

欧派家居 (603833.SH) 2023Q2 业绩超预期，看好改革后释放业绩红利

2023 年 09 月 06 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

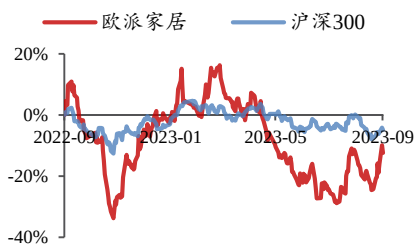
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/9/5
当前股价(元)	105.66
一年最高最低(元)	144.87/81.00
总市值(亿元)	643.63
流通市值(亿元)	643.63
总股本(亿股)	6.09
流通股本(亿股)	6.09
近 3 个月换手率(%)	34.18

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023Q1 业绩短期承压，配套品、整装继续亮眼——公司信息更新报告》
-2023.4.28

《2022 逆势抢份额、提单值，2022Q4 盈利能力提升——公司信息更新报告》
-2023.4.25

《2022Q4 盈利能力同比改善，看好公司未来量价双升——公司信息更新报告》
-2023.1.17

● 2023Q2 业绩超预期，看好改革后释放业绩红利，维持“买入”评级

公司 2023 年上半年实现营收 98.4 亿元 (+1.55%)，实现归母净利润 11.33 亿元 (+11.22%)，实现扣非归母净利润 10.71 亿元 (+9.2%)。单季度看，2023Q2 公司实现营收 62.7 亿元 (+13.0%)，实现归母净利润 9.8 亿元 (+28.1%)，实现扣非归母净利润 9.4 亿元 (+26.0%)，二季度业绩增速靓丽预计主要系大家居战略继续推进、线上获客能力强化、内部降本增效下带来收入及业绩同比增长。考虑到地产行业仍处于调整期，我们略微下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 31.01/36.60/42.20 亿元（原值为 32.66/38.77/45.21 亿元），对应 EPS 为 5.09/6.01/6.93 元，当前股价对应 PE 为 20.8/17.6/15.3 倍，公司大家居战略稳步推进，行业龙头增长韧性彰显，维持“买入”评级。

● 收入拆分：衣柜及配套品逆势正增长，整装大家居稳步推进

分产品看，2023H1 橱柜/衣柜及配套品/卫浴/木门收入分别为 30.72/54.3/4.6/5.8 亿元，分别同比-5.97%/+4.05%/+12.61%/+6.71%。在地产下行压力下衣柜及配套品逆势正增长。分渠道看，公司持续推进整装大家居战略，2023H1 实现整装营收 12.7 亿元 (+22%)，门店数量预计约 1000 家、较年初净增约 100 家。经销渠道/工程渠道/直营渠道营收分别为 77.6/14.85/2.85 亿元，分别同比-0.60%/+8.42%/+6.97%。门店方面，2023H1 公司共有门店 7532 家 (-83)，其中欧派橱柜/欧派衣柜/欧铂丽/欧派卫浴/欧铂尼门店数量分别为 2358/2370/1079/700/1025 家，相对于 2022 年末分别-121/+160/+25/-116/-31 家，公司门店总数基本保持稳定，龙头终端经营韧性体现。

● 盈利能力：毛利率上升、期间费用率下降助力净利率提升

2023H1 公司整体毛利率为 31.5%，同比+0.2pct，毛利率水平基本保持稳定。2023H1 公司期间费用率同比-0.7pct 至 18.0%，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.0%/6.4%/4.5%/-1.8%，分别同比+0.5/+0.0/-0.6/-0.6pct。综合影响下，2022H1 公司净利率同比+0.9pct 至 11.4%。2023H1 利息收入增加导致财务费用率减少，叠加研发费用率的降低，抵消获客成本明显提升导致的销售费用率上升，综合影响下公司盈利能力提升。此外，2023Q2 公司毛利率同比+0.3pct 至 34.3%，期间费用率同比-1.5pct 至 16.0%，综合影响下，净利率同比+1.8pct 至 15.6%。

● 风险提示：终端需求回暖不及预期；整装拓展速度放缓；疫情反复。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,442	22,480	25,177	29,205	33,586
YOY(%)	38.7	10.0	12.0	16.0	15.0
归母净利润(百万元)	2,666	2,688	3,101	3,660	4,220
YOY(%)	29.2	0.9	15.3	18.0	15.3
毛利率(%)	31.6	31.6	31.4	31.4	31.1
净利率(%)	13.0	12.0	12.3	12.5	12.6
ROE(%)	18.5	16.2	16.7	17.2	17.1
EPS(摊薄/元)	4.38	4.41	5.09	6.01	6.93
P/E(倍)	24.1	23.9	20.8	17.6	15.3
P/B(倍)	4.5	4.0	3.6	3.1	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

内容目录

1、2023Q2 毛、净利率双升，衣柜及配套品增速较快.....	3
1.1、分品类：厨柜略下滑，衣柜及配套品收入继续较快增长.....	3
1.2、分渠道：2023Q2 经销逆势增长，整装大家居稳步推进.....	4
2、盈利能力：2023Q2 费用率同比下降，毛、净利率同比双升.....	5
3、运营情况：现金流同比增加，前瞻指标依然优秀.....	6
4、开店情况：2023H1 公司门店数量总体基本保持稳定.....	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

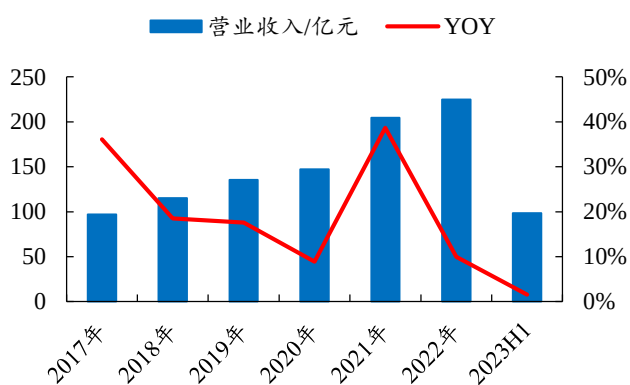
图 1：2023 年上半年公司收入同比+1.55%.....	3
图 2：2023 年上半年公司归母净利润同比+11.22%.....	3
图 3：2023H1 公司毛、净利率同比均略有增长.....	5
图 4：2023H1 公司期间费用率同比下降 0.7pct.....	5
图 5：公司经营性现金流同比大幅改善.....	6
图 6：公司应收账款周转承压.....	6
表 1：2023 年上半年橱柜产品收入略有下滑，衣柜及配套品收入继续较快增长.....	4
表 2：2023Q2 经销逆势稳增长，大宗渠道实现较快增长.....	4
表 3：2023H1 公司经销门店总体减少 83 家.....	6

1、2023Q2 毛、净利率双升，衣柜及配套品增速较快

2023H1 公司业绩增速亮眼，行业龙头韧性彰显。公司 2023 年上半年实现营收 98.4 亿元 (+1.55%)，实现归母净利润 11.33 亿元 (+11.22%)，实现扣非归母净利润 10.71 亿元 (+9.2%)。

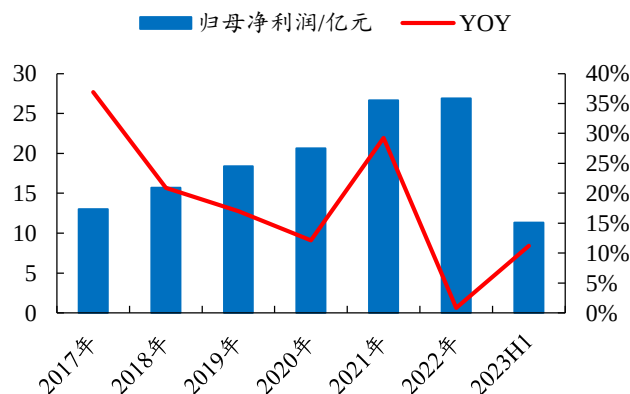
单季度看，2023Q2 公司实现营收 62.7 亿元 (+13.0%)，实现归母净利润 9.8 亿元 (+28.1%)，实现扣非归母净利润 9.4 亿元 (+26.0%)。公司二季度业绩增速靓丽预计主要系公司组织架构变革顺利开展、线上获客能力强化、内部降本增效下带来收入及业绩同比增长。

图1：2023 年上半年公司收入同比+1.55%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023 年上半年公司归母净利润同比+11.22%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、分品类：厨柜略下滑，衣柜及配套品收入继续较快增长

2023H1 公司继续推行“大家居”战略、积极开展营销系统组织架构改革、并以厨卫空间为切入口，积极布局存量需求市场；除橱柜产品外，各项产品品类收入实现稳步增长，衣柜及配套品收入占比提升至 55.2%，其中我们预计配套品在收入中占比约 12%。

(1) 橱柜：2023 年上半年收入 30.72 亿元 (-5.97%)，毛利率 30.27% (-0.84pct)。2023Q2 橱柜收入 19.82 亿元 (+2.16%)，毛利率为 30.81% (-0.79pct)。公司二季度橱柜收入恢复增长，我们预计主要系疫情结束，零售端客流有所恢复

(2) 衣柜及配套品：2023 年上半年营收 54.30 亿 (+4.05%)，毛利率 33.59% (+0.93pct)。2023Q2 收入 34.5 亿元 (+18.97%)，毛利率为 36.98% (+1.08pct)。

(3) 卫浴：2023 年上半年营收 4.60 亿 (+12.61%)，毛利率 26.34% (+0.14pct)。2023Q2 卫浴收入 2.8 亿元 (+16.67%)，毛利率为 32.27% (+2.07pct)。

卫浴产品增长提速主要源于公司加速在终端推进适旧、适老的产品套餐及快速换新服务；另外在大家居战略下，联合、整合硬装合作资源，给客户id提供便捷、高效、快速的改造服务。以厨卫空间的存量旧改业务为突破切入口，获取并转化存量房改造需求流量，逐步拓展存量需求市场

(4) 木门：2023 年上半年收入 5.76 亿 (+6.71%)，毛利率 21.00% (+0.12pct)。2023Q2 木门收入 3.66 亿元 (+14.38%)，毛利率为 28.60% (+0.4pct)。

表1：2023 年上半年橱柜产品收入略有下滑，衣柜及配套品收入继续较快增长

单位：亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
橱柜收入	57.7	61.9	60.6	75.3	71.7	30.72
YOY	7.7%	7.4%	-2.1%	24.2%	-4.7%	-5.97%
毛利率	39.8%	36.6%	36.2%	34.4%	34.0%	30.27%
衣柜及配套收入	41.5	51.7	57.7	101.7	121.4	54.30
YOY	25.8%	24.6%	11.7%	49.5%	19.3%	4.05%
毛利率	42.0%	39.9%	40.0%	32.2%	31.8%	33.59%
卫浴收入	4.5	6.2	7.4	9.9	10.3	4.60
YOY	49.5%	37.7%	18.5%	33.7%	4.6%	12.61%
毛利率	26.5%	26.2%	26.7%	25.4%	26.2%	26.34%
木门收入	4.8	6.0	7.7	12.4	13.5	5.76
YOY	48.0%	25.7%	29.1%	60.4%	8.9%	6.71%
毛利率	13.6%	12.4%	14.0%	13.8%	16.4%	21.00%

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：2021Q4 开始配套品计入衣柜收入，2021 年之前只包含衣柜收入。）

1.2、分渠道：2023Q2 经销逆势增长，整装大家居稳步推进

公司持续推进整装大家居战略，2023H1 实现整装营收 12.7 亿元（+22%），门店数量预计约 1000 家、较年初净增约 100 家。

（1）经销：2023 年上半年收入 77.6 亿元/-0.60%，毛利率 31.11%/-0.26pct。2023Q2 经销渠道收入 50.0 亿元（+9.17%），毛利率为 33.52%（-0.26pct）。

截止 2023 年上半年，公司经销门店超 7,000 家，且公司结合渠道发展的痛点，通过建立专项制度，明确了公司零售经销商在区域市场的经营主体地位，对区域市场整装渠道的合作模式类型、建店数量、品牌及销售管理规范、退出规则、市场监督及责任追究等进行了规范，以便更好地规范各渠道与家装、整装企业的业务融合。

（2）大宗：2023 年上半年收入 14.85 亿（+8.42%），毛利率为 28.04%（-0.14pct）。2023Q2 工程渠道收入 8.95 亿元（+27.86%），毛利率为 33.37%（+4.17pct）。业务收入同比增速明显，主要系报告期内公司主动开拓较多非地产项目。

（3）直营：2023 年上半年收入 2.85 亿（+6.97%），毛利率 58.03%（+0.41pct）。2023Q2 直营渠道收入 1.95 亿元（+39.29%），毛利率为 60.60%（+3.4pct）。

表2：2023Q2 经销逆势稳增长，大宗渠道实现较快增长

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
经销收入	80.4	92.5	105.6	111.8	156.8	175.8	77.6
YOY	34.0%	15.1%	14.1%	6.0%	40.2%	12.1%	-0.60%
毛利率	31.9%	35.7%	35.0%	34.1%	30.3%	30.7%	31.11%
大宗收入	9.6	14.2	21.6	26.8	36.7	34.95	14.85
YOY	68.5%	47.1%	52.5%	24.0%	36.9%	-4.9%	8.24%
毛利率	48.0%	49.5%	34.6%	32.7%	30.8%	27.9%	28.04%

单位：亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
直营收入	2.6	3.0	3.5	4.0	5.9	7.1	2.85
YOY		17.3%	14.9%	14.7%	47.3%	20.1%	6.97%
毛利率	59.1%	60.5%	67.1%	66.4%	64.1%	55.5%	58.03%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、盈利能力：2023Q2 费用率同比下降，毛、净利率同比双升

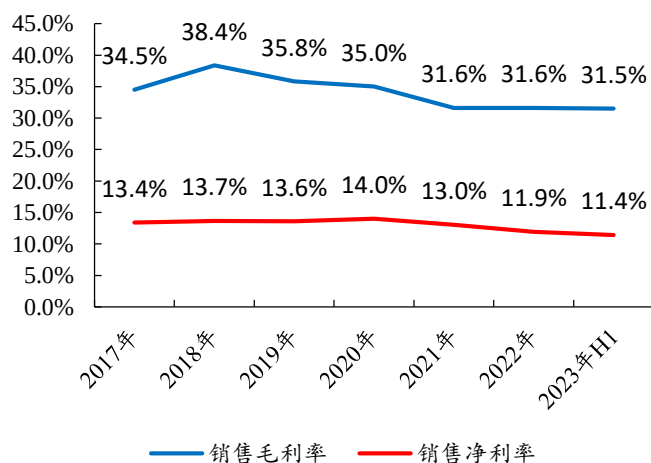
2023H1 公司整体毛利率为 31.5%，同比+0.2pct，毛利率水平基本保持稳定。2023Q2 毛利率为 34.3%（+0.3pct）。

2023H1 公司期间费用率同比-0.7pct 至 18.0%，其中 2023Q1/Q2 期间费用率分别同比+1.2pct/-1.5pct。

- (1) 销售费用率同比+0.5pct 至 9.0%，2023Q1/Q2 分别同比+0.6pct/+0.6pct。
- (2) 管理费用率同比+0.0pct 至 6.4%，2023Q1/Q2 分别同比+1.6pct/-0.8pct。
- (3) 研发费用率同比-0.6pct 至 4.5%，2023Q1/Q2 分别同比+0.3pct/-1.1pct。
- (4) 财务费用率同比-0.6pct 至 -1.8%，2023Q1/Q2 分别同比-1.3pct/-0.1pct。

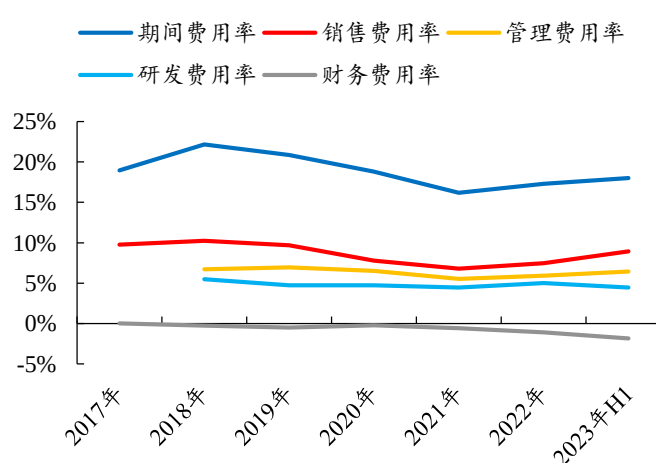
综合影响下 2023H1 公司净利率同比上升。2023H1 公司净利率为 11.4%，同比+0.9pct，扣非净利率为 10.9%，同比+0.8pct。2023Q2 净利率为 15.6%（+1.8pct），扣非净利率为 15.0%（+1.5pct）。利息收入增加导致财务费用率减少，叠加研发费用率的降低，抵消获客成本明显提升导致的销售费用率上升，综合影响下公司盈利能力提升。

图3：2023H1 公司毛、净利率同比均略有增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023H1 公司期间费用率同比下降 0.7pct

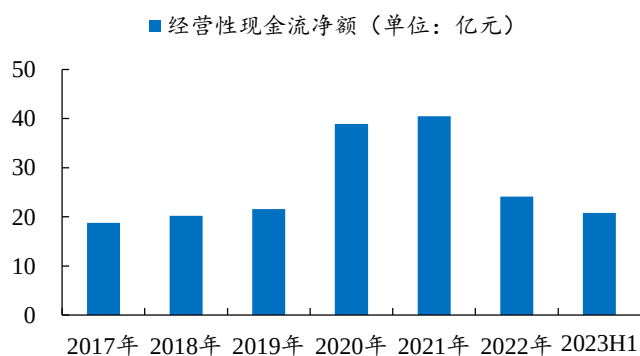


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、运营情况：现金流同比增加，前瞻指标依然优秀

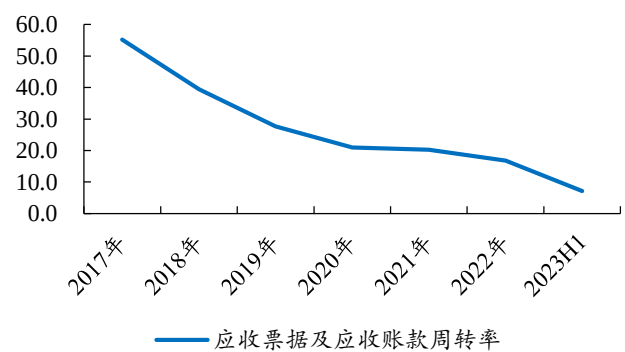
现金流：经营性现金流同比+120.5%。2023 年上半年公司经营性现金流净流入 20.8 亿元，同比+120.5%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。其中，销售商品、提供劳务收到的现金达 121.1 亿元，同比+9.7%。**应收账款：周转率受经销商帮扶影响和大宗业务影响同比上升。**2023 年上半年公司应收票据及应收账款周转率同比-1.26 次，预计主要系地产景气度下行下，大宗业务回款周期增加，同时公司为帮扶经销商，回款周期有所延长。**业绩前瞻指标方面**，2023 年上半年末预收账款 2.98 亿元，合同负债 17.79 亿元。

图5：公司经营性现金流同比大幅改善



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：公司应收账款周转承压



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、开店情况：2023H1 公司门店数量总体基本保持稳定

2023H1 公司经销门店数达 7532 家，净减少 83 家，门店数量总体保持稳定。

分品类看，与 2022 年末相比，2023H1 欧派橱柜（含橱衣融合店）、欧派衣柜、欧铂丽、卫浴、木门经销门店数量分别变化-121、+160、+25、-116、-31 家，毛利率最高的衣柜的门店（毛利率 33.59%）增加 160 家。综合来看，门店数量总体净减少 83 家，总体门店数量基本保持稳定。在消费市场增长乏力，家居行业零售端获客难度、获客成本明显提升的背景下，龙头终端经营韧性体现。

表3：2023H1 公司经销门店总体减少 83 家

经销门店数量（家）	2019	2020	2021	2022	2023H1
欧派橱柜（含橱衣综合）	2,334	2,407	2,459	2,479	2,358
欧派衣柜	2,144	2,124	2,201	2,210	2,370
欧铂丽家居定制	988	928	989	1,054	1,079
欧派卫浴	611	588	805	816	700
欧铂尼木门	985	1,065	1,021	1,056	1,025
总计	7,062	7,112	7,475	7,615	7,532

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

公司 2023 年上半年实现营收 98.4 亿元 (+1.55%)，实现归母净利润 11.33 亿元 (+11.22%)，实现扣非归母净利润 10.71 亿元 (+9.2%)。单季度看，2023Q2 公司实现营收 62.7 亿元 (+13.0%)，实现归母净利润 9.8 亿元 (+28.1%)，实现扣非归母净利润 9.4 亿元 (+26.0%)，二季度业绩增速靓丽预计主要系公司组织架构变革顺利开展、线上获客能力强化、内部降本增效下带来收入及业绩同比增长。考虑到地产行业仍处于调整期，我们略微下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 31.01/36.60/42.20 亿元（原值为 32.66/38.77/45.21 亿元），对应 EPS 为 5.09/6.01/6.93 元，当前股价对应 PE 为 20.8/17.6/15.3 倍，公司大家居战略稳步推进，行业龙头增长韧性彰显，维持“买入”评级。

6、风险提示

终端需求回暖不及预期；整装拓展速度放缓；疫情反复。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11243	13381	13338	15005	17370
现金	6562	8270	9287	10744	12634
应收票据及应收账款	1218	1467	0	0	0
其他应收款	96	197	131	250	188
预付账款	148	107	179	153	229
存货	1463	1414	1816	1934	2394
其他流动资产	1756	1925	1925	1925	1925
非流动资产	12150	15230	15805	16859	17855
长期投资	16	11	2	-6	-15
固定资产	6648	6689	7413	8515	9590
无形资产	1064	1061	1019	967	908
其他非流动资产	4422	7470	7370	7382	7372
资产总计	23393	28611	29142	31864	35225
流动负债	8285	9675	8471	8676	9058
短期借款	2389	4585	4585	4960	4585
应付票据及应付账款	2158	1979	0	0	0
其他流动负债	3737	3111	3887	3717	4473
非流动负债	699	2422	2137	1882	1587
长期借款	0	1607	1322	1067	771
其他非流动负债	699	816	816	816	816
负债合计	8984	12097	10608	10559	10645
少数股东权益	0	6	4	0	-4
股本	609	609	609	609	609
资本公积	4361	4360	4360	4360	4360
留存收益	9379	11003	13017	15301	17908
归属母公司股东权益	14409	16508	18530	21305	24584
负债和股东权益	23393	28611	29142	31864	35225

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4046	2410	3604	4066	5383
净利润	2664	2683	3099	3657	4215
折旧摊销	696	752	662	724	859
财务费用	-115	-247	112	123	72
投资损失	-21	-23	-26	-27	-24
营运资金变动	508	-1370	-174	-319	376
其他经营现金流	314	617	-67	-91	-115
投资活动现金流	-2065	-7146	-1200	-1740	-1823
资本支出	1235	2257	1245	1786	1865
长期投资	-916	-4890	8	8	9
其他投资现金流	86	1	36	38	32
筹资活动现金流	-187	2985	-1387	-1244	-1294
短期借款	763	2196	0	375	-375
长期借款	-495	1607	-285	-255	-295
普通股增加	8	0	0	0	0
资本公积增加	618	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-1080	-816	-1102	-1364	-624
现金净增加额	1783	-1711	1017	1082	2265

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20442	22480	25177	29205	33586
营业成本	13978	15374	17259	20035	23124
营业税金及附加	143	168	180	213	242
营业费用	1386	1679	1637	1822	2066
管理费用	1131	1336	1385	1558	1792
研发费用	908	1123	1128	1300	1478
财务费用	-115	-247	112	123	72
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	91	120	110	102	106
公允价值变动收益	52	-34	11	13	11
投资净收益	21	23	26	27	24
资产处置收益	-7	-0	-1	-2	-3
营业利润	3060	3056	3566	4214	4843
营业外收入	32	27	28	28	29
营业外支出	17	15	17	17	17
利润总额	3075	3068	3578	4225	4856
所得税	411	385	479	569	641
净利润	2664	2683	3099	3657	4215
少数股东损益	-1	-6	-2	-3	-5
归属母公司净利润	2666	2688	3101	3660	4220
EBITDA	3718	3955	4340	5013	5720
EPS(元)	4.38	4.41	5.09	6.01	6.93

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	38.7	10.0	12.0	16.0	15.0
营业利润(%)	27.1	-0.1	16.7	18.2	14.9
归属于母公司净利润(%)	29.2	0.9	15.3	18.0	15.3
获利能力					
毛利率(%)	31.6	31.6	31.4	31.4	31.1
净利率(%)	13.0	12.0	12.3	12.5	12.6
ROE(%)	18.5	16.2	16.7	17.2	17.1
ROIC(%)	46.2	30.5	31.9	32.4	34.6
偿债能力					
资产负债率(%)	38.4	42.3	36.4	33.1	30.2
净负债比率(%)	-24.8	-7.6	-13.3	-17.8	-25.8
流动比率	1.4	1.4	1.6	1.7	1.9
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	25.3	19.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	8.8	7.8	18.1	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.38	4.41	5.09	6.01	6.93
每股经营现金流(最新摊薄)	6.64	3.96	5.92	6.67	8.84
每股净资产(最新摊薄)	23.65	26.40	29.72	34.28	39.66
估值比率					
P/E	24.1	23.9	20.8	17.6	15.3
P/B	4.5	4.0	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	15.9	15.8	14.1	11.9	10.0

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