

## 欧派家居 (603833.SH) 2020 年充分展现龙头地位, 大家居优势突出

2021 年 04 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	2021/4/22
当前股价(元)	161.00
一年最高最低(元)	174.38/84.50
总市值(亿元)	969.76
流通市值(亿元)	969.76
总股本(亿股)	6.02
流通股本(亿股)	6.02
近 3 个月换手率(%)	24.69

### ● 2020 年充分展现龙头地位, 大家居优势突出, 维持“买入”评级

2020 年, 公司收入 147.4 亿元(+8.9%), 归母净利润 20.6 亿元(+12.1%), 扣非后净利润 19.4 亿元(+15.1%)。2020Q4, 公司收入 50.1 亿元(+25.3%), 归母净利润 6.1 亿元(+32.8%), 扣非后净利润 5.5 亿元(+40.6%)。行业复苏超出市场预期, 上调 2021-2022 年盈利预测, 新增 2023 年盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 25.84/31.83/37.60 亿元 (2021-2022 年原为 25.81/30.40 亿元), 对应 EPS 为 4.29/5.28/6.24 元, 当前股价对应 PE 为 37.5/30.5/25.8 倍, 维持“买入”评级。

### ● 分品类看: 橱柜显著回暖, 衣柜稳步增长, 全品类协同效应显现

橱柜/衣柜/木门/卫浴 2020 年分别实现收入 60.6 亿元 (-2.1%) /57.7 亿元 (+11.7%) /7.7 亿元 (+29.1%) /7.4 亿元 (+18.5%), 2020Q4 分别实现收入 19.3 亿元 (+13.8%) /19.6 亿元 (+18.0%) /2.9 亿元 (+55.2%) /2.4 亿元 (+29.3%)。公司橱柜业务显著回暖, 衣柜在基数已较高的情况下依然稳健增长, 卫浴、木门的协同效应显现。

### ● 分渠道: 2020Q4 经销渠道增速显著提升, 大宗继续稳健增长

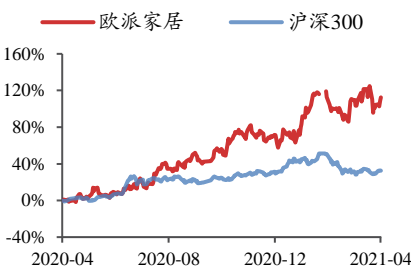
经销渠道 2020 年收入 111.8 亿元 (+6.0%), 毛利率 34.1% (-0.9pct), 其中 2020Q4 收入 37.8 亿元 (+20.7%)。2020Q4 经销回暖的同时整装和拎包入住等渠道多元化带来增量。工程渠道 2020 年收入 26.8 亿元 (+24.0%), 毛利率 32.7% (-1.9pct), 其中 2020Q4 收入 8.5 亿元 (+38.3%)。2020 年, 公司大宗业务收入占比达 18.2%。

### ● 控费力度提升带来扣非净利率提升, 经营性现金流大幅改善

2020 年, 公司整体毛利率为 35.01%, 同比下降 0.8pct。分产品看, 毛利率下降主要系其他配套产品的毛利率下滑 (全年收入占比 7.9%, 毛利率同比下降 8.3pct)。分渠道看, 经销渠道和工程渠道毛利率均有一定程度的下滑, 在一定程度上受到运输费用口径调整影响。但受益于控费力度提升, 公司净利率同比提升。2020 年, 公司净利率为 14.0%, 同比增长 0.4pct, 扣非净利率为 13.1%, 同比增长 0.7pct。此外, 2020 年公司经营性现金流净流入 38.89 亿元, 同比增长 80.4%。

### ● 风险提示: 竣工数据和终端需求回暖不及预期; 整装拓展速度放缓

### 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-2020 年业绩报告符合预期, 龙头优势持续提升》- 2021.1.25

《公司信息更新报告-经销渠道回暖显著超预期, 盈利能力提升》- 2020.10.30

《公司信息更新报告-2020Q2 衣柜和大宗快速回暖, 整装渠道发展亮眼》- 2020.8.28

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,533	14,740	17,722	21,046	24,769
YOY(%)	17.6	8.9	20.2	18.8	17.7
归母净利润(百万元)	1,839	2,063	2,584	3,183	3,760
YOY(%)	17.0	12.1	25.3	23.1	18.2
毛利率(%)	35.8	35.0	35.5	35.7	35.7
净利率(%)	13.6	14.0	14.6	15.1	15.2
ROE(%)	19.2	17.3	17.8	18.4	18.2
EPS(摊薄/元)	3.05	3.42	4.29	5.28	6.24
P/E(倍)	52.7	47.0	37.5	30.5	25.8
P/B(倍)	10.5	8.2	6.7	5.7	4.7

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 2020 年充分展现龙头地位，大家居优势突出 .....	3
1.1、 分品类：橱柜显著回暖，衣柜稳步增长，全品类协同效应显现 .....	3
1.2、 分渠道：2020Q4 经销渠道增速显著提升，大宗继续稳健增长 .....	4
2、 盈利能力：控费力度提升带来扣非净利率提升 .....	5
3、 运营情况：经营性现金流大幅改善 .....	5
4、 开店情况：各品类门店数均正增长，木门、整装拓展较快 .....	7
5、 公司打造完善品牌矩阵，欧铂丽继续稳健发展 .....	7
6、 盈利预测与投资建议 .....	8
7、 风险提示 .....	8
附：财务预测摘要 .....	9

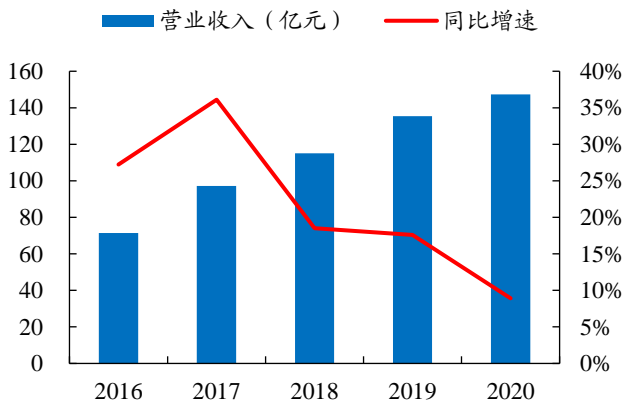
## 图表目录

图 1： 2020 年公司收入同比增长 8.9% .....	3
图 2： 2020Q4 公司收入同比增长 25.3% .....	3
图 3： 2020 年公司归母净利润同比增长 12.1% .....	3
图 4： 2020Q4 公司归母净利润同比增长 15.1% .....	3
图 5： 2019 年公司控费效果突出 .....	5
图 6： 公司净利率保持平稳 .....	5
图 7： 工程渠道占比提升，应收账款周转率有所下降 .....	6
图 8： 2020 年末，公司预收账款/合同负债同比增长 32.1% .....	6
图 9： 2020 年，橱柜和衣柜 A 级城市门店占比提升 .....	7
图 10： 2019 年，橱柜和衣柜 A 级城市门店占比相对高 .....	7
图 11： 公司打造完善的品牌矩阵 .....	8
图 12： 2020 年欧铂丽收入快速增长 .....	8
图 13： 2020 年欧铂丽毛利率继续提升 .....	8
表 1： 2020Q4 橱柜回暖，衣柜、卫浴、木门增速均环比继续提升 .....	4
表 2： 2020Q4 经销和大宗渠道显著回暖 .....	4
表 3： 2020 年公司经营性现金流同比大幅改善 .....	6
表 4： 2020 年橱柜、木门经销门店净增加，衣柜、欧铂丽和卫浴门店净减少 .....	7

## 1、2020 年充分展现龙头地位，大家居优势突出

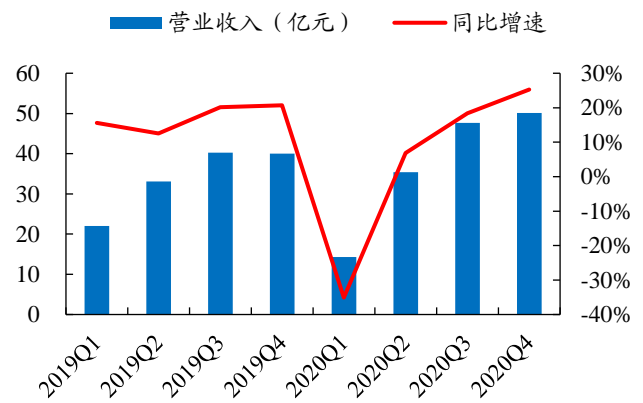
2020 年，公司收入 147.4 亿元，同比增长 8.9%，归母净利润 20.6 亿元，同比增长 12.1%，扣非后归母净利润 19.4 亿元，同比增长 15.1%。2020Q4，公司收入 50.1 亿元，同比增长 25.3%，归母净利润 6.1 亿元，同比增长 32.8%，扣非后归母净利润 5.5 亿元，同比增长 40.6%。全年来看，公司收入增速逐季回暖。

图1：2020 年公司收入同比增长 8.9%



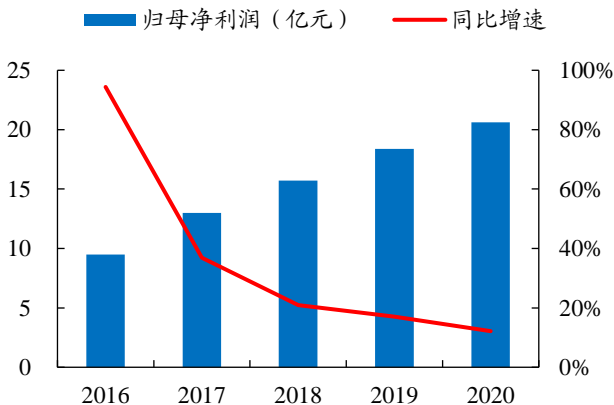
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020Q4 公司收入同比增长 25.3%



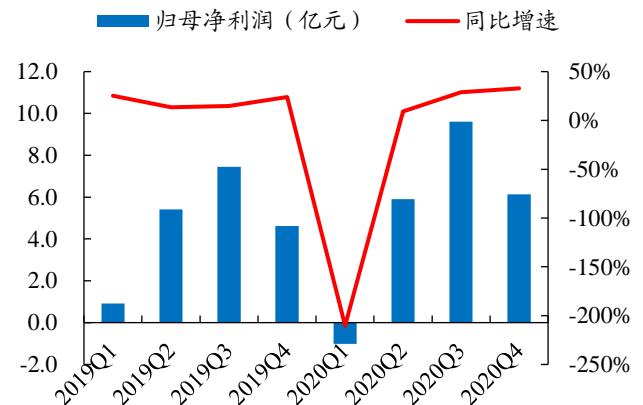
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020 年公司归母净利润同比增长 12.1%



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 32.8%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.1、分品类：橱柜显著回暖，衣柜稳步增长，全品类协同效应显现

分产品看：

- (1) **橱柜**：2020 年实现收入 60.6 亿元 (-2.1%)，毛利率为 36.2% (-0.4pct)，其中 2020Q4 橱柜收入 19.3 亿元 (+13.8%)。2020 年，公司橱柜全年建店（含优化、升级改造）达 1000 余家，整装、分销、电商、工程全渠道突破，建立“裂变+直播”促销新模式。同时，公司启动欧派厨房全球好物战略合作联盟，橱柜、厨电产品全面迭代升级。
- (2) **衣柜**：2020 年实现收入 57.7 亿元 (+11.7%)，毛利率为 40.0% (+0.1pct)，其中 2020Q4 收入 19.6 亿元 (+18.0%)。2020 年，公司强

势发起“无醛健康家”普惠战略，加速抢占市场份额。此外，“T5系统”快速落地帮助衣柜业务有效提高客单值。线上引流方面，“IP打造+经销商私域引流+明星直播间成交+线下跟进成交”的新模式跑通。

- (3) **卫浴**：2020年实现收入7.4亿元(+18.5%)，毛利率为26.7% (+0.5pct)，其中2020Q4卫浴收入2.4亿元(+29.3%)。2020年，卫浴业务加快制造线布局，打造清远、无锡两大智能AI卫浴工厂。
- (4) **木门**：2020年实现收入7.7亿元(+29.1%)，毛利率为14.0% (+1.6pct)，其中2020Q4木门收入2.9亿元(+55.2%)。2020年，木门建立“万能套餐+V3打造+电商引流”模式，大力推行LP生产模式+渠道支持计划，凭借规模效应毛利率持续提升。

**表1：2020Q4 橱柜回暖，衣柜、卫浴、木门增速均环比持续提升**

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1-Q3	2020Q4
橱柜收入	43.7	53.5	57.7	61.9	60.6	41.3	19.3
YOY	13.6%	22.5%	7.7%	7.4%	-2.1%	-8.1%	13.8%
毛利率	38.1%	36.7%	39.8%	36.6%	36.2%	36.2%	36.2%
衣柜收入	20.2	33.0	41.5	51.7	57.7	38.1	19.6
YOY	51.2%	63.0%	25.8%	24.6%	11.7%	8.7%	18.0%
毛利率	36.8%	34.7%	42.0%	39.9%	40.0%	40.9%	38.1%
卫浴收入	2.4	3.0	4.5	6.2	7.4	5.0	2.4
YOY	63.5%	25.2%	49.5%	37.7%	18.5%	14.0%	29.3%
毛利率	19.4%	19.3%	26.5%	26.2%	26.7%	25.9%	28.4%
木门收入	2.1	3.2	4.8	6.0	7.7	4.9	2.9
YOY	71.9%	54.3%	48.0%	25.7%	29.1%	17.5%	55.2%
毛利率	17.0%	15.9%	13.6%	12.4%	14.0%	17.8%	7.4%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、分渠道：2020Q4 经销渠道增速显著提升，大宗继续稳健增长

分渠道看：

- (1) **经销渠道**：2020年收入111.8亿元(+6.0%)，毛利率34.1% (-0.9pct)，其中2020Q4经销渠道收入37.8亿元(+20.7%)。2020H1，公司积极帮扶经销商并开拓线上渠道，有效应对了疫情冲击。2020H2以来，公司经销渠道显著回暖，整装和拎包入住等渠道多元化发展。
- (2) **工程渠道**：2020年收入26.8亿元(+24.0%)，毛利率32.7% (-1.9pct)，其中2020Q4工程渠道收入8.5亿元(+38.3%)。2020年，公司大宗业务收入继续保持较快发展，收入占比提升至18.2%。

**表2：2020Q4 经销和大宗渠道显著回暖**

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1-Q3	2020Q4
经销收入	60.0	80.4	92.5	105.6	111.8	74.1	37.8
YOY		34.0%	15.1%	14.1%	6.0%	-0.3%	20.7%
毛利率		31.9%	35.7%	35.0%	34.1%	35.1%	32.0%
大宗收入	5.7	9.6	14.2	21.6	26.8	18.3	8.5
YOY		68.5%	47.1%	52.5%	24.0%	18.4%	38.3%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1-Q3	2020Q4
毛利率		48.0%	49.5%	34.6%	32.7%	35.9%	25.8%
其他	5.6	7.1	8.4	8.1	8.7	5.0	3.8
YOY		26.8%	19.0%	-3.1%	7.2%	-12.2%	51.0%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、盈利能力: 控费力度提升带来扣非净利率提升

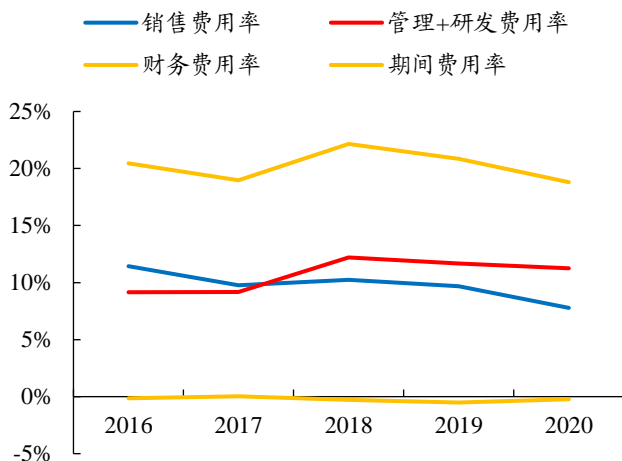
2020 年公司毛利率出现一定下滑。2020 年, 公司整体毛利率为 35.01%, 同比下降 0.8pct。分产品看, 橱柜、衣柜毛利率均基本保持稳定, 卫浴、木门受益于生产端规模效应提升而毛利率继续有所提升。毛利率下降主要系其他配套产品的毛利率下滑(全年收入占比 7.9%, 毛利率同比下降 8.3pct)。分渠道看, 经销渠道和工程渠道毛利率均有一定程度的下滑, 在一定程度上受到运输费用口径调整影响。

2020 年公司费用端控费效果突出, 期间费用率较 2019 年同期下降 1.07pct。

- (1) 销售费用率同比降低 1.9pct, 主要系公司广告展销费、业务办公费费用缩减以及运输费用的口径调整影响。
- (2) 管理费用率同比降低 0.42pct, 主要系行政人员精简。公司行政人员由 2019 年的 3370 人下降到 2020 年末的 1665 人。
- (3) 研发费用率同比持平, 继续保持较高的研发投入。
- (4) 财务费用率同比增长 0.27pct, 主要系票据融资贷款以及流动资金贷款增加所致。

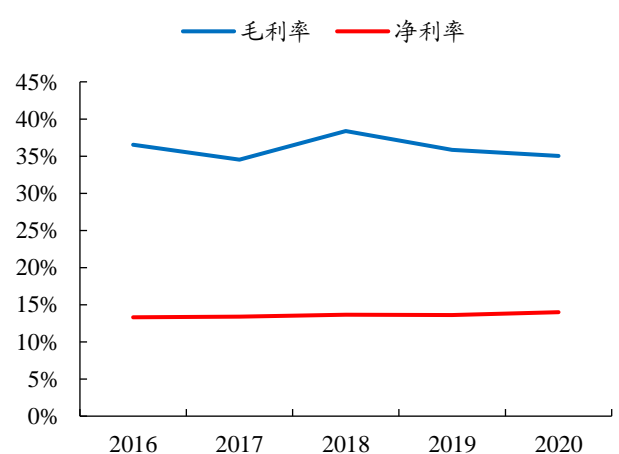
整体来看, 受益于控费力度提升, 公司净利率同比提升。2020 年, 公司净利率为 14.0%, 同比增长 0.4pct, 扣非净利率为 13.1%, 同比增长 0.7pct。

图5: 2019 年公司控费效果突出



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: 经营性现金流大幅改善

### (1) 现金流: 经营性现金流大幅改善

2020 年公司经营性现金流净流入 38.89 亿元, 同比增长 80.4%。其中,

销售商品、提供劳务收到的现金达 165.8 亿元，同比增长 11.8%。

**表3: 2020 年公司经营性现金流同比大幅改善**

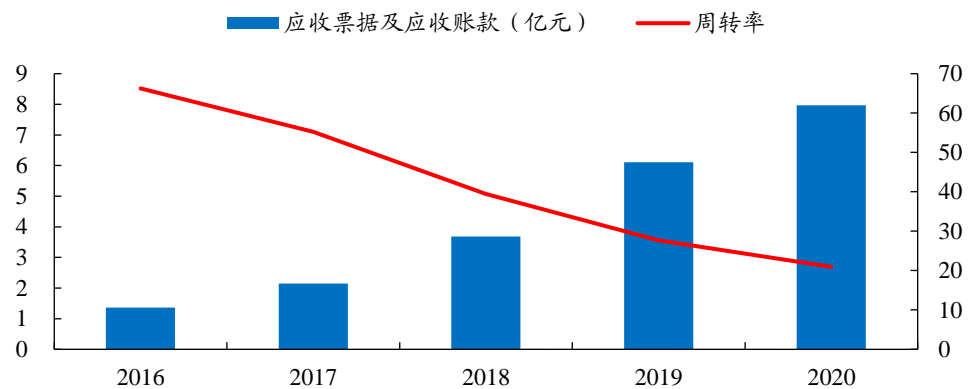
	2019	2020	同比
经营性现金流净额 (单位: 亿元)	21.56	38.89	80.38%
销售商品、提供劳务收到的现金 (亿元)	148.33	165.78	11.76%
经营活动现金流入小计 (单位: 亿元)	152.99	168.71	10.28%
经营活动现金流出小计 (单位: 亿元)	131.43	129.82	-1.22%

数据来源: Wind、开源证券研究所

### (2) 应收账款: 周转率受大宗业务影响有所下滑, 但仍处于良性区间

2020 年公司应收账款周转率较 2019 年同期下滑 6.7 次, 主要系大宗业务收入提升, 整体仍处于良性区间内。

**图7: 工程渠道占比提升, 应收账款周转率有所下降**

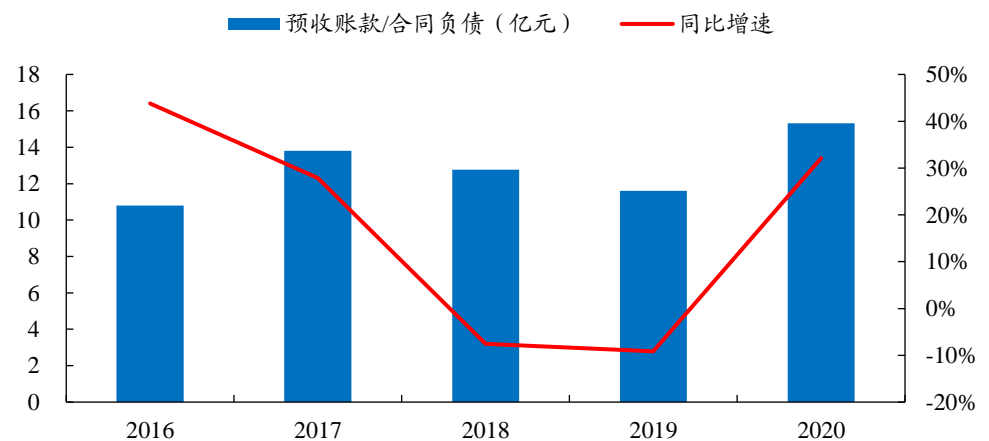


数据来源: Wind、开源证券研究所

### (3) 业绩前瞻指标: 预收账款/合同负债较快增长

2020 年末公司预收款和合同负债共计 15.3 亿元, 相较 2019 年末预收账款增长 32.1%, 继续保持较快增长。

**图8: 2020 年末, 公司预收账款/合同负债同比增长 32.1%**



数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 4、开店情况：2020 年公司经销门店净增长 50 家

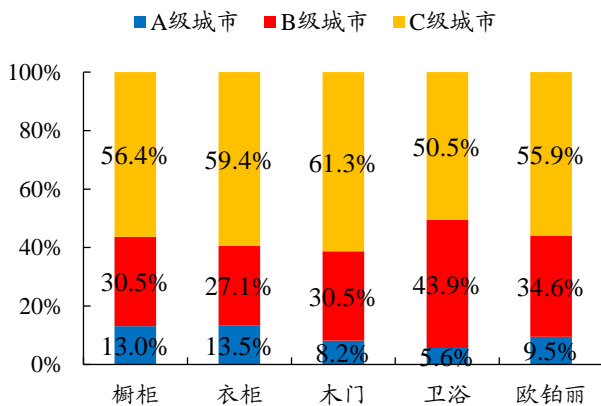
除整装大家居外，2020 年公司经销门店净增长 50 家。分品类看，2019 年全年橱柜（含橱衣融合店）、独立衣柜、木门、卫浴、欧铂丽经销门店数量分别变化+73、-20、+80、-23、-60 家。从城市等级分布看，2020 年橱柜和衣柜 A 级城市门店占比提升，而木门、卫浴和欧铂丽继续向下沉市场扩张。

表4：2020 年橱柜、木门经销门店净增加，衣柜、欧铂丽和卫浴门店净减少

经销门店数量 (家)	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
橱柜（含橱衣）	2279	2330	2321	2334	2330	2310	2351	2407
独立衣柜	2091	2240	2182	2144	2144	2154	2141	2124
欧铂丽	954	982	1010	988	978	1017	950	928
卫浴	564	589	618	611	577	638	680	588
木门	859	877	953	985	1058	1059	1050	1065
整装大家居			251	288		334		

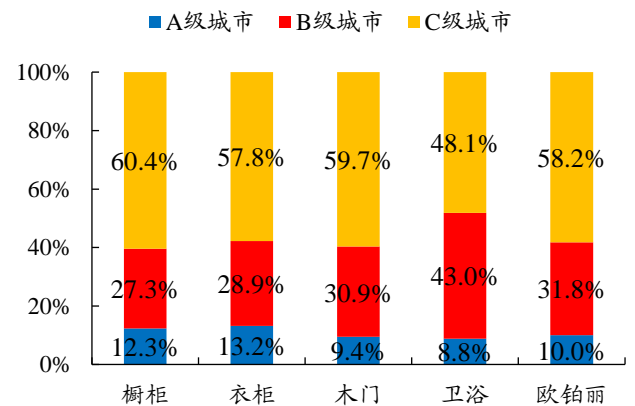
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图9：2020 年，橱柜和衣柜 A 级城市门店占比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2019 年，橱柜和衣柜 A 级城市门店占比相对高



数据来源：公司公告、开源证券研究所

#### 5、公司打造完善品牌矩阵，欧铂丽继续稳健发展

公司已打造覆盖多品类、多定位的产品矩阵。品牌矩阵具体包括：定位高端的铂尼思、定位中高端的欧派（拥有橱柜、衣柜、卫浴、软装配饰、电器等产品）和欧铂丽（拥有木门、装甲门、金属门窗三大品类以及护墙板、装饰线、五金、家具、软装五大配套）、定位年轻时尚品牌的欧铂丽。

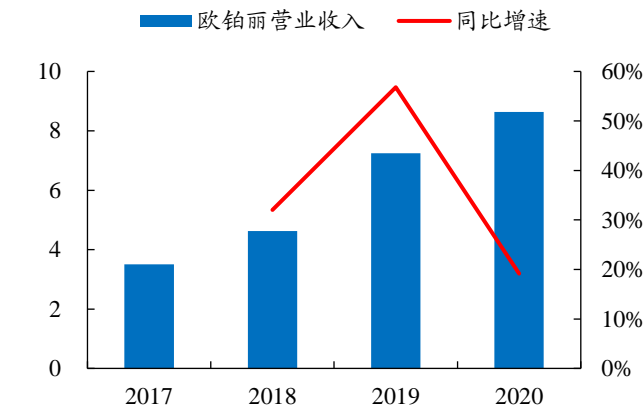
图11: 公司打造完善的品牌矩阵



资料来源: 开源证券研究所

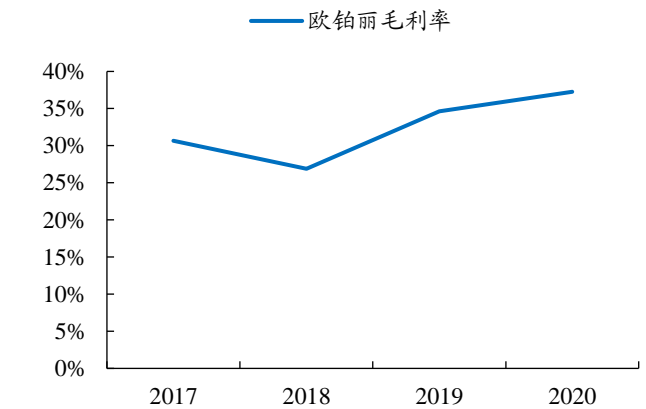
2020年, 欧铂丽营业收入8.6亿元, 同比增长19.2%, 毛利率37.3%, 同比提升2.6pct。公司欧铂丽依然保持着公司整体的收入增速, 毛利率也继续提升。

图12: 2020年欧铂丽收入快速增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图13: 2020年欧铂丽毛利率继续提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 6、盈利预测与投资建议

行业复苏超出市场预期, 上调2021-2022年盈利预测, 新增2023年盈利预测, 预计2021-2023年归母净利润25.84/31.83/37.60亿元(2021-2022年原为25.81/30.40亿元), 对应EPS为4.29/5.28/6.24元, 当前股价对应PE为37.5/30.5/25.8倍, 维持“买入”评级。

## 7、风险提示

竣工数据和家居消费需求回暖不及预期; 整装大家居招商拓展不及预期; 行业价格战加剧, 导致公司盈利能力下降。



**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>	6452	8250	10035	11913	15738
现金	1467	4427	5839	7104	10416
应收票据及应收账款	611	797	744	1361	1392
其他应收款	40	39	56	57	76
预付账款	98	85	136	126	182
存货	846	809	1166	1172	1579
其他流动资产	3390	2094	2094	2094	2094
<b>非流动资产</b>	8362	10593	11414	12321	13265
长期投资	8	16	22	27	33
固定资产	4960	6093	7106	8141	9162
无形资产	1125	1464	1543	1591	1656
其他非流动资产	2269	3021	2743	2561	2414
<b>资产总计</b>	14814	18844	21449	24234	29003
<b>流动负债</b>	3280	5926	6010	6103	7558
短期借款	53	1627	448	535	665
应付票据及应付账款	993	1358	1448	1874	2034
其他流动负债	2235	2942	4114	3694	4859
<b>非流动负债</b>	1975	992	928	866	804
长期借款	1602	495	431	369	307
其他非流动负债	372	497	497	497	497
<b>负债合计</b>	5255	6918	6939	6969	8362
少数股东权益	0	0	-0	-1	-1
股本	420	602	602	602	602
资本公积	2982	3744	3744	3744	3744
留存收益	5834	7438	9505	12051	15059
<b>归属母公司股东权益</b>	9559	11925	14511	17265	20642
负债和股东权益	14814	18844	21449	24234	29003

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2156	3889	3738	2985	5083
净利润	1839	2063	2584	3182	3760
折旧摊销	439	568	581	664	785
财务费用	-70	-35	-164	-193	-215
投资损失	-24	-37	-39	-40	-35
营运资金变动	-171	1148	783	-620	798
其他经营现金流	142	182	-7	-8	-10
<b>投资活动现金流</b>	-4654	-2337	-1356	-1523	-1684
资本支出	1831	1900	815	901	939
长期投资	-2851	-576	-6	-6	-5
其他投资现金流	-5674	-1013	-548	-627	-751
<b>筹资活动现金流</b>	1441	585	-970	-198	-86
短期借款	40	1574	-1179	87	131
长期借款	1462	-1107	-64	-62	-62
普通股增加	-0	181	1	0	0
资本公积增加	11	762	0	0	0
其他筹资现金流	-72	-825	272	-223	-154
<b>现金净增加额</b>	-1051	2111	1412	1264	3313

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	13533	14740	17722	21046	24769
营业成本	8684	9579	11434	13537	15924
营业税金及附加	88	111	147	166	187
营业费用	1310	1147	1418	1684	1982
管理费用	939	961	1152	1368	1585
研发费用	642	699	780	842	991
财务费用	-70	-35	-164	-193	-215
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	143	87	0	0	0
公允价值变动收益	5	22	7	8	10
投资净收益	24	37	39	40	35
资产处置收益	0	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	2105	2407	3001	3691	4361
营业外收入	27	26	22	22	24
营业外支出	13	20	11	13	14
<b>利润总额</b>	2119	2413	3013	3700	4371
所得税	279	350	429	518	611
<b>净利润</b>	1839	2063	2584	3182	3760
少数股东损益	0	0	-0	-0	-0
<b>归母净利润</b>	1839	2063	2584	3183	3760
EBITDA	2623	2979	3518	4213	4941
EPS(元)	3.05	3.42	4.29	5.28	6.24

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	17.6	8.9	20.2	18.8	17.7
营业利润(%)	15.5	14.4	24.7	23.0	18.2
归属于母公司净利润(%)	17.0	12.1	25.3	23.1	18.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.8	35.0	35.5	35.7	35.7
净利率(%)	13.6	14.0	14.6	15.1	15.2
ROE(%)	19.2	17.3	17.8	18.4	18.2
ROIC(%)	16.5	14.3	15.8	16.3	16.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	35.5	36.7	32.3	28.8	28.8
净负债比率(%)	5.1	-15.9	-30.7	-32.9	-43.2
流动比率	2.0	1.4	1.7	2.0	2.1
速动比率	1.1	1.2	1.4	1.7	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	27.6	20.9	23.0	20.0	18.0
应付账款周转率	9.6	8.1	8.1	8.1	8.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.05	3.42	4.29	5.28	6.24
每股经营现金流(最新摊薄)	3.58	6.46	6.21	4.96	8.44
每股净资产(最新摊薄)	15.36	19.61	23.90	28.48	34.08
<b>估值比率</b>					
P/E	52.7	47.0	37.5	30.5	25.8
P/B	10.5	8.2	6.7	5.7	4.7
EV/EBITDA	36.6	31.3	25.7	21.2	17.4

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