

尚品宅配(300616)

点评报告

行业公司研究—家具制造行业—

证券研究报告

全面转型整装，股权激励激发管理活力

——尚品宅配点评报告

✍ 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 2020 年报&2021 一季报：

(1) 2020 全年实现营收 65.13 亿 (-10.29%)，归母净利润 1.01 亿 (-80.81%)，扣非归母净利 0.40 亿 (-91.02%)。20Q4 单季营收 21.32 亿 (-3.24%)，归母净利润 0.44 亿(-77.39%)，扣非归母净利 0.15 亿(-90.86%)。

(2) 21Q1 年实现营收 14.07 亿 (+110.28%，同比 19Q1+10.48%)，归母净利润 0.08 亿 (+105.09%，19Q1 为-0.23 亿)，扣非归母净利-0.07 亿 (+95.58%，19Q1 为-0.37 亿)。

投资要点

□ 整装渠道延续高增，数字化技术保持领先

20 年公司整装业务实现收入 5.4 亿 (+25.42%，不含家具配套)，毛利率 20.13% (同比-0.65pct)，21Q1 实现收入 1.5 亿 (+202%，同比 19Q1+100%)。

(1) 圣诞鸟自营整装渠道，20 年底交付工地数 1968 户个，全口径 (含家具配套) 收入 3.45 亿元 (+25%)，21 年 Q1 全口径收入达到 0.97 亿 (+270%)，21 年公司将在自营城市全面推行自营整装业务，有望发力。

(2) HOMKOO 整装云渠道，20 年全口径收入 (含家具配套) 达成约 4.67 亿元 (+35%)，会员数量达到 3000 家，从广度走向深度、着力提升单个会员的产出；同时成立 MRKQO 柜类定制品牌、专供整装云会员，预计 MRKQO 是 20Q4 在整装云业务中的收入贡献已经接近 50%，成为重要增量。

(3) 推进整装技术创新：(1) 利用“BIM 虚拟装修系统”赋能圣诞鸟整装施工管理，推进整装交付迈向全国；(2) 大基建房型库，目前户型库已经覆盖全国 400 多个城市，拥有 120 万个精确户型，和上千万个户型的专属设计方案，为 O2O 线上量尺、楼盘引流、拎包入住等项目提供了很好的设计资源；(3) 智能生产与交付，AI 分析引擎实现多地供求资源自动最佳匹配，生产线自动化程度提升。

□ 深耕自营城市、份额持续提升，招大商开大店策略践行

我们测算公司 20 年加盟业务收入 34.6 亿 (-9.16%)、直营业务收入 24.22 亿 (-8.88%)，主要系 20 年疫情背景下客流下滑所致。

(1) 期内公司巩固在自营城市的竞争力，北上广深、佛山等城市均实现了较快增长，份额得到了提升，期末直营门店 91 家 (-3 家)，但自营城市加盟店数量达到了 232 家 (+55 家)。

(2) 公司顺应疫情契机主动优化了部分存量加盟店，虽然门店数量呈净关闭态势 (期末总加盟店数量 2235 家，减少 92 家)，但加盟单店产出同比有所提升。

评级

买入

上次评级 买入
 当前价格 ¥ 67.39

单季度业绩

元/股

| 单季度业绩 | 元/股 |
|---------|------|
| 1Q/2021 | 0.03 |
| 4Q/2020 | 0.22 |
| 3Q/2020 | 0.91 |
| 2Q/2020 | 0.17 |



公司简介

公司是定制家居行业的龙头企业之一，互联网基因优秀，整装业务开拓顺利

相关报告

- 1 《【浙商轻工】尚品宅配：Q3 终端零售显著复苏，整装业务持续高增》 2020.11.03
- 2 《【浙商轻工】尚品宅配：整装业务高速增长，看好下半年零售端回暖》 2020.08.28

报告撰写人：马莉、史凡可

联系人：傅嘉成

(3) 展望 21 年, 公司将继续通过资源倾斜的方式落地**招大商开大店**策略, 计划打造 100 个城市 No.1 的标杆加盟商, 截止 21Q1 末加盟店数量 2238 家 (较期初+3 家, 其中自营城市加盟店 244 家), 加盟收入 6.84 亿 (+102%)。

□ 把握 MCN 趋势, 发挥自身流量优势

公司多点布局腾讯、阿里、抖音、快手等平台, 新居网 MCN 机构领先。公司自主孵化和签约了 300 多个 IP 家居类达人, 新居网 MCN 全网粉丝超 1.8 亿, 其中短视频粉丝约 1.3 亿, 微信粉丝约 2100 万。20 年公司来源于线上的量尺数同比增长 43%, 但来源于线上的量尺成本同比下降 36% (免费渠道量尺数占比提升), 持续为公司带来稳定的订单来源, 保障业绩修复。

□ 限制性股票激励激发活力, 彰显发展信心

公司推出 2021 年限制性股票激励计划, 数量为 315.6 万股 (占当前总股本 1.59%), 激励对象包括多位副总经理以及中层骨干 (占比接近 70%), 覆盖面广。制定的业绩考核目标为以 20 年营收为基数, 2021/2022 年增长率不低于 20%/35%。预计 21-23 产生摊销成本 3619/3791/862 万元, 合计 8271 万元。

□ 21Q1 盈利能力向好, 现金流有所承压

公司 2020 年综合毛利率同比减少 8.34pct 至 33.23%, 主要系会计准则变更部分销售费用归类至营业成本核算。期间费用率同增 1.8pct 至 31.81%, 其中销售费用率同减 2.88pct 至 24.28%; 管理和研发费用率同增 1.0pct 至 7.49%; 财务费用率同增 0.07pct 至 0.04%。综合来看, 20 年全年公司归母净利率 1.56%。

公司 21Q1 综合毛利率同比增加 1.23pct 至 35.48%。期间费用率同减 30.17pct 至 35.13%, 其中销售费用率同减 25.55pct 至 25.12%; 管理和研发费用率同增 4.89pct 至 10.25%; 财务费用率同增 0.27pct 至-0.24%。综合来看, 21Q1 公司归母净利率 0.56%。

21Q1 公司预收款 (合同负债) 期末余额 9.16 亿 (同比-15.03%); 应收账款及票据较去年同期增加 0.93 亿至 1.39 亿, 应收账款周转天数较去年同期增加 0.54 天至 6.57 天; 综合来看, 20 年公司经营性现金流净额为 1.32 亿 (19 年为 6.19 亿), 21Q1 为-8.07 亿 (20Q1 为-10.74 亿)。

□ 盈利预测及估值

公司积极推进整装渠道拓展、自营城市份额提升、线上渠道建设, 依托公司优秀的软件技术及信息建设, 我们认为公司业绩将持续修复。我们预计公司 21-23 年实现营收 83.58/97.3/113.42 亿, 同比+28.32%/+16.41%/+16.57%, 归母净利 5.91/6.95/8.18 亿, 同比+482%/+17.7%/+17.68%, 当前股价对应 21-23 年 PE 分别 22.67X/19.26X/ 16.37X, 维持“买入”评级。

□ 风险提示: 渠道拓展不达预期, 行业竞争加剧

财务摘要

| (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2022E |
|----------|---------|---------|---------|----------|
| 主营收入 | 6513.43 | 8358.00 | 9729.77 | 11341.74 |
| (+/-) | -10.29% | 28.32% | 16.41% | 16.57% |
| 净利润 | 101.41 | 590.52 | 695.02 | 817.90 |
| (+/-) | -80.81% | 482.33% | 17.70% | 17.68% |
| 每股收益 (元) | 0.51 | 2.97 | 3.50 | 4.12 |
| P/E | 132.03 | 22.67 | 19.26 | 16.37 |

图 1：尚品宅配季度财务数据一览

| 单位：百万元 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 | 2020Q3 | 2020Q4 | 2021Q1 |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 1,273.86 | 1,863.60 | 1,920.10 | 2,203.23 | 669.30 | 1,596.93 | 2,115.45 | 2,131.76 | 1,407.40 |
| YOY | 15.66% | 5.56% | 8.39% | 9.77% | -47.46% | -14.31% | 10.17% | -3.24% | 110.28% |
| 归母净利润 | -22.57 | 186.04 | 171.70 | 193.23 | -155.58 | 32.84 | 180.44 | 43.70 | 7.91 |
| YOY | -31.56% | 18.91% | 1.42% | 4.84% | 589.26% | -82.35% | 5.09% | -77.39% | 105.09% |
| 扣非归母净利润 | (36.73) | 168.45 | 153.30 | 160.02 | (167.64) | 21.22 | 171.78 | 14.62 | (7.41) |
| YOY | -42.02% | 29.18% | 25.37% | -0.77% | 356.35% | -87.40% | 12.05% | -90.86% | 95.58% |
| 毛利率 | 41.59% | 43.98% | 41.11% | 39.91% | 34.25% | 35.42% | 39.10% | 25.46% | 35.48% |
| 期间费用率 | 44.20% | 32.14% | 30.56% | 31.40% | 65.30% | 32.43% | 28.16% | 24.47% | 35.13% |
| 其中：销售费用 | 441.77 | 503.97 | 491.36 | 534.63 | 339.14 | 415.45 | 472.73 | 353.92 | 353.53 |
| 销售费用率 | 34.68% | 27.04% | 25.59% | 24.27% | 50.67% | 26.02% | 22.35% | 16.60% | 25.12% |
| 其中：管理费用 | 90.54 | 69.81 | 67.45 | 107.34 | 67.88 | 71.71 | 79.82 | 112.24 | 101.06 |
| 研发费用 | 31.14 | 26.07 | 29.23 | 49.61 | 33.42 | 30.42 | 41.45 | 51.16 | 43.21 |
| 管理+研发费用率 | 9.55% | 5.14% | 5.04% | 7.12% | 15.14% | 6.40% | 5.73% | 7.67% | 10.25% |
| 其中：财务费用 | -0.42 | -0.88 | -1.23 | 0.21 | -3.40 | 0.30 | 1.67 | 4.26 | -3.45 |
| 财务费用率 | -0.03% | -0.05% | -0.06% | 0.01% | -0.51% | 0.02% | 0.08% | 0.20% | -0.24% |
| 归母净利润率 | -1.77% | 9.98% | 8.94% | 8.77% | -23.25% | 2.06% | 8.53% | 2.05% | 0.56% |
| 存货 | 594.62 | 605.32 | 743.41 | 814.26 | 883.11 | 830.55 | 830.31 | 944.39 | 942.75 |
| 较上年同期增减 | 165.14 | 207.72 | 229.90 | 248.79 | 288.50 | 225.23 | 86.91 | 130.13 | 59.63 |
| 应收票据 | 0.00 | 0.00 | 5.94 | 7.83 | 11.74 | 10.76 | 7.86 | 21.19 | 32.60 |
| 较上年同期增减 | 0.00 | 0.00 | 5.94 | 7.83 | 11.74 | 10.76 | 1.92 | 13.37 | 20.86 |
| 应收账款 | 39.19 | 59.81 | 61.70 | 55.52 | 34.15 | 52.16 | 83.89 | 99.05 | 106.39 |
| 较上年同期增减 | 34.00 | 50.54 | 51.90 | 32.47 | -5.03 | -7.65 | 22.19 | 43.53 | 72.24 |
| 应付账款及应付票据 | 338.01 | 520.50 | 695.34 | 833.28 | 390.19 | 528.92 | 608.48 | 691.33 | 383.74 |
| 较上年同期增减 | 24.88 | 34.91 | 209.03 | 283.87 | 52.18 | 8.41 | -86.87 | -141.95 | -6.44 |
| 预收账款 | 1088.65 | 1148.29 | 1158.03 | 1318.81 | 1077.59 | 1297.42 | 1253.40 | 1308.43 | 915.55 |
| 较上年同期增减 | 110.11 | 105.33 | 44.72 | 48.63 | -11.07 | 149.13 | 95.36 | -10.37 | -162.03 |
| 经营性现金流净额 | -600.84 | 417.81 | 228.69 | 573.23 | -1073.69 | 522.83 | 200.04 | 482.86 | -807.11 |
| 较上年同期增减 | -169.62 | -131.49 | 185.42 | 84.28 | -472.85 | 105.02 | -28.65 | -90.37 | 266.58 |
| 筹资性现金流净额 | -2.16 | -119.33 | -2.19 | 0.92 | -5.09 | -138.69 | 3.67 | 103.38 | 80.90 |
| 较上年同期增减 | -26.25 | 11.43 | -1.56 | -11.07 | -2.92 | -19.36 | 5.86 | 102.46 | 85.98 |
| 资本开支 | 139.03 | 140.98 | 173.01 | 349.80 | 113.67 | 103.37 | 65.73 | 309.38 | 159.01 |
| 较上年同期增减 | -31.66 | 73.68 | 61.42 | 63.91 | -25.36 | -37.62 | -107.28 | -40.42 | 45.34 |
| ROE | -0.74% | 6.08% | 5.35% | 5.65% | -4.52% | 0.99% | 5.42% | 1.26% | 0.23% |
| YOY (±) | 0.52% | 0.10% | -0.85% | -0.63% | -3.78% | -5.08% | 0.07% | -4.39% | 4.75% |
| 资产负债率 | 36.84% | 39.83% | 39.72% | 42.50% | 34.50% | 40.52% | 40.35% | 43.82% | 40.23% |
| YOY (±) | -1.82% | -2.62% | -1.66% | -0.24% | -2.34% | 0.69% | 0.63% | 1.33% | 5.74% |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：尚品宅配收入结构一览（单位：百万元）

| 单位：百万元 | 2014A | 2015A | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020A | 2020H1 | 2020H2 |
|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 | 1912.24 | 3087.73 | 4026.00 | 5323.45 | 6645.39 | 7260.79 | 6513.43 | 2266.23 | 4247.21 |
| YOY | 62.72% | 61.47% | 30.39% | 32.23% | 24.83% | 9.26% | -10.29% | -27.77% | 3.00% |
| 毛利率 | 44.82% | 44.96% | 46.19% | 45.11% | 43.68% | 41.57% | 33.23% | 35.07% | 32.25% |
| 直营店类型 | | | | | | | | | |
| 销售收入 | 787.41 | 1391.09 | 1901.52 | 2300.00 | 2600.00 | 2658.10 | 2421.95 | | |
| yoy | - | 76.67% | 36.69% | 20.96% | 13.04% | 2.23% | -8.88% | | |
| 占比 | 41.18% | 45.05% | 47.23% | 43.21% | 39.12% | 36.61% | 37.18% | | |
| 门店数量 | 68 | 79 | 76 | 85 | 101 | 94 | 91 | 93 | 91 |
| 单店收入/万 | 1157.96 | 1892.64 | 2453.57 | 2857.14 | 2901.59 | 2726.26 | 2618.32 | | |
| 加盟店类型 | | | | | | | | | |
| 销售收入 | 1037.41 | 1574.12 | 1967.55 | 2700.00 | 3600.00 | 3809.00 | 3460.00 | | |
| yoy | - | 51.74% | 24.99% | 37.23% | 约30% | 约6% | -9.16% | | |
| 占比 | 54.25% | 50.98% | 48.87% | 50.72% | 54.17% | 52.46% | 53.12% | | |
| 门店数量 | 901 | 994 | 1081 | 1557 | 2100 | 2327 | 2235 | 2247 | 2235 |
| 单店收入/万 | 115.14 | 166.13 | 189.64 | 204.70 | 187.72 | 172.08 | 151.69 | | |
| O2O引流服务 | | | | | | | | | |
| 销售收入 | 13.79 | 46.25 | 59.86 | 108.96 | 154.17 | 131.21 | 91.65 | | |
| yoy | 242.18% | 235.39% | 29.43% | 2.05% | 41.49% | -14.89% | -30.15% | | |
| 占比 | 0.74% | 1.49% | 1.49% | 2.05% | 2.32% | 1.81% | 1.41% | | |
| 毛利率 | 88.72% | 88.28% | 85.29% | - | 88.49% | 89.90% | 92.82% | | |
| 整装业务 | | | | | | | | | |
| 销售收入 | - | - | - | 2.28 | 194.22 | 430.43 | 539.83 | | |
| yoy | - | - | - | - | 8401.91% | 121.62% | 25.42% | | |
| 占比 | - | - | - | 0.04% | 2.92% | 5.93% | 8.29% | | |
| 毛利率 | - | - | - | - | 19.71% | 20.76% | 20.13% | | |

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 | 3477 | 4241 | 4902 | 5772 | 营业收入 | 6513 | 8358 | 9730 | 11342 |
| 现金 | 1039 | 1459 | 2046 | 2417 | 营业成本 | 4349 | 5555 | 6490 | 7602 |
| 交易性金融资产 | 1127 | 759 | 1012 | 966 | 营业税金及附加 | 53 | 75 | 88 | 102 |
| 应收账款 | 120 | 85 | 121 | 156 | 营业费用 | 1581 | 1667 | 1927 | 2242 |
| 其它应收款 | 57 | 68 | 80 | 95 | 管理费用 | 332 | 372 | 426 | 491 |
| 预付账款 | 61 | 70 | 84 | 100 | 研发费用 | 136 | 167 | 175 | 181 |
| 存货 | 944 | 1302 | 1323 | 1751 | 财务费用 | 3 | (4) | (5) | (6) |
| 其他 | 128 | 497 | 236 | 287 | 资产减值损失 | (3) | 3 | 1 | 3 |
| 非流动资产 | 2763 | 3076 | 3402 | 3647 | 公允价值变动损益 | 0 | 58 | 68 | 95 |
| 金额资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| 长期投资 | 11 | 4 | 5 | 7 | 其他经营收益 | 44 | 49 | 48 | 47 |
| 固定资产 | 1750 | 2001 | 2304 | 2667 | 营业利润 | 113 | 672 | 781 | 910 |
| 无形资产 | 481 | 580 | 659 | 727 | 营业外收支 | (4) | 7 | 7 | 7 |
| 在建工程 | 271 | 288 | 246 | 89 | 利润总额 | 109 | 679 | 788 | 917 |
| 其他 | 250 | 202 | 188 | 158 | 所得税 | 8 | 89 | 94 | 100 |
| 资产总计 | 6239 | 7317 | 8304 | 9419 | 净利润 | 101 | 590 | 694 | 817 |
| 流动负债 | 2556 | 3010 | 3295 | 3592 | 少数股东损益 | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 短期借款 | 28 | 82 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 101 | 591 | 695 | 818 |
| 应付款项 | 691 | 930 | 1131 | 1269 | EBITDA | 315 | 783 | 926 | 1073 |
| 预收账款 | 0 | 1039 | 992 | 855 | EPS (最新摊薄) | 0.51 | 2.97 | 3.50 | 4.12 |
| 其他 | 1836 | 960 | 1172 | 1468 | 主要财务比率 | | | | |
| 非流动负债 | 179 | 162 | 170 | 170 | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 长期借款 | 111 | 111 | 111 | 111 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 67 | 50 | 58 | 59 | 营业收入 | -10.29% | 28.32% | 16.41% | 16.57% |
| 负债合计 | 2734 | 3172 | 3465 | 3762 | 营业利润 | -81.86% | 493.13% | 16.29% | 16.51% |
| 少数股东权益 | 0 | (1) | (1) | (2) | 归属母公司净利润 | -80.81% | 482.33% | 17.70% | 17.68% |
| 归属母公司股东权益 | 3505 | 4146 | 4841 | 5658 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 6239 | 7317 | 8304 | 9419 | 毛利率 | 33.23% | 33.54% | 33.30% | 32.98% |
| | | | | | 净利率 | 1.55% | 7.06% | 7.14% | 7.21% |
| | | | | | ROE | 2.89% | 15.44% | 15.47% | 15.59% |
| | | | | | ROIC | 2.93% | 11.95% | 12.66% | 12.75% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 43.82% | 43.35% | 41.72% | 39.94% |
| | | | | | 净负债比率 | 5.10% | 6.09% | 3.21% | 2.96% |
| | | | | | 流动比率 | 1.36 | 1.41 | 1.49 | 1.61 |
| | | | | | 速动比率 | 0.99 | 0.98 | 1.09 | 1.12 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 1.05 | 1.23 | 1.25 | 1.28 |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 84.28 | 96.97 | 110.62 | 97.31 |
| | | | | | 应付帐款周转率 | 5.70 | 6.85 | 6.30 | 6.34 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.51 | 2.97 | 3.50 | 4.12 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.66 | 1.94 | 6.92 | 3.59 |
| | | | | | 每股净资产 | 17.64 | 20.87 | 24.36 | 28.48 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 132.03 | 22.67 | 19.26 | 16.37 |
| | | | | | P/B | 3.82 | 3.23 | 2.77 | 2.37 |
| | | | | | EV/EBITDA | 43.78 | 14.52 | 11.27 | 9.42 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 132 | 385 | 1374 | 714 |
| 净利润 | 101 | 590 | 694 | 817 |
| 折旧摊销 | 199 | 186 | 215 | 248 |
| 财务费用 | 3 | (4) | (5) | (6) |
| 投资损失 | (36) | (36) | (36) | (36) |
| 营运资金变动 | (122) | 35 | 572 | 181 |
| 其它 | (12) | (385) | (66) | (489) |
| 投资活动现金流 | (592) | (129) | (778) | (441) |
| 资本支出 | (345) | (390) | (405) | (380) |
| 长期投资 | (11) | 7 | (1) | (2) |
| 其他 | (236) | 254 | (372) | (59) |
| 筹资活动现金流 | (37) | 108 | (77) | 6 |
| 短期借款 | 28 | 54 | (82) | 0 |
| 长期借款 | 111 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (176) | 54 | 5 | 6 |
| 现金净增加额 | (497) | 365 | 519 | 279 |

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“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>