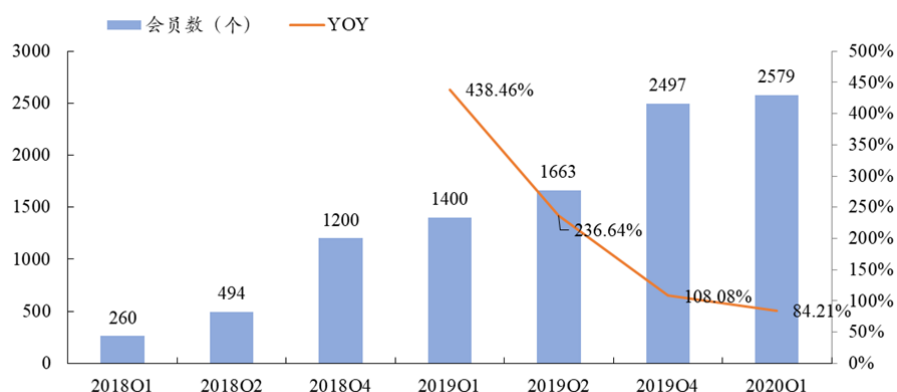
公司于2017年探索整装业务，其业务模式与其他同业尝试的整装业务模式有所不同。整装业务主要分为广州、佛山、成都三地的自营整装业务以及整装云业务两部分。经过两年多的摸索，2019年尚品的整装业务全口径实现销售收入6.21亿元。其中，整装云全口径实现收入3.46亿，增长190%，自营整装全口径实现收入2.75亿，增长109%。三地自营整装全口径实现收入2.75亿，相当于平均一家自营整装门店能实现0.92亿元的收入，该规模已经达到当地有一定体量的装修公司水平。2019年报表口径整装业务实现收入4.30亿元，同比2018年的1.94亿元增长121.40%。报表口径和全口径的区别主要是全口径中包括了通过整装业务销售的定制家具和家居配套品所得的收入。

图表 7 公司整装业务起量



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 整装云会员数量快速增长

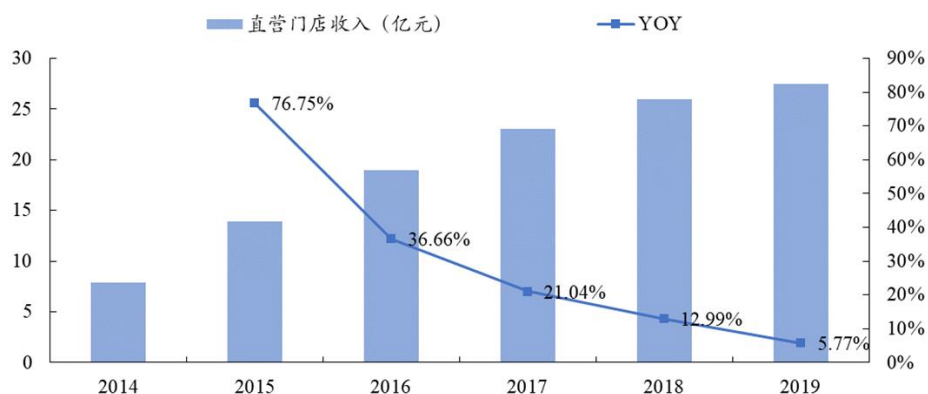


资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

4. 坚持零售定位，渠道下沉和终端加密仍有空间

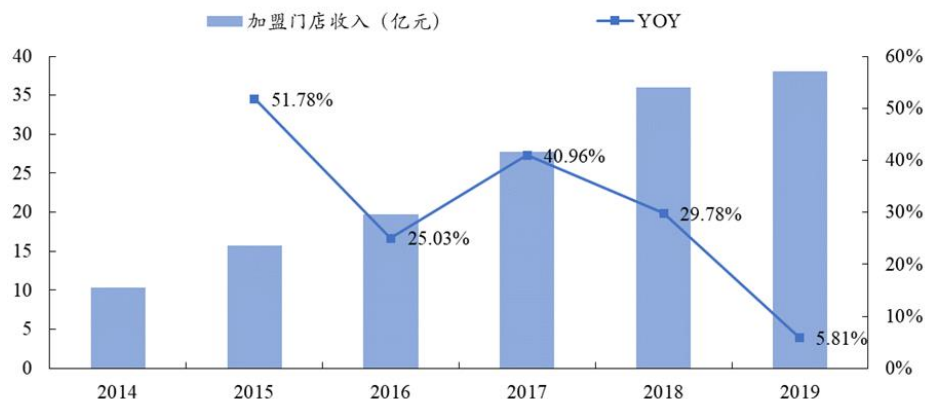
基于自身的优势和特点，尚品始终坚持零售定位。从长期视角来看，中国新房销售面积已达顶峰，未来新房占比必然下降，二手房占比提升，服务C端客户的能力依然是品牌家居企业的立足之本。不过，与其他定制家居企业以经销渠道为主的销售模式不同，公司采取的是直营和加盟并重的销售模式。截至2019年底，公司直营店总数94家，2019年共实现收入约27.5亿元，同比增长5.77%。截至2019年底，尚品共有加盟店2327家，相比2018年底净增加了227家，实现收入38.09亿元，同比增长5.81%。

图表 9 尚品宅配的直营店收入情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10 尚品宅配的加盟店收入情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

直营模式能让公司密切地关注消费者需求的变化，及时调整并贯彻执行公司的经营策略，直营模式对于迅速抢占市场份额、扩大品牌的辐射范围和影响力等方面具有战略意义。尚品介入定制家居生产制造及销售的时间较晚，通过直营模式，公司短短数年内迅速抢占许多直营城市当地市场前三的市场份额，实现快速的弯道超车。从2018年起，公司开始在自营城市开设加盟店，实现自营城市的门店加密，以抢夺一线城市更大的市场份额。在2019年直营门店数量净减少7家的情况下，自营城市消费者零售终端的销售收款规模仍同比增长约16%。

加盟模式对于撬动社会资源加速品牌的市场扩张具有重要意义，低线城市的市场拓展也更多依赖加盟商。相比头部的竞争对手，公司的门店数量仍有较大的增长空间，未来两三年仍会是公司加速开店和渠道下沉的重要时期。

5. 盈利预测及投资建议

我们按照销售模式和销售品类两个层面对公司的定制家居和配套家居产品的合计收入进行预测。假设直营门店数量保持稳定，加盟店每年净开350-450家，单店收入保持平稳。则未来三年直营和加盟渠道的销售收入分别为63.6/69.8/76.6亿元。对应到销售品类，由于加盟渠道占比的提高，预计定制家居产品的毛利率将有所下行，配套家居和整装业务的毛利率保持平稳。伴随公司自营整装和整装云业务的摸索不断成熟，预计公司整装业务在未来三年能实现71.6%/40.0%/30.0%的收入增长。其他业务的表现保持稳定。

预计公司2020-2022年收入分别为74.83/85.11/ 96.15亿元，同比分别+3.1%、+13.7%、+13.0%，归母净利润分别为5.54/ 6.31/7.10亿元，同比分别+4.8%、+13.9%、+12.5%，当前股价对应2020-2022年PE分别为24.04X/21.11X/18.76X，给予“增持”评级。

图表 11 尚品宅配的业务拆分

报告期	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
直营门店收入	7.9	13.9	19.0	23.0	26.0	27.5	26.3	26.6	26.8
YOY		76.7%	36.7%	21.0%	13.0%	5.8%	-4.3%	1.0%	1.0%
门店数	68.0	79.0	76.0	85.0	101.0	94.0	94.0	94.0	94.0
新增门店数		11	-3	9	16	-7	0	0	0
平均单店收入 (万元)	1157.4	1892.5	2452.9	2858.4	2795.7	2820.5	2798.3	2826.3	2854.5
YOY		63.5%	29.6%	16.5%	-2.2%	0.9%	-0.8%	1.0%	1.0%
加盟门店收入	10.4	15.7	19.7	27.7	36.0	38.1	37.3	43.3	49.8
YOY		51.8%	25.0%	41.0%	29.8%	5.8%	-2.0%	15.9%	15.1%
门店数	901.0	994.0	1081.0	1557.0	2100.0	2327.0	2450.0	2850.0	3250.0
新增门店数		93	87	476	543	227	350	400	400
平均单店收入 (万元)		166.1	189.7	210.3	196.9	172.1	164.1	163.3	163.3
YOY			14.2%	10.9%	-6.4%	-12.6%	-4.6%	-0.5%	0.0%
合计门店收入 (亿元)	18.2	29.7	38.7	50.8	62.0	65.6	63.6	69.8	76.6
YOY		62.6%	30.5%	31.2%	22.2%	5.8%	-3.0%	9.7%	9.7%
按业务拆分									
定制家具产品									
收入	15.5	24.0	32.8	42.8	50.2	52.7	52.3	57.0	62.4
YOY		54.9%	36.6%	30.6%	17.2%	5.0%	-0.8%	9.0%	9.5%
成本	8.6	13.0	17.3	23.1	27.2	29.1	29.3	32.1	35.3
毛利	6.9	11.0	15.5	19.7	23.0	23.6	23.0	24.9	27.1
毛利率(%)	44.4	45.9	47.2	46.1	45.7	44.8	44.0	43.7	43.5
配套家居产品									
收入	2.8	5.7	5.9	7.9	11.2	12.0	11.4	12.9	14.3
YOY		105.0%	4.6%	32.8%	42.5%	7.3%	-5.1%	13.2%	10.8%
成本	1.9	3.9	4.2	5.7	8.0	8.6	8.2	9.2	10.2
毛利	0.9	1.7	1.7	2.1	3.2	3.4	3.2	3.6	4.0
毛利率(%)	31.7	30.8	28.6	27.0	28.5	28.5	28.3	28.3	28.3
整装业务									
收入				0.0	1.9	4.3	7.4	10.3	13.4
YOY					8418.4%	121.4%	71.6%	40.0%	30.0%
成本					1.6	3.4	5.7	8.0	10.3
毛利					0.4	0.9	1.6	2.3	3.1
毛利率(%)					19.7	20.8	22.4	22.2	23.1
O2O引流服务									
收入	0.1	0.5	0.6	1.1	1.5	1.3	1.0	1.5	1.8
%加盟商收入之比		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
YOY		235.4%	29.4%	82.0%	41.5%	-15.0%	-21.7%	47.6%	18.4%
成本	0.0	0.1	0.1		0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
毛利	0.1	0.4	0.5		1.4	1.2	0.9	1.4	1.6
毛利率(%)	88.7	88.3	85.3		88.5	89.9	89.7	89.7	89.7
软件及技术服务									
收入	0.6	0.7	0.9	0.9	0.8	0.5	0.4	0.4	0.3
YOY		12.2%	27.8%	9.3%	-17.2%	-32.8%	-17.8%	-15.0%	-13.0%
成本	0.0	0.0	0.0		0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
毛利	0.6	0.6	0.8		0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
毛利率(%)	95.1	95.2	95.3		92.1	92.6	92.9	92.9	92.9
其他业务									
收入	0.1	0.1	0.1	0.5	0.8	1.8	2.3	3.1	4.0
YOY		-33.3%	23.5%	357.9%	56.9%	117.8%	29.8%	30.0%	30.0%
成本	0.0	0.0	0.0		0.4	1.2	1.5	2.0	2.6
毛利	0.1	0.1	0.1		0.4	0.6	0.8	1.1	1.4
毛利率(%)	90.0	84.9	87.1		51.9	34.5	35.0	35.0	35.0

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示:

- 1) 加盟商或整装云招商不达预期
- 2) 疫情反复, 居民购买力减弱
- 3) 地产调控趋紧, 影响整体行业需求

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3742	3824	4316	4917
现金	1522	1660	1896	2264
应收账款	63	35	43	47
其他应收款	57	53	61	69
预付账款	52	54	62	70
存货	814	679	800	902
其他流动资产	1342	1450	1577	1703
非流动资产	2376	2714	3135	3544
长期投资	0	0	0	0
固定资产	892	939	1021	1134
无形资产	418	502	592	689
其他非流动资产	1066	1273	1522	1721
资产总计	6118	6538	7451	8461
流动负债	2542	2522	2873	3258
短期借款	0	0	0	0
应付账款	833	699	815	923
其他流动负债	390	441	493	565
非流动负债	58	29	31	31
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	58	29	31	31
负债合计	2600	2551	2903	3289
少数股东权益	1	1	1	1
股本	199	199	199	199
资本公积	1,505	1,505	1,505	1,505
留存收益	1873	2342	2903	3527
归属母公司股东	3517	3986	4546	5171
负债和股东权	6118	6538	7451	8461

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	619	751	894	1045
净利润	528	554	631	710
折旧摊销	150	119	138	160
财务费用	(2)	(32)	(36)	(42)
投资损失	(58)	(60)	(65)	(70)
营运资金变动	(5)	135	194	252
其他经营现金	(52)	75	58	72
投资活动现金	(629)	(502)	(588)	(594)
资本支出	(801)	(477)	(546)	(566)
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	173	75	58	72
筹资活动现金	(123)	(112)	(70)	(84)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	(123)	(112)	(70)	(84)
现金净增加额	(133)	138	236	368

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7261	7483	8511	9615
营业成本	4243	4482	5153	5862
营业税金及附加	57	52	60	67
销售费用	1972	1983	2194	2442
管理费用	335	322	362	404
财务费用	(2)	(32)	(36)	(42)
资产减值损失	0	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	58	60	65	70
营业利润	624	636	732	824
营业外收入	3	11	12	14
营业外支出	6	6	7	8
利润总额	622	640	738	830
所得税	93	86	107	120
净利润	528	554	631	710
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	528	554	631	710
EBITDA	668	623	721	820
EPS (元)	2.7	2.8	3.2	3.6

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	9.3%	3.1%	13.7%	13.0%
营业利润	9.8%	1.9%	15.2%	12.5%
归属于母公司净利润	10.8%	4.8%	13.9%	12.5%
获利能力				
毛利率(%)	41.6%	40.1%	39.4%	39.0%
净利率(%)	7.3%	7.4%	7.4%	7.4%
ROE(%)	15.0%	13.9%	13.9%	13.7%
ROIC(%)	52.2%	40.4%	38.3%	38.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	42.5%	39.0%	39.0%	38.9%
净负债比率(%)	46.37%	50.29%	52.61%	40.06%
流动比率	1.5	1.5	1.5	1.5
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.2
应收账款周转天数	2.2	1.7	1.8	1.8
存货周转天数	59.3	55.3	56.6	56.2
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊)	2.7	2.8	3.2	3.6
每股经营现金流(最)	3.1	3.8	4.5	5.3
每股净资产(最新摊)	17.7	20.1	22.9	26.0
估值比率				
P/E	25.2	24.0	21.1	18.8
P/B	3.8	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	17.6	18.7	15.8	13.5

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。