

轻工制造

报告日期：2022 年 11 月 19 日

家居专题：如何看本轮家居行情演绎？

——行业专题报告

投资要点

□ 当前市场环境 with 18Q4 相似，地产政策边际转松或推动估值修复

复盘历史来看，地产政策边际转松或推动家居板块估值修复。复盘 2018-2019 年板块表现，家居板块先后受地产政策由紧转松推动及政策显效带动地产销售和竣工数据回暖影响，实现估值端的有效修复。当前时点与 18Q4 对比，家居板块同样处于上游地产销售和竣工增速承压，板块估值处于历史低位，同时地产政策处于边际宽松拐点，所以我们看好家居板块受益于地产政策由紧转松推动估值修复。同时疫情扰动在边际转弱，看好后续地产销售竣工时数据及家居企业基本面对端迎来实质改善。

□ 地产利好政策密集出台，看好后续地产链企业经营表现修复

利好地产政策密集出台，修复路径或为先竣工后销售。2022 年 11 月以来，交易商协会、央行、银保监会出台多项针对优质房企的融资和金融支持政策，且部分城市释放新购房刺激措施。从政策具体内容看，此轮政策对房企缓解流动性压力恢复开工支持力度大，叠加前期保交付政策，所以地产竣工数据或率先实现实质性回暖。后续随着竣工交房回暖消费者购房信心恢复，地产销售数据或随后逐步修复。家居板块估值有望迎来地产数据实质性回暖支撑的第二波估值修复，看好 2023 年家居板块估值回升持续性。

□ 待转化在施工面积规模大，测算 2023 年竣工端或好于预期

正待结转在施面积规模庞大，我们测算 23 年竣工增速同比接近持平。地产竣工滞后于新开工约 2 年，上轮周期中受地产企业迫于资金压力推延竣工及疫情影响导致竣工与新开工增速出现背离，致使在施面积累积较多，为未来竣工转化提供量的支撑。我们测算若 2023 年竣工/前置 2 年施工的转化率为 9.0%，对应 2023 年竣工面积约为 8.78 亿平方米，同比-0.29%。考虑到龙头家居企业在渠道布局、融合销售、产能规模和供应链能力等方面的综合优势能够持续实现超出行业的增速水平，明年我国家具龙头仍有望实现可观收入增长。

□ 投资建议

维持对家居板块的重点推荐：当前疫情、地产等板块估值压制因素逐步向好，龙头企业均处于历史估值底部。经营层面，大宗业务预期率先回暖。推荐零售端优势显著的龙头欧派家居、顾家家居、敏华控股、喜临门、志邦家居、索菲亚、慕思股份，同时关注工程端弹性标的江山欧派、皮阿诺。

□ 风险提示

行业竞争加剧，地产政策再度趋严，新冠疫情反复，原材料成本大幅攀升。

行业评级：看好(维持)

分析师：史凡可

执业证书号：

S1230520080008

shifanke@stocke.com.cn

分析师：马莉

执业证书号：

S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师：傅嘉成

执业证书号：

S1230521090001

fujiacheng@stocke.com.cn

相关报告

1 《纸浆跟踪报告：浆价趋势边际走弱，23Q1 下跌确定性高——行业深度报告》 2022.11.15

2 《政策催化家居板块修复，纸浆下跌已现拐点——轻工行业周报》 2022.11.14

3 《双十一专题：喜临门、百亚超额明显，宠物赛道延续高景气——行业专题报告》 2022.11.14

正文目录

1 当前市场环境与 18Q4 相似，政策或推动估值修复	4
2 地产利好政策密集出台，看好后续地产链企业经营表现修复	6
3 待转化在施工面积规模大，测算 23 年竣工端或好于预期	8
4 投资建议	9
5 风险提示	9

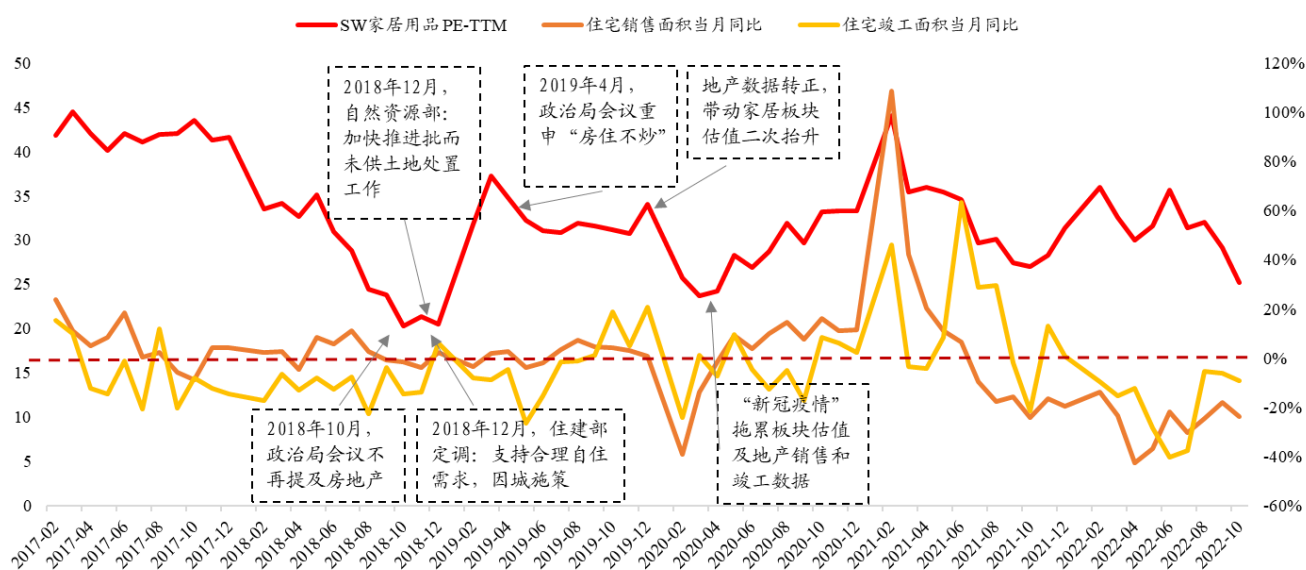
图表目录

图 1: 家居板块估值 vs 地产调控政策历史复盘	4
图 2: 家具社零累计同比增速 VS.住宅竣工面积累计同比增速	5
图 3: 我国住宅销售面积当月值及当月同比（万平方米）	5
图 4: 我国住宅竣工面积当月值及当月同比（万平方米）	5
图 5: 家具类零售额当月值及当月同比（亿元）	6
图 6: 建材家居卖场销售额当月值及当月同比（亿元）	6
图 7: 新开工面积（前置 2 年）VS.竣工面积增速	8
图 8: 住宅竣工与施工面积对比情况（万平方米）	8
图 9: 2022-2024 年我国房屋竣工面积推演	8
图 10: 家居重点企业估值一览（标红为 Wind 一致预测）	9
表 1: 近期地产政策梳理	6

1 当前市场环境 with 18Q4 相似，政策或推动估值修复

复盘 2018-2019 年板块表现，家居板块估值抬升先后受到地产政策及地产数据转好两轮驱动。家居板块估值与地产销售竣工增速关联度较高。2018 年下半年受地产政策持续收紧及住宅销售数据增速持续下滑转负，住宅竣工增速持续负增长等因素影响，家居板块 PE 跌破 20 倍。随后，政策由紧转松推动家居板块估值第一波修复。2018 年 10 月，政治局会议不再提及房地产，伴随中旬降准，地产政策放松预期提升。2018 年 12 月自然资源部提出加快推进批而未供土地处置工作，优化市场供应。同时住建部定调支持合理自住需求，因城施策。2018 年底山东菏泽放松限售，市场对地产政策转松形成共识并得到持续验证，推动家居板块 PE 由 2018 年 10 月的 20 倍修复至 2019 年 4 月的 33 倍，直至 2019 年 4 月政治局会议重申“房住不炒”，第一波政策推动行情结束。政策显效带动地产销售及竣工数据回暖，家居板块迎来第二波估值修复。2019 年 6 月后，住宅销售及竣工数据同比增速进入回升通道。2019 年 6 月后，住宅销售面积当月同比增速回归至正增长。住宅竣工面积自 2019 年 9 月后由负转正，2019 年 12 月当月同比增速达+20.7%。家居板块 PE 在地产数据修复推动下二次抬升，由 26 倍修复至 30 倍。随后修复进程受新冠疫情影响中断。对比地产政策拐点和地产数据拐点，我们认为从地产政策由紧转松至地产销售和竣工数据出现实质性修复的周期大约 6 个月。

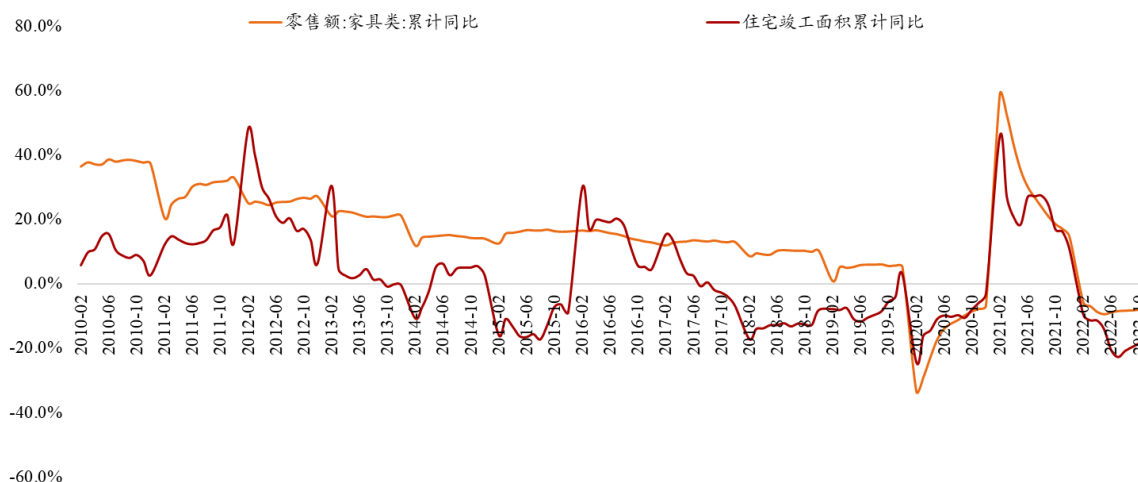
图1：家居板块估值 vs 地产调控政策历史复盘



资料来源：Wind，浙商证券研究所

通常家具零售额增速变动滞后于地产竣工 6 个月左右，但 2020 年后疫情影响致使二者走势趋同。通过对比我国家具社零累计同比增速及住宅竣工面积累计同比增速，我们发现 2020 年前我国家具社零增速拐点通常滞后于竣工增速拐点约 6 个月。然而 2019Q4 后家具社零增速和竣工增速走势高度趋同。我们认为原因为：（1）疫情既在一定程度上影响家具消费订单的转化，也影响了地产项目的施工进度，因此造成了家具社零增速和住宅竣工增速出现同步下滑；（2）疫情边际好转后，地产项目复工，同时家具延后需求也在疫情边际好转后集中释放，驱动家具社零增速与住宅竣工增速同步提升。因此我们判断随着疫情的边际转好叠加宽松和保交付政策催化下竣工增速的快速修复，有望驱动家具消费需求的集中转化。

图2: 家具社零累计同比增速 VS.住宅竣工面积累计同比增速

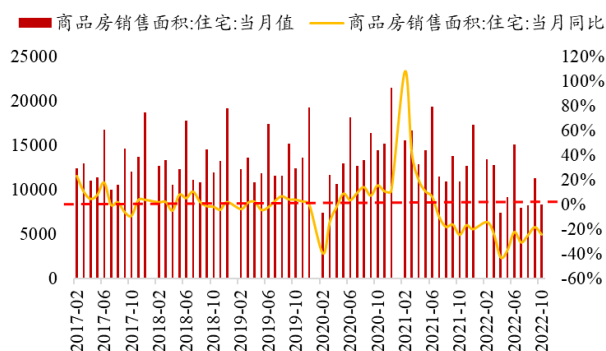


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

当前地产政策、地产数据及板块估值水平均较 2018Q4 较为相似。(1) 地产政策:

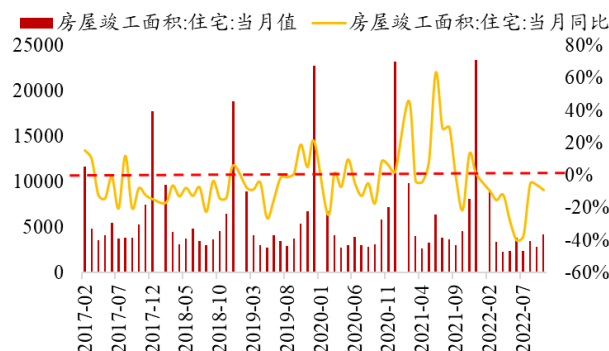
2018Q4 地产政策由紧转松, 今年下半年以来各政府部门针对地产企业纾困及刺激地产销售政策频繁发布, 地产政策同样正在经历边际宽松; (2) 地产销售与竣工数据: 2018 年 7-10 月我国商品住宅销售面积当月同比增速由+10.99%下滑至-1.32%; 2022 年 10 月我国住宅销售面积当月同比增速为-23.81%, 地产销售端均有所承压。2018 年 7-10 月和 2022 年 7-10 月, 我国住宅竣工面积当月同比增速均为负值, 住宅竣工规模均经历持续萎缩。(3) 家居板块估值水平: 家居板块整体 PE 于 2018 年 Q4 跌至 20 倍, 为家居板块历史最低点。截至 2022 年 10 月 31 日, 家居板块整体 PE 水平为 25 倍, 处于历史 14%分位数。因此, 我们认为当前家居板块在政策环境、地产销售及竣工环境和估值水平三方面均较 2018Q4 较为相似, 后续有望受益于政策推动迎来估值修复。

图3: 我国住宅销售面积当月值及当月同比 (万平方米)



资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

图4: 我国住宅竣工面积当月值及当月同比 (万平方米)

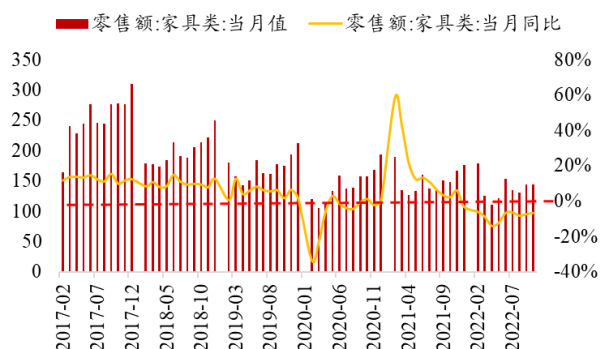


资料来源: 国家统计局, 浙商证券研究所

新冠疫情扰动边际走弱, 看好后续家居企业基本面端迎来实质改善。家具消费对线下场景体验和线下服务环节依赖度高, 疫情扰动拉长家具企业订单转化周期, 同时也致使终端客流量下滑, 造成当前家具企业销售端情况较 2018Q4 更为严峻。2018Q4 我国家具零售额当月同比增速在+10%左右波动, 而 2022 年内我国家具零售额同比增速则持续为负值; 2018Q4 我国家居建材卖场销售额当月同比增速围绕-5%~+20%左右大幅波动, 而 2022 年下半年以来我国建材家居卖场销售额也成持续下滑趋势, 增速连续为负。然而, 近期国常会

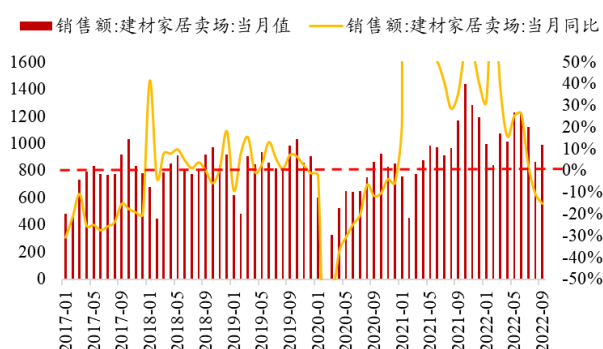
发布疫情防控优化 20 条措施，疫情对线下消费的扰动或于未来边际走弱，家居消费有望受益逐步复苏。

图5：家具类零售额当月值及当月同比（亿元）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图6：建材家居卖场销售额当月值及当月同比（亿元）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

2 地产利好政策密集出台，看好后续地产链企业经营表现修复

地产政策密集出台，看好后续地产链企业经营表现修复。11月8日以来，针对地产企业纾困以及利好地产销售政策密集出台，具体来看主要包括：（1）**支持民营房企发债融资**：11月8日交易商协会“第二支箭”政策增信民营房企发债融资工作，增信服务费率为市场价的一半，11月10日龙湖集团200亿元储架式注册发行已获受理，后续新城控股、美的置业等民营房企也正在跟进。（2）**央行16条政策提供金融支持**：11月13日央行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，公布16条措施支持房地产市场平稳健康发展，涵盖行业融资、保交楼、受困房企风险处置、房地产信托业务开拓等多个方面。我们认为民营房企经营环境将显著改善、信心得到提振，对后续拿地、销售、开工、竣工等多维度地产数据的反转产生积极影响。（3）**部分城市释放新购房刺激措施**：11月11日杭州首套利率从4.25%→4.1%，二套从4.95%→4.9%，首套认房不认贷、二套首付从60%下调到40%等多项楼市刺激政策。烟台实施阶段性购房契税补贴、推行二手房“带押过户”登记模式等7条刺激措施。成都市进一步优化区域限购措施，降低购房门槛。西安市也调整购房政策，降低外来人口购房要求，部分地区解开限购。（4）**允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务**：11月14日，中国银保监会、住建部、人民银行联合发布《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》，指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。该通知的发布和实施有望帮助优质房企有效缓解流动性压力。（5）**国常会部署20条优化防控工作的措施**，对地产项目施工和营销中心销售均具有正面影响，并且家居作为重线下场景消费赛道有望受益。我们认为此轮宽松政策刺激地产企业融资、销售等多个方面，看好后续地产链相关企业在政策支持下经营表现稳步修复。

表1：近期地产政策梳理

时间	政策名称	主要内容
2022/11/8	“第二支箭”	为支持民营企业健康发展，在人民银行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。“第二支箭”可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
2022/11/11	杭州购房政策调整	杭州首套房贷利率可按最低4.1%执行，二套房贷利率4.9%，同时二套房首付最

低可降至四成；		
2022/11/11	烟台住建部发布楼市新政及政策解读	内容涉及实施阶段性购房契税补贴、推行二手房“带押过户”登记模式、多方联合服务市场主体释放改善型需求、深入开展“手拉手”精准营销活动、精准引导项目提升品质、加强本土优质房企培育支持力度、持续开展房地产市场秩序整治规范三年行动等 7 条措施；
2022/11/13	《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》	1. 稳定房地产开发贷款投放； 2. 支持个人住房贷款合理需求； 3. 稳定建筑企业信贷投放； 4. 支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期； 5. 保持债券融资基本稳定，支持优质房地产企业发行债券融资； 6. 保持信托等资管产品融资稳定； 7. 支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款； 8. 鼓励金融机构提供配套融资支持； 9. 做好房地产项目并购金融支持； 10. 积极探索市场化支持方式； 11. 鼓励依法自主协商延期还本付息； 12. 切实保护延期贷款的个人征信权益； 13. 延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排； 14. 阶段性优化房地产项目并购融资政策； 15. 优化住房租赁信贷服务； 16. 拓宽住房租赁市场多元化融资渠道；
2022/11/14	《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》	指导商业银行按市场化、法治化原则，向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金，其中置换金额不得超过监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的 30%，置换后的监管资金不得低于监管账户中确保项目竣工交付所需的资金额度的 70%，监管评级 4 级及以下或资产规模低于 5000 亿元的商业银行不得开展保函置换预售监管资金业务；
2022/11/17	成都《关于进一步优化区域限购措施的通知》	将天府新区成都直管区、成都高新区西部园区、锦江区、青羊区、金牛区、武侯区、成华区、龙泉驿区、新都区、温江区、双流区、郫都区统一为一个住房限购区域，具备该区域内任一区购房资格的居民家庭及具备成都高新区南部园区购房资格的居民家庭，均可在该限购区域内买房。该区域购房套数、户籍社保年限等住房限购要求保持不变。在成都东部新区、青白江区、新津区、简阳市、都江堰市、彭州市、邛崃市、崇州市、金堂县、大邑县、蒲江县区域内生活工作且无自有产权住房的非成都市户籍居民家庭，可在该区域内购买一套住房用于自住；
2022/11/19	西安《关于支持刚性和改善性住房需求有关问题的通知》	1. 迁入户口在住房限购区域无住房，可购买首套二手住房； 2. 无户籍缴纳六个月社保可买一套二手住房； 3. 引进人才购房不再需要缴纳社保要求； 4. 二孩及以上家庭新增一套购房资格，可作为普通家庭参与摇号； 5. 解开临潼区、西咸新区沣东新城上林街道、沣西新城高桥街道、马王街道、高新区托管的非限购区域限购；

资料来源：银保监会网站，中国银行间交易商协会官网，乐居网，烟台市住建局官网，澎湃新闻，西安住建官微，浙商证券研究所

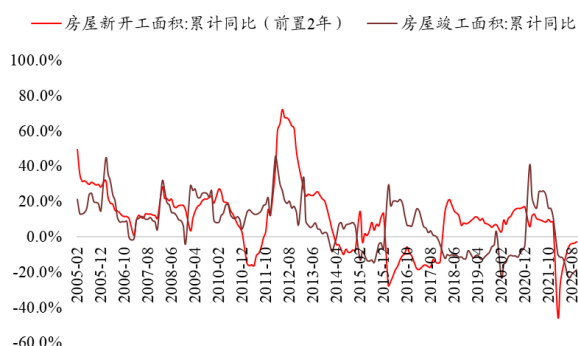
政策传导路径或为先竣工再销售，逐步推动地产数据及家居企业基本面实质性回暖。

从此轮地产政策具体内容上看，对地产企业融资、缓解流动性压力等方面支持力度大，叠加前期“保交付”政策且地产企业在年内完成项目竣工验收结转收入的意愿高，我们认为地产竣工数据或率先出现实质性回暖。随着降房贷利率、降首付比例等购房刺激政策逐步发酵，叠加竣工交房数据回暖提振消费者购房信心，地产销售数据或随后逐步回暖。根据前文分析，地产销售数据增速拐点时间大约为政策边际转松 6 个月左右，因此我们初步判断地产销售数据增速拐点或于 2023Q2-Q3 出现。在地产竣工及销售数据先后回升后，家居板块估值有望迎来地产数据支撑的第二波估值修复，同时家居企业经营表现也有望受益下游需求向好逐步提升。看好 2023 年家居板块估值回升持续性。

3 待转化在施工面积规模大，测算 23 年竣工端或好于预期

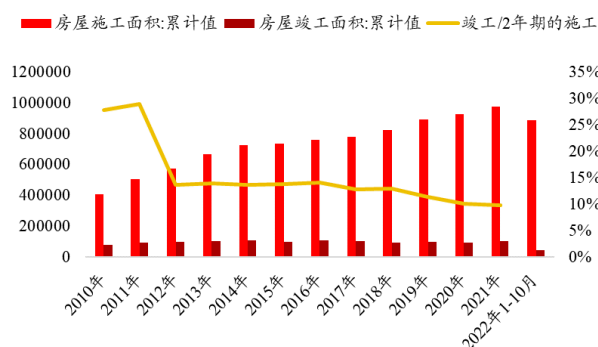
前期积压的庞大施工面积仍有望对 23 年竣工形成拉动。地产竣工滞后于新开工约 2 年，上轮周期中受地产企业迫于资金压力推延竣工以及新冠疫情影响出现 2 次竣工与新开工增速背离，致使在施工面积累积较多。2010-2021 年我国房屋在施工面积规模在持续扩大，截至 2022 年 10 月，我国在施工面积累计值已接近 89 亿平方米，竣工面积占前置 2 年施工面积比例仅为 5.29%。虽然房屋新开工面积于 21Q2 后逐步走弱，但我们认为庞大的在施工面积盘仍对未来竣工转化提供量的支撑。随着地产企业流动性紧张问题得到缓解叠加“保交付”政策催化，预计 22Q4 及 23 年竣工面积/前置 2 年施工面积的转化率有望恢复，我们对于明年竣工增速仍不感到悲观。

图7：新开工面积（前置 2 年）VS.竣工面积增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：住宅竣工与施工面积对比情况（万平方米）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

在施工面积盘累计至峰值，我们测算 2023 年竣工端或好于预期。截至 2022 年 10 月我国竣工面积/前置 2 年施工面积转化率为 5.29%，随着保交付政策效果逐渐显现，房企流动性压力得到缓解，以及从以往来看 11/12 月为竣工结转大月，结转竣工面积占全年比例超 40%，所以考虑到保交付政策和房企流动性压力缓解开工意愿提升，Q4 竣工面积增速环比将有所收窄，预计 2022 全年竣工面积/前置 2 年施工面积转化率为 9.5%，对应房屋竣工面积 8.8 亿平方米，同比-13%。假设：（1）由于竣工多滞后于开工 2 年左右，2023 年对应的待竣工结转的在施工面积实际为 2021 年数据，即 92.68 亿平方米；（2）随着地产宽松政策催化及房企流动性转好，地产项目结转竣工节奏加快，但由于明年房屋在施工面积规模也进一步扩大，我们预计 2023 年全年竣工/前置 2 年施工转化率较 2022 年水平小幅下滑至 9%。测算对应 2023 年房屋竣工面积约为 8.78 亿平方米，同比-0.29%。若乐观估计结转竣工转化率较 2022 年持平仍为 9.5%，则对应房屋竣工面积 9.27 亿平方米，同比+5.25%。

图9：2022-2024 年我国房屋竣工面积推演

单位：万平方米	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
房屋竣工面积	93550.11	95941.53	91218.23	101411.94	88042.12	87784.79	92661.72
YOY	-7.82%	2.56%	-4.92%	11.18%	-13.18%	-0.29%	5.56%
房屋在施工面积（前置 2 年）	758974.80	781483.73	822300.24	893820.89	926759.19	975386.51	926617.18
YOY	3.16%	2.97%	5.22%	8.70%	3.69%	5.25%	-5.00%
转化率	12.33%	12.28%	11.09%	11.35%	9.50%	9.00%	10.0%
竣工/前置 2 年在施工转化率变化对 2023 年房屋竣工面积敏感性测算							
	7.50%	8.00%	8.50%	9.00%	9.50%	10.00%	10.50%
房屋竣工面积	73153.99	78030.92	82907.85	87784.79	92661.72	97538.65	102415.58
YOY	-16.91%	-11.37%	-5.83%	-0.29%	5.25%	10.79%	16.33%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

明年家具龙头在收入端仍有望实现可观收入增速。当前家居龙头企业凭借：（1）在疫情等压力下仍逆势拓店，持续进驻空白市场完善渠道布局；（2）通过整家套餐促进多品类融合销售，拉动客单值稳步提升；（3）店态向融合店、大店转型，并主动出击电商、整装、社交平台、社区营销等新渠道引流，客流捕获能力强；（4）完善的产能布局、柔性化生产和强供应链能力，持续实现高于行业的增速水平。考虑到保交付政策催化以及庞大待竣工结转的在施工面积规模支撑，我们认为龙头家居企业收入端增速有望高于此前预期，仍有望实现可观增长。

4 投资建议

疫情、地产等板块估值压制因素逐步向好：历史复盘来看，在正向的地产政策力度较大&频出阶段，家居等地产后周期链条普遍能跑出较强超额，当前对应 22 年 PE 来看，顾家（15X）、欧派（23X）、喜临门（18X）、索菲亚（13X）、志邦（15X）、敏华（11X）仍然处于历史估值底部，后续积极地产政策的持续释放将继续推动板块估值修复。

经营层面，大宗业务预期率先回暖：短期来看，保交付已经开始拉动企业 to B 订单，龙头 Q3 大宗业务普遍环比降幅收窄，22Q4 竣工高峰期预期订单表现更为亮眼。零售市场受散点疫情影响预计 22Q4 仍有一定压力，待到后续 2023 年地产销售、竣工数据出现真实好转后，零售订单预期迎来修复。中期维度来看，大家居龙头通过整家一站式搞定+融合店态+多维度流量捕获提升份额的逻辑仍然通顺，业绩有望底部修复。

推荐标的：零售端优势显著的龙头**欧派家居、顾家家居、敏华控股、喜临门、志邦家居、索菲亚、慕思股份**，同时关注工程端弹性标的**江山欧派、皮阿诺**。

图10：家居重点企业估值一览（标红为 Wind 一致预测）

股票名称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE		
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
家居										
欧派家居	629	204.42	231.07	267.10	26.66	27.74	31.25	23.6	22.7	20.1
顾家家居	292	183.42	195.06	225.64	16.64	19.09	20.94	17.5	15.3	13.9
喜临门	108	77.72	89.49	107.74	5.59	6.15	7.51	19.3	17.5	14.4
索菲亚	156	104.07	115.68	135.77	1.23	12.41	14.55	127.4	12.6	10.7
志邦家居	80	51.53	55.66	64.26	5.06	5.47	6.28	15.8	14.6	12.7
金牌厨柜	43	34.48	40.22	48.37	3.38	3.83	4.68	12.6	11.1	9.1
曲美家居	40	50.73	55.48	65.46	1.78	3.50	5.39	22.4	11.4	7.4
敏华控股	269	214.97	215.73	246.36	22.47	25.02	28.73	12.0	10.7	9.4
慕思股份	135	64.81	65.79	75.75	6.86	7.14	8.48	19.6	18.8	15.9

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 风险提示

行业竞争加剧，地产政策再度趋严，新冠疫情反复，原材料成本大幅攀升。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>