

顾家家居(603816)

报告日期: 2025年04月30日

## Q1收入、利润双亮眼，组织调整成效显著

### ——顾家家居业绩点评

#### 投资要点

##### □ 业绩一览

- 1) **25Q1** 单季度收入 49.14 亿, 增长 12.95% (同比, 下同); 归母净利润 5.19 亿, 增长 23.53%, 扣非增长 22.15%, 表现超预期。
- 2) **24A** 收入 184.8 亿、下降 3.8%, 归母净利润 14.17 亿、下降 29.38%, 扣非 13.01 亿、下降 26.92%。
- 3) **24Q4 单季度** 收入 46.78 亿、下降 7.84%, 归母净利润 0.58 亿, 由于减值计提较多表现承压 (对红星债计提 2.13 亿元减值, 对纳图兹商誉计提 0.51 亿元减值), 此外公司在 Q4 处置了领尚美居 (1 万元出售)、班尔奇 (53 万元出售)、卡文家居 (5.1 万元出售) 等子公司, 我们预计低价转让产生一定损失。

##### □ 内销: 功能+定制持续驱动、大店业务零售额+16%

**24 年内销收入 93.61 亿 (同比-14.4%), 毛利率同比-0.35pct。**

24 年 10 月公司应对下滑困境果断开启新一轮组织调整, 强化单品竞争力, 我们预计 25Q1 已经展现较好成效。1) 功能品类 3 年收入复合增长率 13.4%。2) 定制家居业务 9.92 亿、增长 12.7%。3) 卧室打造“3D 床垫”差异化进攻策略, 全年实现爆款床垫销售额 1.2 亿。4) 融合大店零售额增长 16%。5) 以旧换新积极响应跟进政府政策。

##### □ 外销: 量利双增、需求新增长点

**24 年外销收入 83.67 亿, 增长 11.33%, 毛利率同比+1.86pct, 外贸利润率稳步提升。** 海外商超渠道的开拓带来了较大增量, 澳洲、西欧、中东、日韩等市场均取得了历史性业务突破; 品类上加快发展了单椅、餐吧椅、沙发床等品类, 培养新的增长点; 产能上越南基地综合成本已低于中国基地、战略价值凸显。

##### □ 25 年经营计划

- 1) 客餐厅推动固定沙发恢复性增长和集成产品盈利能力回升。
- 2) 卧室以“1 号垫”IP 为突破口, 引领产品向上升级, 打造卧室渠道的独立流量入口。
- 3) 定制聚焦“空白城市拓展+专业新商突破”, 加速渠道突破。
- 4) 整装业务提速引入装企合作, 做高客单值。
- 5) 外贸加快新的海外制造基地布局, 并加大拓展非美市场业务, 跨境电商业务上开拓户外、板式等新品类。

##### □ 合同负债大幅增长、降本控费

- 1) 24A、25Q1 末合同负债分别同比+28%、+18%, 预计公司 Q2 内销仍将延续较好表现。
- 2) 25Q1 毛利率 32.39% (同比-0.69pct), 销售费用率 15.21% (-2.2pct), 管理费用率 2.39% (-0.93pct)。

##### □ 盈利预测与估值

顾家家居零售能力突出、Q1 表现显著领跑同行, 市场前期公司外贸风险定价充分, 持续推荐。我们预计 25/26/27 年实现收入 200.20/216.69/235.77 亿, 同比 +8.34%/+8.24%/+8.80%, 归母净利润 18.48/19.81/21.45 亿, 同比 +30.46%/+7.20%/+8.27%, 当前市值对应 PE 为 11.15/10.40/9.61 X, 维持买入评级。

#### 投资评级: 买入(维持)

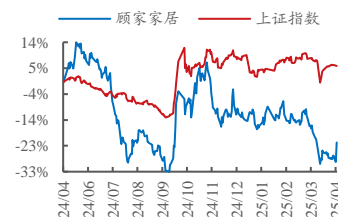
分析师: 史凡可  
 执业证书号: S1230520080008  
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成  
 执业证书号: S1230521090001  
 fujiacheng@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 25.07
总市值(百万元)	20,604.82
总股本(百万股)	821.89

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《重视单品提升, 零售能力突出》 2024.12.17
- 2 《内贸营销支持力度加大, 外贸保持稳健成长》 2024.10.28
- 3 《拟推限制性股票激励, 绑定中层利益》 2024.09.23

□ **风险提示**  
 竞争加剧、关税扰动

## 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	18,480	20,020	21,669	23,577
(+/-) (%)	-3.81%	8.34%	8.24%	8.80%
归母净利润	1,417	1,848	1,981	2,145
(+/-) (%)	-29.38%	30.46%	7.20%	8.27%
每股收益(元)	1.72	2.25	2.41	2.61
P/E	14.55	11.15	10.40	9.61

资料来源：浙商证券研究所

表1：顾家家居季度财务数据

单位：百万元	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
<b>营业总收入</b>	4,475.81	4,746.04	4,248.41	3,953.54	4,924.39	5,257.88	5,076.23	4,350.45	4,558.04	4,892.94	4,678.29	4,913.78
<b>YOY</b>	5.71%	-8.89%	-16.97%	-12.92%	10.02%	10.78%	19.49%	10.04%	-7.44%	-6.94%	-7.84%	12.95%
<b>归母净利润</b>	447.57	512.30	408.95	400.10	523.41	577.58	504.87	420.19	475.92	462.52	57.90	519.06
<b>YOY</b>	15.53%	10.08%	-4.14%	-9.73%	16.94%	12.74%	23.46%	5.02%	-9.07%	-19.92%	-88.53%	23.53%
<b>扣非归母净利润</b>	398.65	500.33	262.95	340.49	497.05	527.23	416.22	375.54	405.36	438.28	82.31	458.72
<b>YOY</b>	14.36%	11.93%	-16.13%	-10.90%	24.69%	5.38%	58.29%	10.29%	-18.45%	-16.87%	-80.22%	22.15%
<b>毛利率</b>	28.07%	30.06%	35.66%	32.13%	31.01%	33.76%	34.18%	33.08%	32.98%	29.80%	35.20%	32.39%
<b>期间费用率</b>	16.39%	16.27%	27.14%	21.47%	17.39%	20.60%	23.34%	21.96%	20.61%	17.91%	24.26%	18.99%
其中：销售费用	683.23	699.57	903.17	667.54	761.80	864.27	1072.64	757.31	758.79	684.64	1092.87	747.21
销售费用率	15.26%	14.74%	21.26%	16.88%	15.47%	16.44%	21.13%	17.41%	16.65%	13.99%	23.36%	15.21%
其中：管理费用	83.90	88.26	111.29	73.49	120.11	114.85	35.30	144.43	68.26	84.86	70.13	117.40
研发费用	75.23	77.10	73.82	62.51	60.24	73.03	69.06	61.99	119.08	71.78	28.74	75.50
管理+研发费用率	3.56%	3.48%	4.36%	3.44%	3.66%	3.57%	2.06%	4.74%	4.11%	3.20%	2.11%	3.93%
其中：财务费用	-108.72	-92.55	64.56	45.20	-85.73	31.13	8.00	-8.15	-6.65	35.01	-56.90	-7.15
财务费用率	-2.43%	-1.95%	1.52%	1.14%	-1.74%	0.59%	0.16%	-0.19%	-0.15%	0.72%	-1.22%	-0.15%
<b>归母净利率</b>	10.00%	10.79%	9.63%	10.12%	10.63%	10.99%	9.95%	9.66%	10.44%	9.45%	1.24%	10.56%
<b>账上净现金</b>	468.33	1,144.24	2,556.01	2,171.43	2,420.77	1,810.13	1,609.86	1,001.38	346.10	827.05	1,657.88	1,351.46
货币资金	2,235.17	3,021.17	4,397.95	4,434.24	5,087.74	5,275.20	3,583.15	2,562.50	1,659.48	1,304.74	2,550.15	2,784.98
交易性金融资产	100.55	100.35	98.38	113.33	104.92	0.00	0.00	150.00	959.50	661.74	376.74	1,810.26
带息债务	1,867.38	1,977.27	1,940.32	2,376.14	2,771.89	3,465.06	1,973.29	1,571.12	1,463.38	1,437.18	1,554.01	1,810.26
<b>存货</b>	2,109.45	1,972.88	1,883.29	1,717.91	1,676.67	1,794.19	1,967.65	1,825.37	1,826.60	1,786.25	2,211.34	1,826.62
较上年同期增减	217.49	-47.14	-557.76	-413.84	-432.77	-178.69	84.36	107.46	149.93	-7.94	243.69	1.25
<b>应收票据</b>	0.11	6.39	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
较上年同期增减	-1.05	6.35	-0.76	-0.06	-0.11	-6.39	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>应收账款</b>	1,836.86	1,593.14	1,035.52	1,156.67	1,452.00	1,537.17	1,352.25	1,397.30	1,409.58	1,404.61	1,476.53	1,488.99
较上年同期增减	590.37	108.11	-661.89	-551.49	-384.86	-55.97	316.72	240.63	-42.42	-132.56	124.29	91.69
<b>应付账款及应付票据</b>	1,799.73	1,669.33	2,014.20	1,742.77	1,754.04	1,756.31	1,628.61	1,329.13	1,683.08	1,728.36	1,784.02	1,647.85
较上年同期增减	115.53	-47.42	-21.11	-15.74	-45.69	86.98	-385.59	-413.65	-70.96	-27.95	155.41	318.73
<b>合同负债</b>	1,542.61	1,358.37	1,531.21	1,419.88	1,461.36	1,320.52	1,603.51	1,274.76	1,276.19	1,238.75	2,051.39	1,503.19
较上年同期增减	-80.09	-381.31	-866.24	27.50	-81.25	-37.85	72.29	-145.11	-185.17	-81.77	447.88	228.43
<b>经营性现金流净额</b>	564.22	839.83	1,535.16	152.30	624.91	642.08	1,023.50	-159.67	796.19	922.73	1,121.17	8.51
较上年同期增减	268.00	288.32	474.81	682.01	60.69	-197.75	-511.66	-311.97	171.27	280.65	97.67	168.18
<b>筹资性现金流净额</b>	-1,214.25	140.35	85.56	372.91	282.29	-295.31	-1,901.97	-444.89	-1,216.18	-51.62	246.56	223.62
较上年同期增减	-647.10	-525.79	102.52	-226.16	1496.54	-435.67	-1,987.53	-817.80	-1,498.48	243.69	2148.53	668.51
<b>资本开支</b>	446.20	378.92	265.31	575.15	394.38	336.08	913.61	481.36	232.02	177.58	192.46	131.18
较上年同期增减	90.89	-119.81	-242.87	189.91	-51.83	-42.84	648.31	-93.79	-162.36	-158.49	-721.15	-350.19
<b>ROE</b>	5.44%	6.19%	4.70%	4.41%	5.51%	6.05%	5.32%	4.29%	4.93%	4.84%	0.59%	5.13%
<b>YOY (±)</b>	-0.09%	0.00%	-0.61%	-0.98%	0.08%	-0.14%	0.62%	-0.12%	-0.58%	-1.20%	-4.73%	0.84%
<b>资产负债率</b>	43.81%	41.79%	43.66%	42.05%	42.82%	45.90%	41.64%	36.10%	38.89%	38.03%	42.33%	38.96%
<b>YOY (±)</b>	0.37%	-0.25%	-3.62%	-1.53%	-0.99%	4.12%	-2.02%	-5.95%	-3.93%	-7.88%	0.69%	2.86%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表2: 顾家家居收入结构拆分

单位: 百万元	2021A	2022H1	2022H2	2022A	2023H1	2023H2	2023A	2024H1	2024H2	2024A
<b>营业收入</b>	<b>18341.95</b>	<b>9016.00</b>	<b>8994.45</b>	<b>18010.45</b>	<b>8877.92</b>	<b>10334.11</b>	<b>19212.03</b>	<b>8908.49</b>	<b>9571.23</b>	<b>18479.72</b>
yoy	44.81%	12.47%	-12.89%	-1.81%	-1.53%	14.89%	6.67%	0.34%	-7.38%	-3.81%
毛利率	28.87%	28.96%	32.70%	42.62%	31.51%	33.97%	32.83%	33.03%	32.44%	32.72%
<b>按产品分类</b>										
<b>沙发产品营业收入</b>	<b>9267.5</b>	<b>4,708.72</b>	<b>4,263.39</b>	<b>8,972.11</b>	<b>4,325.78</b>	<b>5,024.39</b>	<b>9,350.17</b>	<b>4,941.90</b>	<b>5,262.47</b>	<b>10,204.37</b>
yoy	44.51%	14.37%	-17.22%	-3.19%	-8.13%	17.85%	4.21%	14.24%	4.74%	9.14%
占比	50.53%	52.23%	47.40%	49.82%	48.73%	48.62%	48.67%	55.47%	54.98%	55.22%
毛利率	29.54%	31.20%	34.50%	32.77%	33.74%	37.63%	35.83%	35.14%	35.59%	35.37%
<b>床营业收入(软床&amp;床垫)</b>	<b>3337.60</b>	<b>1,722.87</b>	<b>1,834.45</b>	<b>3,557.32</b>	<b>1,915.65</b>	<b>2,187.90</b>	<b>4,103.55</b>	<b>1,534.09</b>	<b>1,715.82</b>	<b>3,249.91</b>
yoy	42.75%	23.75%	-5.70%	6.58%	11.19%	19.27%	15.36%	-19.92%	-21.58%	-20.80%
占比	18.20%	19.11%	20.40%	19.75%	21.58%	21.17%	21.36%	17.22%	17.93%	17.59%
毛利率	33.22%	34.40%	35.87%	35.16%	35.34%	38.66%	37.11%	40.50%	41.09%	40.81%
<b>集成产品营业收入</b>	<b>3,139.90</b>	<b>1,458.67</b>	<b>1,557.37</b>	<b>3,016.04</b>	<b>1,534.87</b>	<b>1,492.82</b>	<b>3,027.69</b>	<b>1,267.55</b>	<b>1,169.19</b>	<b>2,436.74</b>
yoy	41.13%	4.86%	-10.95%	-3.94%	5.22%	-4.14%	0.39%	-17.42%	-21.68%	-19.52%
占比	17.12%	16.18%	17.31%	16.75%	17.29%	14.45%	15.76%	14.23%	12.22%	13.19%
毛利率	24.81%	23.54%	32.91%	28.38%	27.59%	28.87%	28.22%	30.60%	28.20%	29.45%
<b>定制家具产品营业收入</b>	<b>660.26</b>	<b>354.39</b>	<b>407.21</b>	<b>761.60</b>	<b>393.21</b>	<b>486.97</b>	<b>880.18</b>	<b>490.93</b>	<b>500.94</b>	<b>991.87</b>
yoy	44.81%	20.65%	11.10%	15.35%	10.95%	19.59%	15.57%	24.85%	2.87%	12.69%
占比	3.60%	3.93%	4.53%	4.23%	4.43%	4.71%	4.58%	5.51%	5.23%	5.37%
毛利率	32.43%	32.93%	33.25%	33.10%	28.29%	26.88%	27.51%	35.14%	21.24%	28.12%
<b>红木家具产品营业收入</b>	<b>125.92</b>	<b>39.94</b>	<b>30.20</b>	<b>70.14</b>	<b>24.09</b>	<b>30.75</b>	<b>54.84</b>	-	-	-
yoy	11.78%	-24.15%	-58.78%	-44.30%	-39.69%	1.83%	-21.81%	-	-	-
占比	0.69%	0.44%	0.34%	0.39%	0.27%	0.30%	0.29%	-	-	-
毛利率	29.69%	17.00%	17.72%	17.31%	3.63%	22.69%	14.32%	-	-	-
<b>信息技术服务营业收入</b>	<b>930.42</b>	<b>411.36</b>	<b>413.05</b>	<b>824.41</b>	<b>418.79</b>	<b>450.90</b>	<b>869.69</b>	<b>324.50</b>	<b>377.66</b>	<b>702.16</b>
yoy	48.65%	-2.53%	-18.75%	-11.39%	1.81%	9.16%	5.49%	-22.52%	-16.24%	-19.26%
占比	5.07%	4.56%	4.59%	4.58%	4.72%	4.36%	4.53%	3.64%	3.95%	3.80%
毛利率	86.56%	80.39%	89.61%	85.01%	79.23%	88.93%	84.26%	81.88%	81.12%	81.47%
<b>其他</b>	<b>168.99</b>	<b>69.91</b>	<b>65.96</b>	<b>135.87</b>	<b>74.54</b>	<b>89.82</b>	<b>164.36</b>	<b>49.77</b>	<b>92.89</b>	<b>142.66</b>
yoy	28.18%	-18.03%	-21.19%	-19.60%	6.62%	36.18%	20.97%	-33.22%	3.42%	-34.92%
占比	0.92%	0.78%	0.73%	0.75%	0.84%	0.87%	0.86%	0.56%	0.97%	0.77%
毛利率	10.75%	2.68%	0.52%	1.63%	4.74%	3.64%	4.14%	-10.15%	0.23%	-3.39%
<b>按区域分类</b>										
<b>内销</b>	<b>10,712.46</b>	<b>5,099.38</b>	<b>5,204.12</b>	<b>10,303.50</b>	<b>5,234.71</b>	<b>5,700.60</b>	<b>10,935.31</b>	<b>4,722.03</b>	<b>4,639.04</b>	<b>9,361.07</b>
yoy	40.05%	6.24%	-11.98%	-3.82%	2.65%	9.54%	6.13%	-9.79%	-18.62%	-14.40%
占比	58.40%	56.56%	57.86%	57.21%	58.96%	55.16%	56.92%	53.01%	48.47%	50.66%
毛利率	34.50%	34.60%	39.81%	37.28%	36.55%	38.47%	37.55%	37.82%	36.23%	37.03%
<b>外销</b>	<b>6,918.11</b>	<b>3,666.48</b>	<b>3,367.52</b>	<b>7,034.00</b>	<b>3,452.22</b>	<b>4,062.95</b>	<b>7,515.17</b>	<b>3,886.71</b>	<b>4,479.93</b>	<b>8,366.64</b>
yoy	48.68%	24.12%	-15.05%	1.68%	-5.84%	20.65%	6.84%	12.59%	10.26%	11.33%
占比	37.72%	40.67%	37.44%	39.06%	38.89%	39.32%	39.12%	43.63%	46.81%	45.27%
毛利率	18.14%	19.87%	21.60%	20.77%	23.18%	27.38%	25.45%	26.04%	28.11%	27.15%

备注: 配套产品2019年更名为集成产品。

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	7,418	7,257	7,937	8,696
现金	2,550	2,197	2,423	2,770
交易性金融资产	662	662	662	662
应收账款	1,477	1,487	1,694	1,783
其它应收款	187	202	219	305
预付账款	103	115	115	131
存货	2,211	2,366	2,595	2,818
其他	229	229	229	229
<b>非流动资产</b>	10,074	10,763	11,420	12,065
金融资产类	146	146	146	146
长期投资	43	43	43	43
固定资产	5,947	6,454	6,828	7,143
无形资产	942	989	1,036	1,066
在建工程	442	492	542	592
其他	2,554	2,639	2,825	3,075
<b>资产总计</b>	17,493	18,020	19,357	20,762
<b>流动负债</b>	6,998	6,750	7,257	7,766
短期借款	1,285	1,188	1,091	955
应付款项	1,784	1,891	2,083	2,248
预收账款	3	1	2	2
其他	3,925	3,669	4,081	4,561
<b>非流动负债</b>	408	408	408	408
长期借款	0	0	0	0
其他	408	408	408	408
<b>负债合计</b>	7,405	7,158	7,665	8,174
少数股东权益	243	258	275	293
归属母公司股东权益	9,845	10,604	11,417	12,295
<b>负债和股东权益</b>	17,493	18,020	19,357	20,762

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2,680	1,738	2,303	2,466
净利润	1,448	1,863	1,998	2,164
折旧摊销	680	353	311	232
财务费用	(17)	62	46	41
投资损失	0	(46)	(43)	(47)
营运资金变动	221	(382)	121	202
其它	349	(113)	(130)	(125)
<b>投资活动现金流</b>	(2,316)	(823)	(746)	(655)
资本支出	(1,075)	(619)	(456)	(258)
长期投资	120	(250)	(333)	(445)
其他	(1,362)	46	43	47
<b>筹资活动现金流</b>	(1,466)	(1,268)	(1,331)	(1,465)
短期借款	(216)	(97)	(97)	(137)
长期借款	0	0	0	0
其他	(1,250)	(1,171)	(1,234)	(1,328)
<b>现金净增加额</b>	(1,039)	(353)	226	346

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	18,480	20,020	21,669	23,577
营业成本	12,433	13,508	14,641	15,973
营业税金及附加	136	129	146	161
营业费用	3,294	3,423	3,727	4,032
管理费用	368	386	444	472
研发费用	282	360	340	365
财务费用	(37)	3	(5)	(15)
资产减值损失	(70)	(20)	(21)	(21)
公允价值变动损益	2	0	0	0
投资净收益	(0)	46	43	47
其他经营收益	44	68	63	69
<b>营业利润</b>	1,745	2,267	2,433	2,654
营业外收支	148	170	180	175
<b>利润总额</b>	1,893	2,437	2,613	2,829
所得税	445	573	615	666
<b>净利润</b>	1,448	1,863	1,998	2,164
少数股东损益	31	15	17	19
<b>归属母公司净利润</b>	1,417	1,848	1,981	2,145
EBITDA	2,442	2,674	2,776	2,904
EPS (最新摊薄)	1.72	2.25	2.41	2.61

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-3.81%	8.34%	8.24%	8.80%
营业利润	-23.72%	29.88%	7.32%	9.10%
归属母公司净利润	-29.38%	30.46%	7.20%	8.27%
<b>获利能力</b>				
毛利率	32.72%	32.53%	32.44%	32.25%
净利率	7.67%	9.23%	9.14%	9.10%
ROE	14.39%	17.43%	17.35%	17.45%
ROIC	11.58%	14.41%	14.44%	14.80%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.33%	39.72%	39.60%	39.37%
净负债比率	-9.88%	-6.82%	-9.10%	-12.28%
流动比率	1.06	1.08	1.09	1.12
速动比率	0.70	0.67	0.69	0.71
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.08	1.13	1.16	1.18
应收账款周转率	13.07	13.51	13.63	13.56
应付账款周转率	7.37	7.50	7.50	7.50
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.72	2.25	2.41	2.61
每股经营现金	3.26	2.11	2.80	3.00
每股净资产	11.98	12.90	13.89	14.96
<b>估值比率</b>				
P/E	14.55	11.15	10.40	9.61
P/B	2.09	1.94	1.80	1.68
EV/EBITDA	8.87	7.43	7.04	6.56

资料来源：浙商证券研究所

## 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>