

## 金牌厨柜 (603180.SH) Q2 收入延续快速增长, 利润率有望逐步恢复

2021年08月26日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

王宇俊 (联系人)

lvming@kysec.cn

wangyujun@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120080064

日期	2021/8/25
当前股价(元)	33.97
一年最高最低(元)	83.48/30.50
总市值(亿元)	52.51
流通市值(亿元)	48.65
总股本(亿股)	1.55
流通股本(亿股)	1.43
近3个月换手率(%)	71.93

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-Q2 收入维持高增, 利润受费用投入和原材料拖累》-2021.8.1

《公司信息更新报告-Q1 业绩符合预期, 费用摊薄带动净利率提升》-2021.4.28

《公司信息更新报告-Q4 业绩快速增长, 品类、渠道加速拓展》-2021.4.8

### ● 2021Q2 收入维持高增, 利润率有望逐步恢复, 维持“买入”评级

2021H1 公司实现营收 13.3 亿元 (+60.1%), 归母净利润 0.87 亿元 (+41.2%), 扣非归母净利润 0.44 亿元 (+54.8%)。其中, 2021Q2 收入 8.42 亿元, 同比增长 49.9%, 归母净利润 0.43 亿元, 同比下降 22.3%, 扣非后净利润 0.33 亿元, 同比下降 25.5%。维持盈利预测, 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润 3.61/4.67/5.68 亿元, 对应 EPS 为 2.34/3.02/3.67 元, 当前股价对应 PE 为 14.5/11.2/9.2 倍。公司收入维持高增长, 利润率受费用投入和原材料影响承压。但我们认为全年维度看费用投入仍会处于正常范围内, 原材料涨价边际影响趋弱, 维持“买入”评级。

### ● 厨柜维持较快增长, 新品类拓展加速; 大宗快速增长, 整装模式稳步推进

分品类看, 2021H1 公司厨柜、衣柜、木门收入分别同比增长 53.6%、78.0%和 256.6%, 其中 2021Q2 分别同比增长 46.2%、47.8%和 189.3%。同时, 公司智能家居、厨电配套等产品加速发展。公司率先将人工智能融入到定制家居产品中, 并推出了智慧门屏等重量级的前沿产品。此外, MALIO 玛尼欧厨电推出“智能健康烹饪中心”, 将加大力度进行专卖店、专营店以及专区的扩展。分渠道看, 2021H1 公司经销、大宗、直营和境外渠道分别同比增长 52.7%、88.7%、20.0%和 44.7%。其中, 2021Q2 公司经销和大宗分别同比增长约 24.0%和 99.3%。整装方面, 公司推出大客户直供、金牌厨柜整装馆等七种模式。报告期内, 公司已与慕思优家、生活家、喔喔哒整装、沈阳晋级等 9 家公司签订战略直供协议。

### ● 受原材料、费用投入等影响, 盈利能力阶段性承压; 2021H1 净开店 271 家

2021H1, 公司整体毛利率为 27.7% (-5.7pct)。2021Q2, 公司毛利率为 27.6% (-6.6pct)。2021H1 净利率为 6.5% (-0.9pct)。2021Q2, 公司净利率为 5.1% (-4.7pct)。毛利率方面, 除衣柜规模效应显现外, 受原材料涨价影响, 各渠道和品类毛利率阶段性承压。费用方面, 公司研发费用投入力度较大。开店方面, 2021H1 公司合计净开店 271 家, 橱柜/衣柜/木门/整装分别净开店 82/98/67/23 家。

### ● 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	361	467	568
YOY(%)	15.4	20.7	23.3	29.5	21.5
毛利率(%)	35.8	32.7	31.8	32.7	32.8
净利率(%)	11.4	11.1	10.4	11.0	10.9
ROE(%)	19.9	15.9	17.2	19.2	19.9
EPS(摊薄/元)	1.57	1.89	2.34	3.02	3.67
P/E(倍)	21.7	17.9	14.5	11.2	9.2
P/B(倍)	4.6	2.9	2.5	2.2	1.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 Q2 收入维持高增长，利润率阶段性承压 .....	3
1.1、 橱柜维持较快增长，新品类拓展加速 .....	4
1.2、 分渠道： Q2 大宗业务收入快速增长，整装模式稳步推进 .....	4
2、 受原材料涨价、费用投入等影响，盈利能力阶段性承压 .....	5
3、 运营情况：现金流受原材料采购和运营费用增加影响 .....	7
4、 开店情况：2021H1 净开店 271 家 .....	7
5、 盈利预测与投资建议 .....	7
6、 风险提示 .....	8
附：财务预测摘要 .....	9

## 图表目录

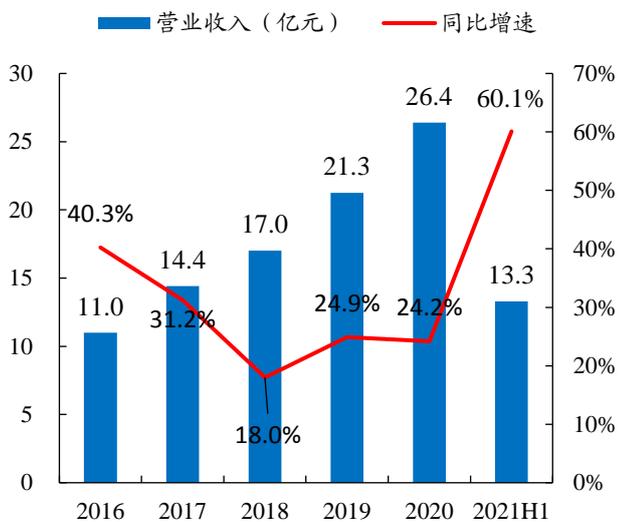
图 1： 2021H1 公司收入同比增长 60.1% .....	3
图 2： 2021H1 公司归母净利润同比增长 41.2% .....	3
图 3： 2021Q2 公司收入同比增长 49.9% .....	3
图 4： 2021Q2 公司归母净利润同比下降 22.3% .....	3
图 5： 2021H1 公司盈利能力承压 .....	6
图 6： 2021H1 期间费用率同比有所下降 .....	6
表 1： 2021Q2 公司橱柜、衣柜、木门均维持较快增长 .....	4
表 2： 2021 年公司大宗业务收入高速增长 .....	5
表 3： 除衣柜外，各渠道和品类毛利率阶段性承压 .....	6
表 4： 2021H1 公司经营现金流净流出 0.19 亿元 .....	7
表 5： 2021H1，公司净开店 271 家 .....	7

## 1、Q2 收入维持高增长，利润率阶段性承压

2021H1 公司实现营收 13.3 亿元 (+60.1%)，归母净利润 0.87 亿元 (+41.2%)，扣非归母净利润 0.44 亿元 (+54.8%)。剔除股权激励费用影响后，归母净利润为 0.94 亿元，扣非净利润为 0.50 亿元。

其中，2021Q2 收入 8.42 亿元，同比增长 49.9%，归母净利润 0.43 亿元，同比下降 22.3%，扣非后净利润 0.33 亿元，同比下降 25.5%。

图1: 2021H1 公司收入同比增长 60.1%



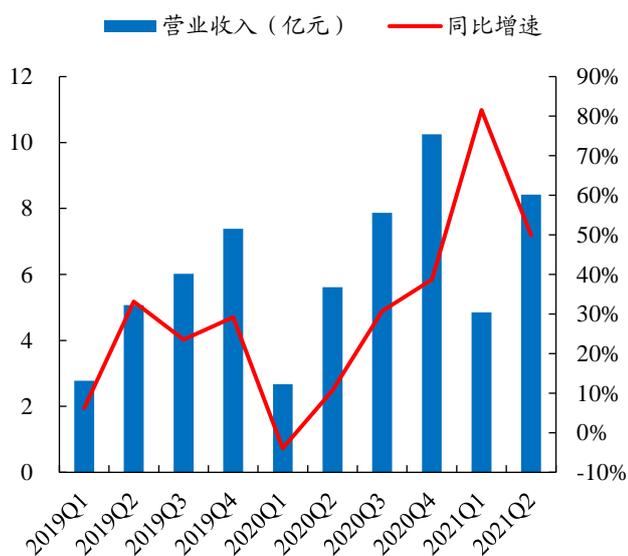
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2: 2021H1 公司归母净利润同比增长 41.2%



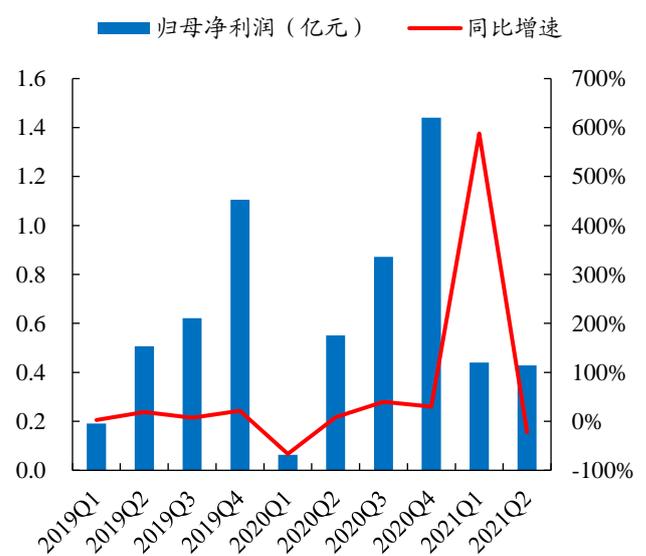
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3: 2021Q2 公司收入同比增长 49.9%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4: 2021Q2 公司归母净利润同比下降 22.3%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.1、橱柜维持较快增长，新品类拓展加速

分产品看：

(1) 2021H1 橱柜业务实现收入 10.0 亿元 (+53.6%)，2021Q2 收入 6.5 亿元 (+46.2%)。在优势品类橱柜上，受益于工程渠道快速增长和零售渠道领先的品牌力，公司继续高基数下高增长。

(2) 2021H1 衣柜业务实现收入 2.8 亿元 (+78.0%)，2021Q2 收入 1.6 亿元 (+47.8%)。公司将衣柜品牌调整回金牌后，有望进一步发挥品类和品牌的协同效应，带动衣柜品类加速发展。

(3) 2021H1 木门实现收入 0.2 亿元 (+256.6%)，其中 2021Q2 收入 0.1 亿元 (+189.3%)。公司成立木门事业分部，聚焦木门品类在大宗渠道的拓展，带动报告期内木门收入快速增长。

(4) 公司智能家居、厨电配套等产品加速发展。公司率先将人工智能融入到定制家居产品中，并推出了智慧门屏等重量级的前沿产品。此外，MALIO 玛尼欧厨电推出“智能健康烹饪中心”，涵盖智能烹饪、集成烹饪、集成洗涤、健康用水、健康饮水、健康食储 6 大产品矩阵。2021 年是玛尼欧渠道发展的元年，将加大力度进行专卖店、专营店以及专区的扩展。

表1: 2021Q2 公司橱柜、衣柜、木门均维持较快增长

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021Q2
橱柜收入	9.3	13.9	15.4	17.8	20.7	10.0	6.5
YOY	42.9%	49.8%	10.8%	16.0%	16.4%	53.6%	46.2%
衣柜收入	0.0	0.2	1.4	3.1	5.0	2.8	1.6
YOY	\	6152.1%	480.2%	121.4%	63.5%	78.0%	47.8%
木门收入	\	\	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1
YOY	\	\	\	2078.7%	222.6%	256.6%	189.3%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、分渠道：Q2 大宗业务收入快速增长，整装模式稳步推进

分渠道看：

(1) 2021H1 公司经销渠道收入 6.9 亿元 (+52.7%)，其中 2021Q2 经销渠道收入 4.1 亿元 (+24.0%)。报告期内，通过设立平台分公司，推动核心市场渠道深耕，赋能区域加盟商运营；加强商圈管理，采取分区招商推动渠道下沉；采取 1+N 模式，加强渠道各品类间协同，增强市场竞争力。

(2) 2021H1 公司工程渠道收入 4.5 亿元 (+88.7%)，其中 2021Q2 工程渠道收入 3.2 亿元 (+99.3%)。公司持续拓展与头部房地产企业的战略合作，与 42 家百强房地产企业签订战略集采协议。同时，加强新品类拓展，成立木门事业分部，聚焦木门品类在大宗渠道的拓展。

(3) 2021H1 直营渠道收入 0.8 亿元 (+20.0%)，其中 2021Q2 直营渠道收入 0.5 亿元 (+60.8%)。

(4) 2021H1 海外渠道收入 0.9 亿元 (+44.7%)，其中 2021Q2 直营渠道收入

0.5 亿元 (+34.8%)。海外收入快速增长，主要受益于 RTA 渠道拓展、工程项目落地。

- (5) **整装方面**，公司推出大客户直供、金牌厨柜整装馆、总部战略全包、总部战略设计师等七种模式。报告期内，公司已与慕思优家、生活家、喔喔哒整装、沈阳晋级等 9 家公司签订战略直供协议。

表2: 2021 年公司大宗业务收入高速增长

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021Q2
经销收入	6.9	9.7	11.5	13.0	14.1	6.9	4.1
YOY	46.5%	41.9%	18.6%	12.5%	8.6%	52.7%	24.0%
大宗收入	0.7	1.2	2.0	5.1	8.9	4.5	3.2
YOY	65.9%	70.5%	63.7%	149.3%	76.8%	88.7%	99.3%
直营收入	2.9	2.7	2.7	2.4	1.9	0.8	0.5
YOY	16.0%	-7.7%	-0.6%	-11.5%	-19.5%	20.0%	60.8%
境外收入	0.2	0.4	0.5	0.6	1.1	0.9	0.5
YOY	900.3%	100.5%	13.9%	9.5%	95.7%	44.7%	34.8%

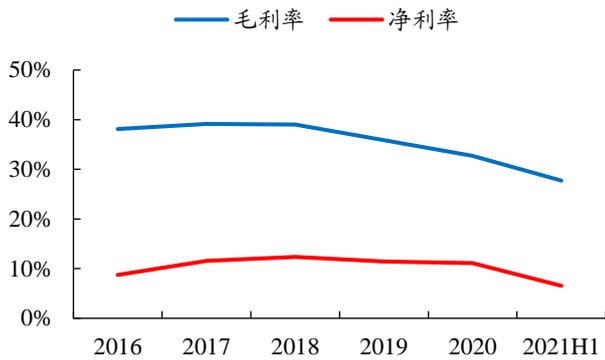
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、受原材料涨价、费用投入等影响，盈利能力阶段性承压

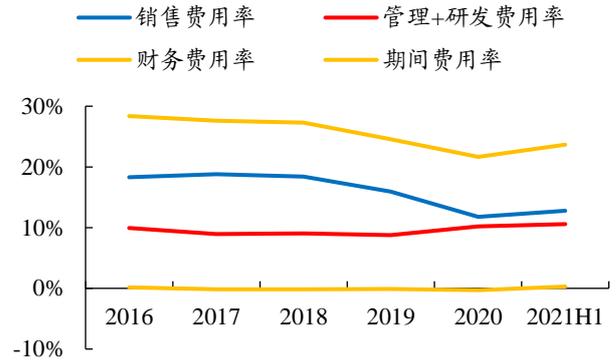
2021H1，公司整体毛利率为 27.7% (-5.7pct)。2021Q2，公司毛利率为 27.6% (-6.6pct)。2021H1 净利率为 6.5% (-0.9pct)。2021Q2，公司净利率为 5.1% (-4.7pct)。

2021H1 费用率方面:

- (1) 销售费用率为 12.8%，同比下降 3.5pct，主要系公司收入快速增长下，相关销售费用投入保持稳定。
- (2) 管理费用率为 11.8%，同比下降 1.3pct，主要系公司收入快速增长下，相关管理费用投入保持稳定。但拓展新业务储备人员导致工资薪酬增加。
- (3) 研发费用率为 5.5%，同比下降 0.4pct，公司 2021H1 研发支出 0.74 亿元，同比增长 49.0%。公司研发投入进一步加大，并且为了进一步增强新技术、新材料等基础研究，公司成立 GOKI 金牌家居创研联盟，构建“三库一网”研发共享平台。
- (4) 财务费用率为 0.29%，同比上升 0.1pct，主要系新租赁准则实施后未确认融资费用的增长，而 2020H1 无此项费用。

**图5: 2021H1 公司盈利能力承压**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图6: 2021H1 期间费用率同比有所下降**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**毛利率, 分渠道看:**

- (1) 经销渠道: 2021H1 毛利率同比下降 1.8pct 至 32.1%, 主要系原材料价格上涨暂未传导到终端, 导致毛利率略有下降。
- (2) 大宗渠道: 2021H1 毛利率同比下降 4.8pct 至 13.8%, 主要系大宗业务大多为战略标, 所执行价格未做调整, 及今年原材料价格上涨所致。
- (3) 直营渠道: 2021H1 毛利率同比下降 8.3pct 至 61.6%, 主要系部分直营店转成经销店, 店面样柜折价转让及原材料价格上涨所致。
- (4) 境外渠道: 2021H1 毛利率同比下降 14.0pct 至 21.7%, 主要系受疫情影响, 海外航运等成本增加, 以及海外外协厂成本上升所致。

**毛利率, 分品类看:**

- (1) 厨柜: 2021H1 毛利率同比下降 7.0pct 至 27.4%, 主要系工程厨柜收入占比提高及原材料价格上涨所致。
- (2) 衣柜: 2021H1 毛利率同比上升 1.6pct 至 26.7%, 主要系收入增长带来规模效应逐步体现。
- (3) 木门: 2021H1 毛利率同比下降 6.7pct 至 3.0%, 主要系 2021H1 同期木门未达规模量产及个别订单的毛利率波动较大所致。

**表3: 除衣柜外, 各渠道和品类毛利率阶段性承压**

	2016	2017	2018	2019	2020	2020H1	2021H1 同比变动
<b>分渠道</b>							
经销渠道	37.6%	36.8%	36.7%	34.4%	35.4%	32.07%	-1.84pct
大宗渠道	26.3%	23.1%	11.0%	20.0%	18.5%	13.75%	-4.81pct
直营渠道	61.8%	62.9%	66.2%	71.1%	65.8%	61.57%	-8.34pct
境外渠道	28.80%	31.25%	31.80%	30.92%	36.60%	21.65%	-13.96pct
<b>分品类</b>							
厨柜	36.6%	38.3%	39.9%	36.5%	32.9%	27.40%	-6.97pct
衣柜	16.7%	19.4%	18.9%	26.8%	29.7%	26.70%	+1.58pct
木门			48.7%	10.6%	0.3%	2.95%	-6.64pct

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3、运营情况：现金流受原材料采购和运营费用增加影响

#### (1) 公司经营性现金流净流出 0.19 亿元

2021H1 公司经营性现金流净流出 0.19 亿元，同比下降 156.6%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金达 15.7 亿元，同比增长 59.5%，公司销售回款仍处于正常水平。公司经营性现金流净流出主要系主要是支付材料采购和各项运营费用增加。

表4: 2021H1 公司经营现金流净流出 0.19 亿元

	2020H1	2021H1	同比
经营性现金流净额（单位：亿元）	0.34	-0.19	-156.6%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	9.84	15.70	59.5%

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处于良性水平，预收账款高增

2021H1，公司应收票据及应收账款为 1.42 亿元，同比增长 49.62%，低于大宗业务收入增速。公司应收票据及应收账款处于良性水平。

2021H1 公司合同负债存量 4.13 亿元，同比增长 31.2%。

### 4、开店情况：2021H1 净开店 271 家

2021H1 未厨柜门店 1668 家，净开店 83 家。

2021H1 未衣柜门店 820 家，净开店 98 家。

2021H1 未木门门店 248 家，净开店 67 家。

2021H1 未整装门店 28 家，净开店 23 家。

表5: 2021H1，公司净开店 271 家

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021H1 净开
厨柜门店（包含直销门店）	777	1130	1413	1559	1585	1668	83
衣柜门店	29	120	337	520	722	820	98
木门门店	\	\	9	63	181	248	67
整装	\	\	\	2	5	28	23
合计	806	1250	1759	2144	2493	2764	271

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 5、盈利预测与投资建议

维持盈利预测，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润 3.61/4.67/5.68 亿元，对应 EPS 为 2.34/3.02/3.67 元，当前股价对应 PE 为 14.5/11.2/9.2 倍。公司收入维持高

增长，利润率受费用投入和原材料影响承压。但我们认为全年维度看费用投入仍会处于正常范围内，原材料涨价边际影响趋弱，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	2586	2589	3533
现金	662	468	1017	916	1650
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	422	455	616
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	4437	4673	5910
<b>流动负债</b>	1103	1589	2252	2150	2951
短期借款	55	133	133	133	133
应付票据及应付账款	571	781	1017	1169	1500
其他流动负债	477	676	1102	849	1318
<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	2326	2234	3048
少数股东权益	3	8	7	7	5
股本	67	103	155	155	155
资本公积	458	829	788	788	788
留存收益	680	912	1163	1491	1892
<b>归属母公司股东权益</b>	1211	1826	2104	2432	2857
负债和股东权益	2676	3486	4437	4673	5910

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	402	673	918	319	1212
净利润	242	291	360	466	567
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	-19	-17
营运资金变动	92	291	507	-209	586
其他经营现金流	17	47	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-479	-872	-316	-315	-384
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	-81	-88
<b>筹资活动现金流</b>	348	42	-53	-104	-93
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	51	0	0
资本公积增加	-20	371	-41	0	0
其他筹资现金流	-10	-121	-75	-114	-107
<b>现金净增加额</b>	271	-156	549	-100	734

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	2362	2872	3506
营业税金及附加	15	17	22	27	33
营业费用	338	311	416	512	626
管理费用	82	135	156	181	224
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	30	30	30
公允价值变动收益	2	-2	-0	-0	-0
投资净收益	12	23	15	19	17
资产处置收益	-0	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	274	327	405	527	640
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	407	529	642
所得税	33	39	47	63	76
<b>净利润</b>	242	291	360	466	567
少数股东损益	-0	-1	-1	-1	-1
<b>归母净利润</b>	242	293	361	467	568
EBITDA	345	400	474	611	720
EPS(元)	1.57	1.89	2.34	3.02	3.67

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	23.8	30.1	21.4
归属于母公司净利润(%)	15.4	20.7	23.3	29.5	21.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.8	32.7	31.8	32.7	32.8
净利率(%)	11.4	11.1	10.4	11.0	10.9
ROE(%)	19.9	15.9	17.2	19.2	19.9
ROIC(%)	15.4	14.4	15.3	17.2	17.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	54.6	47.4	52.4	47.8	51.6
净负债比率(%)	-22.3	-16.7	-40.0	-29.9	-50.6
流动比率	1.4	1.2	1.1	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)	1.57	1.89	2.34	3.02	3.67
每股经营现金流(最新摊薄)	2.60	4.35	5.94	2.06	7.84
每股净资产(最新摊薄)	7.44	11.81	13.55	15.67	18.42
<b>估值比率</b>					
P/E	21.7	17.9	14.5	11.2	9.2
P/B	4.6	2.9	2.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	13.1	10.1	7.4	5.9	4.0

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