

## 金牌厨柜 (603180.SH) Q4 业绩快速增长, 品类、渠道加速拓展

2021年04月08日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

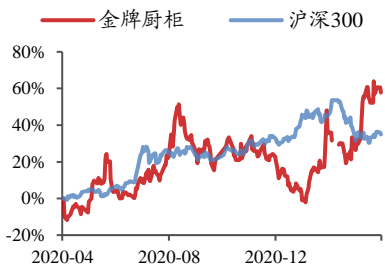
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/4/7
当前股价(元)	72.86
一年最高最低(元)	79.92/44.00
总市值(亿元)	75.24
流通市值(亿元)	73.96
总股本(亿股)	1.03
流通股本(亿股)	1.02
近3个月换手率(%)	105.97

### 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-业绩符合预期, 衣柜+大宗双轮驱动业绩增长》-2021.2.2

《公司首次覆盖报告-品类协同潜力释放, 大宗业务快速发展》-2020.11.19

### ● 2020Q4 业绩符合预期, 工程+衣柜驱动公司快速成长, 维持“买入”评级

公司发布 2020 年报, 2020 年收入 26.4 亿元 (+24.2%), 归母净利润 2.9 亿元 (+20.7%), 扣非后净利润 2.4 亿元 (+20.0%)。考虑到 2021 年行业整体增速超出预期以及公司衣柜+大宗持续放量, 上调盈利预测, 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润 3.86/4.69/5.74 亿元 (2021-2022 年原为 3.65/4.54 亿元), 对应 EPS 为 3.73/4.55/5.56 元, 当前股价对应 PE 为 19.5/16.0/13.1 倍, 维持“买入”评级。

### ● 厨柜业务稳健增长, 协同效应增强, 衣柜、木门业务快速放量

2020 年公司厨柜、衣柜、木门业务分别同比增长 16.4%、63.5%和 222.6%。其中厨柜经销渠道收入 11.6 亿元, 同比略有下滑, 工程渠道收入 8.1 亿元, 同比增长 71.2%。衣柜业务实现收入 5.0 亿元 (+63.5%), 毛利率为 29.7% (+2.8pct), 收入占比进一步提升。木门业务主要通过厨木、衣木综合店的形式快速布局。

### ● 大宗业务维持高增长, 2020Q4 经销渠道继续回暖, 门店保持稳定扩张

2020 年公司经销渠道收入 14.1 亿元 (+8.6%), 毛利率 35.4% (+1.0pct), 工程渠道收入 8.9 亿元 (+76.8%), 毛利率 18.5% (-1.4pct)。工程渠道继续维持高速增长, 2020Q4 经销渠道继续回暖, 收入 5.3 亿元 (+19.3%)。公司橱柜/衣柜/木门/整装全年各净开店 26/202/118/3 家, 其中 2020Q4 各净开店 16/99/42/3 家。公司厨柜门店继续扩张, 衣柜和木门渠道快速拓展, 整装渠道在不断积极探索。

### ● 控费效果良好, 经营性现金流净额大幅提升, 预收账款维持高增

2020 年, 公司整体毛利率为 32.7% (-3.1pct), 下滑主要系大宗业务占比提升以及大宗业务模式差异, 反映到净利率上依然保持平稳。2020 年净利率为 11.1%, (-0.32pct)。2020 年公司经营性现金流净额达 6.7 亿元, 同比增长 67%, 主要系收入快速增长且控费效果好。2020 年末公司预收账款 4 亿元, 同比增长 39%。

### ● 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。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,125	2,640	3,463	4,267	5,217
YOY(%)	24.9	24.2	31.2	23.2	22.3
归母净利润(百万元)	242	293	386	469	574
YOY(%)	15.4	20.7	31.8	21.7	22.2
毛利率(%)	35.8	32.7	33.5	33.4	33.3
净利率(%)	11.4	11.1	11.1	11.0	11.0
ROE(%)	19.9	15.9	18.1	19.0	19.7
EPS(摊薄/元)	2.35	2.83	3.73	4.55	5.56
P/E(倍)	31.0	25.7	19.5	16.0	13.1
P/B(倍)	6.5	4.1	3.6	3.1	2.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 业绩符合预期，Q4 收入增速环比继续提升.....	3
1.1、 分品类：协同效应增强，衣柜业务快速放量.....	4
1.2、 分渠道： Q4 经销渠道继续回暖，大宗业务快速增长.....	4
2、 盈利能力：加强费用管控，净利率水平保持平稳.....	5
3、 运营情况：现金流水平提升较快，预收账款增速放缓.....	6
4、 开店情况：Q4 净开店加速.....	7
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

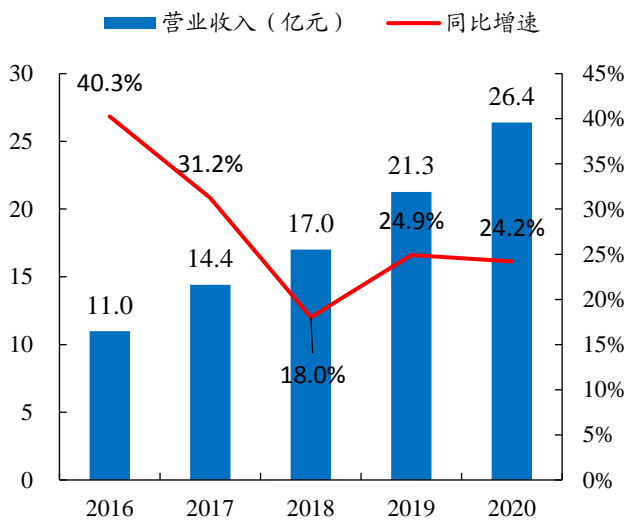
图 1： 2020 年公司收入同比增长 24.2%.....	3
图 2： 2020 年公司归母净利润同比增长 20.7%.....	3
图 3： 2020Q4 公司收入同比增长 38.7%.....	3
图 4： 2020Q4 公司归母净利润同比增长 30.4%.....	3
图 5： 2020 年公司毛利率下滑，净利率水平保持稳定.....	5
图 6： 2020 年公司期间费用率有所下降.....	5
图 7： 2020 年公司应收票据及应收账款周转率平稳.....	6
表 1： 2020 年厨柜业务增长稳定，衣柜业务快速放量.....	4
表 2： 2020 年公司大宗业务快速增长，Q4 经销收入提升较快.....	5
表 3： 公司经营现金流净额大幅提升.....	6
表 4： 厨柜门店稳定扩张，衣柜、木门数量快速增加.....	7

## 1、业绩符合预期，Q4 收入增速环比继续提升

2020 年公司实现营收 26.4 亿元 (+24.2%)，归母净利润 2.9 亿元 (+20.7%)，扣非归母净利润 2.4 亿元 (+20.0%)。剔除股权激励费用影响后，归母净利润为 3.14 亿元 (+30.57%)，扣非净利润为 2.58 亿元 (+32.16%)。

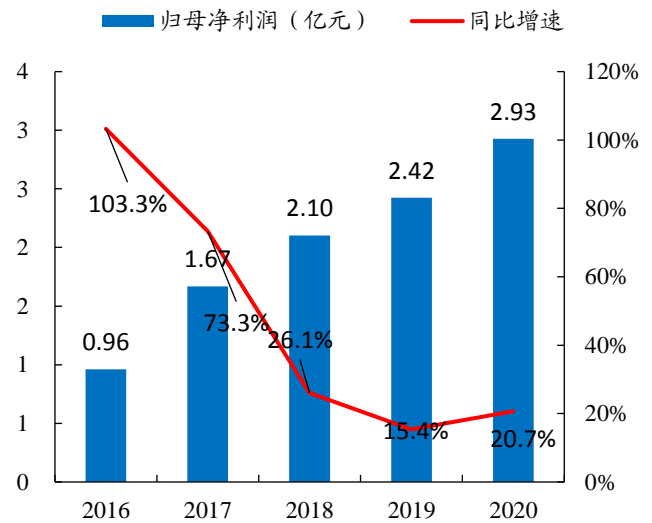
分单季度来看，2020Q4 公司收入 10.2 亿元，Q1-Q4 营业收入分别同比变化-3.9%、+10.7%、+30.7%和+38.7%，单季度收入环比增速上升。2020Q4 公司归母净利润 1.4 亿元，同比增长 30.4%，扣非归母净利润 1.3 亿元，同比增长 28.9%。

图1：2020 年公司收入同比增长 24.2%



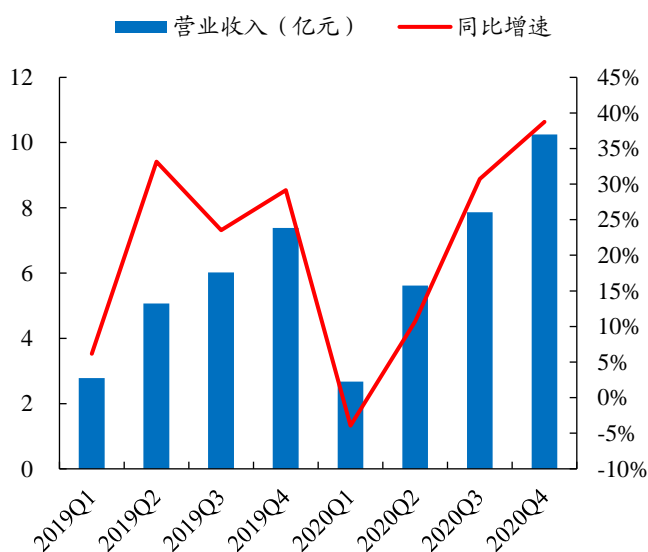
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020 年公司归母净利润同比增长 20.7%



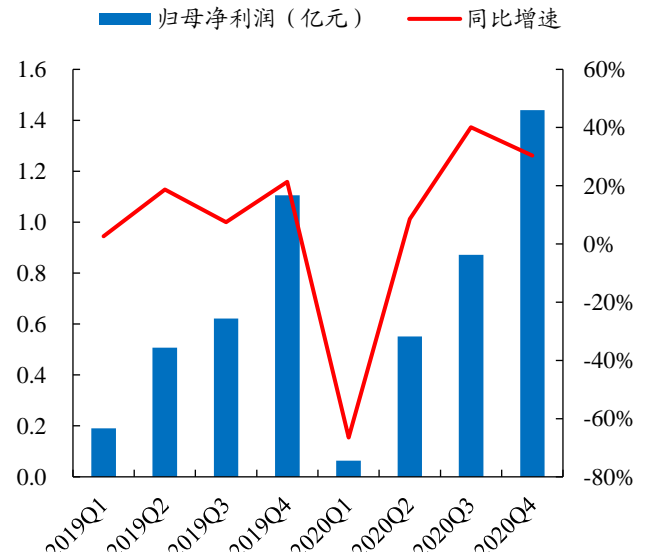
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020Q4 公司收入同比增长 38.7%



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 30.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.1、分品类：协同效应增强，衣柜业务快速放量

公司厨柜业务维持稳定增长，衣柜、木门业务快速放量，“厨衣木”三条线协同效应进一步显现。2020年公司厨柜、衣柜、木门业务分别同比增长16.4%、63.5%和222.6%。2020Q4单季度各品类收入均有较快提升。

2020年公司厨柜、衣柜、木门业务毛利率分别为32.9%、29.7%、0.3%，厨柜业务毛利率有所下滑，主要由于工程厨柜占比提升，但毛利率依然维持较高水平。衣柜业务毛利率呈较快上升趋势。

分产品看：

(1) 2020年厨柜业务实现收入20.7亿元(+16.4%)，毛利率为32.9%(-3.7pct)，其中经销渠道收入11.6亿元，同比略有下滑，工程渠道收入8.1亿元，同比增长71.2%。2020Q4厨柜收入8.0亿元(+31.1%)，毛利率为32.0%(-5.4pct)。

(2) 2020年衣柜业务实现收入5.0亿元(+63.5%)，毛利率为29.7%(+2.8pct)，其中2020Q4衣柜收入2.0亿元(+73.9%)，毛利率为32.5%(+0.4pct)。公司在强化渠道布局的基础上，聚焦大商、标杆市场培育，依靠品类联动做大流量、做大单值，在衣柜业务上继续取得显著突破。

(3) 2020年木门业务实现收入0.3亿元(+222.6%)，毛利率为0.3%(-10.3pct)，其中2020Q4木门收入0.1亿元(+173.4%)，毛利率为-14.8%(-24.3pct)。公司木门业务主要通过厨木、衣木综合店的形式快速布局。

表1：2020年厨柜业务增长稳定，衣柜业务快速放量

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1-Q3	2020Q4	
厨柜收入	9.25	13.86	15.36	17.82	20.73	12.71	8.02	
YOY		42.9%	49.8%	10.8%	16.0%	16.4%	8.7%	31.1%
毛利率	36.6%	38.3%	39.9%	36.5%	32.9%	33.4%	32.0%	
衣柜	0.00	0.24	1.38	3.05	4.99	3.04	1.95	
YOY	\	6152.1%	480.2%	121.4%	63.5%	57.4%	73.9%	
毛利率	16.7%	19.4%	18.9%	26.8%	29.7%	27.8%	32.5%	
木门	\	\	0.00	0.08	0.25	0.14	0.11	
YOY	\	\	\	2078.7%	222.6%	273.2%	173.4%	
毛利率	\	\	48.7%	10.6%	0.3%	11.8%	-14.8%	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.2、分渠道：Q4经销渠道继续回暖，大宗业务快速增长

分渠道看：

(1) 2020年公司经销渠道收入14.1亿元(+8.6%)，毛利率35.4%(+1.0pct)，其中2020Q4经销渠道收入5.3亿元(+19.3%)，毛利率36.5%(+0.9pct)。2020年公司经销渠道收入增长较快，2020年下半年国内疫情恢复，Q4经销渠道继续回暖，收入同比增长19.3%，毛利率提升0.9pct。

(2) 2020年公司工程渠道收入8.9亿元(+76.8%)，毛利率18.5%(-1.4pct)，其中2020Q4工程渠道收入3.9亿元(+116.03%)，毛利率18.8%(-4.2pct)。报告期内，公司大宗橱柜继续快速增长，并积极加快衣柜、木

门、厨电等新品类在精装市场的拓展。

- (3) 2020年直营渠道收入1.9亿元(-19.5%)，毛利率65.8%(-5.3pct)，其中2020Q4直营渠道收入0.7亿元(-22.8%)，毛利率67.1%(-4.3pct)。公司直营渠道收入有所下滑，主要由于部分区域由直销转为经销。

表2: 2020年公司大宗业务快速增长, Q4经销收入提升较快

	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1-Q3	2020Q4
经销收入	6.85	9.73	11.53	12.98	14.09	8.83	5.26
YOY	46.52%	41.92%	18.57%	12.53%	8.58%	3.05%	19.31%
毛利率	37.60%	36.80%	36.71%	34.43%	35.42%	34.77%	36.51%
大宗收入	0.73	1.24	2.03	5.05	8.93	5.01	3.92
YOY	65.91%	70.46%	63.68%	149.31%	76.84%	54.82%	116.03%
毛利率	26.32%	23.10%	11.00%	19.95%	18.54%	18.37%	18.76%
直营收入	2.92	2.69	2.68	2.37	1.91	1.24	0.67
YOY	16.00%	-7.66%	-0.65%	-11.45%	-19.48%	-17.59%	-22.78%
毛利率	61.78%	62.90%	66.20%	71.09%	65.77%	65.04%	67.13%

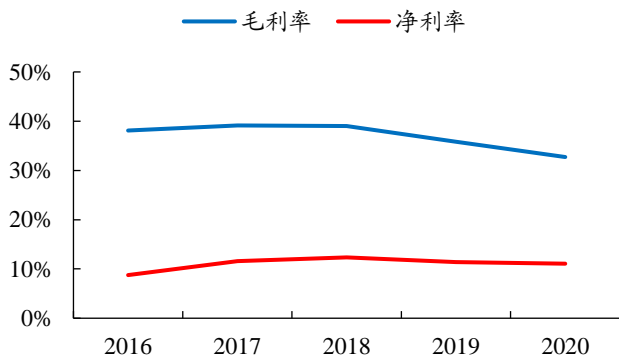
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、盈利能力: 加强费用管控, 净利率水平保持平稳

2020年, 公司整体毛利率为32.7%(-3.1pct), 2020Q4, 公司毛利率为32.7%, 同比(4.6pct), 主要系毛利率较低的大宗业务快速提升。但公司大宗业务毛利率较低, 主要系代理商模式差异, 因此反映到最终的净利率上, 依然保持平稳。2020年净利率为11.1%, 同比下降0.32pct。公司2020年期间费用率21.7%, 同比下降2.9pct。

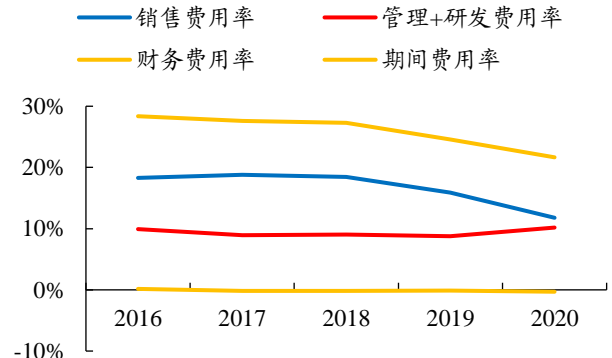
- (1) 销售费用率为11.8%, 同比下降4.1pct, 主要系受疫情影响, 公司对户外广告费用有所减少。
- (2) 管理费用率为10.2%, 同比增长1.4pct, 主要系股权激励费用摊销和孵化新品类导致管理成本上升。
- (3) 研发费用率为5.1%, 同比增长0.2pct, 公司加大新品类研发的投入。
- (4) 财务费用率为-0.3%, 同比下降0.2pct, 主要系利息收入增加。

图5: 2020年公司毛利率下滑, 净利率水平保持稳定



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 2020年公司期间费用率有所下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3、运营情况：现金流水平提升较快，预收账款增速放缓

#### (1) 公司经营性现金流净额大幅提升

2020 年公司经营性现金流净额达 6.7 亿元，同比增长 67%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金达 30.91 亿元，同比增长 26%。公司在大力发展大宗业务过程中持续优化客户结构，同时公司不断强化各项费用支出管控，保持稳定健康的现金流。

表3: 公司经营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）	4.02	6.73	67%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	24.49	30.91	26%
经营活动现金流入小计（单位：亿元）	25.21	31.92	27%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	21.19	25.19	19%

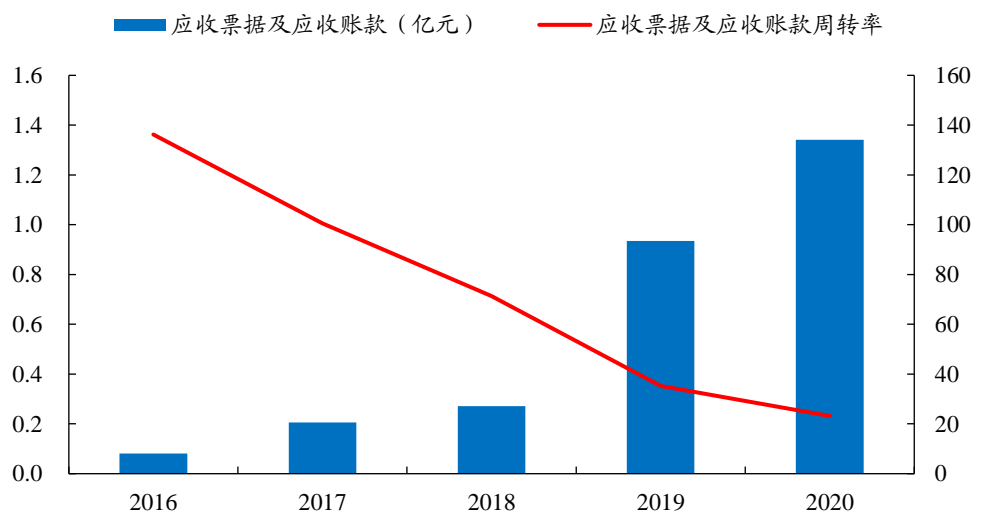
数据来源：公司公告、开源证券研究所

#### (2) 应收票据及应收账款周转率有所下滑，预收账款高增

2020 年公司应收票据及应收账款周转率为 23.19 次，同比有所下滑，主要由于大宗业务占比提高较快，但仍处于良性水平。

2020 年末公司预收账款存量 4 亿元，同比增长 39%。

图7: 2020 年公司应收票据及应收账款周转率平稳



数据来源：公司公告、开源证券研究所



#### 4、开店情况：Q4 净开店加速

公司厨柜门店保持门店数量的稳定增长，衣柜、木门门店快速扩张。

2020 年末厨柜门店 1585 家，2020 年净开店 26 家，2020Q4 净开店 16 家。

2020 年末衣柜门店 722 家，2020 年净开店 202 家，2020Q4 净开店 99 家。

2020 年末木门门店 181 家，2020 年净开店 118 家，2020Q4 净开店 42 家。

2020 年末桔家云整装门店 5 家，2020 年净开店 3 家，2020Q4 净开店 3 家。

公司直销店均为厨柜店，2019 年直销店 49 家，由于部分区域直销转为经销，2020 年公司直销店为 31 家。

**表4: 厨柜门店稳定扩张，衣柜、木门数量快速增加**

	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q4 净开
厨柜门店（包含直销门店）	777	1130	1413	1559	1585	16
衣柜门店	29	120	337	520	722	99
木门门店	\	\	9	63	181	42
桔家云整装	\	\	\	2	5	3
直销店	\	\	\	49	31	\

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 2020 年收入 26.4 亿元 (+24.2%)，归母净利润 2.9 亿元 (+20.7%)，扣非后净利润 2.4 亿元 (+20.0%)。考虑到 2021 年行业整体增速超出预期以及公司衣柜+大宗持续放量，上调盈利预测，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润 3.86/4.69/5.74 亿元（2021-2022 年原为 3.65/4.54 亿元），对应 EPS 为 3.73/4.55/5.56 元，当前股价对应 PE 为 19.5/16.0/13.1 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>	1528	1884	2537	2646	3513
现金	662	468	986	965	1648
应收票据及应收账款	93	134	165	203	246
其他应收款	13	16	22	24	33
预付账款	23	54	46	77	74
存货	243	299	404	464	599
其他流动资产	494	913	913	913	913
<b>非流动资产</b>	1148	1602	1852	2084	2378
长期投资	4	3	2	1	-0
固定资产	660	865	1135	1378	1655
无形资产	124	125	134	145	154
其他非流动资产	360	609	580	560	568
<b>资产总计</b>	2676	3486	4389	4730	5891
<b>流动负债</b>	1103	1589	2189	2182	2891
短期借款	55	133	133	133	133
应付票据及应付账款	571	781	973	1191	1458
其他流动负债	477	676	1083	858	1300
<b>非流动负债</b>	360	63	74	84	97
长期借款	323	0	11	21	35
其他非流动负债	37	63	63	63	63
<b>负债合计</b>	1462	1652	2263	2266	2988
少数股东权益	3	8	7	6	5
股本	67	103	145	145	145
资本公积	458	829	788	788	788
留存收益	680	912	1180	1509	1915
<b>归属母公司股东权益</b>	1211	1826	2118	2458	2898
负债和股东权益	2676	3486	4389	4730	5891

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	402	673	897	390	1151
净利润	242	291	385	468	572
折旧摊销	65	75	81	102	107
财务费用	-3	-8	-15	-22	-32
投资损失	-12	-23	-15	-18	-17
营运资金变动	92	291	461	-141	521
其他经营现金流	17	47	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-479	-872	-316	-316	-385
资本支出	261	488	251	233	295
长期投资	-219	-390	1	1	1
其他投资现金流	-437	-774	-64	-83	-88
<b>筹资活动现金流</b>	348	42	-64	-95	-83
短期借款	55	78	0	0	0
长期借款	323	-323	11	10	13
普通股增加	-0	36	41	0	0
资本公积增加	-20	371	-41	0	0
其他筹资现金流	-10	-121	-75	-105	-97
<b>现金净增加额</b>	271	-156	518	-21	683

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2125	2640	3463	4267	5217
营业成本	1364	1776	2304	2843	3481
营业税金及附加	15	17	22	27	33
营业费用	338	311	416	508	621
管理费用	82	135	156	181	219
研发费用	104	134	163	218	266
财务费用	-3	-8	-15	-22	-32
资产减值损失	-2	-2	0	0	0
其他收益	38	39	0	0	0
公允价值变动收益	2	-2	-0	-0	-0
投资净收益	12	23	15	18	17
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	274	327	433	529	647
营业外收入	2	5	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	275	331	435	531	649
所得税	33	39	50	63	77
<b>净利润</b>	242	291	385	468	572
少数股东损益	-0	-1	-1	-1	-1
<b>归母净利润</b>	242	293	386	469	574
EBITDA	345	400	502	613	726
EPS(元)	2.35	2.83	3.73	4.55	5.56

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	24.9	24.2	31.2	23.2	22.3
营业利润(%)	15.0	19.6	32.3	22.3	22.1
归属于母公司净利润(%)	15.4	20.7	31.8	21.7	22.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.8	32.7	33.5	33.4	33.3
净利率(%)	11.4	11.1	11.1	11.0	11.0
ROE(%)	19.9	15.9	18.1	19.0	19.7
ROIC(%)	15.4	14.4	16.3	17.0	17.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.6	47.4	51.6	47.9	50.7
净负债比率(%)	-22.3	-16.7	-38.1	-31.5	-49.6
流动比率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	35.2	23.2	23.2	23.2	23.2
应付账款周转率	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.35	2.83	3.73	4.55	5.56
每股经营现金流(最新摊薄)	3.89	6.52	8.69	3.78	11.15
每股净资产(最新摊薄)	11.13	17.68	20.52	23.80	28.06
<b>估值比率</b>					
P/E	31.0	25.7	19.5	16.0	13.1
P/B	6.5	4.1	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	28.4	23.3	17.6	14.5	11.3

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