

志邦家居 (603801.SH) 2022H1 营收稳健增长，C 端表现较优

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

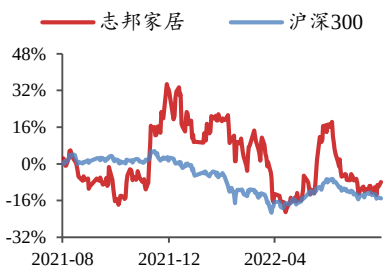
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/9/1
当前股价(元)	22.08
一年最高最低(元)	32.38/18.40
总市值(亿元)	68.86
流通市值(亿元)	68.02
总股本(亿股)	3.12
流通股本(亿股)	3.08
近 3 个月换手率(%)	85.51

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2021/2022Q1 营收表现亮眼，衣柜持续高增——公司信息更新报告》
-2022.4.28

《2021Q4 营收略超预期，看好盈利能力修复——公司信息更新报告》
-2022.3.14

《2021Q3 收入增长符合预期，单季度利润率承压——公司信息更新报告》
-2021.10.26

● 营收稳健增长，盈利环比改善，维持“买入”评级

2022H1 公司实现营收 20.35 亿元，同比+6.7%，归母净利 1.58 亿元，同比+3.96%，扣非归母净利 1.41 亿元，同比-3.46%。基本每股收益 0.51 元，加权 ROE6.02%，同比-0.64pct。2022Q2 营收 12.77 亿元，同比+4.2%，归母净利润 1.06 亿元，同比+5.0%，扣非净利润 1.01 亿元，同比+2.57%。考虑疫情影响及外围压力我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利分别为 5.67/6.78/8.32 亿元（前值为 6.29/7.76/9.87 亿元），对应 EPS 1.82/2.17/2.67 元，当前股价对应 PE 为 12.2/10.2/8.3 倍，看好公司在品类融合及渠道持续开拓下的长期发展，维持“买入”评级。

● 衣柜/木门持续发力，C 端渠道表现较优

分产品看衣柜/木门持续发力延续高增态势。2022H1 整体橱柜业务收入 10.17 亿元(-6.47%)，毛利率 41.19%。其中 2022Q2 整体橱柜收入 6.52 亿元(同比-10.74%，环比+78%)毛利率 40.16%（环比-2.87pct）；定制衣柜收入 5.04 亿元(+26.0%)，毛利率 35.38%，其中 2022Q2 定制衣柜收入 5.04 亿元(同比+26.0%，环比+52.7%)、毛利率 36.3%（环比+2.3pct）。2022H1 木门收入 0.74 亿元(+147%)，毛利率 10.74%；其中 2022Q2 木门收入 0.52 亿元（同比+157.81%，环比+129%）、毛利率 11.93%（环比+3.93pct）。分渠道看，C 端业务表现抢眼：经销渠道/工程渠道/直营渠道收入分别为 12.41/4.74/1.69 亿元，分别同比+9.70%/-9.15%/+34.39%。

● 控费效果较好，盈利逐季改善

毛利率逐季改善带动净利率提升。2022H1 净利率 7.8%，同比接近持平，分季度看 2022Q1/2022Q2 净利率分别为 6.7%/8.3%，分别同比-0.7pct/0.1pct。净利率的环比提升主要系 2022Q2 随着大宗原材料价格的边际回落，毛利率逐季提升。2022Q1/2022Q2 毛利率分别为 35.0%/37.0%。2022H1 管理费用率 5.8%，同比略增 0.6pct；销售费率 16.6%，同比略增 1.3pct。2022H1 公司经营性现金流净额达 2.18 亿元，同比+31.61%。应收账款维持良性水平。

● 风险提示：终端需求大幅下滑、原材料大幅上涨、门店开拓不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,840	5,153	5,766	6,919	8,303
YOY(%)	29.7	34.2	11.9	20.0	20.0
归母净利润(百万元)	395	506	567	678	832
YOY(%)	20.0	27.8	12.1	19.6	22.8
毛利率(%)	38.1	36.2	39.0	38.3	38.4
净利率(%)	10.3	9.8	9.8	9.8	10.0
ROE(%)	17.7	19.5	19.1	19.8	20.6
EPS(摊薄/元)	1.27	1.62	1.82	2.17	2.67
P/E(倍)	17.4	13.6	12.2	10.2	8.3
P/B(倍)	3.1	2.7	2.3	2.0	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 营收稳健增长，C 端业务表现抢眼.....	3
2、 盈利能力：整体控费效果较好，盈利逐季改善.....	5
3、 2022H1 现金流同比增加，应收账款保持良性水平.....	6
4、 盈利预测与投资建议	7
5、 风险提示	7
附：财务预测摘要	8

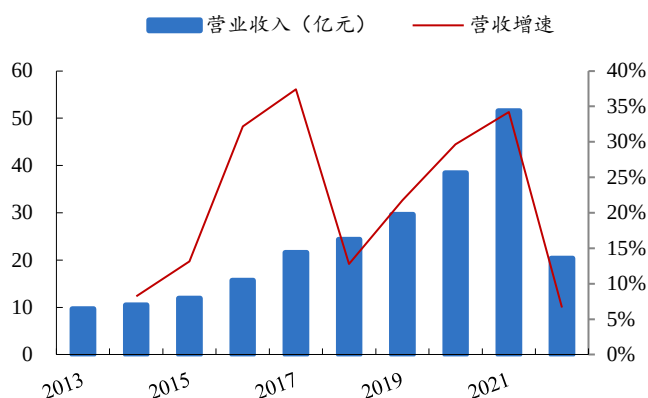
图表目录

图 1： 2022H1 营收同比+6.7%.....	3
图 2： 2022Q2 营收同比+4.2%.....	3
图 3： 2022H1 归母净利润同比+3.96%.....	3
图 4： 2022Q2 归母净利润同比+5.0%.....	3
图 5： 2022H1 期间费率同比+1.7pct	6
图 6： 2022H1 毛利率/净利率分别同比-0.01pct/-0.002pct	6
图 7： 管理费率下滑带动 2022Q2 期间费率下滑.....	6
图 8： 2022Q2 毛利率/净利率环比+1.9pct/+1.6pct	6
图 9： 2022H1 回款能力增强	7
图 10： 2022Q2 合同负债净增加 0.95 亿元.....	7
表 1： 衣柜/木门延续高增态势	4
表 2： C 端业务表现抢眼.....	5
表 3： 2022Q2 橱柜、衣柜、木门门店加速开拓.....	5

1、营收稳健增长，C端业务表现抢眼

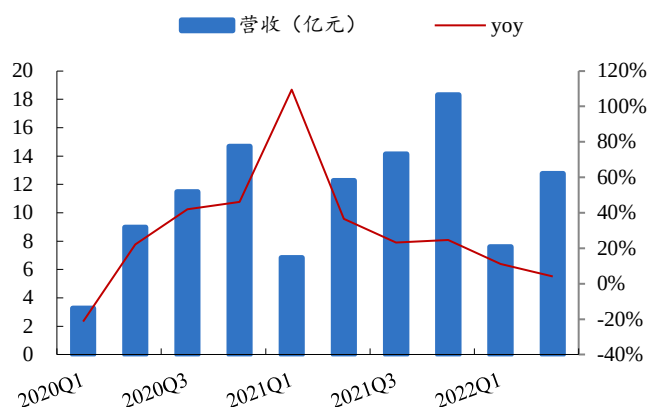
2022H1 家居板块承压因素明显，主要基于：（1）俄乌冲突引发地缘政治紧张及上游原材料价格上涨；（2）国内疫情多点频发，抑制居民消费需求；（3）地产整体疲软给地产链后端企业带来需求压力。上述内外压力下，公司依然实现了业绩的稳健增长。2022H1 公司实现营业收入 20.35 亿元，同比+6.7%，实现归母净利润 1.58 亿元，同比+3.96%，实现扣非归母净利润 1.41 亿元，同比-3.46%。实现基本每股收益 0.51 元，加权 ROE6.02%，同比-0.64pct。单二季度看：2022Q2 实现营收 12.77 亿元，同比+4.2%，实现归母净利润 1.06 亿元，同比+5.0%，实现扣非净利润 1.01 亿元，同比+2.57%。回顾公司 2022Q2 经营情况，随着华东疫情逐步改善，我们判断公司经营情况呈现逐月好转趋势。预计 5 月~6 月发货同比增长均为小个位数，受地产端影响，预计大宗业务整体呈现下滑态势。

图1：2022H1 营收同比+6.7%



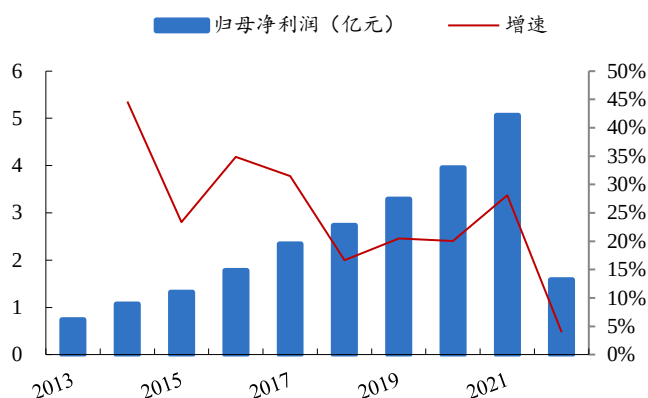
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2022Q2 营收同比+4.2%



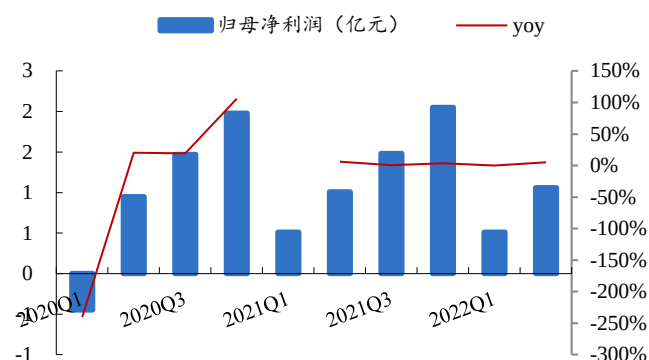
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2022H1 归母净利润同比+3.96%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2022Q2 归母净利润同比+5.0%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

分产品看，多品类协同效应逐渐显现，衣柜/木门持续发力延续高增态势。公司自 2015 年起从橱柜业务向衣柜业务拓展，衣柜业务增速显著，木门也逐渐发力成为新的业绩贡献增长点。公司逐步完善全屋定制家居品类，多元产品品类共享渠道资源，定制橱柜、定制衣柜、木门墙板等品类协同效应逐渐显现，具体分产品：

2022H1 整体橱柜业务收入 10.17 亿元，同比-6.47%，收入贡献 50%，毛利率 41.19%，毛利贡献 56.8%；其中 2022Q2 整体橱柜收入 6.52 亿元（同比-10.74%，环比+78%）收入贡献 51%（环比+3pct）、毛利率 40.16%（环比-2.87pct），毛利贡献 55.4%（环比-3.6pct）。

2022H1 定制衣柜业务收入 8.34 亿元，同比+22.57%，收入贡献 41%，毛利率 35.38%，毛利贡献 40.0%；其中 2022Q2 定制衣柜收入 5.04 亿元（同比+26.0%，环比+52.7%）收入贡献 40%（环比-4pct）、毛利率 36.3%（环比+2.3pct），毛利贡献 38.8%（环比-3.4pct）。

2022H1 木门业务收入 0.74 亿元，同比+147%，收入贡献 4%，毛利率 10.74%，毛利贡献 1.1%；其中 2022Q2 木门收入 0.52 亿元（同比+157.81%，环比+129%）收入贡献 4%（环比+1pct）、毛利率 11.93%（环比+3.93pct），毛利贡献 1.3%（环比+0.6pct）。

表1：衣柜/木门延续高增态势

单位（亿元）	2019	2020	2021	2022H1	2022Q1	2022Q2
整体橱柜	21.17	24.99	29.34	10.17	3.65	6.52
Yoy	9.8%	18.0%	17.4%	-6.47%	1.34%	-10.74%
占比	71%	65%	57%	50%	48%	51%
毛利率	42.4%	41.8%	40.5%	41.19%	43.03%	40.16%
定制衣柜	7.34	11.41	17.60	8.34	3.30	5.04
Yoy	70.8%	55.3%	54.2%	22.6%	19.7%	26.0%
占比	25%	30%	34%	41%	44%	40%
毛利率	31.6%	33.4%	34.4%	35.38%	34.00%	36.3%
木门	0.28	0.43	1.70	0.74	0.22	0.52
Yoy	255%	57%	292%	147%	183.12%	157.81%
占比	1%	1%	3%	4%	3%	4%
毛利率	-3.62%	15.98%	13.04%	10.74%	8.00%	11.93%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分渠道看，C 端业务表现抢眼，具体看：

(1)2022H1 公司经销渠道收入 12.41 亿元(+9.70%)，毛利率 33.86%(-1.24pct)，其中 2022Q2 经销渠道收入 7.42 亿元 (+9.07%)，毛利率 34.03%，环比+0.42pct；

(2) 2022H1 公司工程渠道收入 4.74 亿元 (-9.15%)，毛利率 38.8% (-1.60pct)，其中 2022Q2 工程渠道收入 3.46 亿元 (-11.3%)，毛利率 38.01%（环比-2.91pct）；

(3) 2022H1 直营渠道收入 1.69 亿元 (+34.39%)，毛利率 66.20% (+3.10pct)，其中 2022Q2 直营渠道收入 0.95 亿元，毛利率 67.55%（环比+3.08pct）。

表2：C 端业务表现抢眼

单位（亿元）	2019	2020	2021	2022H1	2022Q1	2022Q2
直营	1.8	2.3	3.22	1.69	0.74	0.95
Yoy	15.90%	27.40%	39.01%	34.39%	25.87%	35.15%
占比	6.08	5.99%	6.26%	8.29%	9.75%	7.41%
毛利率	62.90%	63.00%	65.80%	66.20%	64.47%	67.55%
经销	19.5	22.3	28.30	12.41	4.99	7.42
Yoy	14.40%	14.40%	26.90%	9.70%	11.55%	9.07%
占比	65.83%	58.07%	54.91%	60.99%	65.80%	58.13%
毛利率	37.20%	35.80%	34.33%	33.86%	33.61%	34.03%
大宗业务	6.4	11.7	16.51	4.74	1.28	3.46
Yoy	63.50%	83.80%	40.59%	-9.15%	-1.54%	-11.3%
占比	21.61%	30.47%	32.04%	23.29%	16.88%	27.11%
毛利率	42.00%	41.50%	38.49%	38.80%	40.92%	38.01%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

分渠道，截至 6 月末公司拥有整体橱柜经销商 1281 家，店面 1745 个，新开店 185 家，调整关闭店面 131 家，净增加 54 家；整体衣柜经销商 1250 家，店面 1718 个，店面新开 218 家，调整关闭店面 119 家，净增加 99 家。木门墙板经销商 541 家，店面 654 个，店面已形成“全屋定制”发展格局。

表3：2022Q2 橱柜、衣柜、木门门店加速开拓

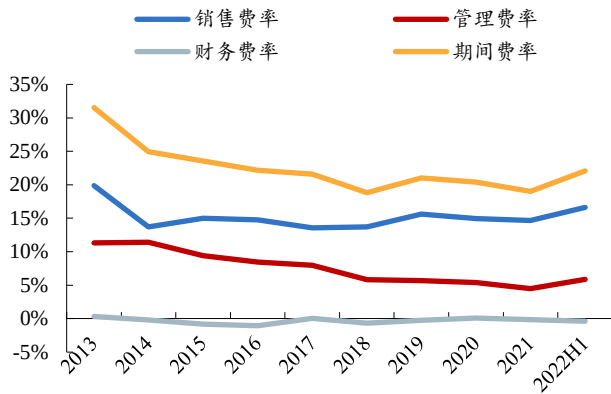
经销商门店数量 (家)	2019	2020	2021	2022H1	2022Q1	2022Q2 净增
橱柜门店	1535	1576	1691	1745	1685	60
衣柜门店	1136	1424	1619	1718	1639	79
木门门店	156	203	399	654	571	83
直营门店	27	29	33	33	33	0

数据来源：公司公告、开源证券研究所

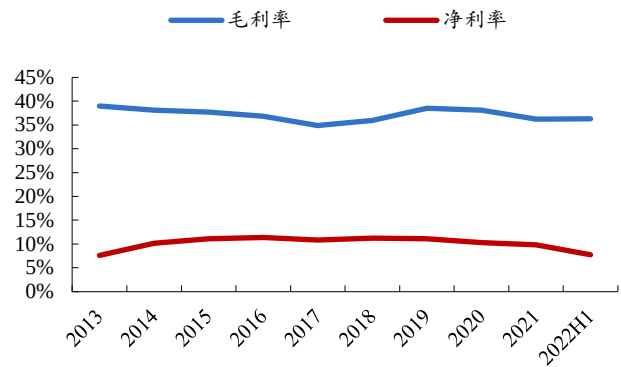
2、盈利能力：整体控费效果较好，盈利逐季改善

2022H1 净利率 7.8%，同比接近持平，分季度看 2022Q1/2022Q2 净利率分别为 6.7%/8.3%，分别同比-0.7pct/0.1pct，净利率逐季环比改善明显。净利率的环比提升主要系 2022Q2 随着大宗原材料价格的边际回落，毛利率逐季提升。2022Q1/2022Q2 毛利率分别为 35.0%/37.0%。

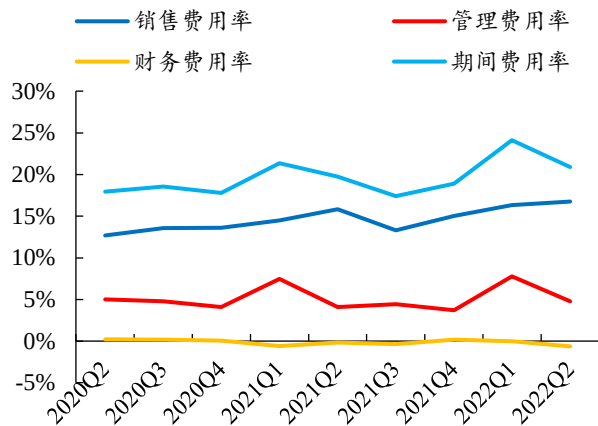
另外期间费率方面，2022H1 期间费率同比+1.7pct 至 22.1%，主要系 2022 上半年多重压力因素下，公司仍持续加大营销投入力度。管理费率及销售费率方面，2022H1 管理费率 5.8%，同比略增 0.6pct；销售费率 16.6%，同比略增 1.3pct。

图5：2022H1 期间费率同比+1.7pct


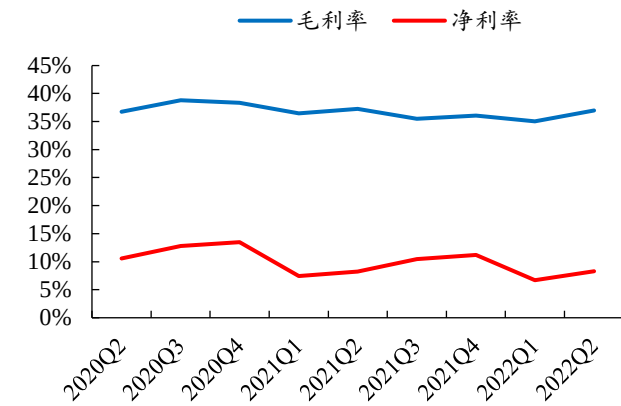
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2022H1 毛利率/净利率分别同比-0.01pct/-0.002pct


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图7：管理费率下滑带动 2022Q2 期间费率下滑


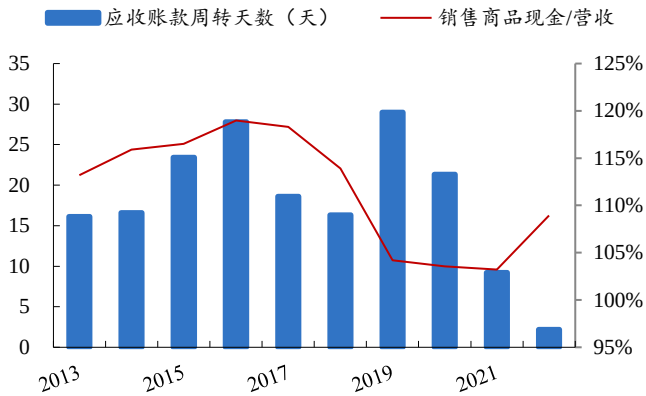
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2022Q2 毛利率/净利率环比+1.9pct/+1.6pct


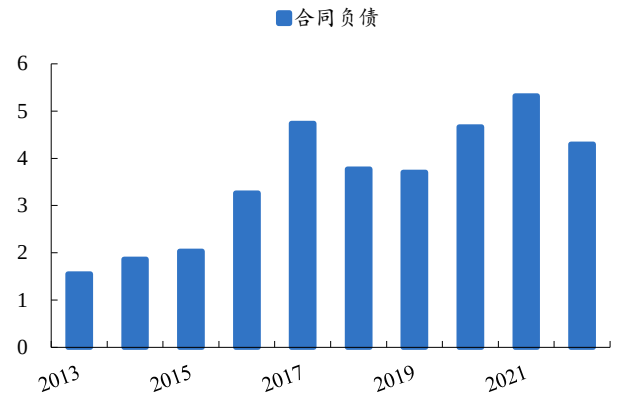
数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、2022H1 现金流同比增加，应收账款保持良性水平

2022H1 公司经营性现金流净额达 2.18 亿元，同比+31.61%。经营活动现金流增加主要系去年末为应对疫情和原材料上涨等因素增加了原材料的库存导致 2022H1 采购货款支付同比下降所致。2022H1 公司应收账款周转天数 14.93 天，同比略增 3 天，整体维持在良性水平。2022H1 合同负债 4.30 亿元，其中 2022Q2 合同负责净增加 0.95 亿元。

图9：2022H1 回款能力增强


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图10：2022Q2 合同负债净增加 0.95 亿元


数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

2022H1 公司实现营业收入 20.35 亿元，同比+6.7%，实现归母净利润 1.58 亿元，同比+3.96%，实现扣非归母净利润 1.41 亿元，同比-3.46%。实现基本每股收益 0.51 元，加权 ROE6.02%，同比-0.64pct。2022Q2 实现营收 12.77 亿元，同比+4.2%，实现归母净利润 1.06 亿元，同比+5.0%，实现扣非净利润 1.01 亿元，同比+2.57%。原材料价格上涨/国内疫情局部暴发带来居民消费信心下降/地产终端销售疲软等压力下公司业绩依然保持了稳健增长。考虑疫情影响及外围压力我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利分别为 5.67/6.78/8.32 亿元（前值为 6.29/7.76/9.87 亿元），对应 EPS 1.82/2.17/2.67 元，当前股价对应 PE 为 12.2/10.2/8.3 倍，看好公司在品类融合及渠道持续开拓下的长期发展，维持“买入”评级。

5、风险提示

终端需求大幅下滑、原材料大幅上涨、门店开拓不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2490	2787	2965	3752	3997
现金	825	668	736	1261	1334
应收票据及应收账款	324	256	393	385	549
其他应收款	80	158	109	211	172
预付账款	65	49	78	74	109
存货	329	388	380	550	564
其他流动资产	867	1269	1269	1269	1269
非流动资产	1639	2511	2599	2844	3141
长期投资	39	36	34	31	28
固定资产	1191	1465	1544	1756	2016
无形资产	136	232	251	275	294
其他非流动资产	273	778	771	781	804
资产总计	4128	5298	5564	6595	7138
流动负债	1814	2426	2351	2969	2933
短期借款	108	295	295	295	295
应付票据及应付账款	648	801	752	1130	1124
其他流动负债	1057	1330	1305	1544	1514
非流动负债	86	281	242	206	171
长期借款	0	200	161	125	89
其他非流动负债	86	81	81	81	81
负债合计	1900	2707	2594	3175	3104
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	223	312	312	312	312
资本公积	919	806	806	806	806
留存收益	1214	1541	1857	2244	2724
归属母公司股东权益	2228	2591	2970	3420	4035
负债和股东权益	4128	5298	5564	6595	7138

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	649	496	503	1194	787
净利润	395	506	567	678	832
折旧摊销	112	145	144	168	178
财务费用	3	-7	22	6	-2
投资损失	-15	1	-13	-10	-9
营运资金变动	99	-243	-215	355	-210
其他经营现金流	54	95	-2	-3	-3
投资活动现金流	-484	-516	-218	-400	-464
资本支出	421	524	91	248	301
长期投资	-51	-45	2	4	3
其他投资现金流	-114	-37	-125	-149	-161
筹资活动现金流	-16	179	-217	-269	-250
短期借款	97	187	0	0	0
长期借款	0	200	-39	-36	-36
普通股增加	0	89	0	0	0
资本公积增加	41	-113	0	0	0
其他筹资现金流	-154	-183	-178	-233	-215
现金净增加额	145	157	68	526	72

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3840	5153	5766	6919	8303
营业成本	2378	3285	3520	4266	5111
营业税金及附加	33	40	51	61	72
营业费用	574	756	989	1180	1424
管理费用	206	232	232	295	344
研发费用	226	282	327	367	444
财务费用	3	-7	22	6	-2
资产减值损失	-21	-43	0	0	0
其他收益	32	37	0	0	0
公允价值变动收益	1	5	2	3	3
投资净收益	15	-1	13	10	9
资产处置收益	-1	-0	0	0	0
营业利润	436	552	640	758	921
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	8	5	6	6	6
利润总额	429	550	637	754	917
所得税	34	44	70	76	85
净利润	395	506	567	678	832
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	395	506	567	678	832
EBITDA	523	705	784	915	1078
EPS(元)	1.27	1.62	1.82	2.17	2.67

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	29.7	34.2	11.9	20.0	20.0
营业利润(%)	13.3	26.5	16.0	18.4	21.5
归属于母公司净利润(%)	20.0	27.8	12.1	19.6	22.8
获利能力					
毛利率(%)	38.1	36.2	39.0	38.3	38.4
净利率(%)	10.3	9.8	9.8	9.8	10.0
ROE(%)	17.7	19.5	19.1	19.8	20.6
ROIC(%)	15.9	16.4	16.1	17.0	18.1
偿债能力					
资产负债率(%)	46.0	51.1	46.6	48.1	43.5
净负债比率(%)	-30.2	-4.1	-6.1	-21.7	-21.0
流动比率	1.4	1.1	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.9	0.5	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	9.8	17.8	17.8	17.8	17.8
应付账款周转率	4.3	4.5	4.5	4.5	4.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.27	1.62	1.82	2.17	2.67
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	1.59	1.61	3.83	2.52
每股净资产(最新摊薄)	7.14	8.31	9.52	10.97	12.94
估值比率					
P/E	17.4	13.6	12.2	10.2	8.3
P/B	3.1	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	11.3	9.3	8.3	6.5	5.4

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

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