欧派家居（603833.SH）

2020 年 08 月 28 日

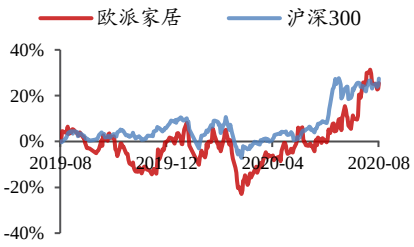
2020Q2 衣柜和大宗快速回暖，整装渠道发展亮眼

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/28
当前股价(元)	102.26
一年最高最低(元)	136.02/84.50
总市值(亿元)	601.54
流通市值(亿元)	601.54
总股本(亿股)	5.88
流通股本(亿股)	5.88
近 3 个月换手率(%)	22.02

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 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

《公司首次覆盖报告-定制家居行业领航者，进击大家居时代》-2020.3.9

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 2020Q2 业绩环比显著改善，全渠道发力优势尽显，维持“买入”评级

2020H1 公司收入 49.亿元（-9.88%），归母净利润 4.89 亿元（-22.70%）。其中，2020Q2 收入 35.4 亿元（+6.9%），归母净利润 5.9 亿元（+9.2%）。受疫情影响，下调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 19.82/23.88/27.55 亿元（原预测 2020-2022 年为 20.62/23.95/27.45 亿元），对应 EPS 为 3.37/4.06/4.68 元，当前股价对应 PE 为 30.3/25.2/21.8 倍。由于公司长期发展逻辑不变，维持“买入”评级。

● 橱柜逐渐企稳，衣柜快速修复，木门、卫浴稳健发展

1）橱柜零售端受工程渠道挤压，但 2020Q2 逐渐企稳：2020H1 收入 21.87 亿元（-16.0%），毛利率为 33.6%（-5.4pct），其中 2020Q2 收入 15.45 亿元（-2.3%）。2020H1 期末门店总数为 2310 家，净减少 24 家，其中 2020Q2 净减少 20 家；

2）衣柜作为零售流量入口的趋势更为明显，快速修复：2020H1 收入 18.69 亿元（-6.8%），毛利率为 39.2%（-1.5pct），其中 2020Q2 收入 13.75 亿元（+18.1%）。2020H1 期末门店总数为 2154 家，净增加 10 家，其中 2020Q2 净增加 10 家；

3）卫浴、木门稳健发展。卫浴/木门 2020H1 收入分别为 2.54 亿元（-3.1%）/2.35 亿元（+5.9%）,其中 2020Q2 收入增速分别同比增长 10.7%和同比增长 20.9%。

● 经销渠道和工程渠道 2020Q2 环比均显著回暖，整装渠道维持快速拓展

2020H1，经销和工程渠道收入分别同比下降 14.5%和增长 12.3%，毛利率分别为 32.0%（-4.2pct）和 35.4%（-5.9pct）。2020Q2，经销渠道和工程渠道均显著回暖，收入单季度分别同比增长 1.4%和 57.4%。整装渠道依然维持快速拓展，2020H1 整装大家居接单增速超 70%，期末门店总数达 334 家，2020H1 净增加 46 家。

● 盈利能力：毛利率有所承压，控费力度显著提升

由于收入下滑生产端规模效应下降、经销商扶持力度提升、终端让利力度提高等原因，公司 2020H1 毛利率下降至 4.2pct 至 33.4%，但 2020Q2 毛利率环比提升至 37.3%。此外公司控费力度显著提升，销售费用率下降 1.96pct 至 9.23%。

● 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	14,834	17,684	20,283
YOY(%)	18.5	17.6	9.6	19.2	14.7
归母净利润(百万元)	1,572	1,839	1,982	2,388	2,755
YOY(%)	20.9	17.0	7.8	20.5	15.4
毛利率(%)	38.4	35.8	35.0	35.5	35.8
净利率(%)	13.7	13.6	13.4	13.5	13.6
ROE(%)	20.8	19.2	17.9	18.3	18.0
EPS(摊薄/元)	2.67	3.13	3.37	4.06	4.68
P/E(倍)	38.3	32.7	30.3	25.2	21.8
P/B(倍)	8.0	6.5	5.6	4.7	4.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目　录

1、 业绩符合预期，2020Q2 业绩显著回暖 3
2、 分品类：橱柜企稳，衣柜显著修复，卫浴、木门稳健发展 3
3、 分渠道：工程渠道快速增长，2019H2 经销渠道回暖 4
4、 盈利能力：毛利率承压，控费力度提升 5
5、 运营情况：2020Q2 经营性现金流环比改善 6
6、 开店情况：欧铂丽、整装、木门、卫浴门店快速拓展 6
7、 未来展望：紧握行业发展趋势，全渠道优势突出 7
8、 盈利预测与投资建议 8
9、 风险提示 8
附：财务预测摘要 9

图表目录

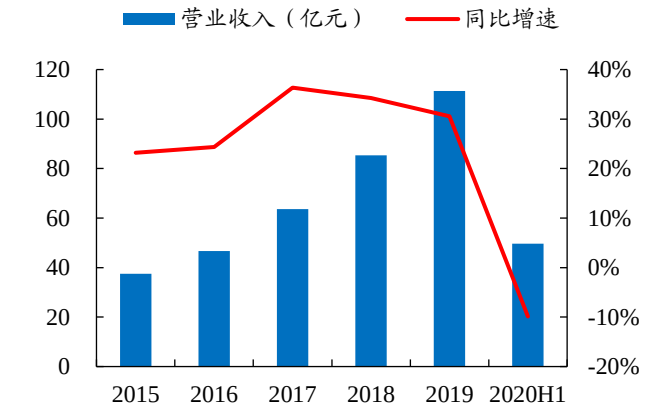
图 1： 2020H1 公司收入同比下降 9.88% 3
图 2： 2020Q2 公司收入同比增长 6.91% 3
图 3： 2020H1 公司归母净利润同比下降 22.7% 3
图 4： 2020Q2 公司归母净利润同比增长 9.23% 3
图 5： 2020H1 公司销售毛利率为 33.43% 5
图 6： 2020Q2 公司销售毛利率为 37.30%，环比回升 5
图 7： 2019 年公司控费效果突出 6
图 8： 2020H1 净利率同比有所下降 6
图 9： 欧派家居推出无醛爱芯板 7
图 10： 欧派家居推出高端品牌铂尼思 7

表 1： 橱柜企稳，衣柜显著修复，卫浴、木门稳健发展 4
表 2： 工程渠道 2020H1 整体增速较快，但经销和工程渠道 2020Q2 均显著修复 4
表 3： 2020H1 现金流有所承压，但环比显著改善 6
表 4： 2019H2 净开店放缓，木门、整装拓展较快 7

1、 业绩符合预期，2020Q2 业绩显著回暖

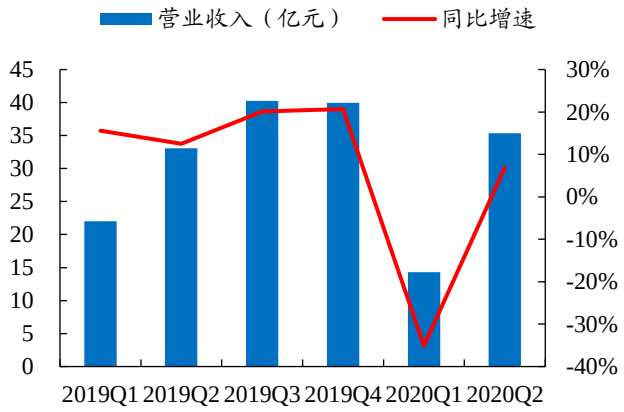
2020H1 公司实现营收 49.66 亿元（-9.88%），归母净利润 4.89 亿元（-22.70%）。分单季度看，2020Q2 收入为 35.36 亿元，同比增长 6.91%，归母净利润 5.91 亿元，同比增长 9.23%，业绩环比改善趋势明显。

图1：2020H1 公司收入同比下降 9.88%



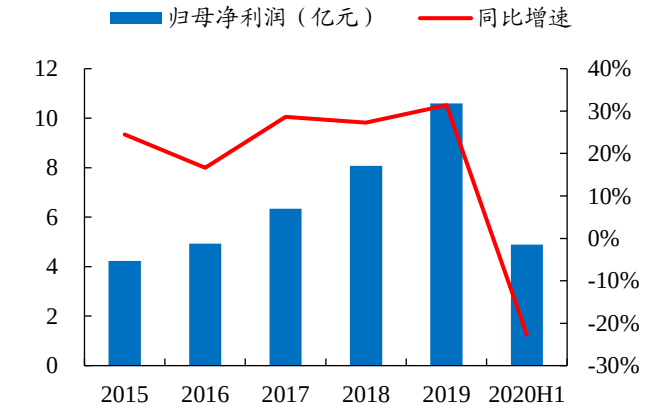
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020Q2 公司收入同比增长 6.91%



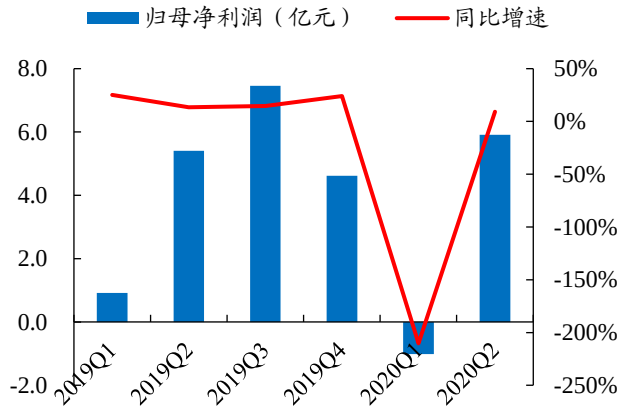
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020H1 公司归母净利润同比下降 22.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020Q2 公司归母净利润同比增长 9.23%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 分品类：橱柜企稳，衣柜显著修复，卫浴、木门稳健发展

分主要品类拆分公司收入：

（1） 橱柜：2020H1 收入 21.87 亿元（-16.0%），毛利率为 33.6%（-5.4pct），其中 2020Q2 收入 15.45 亿元（-2.3%），毛利率为 37.6%（-5.2pct）。收入增速下滑较为明显，主要系橱柜零售端受工程渠道挤压，恢复速度较慢，但 2020Q2 单季度收入同比降幅已明显收窄。毛利率下滑幅度较多，主要或源于收入下降生产端规模效应减弱、零售端加大促销引流让利力度、工程端适当让利代理服务商等。

（2） 衣柜：2020H1 收入 18.69 亿元（-6.8%），毛利率为 39.2%（-1.5pct），其中 2020Q2 收入 13.75 亿元（+18.1%），毛利率为 42.1%（+0.3pct）。2020

年，全屋定制（衣柜）作为家居装修的流量入口位置更加突出，公司单二季度衣柜订单快速修复。

（3） 卫浴：2020H1 收入 2.54 亿元（-3.1%），毛利率为 21.7%（-2.9pct），其中 2020Q2 收入 1.70 亿元（+10.7%），毛利率为 28.0%（-1.0pct）。

（4） 木门：2020H1 收入 2.35 亿元（+5.9%），毛利率为 13.3%（-4.1pct），其中 2020Q2 收入 1.70 亿元（+20.9%），毛利率为 16.0%（+5.3pct）。

表1：橱柜企稳，衣柜显著修复，卫浴、木门稳健发展

		2017	2018	2019	2020H1
橱柜	收入（亿元）	53.54	57.65	61.93	21.87
	同比增速	22.5%	7.7%	7.4%	-16.0%
	毛利率	36.7%	39.8%	36.6%	33.6%
衣柜	收入（亿元）	32.96	41.48	51.67	18.69
	同比增速	63.0%	25.8%	24.6%	-6.8%
	毛利率	34.7%	42.0%	39.9%	39.2%
卫浴	收入（亿元）	3.03	4.53	6.24	2.54
	同比增速	25.2%	49.5%	37.7%	-3.1%
	毛利率	19.3%	26.5%	26.2%	21.7%
木门	收入（亿元）	3.21	4.75	5.97	2.35
	同比增速	54.3%	47.9%	25.9%	5.9%
	毛利率	15.9%	13.6%	12.4%	13.3%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 分渠道：工程渠道快速增长，2019H2 经销渠道回暖

经销渠道和工程渠道 2020Q2 均显著修复：

1）经销渠道：2020H1 收入 36.20 亿元（-14.5%），毛利率为 32.0%（-4.2pct），其中 2020Q2 收入 27.43 亿元（+1.4%），毛利率为 36.5%（-3.6pct）。

2）工程渠道：2020H1 收入 10.44 亿元（+12.3%），毛利率为 35.4%（-5.9pct），其中 2020Q2 收入 6.63 亿元（+57.4%），毛利率为 39.3%（-2.8pct）。

3）直营及其他：2020H1 收入 2.45 亿元（-3.0%），其中 2020Q2 收入 0.99 亿元（-23.4%），毛利率为 39.3%（-2.8pct）。

表2：工程渠道 2020H1 整体增速较快，但经销和工程渠道 2020Q2 均显著修复

		2018	2019	2020H1
经销渠道	收入（亿元）	92.51	105.56	36.20
	同比增速	15.1%	14.1%	-14.5%
	毛利率	35.7%	35.0%	32.0%
工程渠道	收入（亿元）	14.18	21.62	10.44
	同比增速	47.1%	52.5%	12.3%
	毛利率	49.5%	34.6%	35.4%
直营及其他	收入（亿元）	6.63	6.48	2.45
	同比增速	18.8%	-2.3%	-3.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 盈利能力：毛利率承压，控费力度提升

2020H1，公司整体毛利率为 33.43%，同比下降 4.2pct，其中 2020Q2，公司毛利率为 37.30%，同比下降 2.6pct，但环比有较明显提升。

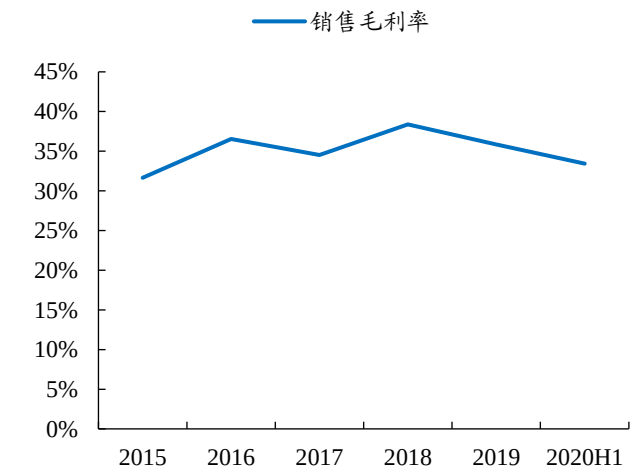
我们认为公司 2020H1 毛利率承压或源于：

1）由于收入端承压，使得公司生产端规模效应下降，单位固定成本上升。

2）针对刚需客户群体，公司加大促销引流和产品让利力度，推出具有较高性价比的套餐产品。

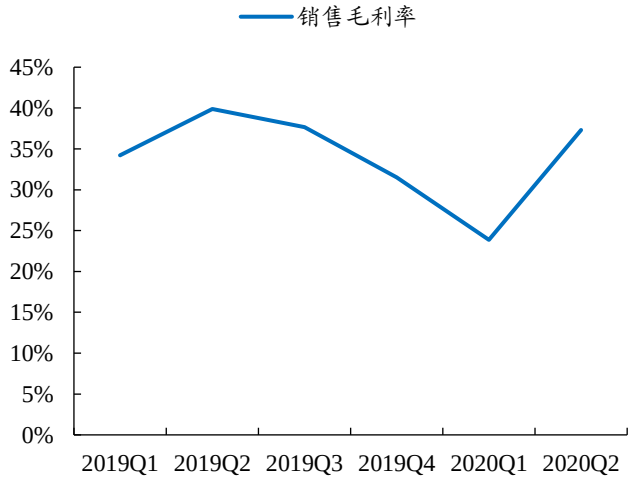
3）适当提升对经销商的帮扶和让利力度。

图5：2020H1 公司销售毛利率为 33.43%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6：2020Q2 公司销售毛利率为 37.30%，环比回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020H1 公司控费力度提升明显，在收入同比下滑的情况下，期间费用率同比下降 1.79pct。

（1） 销售费用率：2020H1 为 9.23%(-1.96pct)，同比下降主要系受疫情影响，广告展销费用、薪酬及业务办公费下降所致。

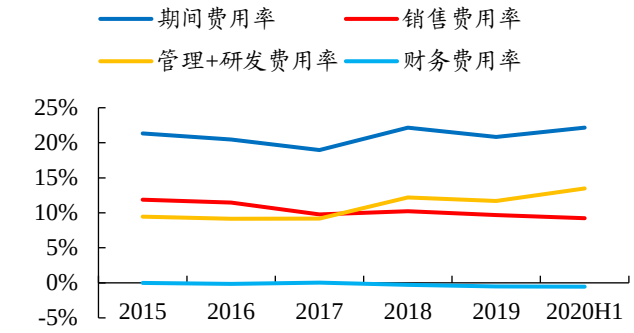
（2） 管理费用率：2020H1 为 8.66%（+0.87pct），同比上升主要系折旧费用增加以及收入同比下降所致（管理费用同比提升近 0.18%）。

（3） 研发费用率：2020H1 为 4.81%（-0.02pct），同比下降主要系研发投入支出有所下降所致。

（4） 财务费用率：2020H1 为-0.55%（-0.69pct），同比下降主要系利息收入增加所致。

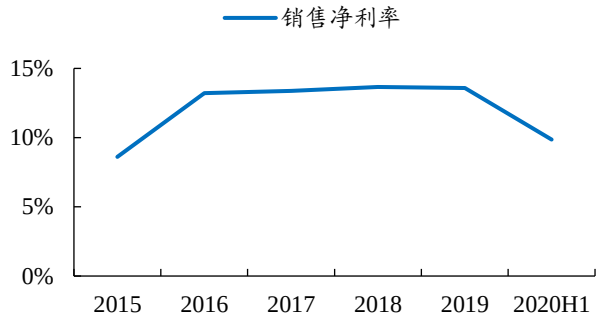
整体来看，2020H1 公司净利率为 9.85%（-1.63pct），同比有所下降。但由于控费力度提升及毛利率环比修复，公司 2020Q2 单季度净利率为 16.71%（+0.36pct），盈利能力环比明显改善。

图7：2019 年公司控费效果突出



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020H1 净利率同比有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 运营情况：2020Q2 经营性现金流环比改善

（1） 现金流：工程渠道占比提升影响现金流，但 2020Q2 环比改善

2020H1 公司经营性现金流净额为 5.64 亿元，同比下降 44.4%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金达 55.52 亿元，同比下降 11.1%。公司现金流净额同比下滑主要是由于疫情影响下，现金流较好的经销渠道承压，而工程渠道占比有所提升。**但 2020Q2 公司经营性现金流净额为 13.61 亿元，同比增长 17.37%，环比改善明显。**

表3：2020H1 现金流有所承压，但环比显著改善

	2019H1	2020H1	同比
经营性现金流净额（单位：亿元）	10.15	5.64	-44.4%
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	62.44	55.52	-11.1%
经营活动现金流入小计（单位：亿元）	63.31	56.38	-10.9%
经营活动现金流出小计（单位：亿元）	53.16	50.74	-4.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

（2） 其他营运指标

1）应收账款：2020H1 期末，公司应收账款及应收票据为 8.01 亿元，同比增长 50.9%，与工程渠道整体增速基本能够匹配，处于相对正常水平。

2）合同负债：2020H1 期末，公司合同负债为 12.86 亿元，相较 2019H1 期末预收账款，同比下降 10.2%。

6、 开店情况：欧铂丽、整装、木门、卫浴门店快速拓展

2020H1 除整装大家居店外，公司门店总数为 7178 家，相较 2019 年末增加 116 家。拆分来看：

1）**橱柜：**2020H1 门店净减少 24 家，其中 2020Q2 净减少 20 家；

2）**衣柜：**2020H1 门店净增加 10 家，其中 2020Q2 净增加 10 家；

3）**欧铂丽：**2020H1 门店净增加 29 家，其中 2020Q2 净增加 39 家；

4）**卫浴：**2020H1 门店净增加 27 家，其中 2020Q2 净增加 61 家；

5）**木门：**2020H1 门店净增加 74 家，其中 2020Q2 净增加 1 家；

6）**整装大家居：**依然保持较快扩张趋势，2020H1 门店净增加 46 家。

表4：2019H2 净开店放缓，木门、整装拓展较快

经销门店数量（家）	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
橱柜	2279	2330	2321	2334	2330	2310
衣柜	2091	2240	2182	2144	2144	2154
欧铂丽	954	982	1010	988	978	1017
卫浴	564	589	618	611	577	638
木门	859	877	953	985	1058	1059
整装大家居		210	251	288		334

数据来源：公司公告、开源证券研究所

7、 未来展望：紧握行业发展趋势，全渠道优势突出

我们认为 2020H1 公司业绩增速虽然短期受到疫情影响，但公司战略紧握行业发展趋势，全渠道优势突出。伴随行业整体回暖有望，公司业绩有望持续回升。

紧握行业发展趋势，全渠道优势突出则主要体现在以下几点：

1）**零售渠道：**紧扣四大行业发展脉络，对症下药，积极布局。

① **疫情带动定制家居线上渠道兴起：**通过线上裂变营销+视频直播落地的方式，达到引流、蓄客、成交的目的。并通过热播剧《安家》、直播、朋友圈及店面立牌广告等形式积极培育私域流量，MCN 模式也初见成效。

② **客户结构哑铃型：**家居结构由过去的中端消费为主逐渐转变为向刚需和高端两头倾斜的哑铃型。从而，公司一方面面向低端消费群体加大让利力度，另一方面推出专门面向高端市场的铂尼思，扩充产品矩阵。

③ **环保意识提升：**针对消费者环保意识提升，公司积极整合内外部资源，为 2020H2 推动无醛添加板材、无醛添加家装家居产品普及化做准备。

④ **衣柜逐渐成为流量入口：**由于橱柜零售端被工程渠道分流，衣柜逐渐成为定制家居零售流量入口。对此，公司积极拓展衣柜业务，成果显著。

图9：欧派家居推出无醛爱芯板



资料来源：公司官方公众号

图10：欧派家居推出高端品牌铂尼思



资料来源：公司官方公众号

2）**工程渠道：**公司 2020H1 工程渠道继续深化工程渠道改革力度，在风险可控的基础下，进一步响应大宗业务客户的服务需求，大宗业务合同签单业绩达成预定目标。此外，公司与国家百强地产商达成产品联合开发及标准制定，充分发挥欧派终端大数据优势，形成符合业主需求的产品画像，利用欧派强大的产品研发能力实现产品迭代更新。

3）**整装渠道：**在疫情背景下，2020H1 公司整装大家居接单增速超 70%。公司一方面为终端输送具有较高性价比的整装渠道产品，另一方面搭建了覆盖全国的区域管理网络，从培训支持、主动营销、展示设计、店面服务等环节对经销商进行落地帮扶服务。

在整装信息化方面，CAXA 软件实现在整装定制家居产品的打通，第三方软件产品库不断完善，供应链配套产品、主辅材的品类和 SKU 更趋丰富。同时，公司已经开始推动 BIM 系统的开发工作，积极探索符合欧派特色的全方位一体化家居服务流程。

8、 盈利预测与投资建议

受疫情影响，下调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 19.82/23.88/27.55 亿元（原预测 2020-2022 年为 20.62/23.95/27.45 亿元），对应 EPS 为 3.37/4.06/4.68 元，当前股价对应 PE 为 30.3/25.2/21.8 倍。由于公司长期发展逻辑不变，维持“买入”评级。

9、 风险提示

受新冠疫情影响，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)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4254	6452	8396	9890	11806
现金	2518	1467	3337	4062	5927
应收票据及应收账款	369	611	679	1089	1165
其他应收款	64	40	74	62	94
预付账款	88	98	105	138	141
存货	645	846	810	1149	1089
其他流动资产	570	3390	3390	3390	3390
非流动资产	6867	8362	8519	9227	9703
长期投资	0	8	16	23	30
固定资产	3458	4960	5381	6242	6870
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	16914	19117	21509
流动负债	3188	3280	4175	4701	5168
短期借款	12	53	67	58	47
应付票据及应付账款	824	993	1025	1362	1365
其他流动负债	2352	2235	3083	3281	3756
非流动负债	372	1975	1660	1368	1062
长期借款	140	1602	1287	995	689
其他非流动负债	231	372	372	372	372
负债合计	3560	5255	5835	6068	6230
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	7417	9326	11528
归属母公司股东权益	7561	9559	11083	13054	15286
负债和股东权益	11120	14814	16914	19117	21509

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2018	2156	2787	2497	3599
净利润	1572	1839	1979	2387	2753
折旧摊销	353	439	449	496	583
财务费用	-32	-70	-95	-105	-119
投资损失	-57	-24	-30	-37	-37
营运资金变动	82	-171	485	-241	421
其他经营现金流	101	142	-1	-1	-2
投资活动现金流	-2313	-4654	-574	-1165	-1021
资本支出	2292	1831	149	701	470
长期投资	-63	-2851	-8	-7	-7
其他投资现金流	-83	-5674	-433	-471	-558
筹资活动现金流	-359	1441	-342	-606	-714
短期借款	-88	40	14	-9	-11
长期借款	140	1462	-315	-292	-306
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	-41	-305	-397
现金净增加额	-675	-1051	1870	726	1864

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11509	13533	14834	17684	20283
营业成本	7093	8684	9642	11406	13029
营业税金及附加	106	88	132	152	169
营业费用	1177	1310	1335	1645	1927
管理费用	772	939	935	1149	1318
研发费用	632	642	623	707	811
财务费用	-32	-70	-95	-105	-119
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	2293	2767	3187
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	2317	2783	3202
所得税	257	279	338	397	449
净利润	1572	1839	1979	2387	2753
少数股东损益	0	0	-4	-1	-2
归母净利润	1572	1839	1982	2388	2755
EBITDA	2116	2623	2745	3209	3666
EPS(元)	2.67	3.13	3.37	4.06	4.68

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	18.5	17.6	9.6	19.2	14.7
营业利润(%)	20.4	15.5	8.9	20.7	15.2
归属于母公司净利润(%)	20.9	17.0	7.8	20.5	15.4
获利能力					
毛利率(%)	38.4	35.8	35.0	35.5	35.8
净利率(%)	13.7	13.6	13.4	13.5	13.6
ROE(%)	20.8	19.2	17.9	18.3	18.0
ROIC(%)	19.1	16.5	15.0	15.8	15.9
偿债能力					
资产负债率(%)	32.0	35.5	34.5	31.7	29.0
净负债比率(%)	-28.2	5.1	-12.3	-18.2	-29.8
流动比率	1.3	2.0	2.0	2.1	2.3
速动比率	0.9	1.1	1.3	1.4	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	0.9	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	3.37	4.06	4.68
每股经营现金流(最新摊薄)	3.43	3.67	4.74	4.25	6.12
每股净资产(最新摊薄)	12.85	15.72	18.32	21.67	25.46
估值比率					
P/E	38.3	32.7	30.3	25.2	21.8
P/B	8.0	6.5	5.6	4.7	4.0
EV/EBITDA	27.4	22.5	20.9	17.5	14.8

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（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