

## 志邦家居 (603801.SH) Q4 业绩快速增长, 品类拓展规模效应显现

2021年03月22日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/3/22
当前股价(元)	58.00
一年最高最低(元)	59.89/18.91
总市值(亿元)	129.53
流通市值(亿元)	126.33
总股本(亿股)	2.23
流通股本(亿股)	2.18
近3个月换手率(%)	116.6

### ● 2020Q4 业绩快速增长, 看好公司长期发展, 维持“买入”评级

2020年公司实现营收38.4亿元(+29.7%), 归母净利润3.95亿元(+20.0%)。2020Q4公司收入14.7亿元(+46.2%), 归母净利润1.98亿元(+104.9%)。公司品类和渠道拓展顺利, 规模效应显现, 略上调盈利预测, 我们预计2021-2023年公司归母净利润5.05/6.28/7.67亿元(2021-2022年原为4.97/6.22亿元), 对应EPS为2.26/2.81/3.43元, 当前股价对应PE为25.5/20.5/16.8倍, 维持“买入”评级。

### ● 橱柜收入增长稳健, 衣柜快速增长, 品类拓展在盈利端的规模效应显现

2020年公司橱柜、衣柜、木门同比增长18.0%、55.4%和57.0%, 2020Q4同比增长38.8%、61.6%和102.3%。2020年衣柜收入11.4亿元, 收入占比达29.7%。衣柜、木门品类的规模效应进一步显现, 2020年衣柜、木门毛利率分别为33.4%和16.0%, 分别同比提升1.8pct和19.6pct。其中, 2020Q4公司衣柜毛利率已提升至36.8%, 同比提升4.6pct。此外, 公司橱柜毛利率依然维持在较高水平。

### ● 分渠道: 工程渠道继续快速增长, 2020Q4 经销表现亮眼

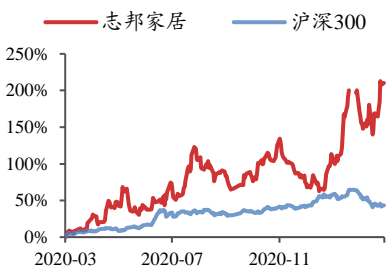
2020年经销渠道收入22.3亿元(+14.4%), 毛利率35.8%(-1.4pct), 2020Q4经销收入7.5亿元(+26.1%), 毛利率36.5%(+2.3pct)。2020年公司工程渠道收入11.7亿元(+83.8%), 毛利率41.5%(-0.5pct)。2020Q4经销渠道表现亮眼。2020年工程渠道收入占比提升至30.6%, 全年工程渠道毛利率依然维持在较高水平。

### ● 研发费用投入大幅提升, 经营性现金流净额大幅增长, 衣柜快速展店

2020年, 公司整体毛利率为38.1%, 同比下降0.5pct。整体期间费用率提升0.7pct至26.25%, 主要系研发费用率同比提升1.3pct至5.88%, 公司报告期内研发人员由443人增加至690人, 研发人员占比由12.7%提升至17.7%。2020年公司经营性现金流净额达6.49亿元, 同比增长88%。公司大宗业务客户质量较高, 在大宗业务占比提升的同时, 依然维持良好现金流。公司衣柜经销渠道继续快速展店, 2020年末衣柜门店1366家, 2020年净开店288家, 2020Q4净开店44家。

### ● 风险提示: 竣工数据和终端需求回暖不及预期; 品类、渠道拓展放缓等

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-2020Q4 业绩超出市场预期, 盈利能力显著提升》- 2021.2.4

《公司信息更新报告-2020Q3 业绩快速回暖, 继续看好衣柜、工程弹性》- 2020.10.29

《公司信息更新报告-2020Q3 业绩超出市场预期, 增长红利将持续释放》- 2020.10.21

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,962	3,840	4,789	5,857	7,154
YOY(%)	21.7	29.7	24.7	22.3	22.1
归母净利润(百万元)	329	395	505	628	767
YOY(%)	20.7	20.0	27.7	24.3	22.2
毛利率(%)	38.5	38.1	38.4	38.3	38.4
净利率(%)	11.1	10.3	10.5	10.7	10.7
ROE(%)	17.1	17.7	18.5	19.4	19.7
EPS(摊薄/元)	1.48	1.77	2.26	2.81	3.43
P/E(倍)	39.0	32.5	25.5	20.5	16.8
P/B(倍)	6.7	5.8	4.7	4.0	3.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 2020Q4 收入和净利润增速环比均继续提升.....	3
1.1、 分品类：衣柜快速增长，规模效应显现 .....	3
1.2、 分渠道：工程渠道快速增长，2020Q4 经销表现亮眼.....	4
2、 盈利能力：研发费用投入显著增加，净利率保持平稳.....	5
3、 运营情况：现金流良好，预收账款体现韧性 .....	6
4、 开店情况：衣柜、木门继续快速拓展 .....	6
5、 盈利预测与投资建议 .....	7
6、 风险提示 .....	7
附：财务预测摘要.....	8

## 图表目录

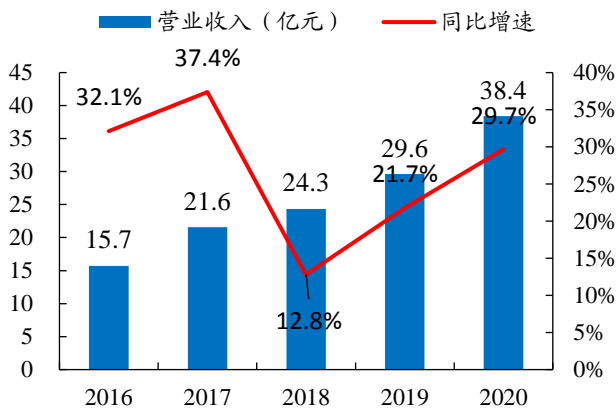
图 1： 2020 年公司收入同比增长 29.7%.....	3
图 2： 2020 年公司归母净利润同比增长 20.0%.....	3
图 3： 2020Q4 公司收入同比增长 46.2%.....	3
图 4： 2020Q4 公司归母净利润同比增长 104.9%.....	3
图 5： 2020 年公司研发费用投入显著增加 .....	5
图 6： 公司净利率保持平稳.....	5
图 7： 2020 年应收票据及账款周转率略有下滑 .....	6
图 8： 2020 年末公司预收账款同比维持较快增长 .....	6
表 1： 橱柜季度增速环比提升，衣柜、木门维持高增长，规模效应体现.....	4
表 2： 工程渠道快速增长，2020Q4 经销表现亮眼.....	5
表 3： 2020 年公司经营性现金流净额大幅提升 .....	6
表 4： 2020 年衣柜、木门门店继续快速拓展 .....	7

## 1、2020Q4 收入和净利润增速环比均继续提升

2020 年公司实现营收 38.4 亿元 (+29.7%)，归母净利润 3.95 亿元 (+20.0%)，扣非归母净利润 3.59 亿元 (+25.8%)。

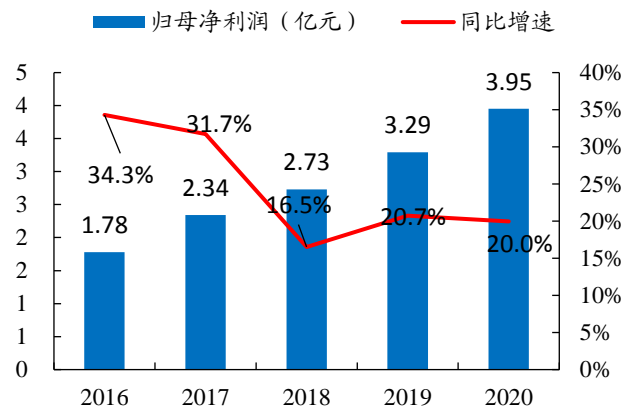
分单季度看，2020Q4 公司收入 14.7 亿元，Q1-Q4 营业收入分别同比变化-21.2%、+22.2%、+41.9%和+46.2%，公司单季收入增速呈环比上升趋势。2020Q4 公司归母净利润 1.98 亿元，同比增长 104.9%，扣非归母净利润 1.73 亿元，同比增长 110.0%。

图1：2020 年公司收入同比增长 29.7%



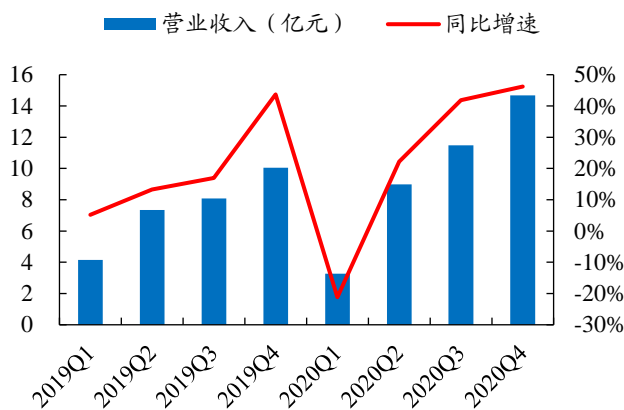
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020 年公司归母净利润同比增长 20.0%



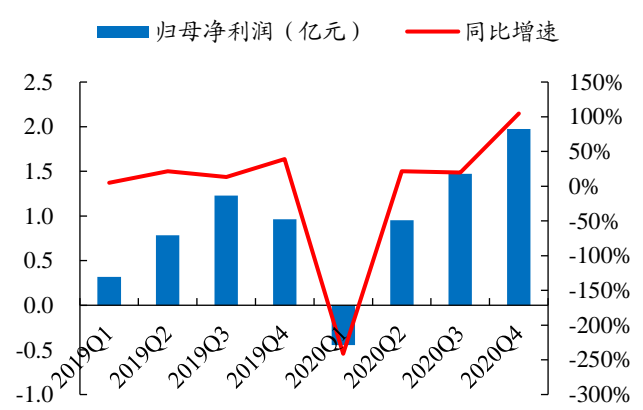
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020Q4 公司收入同比增长 46.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020Q4 公司归母净利润同比增长 104.9%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.1、分品类：衣柜快速增长，规模效应显现

2020 年公司橱柜、衣柜、木门业务分别同比增长 18.0%、55.4%和 57.0%，2020Q4 各品类收入增速环比均继续提升。

值得重点关注的是，衣柜、木门品类的规模效应进一步显现，2020 年衣柜、木门毛利率分别同比提升 1.8pct 和 19.6pct。其中，2020Q4 公司衣柜毛利率已提升至 36.8%，同比提升 4.6pct。此外，公司橱柜毛利率依然维持在较高水平。

**分产品看:**

- (1) 2020 年橱柜业务实现收入 25.0 亿元 (+18.0%)，毛利率为 41.8% (-0.6pct)，其中 2020Q4 橱柜收入 9.8 亿元 (+38.8%)，毛利率为 40.3% (-1.8pct)。
- (2) 2020 年衣柜业务实现收入 11.4 亿元 (+55.4%)，毛利率为 33.4% (+1.8pct)，其中 2020Q4 衣柜收入 4.2 亿元 (+61.6%)，毛利率为 36.8% (+4.6pct)。
- (3) 2020 年木门业务实现收入 0.4 亿元 (+57.0%)，毛利率为 16.0% (+19.6pct)，其中 2020Q4 木门收入 0.2 亿元 (+102.3%)，毛利率为 21.8% (+18.5pct)。

**表1: 橱柜季度增速环比提升，衣柜、木门维持高增长，规模效应体现**

	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q4	
橱柜	收入 (亿元)	14.2	18.8	19.3	21.2	25.0	9.8
	同比增速	26.7%	32.2%	2.8%	9.8%	18.0%	38.8%
	毛利率	38.8%	36.8%	38.3%	42.4%	41.8%	40.3%
衣柜	收入 (亿元)	0.9	2.3	4.3	7.3	11.4	4.2
	同比增速	313.6%	147.3%	91.1%	70.7%	55.4%	61.6%
	毛利率	19.5%	26.0%	30.0%	31.6%	33.4%	36.8%
木门	收入 (亿元)	\	\	0.1	0.3	0.4	0.2
	同比增速	\	\	\	250.0%	57.0%	102.3%
	毛利率	\	\	-56.6%	-3.6%	16.0%	21.8%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**1.2、分渠道：工程渠道快速增长，2020Q4 经销表现亮眼**
**分渠道看:**

- (1) **2020 年公司经销渠道收入 22.3 亿元 (+14.4%)，毛利率 35.8% (-1.4pct)，其中 2020Q4 经销渠道收入 7.5 亿元 (+26.1%)，毛利率 36.5% (+2.3pct)。**2020H2 公司经销渠道快速走出疫情影响，2020Q4 收入增速亮眼。公司全年经销毛利率下滑主要与疫情期间阶段性让利经销商有关，2020Q4 经销毛利率同比增长 2.3pct，重新回到上升通道。
- (2) **2020 年公司工程渠道收入 11.7 亿元 (+83.8%)，毛利率 41.5% (-0.5pct)，其中 2020Q4 工程渠道收入 5.7 亿元 (+91.6%)，毛利率 39.4% (-6.1pct)。**2020 年公司工程渠道收入占比提升至 30.6%。公司全年工程渠道毛利率依然维持在较高水平。2020Q4 单季度毛利率虽然有所波动，但需考虑到 2019Q4 基数较高以及工程订单交付集中容易出现毛利率的阶段性波动。
- (3) **2020 年直营渠道收入 2.3 亿元 (+27.4%)，毛利率 63.0% (+0.1pct)，其中 2020Q4 直营渠道收入 0.9 亿元 (+41.3%)，毛利率 66.0% (+0.9pct)。**2020 年公司直营渠道依然保持稳健增长。

**表2: 工程渠道快速增长, 2020Q4 经销表现亮眼**

	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q4	
经销	收入(亿元)	10.8	14.8	17.0	19.5	22.3	7.5
	同比增速	23.4%	37.3%	14.8%	14.4%	14.4%	26.1%
	毛利率	37.6%	36.8%	36.1%	37.2%	35.8%	36.5%
工程	收入(亿元)	2.5	4.0	3.9	6.4	11.7	5.7
	同比增速	64.0%	59.8%	-1.3%	63.5%	83.8%	91.6%
	毛利率	26.3%	23.1%	30.2%	42.0%	41.5%	39.4%
直营	收入(亿元)	1.3	2.0	1.6	1.8	2.3	0.9
	同比增速	33.4%	53.1%	-19.9%	15.9%	27.4%	41.3%
	毛利率	61.8%	62.9%	63.8%	62.9%	63.0%	66.0%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

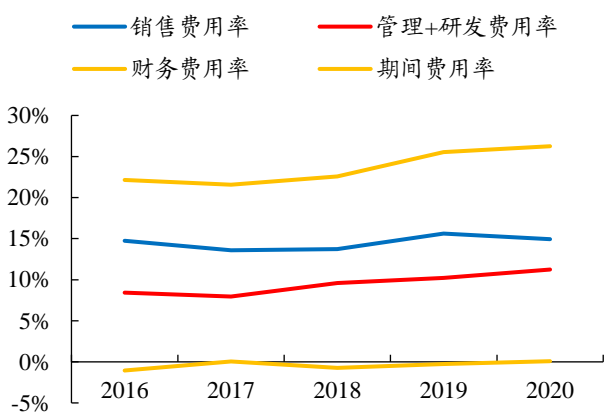
## 2、盈利能力: 研发费用投入显著增加, 净利率保持平稳

2020年, 公司整体毛利率为 38.1%, 同比下降 0.5pct, 主要系经销渠道疫情期间阶段性让利经销商以及工程渠道毛利率略有下降。2020Q4, 公司毛利率为 38.4%, 同比下降 0.14pct, 主要系工程渠道毛利率有所波动。

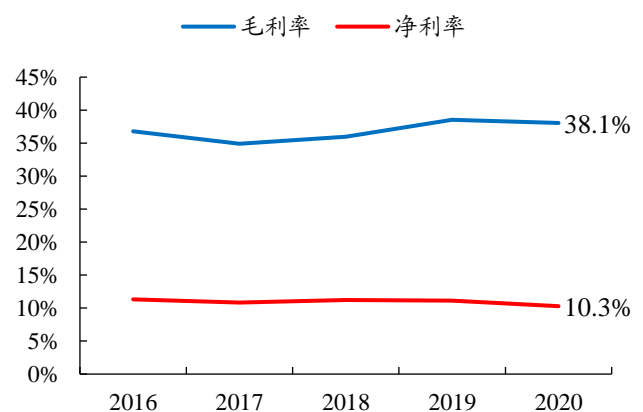
**2020 年公司研发费用投入显著增加, 整体期间费用率提升 0.7pct 至 26.25%。**

- (1) 销售费用率为 14.9%, 同比下降 0.7pct, 主要系公司广告营销费用收缩。
- (2) 管理费用率为 5.4%, 同比下降 0.3pct, 主要系公司控费力度有所提升。此外, 管理费用中还包括了 0.28 亿元的股份支付费用。
- (3) 研发费用率为 5.88%, 同比提升 1.3pct, 公司报告期内研发人员由 443 人增加至 690 人, 研发人员占比由 12.7% 提升至 17.7%。
- (4) 财务费用率为 0.08%, 同比提升 0.4pct, 主要系汇兑损失和利息支出。

整体来看, 公司 2020 年净利率略有下降, 较 2018 年同比下降 0.8pct 至 10.3%。

**图5: 2020 年公司研发费用投入显著增加**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图6: 公司净利率保持平稳**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、运营情况：现金流良好，预收账款体现韧性

#### (1) 现金流：回款情况良好，经营现金流净额大幅提升

2020 年公司经营性现金流净额达 6.49 亿元，同比增长 88%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金达 39.76 亿元，同比增长 29%。公司大宗业务客户质量较高，在大宗业务占比提升的同时，依然维持良好现金流。

表3：2020 年公司经营性现金流净额大幅提升

	2019	2020	同比
经营性现金流净额（单位：亿元）	3.44	6.49	88%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	30.86	39.76	29%
经营活动现金流入小计（单位：亿元）	31.87	40.86	28%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	28.43	34.37	21%

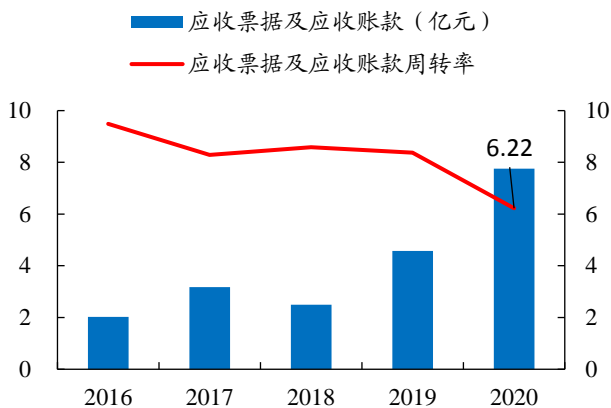
数据来源：Wind、开源证券研究所

#### (2) 周转率受大宗业务影响有所下滑，预收账款维持较快增长

2020 年公司应收票据及应收账款周转率为 6.22 次（计算时加回了合同资产），同比略有下滑。在公司工程渠道收入占比继续较快提升的情况下，公司应收票据及应收账款周转率依然较为良好。

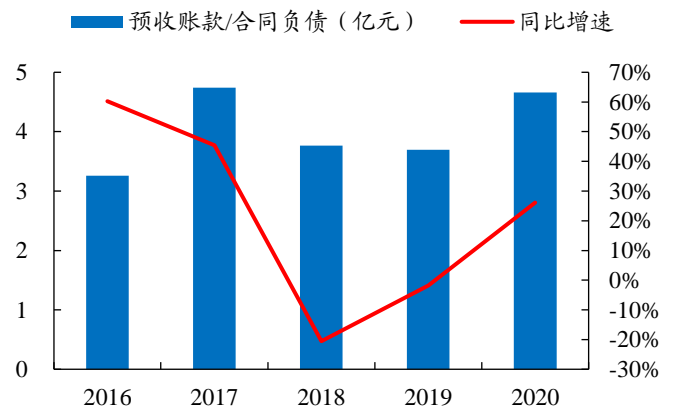
2020 年末公司预收账款（合同负债）4.66 亿元，同比增长 26.1%。

图7：2020 年应收票据及账款周转率略有下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所（为保证前后的可比性，2020 年应收票据及应收账款包含了合同资产）

图8：2020 年末公司预收账款同比维持较快增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 4、开店情况：衣柜、木门继续快速拓展

2020 年末橱柜门店 1576 家，2020 年净开店 41 家，2020Q4 净关店 44 家。

2020 年末衣柜门店 1366 家，2020 年净开店 288 家，2020Q4 净开店 44 家。

2020 年末木门门店 203 家，2020 年净开店 47 家，2020Q4 净开店 8 家。

2020 年末 IK 全屋定制门店 58 家，2020 年没有净开店。

2020 年末直营门店 29 家，2020 年净开店 2 家。



表4: 2020年衣柜、木门门店继续快速拓展

经销门店数量 (家)	2016	2017	2018	2019	2020	2020 净开店	2020Q4 净开店
橱柜门店	1112	1335	1487	1535	1576	41	-44
衣柜门店	153	395	726	1078	1366	288	44
木门门店	\	0	117	156	203	47	8
IK全屋定制	\	29	33	58	58	0	0
直营门店	\	\	\	27	29	2	-3

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

公司品类和渠道拓展顺利,规模效应显现,略上调盈利预测,我们预计2021-2023年公司归母净利润5.05/6.28/7.67亿元(2021-2022年原为4.97/6.22亿元),对应EPS为2.26/2.81/3.43元,当前股价对应PE为25.5/20.5/16.8倍,维持“买入”评级。

## 6、风险提示

竣工数据和终端需求回暖不及预期;品类、渠道拓展放缓等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1798	2490	3262	3647	4584
现金	527	825	1274	1552	2078
应收票据及应收账款	458	324	651	542	915
其他应收款	25	80	51	110	87
预付账款	45	65	72	95	109
存货	215	329	346	480	528
其他流动资产	527	867	867	867	867
<b>非流动资产</b>	1298	1639	1834	2047	2333
长期投资	34	39	45	51	57
固定资产	706	1191	1358	1548	1780
无形资产	136	136	143	150	160
其他非流动资产	422	273	288	298	336
<b>资产总计</b>	3095	4128	5095	5693	6917
<b>流动负债</b>	1116	1814	2276	2365	2936
短期借款	11	108	108	108	108
应付票据及应付账款	446	648	709	954	1075
其他流动负债	659	1057	1458	1303	1753
<b>非流动负债</b>	50	86	86	86	86
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	50	86	86	86	86
<b>负债合计</b>	1166	1900	2362	2451	3022
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	223	223	223	223	223
资本公积	879	919	919	919	919
留存收益	966	1214	1547	1972	2526
<b>归属母公司股东权益</b>	1929	2228	2733	3242	3895
负债和股东权益	3095	4128	5095	5693	6917

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	344	649	747	736	1049
净利润	329	395	505	628	767
折旧摊销	90	112	126	152	162
财务费用	-8	3	-8	-8	-22
投资损失	-13	-15	-15	-17	-15
营运资金变动	-94	99	139	-17	159
其他经营现金流	41	54	-1	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-248	-484	-306	-347	-431
资本支出	334	421	189	207	280
长期投资	67	-51	-6	-7	-6
其他投资现金流	153	-114	-123	-147	-157
<b>筹资活动现金流</b>	-250	-16	8	-110	-92
短期借款	11	97	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	63	0	0	0	0
资本公积增加	-62	41	0	0	0
其他筹资现金流	-262	-154	8	-110	-92
<b>现金净增加额</b>	-153	145	449	279	525

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2962	3840	4789	5857	7154
营业成本	1821	2378	2949	3612	4407
营业税金及附加	29	33	44	54	65
营业费用	463	574	723	870	1087
管理费用	168	206	264	318	392
研发费用	134	226	249	310	369
财务费用	-8	3	-8	-8	-22
资产减值损失	-5	-21	0	0	0
其他收益	37	32	0	0	0
公允价值变动收益	2	1	1	1	1
投资净收益	13	15	15	17	15
资产处置收益	-0	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	385	436	583	719	872
营业外收入	1	2	1	1	1
营业外支出	6	8	6	6	6
<b>利润总额</b>	381	429	579	715	867
所得税	51	34	74	87	100
<b>净利润</b>	329	395	505	628	767
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	329	395	505	628	767
EBITDA	455	523	681	831	981
EPS(元)	1.48	1.77	2.26	2.81	3.43

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	21.7	29.7	24.7	22.3	22.1
营业利润(%)	19.6	13.3	33.8	23.2	21.3
归属于母公司净利润(%)	20.7	20.0	27.7	24.3	22.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	38.5	38.1	38.4	38.3	38.4
净利率(%)	11.1	10.3	10.5	10.7	10.7
ROE(%)	17.1	17.7	18.5	19.4	19.7
ROIC(%)	16.1	15.9	16.8	17.6	17.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	37.7	46.0	46.4	43.1	43.7
净负债比率(%)	-25.5	-30.2	-41.0	-43.2	-49.4
流动比率	1.6	1.4	1.4	1.5	1.6
速动比率	1.2	0.9	1.0	1.1	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	8.4	9.8	9.8	9.8	9.8
应付账款周转率	4.7	4.3	4.3	4.3	4.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.48	1.77	2.26	2.81	3.43
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	2.91	3.34	3.30	4.69
每股净资产(最新摊薄)	8.64	9.98	12.24	14.52	17.44
<b>估值比率</b>					
P/E	39.0	32.5	25.5	20.5	16.8
P/B	6.7	5.8	4.7	4.0	3.3
EV/EBITDA	26.5	22.7	16.8	13.4	10.8

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的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