

索菲亚(002572)

点评报告

行业公司研究
一家具行业

证券研究报告

全渠道+多品类布局收获成效

——索菲亚点评报告

✎ 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

公司发布 20 年报&21Q1 预告：

(1) 20 全年实现营收 83.53 亿元 (+8.67%)，归母净利 11.92 亿元 (+10.66%)，扣非净利润 10.5 亿元 (+8.11%)，非经常性损益 1.43 亿，主要包括投资收益 1.56 亿元、政府补助 0.35 亿元等；其中 Q4 单季度实现营收 32.59 亿元 (+37.23%)，归母净利 4.95 亿元 (+38.49%)，扣非净利润 4.66 亿元 (+39.6%)，增长环比 Q3 显著提速 (Q3 收入+17%、扣非利润+28%)。

(2) 同时公司发布 21Q1 业绩预告，预计 21Q1 实现营收 16.03-18.32 亿，同比 19Q1 增长 35.3-54.6%，中位数为+45%；实现归母净利 1.05-1.3 亿，同比 19Q1 变动区间为-1.8%至+21.6%，中位数为 10%；实现扣非归母净利 0.79 亿-1.05 亿，同比+7-32%，中位数为 20%。21Q1 公司收入增长景气延续，利润增速慢于收入预计系 Q1 为支持米兰纳/整装等新业务扩张、人员费用增加较多，同时 20 年成都智能制造项目转固后带来较多折旧等所致。

投资要点

□ 衣柜客单价增势较好，渠道向四五线下沉

期内衣柜及配件(口径变化,家具家品并入其中)实现营收 67.02 亿元(+1.46%)，其中 20H1/20H2 增速分别为-18.41%/+27.44%，下半年恢复良好，毛利率 40.44% (+1.55pct)，主要得益于高客单价、高毛利产品销售占比提升，康纯板订单占比由 20 年初的 26.2%提升到 66% (客户占比由 44%提升至 74%)，衣柜客单价同比增长 13%至 13095 元/单。期末专卖店数量 2719 家，我们估计大家居门店达到 400 家 (20H1 为 303 家)。同时公司期内加速渠道下沉，省会/地级/四五线城市门店数占比分别为 14%/22%/64% (较期初-4pct/-6pct/+10pct)，贡献收入占比分别为 30%/27%/43% (较期初-2pct/-5pct/+7pct)。20 年因一二线城市受疫情影响更大、大宗衣柜的拉动不明显公司衣柜业务增速较慢，但 21 年伴随新渠道和新品牌顺利导入、贡献增量，看好衣柜业务稳健增长。

□ 大宗拉动厨柜、木门业务高速增长，多品类融合顺利

(1) 司米厨柜业务：期内实现营收 12.11 亿元 (+42.26%)，净利润 2786 万 (+19%)；其中 20H1/H2 营收分别-18.45%/+77.36%，毛利率 22.67% (-5.87pct)，主要系大宗占比提升。期末司米厨柜拥有专卖店 1108 家 (较期初增加 263 家)，其零售渠道在一二三线城市已与衣柜实现 90% 匹配，其余城市匹配率近 45%。21 年公司计划新开 100 家司米厨柜独立店。

(2) 木门业务：期内实现营收 2.92 亿元 (+55.36%)，毛利率 14.57% (-1.28pct) 其中 20H1/H2 分别+9.93/+89.59%。索菲亚木门重点跟随索菲亚定制柜开大店、

评级

买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥ 35.15

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
4Q/2020	0.56
3Q/2020	0.40
2Q/2020	0.41
1Q/2020	-0.03



公司简介

公司是定制家居行业的龙头企业之一，主要经营定制衣柜及全屋配套定制家具的研发、生产和销售

相关报告

- 1 《【浙商轻工】索菲亚：Q4 表现超预期，看好 21 年全渠道多品牌战略发力》 2021.01.28
- 2 《【浙商轻工】索菲亚：经销改革收获成效，Q3 扣非利润增长超预期》 2020.10.30
- 3 《【浙商轻工】索菲亚：Q2 盈利能力提升，环比改善趋势明确》 2020.08.31

报告撰写人：史凡可、马莉

联系人：傅嘉成

推进融入店,期末融入店逾 631 家(较期初增加约 161 家)、独立店 339 家(较期初增加 112 家);华鹤品牌定制木门门店逾 243 家(较期初增加 90 家)。木门与索菲亚柜类的花色匹配率达到 70%,系列匹配率达到 73.3%。

□ **全渠道策略持续推进,米兰纳性价比品牌扬帆起航,事业部机制明确分工**
2021 年公司深化“全渠道+多品牌+全品类”的集团战略,达成索菲亚集团百亿销售目标。并执行事业部管理机制,成立了索菲亚柜类定制事业部、司米橱柜事业部、木门事业部、工程事业部、直营整装事业部、米兰纳事业部六大事业部。分渠道来看:

(1) **传统经销渠道:** 公司 19 年开始对经销商体系进行大刀阔斧的管理变革,通过千分制精细化考核积极引入高潜力、高成长性的经销商,并持续进行店面投入和升级,加快新产品上样,升级终端店面形象,提升消费者体验,21 年预计经销商优化淘汰尾部不少于 5%的经销商。疫情背景下中小品牌加速出清,公司渠道梳理完毕后加大扩张力度,有望收割市场份额。

(2) **大宗渠道:** 期内公司大宗渠道(含衣柜、橱柜、木门及其他)实现营收约 15.04 亿元(+99%),其中 20Q3/20Q4 增速分别为 71%/210%,占主营业务收入 18%(+5.8pct),其中橱柜、木门业务实现高速增长。21 年公司将持续绑定头部地产客户分享精装红利,且重点开拓橱柜和木门的大宗业务贡献增量。

(3) **整装渠道:** 全年完成 500 家整装企业签约计划(含直营直签和经销商直签),并实现销售额 7417.31 万元。2021 年的经营策略为控制招商数量、控制客户质量,深度挖掘存量客户的放量,21 年公司制定整装渠道收入目标为 5 亿。

(4) **推出米兰纳定制家居:** 20Q4 公司针对年轻消费群体推出互联网轻时尚品牌,2021 年开始独立招商,全年目标 350 家店,实现一线城市 100%覆盖、二线城市 70%覆盖以及部分优秀三线城市有取舍的覆盖。同时米兰纳作为互联网品牌将更加侧重新零售渠道布局,包括深耕社区合伙人、会员合伙人、电商、整装和工程渠道。21 年公司制定米兰纳品牌收入目标为 1 亿。

□ **毛利率、费用率同步下降,预收款增长保障 21Q1 业绩**

盈利能力: 2020A 综合毛利率 36.56%(-0.77pct);期间费用率 19.39%(-1pct),其中销售费用率 9.17%(-0.79pct),管理+研发费用率 9.80%(-0.3pct),研发费用率 2.48%(+0.07pct),财务费用率 0.42%(+0.09pct)。综合来看,2020 年公司归母净利率 14.27%(+0.25pct)。

营运能力: 期末公司账上预收款 7.93 亿(同比+2.49 亿),且环比 Q3 的 7.37 亿继续上行,保障公司 21Q1 零售业务增长;应收账款及票据 17.84 亿,较 19A 增加 7.43 亿,主要系大宗业务增长较快,应收账款周转天数较去年同期增加 7.29 天至 33.06 天。综合来看,期内公司经营性现金流净额 11.45 亿(-12%)。

□ **盈利预测及估值**

20 年公司“全渠道+多品牌+全品类”布局收获成效,21 年增长动能更为充沛,持续看好长期成长。我们预计 21-23 年分别实现营收 100.49/118.07/137.38 亿,同增 20.31%/17.49%/16.36%;归母净利 14/16.64/19.62 亿,同增 17.45%/18.83%/17.89%,当前股价对应 PE 为 22.90X/19.27X/16.35X,维持“买入”评级。

□ **风险提示:** 渠道拓展不达预期,房地产调控超预期

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	8352.83	10049.10	11806.58	13737.90
(+/-)	8.67%	20.31%	17.49%	16.36%
净利润	1192.25	1400.27	1663.95	1961.67
(+/-)	11.23%	17.45%	18.83%	17.89%
每股收益 (元)	1.31	1.53	1.82	2.15
P/E	26.90	22.90	19.27	16.35

图 1: 索菲亚季度财务数据一览

单位: 百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业总收入	1,243.04	1,744.91	2,117.93	2,205.02	1,184.93	1,957.46	2,169.16	2,374.52	763.39	1,791.46	2,539.40	3,258.58
YOY	30.32%	13.78%	20.10%	15.42%	-4.67%	12.18%	2.42%	7.69%	-35.58%	-8.48%	17.07%	37.23%
归母净利润	103.08	265.87	322.85	267.28	106.89	284.05	328.90	357.59	-16.55	359.23	354.36	495.21
YOY	33.48%	22.50%	14.70%	-19.26%	3.69%	6.84%	1.87%	33.79%	-115.48%	26.46%	7.74%	38.49%
扣非归母净利润	97.23	249.73	320.42	249.54	79.42	268.89	289.11	333.50	(65.49)	278.61	370.94	465.55
YOY	36.46%	18.69%	18.94%	-23.29%	-18.32%	7.67%	-9.77%	33.65%	-182.46%	3.61%	28.30%	39.60%
毛利率	34.75%	39.76%	38.16%	36.87%	34.39%	38.02%	38.11%	37.50%	30.87%	40.30%	38.65%	34.21%
期间费用率	24.41%	20.42%	18.32%	19.64%	26.28%	20.07%	20.14%	17.95%	40.74%	19.83%	18.88%	14.56%
其中: 销售费用	138.63	164.54	198.84	198.32	151.38	193.90	215.28	204.73	111.81	193.38	247.38	213.79
销售费用率	11.15%	9.43%	9.39%	8.99%	12.78%	9.91%	9.92%	8.62%	14.65%	10.79%	9.74%	6.56%
其中: 管理费用	160.70	189.20	152.63	173.01	119.67	145.63	166.63	159.42	158.91	101.34	162.13	188.98
研发费用	0.00	0.00	35.28	46.19	33.55	46.13	49.07	56.37	34.85	50.49	58.71	62.97
管理+研发费用率	12.93%	10.84%	8.87%	9.94%	12.93%	9.80%	9.94%	9.09%	25.38%	8.48%	8.70%	7.73%
其中: 财务费用	4.07	2.63	1.25	15.45	6.80	7.17	5.88	5.66	5.47	10.06	11.13	8.59
财务费用率	0.33%	0.15%	0.06%	0.70%	0.57%	0.37%	0.27%	0.24%	0.72%	0.56%	0.44%	0.26%
归母净利率	8.29%	15.24%	15.24%	12.12%	9.02%	14.51%	15.16%	15.06%	-2.17%	20.05%	13.95%	15.20%
存货	293.81	323.22	348.73	302.89	310.90	312.55	346.01	338.85	398.90	527.33	608.66	492.75
较上年同期增减	37.59	35.28	58.66	15.98	17.09	-10.67	-2.72	35.96	88.00	214.78	262.65	153.90
应收账款	0.00	11.45	125.92	189.52	205.55	298.51	331.47	346.93	413.20	552.75	600.65	943.64
较上年同期增减	-0.10	10.75	125.92	189.52	205.55	287.06	205.54	157.41	207.65	254.24	269.18	596.71
应付账款	290.33	405.74	428.56	406.57	462.14	523.04	548.37	693.64	584.35	517.33	465.73	840.46
较上年同期增减	171.87	271.18	248.17	182.83	171.81	117.31	119.81	287.06	122.21	-5.72	-82.64	146.82
应付账款及应付票据	489.10	621.52	567.26	671.73	487.42	702.24	648.38	835.14	613.13	841.80	1012.52	1315.42
较上年同期增减	150.21	141.04	43.79	119.67	-1.68	80.72	81.11	163.41	125.71	139.56	364.15	480.28
预收账款	369.54	531.43	507.71	534.78	398.72	510.16	591.35	543.99	0.00	0.00	0.00	793.20
较上年同期增减	-5.29	79.98	37.52	48.91	29.19	-21.26	83.64	9.21	-398.72	-510.16	-591.35	249.21
经营性现金流净额	-249.95	582.28	184.32	583.15	-418.99	646.81	375.36	698.06	-619.91	520.90	579.43	664.63
较上年同期增减	-79.89	-4.04	-256.90	197.95	-169.04	64.53	191.03	114.91	-200.91	-125.91	204.07	-33.43
筹资性现金流净额	-17.15	-460.28	31.60	15.06	231.52	-468.22	-213.06	-288.97	470.77	-493.88	211.81	267.13
较上年同期增减	-127.48	-302.85	-148.08	19.29	248.67	-7.94	-244.66	-304.03	239.25	-25.66	424.86	556.09
资本开支	193.81	263.83	228.15	49.55	294.61	132.51	131.98	127.12	111.93	108.48	113.83	112.31
较上年同期增减	1.42	-217.91	-98.98	-88.50	100.80	-131.32	-96.18	77.57	-182.68	-24.02	-18.15	-14.81
ROE	2.28%	5.91%	7.05%	5.59%	2.30%	6.16%	6.69%	6.79%	-0.30%	6.72%	6.52%	8.45%
YOY (±)	0.31%	0.37%	0.02%	-2.10%	0.02%	0.24%	-0.36%	1.21%	-2.60%	0.56%	-0.18%	1.65%
资产负债率	26.09%	30.26%	27.43%	31.41%	35.08%	33.10%	30.80%	30.35%	30.20%	34.04%	35.84%	39.07%
YOY (±)	3.13%	0.88%	-3.71%	1.02%	8.99%	2.84%	3.37%	-1.06%	-4.88%	0.94%	5.04%	8.72%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 2: 索菲亚 21Q1 预告区间

单位: 百万元	19Q1	21Q1下限	21Q1上限	增速中位数
收入	1184.9	1603.1	1832.1	45%
利润	106.89	105	130	10%
扣非利润	79.42	85	105	20%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 3: 索菲亚收入结构一览(单位: 百万元)

	19Q1	19Q2	19H1	19Q3	19Q1-Q3	19Q4	19H2	19A	20Q1	20Q2	20H1	20Q3	20Q4	20H2	20A
衣柜及配件(索菲亚)															
收入(百万元)	976.55	1571.86	2548.41	1744.40	4292.80	1882.70	3627.09	6175.50	659.57	1419.67	2079.24			4622.54	6701.78
YOY	-7.11%	9.55%	2.50%	-1.71%	0.75%	4.61%	1.47%	1.90%	-32.46%	-9.68%	-18.41%			27.44%	1.46%
占比	82.41%	80.30%	81.10%	80.42%	80.82%	79.29%	79.83%	80.35%	86.40%	79.25%	81.38%			79.73%	80.23%
大凉渠道	98.53	189.59	288.12	182.80	470.92	284.34	467.14	755.26			309.90	313.12	880.97	1194.10	1504.00
YOY			27%	18%	23%	178.65%	82%	56%			8%	71%	209.83%	156%	99%
占比	10.09%	12.06%	11.31%	10.48%	10.97%	15.10%	12.88%	12.23%			12.23%	12.23%	27.04%	12.23%	18.08%
零售渠道	878.02	1382.27	2260.29	1561.60	3821.88	1598.35	3159.95	5420.24			1769.34			3428.44	5197.78
YOY	-17%	-3%	0.08%	-3.62%	-1.46%	-5.85%	-5%	-3%			-21.72%			8.50%	-4%
占比	90%	88%	89%	90%	89%	84.90%	87%	149%			49%			95%	79%
门店数量	2659	2646	2646	2642	2642	2717	2717	2717			2895			3119	3119
其中: 大家居店	137	176	176	191	191	216	216	216			303			400	400
单店收入(万元/家)	33.02	52.24	85.42	59.11	144.66	58.83	116.30	199.49			61.12			105.53	166.65
YOY	-20.53%	-1.13%	-9.68%	-9.93%	-7.92%	-9.91%	-8.86%	-6.99%			-28.45%			-9.26%	-16.46%
客单价(万)	9.02	14.30	23.32	14.70	38.02	15.25	29.95	53.27			16.87			34.31	51.18
客单价(元/件)	10825	10990	10926	11870	11291	12342	12111	11592			12324			771	13095
毛利率			39.95%		40.60%	40.24%	40.87%	40.49%			41.26%			40.07%	40.44%
厨柜及厨配件(司米)															
收入(百万元)	108.35	203.42	311.77	238.51	550.28	300.93	539.44	851.21	84.54	169.69	254.24			956.76	1211.00
YOY	12.98%	12.01%	12.35%	11.89%	12.81%	38.14%	25.16%	20.14%	-21.97%	-16.58%	-18.45%			77.36%	42.27%
占比	9.14%	10.39%	9.92%	11.00%	10.36%	12.67%	11.87%	11.07%	11.07%	9.47%	9.95%			16.50%	14.50%
门店数量	822	837	837	814	814	845	845	845			1055			1108	1108
单店收入(万元/家)	13.18	24.30	37.25	29.30	67.60	35.61	63.84	100.73			24.10			86.35	109.30
YOY	0.34%	2.51%	2.82%	12.99%	13.25%	34.38%	21.75%	16.87%			-35.30%			35.26%	8.50%
毛利率			27.57%		28.35%		29.10%	28.54%			23.19%			22.53%	22.67%
木门业务															
收入(百万元)	28.38	52.13	80.51	53.87	134.38	53.46	107.33	187.84	18.66	69.85	88.51			203.49	292.00
YOY	36.12%	33.12%	34.16%	12.89%	25.74%	5.99%	9.34%	18.76%	-34.26%	33.99%	9.93%			89.59%	55.36%
占比	2.40%	2.66%	2.56%	2.48%	2.53%	2.25%	2.36%	2.44%	-2.44%	3.80%	3.46%			3.51%	3.50%
门店数量	304	299	299	305	305	390	390	390			387			582	582
单店收入(万元/家)	9.34	17.43	26.93	17.66	44.06	13.71	27.52	48.16			22.87			34.96	50.17
YOY	27.61%	41.13%	42.24%	14.74%	26.78%	-21.73%	-19.25%	-12.30%			-15.06%			27.05%	4.17%
毛利率			8.3	10.5	18.8		21.5	29.8						42.5	42.5
毛利率			10.29%		13.96%		20.02%	15.85%			9.39%			16.82%	14.57%
家具单品															
收入(百万元)	61.51	118.95	180.46	124.42	304.88	124.83	249.25	429.71	25.59	90.26	115.85			-	-
YOY	-10.91%	48.78%	21.13%	34.48%	26.24%	36.20%	35.33%	28.98%	-58.39%	-24.13%	-35.80%			-	-
占比	5.19%	6.08%	5.74%	5.74%	5.74%	5.26%	5.49%	5.59%	3.88%	5.04%	4.53%			-	-
毛利率			14.28%		14.00%		17.21%	15.98%			23.14%			-	-

注: 大家居店中包含一定数量的厨柜, 木门; 20年大家居400家门店为假设数

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	6022	6328	8377	10649	营业收入	8353	10049	11807	13738
现金	2557	3077	4264	6298	营业成本	5299	6419	7519	8716
交易性金融资产	959	745	993	899	营业税金及附加	69	83	97	113
应收账款	1784	1442	1938	2387	营业费用	766	920	1069	1244
其它应收款	98	72	95	123	管理费用	611	696	824	945
预付账款	54	68	72	88	研发费用	207	251	295	343
存货	493	363	639	523	财务费用	35	26	29	29
其他	76	562	376	331	资产减值损失	(22)	5	5	5
非流动资产	4846	4732	4919	5122	公允价值变动损益	91	60	60	60
金额资产类	0	105	35	46	投资净收益	66	66	66	66
长期投资	40	27	35	34	其他经营收益	36	0	0	0
固定资产	3101	3264	3441	3601	营业利润	1525	1784	2104	2479
无形资产	557	549	525	512	营业外收支	(4)	(4)	(3)	(4)
在建工程	215	252	282	305	利润总额	1521	1781	2101	2475
其他	934	535	601	623	所得税	297	349	405	482
资产总计	10868	11061	13296	15771	净利润	1224	1432	1696	1993
流动负债	4036	2809	3345	3825	少数股东损益	32	32	32	32
短期借款	980	0	0	0	归属母公司净利润	1192	1400	1664	1962
应付款项	1315	1217	1532	1864	EBITDA	1912	2045	2407	2820
预收账款	0	482	467	401	EPS (最新摊薄)	1.31	1.53	1.82	2.15
其他	1741	1110	1345	1560	主要财务比率				
非流动负债	210	197	201	203		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	96	96	96	96	成长能力				
其他	113	101	105	106	营业收入	8.67%	20.31%	17.49%	16.36%
负债合计	4246	3006	3546	4027	营业利润	13.58%	17.00%	17.95%	17.79%
少数股东权益	499	531	563	595	归属母公司净利润	11.23%	17.45%	18.83%	17.89%
归属母公司股东权益	6123	7523	9187	11149	获利能力				
负债和股东权益	10868	11061	13296	15771	毛利率	36.56%	36.12%	36.32%	36.56%
					净利率	14.65%	14.25%	14.36%	14.51%
					ROE	19.03%	19.08%	18.69%	18.25%
					ROIC	17.11%	18.38%	18.06%	17.69%
					偿债能力				
					资产负债率	39.07%	27.18%	26.67%	25.54%
					净负债比率	27.08%	6.31%	5.51%	4.59%
					流动比率	1.49	2.25	2.50	2.78
					速动比率	1.37	2.12	2.31	2.65
					营运能力				
					总资产周转率	0.86	0.92	0.97	0.95
					应收账款周转率	10.89	12.06	12.43	11.80
					应付账款周转率	5.56	5.72	6.04	5.76
					每股指标(元)				
					每股收益	1.31	1.53	1.82	2.15
					每股经营现金	1.26	1.89	1.93	2.60
					每股净资产	6.71	8.25	10.07	12.22
					估值比率				
					P/E	26.90	22.90	19.27	16.35
					P/B	5.24	4.26	3.49	2.88
					EV/EBITDA	11.38	14.17	11.45	9.10

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>