

# 金牌厨柜 (603180.SH) 零售业务表现亮眼, 渠道+品类拓展助力持续增长

2022年04月13日

——公司信息更新报告

**投资评级: 买入 (维持)**
**吕明 (分析师)**
**周嘉乐 (分析师)**

lvming@kysec.cn

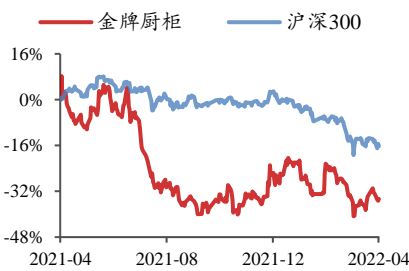
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2022/4/13
当前股价(元)	31.96
一年最高最低(元)	76.10/27.88
总市值(亿元)	49.34
流通市值(亿元)	45.77
总股本(亿股)	1.54
流通股本(亿股)	1.43
近3个月换手率(%)	63.67

## 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-业绩超预期, 零售驱动增长、多渠道多品类发力》- 2022.2.10

《公司信息更新报告-业绩短期承压, 全品类、渠道发力看好未来成长空间》- 2021.10.28

《公司信息更新报告-Q2 收入延续快速增长, 利润率有望逐步恢复》- 2021.8.26

### ● 2021 年业绩符合预期, 渠道+品类拓展助力持续增长, 维持“买入”评级

2021 年公司实现营收 34.48 亿元 (+30.61%), 归母净利润 3.38 亿元 (+15.49%), 扣非归母净利润 2.63 亿元 (+10.79%), 收入和利润在高基数下维持快速增长。2021Q4 收入 12.28 亿元 (+19.87%), 归母净利润 1.80 亿元 (+24.88%), 扣非归母净利润 1.58 亿元 (+17.47%)。2021 年业绩符合预期, 考虑疫情反复, 下调盈利预测, 新增 2024 年盈利预测, 预计 2022-2024 年公司归母净利润 4.07/5.13/6.22 亿元 (2022-2023 年原为 4.19/5.24 亿元), 对应 EPS 为 2.64/3.32/4.03 元, 当前股价对应 PE 为 12.1/9.6/7.9 倍, 看好多渠道、多品类发力, 维持“买入”评级。

### ● 收入拆分: “厨衣木”协同效应增强, 零售业务表现亮眼

(1) 分品类看: 2021 年公司厨柜业务维持稳定增长, 衣柜、木门业务快速放量, “厨衣木”协同效应增强, 三者全年收入增速分别为 +19.62%/+60.33%/+242.17%; (2) 分渠道看: 2021 年公司经销渠道收入 18.78 亿元 (+33.3%), 毛利率 35.3% (-0.1pct), 工程渠道收入 11.45 亿元 (+28.2%), 毛利率 13.3% (-5.2pct)。单季度看, 2021Q4 经销渠道继续回暖, 工程渠道增速显著放缓, 据我们测算, 2021Q4 经销渠道收入约 7.0 亿元 (+32%), 工程渠道收入约 3.9 亿元 (+0.3%)。2021 年橱柜/衣柜/木门/整装各净开店 135/197/207/30 家, 较 2020 年门店扩张明显提速。

### ● 盈利能力: 成本上升毛利率受损, 2021Q4 净利率有效回暖

**毛利率端:** 2021 年公司整体毛利率为 30.5% (-2.2pct), 下滑主要系公司大宗业务产品价格提前被锁定下原材料价格上涨。我们认为 2022 年公司新的工程业务合同履约价得到上调, 大宗业务毛利率有望恢复。**费用率端:** 受益于快速增长的收入规模和优秀的控费能力, 2021 年公司期间费用率为 21.38% (-0.27pct), 延续下降态势。**净利率端:** 2021 年公司净利率为 9.8% (-1.28pct), 扣非净利率为 7.63% (-1.36pct), 净利率承压主要受毛利率下滑明显影响。2021Q4 公司净利率为 14.64%, 同比增长 0.59pct, 环比增长 6.65pct, 盈利能力有效回暖。

### ● 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,640	3,448	4,164	5,110	6,158
YOY(%)	24.2	30.6	20.8	22.7	20.5
归母净利润(百万元)	293	338	407	513	622
YOY(%)	20.7	15.5	20.4	26.1	21.2
毛利率(%)	32.7	30.5	31.5	31.8	32.1
净利率(%)	11.1	9.8	9.8	10.0	10.1
ROE(%)	15.9	13.8	15.2	16.9	17.7
EPS(摊薄/元)	1.90	2.19	2.64	3.32	4.03
P/E(倍)	16.9	14.6	12.1	9.6	7.9
P/B(倍)	2.7	2.0	1.9	1.6	1.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2021 年业绩符合预期，零售业务表现亮眼 .....	3
1.1、 分品类：协同效应增强，衣柜业务快速放量 .....	3
1.2、 分渠道：经销渠道稳健增长，地产下行大宗业务增速放缓 .....	4
2、 盈利能力：2021 年毛利率下降明显，Q4 净利率有效回暖 .....	5
3、 运营情况：现金流水平有所下降，预收账款延续较快增长 .....	5
4、 开店情况：数字化转型加快，各类型门店实现高速扩张 .....	6
5、 展望：聚焦零售业务，多渠道、多品类布局打开成长空间 .....	7
6、 盈利预测与投资建议 .....	7
7、 风险提示 .....	7
附：财务预测摘要 .....	8

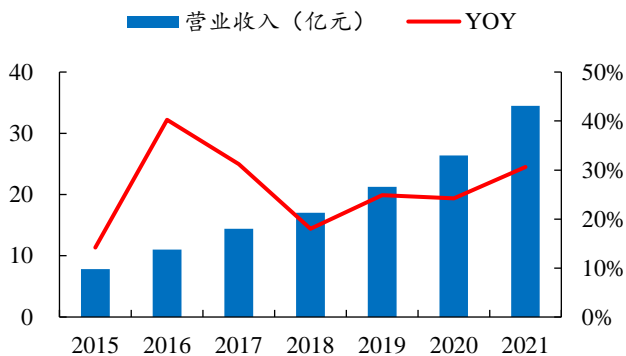
## 图表目录

图 1： 2021 年公司收入同比增长 30.61% .....	3
图 2： 2021 年公司归母净利润同比增长 15.49% .....	3
图 3： 2021Q4 公司收入同比增长 19.87% .....	3
图 4： 2021Q4 公司归母净利润同比增长 24.88% .....	3
图 5： 2021 年公司毛利率下滑明显使得净利率承压 .....	5
图 6： 2021 年公司期间费用率继续下降 .....	5
图 7： 2021 年公司应收票据及应收账款周转率平稳 .....	6
表 1： 2021 年厨柜业务增长稳定，衣柜和木门业务快速放量 .....	4
表 2： 2021 年公司经销渠道稳健增长，工程渠道增速放缓 .....	4
表 3： 公司经营现金流净额大幅提升 .....	6
表 4： 2021 年各类型门店实现高速扩张，整装馆数量增速亮眼 .....	7

## 1、2021 年业绩符合预期，零售业务表现亮眼

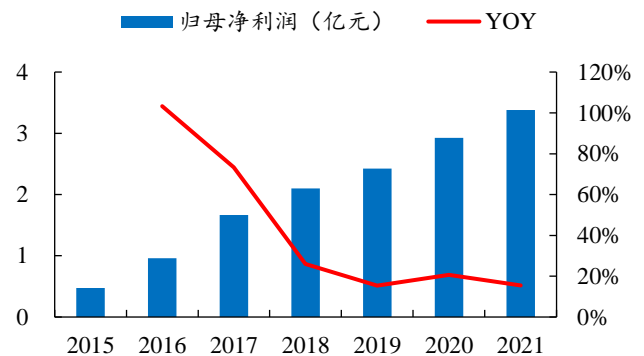
2021 年公司实现营收 34.48 亿元(+30.61%)，归母净利润 3.38 亿元(+15.49%)，扣非归母净利润 2.63 亿元 (+10.79%)，收入和利润在 2020 年高基数下维持快速增长。其中，2021Q4 公司收入 12.28 亿元(+19.87%)，归母净利润 1.80 亿元(+24.88%)，扣非归母净利润 1.58 亿元 (+17.47%)。

图1：2021 年公司收入同比增长 30.61%



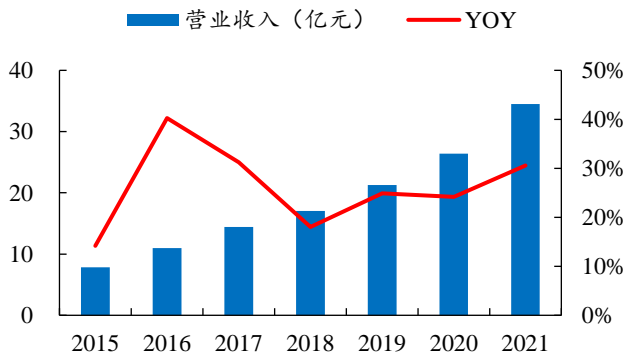
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2021 年公司归母净利润同比增长 15.49%



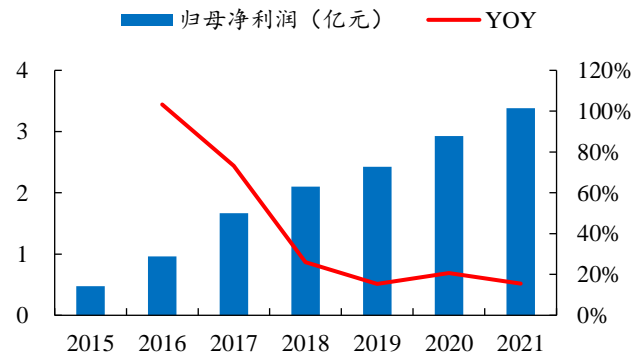
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2021Q4 公司收入同比增长 19.87%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2021Q4 公司归母净利润同比增长 24.88%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.1、分品类：协同效应增强，衣柜业务快速放量

公司厨柜业务维持稳定增长，衣柜、木门业务快速放量，“厨衣木”协同效应增强，具体来看：

(1) 厨柜业务：2021 年实现收入 24.80 亿元 (+19.62%)，毛利率为 30.31% (-2.55pct)，2021Q4 收入 8.34 亿元 (+3.90%)，毛利率为 32.80% (+0.80pct)。2021Q4 厨柜业务增速放缓主要源于大宗业务收入贡献下降。

(2) 衣柜业务：2021 年衣柜业务实现收入 8.00 亿元 (+60.33%)，毛利率为 28.90% (-0.75pct)，其中 2021Q4 衣柜收入 3.21 亿元 (+64.68%)，毛利率为 30.42% (-2.11pct)。

(3) 木门业务：2021 年木门业务实现收入 0.84 亿元 (+242.17%)，毛利率为

4.42% (+4.08pct)，其中 2021Q4 木门收入 0.33 亿元 (+214.54%)，毛利率为 5.97% (+20.82pct)。

**表1：2021 年厨柜业务增长稳定，衣柜和木门业务快速放量**

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q4
厨柜收入	9.25	13.86	15.36	17.82	20.73	24.80	8.34
YOY	42.9%	49.8%	10.8%	16.0%	16.4%	19.6%	3.9%
毛利率	36.6%	38.3%	39.9%	36.5%	32.9%	30.3%	32.8%
衣柜	0.00	0.24	1.38	3.05	4.99	8.00	3.21
YOY	\	6152.1%	480.2%	121.4%	63.5%	60.3%	64.7%
毛利率	16.7%	19.4%	18.9%	26.8%	29.7%	28.9%	30.4%
木门	\	\	0.00	0.08	0.25	0.84	0.33
YOY	\	\	\	2078.7%	222.6%	242.2%	214.5%
毛利率	\	\	48.7%	10.6%	0.3%	4.4%	6.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、分渠道：经销渠道稳健增长，地产下行大宗业务增速放缓

分渠道看：

(1) 零售渠道：2021 年公司经销渠道收入 18.78 亿元 (+33.3%)，毛利率 35.3% (-0.1pct)；直营渠道收入 1.92 亿元 (+0.8%)，毛利率 67.1% (+1.4pct)。

2021 年公司深入推进全渠道发展模式，强化零售渠道全覆盖，加快渠道数字化转型。公司经销渠道保持稳健增长，收入同比增长 33.3%，受大宗商品价格上涨影响，毛利率端承压，下降 0.1pct；直营渠道增长放缓，收入同比增长 0.8%，但依旧保持较高盈利水平，毛利率同比提升 1.4pct，达 67.1%。2021Q4 国内疫情影响消退，零售渠道继续回暖，我们估算，2021Q4 经销渠道收入约 7.0 亿元，同比增长 32%，直营渠道收入 0.7 亿元，同比增长+4.9%。

(2) 工程渠道（大宗业务）：2021 年公司工程渠道（大宗业务）收入 11.45 亿元 (+28.2%)，毛利率 13.3% (-5.2pct)。2021Q4 渠道继续保持低增速，我们估算，2021Q4 工程渠道收入 3.9 亿元，同比增长 0.3%。

报告期内，公司大宗增速放缓，毛利率端受损，主要原因系地产行业下行，下游需求端收紧。

**表2：2021 年公司经销渠道稳健增长，工程渠道增速放缓**

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021Q1-Q3	2021Q4
经销收入	6.85	9.73	11.53	12.98	14.09	18.78	11.82	6.96
YOY	46.5%	41.9%	18.6%	12.5%	8.6%	33.3%	33.9%	32.3%
毛利率	37.6%	36.8%	36.7%	34.4%	35.4%	35.3%	/	/
大宗收入	0.73	1.24	2.03	5.05	8.93	11.45	7.52	3.93
YOY	65.9%	70.5%	63.7%	149.3%	76.8%	28.2%	50.1%	0.3%
毛利率	26.3%	23.1%	11.0%	20.0%	18.5%	13.3%	/	/
直营业收入	2.92	2.69	2.68	2.37	1.91	1.92	1.22	0.70
YOY	16.0%	-7.7%	-0.6%	-11.5%	-19.5%	0.8%	-1.2%	4.9%
毛利率	61.8%	62.9%	66.2%	71.1%	65.8%	67.1%	/	/

数据来源：公司公告、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

## 2、盈利能力：2021年毛利率下降明显，Q4净利率有效回暖

2021年，公司整体毛利率为30.5%(-2.2pct)，毛利率下降明显主要源于原材料价格上涨，以及公司大宗业务产品价格战略合作协议中提前被锁定，双重叠加带来的生产成本上升。我们认为2022年公司新的工程业务合同履约价得到上调，大宗业务毛利率有望得到恢复，将一定程度拉升整体毛利率。2021Q4公司毛利率为32.8%(+0.1pct)，主要系大宗业务收入占比下降。

受益于快速增长的收入规模和优秀的控费能力，2021年公司期间费用率为21.38%(-0.27pct)，延续下降态势，拆分来看：

(1) 销售费用率为11.76%，同比下降0.02pct。

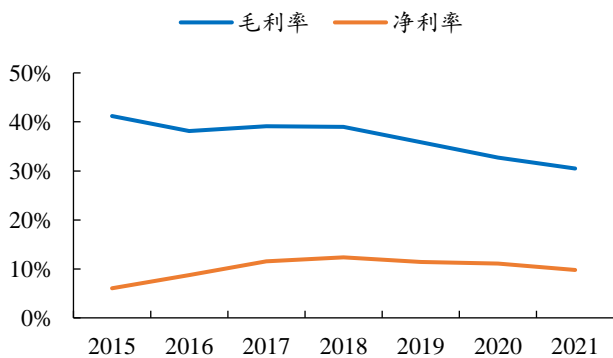
(2) 管理费用率为4.65%，同比下降0.45pct，主要系股份支付摊销费用明显减少。

(3) 研发费用率为5.13%，同比增长0.05pct，主要系拓展业务加大新品类的研发投入。

(4) 财务费用率为-0.16%，同比增长0.14pct。

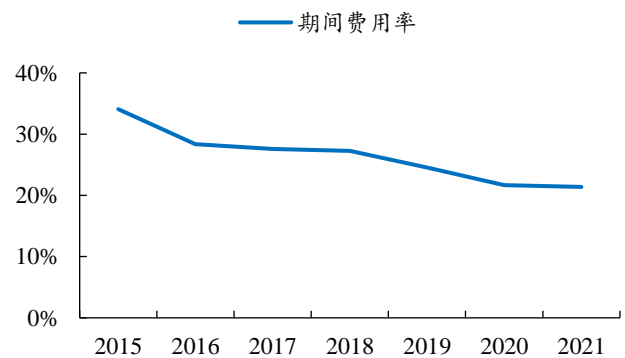
整体来看，2021年公司净利率为9.8%，同比-1.28pct，扣非净利率为7.63%，同比-1.36pct，毛利率下降明显使得净利率承压。其中，2021Q4公司净利率为14.64%，同比+0.59pct，环比+6.65pct，扣非净利率为12.85%，同比-0.26pct，环比+5.96pct，盈利能力有效回暖。

图5：2021年公司毛利率下滑明显使得净利率承压



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2021年公司期间费用率继续下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 3、运营情况：现金流水平有所下降，预收账款延续较快增长

### (1) 公司经营性现金流净额有所下降

2021年公司经营性现金流净额为4.0亿元，同比下降40.1%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金达39.6亿元，同比增长28.2%。现金流量下滑主要系多品类的发展导致原材料采购品种增加，以及为应对疫情和原材料上涨等不确定因素，公司适当增加了原材料等库存储备。

**表3：公司经营现金流净额大幅提升**

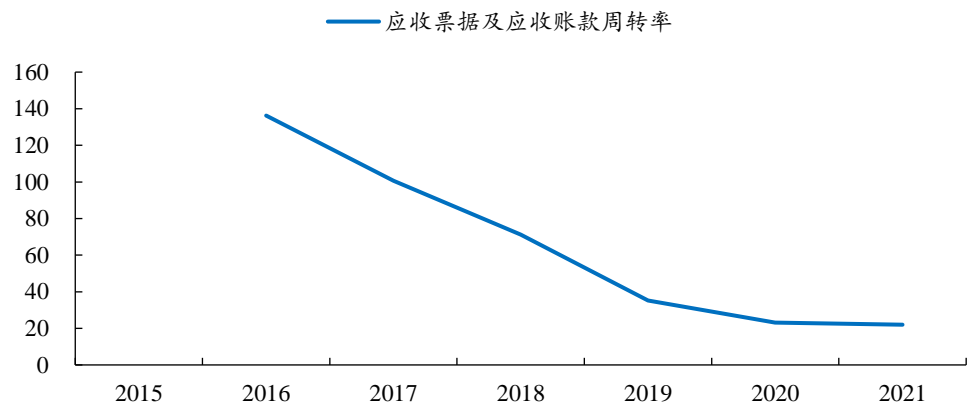
	2020	2021	同比
经营性现金流净额（单位：亿元）	6.7	4.0	-40.1%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	30.9	39.6	28.2%
经营活动现金流入小计（单位：亿元）	31.9	40.6	27.3%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	25.2	36.6	45.3%

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周转率有所下滑，预收账款延续较快增长

2021 年公司应收票据及应收账款周转率为 21.98 次，同比有所下滑，但仍处于良性水平。

2021 年末公司预收账款存量 5.1 亿元，同比增长 18.6%，延续较快增长。

**图7：2021 年公司应收票据及应收账款周转率平稳**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、开店情况：数字化转型加快，各类型门店实现高速扩张

公司橱柜、衣柜、木门门店数量高增，整装门店扩张表现亮眼。

2021 年末橱柜门店 1720 家，2021 年净开店 135 家。

2021 年末衣柜门店 919 家，2021 年净开店 197 家。

2021 年末木门门店 388 家，2021 年净开店 207 家。

2021 年末桔家云整装门店 35 家，2021 年净开店 30 家。

公司直销店均为橱柜店，2019 年直销店 49 家，由于部分区域直销转为经销，2020 年及 2021 年公司直销店均为 31 家。

2021 年，公司加快门店数字化转型，打造高效获客系统，实现千店千面，赋能终端门店为消费者提供更好的服务体验。

**表4：2021年各类型门店实现高速扩张，整装馆数量增速亮眼**

单位：家	2016末	2017末	2018末	2019末	2020末	2021末	2021净开
橱柜门店	777	1130	1413	1559	1585	1720	135
衣柜门店	29	120	337	520	722	919	197
木门门店	\	\	9	63	181	388	207
整装馆	\	\	\	2	5	35	30
直销店	\	\	\	49	31	31	0

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 5、展望：聚焦零售业务，多渠道、多品类布局打开成长空间

公司聚焦零售业务，多渠道、多品类布局战略日益完善：

**(1) 渠道拓展：**零售渠道方面，公司推动渠道从单一的产品线直线管理向“产品线-区域”矩阵管理组织升级，通过构建平台分公司、办事处等对区域市场实现网格化管理，一方面增加终端密度，推动渠道进一步下沉，另一方面强化品类协同，加快各品类在零售、家装、整装等的全渠道拓展。同时，平台公司、办事处将整合设计、安装等资源，以集约化服务赋能加盟商，实现加盟商的降本增效。大宗渠道方面，公司将持续与优质地产战略合作，提升战略签约及代理商的数量与质量，促进客户总存量，促进大宗业务稳定增长。

**(2) 品类拓展：**公司同时发力厨柜、衣柜、木门业务，借助全屋定制强化品类之间的协同，同时通过招商开发卫浴、阳台、厨电、智能家居等新业务，有望打造新的零售业务增长点。

另外，在家居家装下乡补贴、地产行业良性循环信号释放的政策催化下，公司有望凭借自身优质的渠道裂变能力以及多品类协同能力进一步扩大市场份额。

## 6、盈利预测与投资建议

2021年公司实现营收34.48亿元(+30.61%)，归母净利润3.38亿元(+15.49%)，扣非归母净利润2.63亿元(+10.79%)，收入和利润在高基数下维持快速增长。2021Q4收入12.28亿元(+19.87%)，归母净利润1.80亿元(+24.88%)，扣非归母净利润1.58亿元(+17.47%)。2021年业绩符合预期，考虑疫情反复，下调盈利预测，新增2024年盈利预测，预计2022-2024年公司归母净利润4.07/5.13/6.22亿元（2022-2023年原为4.19/5.24亿元），对应EPS为2.64/3.32/4.03元，当前股价对应PE为12.1/9.6/7.9倍，长期看好多渠道、多品类发力，维持“买入”评级。

## 7、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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1884	2476	2797	3149	3684
现金	468	760	1072	1101	1592
应收票据及应收账款	134	180	199	266	295
其他应收款	16	24	24	35	36
预付账款	54	63	78	95	113
存货	299	471	446	674	670
其他流动资产	913	978	978	978	978
<b>非流动资产</b>	1602	2040	2236	2512	2801
长期投资	3	3	3	2	2
固定资产	865	1240	1440	1708	1993
无形资产	125	127	134	141	142
其他非流动资产	609	671	659	661	664
<b>资产总计</b>	3486	4516	5033	5661	6485
<b>流动负债</b>	1589	2016	2283	2536	2876
短期借款	133	333	333	333	333
应付票据及应付账款	781	864	1093	1298	1571
其他流动负债	676	819	856	905	972
<b>非流动负债</b>	63	80	89	102	115
长期借款	0	0	9	22	35
其他非流动负债	63	80	80	80	80
<b>负债合计</b>	1652	2096	2371	2638	2991
少数股东权益	8	10	8	5	2
股本	103	154	154	154	154
资本公积	829	1069	1069	1069	1069
留存收益	912	1157	1423	1756	2143
<b>归属母公司股东权益</b>	1826	2411	2654	3018	3492
负债和股东权益	3486	4516	5033	5661	6485

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	673	403	760	535	1025
净利润	291	335	405	511	618
折旧摊销	75	97	111	133	159
财务费用	-8	-5	-9	-14	-22
投资损失	-23	-18	-18	-19	-20
营运资金变动	291	-44	273	-73	292
其他经营现金流	47	40	-2	-3	-3
<b>投资活动现金流</b>	-872	-477	-286	-388	-425
资本支出	488	416	196	277	289
长期投资	-390	-66	0	0	0
其他投资现金流	-774	-127	-90	-111	-136
<b>筹资活动现金流</b>	42	372	-161	-118	-108
短期借款	78	200	0	0	0
长期借款	-323	0	9	13	13
普通股增加	36	51	0	0	0
资本公积增加	371	240	0	0	0
其他筹资现金流	-121	-119	-170	-131	-121
<b>现金净增加额</b>	-156	294	312	29	491

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2640	3448	4164	5110	6158
营业成本	1776	2397	2852	3485	4182
营业税金及附加	17	21	25	31	37
营业费用	311	406	484	589	722
管理费用	135	160	187	230	277
研发费用	134	177	222	271	326
财务费用	-8	-5	-9	-14	-22
资产减值损失	-2	-1	0	0	0
其他收益	39	47	30	30	30
公允价值变动收益	-2	9	2	3	3
投资净收益	23	18	18	19	20
资产处置收益	-0	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	327	361	453	570	689
营业外收入	5	9	5	5	6
营业外支出	1	2	1	1	2
<b>利润总额</b>	331	368	456	574	693
所得税	39	33	51	63	75
<b>净利润</b>	291	335	405	511	618
少数股东损益	-1	-3	-2	-3	-4
<b>归母净利润</b>	293	338	407	513	622
EBITDA	400	462	560	695	833
EPS(元)	1.90	2.19	2.64	3.32	4.03

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	24.2	30.6	20.8	22.7	20.5
营业利润(%)	19.6	10.3	25.5	25.8	20.8
归属于母公司净利润(%)	20.7	15.5	20.4	26.1	21.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.7	30.5	31.5	31.8	32.1
净利率(%)	11.1	9.8	9.8	10.0	10.1
ROE(%)	15.9	13.8	15.2	16.9	17.7
ROIC(%)	14.4	11.9	13.1	14.6	15.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.4	46.4	47.1	46.6	46.1
净负债比率(%)	-16.7	-15.1	-25.7	-23.1	-33.5
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3
速动比率	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	23.2	22.0	22.0	22.0	22.0
应付账款周转率	2.6	2.9	2.9	2.9	2.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.90	2.19	2.64	3.32	4.03
每股经营现金流(最新摊薄)	4.36	2.61	4.92	3.46	6.64
每股净资产(最新摊薄)	11.83	15.61	17.19	19.55	22.62
<b>估值比率</b>					
P/E	16.9	14.6	12.1	9.6	7.9
P/B	2.7	2.0	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.3	7.8	5.9	4.7	3.4

数据来源：聚源、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

8 / 10



### 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