索菲亚（002572.SZ）

2021 年 04 月 12 日

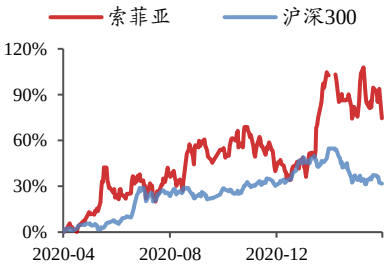
经销回暖、大宗提速，完善品牌矩阵加速抢占市场

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/4/12
当前股价(元)	31.65
一年最高最低(元)	38.40/17.75
总市值(亿元)	288.77
流通市值(亿元)	201.75
总股本(亿股)	9.12
流通股本(亿股)	6.37
近 3 个月换手率(%)	116.92

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q4 业绩增长提速，看好新品牌、新渠道红利释放》-2021.1.26

《公司信息更新报告-经销渠道环比提速，工程扩品类红利如期快速释放》-2020.10.30

《公司深度报告-深度复盘：潜心变革近二载，又到一鸣惊人时》-2020.9.5

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

● 2020 年业绩接近预告中枢，2021Q1 收入快速增长，维持“买入”评级

公司发布 2020 年报和 2021 年一季报，2020 年公司实现营收 83.53 亿元(+8.7%)，归母净利润 11.92 亿元(+10.7%)，扣非归母净利润 10.50 亿元(+8.1%)。2021Q1，公司预计收入 16.0 亿元-18.3 亿元，同比增长 110%-140%，相较 2019Q1 增长 35%-55%；预计扣非后净利润 0.85 亿元-1.05 亿元，2020Q1 同期亏损 6549 万元，相较 2019Q1 增长 7.6%-32.9%。业绩符合预期，维持 2021-2022 年盈利预测不变，预计 2021-2023 年归母净利润 14.99/17.77/21.03 亿元，对应 EPS 为 1.64/1.95/2.31 元，当前股价对应 PE 为 19.3/16.3/13.7 倍，维持“买入”评级。

● 衣柜逐渐回暖；工程渠道驱动橱柜+木门快速增长；整装渠道顺利起步

2020 年衣柜/橱柜/木门收入分别增长 1.5%/42.3%/55.3%。其中，衣柜客单价同比增长 13.0%至 13905 元/单，2020 年底公司康纯板客户占比提升至 74%。橱柜和木门 2020H2 在工程渠道取得了显著突破，收入增速均显著提升。工程渠道 2020 年收入 15.1 亿元，收入占比提升至 18.08%，同比增长约 99.1%，2020Q4 收入 7.8 亿元。此外，经销渠道 2020Q4 收入约 23.8 亿元，根据我们估算同比增速约 20%，继续呈逐季回暖趋势。而整装渠道 2020 年实现销售额 7417.31 万元，顺利起步。

● 工程渠道收入占比提升对毛利率有所影响，但扣非后净利率保持稳定

2020 年，公司毛利率为 36.6%，同比下降 0.8pct，2020Q4 毛利率为 34.2%，同比下降 3.3pct，毛利率下降或主要系 2020Q4 工程渠道收入占比提升。但受益于控费力度提升，公司 2020 年扣非后净利率为 12.57%（-0.06pct），依然保持稳定。

● 展望 2021：立体化品牌矩阵覆盖全市场，有望加速抢占市场份额

2021 年公司将以更为立体的、覆盖全市场的完善品牌矩阵进一步抢占市场份额，分别是以中高端市场为目标的“索菲亚--柜类定制专家”，以高精人群为目标的“司米--定制家居”和“华鹤--定制家居”和以大众市场为目标的“米兰纳--定制家居”。司米橱柜和米兰纳 2021 年分别计划开 100 家独立店和 350 家线下店。

● 风险提示：竣工数据和终端需求回暖不及预期；工程渠道拓展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,686	8,353	10,445	12,346	14,571
YOY(%)	5.1	8.7	25.1	18.2	18.0
归母净利润(百万元)	1,077	1,192	1,499	1,777	2,103
YOY(%)	12.3	10.7	25.7	18.5	18.4
毛利率(%)	37.3	36.6	37.1	37.3	37.4
净利率(%)	14.0	14.3	14.4	14.4	14.4
ROE(%)	18.5	18.5	20.1	20.3	20.3
EPS(摊薄/元)	1.18	1.31	1.64	1.95	2.31
P/E(倍)	26.8	24.2	19.3	16.3	13.7
P/B(倍)	5.3	4.7	4.1	3.4	2.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 2020 年业绩增速接近预告中枢，2020Q1 预计收入快速增长 3
2、 分品类：衣柜逐渐回暖，橱柜+木门快速增长 4
3、 全渠道发力：经销逐季回暖，工程发力，整装顺利起步 5
4、 盈利能力：毛利率受工程渠道收入占比提升影响 5
5、 大宗占比提升对营运指标有所影响，前瞻指标高增长 7
6、 开店情况：新开店情况良好，渠道加速下沉 7
7、 未来展望：立体化品牌矩阵覆盖全市场 8
8、 盈利预测与投资建议 9
9、 风险提示 9
附：财务预测摘要 10

图表目录

图 1： 2020 年公司营业收入同比增长 8.7% 3
图 2： 2020Q4 公司营业收入同比增长 37.2% 3
图 3： 2020 年公司归母净利润同比增长 10.7% 3
图 4： 2020Q4 公司归母净利润同比增长 38.5% 3
图 5： 2020 年衣柜客单价同比增长 13.0% 4
图 6： 2020 年年底，康纯板客户占比提升至 74% 4
图 7： 2020 年毛利率为 36.6% 6
图 8： 2020Q4 毛利率为 34.2% 6
图 9： 2020 年公司控费力度有所提升 6
图 10： 公司扣非前销售净利率保持平稳 6
图 11： 索菲亚经销商渠道店铺数四五线城市占比提升 7
图 12： 索菲亚经销商渠道收入四五线城市占比提升 7
图 13： 公司建立起覆盖全市场的完善品牌矩阵 8

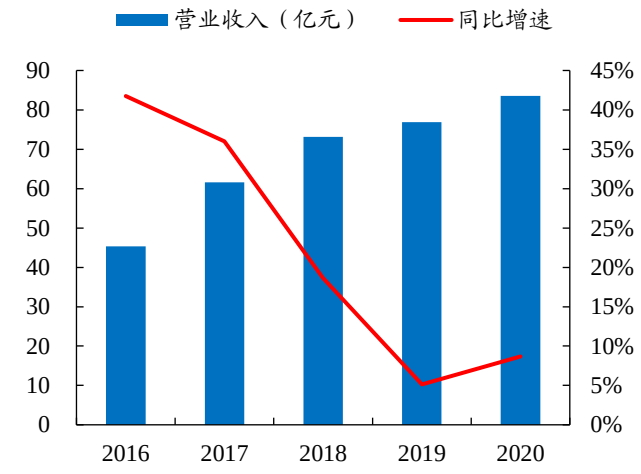
表 1： 2020H2 衣柜收入增速回暖，橱柜、木门高速增长 4
表 2： 2020 年公司经营性现金流净额 11.5 亿元 7

1、 2020 年业绩增速接近预告中枢，2020Q1 预计收入快速增长

2020 年公司实现营收 83.53 亿元（+8.7%），归母净利润 11.92 亿元（+10.7%），扣非归母净利润 10.50 亿元（+8.1%）。其中，2020Q4 公司收入 32.59 亿元（+37.2%），归母净利润 4.95 亿元（+38.5%），扣非归母净利润 4.66 亿元（+39.6%）。2020 年，合计约 1.43 亿元的非经常性损益主要源于政府补助和持有金融资产公允价值变动。

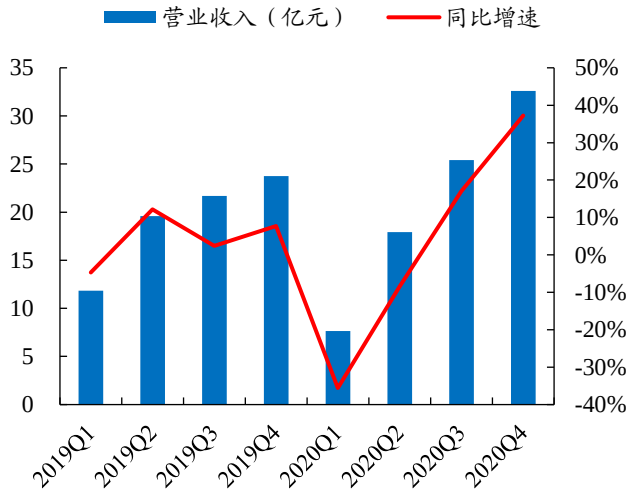
2021Q1，公司预计收入 16.0 亿元-18.3 亿元，同比增长 110%-140%，相较 2019Q1 增长 35%-55%；预计归母净利润 1.05 亿元-1.3 亿元，2020Q1 同期亏损 1655 万元，相较 2019Q1 下降 1.9%至增长 21.5%；**预计扣非后净利润 0.85 亿元-1.05 亿元，2020Q1 同期亏损 6549 万元，相较 2019Q1 增长 7.6%-32.9%。**

图1：2020 年公司营业收入同比增长 8.7%



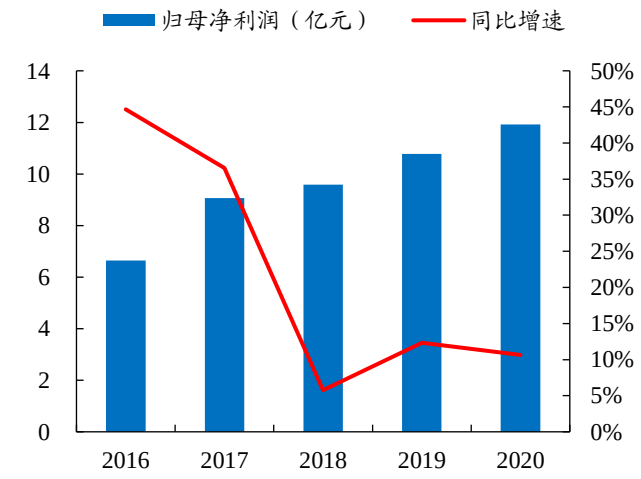
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020Q4 公司营业收入同比增长 37.2%



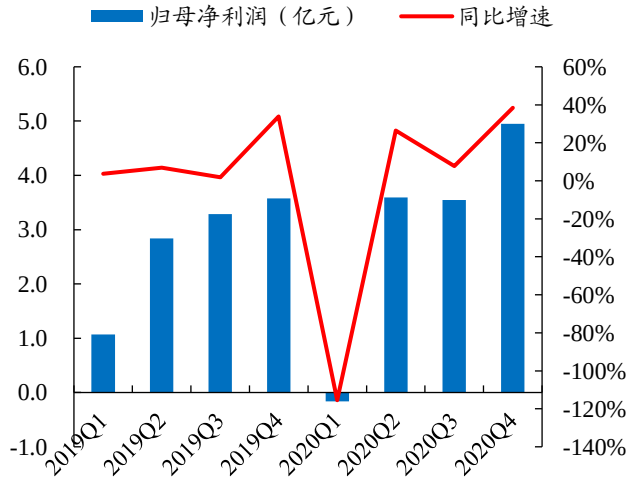
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020 年公司归母净利润同比增长 10.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020Q4 公司归母净利润同比增长 38.5%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 分品类：衣柜逐渐回暖，橱柜+木门快速增长

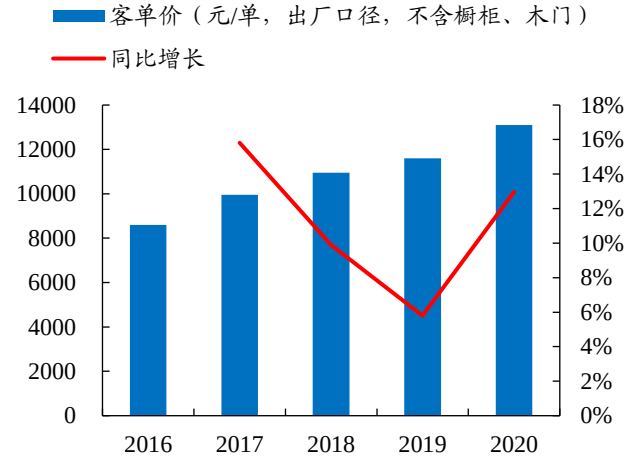
分主要品类拆分公司收入：

（1）衣柜及其配套品：康纯板推广顺利，客单价持续提升

2020 年收入 67.02 亿元（+1.46%），其中 2020H2 收入 45.1 亿元（+16.3%）。公司全年衣柜收入增速相对其他品类较慢的原因主要为：公司一二线城市占比高，因此受疫情影响较为严重；精装房衣柜配套率较低，因此大宗工程业务对衣柜的拉动并不明显；新渠道和新品牌还处于导入期。2020H2，伴随疫情影响逐渐消除，公司衣柜收入增速已经出现明显的回升。

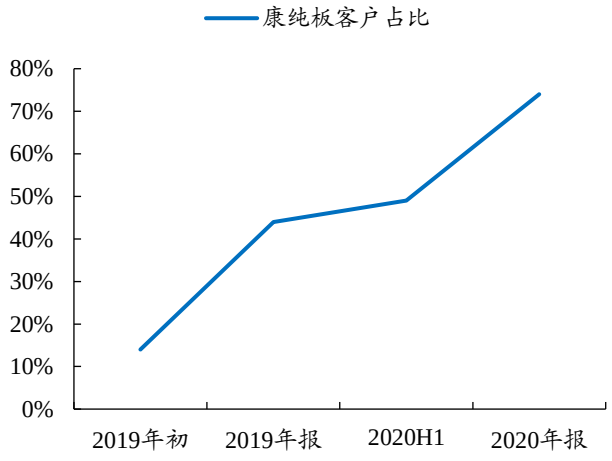
同时，公司衣柜客单价提升的逻辑仍然不断兑现中。2020 年，索菲亚客单价（出厂口径，不含橱柜、木门）同比增长 13.0%至 13905 元/单。康纯板、轻奢等品类拓展依然顺利，2020 年底公司康纯板客户占比提升至 74%，订单占比提升至 66%，2020H2 康纯板占比加速提升。

图5：2020 年衣柜客单价同比增长 13.0%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2020 年年底，康纯板客户占比提升至 74%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

（2）司米橱柜：工程渠道加速突破，经销战略逐渐清晰

2020 年收入 12.11 亿元（+42.3%），其中 2020H2 收入 9.57 亿元（+77.6%），已成功跻身中国市场橱柜品牌第一梯队。2020 年司米橱柜在工程渠道开始发力，2020H2 收入增速显著提升。经销渠道发展战略也逐渐清晰，在促使原有经销商继续新开分店的同时加快全屋店招商，加速布局全屋定制新赛道。

（3）木门：加强品类联动，工程发力

2020 年收入 2.92 亿元（+55.3%），其中 2020H2 收入 2.03 亿元（+89.7%）。公司品类联动效率显著提升，木门与索菲亚柜类的花色匹配率达到 70%，系列匹配率达到 73.3%。此外，报告期内木门工程渠道收入也有显著增长。

表1：2020H2 衣柜收入增速回暖，橱柜、木门高速增长

		2017	2018	2019	2020	2020H2
衣柜	收入（亿元）	54.4	63.9	66.1	67.0	45.1
	同比增速	33.3%	17.5%	3.3%	1.5%	16.3%

橱柜	收入（亿元）	5.9	7.1	8.5	12.1	9.6
	同比增速	42.9%	20.2%	20.0%	42.3%	77.6%
木门	收入（亿元）	0.7	1.6	1.9	2.9	2.0
	同比增速		116.4%	19.0%	55.3%	89.7%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 全渠道发力：经销逐季回暖，工程发力，整装顺利起步

分主要渠道看：

（1）经销渠道：逐季回暖，蓄势待发

经销渠道 2020 年收入 65.6 亿元，2020Q4 收入 23.8 亿元。根据我们估算，2020Q4 公司经销渠道收入同比增速约 20%，增速环比继续回暖。

我们继续看好 2021 年公司在经销渠道的增长。一方面，从行业来看，2021 年地产竣工有望回暖进而带动下游家居零售增长，并且 2020Q1-Q3 定制家居行业受到了疫情较大的冲击因而具有低基数的特点。另一方面，从公司自身看，在继续深化经销商管理的同时（2021 年预计仍将淘汰不低于 5%的索菲亚经销商），终端门店进一步升级，品牌矩阵也在不断完善。2020 年索菲亚全国建店（全新开店、重装及整改）数量达 2519 家。

（2）工程渠道：品类拓展红利快速释放

工程渠道 2020 年收入 15.1 亿元，收入占比提升至 18.08%，同比增长约 99.1%。2020Q4 收入 7.8 亿元，根据我们估算 2020Q4 工程渠道收入同比增速约 175%。在战略理顺后，2020 年公司橱柜和木门品类在工程渠道快速放量。

（3）整装/家装渠道：2020 年顺利起步，有望逐渐贡献业绩增量

2020 年公司整装渠道顺利起步，一方面在全国范围与实力较强的装企开展合作，先后与星艺装饰、圣都家装等头部装企签署深度合作协议推出渠道专属产品与价格体系，与零售渠道形成区隔。另一方面，同时推动经销商和当地小型整装/家装公司/设计工作室合作。

2020 年全年完成 500 家整装企业签约计划（含直营直签和经销商直签），并实现销售额 7417.31 万元。

4、 盈利能力：毛利率受工程渠道收入占比提升影响

2020 年，公司毛利率为 36.6%，同比下降 0.8pct，2020Q4 毛利率为 34.2%，同比下降 3.3pct，毛利率下降或主要系 2020Q4 工程渠道收入占比提升。

分产品看：

（1）衣柜：2020 年毛利率同比提升 1.55pct 至 40.44%，其中 2020H2 毛利率同比提升 1.17pct 至 40.51%。

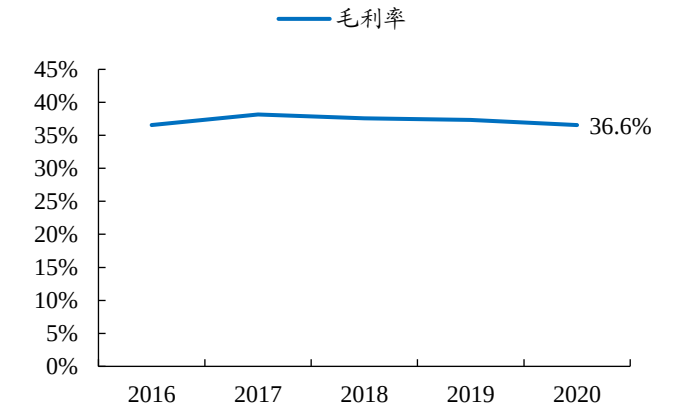
（2）橱柜：2020 年毛利率同比下降 5.87pct 至 22.67%，其中 2020H2 毛利率同比下降 6.57pct 至 22.53%。

（3）木门：2020 年毛利率同比下降 1.28pct 至 14.57%，其中 2020H2 毛利率同

比下降 3.22pct 至 16.84%。

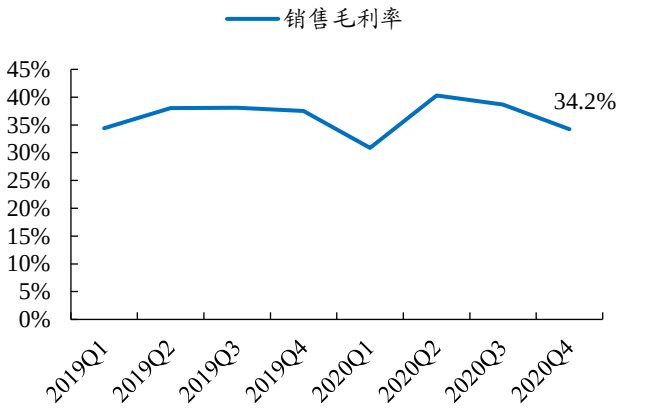
受益于康纯板占比不断提升，公司衣柜业务毛利率依然稳中有升。公司橱柜和木门毛利率有所下降，我们认为主要系由工程经销商代理的大宗业务占比提升所致。2020 年，公司橱柜出厂口径均价为 9333 元/单，同比增长 2.2%，单均价同比依然呈上升态势。而从成本拆分看，外协服务成本占橱柜总成本的 8.7%。

图7：2020 年毛利率为 36.6%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2020Q4 毛利率为 34.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020 年公司控费力度有所提升。

（1）销售费用率达 9.17%（-0.79pct），广告费用同比下降 12.6%至 1.74 亿元。

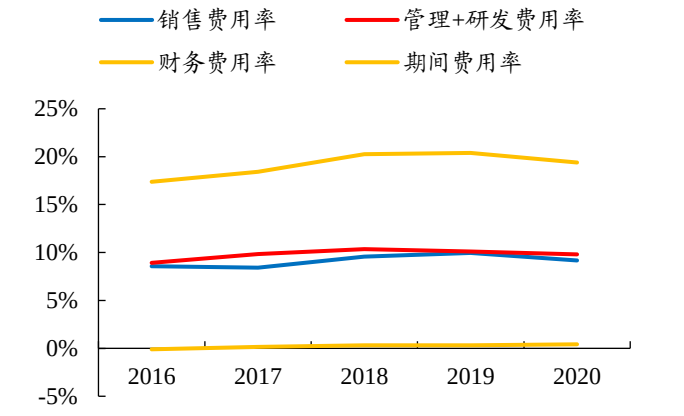
（2）管理费用率达 7.32%（-0.37pct）。

（3）研发费用率达 2.48%（+0.07pct）。

（4）财务费用率达 0.42%（+0.09pct）。

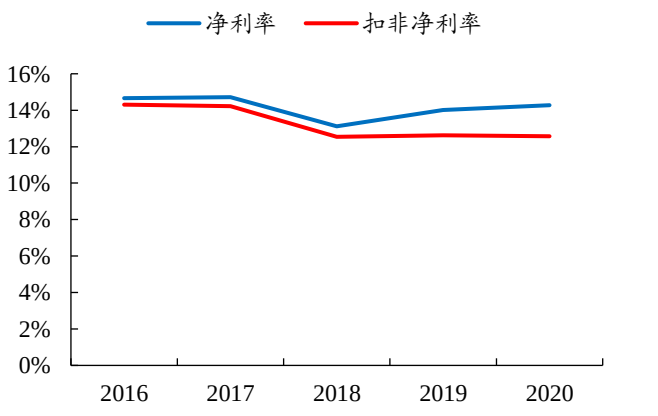
整体来看，公司 2020 年扣非后净利率为 12.57%（-0.06pct），其中 2020Q4 扣非净利率为 14.30%（+0.25pct）。虽然毛利率有所下降，但公司净利率依然保持稳定。

图9：2020 年公司控费力度有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司扣非前销售净利率保持平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 大宗占比提升对营运指标有所影响，前瞻指标高增长

（1） 现金流：经营性现金流净额略有下滑

2020 年公司经营性现金流净额 11.5 亿元，同比下降 12.0%。经营性现金流净额同比下降一方面由于商品销售受到疫情影响，另一方面公司销售回款现金流增速略低于收入增速，主要系大宗业务发展迅速，部分大宗客户以商票结算。

表2：2020 年公司经营性现金流净额 11.5 亿元

	2019 年	2020 年	同比
经营性现金流净额（单位：亿元）	13.0	11.5	-12.0%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	83.3	87.9	5.4%
经营活动现金流入小计（单位：亿元）	85.2	90.1	5.7%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	72.2	78.7	9.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

（2） 应收账款：受大宗业务增长影响，周转率有所下降

2020 年末，公司应收账款及应收票据合计 17.84 亿元，同比 71.4%，周转率由 2019 年的 9.4 次下降至 5.9 次。

（3） 业绩前瞻指标：预收账款/合同负债高增长

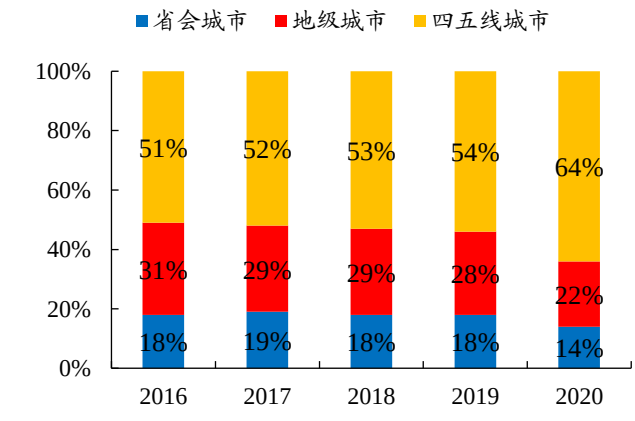
2020 年期末公司合同负债 7.93 亿元，相较 2019 年末的预收账款增长 45.8%。

6、 开店情况：新开店情况良好，渠道加速下沉

索菲亚衣柜：2020 年期末门店超过 2719 家，覆盖全国 1800 个城市和区域，其中 2020Q4 索菲亚新增门店 53 家。**司米橱柜：**2020 年期末约有 1108 家门店，958 位经销商，2020 年净增门店 263 家。**木门：**2020 年期末，“索菲亚”木门共有独立店达 339 家（含在装修门店），融入店逾 631 家；“华鹤”木门共有 243 家专卖店（含在装修店铺）。2020 年，索菲亚木门独立店和华鹤木门专卖店分别净开 112 和 80 家。

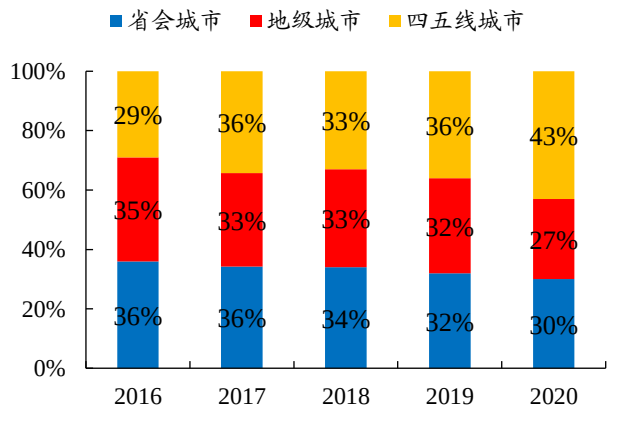
2020 年，索菲亚经销渠道加速下沉，四五线城市店铺数占比达 64%，相较 2019 年约提升 10pct；四五线城市收入占比达 43%，相较 2019 年约提升 7pct。

图11：索菲亚经销商渠道店铺数四五线城市占比提升



数据来源：索菲亚官方公众号、开源证券研究所

图12：索菲亚经销商渠道收入四五线城市占比提升



数据来源：索菲亚官方公众号、开源证券研究所

7、 未来展望：立体化品牌矩阵覆盖全市场

公司原有的品牌矩阵建立在橱衣木不同品类的基础上。而 2021 年公司将以更为立体的、覆盖全市场的完善品牌矩阵进一步抢占市场份额，分别是**以中高端市场为目标的**“索菲亚--柜类定制专家”，**以高精人群为目标的**“司米--定制家居”和“华鹤--定制家居”和**以大众市场为目标的**“米兰纳--定制家居”。

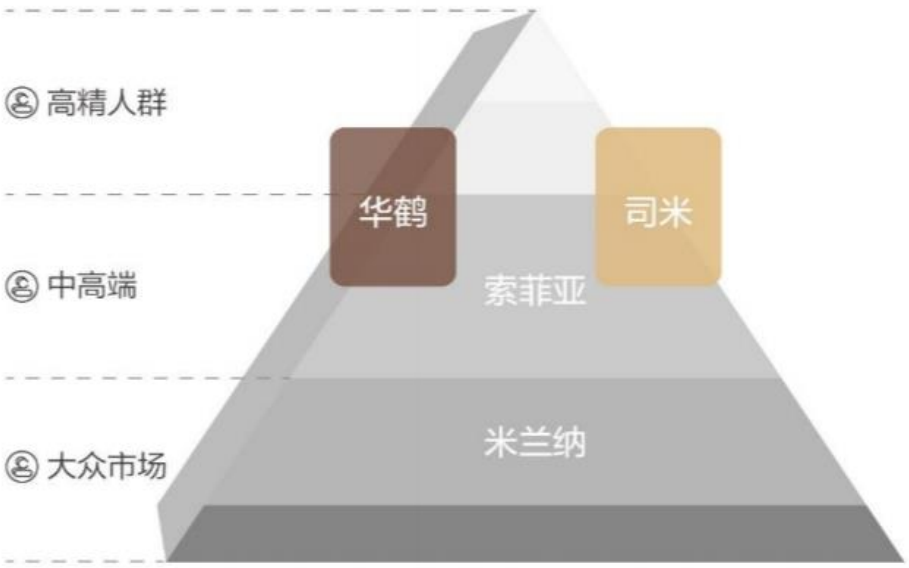
索菲亚：将继续提升门店和经销商的综合竞争力，超过 3 年的店面必须重新装修并淘汰尾部不少于 5%的经销商。而索菲亚木门定位由原来的“更好材料更安心”升级为“好门搭好柜，全屋随心配”，增强衣木联单，同时还强调木门与墙板、垭口窗套等全屋配套，做大单值。

司米橱柜：促使原有经销商继续开新分店，2021 年计划新开 100 家独立店，同时加快全屋店招商，快速布局全屋定制赛道。在产品力上，将致力于形成最强区隔的产品竞争力。而在营销上，在深化司索联动的同时保持司米品牌独立性。

米兰纳：线下全年开店目标 350 家，目标做到一线城市 100%覆盖、二线城市 70%覆盖以及部分优秀三线城市有取舍的覆盖。同时，社区合伙人、会员合伙人、电商、整装和工程渠道做到全面拓展。产品力方面，将通过 6 大风格，35 种畅销花色全方面满足年轻人装修需求。品牌上，将定位于有品青年人群为代表的刚需人群。

华鹤：华鹤木门 slogan 升级为“高端木门专家，since1956”，以木门为中心，拓展了华鹤定制柜、华鹤家具家品以及高定系列。未来，在齐齐哈尔、黄冈生产产能的基础上，西南和华东区域将进一步增设木门产能。

图13：公司建立起覆盖全市场的完善品牌矩阵



资料来源：公司公告

8、 盈利预测与投资建议

公司 2020 年业绩符合预期，维持 2021-2022 年盈利预测不变，预计 2021-2023 年归母净利润 14.99/17.77/21.03 亿元，对应 EPS 为 1.64/1.95/2.31 元，当前股价对应 PE 为 19.3/16.3/13.7 倍，维持“买入”评级。

9、 风险提示

竣工数据和家居消费需求回暖不及预期；整装大家居招商拓展不及预期；行业价格战加剧，导致公司盈利能力下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4128	6022	6554	7510	9332
现金	1340	2557	3094	3164	4843
应收票据及应收账款	1041	1784	1748	2427	2501
其他应收款	42	98	77	130	114
预付账款	38	54	61	75	85
存货	339	493	538	678	754
其他流动资产	1329	1036	1036	1036	1036
非流动资产	4356	4846	5428	5925	6447
长期投资	39	40	40	41	42
固定资产	2731	3101	3602	4020	4498
无形资产	546	559	596	634	635
其他非流动资产	1041	1146	1190	1230	1272
资产总计	8484	10868	11982	13435	15779
流动负债	2444	4036	4170	4291	4995
短期借款	313	980	508	557	589
应付票据及应付账款	835	1315	1005	1921	1409
其他流动负债	1296	1741	2656	1813	2996
非流动负债	130	210	206	198	183
长期借款	30	96	93	84	70
其他非流动负债	100	113	113	113	113
负债合计	2575	4246	4376	4489	5178
少数股东权益	465	499	532	574	622
股本	912	912	912	912	912
资本公积	1304	1304	1304	1304	1304
留存收益	3267	3930	4748	5715	6866
归属母公司股东权益	5445	6123	7075	8372	9979
负债和股东权益	8484	10868	11982	13435	15779

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1301	1145	2408	1272	2981
净利润	1095	1224	1531	1819	2151
折旧摊销	347	366	337	366	429
财务费用	26	35	24	12	4
投资损失	-52	-66	-46	-49	-53
营运资金变动	-82	-381	662	-817	525
其他经营现金流	-32	-33	-100	-59	-74
投资活动现金流	-1400	-417	-773	-755	-823
资本支出	686	447	581	496	521
长期投资	-781	-84	-0	-1	-1
其他投资现金流	-1495	-55	-192	-259	-303
筹资活动现金流	-739	456	-1098	-447	-479
短期借款	-114	667	-472	49	32
长期借款	-147	66	-4	-8	-15
普通股增加	-11	0	0	0	0
资本公积增加	-171	0	0	0	0
其他筹资现金流	-296	-277	-622	-488	-497
现金净增加额	-837	1183	538	70	1679

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7686	8353	10445	12346	14571
营业成本	4817	5299	6569	7747	9121
营业税金及附加	72	69	102	117	134
营业费用	765	766	968	1124	1326
管理费用	591	611	752	889	1064
研发费用	185	207	240	284	364
财务费用	26	35	24	12	4
资产减值损失	-18	-8	0	0	0
其他收益	44	35	0	0	0
公允价值变动收益	46	91	100	59	74
投资净收益	52	66	46	49	53
资产处置收益	-2	0	0	0	0
营业利润	1348	1525	1935	2282	2685
营业外收入	2	0	2	1	1
营业外支出	3	4	3	4	4
利润总额	1347	1521	1934	2279	2682
所得税	252	297	403	460	531
净利润	1095	1224	1531	1819	2151
少数股东损益	17	32	32	43	48
归母净利润	1077	1192	1499	1777	2103
EBITDA	1674	1876	2235	2586	3029
EPS(元)	1.18	1.31	1.64	1.95	2.31

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	5.1	8.7	25.1	18.2	18.0
营业利润(%)	9.2	13.1	26.9	17.9	17.7
归属于母公司净利润(%)	12.3	10.7	25.7	18.5	18.4
获利能力					
毛利率(%)	37.3	36.6	37.1	37.3	37.4
净利率(%)	14.0	14.3	14.4	14.4	14.4
ROE(%)	18.5	18.5	20.1	20.3	20.3
ROIC(%)	18.0	16.5	19.3	19.4	19.4
偿债能力					
资产负债率(%)	30.3	39.1	36.5	33.4	32.8
净负债比率(%)	-13.3	-20.1	-31.4	-27.0	-38.4
流动比率	1.7	1.5	1.6	1.8	1.9
速动比率	1.5	1.3	1.4	1.6	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	9.4	5.9	5.9	5.9	5.9
应付账款周转率	6.4	4.9	5.7	5.3	5.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.18	1.31	1.64	1.95	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.43	1.26	2.64	1.39	3.27
每股净资产(最新摊薄)	5.97	6.71	7.75	9.18	10.94
估值比率					
P/E	26.8	24.2	19.3	16.3	13.7
P/B	5.3	4.7	4.1	3.4	2.9
EV/EBITDA	16.3	14.4	11.7	10.1	8.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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	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	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