

志邦家居(603801)

点评报告

行业公司研究—家居行业

证券研究报告

大宗+衣柜发力，持续看好21年增长动能

——志邦家居年报点评

✍ 分析师：史凡可 执业证书编号：S1230520080008
 分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002
 ☎ 联系人：傅嘉成
 ✉ : shifanke@stocke.com.cn

报告导读

志邦家居发布2020年度报告：20A实现收入38.40亿元(+29.65%)，归母净利润3.95亿元(+20.04%)，扣非归母净利润3.59亿元(+25.77%)；其中20Q4实现收入14.68亿元(+46.21%)，归母净利润1.98亿元(+104.93%)，主要系20Q3的2000万+政府补贴于Q4到账。整体来看在19Q4高基数背景下仍实现了高速增长。20年公司超额完成股权激励目标(净利3.38亿)，剔除股权激励费用影响(2824万)估计归母净利润增速超过26%。同时公司宣布股利分配方案，每10股派息8元(税前)，每10股转赠4股。

投资要点

□ 大宗+衣柜贡献20年主要增量，经销渠道逆势实现双位数增长

分品类来看：定制厨柜实现收入24.99亿元(+18.02%)，毛利率为41.8%(-0.59%)；定制衣柜实现收入11.41亿元(+55.34%)，占收入比重上升至30.98%，毛利率为33.4%(+1.8pct)；木门业务0.43亿(+57%)，毛利率为15.98%，处于培育阶段。

分渠道来看：经销渠道收入21.25亿(+10.8%)、占比57.7%；大宗渠道实现收入11.75亿(+83.7%)、占比提升至31.9%，表现亮眼；直营业务收入2.32亿(+27.3%)。

□ 零售：重视终端赋能，1-2月跟踪订单景气延续

20年疫情背景下公司高度重视终端经销商赋能(总部管理人员多次前往一线门店输出管理和营销打法)，衣柜+厨柜零售业务率先修复逐月向好。同时疫情加速了行业小品牌出清，公司逆势扩张门店、巩固后续份额提升，2020全年净开店376家，其中厨柜、衣柜、木门分别新增41家(年末1576家)、288家(年末1366家)、47家(年末203家)，我们估计公司21年将净增300-400家门店。公司20年底账上预收款4.66亿(较期初增加0.96亿)，且我们跟踪21年1-2月公司零售订单同比19年亦有高速增长，看好21Q1业绩兑现。

□ 大宗：客户结构持续优化、毛利率向好，木门品类将作为21年重点延伸。在大宗业务增长84%的基础上，公司的现金流逆势增长了88%，在20年8月三道红线出台后十分难能可贵，表明公司在客户结构筛选、客户账期管理方面十分优秀。目前公司的主要客户以中南、新城控股、绿地、阳光城等颈部和腰部Top30地产商为主要客户，盈利能力较强(大宗毛利率41.54%，高于经销业务)。21年公司将重点开拓木门工程业务，看好贡献增量。在精装景气延续下，我们预计21年公司的大宗业务有望维持50%以上的高速增长。

□ 销售费用管控良好，现金流表现靓丽

20A毛利率38.07%(-0.46pct)，主要系业务结构变化、衣柜占比提升。期间费用率合计26.25%(+0.21pct)，主要系股权激励下管理费用率增加至11.24%(+1.03pct)，财务费用率0.08%(+0.36pct)，销售费用率14.93%(-0.7pct)，规模化效应显现。20年经营现金流6.49亿(+88.66%)，表现靓丽。主要系期

评级

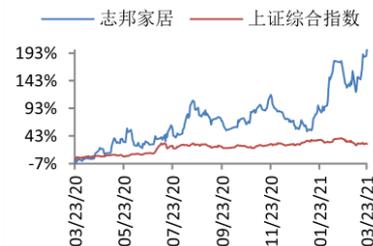
买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥60.31

单季度业绩

元/股

| 单季度业绩 | 元/股 |
|---------|-------|
| 4Q/2020 | 0.89 |
| 3Q/2020 | 0.66 |
| 2Q/2020 | 0.43 |
| 1Q/2020 | -0.20 |



公司简介

国内定制家居赛道龙头之一

相关报告

- 1《【浙商轻工】志邦家居：Q4业绩超预期，质地优秀的长跑选手》2021.02.04
- 2《【浙商轻工】志邦家居：Q3业绩增长超预期，衣柜、大宗持续发力！》2020.10.23
- 3《【浙商轻工】志邦家居：预收款高位保障Q3零售增长，现金流表现亮眼》2020.08.18
- 4《志邦家居：Q2业绩修复超预期，看好下半年持续提振》2020.07.15

报告撰写人：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成

末公司账上应收款 3.24 亿（较期初减少 1.34 亿），显现出较强的 B 端收款能力，应付账款 6.48 亿（较期初增加 2.02 亿），预收款 4.66 亿（较期初增加 0.96 亿）。

□ 盈利预测及估值

志邦注重线下零售扶持，在大宗渠道持续拓展优质地产客户，并通过股权激励激发管理活力，看好公司作为质地优秀的长跑选手！我们预计 21-23 年公司实现营收 49.53 亿（+28.98%）、61.89 亿（+24.94%）、76.23（+23.18%），归母净利润 5.1 亿（+29.03%）、6.42 亿（+25.78%）、8.1 亿（+26.27%），对应 PE 分别为 26.4X/20.99X/16.62X，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**行业竞争加剧、业务拓展不达预期

财务摘要

| (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 3840.44 | 4953.33 | 6188.66 | 7622.94 |
| (+/-) | 29.65% | 28.98% | 24.94% | 23.18% |
| 净利润 | 395.44 | 510.26 | 641.82 | 810.44 |
| (+/-) | 20.04% | 29.03% | 25.78% | 26.27% |
| 每股收益(元) | 1.77 | 2.28 | 2.87 | 3.63 |
| P/E | 34.06 | 26.40 | 20.99 | 16.62 |

图 1：志邦家居季度财务数据一览

| 单位：百万元 | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 | 2020Q4 |
|-----------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|--------|----------|----------|--------|----------|----------|
| 营业总收入 | 393.70 | 648.46 | 691.86 | 698.97 | 414.18 | 734.73 | 809.06 | 1,004.17 | 326.42 | 898.02 | 1,147.83 | 1,468.17 |
| YOY | 38.28% | 19.10% | 5.53% | 4.00% | 5.20% | 13.30% | 16.94% | 43.66% | -21.19% | 22.22% | 41.87% | 46.21% |
| 归母净利润 | 30.15 | 64.71 | 108.60 | 69.43 | 31.63 | 78.54 | 122.79 | 96.47 | -44.69 | 95.37 | 147.06 | 197.70 |
| YOY | 48.23% | 47.21% | 20.11% | -12.67% | 4.91% | 21.36% | 13.06% | 38.96% | -241.27% | 21.44% | 19.76% | 104.93% |
| 扣非归母净利润 | 26.27 | 57.56 | 100.68 | 68.97 | 24.71 | 74.45 | 103.69 | 82.40 | (45.36) | 88.64 | 142.41 | 173.06 |
| YOY | 26.11% | 32.77% | 11.65% | -2.50% | -5.93% | 29.35% | 2.99% | 19.46% | -283.56% | 19.05% | 37.35% | 110.04% |
| 毛利率 | 36.81% | 36.28% | 38.55% | 32.60% | 37.92% | 37.30% | 39.99% | 38.52% | 37.66% | 36.80% | 38.79% | 38.38% |
| 期间费用率 | 27.96% | 24.71% | 20.43% | 19.72% | 31.21% | 23.16% | 24.00% | 26.21% | 53.82% | 23.73% | 23.82% | 23.56% |
| 其中：销售费用 | 66.49 | 99.93 | 78.30 | 89.05 | 81.50 | 114.70 | 108.27 | 158.16 | 104.18 | 114.08 | 155.53 | 199.74 |
| 销售费用率 | 16.89% | 15.41% | 11.32% | 12.74% | 19.68% | 15.61% | 13.38% | 15.75% | 31.92% | 12.70% | 13.55% | 13.60% |
| 其中：管理费用 | 42.15 | 63.68 | 37.43 | 38.48 | 31.47 | 38.64 | 48.75 | 49.17 | 45.35 | 45.21 | 55.23 | 59.94 |
| 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 27.73 | 23.72 | 15.36 | 17.90 | 38.43 | 62.74 | 28.43 | 51.82 | 60.47 | 85.04 |
| 管理+研发费用率 | 10.71% | 9.82% | 9.42% | 8.90% | 11.31% | 7.70% | 10.78% | 11.14% | 22.60% | 10.80% | 10.08% | 9.88% |
| 其中：财务费用 | 1.45 | -3.36 | -2.08 | -13.40 | 0.92 | -1.05 | -1.32 | -6.91 | -2.29 | 2.01 | 2.16 | 1.17 |
| 财务费用率 | 0.37% | -0.52% | -0.30% | -1.92% | 0.22% | -0.14% | -0.16% | -0.69% | -0.70% | 0.22% | 0.19% | 0.08% |
| 归母净利率 | 7.66% | 9.98% | 15.70% | 9.93% | 7.64% | 10.69% | 15.18% | 9.61% | -13.69% | 10.62% | 12.81% | 13.47% |
| 存货 | 167.77 | 139.27 | 160.47 | 154.32 | 147.35 | 177.51 | 231.86 | 215.35 | 259.61 | 312.79 | 436.52 | 328.71 |
| 较上年同期增减 | -17.62 | -96.73 | -53.54 | -6.98 | -20.42 | 38.24 | 71.39 | 61.03 | 112.26 | 135.29 | 204.66 | 113.36 |
| 应收票据 | 195.90 | 53.91 | 72.38 | 110.16 | 99.96 | 98.76 | 108.94 | 119.87 | 128.66 | 124.96 | 151.81 | 207.33 |
| 较上年同期增减 | 146.40 | 36.04 | -9.21 | -125.67 | -95.94 | 44.85 | 36.57 | 9.71 | 28.70 | 26.20 | 42.87 | 87.45 |
| 应收账款 | 35.82 | 94.76 | 96.36 | 138.93 | 139.69 | 215.16 | 194.26 | 338.10 | 265.41 | 376.05 | 394.31 | 116.67 |
| 较上年同期增减 | -79.19 | -21.13 | -35.75 | 57.28 | 103.87 | 120.40 | 97.90 | 199.17 | 125.72 | 160.89 | 200.06 | -221.43 |
| 应付账款及应付票据 | 175.04 | 291.40 | 280.14 | 331.09 | 261.06 | 365.35 | 400.69 | 446.47 | 377.01 | 653.26 | 747.75 | 648.39 |
| 较上年同期增减 | -134.88 | -66.30 | -24.32 | 65.57 | 86.02 | 73.94 | 120.55 | 115.38 | 115.95 | 287.91 | 347.06 | 201.92 |
| 预收账款 | 276.09 | 319.95 | 291.10 | 376.58 | 255.31 | 355.26 | 336.55 | 369.64 | 0.00 | 449.99 | 474.89 | 465.58 |
| 较上年同期增减 | 8.85 | -27.88 | -67.42 | -97.34 | -20.78 | 35.32 | 45.45 | -6.94 | -255.31 | 94.73 | 138.34 | 95.94 |
| 经营性现金流净额 | -159.20 | 406.68 | -62.16 | 184.51 | -127.84 | 244.89 | 84.33 | 143.00 | -216.50 | 397.59 | 78.41 | 389.57 |
| 较上年同期增减 | -78.04 | 192.85 | -81.21 | -59.85 | 31.37 | -161.79 | 146.49 | -41.51 | -88.66 | 152.70 | -5.91 | 246.56 |
| 筹资性现金流净额 | 0.00 | -94.95 | -0.99 | -3.48 | -33.70 | -224.80 | 1.85 | 6.95 | 136.61 | 60.78 | -5.64 | -207.71 |
| 较上年同期增减 | 12.61 | -913.72 | 6.40 | 1.88 | -33.70 | -129.85 | 2.85 | 10.43 | 170.32 | 285.58 | -7.49 | -214.66 |
| 资本开支 | 84.95 | 67.89 | 62.15 | 164.37 | 81.26 | 75.21 | 48.94 | 128.50 | 153.33 | 84.61 | 95.83 | 87.43 |
| 较上年同期增减 | -24.44 | 15.49 | 17.00 | 96.12 | -3.70 | 7.32 | -13.21 | -35.87 | 72.07 | 9.40 | 46.89 | -41.07 |
| ROE | 1.76% | 3.78% | 6.19% | 3.77% | 1.69% | 4.38% | 6.91% | 5.13% | -2.34% | 5.12% | 7.65% | 9.35% |
| YOY(±) | -1.36% | -0.28% | 0.45% | -1.02% | -0.07% | 0.60% | 0.71% | 1.35% | -4.04% | 0.74% | 0.74% | 4.23% |
| 资产负债率 | 25.46% | 31.79% | 29.17% | 32.76% | 26.09% | 34.51% | 34.12% | 37.68% | 36.48% | 49.50% | 49.86% | 46.03% |
| YOY(±) | -27.46% | -3.16% | -3.80% | -2.38% | 0.63% | 2.73% | 4.95% | 4.91% | 10.39% | 14.98% | 15.74% | 8.36% |

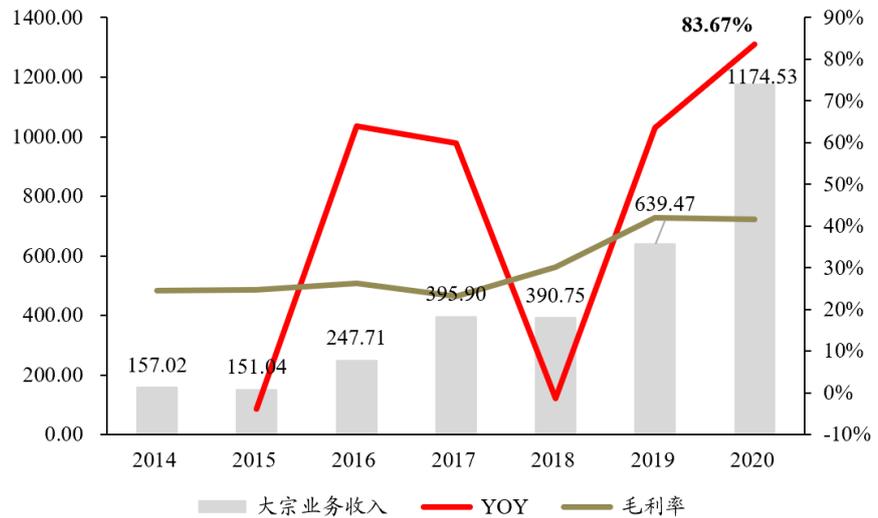
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2: 志邦家居收入结构一览(单位: 百万元)

| 报告期 | 2017 A | 2018H1 | 2018H2 | 2018A | 2019H1 | 2019H2 | 2019A | 2020H1 | 2020H2 | 2020A |
|--------|---------|---------|---------|---------|-----------|--------------|---------|-----------|---------|----------|
| 总收入 | 2156.88 | 1042.16 | 1390.83 | 2432.99 | 1148.91 | 1813.23 | 2962.14 | 1224.45 | 2615.99 | 3840.44 |
| YOY | 37.38% | 25.69% | 4.75% | 12.80% | 10.24% | 30.37% | 21.75% | 6.57% | 44.27% | 29.65% |
| 归母净利润 | 234.22 | 94.87 | 178.03 | 272.90 | 110.17 | 219.26 | 329.43 | 50.69 | 344.75 | 395.44 |
| YOY | 31.74% | 47.53% | 4.77% | 16.51% | 16.13% | 23.16% | 20.71% | -53.99% | 57.23% | 20.04% |
| 整体厨柜 | | | | | | | | | | |
| 收入 | 1876.47 | 865.00 | 1063.18 | 1928.18 | 855.00 | 1262.11 | 2117.11 | 811.81 | 1686.79 | 2498.60 |
| YOY | 32.25% | 18.66% | -7.35% | 2.76% | -1.16% | 18.71% | 9.80% | -5.05% | 33.65% | 18.02% |
| 占比 | 87.00% | 83.00% | 76.44% | 79.25% | 74.42% | 69.61% | 71.47% | 66.30% | 64.48% | 65.06% |
| 毛利率(%) | 36.78% | - | - | 38.32% | - | - | 42.43% | - | - | 41.54% |
| 门店数 | 1335 | 1385 | 1487 | 1487 | 1545 | 1535 | 1535 | 1597 | 1576 | 1576 |
| 定制衣柜 | | | | | | | | | | |
| 收入 | 224.40 | 148.00 | 282.00 | 430.00 | 258 (含木门) | 504.07 (含木门) | 734.44 | 344 (含木门) | 796.87 | 1,140.87 |
| YOY | 146.06% | 85.00% | 95.29% | 91.62% | 74.32% | 78.75% | 70.80% | 38.58% | 58.09% | 55.34% |
| 占比 | 10.40% | 14.20% | 20.28% | 17.67% | 22.46% | 27.80% | 24.79% | 28.08% | 30.46% | 29.71% |
| 毛利率(%) | 25.98% | - | - | 29.97% | - | - | 31.62% | - | - | 33.40% |
| 门店数 | 395 | 506 | 726 | 726 | 880 | 1078 | 1078 | 1237 | 1366 | 1366 |
| 木门 | | | | | | | | | | |
| 收入 | | | | 7.79 | | | 27.63 | | | 43.37 |
| 占比 | | | | 0.32% | | | 0.93% | | | 1.13% |
| 毛利润 | | | | (4.40) | | | (1.00) | | | 15.98% |
| 门店数 | | | | 88 | 147 | 156 | 156 | | | 203 |

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 3: 志邦家居大宗业务一览(单位: 百万元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 2490 | 2803 | 3512 | 3545 | 营业收入 | 3840 | 4953 | 6189 | 7623 |
| 现金 | 825 | 753 | 659 | 983 | 营业成本 | 2378 | 3087 | 3881 | 4780 |
| 交易性金融资产 | 325 | 325 | 325 | 325 | 营业税金及附加 | 33 | 45 | 57 | 68 |
| 应收账款 | 324 | 0 | 897 | 1529 | 营业费用 | 574 | 768 | 961 | 1184 |
| 其它应收款 | 80 | 10 | 14 | 14 | 管理费用 | 206 | 241 | 300 | 349 |
| 预付账款 | 65 | 82 | 102 | 128 | 研发费用 | 226 | 272 | 309 | 381 |
| 存货 | 329 | 321 | 496 | 415 | 财务费用 | 3 | (11) | (8) | (8) |
| 其他 | 543 | 1311 | 1019 | 152 | 资产减值损失 | (21) | 11 | 15 | 13 |
| 非流动资产 | 1639 | 1803 | 2313 | 3084 | 公允价值变动损益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 金额资产类 | 0 | 1 | 0 | 0 | 投资净收益 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 长期投资 | 39 | 39 | 39 | 39 | 其他经营收益 | 31 | 24 | 30 | 28 |
| 固定资产 | 1191 | 1337 | 1696 | 2268 | 营业利润 | 490 | 580 | 721 | 902 |
| 无形资产 | 136 | 139 | 141 | 144 | 营业外收支 | (7) | (4) | (5) | (5) |
| 在建工程 | 37 | 109 | 247 | 438 | 利润总额 | 483 | 576 | 716 | 896 |
| 其他 | 237 | 179 | 189 | 196 | 所得税 | 34 | 65 | 74 | 86 |
| 资产总计 | 4128 | 4606 | 5824 | 6630 | 净利润 | 449 | 510 | 642 | 810 |
| 流动负债 | 1814 | 1854 | 2589 | 2752 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 108 | 0 | 293 | 0 | 归属母公司净利润 | 395 | 510 | 642 | 810 |
| 应付款项 | 648 | 752 | 985 | 1226 | EBITDA | 611 | 692 | 852 | 1067 |
| 预收账款 | 0 | 462 | 450 | 421 | EPS (最新摊薄) | 1.77 | 2.28 | 2.87 | 3.63 |
| 其他 | 1057 | 641 | 862 | 1104 | 主要财务比率 | | | | |
| 非流动负债 | 86 | 57 | 64 | 69 | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 86 | 57 | 64 | 69 | 营业收入 | 29.65% | 28.98% | 24.94% | 23.18% |
| 负债合计 | 1900 | 1911 | 2654 | 2821 | 营业利润 | 18.51% | 18.47% | 24.23% | 25.12% |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 20.04% | 29.03% | 25.78% | 26.27% |
| 归属母公司股东权益 | 2228 | 2695 | 3171 | 3808 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 4128 | 4606 | 5824 | 6630 | 毛利率 | 38.07% | 37.67% | 37.29% | 37.30% |
| | | | | | 净利率 | 11.69% | 10.30% | 10.37% | 10.63% |
| | | | | | ROE | 19.02% | 20.73% | 21.88% | 23.23% |
| | | | | | ROIC | 19.89% | 19.36% | 18.80% | 21.51% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 46.03% | 41.49% | 45.56% | 42.55% |
| | | | | | 净负债比率 | 5.69% | 0.00% | 11.03% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 1.37 | 1.51 | 1.36 | 1.29 |
| | | | | | 速动比率 | 1.19 | 1.34 | 1.16 | 1.14 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.06 | 1.13 | 1.19 | 1.22 |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 16.89 | 12.65 | 6.50 | 7.28 |
| | | | | | 应付帐款周转率 | 6.62 | 6.81 | 6.72 | 6.58 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.77 | 2.28 | 2.87 | 3.63 |
| | | | | | 每股经营现金 | 2.91 | 1.74 | 1.77 | 7.63 |
| | | | | | 每股净资产 | 9.98 | 12.07 | 14.20 | 17.05 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 34.06 | 26.40 | 20.99 | 16.62 |
| | | | | | P/B | 6.05 | 5.00 | 4.25 | 3.54 |
| | | | | | EV/EBITDA | 10.90 | 17.92 | 15.00 | 11.39 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 649 | 389 | 395 | 1704 |
| 净利润 | 449 | 510 | 642 | 810 |
| 折旧摊销 | 112 | 103 | 126 | 162 |
| 财务费用 | 3 | (11) | (8) | (8) |
| 投资损失 | (15) | (15) | (15) | (15) |
| 营运资金变动 | 334 | (251) | (185) | 666 |
| 其它 | (234) | 53 | (165) | 88 |
| 投资活动现金流 | (484) | (311) | (610) | (911) |
| 资本支出 | (262) | (300) | (600) | (900) |
| 长期投资 | (5) | (1) | 1 | (0) |
| 其他 | (217) | (10) | (11) | (11) |
| 筹资活动现金流 | (16) | (140) | 135 | (457) |
| 短期借款 | 97 | (108) | 293 | (293) |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (113) | (32) | (158) | (165) |
| 现金净增加额 | 149 | (62) | (81) | 335 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>