欧派家居（603833.SH）

2020 年 10 月 30 日

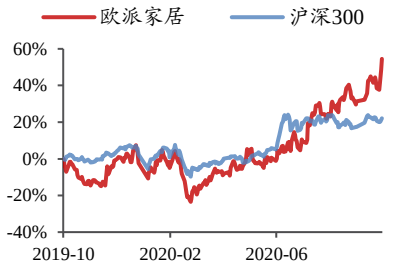
经销渠道回暖显著超预期，盈利能力提升

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/10/29
当前股价(元)	126.80
一年最高最低(元)	136.02/84.50
总市值(亿元)	756.18
流通市值(亿元)	756.18
总股本(亿股)	5.96
流通股本(亿股)	5.96
近 3 个月换手率(%)	21.99

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-2020Q2 衣柜和大宗快速回暖，整装渠道发展亮眼》-2020.8.28

《公司信息更新报告-2020Q2 业绩显著回暖，全渠道发力再显龙头优势》-2020.8.13

《公司信息更新报告-业绩符合预期，欧铂丽、整装大家居快速发展》-2020.4.29

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● **2020Q3 经销回暖显著超预期，收入和盈利均大幅提升，维持“买入”评级**

2020Q1-Q3 公司实现营收 97.32 亿元(+2.06%)，归母净利润 14.50 亿元(+5.23%)，扣非归母净利润 13.87 亿元（+7.44%）。2020Q3 收入为 47.66 亿元（+18.40%），归母净利润 9.61 亿元（+28.93%），扣非归母净利润 9.44 亿元（+35.65%）。业绩超预期，上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 20.90/25.81/30.40 亿元(原预测 2020-2022 年为 19.82/23.88/27.55 亿元)，对应 EPS 为 3.55/4.39/5.17 元，当前股价对应 PE 为 28/23/19 倍。坚定看好公司长期发展空间，维持“买入”评级。

● **橱柜单季度增速转正，衣柜增速亮眼，卫浴、木门快速增长**

1）橱柜：2020Q1-Q3 收入 41.30 亿元(-8.1%)，毛利率为 36.2%(-2.2pct)，2020Q3 收入 19.43 亿元（+2.7%），毛利率为 39.1%（+1.5pct），收入单季增速转正；

2）衣柜：2020Q1-Q3 收入 38.1 亿元(+8.7%)，毛利率 40.9%(-0.04pct)，2020Q3 收入 19.4 亿元（+29.5%），毛利率 42.6%（+1.2pct），高基数下仍优于行业平均。

3）卫浴、木门快速增长。卫浴/木门 2020Q1-Q3 收入分别为 5.02 亿元（+14%）/4.85 亿元(+17.5%)，其中 2020Q3 收入分别同比增长 39.3%和同比增长 30.9%。

● **同店增长拉动经销渠道显著回暖，工程渠道收入增速环比略下滑**

经销渠道：2020Q1-Q3 收入 74.1 亿元（-0.2%），毛利率 35.1%（-0.6pct），其中 2020Q3 收入 37.9 亿元（+18.7%），毛利率为 38.1%（+2.9pct）。除橱柜和卫浴，其他品类和欧铂丽 2020Q3 单季度门店数量均减少，即收入增长主要为同店拉动。工程渠道： 2020Q3 收入 7.86 亿元（+27.5%），毛利率为 36.5%（-6.0pct）。公司大宗在手订单充足，未来恢复高增长无忧，毛利率下滑则主要与口径调整有关。

● **盈利能力：毛利率显著提升，控费力度不减，现金流良好**

在工程渠道口径同比调整下，公司 2020Q3 单季度毛利率仍同比提升 1.08pct 至 38.75%。控费力度也依然较高，2020Q3 单季度期间费用率为 11.04%，同比下降 1.76pct。现金流良好，2020Q3 单季经营性现金流净额为 15.66 亿元，大幅改善。

● **风险提示：**竣工数据和终端需求回暖不及预期；整装拓展速度放缓。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,509	13,533	15,171	18,085	21,124
YOY(%)	18.5	17.6	12.1	19.2	16.8
归母净利润(百万元)	1,572	1,839	2,090	2,581	3,040
YOY(%)	20.9	17.0	13.6	23.5	17.8
毛利率(%)	38.4	35.8	36.4	36.6	36.7
净利率(%)	13.7	13.6	13.8	14.3	14.4
ROE(%)	20.8	19.2	18.7	19.3	19.1
EPS(摊薄/元)	2.67	3.13	3.55	4.39	5.17
P/E(倍)	37.5	32.0	28.2	22.8	19.4
P/B(倍)	7.8	6.4	5.4	4.5	3.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 2020Q3 收入符合预期，利润增速超出市场预期 3
2、 分品类：橱柜单季度增速转正，衣柜增速亮眼 3
3、 分渠道：经销渠道回暖超预期，工程增速环比略有回落 4
4、 盈利能力：2020Q3 公司整体盈利能力显著提升 4
5、 运营情况：经营性现金流大幅改善 5
6、 开店情况：橱柜、卫浴 2020Q3 净开店较快 6
7、 盈利预测与投资建议 6
8、 风险提示 7
附：财务预测摘要 8

图表目录

图 1： 2020Q1-Q3 公司收入同比增长 2.06% 3
图 2： 2020Q3 单季度公司收入同比增长 18.40% 3
图 3： 2020Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 5.23% 3
图 4： 2020Q3 单季度公司归母净利润同比增长 28.93% 3
图 5： 2020Q1-Q3，公司整体毛利率为 36.04% 5
图 6： 2020Q3，公司毛利率为 38.75% 5
图 7： 2020Q1-Q3 公司期间费用率为 18.51% 5
图 8： 2020Q3 公司净利率为 14.90% 5

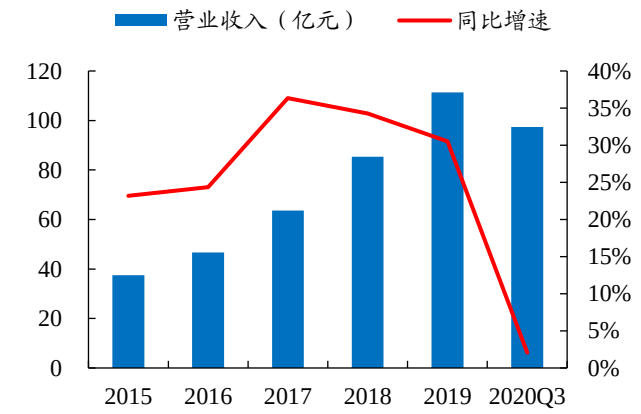
表 1： 2020Q3 橱柜单季度增速转正，衣柜增速亮眼，卫浴、木门恢复快速增长 4
表 2： 2020Q3 经销渠道回暖超出预期，工程增速环比略有回落 4
表 3： 2020Q3 经营性现金流净额大幅改善 6
表 4： 2020Q3 单季度看，除橱柜和卫浴外，其他品类及欧铂丽门店数均有所减少 6

1、 2020Q3 收入符合预期，利润增速超出市场预期

2020Q1-Q3 公司实现营收 97.32 亿元(+2.06%),归母净利润 14.50 亿元(+5.23%),扣非归母净利润 13.87 亿元（+7.44%）。

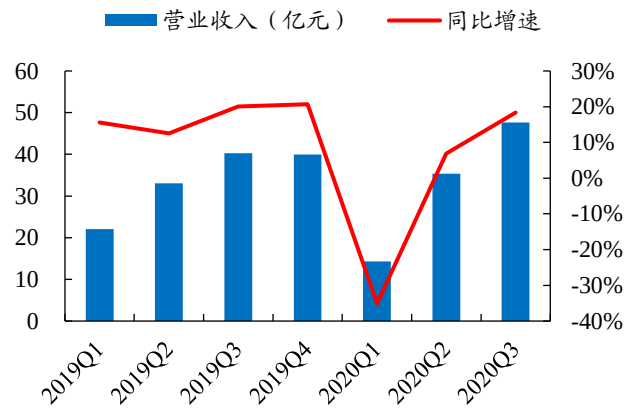
分单季度看，2020Q3 收入为 47.66 亿元（+18.40%），归母净利润 9.61 亿元（+28.93%）,扣非归母净利润 9.44 亿元（+35.65%）。

图1：2020Q1-Q3 公司收入同比增长 2.06%



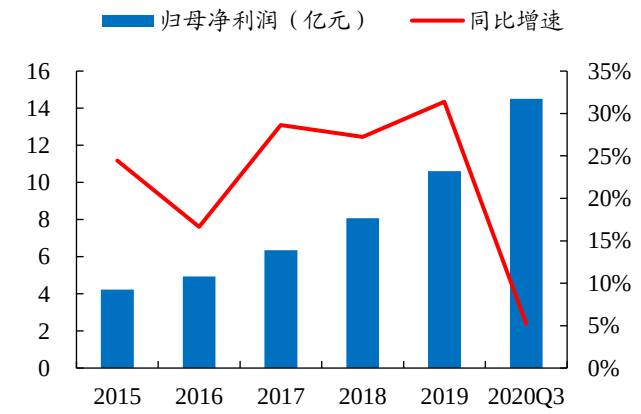
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020Q3 单季度公司收入同比增长 18.40%



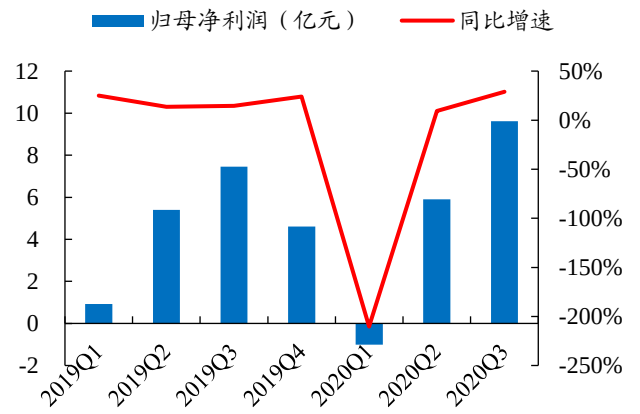
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020Q1-Q3 公司归母净利润同比增长 5.23%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020Q3 单季度公司归母净利润同比增长 28.93%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 分品类：橱柜单季度增速转正，衣柜增速亮眼

（1）厨柜：2020Q1-Q3 收入 41.30 亿元（-8.1%），毛利率为 36.2%（-2.2pct），其中 2020Q3 收入 19.43 亿元（+2.7%），毛利率为 39.1%（+1.5pct）。

（2）衣柜：2020Q1-Q3 收入 38.11 亿元（+8.7%），毛利率为 40.9%（-0.04pct），其中 2020Q3 收入 19.42 亿元（+29.5%），毛利率为 42.6%（+1.2pct）。

（3）卫浴：2020Q1-Q3 收入 5.02 亿元（+14.0%），毛利率为 25.9%（-0.2pct），其中 2020Q3 收入 2.48 亿元（+39.3%），毛利率为 30.1%（+2.0pct）。

（4）木门：2020Q1-Q3 收入 4.85 亿元（+17.5%），毛利率为 17.8%（-0.4pct），

其中 2020Q3 收入 2.51 亿元（+30.9%），毛利率为 22.0%（+3.0pct）。

表1：2020Q3 橱柜单季度增速转正，衣柜增速亮眼，卫浴、木门恢复快速增长

		2017	2018	2019	2020Q1-Q3	2020Q3
厨柜	收入（亿元）	53.54	57.65	61.93	41.3	19.43
	同比增速	22.5%	7.7%	7.4%	-8.1%	2.7%
	毛利率	36.7%	39.8%	36.6%	36.2%	39.1%
衣柜	收入（亿元）	32.96	41.48	51.67	38.11	19.42
	同比增速	63.0%	25.8%	24.6%	8.7%	29.5%
	毛利率	34.7%	42.0%	39.9%	40.9%	42.6%
卫浴	收入（亿元）	3.03	4.53	6.24	5.02	2.48
	同比增速	25.2%	49.5%	37.7%	14.0%	39.3%
	毛利率	19.3%	26.5%	26.2%	25.9%	30.1%
木门	收入（亿元）	3.21	4.747	5.974	4.85	2.51
	同比增速	54.3%	47.9%	25.9%	17.5%	30.9%
	毛利率	15.9%	13.6%	12.4%	17.8%	22.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 分渠道：经销渠道回暖超预期，工程增速环比略有回落

1）经销渠道：2020Q1-Q3 收入 74.06 亿元（-0.2%），毛利率为 35.1%（-0.6pct），其中 2020Q3 收入 37.86 亿元（+18.7%），毛利率为 38.1%（+2.9pct）。公司经销渠道收入增速回暖显著超出市场预期的同时，盈利能力也有显著提升。

2）工程渠道：2020Q1-Q3 收入 18.30 亿元（+18.4%），毛利率为 35.9%（+0.5pct），其中 2020Q3 收入 7.86 亿元（+27.5%），毛利率为 36.5%（-6.0pct）。公司大宗单季度收入增速回落或于工程收入确认节奏有关，我们认为公司工程在手订单充足，未来继续高增无忧。而毛利率同比大幅下降则与统计口径调整有关。

3）直营及其他：2020Q1-Q3 收入 4.00 亿元（-6.3%），其中 2020Q3 收入 1.55 亿元（-11.1%）。

表2：2020Q3 经销渠道回暖超出预期，工程增速环比略有回落

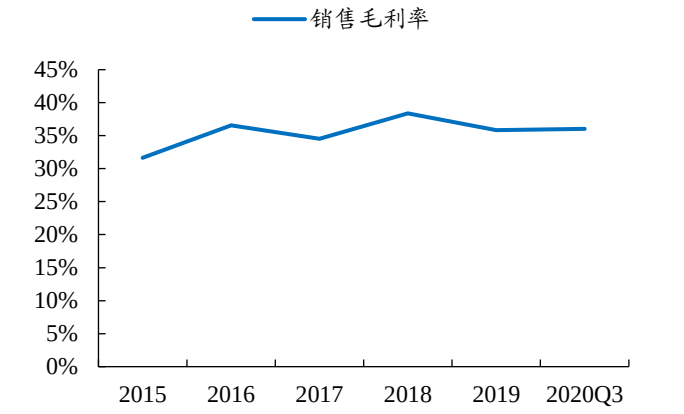
		2018	2019	2020Q1-Q3	2020Q3
经销渠道	收入（亿元）	92.51	105.56	74.06	37.86
	同比增速	15.1%	14.1%	-0.2%	18.7%
	毛利率	35.7%	35.0%	35.1%	38.1%
工程渠道	收入（亿元）	14.18	21.62	18.30	7.86
	同比增速	47.1%	52.5%	18.4%	+27.5%
	毛利率	49.5%	34.6%	35.9%	36.5%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 盈利能力：2020Q3 公司整体盈利能力显著提升

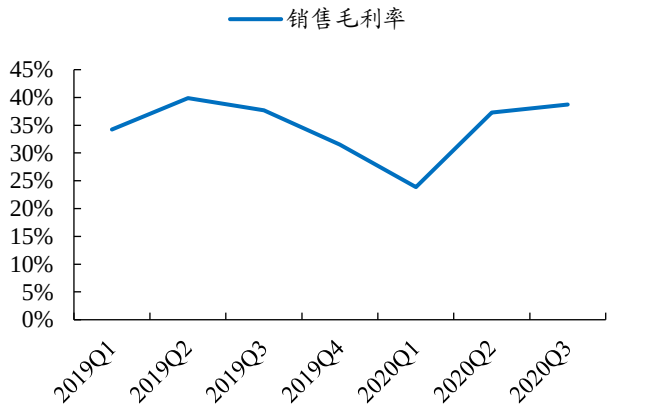
2020Q1-Q3，公司整体毛利率为 36.04%，同比下降 1.60pct，其中 2020Q3，公司毛利率为 38.75%，同比增长 1.08pct。在受到工程渠道统计口径同比调整的影响下，公司单季度毛利率水平依然有明显的提升。

图5：2020Q1-Q3，公司整体毛利率为 36.04%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2020Q3，公司毛利率为 38.75%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020Q1-Q3 公司期间费用率为 18.51%，同比下降 2.47pct，2020Q3 单季度期间费用率为 11.04%，同比下降 1.76pct。

（1）销售费用率：2020Q1-Q3 为 8.01%（-1.69pct），主要系广告及员工薪酬等支出控费力度提升。

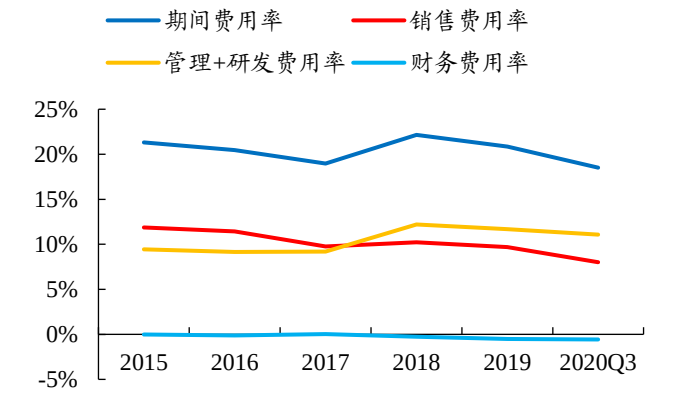
（2）管理费用率：2020Q1-Q3 为 11.08%（-0.24pct）。

（3）研发费用率：2020Q1-Q3 为 4.26%（-0.27pct）。

（4）财务费用率：2020Q1-Q3 为-0.57%（-0.53pct），主要系利息收入提升。

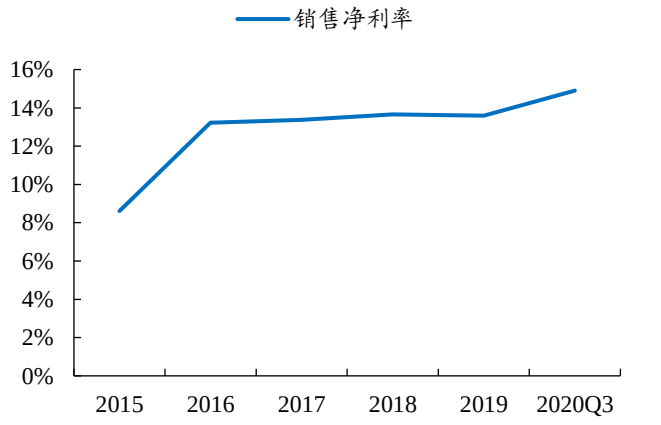
整体来看，2020Q1-Q3 公司净利率为 14.90%（+0.45pct），2020 Q3 单季度净利率为 20.17%（+1.65pct），单季度来看盈利能力显著提升。

图7：2020Q1-Q3 公司期间费用率为 18.51%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2020Q3 公司净利率为 14.90%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、 运营情况：经营性现金流大幅改善

（1）现金流：

2020Q1-Q3 公司经营性现金流净额为 21.30 亿元，同比增加 21.51%。其中，2020Q3 公司经营性现金流净额为 15.66 亿元，同比增加 112.20%，大幅度改善。

表3：2020Q3 经营性现金流净额大幅改善

	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	同比
经营性现金流净额（单位：亿元）	17.53	21.3	21.51%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	106.45	109.46	2.83%
经营活动现金流入小计（单位：亿元）	108.87	111.44	2.36%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	91.34	90.13	-1.32%

数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）其他营运指标

1）应收账款：2020Q3 期末，公司应收账款及应收票据为 8.69 亿元，同比增加 46.54%，与公司工程渠道增速基本匹配。

2）预收账款：2020Q3 期末，公司合同负债为 14.08 亿元，相较 2019Q3 期末预收账款，同比增长 3.23%。

3）存货：2020Q3 期末，存货为 7.96 亿元，同比增长 0.38%。

6、 开店情况：橱柜、卫浴 2020Q3 净开店较快

2020Q1-Q3，公司门店总数为 7172 家，相较 2019 年末增加 110 家。

但从 2020Q3 单季度看，除橱柜和卫浴外，其他品类及欧铂丽门店数均有所减少。我们认为这主要是由于公司的开店策略已经由单纯的追求开店数量转向提升现有门店质量，依靠更高质量的同店增长带动收入增长。2020Q3 经销渠道的迅速回暖也能看到这一渠道拓展战略的正确性。拆分来看：

1）橱柜：2020Q1-Q3 门店净增加 17 家，其中 2020Q3 净增加 41 家；

2）衣柜：2020Q1-Q3 门店净减少 3 家，其中 2020Q3 净减少 13 家；

3）欧铂丽：2020Q1-Q3 门店净减少 38 家，其中 2020Q3 净减少 67 家；

4）卫浴：2020Q1-Q3 门店净增加 69 家，其中 2020Q3 净增加 42 家；

5）木门：2020Q1-Q3 门店净增加 65 家，其中 2020Q3 净减少 9 家；

表4：2020Q3 单季度看，除橱柜和卫浴外，其他品类及欧铂丽门店数均有所减少

经销门店数量（家）	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
橱柜	2279	2330	2321	2334	2330	2310	2351
衣柜	2091	2240	2182	2144	2144	2154	2141
欧铂丽	954	982	1010	988	978	1017	950
卫浴	564	589	618	611	577	638	680
木门	859	877	953	985	1058	1059	1050
整装大家居			251	288		334	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

7、 盈利预测与投资建议

业绩超预期，上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 20.90/25.81/30.40 亿元（原预测 2020-2022 年为 19.82/23.88/27.55 亿元），对应 EPS 为 3.55/4.39/5.17 元，

当前股价对应 PE 为 28/23/19 倍。坚定看好公司长期发展空间，维持“买入”评级。。

8、 风险提示

竣工数据和终端需求回暖不及预期；整装拓展速度放缓。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4254	6452	8404	10106	12323
现金	2518	1467	3307	4257	6296
应收票据及应收账款	369	611	709	1100	1247
其他应收款	64	40	77	63	100
预付账款	88	98	110	139	152
存货	645	846	811	1158	1138
其他流动资产	570	3390	3390	3390	3390
非流动资产	6867	8362	8627	9349	9962
长期投资	0	8	16	23	30
固定资产	3458	4960	5489	6365	7128
无形资产	1092	1125	1155	1195	1197
其他非流动资产	2317	2269	1967	1766	1607
资产总计	11120	14814	17031	19455	22285
流动负债	3188	3280	4180	4735	5348
短期借款	12	53	67	58	47
应付票据及应付账款	824	993	1026	1373	1425
其他流动负债	2352	2235	3087	3303	3876
非流动负债	372	1975	1663	1371	1071
长期借款	140	1602	1291	999	699
其他非流动负债	231	372	372	372	372
负债合计	3560	5255	5844	6106	6419
少数股东权益	0	0	-4	-5	-7
股本	420	420	588	588	588
资本公积	2971	2982	2814	2814	2814
留存收益	4310	5834	7503	9567	11997
归属母公司股东权益	7561	9559	11191	13355	15873
负债和股东权益	11120	14814	17031	19455	22285

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2018	2156	2863	2741	3908
净利润	1572	1839	2087	2580	3038
折旧摊销	353	439	453	504	597
财务费用	-32	-70	-96	-108	-127
投资损失	-57	-24	-30	-37	-37
营运资金变动	82	-171	451	-196	438
其他经营现金流	101	142	-1	-1	-2
投资活动现金流	-2313	-4654	-687	-1188	-1171
资本支出	2292	1831	257	715	605
长期投资	-63	-2851	-8	-7	-7
其他投资现金流	-83	-5674	-437	-480	-573
筹资活动现金流	-359	1441	-336	-604	-698
短期借款	-88	40	14	-9	-11
长期借款	140	1462	-311	-292	-300
普通股增加	-0	-0	168	0	0
资本公积增加	20	11	-168	0	0
其他筹资现金流	-432	-72	-39	-302	-387
现金净增加额	-675	-1051	1841	950	2039

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11509	13533	15171	18085	21124
营业成本	7093	8684	9649	11466	13371
营业税金及附加	106	88	135	156	176
营业费用	1177	1310	1441	1718	2007
管理费用	772	939	986	1176	1373
研发费用	632	642	668	723	845
财务费用	-32	-70	-96	-108	-127
资产减值损失	21	0	0	0	0
其他收益	24	143	0	0	0
公允价值变动收益	0	5	1	1	2
投资净收益	57	24	30	37	37
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	1822	2105	2419	2993	3518
营业外收入	14	27	30	23	24
营业外支出	7	13	7	7	9
利润总额	1829	2119	2443	3009	3533
所得税	257	279	356	429	495
净利润	1572	1839	2087	2580	3038
少数股东损益	0	0	-4	-2	-2
归母净利润	1572	1839	2090	2581	3040
EBITDA	2116	2623	2875	3441	4004
EPS(元)	2.67	3.13	3.55	4.39	5.17

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.5	17.6	12.1	19.2	16.8
营业利润(%)	20.4	15.5	14.9	23.7	17.5
归属于母公司净利润(%)	20.9	17.0	13.6	23.5	17.8
获利能力					
毛利率(%)	38.4	35.8	36.4	36.6	36.7
净利率(%)	13.7	13.6	13.8	14.3	14.4
ROE(%)	20.8	19.2	18.7	19.3	19.1
ROIC(%)	19.1	16.5	15.7	16.7	17.0
偿债能力					
资产负债率(%)	32.0	35.5	34.3	31.4	28.8
净负债比率(%)	-28.2	5.1	-11.9	-19.3	-31.0
流动比率	1.3	2.0	2.0	2.1	2.3
速动比率	0.9	1.1	1.3	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	39.5	27.6	23.0	20.0	18.0
应付账款周转率	9.1	9.6	9.6	9.6	9.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.67	3.13	3.55	4.39	5.17
每股经营现金流(最新摊薄)	3.43	3.67	4.87	4.66	6.64
每股净资产(最新摊薄)	12.85	15.72	18.50	22.18	26.46
估值比率					
P/E	37.5	32.0	28.2	22.8	19.4
P/B	7.8	6.4	5.4	4.5	3.8
EV/EBITDA	26.8	22.1	19.5	15.9	13.1

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