

## 欧派家居 (603833.SH) 配套品+整装带动经销超预期, 控费效果持续显现

2021年08月27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	2021/8/26
当前股价(元)	143.21
一年最高最低(元)	174.38/99.50
总市值(亿元)	872.37
流通市值(亿元)	872.37
总股本(亿股)	6.09
流通股本(亿股)	6.09
近3个月换手率(%)	25.88

### ● 2021H1 收入高速增长, 利润率维持较高水平, 维持“买入”评级

2021H1, 公司收入 82.0 亿元, 同比增长 65.1%, 归母净利润 10.1 亿元, 同比增长 107.0%, 扣非后归母净利润 9.5 亿元, 同比增长 113.6%。2021Q2, 公司收入 49.0 亿元, 同比增长 38.6%, 归母净利润 7.7 亿元, 同比增长 30.2%, 扣非后归母净利润 7.4 亿元, 同比增长 29.8%。公司收入高速增长且利润率维持较高水平, 维持盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润 26.76/33.52/40.53 亿元, 对应 EPS 为 4.39/5.50/6.65 元, 当前股价对应 PE 为 32.6/26.0/21.5 倍, 维持“买入”评级。

### ● 分品类看: 橱衣木卫均快速增长, 配套品发展超预期

橱柜/衣柜/卫浴/木门/其他 2021H1 分别实现收入 32.1 亿元 (+46.5%) /31.1 亿元 (+66.2%) /4.1 亿元 (+62.1%) /4.6 亿元 (+94.7%) /9.4 亿元 (+158.2%), 2021Q2 实现收入 19.5 亿元 (+25.9%) /17.5 亿元 (+27.6%) /2.5 亿元 (+45.3%) /2.9 亿元 (+71.7%) /6.2 亿元 (+152.0%)。公司橱衣木卫均快速增长, 配套品超预期。

### ● 分渠道: 配套品+整装带动经销超预期, 工程渠道稳健增长, 整装快速拓展

经销渠道 2021H1 收入 62.3 亿元 (+72.0%), 毛利率 31.9% (-0.07pct), 2021Q2 收入 38.2 亿元 (+39.3%), 毛利率为 33.9% (-2.6pct)。在配套品、整装快速拉动下, 公司经销渠道收入增速持续高增长, 超出市场预期。除整装大家居外, 2021H1 公司经销门店净增长 145 家至 7257 家 (衣柜净开 167 家)。截至 2021H1 末, 公司开设整装大家居门店 651 家, 相较 2020H1 末增加 317 家门店。工程渠道 2021H1 收入 15.8 亿元 (+52.1%), 毛利率 30.3% (-5.1pct), 2021Q2 工程渠道收入 8.6 亿元 (+30.3%), 毛利率 30.4% (-8.9pct), 毛利率下降主要受原材料涨价等影响。

### ● 控费效果进一步显现带来净利率提升, 经营性现金流大幅改善

2021H1, 公司整体毛利率为 32.3% (-1.13pct), 2021Q2 毛利率为 33.7% (-3.6pct)。但公司 2021H1 期间费用率同比下降 4.28pct, 带动公司净利率同比提升 2.5pct 至 12.3%。公司经营现金流亦大幅改善, 同比增长 235.44% 至 18.92 亿元。

### ● 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: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-Q2 收入延续高速增长, 降本增效下利润率亮眼》 - 2021.8.11

《公司信息更新报告-拟建设华中智造基地, 全国化产能布局再进一步》 - 2021.7.9

《公司信息更新报告-推出股票期权激励计划, 大家居龙头行稳致远》 - 2021.6.2

### 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	19,132	23,533	28,263
YOY(%)	17.6	8.9	29.8	23.0	20.1
归母净利润(百万元)	1,839	2,063	2,676	3,352	4,053
YOY(%)	17.0	12.1	29.7	25.3	20.9
毛利率(%)	35.8	35.0	34.5	34.8	34.9
净利率(%)	13.6	14.0	14.0	14.2	14.3
ROE(%)	19.2	17.3	19.3	20.2	20.2
EPS(摊薄/元)	3.02	3.39	4.39	5.50	6.65
P/E(倍)	47.4	42.3	32.6	26.0	21.5
P/B(倍)	9.4	7.4	6.3	5.3	4.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 业绩靓丽，配套品+整装带动经销超预期.....	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：经销渠道收入增长超预期，工程渠道发展稳健.....	4
2、 盈利能力：控费力度提升带动净利率提升.....	5
3、 运营情况：经营性现金流大幅改善.....	6
4、 开店情况：独立衣柜和整装大家居店快速拓展.....	6
5、 盈利预测与投资建议.....	6
6、 风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

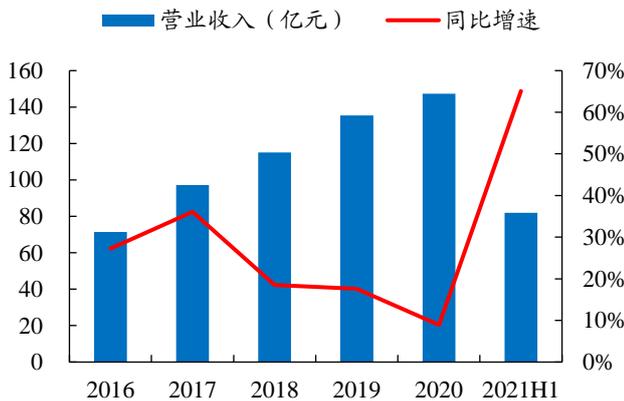
## 图表目录

图 1： 2021H1 公司收入同比增长 65.1%.....	3
图 2： 2021Q2 公司收入同比增长 38.6%.....	3
图 3： 2021H1 公司归母净利润同比增长 107.0%.....	3
图 4： 2021Q2 公司归母净利润同比增长 30.2%.....	3
图 5： 2021H1 公司控费效果进一步显现.....	5
图 6： 控费能力提升带动净利率提升.....	5
表 1： 2021Q2 橱柜、衣柜稳健增长，配套品增速亮眼.....	4
表 2： 经销渠道收入增长超预期，工程渠道发展稳健.....	5
表 3： 2021H1，独立衣柜和整装大家居快速拓展.....	6

## 1、业绩靓丽，配套品+整装带动经销超预期

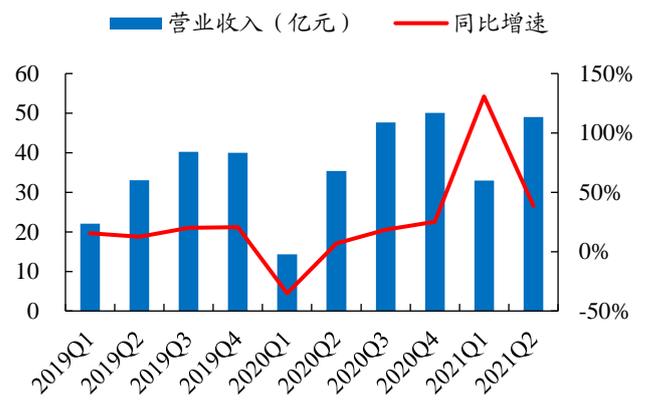
2021H1，公司收入 82.0 亿元，同比增长 65.1%，归母净利润 10.1 亿元，同比增长 107.0%，扣非后归母净利润 9.5 亿元，同比增长 113.6%。2021Q2，公司收入 49.0 亿元，同比增长 38.6%，归母净利润 7.7 亿元，同比增长 30.2%，扣非后归母净利润 7.4 亿元，同比增长 29.8%。公司业绩继续快速增长。

图1：2021H1 公司收入同比增长 65.1%



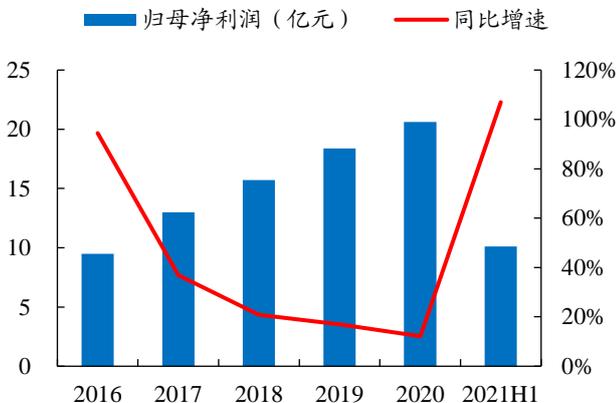
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2021Q2 公司收入同比增长 38.6%



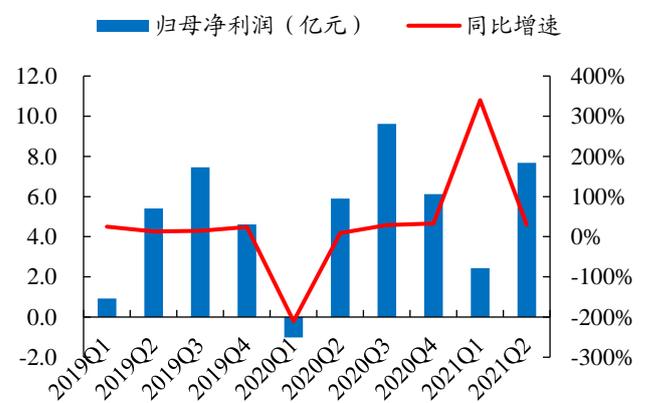
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2021H1 公司归母净利润同比增长 107.0%



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增长 30.2%



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**：2021H1 实现收入 32.1 亿元 (+46.5%)，毛利率为 33.3% (-0.24pct)，其中 2021Q2 橱柜收入 19.5 亿元 (+25.9%)，毛利率为 34.4% (-3.2pct)。2021H1，公司激活零售经销商与各地装企开展合作，深入推进“全厨定制”模式，挖潜厨房旧改，拉动橱柜零售业绩增长。
- (2) **衣柜**：2021H1 实现收入 31.1 亿元 (+66.2%)，毛利率为 38.1% (-1.01pct)，其中 2021Q2 收入 17.5 亿元 (+27.6%)，毛利率为 41.8% (-0.3pct)。2021H1，公司深化渠道运营与代理商的逐步转型，定制核心+

配套品+门墙系统的融合销售模式开辟了行业销售新路径，实现了衣柜业绩的快速增长。

- (3) **卫浴**: 2021H1 实现收入 4.1 亿元 (+62.1%)，毛利率为 21.4% (-0.36pct)，其中 2021Q2 收入 2.5 亿元 (+45.3%)，毛利率为 21.1% (-6.9pct)。
- (4) **木门**: 2021H1 实现收入 4.6 亿元 (+94.7%)，毛利率为 12.9% (-0.46pct)，其中 2021Q2 收入 2.9 亿元 (+71.7%)，毛利率为 13.6% (-2.4pct)。
- (5) **其他**: 2021H1 实现收入 9.4 亿元 (+158.2%)，毛利率为 24.2% (-1.01pct)，其中 2021Q2 收入 6.2 亿元 (+152.0%)，毛利率为 25.0% (-11.0pct)。在全屋定制、整装业务等带动下，公司配套品业务持续高速增长，发展速度超出市场预期。

**表1: 2021Q2 橱柜、衣柜稳健增长，配套品增速亮眼**

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021Q2
橱柜收入	43.7	53.5	57.7	61.9	60.6	32.1	19.5
YOY	13.6%	22.5%	7.7%	7.4%	-2.1%	46.5%	25.9%
毛利率	38.1%	36.7%	39.8%	36.6%	36.2%	33.3%	34.4%
衣柜收入	20.2	33.0	41.5	51.7	57.7	31.1	17.5
YOY	51.2%	63.0%	25.8%	24.6%	11.7%	66.2%	27.6%
毛利率	36.8%	34.7%	42.0%	39.9%	40.0%	38.1%	41.8%
卫浴收入	2.4	3.0	4.5	6.2	7.4	4.1	2.5
YOY	63.5%	25.2%	49.5%	37.7%	18.5%	62.1%	45.3%
毛利率	19.4%	19.3%	26.5%	26.2%	26.7%	21.4%	21.1%
木门收入	2.1	3.2	4.8	6.0	7.7	4.6	2.9
YOY	71.9%	54.3%	48.0%	25.7%	29.1%	94.7%	71.7%
毛利率	17.0%	15.9%	13.6%	12.4%	14.0%	12.9%	13.6%
其他收入	1.8	2.9	4.9	7.8	11.6	9.4	6.2
YOY	93.5%	60.0%	70.1%	60.0%	48.4%	158.2%	152.0%
毛利率	36.6%	28.9%	24.2%	28.2%	19.9%	24.2%	25.0%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 1.2、分渠道: 经销渠道收入增长超预期, 工程渠道发展稳健

分渠道看:

- (1) **经销渠道**: 2021H1 收入 62.3 亿元 (+72.0%)，毛利率 31.9% (-0.07pct)，其中 2021Q2 经销渠道收入 38.2 亿元 (+39.3%)，毛利率为 33.9% (-2.6pct)。在配套品、整装业务快速拉动下，公司经销渠道收入增速持续高增长，超出市场预期。2021Q2，受原材料涨价影响，公司经销渠道毛利率有所下滑。
- (2) **工程渠道**: 2021H1 收入 15.8 亿元 (+52.1%)，毛利率 30.3% (-5.1pct)，其中 2021Q2 工程渠道收入 8.6 亿元 (+30.3%)，毛利率 30.4% (-8.9pct)。

公司工程渠道发展稳健。毛利率下降主要系原材料涨价影响。

**表2: 经销渠道收入增长超预期, 工程渠道发展稳健**

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021Q2
经销收入	60.0	80.4	92.5	105.6	111.8	62.3	38.2
YOY		34.0%	15.1%	14.1%	6.0%	72.0%	39.3%
毛利率		31.9%	35.7%	35.0%	34.1%	31.9%	33.9%
大宗收入	5.7	9.6	14.2	21.6	26.8	15.8	8.6
YOY		68.5%	47.1%	52.5%	24.0%	52.1%	30.3%
毛利率		48.0%	49.5%	34.6%	32.7%	30.3%	30.4%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、盈利能力: 控费力度提升带动净利率提升

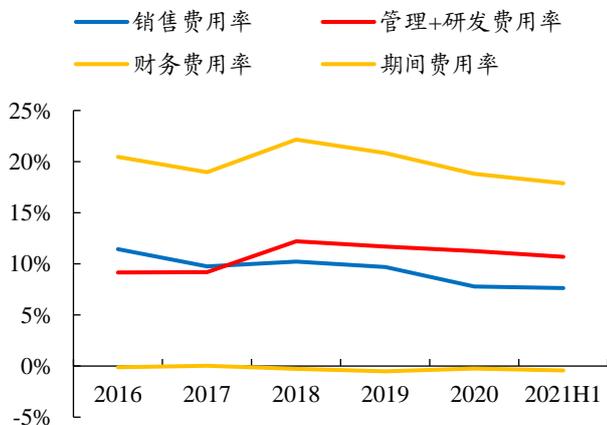
在原材料涨价等不利因素下, 公司毛利率有所承压。2021H1, 公司整体毛利率为 32.3% (-1.13pct), 2021Q2 毛利率为 33.7% (-3.6pct)。

但公司控费效果进一步显现, 期间费用率较 2020H1 同期下降 4.28pct。

- (1) 销售费用率同比降低 1.6pct, 主要系广告投入规模优势愈发明显(广告费用同比增长 46.6% 低于收入增速)、职工薪酬和租赁装修费涨幅较小以及运输费用转计入成本。
- (2) 管理费用率同比降低 2.5pct, 主要系收入快速增长带动规模效应提升。
- (3) 研发费用率同比降低 0.3pct, 继续保持较高的研发投入。
- (4) 财务费用率同比增长 0.11pct。

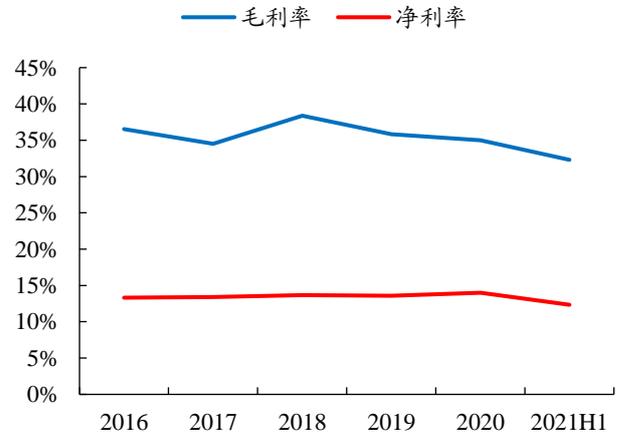
整体来看, 控费效果进一步显现, 带动公司净利率同比提升。2021H1, 公司净利率为 12.3%, 同比增长 2.49pct, 相较 2019H1 增长 0.86pct。

**图5: 2021H1 公司控费效果进一步显现**



数据来源: Wind、开源证券研究所

**图6: 控费能力提升带动净利率提升**



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

2021H1 公司经营性现金流净流入 18.92 亿元，同比增长 235.44%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金达 97.89 亿元，同比增长 76.32%。

#### (2) 应收账款及票据：处于良性区间

2021H1，公司应收账款及票据 10.4 亿元，同比增长 29.3%，与工程业务收入增速接近，处于良性区间内。

#### (3) 业绩前瞻指标：预收账款/合同负债高速增长

2021H1 公司预收款和合同负债共计 23.55 亿元，相较 2020H1 末预收款增长 83.1%，继续保持高速增长。

### 4、开店情况：独立衣柜和整装大家居店快速拓展

除整装大家居外，2021H1 公司经销门店净增长 145 家至 7257 家。分品类看，2021H1 末橱柜（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-11、+167、-8、+2、-5 家。公司独立衣柜店继续较快扩张。

整装大家居继续保持快速扩张态势。截至 2021H1 末，共拥有整装大家居经销商 552 家，开设整装大家居门店 651 家，相较 2020H1 末增加 317 家门店。同时，2021 年 4 月，公司推出整装品牌“StarHomes 星之家”，与整装大家居形成双翼驱动。

表3：2021H1，独立衣柜和整装大家居快速拓展

经销门店数量 (家)	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
橱柜（含橱衣）	2279	2330	2321	2334	2330	2310	2351	2407	2402	2396
独立衣柜	2091	2240	2182	2144	2144	2154	2141	2124	2053	2291
欧铂丽	954	982	1010	988	978	1017	950	928	889	920
卫浴	564	589	618	611	577	638	680	588	606	590
木门	859	877	953	985	1058	1059	1050	1065	1193	1060
整装大家居	\	\	251	288	\	334	\	\	\	651

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

公司收入高速增长且利润率维持较高水平，维持盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 26.76/33.52/40.53 亿元，对应 EPS 为 4.39/5.50/6.65 元，当前股价对应 PE 为 32.6/26.0/21.5 倍，维持“买入”评级。

### 6、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	9509	10796	14956
现金	1467	4427	4976	5719	9024
应收票据及应收账款	611	797	867	1487	1654
其他应收款	40	39	64	63	89
预付账款	98	85	153	140	212
存货	846	809	1356	1294	1884
其他流动资产	3390	2094	2094	2094	2094
<b>非流动资产</b>	8362	10593	11945	13231	14492
长期投资	8	16	22	27	33
固定资产	4960	6093	7637	9051	10389
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	21454	24026	29448
<b>流动负债</b>	3280	5926	6616	6500	8539
短期借款	53	1627	448	535	665
应付票据及应付账款	993	1358	1718	2048	2467
其他流动负债	2235	2942	4451	3918	5406
<b>非流动负债</b>	1975	992	951	902	849
长期借款	1602	495	454	405	352
其他非流动负债	372	497	497	497	497
<b>负债合计</b>	5255	6918	7567	7403	9388
少数股东权益	0	0	-0	-1	-1
股本	420	602	609	609	609
资本公积	2982	3744	3744	3744	3744
留存收益	5834	7438	9579	12260	15503
<b>归属母公司股东权益</b>	9559	11925	13887	16624	20061
负债和股东权益	14814	18844	21454	24026	29448

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2156	3889	4117	3095	5736
净利润	1839	2063	2676	3352	4053
折旧摊销	439	568	600	717	867
财务费用	-70	-35	-158	-164	-172
投资损失	-24	-37	-39	-40	-35
营运资金变动	-171	1148	1045	-762	1033
其他经营现金流	142	182	-7	-8	-10
<b>投资活动现金流</b>	-4654	-2337	-1906	-1955	-2083
资本支出	1831	1900	1346	1280	1255
长期投资	-2851	-576	-6	-6	-5
其他投资现金流	-5674	-1013	-567	-680	-833
<b>筹资活动现金流</b>	1441	585	-1663	-397	-348
短期借款	40	1574	-1179	87	131
长期借款	1462	-1107	-41	-49	-54
普通股增加	-0	181	8	0	0
资本公积增加	11	762	0	0	0
其他筹资现金流	-72	-825	-450	-436	-425
<b>现金净增加额</b>	-1051	2111	548	743	3305

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	13533	14740	19132	23533	28263
营业成本	8684	9579	12532	15343	18399
营业税金及附加	88	111	158	186	214
营业费用	1310	1147	1454	1859	2233
管理费用	939	961	1244	1530	1809
研发费用	642	699	842	941	1131
财务费用	-70	-35	-158	-164	-172
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	3106	3885	4696
营业外收入	27	26	24	26	30
营业外支出	13	20	11	13	14
<b>利润总额</b>	2119	2413	3120	3898	4712
所得税	279	350	444	545	659
<b>净利润</b>	1839	2063	2676	3352	4053
少数股东损益	0	0	-0	-0	-0
<b>归母净利润</b>	1839	2063	2676	3352	4053
EBITDA	2623	2979	3657	4498	5406
EPS(元)	3.02	3.39	4.39	5.50	6.65

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	29.8	23.0	20.1
营业利润(%)	15.5	14.4	29.0	25.1	20.9
归属于母公司净利润(%)	17.0	12.1	29.7	25.3	20.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.8	35.0	34.5	34.8	34.9
净利率(%)	13.6	14.0	14.0	14.2	14.3
ROE(%)	19.2	17.3	19.3	20.2	20.2
ROIC(%)	16.5	14.3	17.1	18.0	18.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	35.5	36.7	35.3	30.8	31.9
净负债比率(%)	5.1	-15.9	-25.6	-25.5	-37.2
流动比率	2.0	1.4	1.4	1.7	1.8
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.4	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.1
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)	3.02	3.39	4.39	5.50	6.65
每股经营现金流(最新摊薄)	3.54	6.39	6.76	5.08	9.42
每股净资产(最新摊薄)	15.18	19.39	22.60	27.09	32.74
<b>估值比率</b>					
P/E	47.4	42.3	32.6	26.0	21.5
P/B	9.4	7.4	6.3	5.3	4.4
EV/EBITDA	32.9	28.0	22.3	18.0	14.4

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