

金牌厨柜 (603180.SH) 2023Q1 业绩超预期，看好 2023 年业绩的高弹性

2023 年 04 月 28 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	2023/4/27
当前股价(元)	35.72
一年最高最低(元)	44.54/22.77
总市值(亿元)	55.10
流通市值(亿元)	55.10
总股本(亿股)	1.54
流通股本(亿股)	1.54
近 3 个月换手率(%)	72.91

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022 年利润承压，看好 2023 年业绩的高弹性——公司信息更新报告》-2023.3.19

《2022Q3 收入增长超预期，衣柜、木门继续高增长——公司信息更新报告》-2022.10.28

《2022H1 收入增长略超预期，衣柜、木门维持高增长——公司信息更新报告》-2022.9.1

● 2023Q1 业绩超预期，看好 2023 年业绩的高弹性，维持“买入”评级

2022 年营收 35.53 亿元/+3.06%，归母净利润 2.77 亿元/-18.03%，扣非归母净利润 1.91 亿元/-27.23%，非经常性损益 0.86 亿元主要包含政府补助 0.56 亿元。2023Q1 营收 5.75 亿元/+1.08%，归母净利润 0.33 亿元/+8.18%，扣非归母净利润 0.13 亿元/-2.86%，非经常性损益主要为政府补助（1521 万），业绩表现超我们预期，微调 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润 4.20/5.18/6.36 亿元(2023-2024 年原为 4.14/5.13 亿元)，对应 EPS 为 2.72/3.36/4.12 元，当前股价对应 PE 为 13.1/10.6/8.7 倍，继续看好公司多品类、多渠道拓展打开成长空间，2023 年业绩弹性较高，维持“买入”评级。

● 收入拆分：2022 年衣木增长亮眼，保交付支撑下大宗相对稳健

分品类看，2022 年厨柜/衣柜/木门收入分别为 23.6 亿元/-4.7%、9.6 亿元/+20.1%、1.5 亿元/+77.3%，2023Q1 分别为 3.6 亿元/-5.3%、1.6 亿元/+4.6%、0.3 亿元/+79.4%，厨柜在疫情影响下略下滑，衣柜和木门表现出较好的成长性。分渠道看，2022 年经销/大宗/直营/境外渠道收入分别为 18.3 亿元/-2.4%、12.8 亿元/+11.8%、1.3 亿元/-34.1%、2.3 亿元/+43.2%，疫情影响下零售渠道下滑，保交楼等支撑下大宗表现稳健，海外渠道表现亮眼，2023Q1 分别为 3.0 亿元/+0.3%、1.9 亿元/+5.3%、0.1 亿元/-152.6%、0.5 亿元/+12.0%。

● 盈利能力：2022 年净利率承压，预计 2023 年修复弹性较大

2022 年毛利率 29.46%/-1.02pct，净利率 7.80%/-2.01pct，预计主要系疫情影响下公司费用投入和收入增长错配（2022 年公司期间费用率 22.25%/+0.87pct）。2023Q1 毛利率 29.11%/-0.81pct，净利率 5.70%/+0.37pct，扣非净利率 2.27%/-0.09pct，考虑政府补助等，公司盈利能力改善，预计随着 2023 年公司收入增长匹配费用投入，净利率有望提升。2023Q1 末合同负债 2.81 亿元，处于良好水平。

● 风险提示：终端需求回暖不及预期；品类、渠道拓展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,448	3,553	4,619	5,548	6,630
YOY(%)	30.6	3.1	30.0	20.1	19.5
归母净利润(百万元)	338	277	420	518	636
YOY(%)	15.5	-18.0	51.7	23.2	22.8
毛利率(%)	30.5	29.5	30.8	30.9	30.9
净利率(%)	9.8	7.8	9.1	9.3	9.6
ROE(%)	13.8	10.5	13.8	15.0	15.9
EPS(摊薄/元)	2.19	1.80	2.72	3.36	4.12
P/E(倍)	16.3	19.9	13.1	10.6	8.7
P/B(倍)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023Q1 业绩超预期，看好 2023 年业绩的高弹性.....	3
2、 盈利能力：2022 年净利率承压，预计 2023 年修复弹性较大.....	4
3、 运营情况：2023Q1 现金流改善，前瞻指标表现良好.....	5
4、 开店情况：2022 年和 2023Q1 各类型门店持续扩张.....	5
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： 2022 年公司营收 33.53 亿元/+3.06%.....	3
图 2： 2022 年公司归母净利润 2.77 亿元/-18.03%.....	3
图 3： 2023Q1 公司营收 5.75 亿元/+1.08%.....	3
图 4： 2023Q1 公司归母净利润 0.33 亿元/+8.18%.....	3
表 1： 2022 年公司经营现金流净额 2.5 亿元.....	5
表 2： 2022 年和 2023Q1 各类型门店持续扩张.....	5

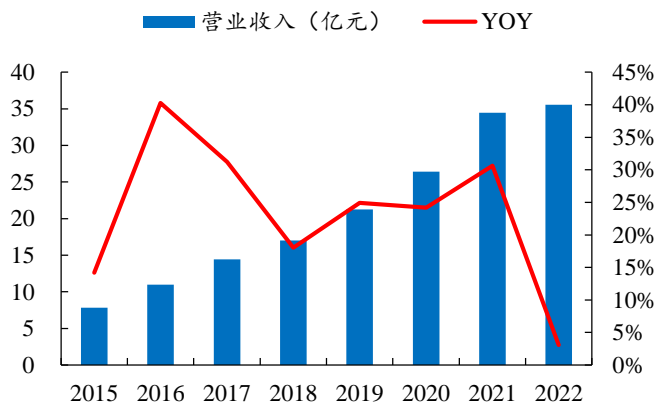
1、2023Q1 业绩超预期，看好 2023 年业绩的高弹性

2022 年公司营收 35.53 亿元/+3.06%，归母净利 2.77 亿元/-18.03%，扣非归母净利 1.91 亿元/-27.23%，非经常性损益 0.86 亿元主要包含政府补助 0.56 亿元。全年收入逆势增长主要来源于衣柜和木门的快速增长，利润下滑主要系（1）收入增速放缓；（2）公司为推进全品类、全渠道协同发展，持续加大了海外、木门、卫浴、宅配等新拓业务的人员和资源投入。

2022Q4 公司营收 10.65 亿元/-13.33%，归母净利 1.12 亿元/-37.46%，扣非归母净利 0.95 亿元/-39.64%，单季收入、利润下滑主要系 2021 基数较高（收入+20%，利润+25%）、疫情的影响。

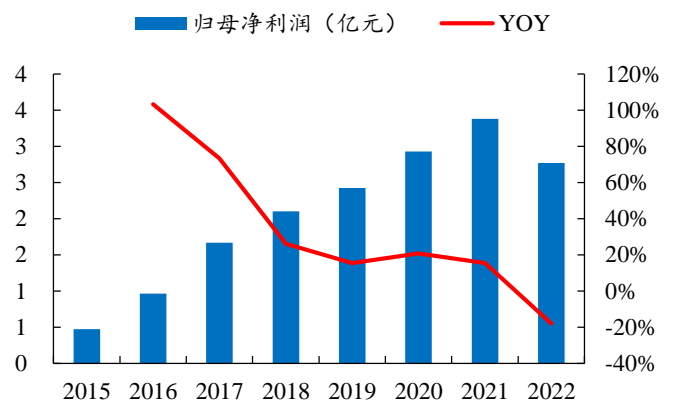
2023Q1 公司营收 5.75 亿元/+1.08%，归母净利 0.33 亿元/+8.18%，扣非归母净利 0.13 亿元/-2.86%，非经常性损益主要为政府补助（1521 万），收入在疫情影响、较高基数下（2022Q1 收入+17%）逆势实现了正增长，增速符合我们预期，利润表现超我们预期。

图1：2022 年公司营收 33.53 亿元/+3.06%



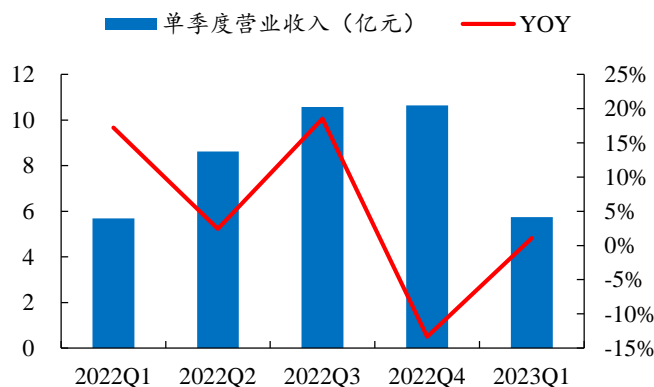
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022 年公司归母净利润 2.77 亿元/-18.03%



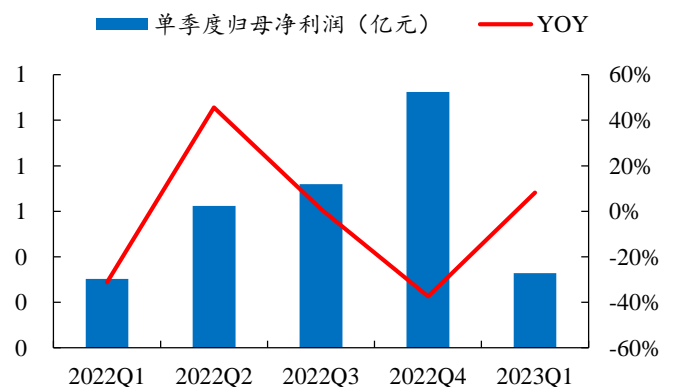
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2023Q1 公司营收 5.75 亿元/+1.08%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023Q1 公司归母净利润 0.33 亿元/+8.18%



数据来源：Wind、开源证券研究所

分品类：2022 年衣柜、木门依然较快增长，核心品类厨柜略下滑

2022 年公司深化品类协同，整合厨柜、衣柜、卫浴、阳台等空间专业解决方案，并严选一些头部家居品牌，为消费者打造高品质的整家定制套餐，赋能经销商引流转化，持续提升客单值。

(1) **整体厨柜**：2022 年收入 23.6 亿元/-4.7%，占比 66.5%/-5.4pct，毛利率 29.2%/-1.1pct；2022Q4 收入 7.0 亿元/-16.0%，占比 65.8%/-2.1pct，毛利率 30.9%/-1.9pct；2023Q1 收入 3.6 亿元/-5.3%，占比 62.9%/-4.2pct，毛利率 28.3%/-1.1pct。

(2) **整体衣柜**：2022 年收入 9.6 亿元/+20.1%，占比 27.1%/+3.8pct，毛利率 29.2%/+0.3pct；2022Q4 收入 3.0 亿元/-6.0%，占比 28.4%/+2.2pct，毛利率 33.5%/+3.1pct；2023Q1 收入 1.6 亿元/+4.6%，占比 27.6%/+0.9pct，毛利率 27.9%/-1.0pct。

(3) **木门**：2022 年收入 1.5 亿元/+77.3%，占比 4.2%/+1.8pct，毛利率 7.2%/+2.8pct；2022Q4 收入 0.5 亿元/+39.9%，占比 4.4%/+1.7pct，毛利率 10.4%/+4.4pct。2023Q1 收入 0.3 亿元/+79.4%，占比 5.2%/+2.3pct，毛利率 5.6%/+0.4pct。

分渠道：2022 年疫情影响下零售渠道下滑，保交楼等支撑下大宗表现稳健

2022 年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。

(1) **经销**：2022 年收入 18.3 亿元/-2.4%，占比 51.6%/-2.9pct，毛利率 36.0%/+0.7pct；2022Q4 收入 5.8 亿元/-17.3%，占比 54.1%/-2.6pct，毛利率 40.6%/+2.4pct；2023Q1 收入 3.0 亿元/+0.3%，占比 52.5%/-0.4pct，毛利率 35.5%/+0.5pct。

(2) **直营**：2022 年收入 1.3 亿元/-34.1%，占比 3.6%/-2.0pct，毛利率 69.3%/+2.2pct；2022Q4 收入 0.3 亿元/-52.8%，占比 3.1%/-2.6pct，毛利率 71.3%/-0.5pct；2023Q1 收入 0.1 亿元/-152.6%，占比 2.3%/-2.6pct，毛利率 60.7%/-3.9pct。

(3) **大宗**：2022 年收入 12.8 亿元/+11.8%，占比 36.0%/+2.8pct，毛利率 14.6%/+13pct；2022Q4 收入 3.7 亿元/-5.4pct，占比 34.9%/+2.9pct，毛利率 15.3%/+3.1pct；2023Q1 收入 1.9 亿元/+5.3%，占比 32.6%/+1.3pct，毛利率 9.7%/-2.4pct。

(4) **境外**：2022 年收入 2.3 亿元/+43.2%，占比 6.6%/+1.9pct，毛利率 20.0%/-6.5pct；2022Q4 收入 0.7 亿元/+84.9%，占比 6.3%/+3.3pct，毛利率 11.8%/-15.8pct；2023Q1 收入 0.5 亿元/+12.0%，占比 8.4%/+0.8pct，毛利率 31.6%/+3.8pct。

(5) **整装**：2022 年公司积极拓展整装、家装等渠道，通过加速装企合作，加快家装门店网点布局，我们预计 2022 年公司与家装合作店中店数量 700 多家，预计 2023 年合作店数量将明显提升。

2、盈利能力：2022 年净利率承压，预计 2023 年修复弹性较大

2022 年公司毛利率 29.46%/-1.02pct，净利率 7.80%/-2.01pct，预计主要系疫情影响下公司费用投入和收入增长错配。2023Q1 毛利率 29.11%/-0.81pct，净利率 5.70%/+0.37pct，扣非净利率 2.27%/-0.09pct，考虑政府补助等，公司盈利能力改善，我们预计随着 2023 年公司收入增长匹配费用投入，公司净利率有望提升。

费用率方面，2022 年公司期间费用率 22.25%/+0.87pct，拆分去看：

(1) 销售费用率为 12.14%/+0.38pct，主要系公司为推进营销渠道端的下沉和变革，新设平台分公司和办事处人员增加较多，工资薪酬、差旅费用等刚性成本支出增加，同时品牌费用投入持续增长所致。

(2) 管理费用率为 4.70%/+0.05pct，主要系公司为推进全品类发展，新拓品类管理人员增加带来工资薪酬增加。

(3) 研发费用率为 5.63%/+0.50pct，主要系为拓展新品类以及产品竞争力，持续加大新品类等研发投入。

(4) 财务费用率为-0.22%/-0.06pct。

3、运营情况：2023Q1 现金流改善，前瞻指标表现良好

(1) 2022 年公司现金流处于良好水平，2023Q1 现金流同比改善

2022 年公司经营现金流净额 2.5 亿元/-38.8%，主要系多品类的发展导致原材料采购品种增加，以及公司为应对外部环境的不确定性、适当增加了原材料的库存储备，同时公司加大了一些优质零售经销商和工程代理商的授信支持力度。

2023Q1 公司经营现金流净额-2.38 亿元/+52.67%，同比改善主要系公司销售回款增加，同时进一步优化库存管理所致。

表1：2022 年公司经营现金流净额 2.5 亿元

	2020	2021	2022	同比
经营性现金流净额（单位：亿元）	6.7	4.0	2.5	-38.8%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	30.9	39.6	37.7	-4.8%
经营活动现金流入小计（单位：亿元）	31.9	40.6	39.6	-2.6%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	25.2	36.6	37.1	1.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 前瞻指标：2023Q1 末公司合同负债 2.81 亿元，表现较好。

4、开店情况：2022 年和 2023Q1 各类型门店持续扩张

2023Q1 末公司经销门店合计 3821 家，较 2022 年末净增 92 家，厨柜门店+20 家至 1792 家，衣柜门店+10 家至 1101 家，木门点+16 家至 577 家，整装馆+21 家至 112 家，阳台卫浴+17 家至 91 家，玛尼欧+8 家至 128 家。

表2：2022 年和 2023Q1 各类型门店持续扩张

单位：家	2016 末	2017 末	2018 末	2019 末	2020 末	2021 末	2022 末	2023Q1 末
厨柜门店	777	1130	1413	1559	1585	1720	1792	1812
衣柜门店	29	120	337	520	722	919	1091	1101
木门门店	\	\	9	63	181	388	561	577
整装馆	\	\	\	2	5	35	91	112

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

2022 年营收 35.53 亿元/+3.06%，归母净利 2.77 亿元/-18.03%，扣非归母净利 1.91 亿元/-27.23%，非经常性损益 0.86 亿元主要包含政府补助 0.56 亿元。2023Q1 营收 5.75 亿元/+1.08%，归母净利 0.33 亿元/+8.18%，扣非归母净利 0.13 亿元/-2.86%，非经常性损益主要为政府补助（1521 万），业绩表现超我们预期，微调 2023-2024 年盈利预测，新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润 4.20/5.18/6.36 亿元（2023-2024 年原为 4.14/5.13 亿元），对应 EPS 为 2.72/3.36/4.12 元，当前股价对应 PE 为 13.1/10.6/8.7 倍，继续看好公司多品类、多渠道拓展打开成长空间，2023 年业绩弹性较高，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。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2476	2251	2881	2979	3761
现金	760	597	844	931	1264
应收票据及应收账款	180	188	290	284	402
其他应收款	24	26	39	39	54
预付账款	63	46	96	75	129
存货	471	528	746	782	1044
其他流动资产	978	867	867	868	868
非流动资产	2040	2612	3016	3335	3699
长期投资	3	50	96	143	190
固定资产	1240	1426	1787	2075	2400
无形资产	127	181	192	199	207
其他非流动资产	671	956	941	917	902
资产总计	4516	4864	5898	6313	7460
流动负债	2016	2187	2787	2789	3411
短期借款	333	673	673	757	673
应付票据及应付账款	864	834	1331	1266	1838
其他流动负债	819	680	783	766	900
非流动负债	80	75	91	103	101
长期借款	0	0	17	28	27
其他非流动负债	80	75	75	75	75
负债合计	2096	2261	2879	2892	3512
少数股东权益	10	8	5	0	-7
股本	154	154	154	154	154
资本公积	1069	1074	1074	1074	1074
留存收益	1157	1270	1578	1954	2424
归属母公司股东权益	2411	2594	3014	3422	3954
负债和股东权益	4516	4864	5898	6313	7460

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	403	247	774	569	1057
净利润	335	273	417	513	629
折旧摊销	97	125	130	158	188
财务费用	-5	-8	21	19	12
投资损失	-18	-27	-20	-22	-22
营运资金变动	-44	-177	242	-78	276
其他经营现金流	40	61	-15	-20	-27
投资活动现金流	-477	-566	-510	-452	-525
资本支出	416	628	487	430	505
长期投资	-66	55	-47	-47	-47
其他投资现金流	5	8	23	25	26
筹资活动现金流	372	152	-16	-114	-115
短期借款	200	340	0	83	-83
长期借款	0	0	17	11	-1
普通股增加	51	-0	0	0	0
资本公积增加	240	5	0	0	0
其他筹资现金流	-119	-193	-33	-209	-30
现金净增加额	294	-163	248	4	416

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3448	3553	4619	5548	6630
营业成本	2397	2507	3197	3834	4581
营业税金及附加	21	29	37	45	54
营业费用	406	431	533	629	745
管理费用	160	167	208	255	298
研发费用	177	200	245	294	351
财务费用	-5	-8	21	19	12
资产减值损失	-1	-3	0	0	0
其他收益	47	56	45	47	49
公允价值变动收益	9	3	3	3	5
投资净收益	18	27	20	22	22
资产处置收益	-1	-0	-0	-0	-0
营业利润	361	289	459	562	686
营业外收入	9	6	5	6	7
营业外支出	2	2	1	2	2
利润总额	368	294	463	567	691
所得税	33	21	46	54	62
净利润	335	273	417	513	629
少数股东损益	-3	-4	-3	-5	-7
归属母公司净利润	338	277	420	518	636
EBITDA	462	441	616	746	893
EPS(元)	2.19	1.80	2.72	3.36	4.12

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	30.6	3.1	30.0	20.1	19.5
营业利润(%)	10.3	-19.8	58.6	22.4	22.0
归属于母公司净利润(%)	15.5	-18.0	51.7	23.2	22.8
获利能力					
毛利率(%)	30.5	29.5	30.8	30.9	30.9
净利率(%)	9.8	7.8	9.1	9.3	9.6
ROE(%)	13.8	10.5	13.8	15.0	15.9
ROIC(%)	12.0	8.9	11.7	12.6	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	46.4	46.5	48.8	45.8	47.1
净负债比率(%)	-16.1	4.3	-4.3	-3.5	-13.5
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	48.6	30.0	30.0	30.0	30.0
应付账款周转率	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.19	1.80	2.72	3.36	4.12
每股经营现金流(最新摊薄)	2.61	1.60	5.02	3.69	6.85
每股净资产(最新摊薄)	15.63	16.82	19.54	22.18	25.63
估值比率					
P/E	16.3	19.9	13.1	10.6	8.7
P/B	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.0	10.9	7.4	6.1	4.6

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，属于商业秘密材料，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9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