

金牌厨柜 (603180.SH) 2022H1 收入增长略超预期, 衣柜、木门维持高增长

2022年09月01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

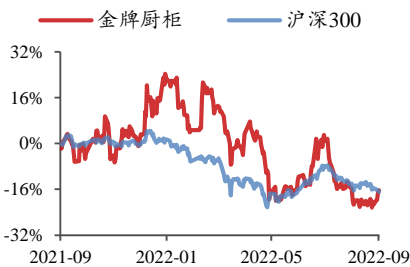
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2022/9/1
当前股价(元)	25.14
一年最高最低(元)	39.48/22.77
总市值(亿元)	38.78
流通市值(亿元)	36.26
总股本(亿股)	1.54
流通股本(亿股)	1.44
近3个月换手率(%)	68.64

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《2022Q1 收入符合预期, 渠道+品类拓展助力增长—公司信息更新报告》
-2022.4.28

《零售业务表现亮眼, 渠道+品类拓展助力持续增长—公司信息更新报告》
-2022.4.13

《业绩超预期, 零售驱动增长、多渠道多品类发力—公司信息更新报告》
-2022.2.10

● 22H1 收入增速略超预期, 衣柜、木门维持高增长, 维持“买入”评级

2022H1 营收 14.31 亿元 (+7.84%), 归母净利 0.93 亿元 (+6.70%), 扣非归母净利 0.41 亿元 (-5.71%), 受疫情反复、地产下行等不利因素影响, 在同期高基数下, 公司营收增长略超预期, 扣非净利承压也与原材料价格高位运行相关; 非经常性损益主要以政府补贴为主。2022Q2 营收 8.62 亿元 (+2.42%), 归母净利 0.62 亿元 (+45.62%), 扣非后归母净利 0.28 亿元 (-16.87%)。考虑到疫情反复和地产下行, 下调盈利预测, 预计 2022-2024 年公司归母净利润 3.94/4.87/5.90 亿元 (原为 4.07/5.13/6.22 亿元), 对应 EPS 为 2.55/3.16/3.82 元, 当前股价对应 PE 为 9.8/8.0/6.6 倍, 多品类、多渠道发展打开长期成长空间, 维持“买入”评级。

● 收入拆分: 衣柜、木门增速依然靓丽, 经销、工程渠道逆势正增长

分品类看, 2022H1 厨柜/衣柜/木门收入分别为 9.81/3.64/0.51 亿元, 分别同比 -2.34%/+32.01%/+142.28%, 2022Q2 收入分别为 5.99/2.13/0.34 亿元, 分别同比 -7.9%/+32.0%/+161.8%, 核心厨柜品类受地产下行影响增速放缓, 但新品类拓展顺利, 衣柜、木门增速持续靓丽。分渠道看, 2022H1 经销/大宗/直营/境外渠道收入分别为 7.28/4.85/0.64/1.22 亿元, 分别同比 +6.3%/+6.6%/-20.7%/+42.3%, 其中 2022Q2 收入分别为 4.27/3.07/0.35/0.79 亿元, 分别同比 +3.6%/-2.7%/-33.3%/+65.5%。经销、大宗渠道疫情下逆势实现正增长, 海外渠道表现亮眼。门店方面, 2022H1 厨柜/衣柜/木门/整装各净开店 51/106/84/22 家, 渠道持续扩张。

● 盈利能力: 22Q2 扣非净利率略承压, 业务拓展带来费用投放加大

毛利率及净利率端: 2022H1 毛利率/净利率/扣非净利率分别为 28.9% (+1.2pct) /6.47% (-0.1pct) /2.87% (-0.4pct), 剔除政府补助等非经常性损益影响, 2022Q2 扣非净利率为 3.21% (-0.74pct), 单季度盈利能力略承压。费用率端: 受新品孵化及业务拓展影响, 2022H1 期间费用率上升 1.5pct 至 25.1%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 +0.58pct/+0.54pct/+0.77pct/-0.45pct。

● 风险提示: 终端需求回暖不及预期; 品类、渠道拓展不及预期; 疫情反复。

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	3,968	4,810	5,798
YOY(%)	24.2	30.6	15.1	21.2	20.5
归母净利润(百万元)	293	338	394	487	590
YOY(%)	20.7	15.5	16.6	23.7	21.0
毛利率(%)	32.7	30.5	31.5	31.8	32.1
净利率(%)	11.1	9.8	9.9	10.1	10.2
ROE(%)	15.9	13.8	14.8	16.2	17.1
EPS(摊薄/元)	1.90	2.19	2.55	3.16	3.82
P/E(倍)	13.3	11.5	9.8	8.0	6.6
P/B(倍)	2.1	1.6	1.5	1.3	1.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、收入增长略超预期，衣柜、木门维持高增长.....	3
1.1、分品类：衣柜、木门维持较快增长，多品类融合持续推进.....	3
1.2、分渠道：经销渠道、工程渠道逆势正增长，海外渠道持续高增长.....	4
2、2022H1 毛利率稳中有升，2022Q2 扣非净利率略承压.....	5
3、运营情况：业务拓展现金投入加大，疫情下回款周期延长.....	6
4、开店情况：数字化转型持续推进，门店扩张速度亮眼.....	6
5、盈利预测与投资建议.....	7
6、风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

图表目录

图 1：2022H1 年公司收入同比+7.84%.....	3
图 2：2022H1 年公司归母净利润同比+6.70%.....	3
图 3：2022Q2 年公司收入同比+2.42%.....	3
图 4：2022Q2 年公司归母净利润同比+45.62%.....	3
图 5：2022H1 年公司毛利率同比+1.2pct.....	6
图 6：2022H1 年期间费用率同比+1.5pct.....	6
表 1：厨柜收入同比微降，衣柜、木门维持高增速增长.....	4
表 2：经销渠道、工程渠道逆势正增长，海外渠道持续高增长.....	5
表 3：2022H1 年公司经营现金流净流出 0.74 亿元.....	6
表 4：2022H1 年各类型门店持续扩张，衣柜门店净开数量亮眼.....	6

1、收入增长略超预期，衣柜、木门维持高增长

2022H1 公司实现营收 14.31 亿元 (+7.84%)，归母净利润 0.93 亿元 (+6.70%)，扣非归母净利润 0.41 亿元 (-5.71%)。受疫情反复、地产下行等不利因素影响，在同期高基数下，公司营收增长略超预期，扣非净利承压也与原材料价格高位运行相关；非经常性损益主要以政府补贴为主。

分季度看，2022Q2 收入 8.62 亿元，同比+2.42%，归母净利润 0.62 亿元，同比+45.62%，扣非后净利润 0.28 亿元，同比-16.87%，单季度归母净利润增速亮眼主要源于政府补贴在二季度确认，单季度扣非净利承压。

图1：2022H1 年公司收入同比+7.84%

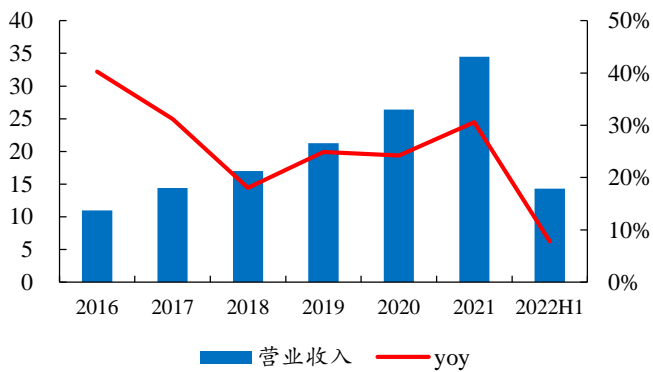


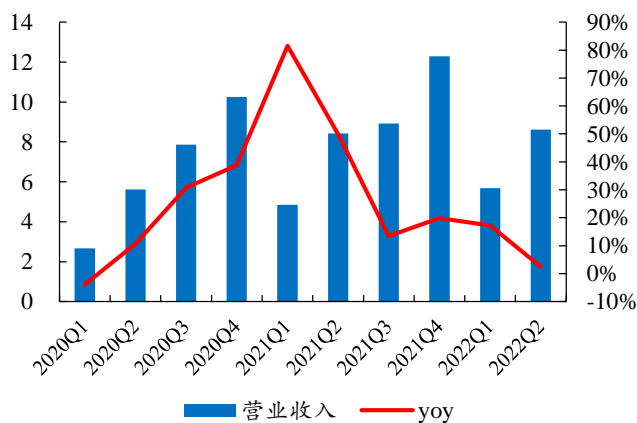
图2：2022H1 公司归母净利润同比+6.70%



数据来源：Wind、开源证券研究所

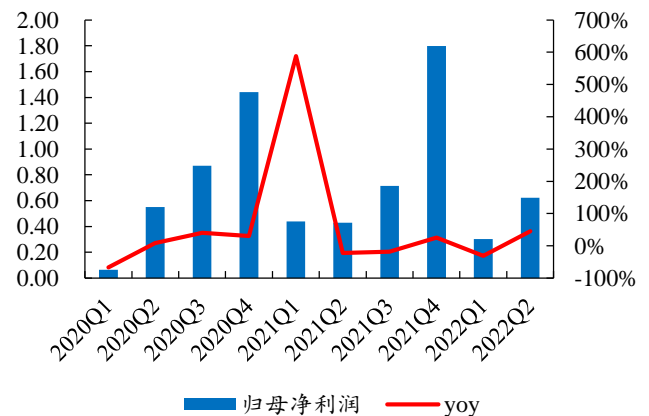
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022Q2 公司收入同比+2.42%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q2 公司归母净利润同比+45.62%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、分品类：衣柜、木门维持较快增长，多品类融合持续推进

分产品看：

(1) 2022H1 厨柜业务实现收入 9.81 亿元 (-2.3%)，毛利率同比上升 1.40pct 至 28.82%，2022Q2 收入 5.99 亿元 (-7.9%)。在优势品类厨柜上，受疫情和精装修渠道承压影响，品类收入略有下滑，但不改核心地位，继续以其优质产品吸引力为其他品类引流。

(2) 2022H1 衣柜业务实现收入 3.64 亿元 (+32.0%)，毛利率同比上升 0.85pct 至 27.54%，2022Q2 收入 2.13 亿元 (+32.0%)。公司顺应全屋定制理念，继续发挥品类和品牌的协同效应，带动衣柜品类加速发展。

(3) 2022H1 木门实现收入 0.51 亿元 (+142.3%)，毛利率同比上升 2.60pct 至 5.56%，2022Q2 收入 0.34 亿元 (+161.8%)。公司在报告期内持续提升开店数量，以及推进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) 以原创设计打造差异化产品，打造智能家居新生态。2022H1 公司继续强化与设计大师的共创设计，在广州建博会正式发布星际系列 i-KITCHEN3.0 智慧厨房，魅盒 MetaBOX1.0 产品，以原创设计打造产品差异化，增加健康智能绿色产品供给、培育智能家居生态、实施家居产品推广行动、推动绿色智能家居产品下乡，开发适应多层次、多样化、多场景需求的产品和服务。

表1：厨柜收入同比微降，衣柜、木门维持高增速增长

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1	2022Q2
厨柜收入	9.25	13.86	15.36	17.82	20.73	24.80	9.81	5.99
YOY	42.9%	49.8%	10.8%	16.0%	16.4%	19.6%	-2.3%	-7.9%
毛利率	36.6%	38.3%	39.9%	36.5%	32.9%	30.3%	28.82%	
衣柜收入	0.00	0.24	1.38	3.05	4.99	8.00	3.64	2.13
YOY	\	6152.1%	480.2%	121.4%	63.5%	60.3%	32.0%	32.0%
毛利率	16.7%	19.4%	18.9%	26.8%	29.7%	28.9%	27.54%	
木门收入	\	\	\	0.08	0.25	0.84	0.51	0.34
YOY	\	\	\	2078.7%	222.6%	242.2%	141.3%	161.8%
毛利率	\	\	48.7%	10.6%	0.3%	4.4%	5.6%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、分渠道：经销渠道、工程渠道逆势正增长，海外渠道持续高增长

分渠道看：

- (1) 2022H1 公司经销渠道收入 7.28 亿元 (+6.3%)，毛利率同比上升 2.09pct 至 34.16%，其中 2022Q2 收入 4.27 亿元 (+3.6%)。公司持续强化零售渠道覆盖，通过大招商协同作战，以及高频率、多场次的落地招商活动，加快空白城市品类布局，加速“平台分公司、办事处”端的下沉，增强市场竞争力。
- (2) 2022H1 公司工程渠道收入 4.85 亿元 (+6.62%)，毛利率同比下降 0.17pct 至 6.62%，其中 2022Q2 收入 3.07 亿元 (-2.7%)。报告期内，公司强化了对该业务的风险管理，重点推进与央企、地方国企等房地产企业的战略合作，优化客户结构。同时，依托厨柜品类的品牌、资源优势，加快衣柜、木门等品类的拓展。
- (3) 2021H1 直营渠道收入 0.64 亿元 (-20.7%)，毛利率同比上升 5.16pct 至 66.73%，其中 2022Q2 直营渠道收入 0.35 亿元 (-33.3%)。直营渠道营业收入同比下降主要系部分直营店转为经销店。
- (4) 2022H1 海外渠道收入 1.22 亿元 (+42.3%)，毛利率同比上升 2.45pct

至 24.10%，其中 2022Q2 海外渠道收入 0.79 亿元 (+65.5%)。海外收入继续维持较高增速，主要受益于北美市场 RTA 渠道拓展以及非北美市场的平台公司业务模式顺利推进，同时在降本增效下渠道盈利能力进一步提高。

- (5) **整装方面**，公司继续统筹各产品线，强化品类协同，加快各品类整装渠道的拓展。同时，公司积极推动零售经销商与各地客户资源、交付能力、品牌力较强的头部装企开展业务合作；加快家装、整装招商建店，深度参与合作网点运营。

表2：经销渠道、工程渠道逆势正增长，海外渠道持续高增长

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1	2022Q2
经销收入	6.85	9.73	11.53	12.98	14.09	18.78	7.28	4.27
YOY	46.5%	41.9%	18.6%	12.5%	8.6%	33.3%	6.3%	3.6%
毛利率	37.6%	36.8%	36.7%	34.4%	35.4%	35.3%	34.2%	
大宗收入	0.73	1.24	2.03	5.05	8.93	11.45	4.85	3.07
YOY	65.9%	70.5%	63.7%	149.3%	76.8%	28.2%	6.6%	-2.7%
毛利率	26.3%	23.1%	11.0%	20.0%	18.5%	13.3%	13.6%	
直营收入	2.92	2.69	2.68	2.37	1.91	1.92	0.64	0.35
YOY	16.0%	-7.7%	-0.6%	-11.5%	-19.5%	0.8%	-20.7%	-33.3%
毛利率	61.8%	62.9%	66.2%	71.1%	65.8%	67.1%	66.7%	
境外收入	0.2	0.4	0.5	0.6	1.1	1.6	1.22	0.79
YOY	900.3%	100.5%	13.9%	9.5%	95.7%	51.37%	42.3%	65.5%
毛利率	28.80%	31.25%	31.80%	30.92%	36.60%		24.10%	

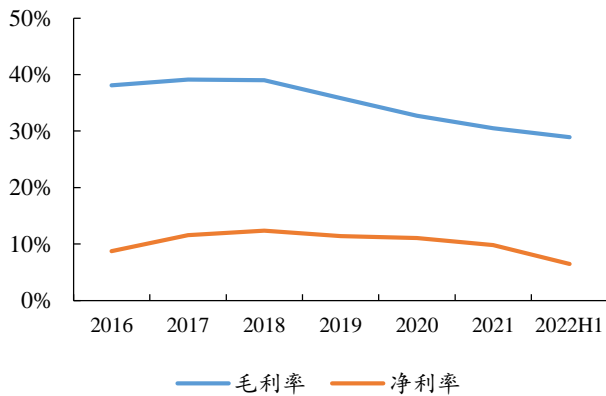
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、2022H1 毛利率稳中有升，2022Q2 扣非净利率略承压

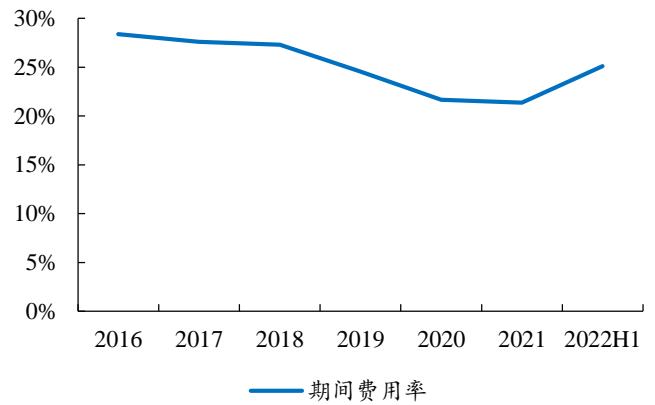
2022H1，公司整体毛利率为 28.9% (+1.2pct)，2022Q2 公司毛利率为 28.30% (+0.7pct)。2022H1/2022Q2 净利率为 6.47% (-0.07pct) / 7.23% (+2.1pct)，扣非净利率为 2.87% (-0.41pct) / 3.21% (-0.74pct)，剔除政府补助等非经常性损益影响，2022Q2 公司盈利能力略承压。

费用率方面，2022H1 公司期间费用率上升 1.5pct 至 25.1%，拆分来看：

- (1) 销售费用率为 13.38%，同比上升 0.58pct，主要系销售人员工资薪酬、差旅费用及品牌费用投入持续增长。
- (2) 管理费用率为 5.58%，同比上升 0.54pct，主要系基于战略规划储备人员导致工资薪酬增加，以及孵化新品类带来的管理费用增长。
- (3) 研发费用率为 6.31%，同比上升 0.77pct，主要是为拓展木门、卫浴、厨电等业务加大研发投入。
- (4) 财务费用率为 -0.16%，同比下降 0.45pct，主要系利息收入增加所致。

图5：2022H1 公司毛利率同比+1.2pct


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2022H1 期间费用率同比+1.5pct


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、运营情况：业务拓展现金投入加大，疫情下回款周期延长

(1) 公司经营性现金流净流出 0.74 亿元

2022H1 公司经营性现金流净流出 0.74 亿元，同比-284.6%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金达 16.6 亿元，同比增长 5.9%，公司销售回款仍处于正常水平。公司经营活动产生的现金流量净额减少，主要系为推进全品类、全渠道战略布局，公司持续加大木门、卫浴、厨电、智能家居、海外等新拓品类业务人员和资源投入。

表3：2022H1 公司经营现金流净流出 0.74 亿元

	2020	2021	2022H1	同比
经营性现金流净额（单位：亿元）	6.7	4.0	-0.74	-284.6%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	30.9	39.6	16.62	5.9%
经营活动现金流入小计（单位：亿元）	31.9	40.6	17.28	5.9%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	25.2	36.6	18.02	9.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 应收票据及应收账款周转率略有下降，疫情下二季度前瞻指标略承压

2022H1，公司应收票据及应收账款周转率为 9.03 次，同比下降 2.16 次，主要系疫情下公司为帮扶经销商/工程代理商，回款周期延长。

2022Q2 公司预收账款和合同负债合计同比-1.96%，主要系二季度疫情严重，对线下销售造成不利冲击。

4、开店情况：数字化转型持续推进，门店扩张速度亮眼

2022H1，末厨柜门店 1771 家，净开店 51 家，衣柜门店 1025 家，净开店 106 家，木门门店 472 家，净开店 84 家，整装门店 57 家，净开店 22 家。

公司企业数字化转型持续推进，通过建立数据中台形成集团数据资产，助力精准营销，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4：2022H1 年各类型门店持续扩张，衣柜门店净开数量亮眼

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

单位：家	2016 末	2017 末	2018 末	2019 末	2020 末	2021 末	2022H1	2022H1 净开
厨柜门店	777	1130	1413	1559	1585	1720	1771	51
衣柜门店	29	120	337	520	722	919	1025	106
木门门店	\	\	9	63	181	388	472	84
整装馆	\	\	\	2	5	35	57	22

资料来源：开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

2022H1 营收 14.31 亿元 (+7.84%)，归母净利 0.93 亿元 (+6.70%)，扣非归母净利 0.41 亿元 (-5.71%)，受疫情反复、地产下行等不利因素影响，在同期高基数下，公司营收增长略超预期，扣非净利承压也与原材料价格高位运行相关；非经常性损益主要以政府补贴为主。2022Q2 营收 8.62 亿元 (+2.42%)，归母净利 0.62 亿元 (+45.62%)，扣非后归母净利 0.28 亿元 (-16.87%)。考虑到疫情反复和地产下行，下调盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润 3.94/4.87/5.90 亿元（原为 4.07/5.13/6.22 亿元），对应 EPS 为 2.55/3.16/3.82 元，当前股价对应 PE 为 9.8/8.0/6.6 倍，多品类、多渠道发展打开长期成长空间，维持“买入”评级。

6、风险提示

终端需求回暖不及预期；品类、渠道拓展不及预期等；疫情反复。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1884	2476	2743	3158	3592
现金	468	760	1087	1147	1592
应收票据及应收账款	134	180	182	256	271
其他应收款	16	24	21	34	33
预付账款	54	63	71	91	105
存货	299	471	403	652	613
其他流动资产	913	978	978	978	978
非流动资产	1602	2040	2161	2400	2670
长期投资	3	3	3	2	2
固定资产	865	1240	1375	1610	1878
无形资产	125	127	134	141	142
其他非流动资产	609	671	649	647	649
资产总计	3486	4516	4904	5558	6262
流动负债	1589	2016	2169	2476	2728
短期借款	133	333	333	333	333
应付票据及应付账款	781	864	1001	1250	1451
其他流动负债	676	819	835	893	944
非流动负债	63	80	85	97	110
长期借款	0	0	6	17	30
其他非流动负债	63	80	80	80	80
负债合计	1652	2096	2255	2573	2838
少数股东权益	8	10	8	6	2
股本	103	154	154	154	154
资本公积	829	1069	1069	1069	1069
留存收益	912	1157	1415	1731	2098
归属母公司股东权益	1826	2411	2641	2980	3422
负债和股东权益	3486	4516	4904	5558	6262

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	673	403	702	524	953
净利润	291	335	393	485	587
折旧摊销	75	97	109	128	153
财务费用	-8	-5	-9	-15	-22
投资损失	-23	-18	-18	-19	-20
营运资金变动	291	-44	230	-53	259
其他经营现金流	47	40	-2	-3	-3
投资活动现金流	-872	-477	-209	-345	-400
资本支出	488	416	121	239	271
长期投资	-390	-66	0	0	0
其他投资现金流	-774	-127	-88	-106	-129
筹资活动现金流	42	372	-165	-119	-108
短期借款	78	200	0	0	0
长期借款	-323	0	6	12	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	-171	-131	-121
现金净增加额	-156	294	327	60	445

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2640	3448	3968	4810	5798
营业成本	1776	2397	2718	3281	3937
营业税金及附加	17	21	24	29	35
营业费用	311	406	461	555	680
管理费用	135	160	179	216	261
研发费用	134	177	207	255	307
财务费用	-8	-5	-9	-15	-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
营业利润	327	361	439	541	653
营业外收入	5	9	5	5	6
营业外支出	1	2	1	1	2
利润总额	331	368	442	545	658
所得税	39	33	50	60	71
净利润	291	335	393	485	587
少数股东损益	-1	-3	-2	-2	-3
归属母公司净利润	293	338	394	487	590
EBITDA	400	462	544	661	790
EPS(元)	1.90	2.19	2.55	3.16	3.82

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	24.2	30.6	15.1	21.2	20.5
营业利润(%)	19.6	10.3	21.6	23.3	20.6
归属于母公司净利润(%)	20.7	15.5	16.6	23.7	21.0
获利能力					
毛利率(%)	32.7	30.5	31.5	31.8	32.1
净利率(%)	11.1	9.8	9.9	10.1	10.2
ROE(%)	15.9	13.8	14.8	16.2	17.1
ROIC(%)	14.4	11.9	12.8	14.0	14.8
偿债能力					
资产负债率(%)	47.4	46.4	46.0	46.3	45.3
净负债比率(%)	-16.7	-15.1	-26.6	-25.1	-34.3
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	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
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.90	2.19	2.55	3.16	3.82
每股经营现金流(最新摊薄)	4.36	2.61	4.55	3.40	6.18
每股净资产(最新摊薄)	11.84	15.63	17.12	19.32	22.18
估值比率					
P/E	13.3	11.5	9.8	8.0	6.6
P/B	2.1	1.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	6.7	5.6	4.1	3.3	2.2

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

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（underperform）	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（underperform）	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