

顾家家居 (603816.SH) 2022/2023Q1 盈利提升, 看好内外贸复苏提振业绩

2023年05月04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

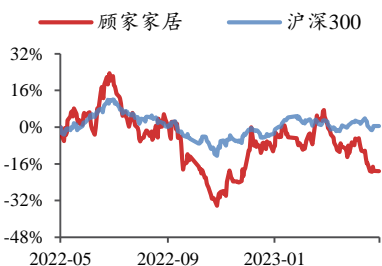
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

日期	2023/5/4
当前股价(元)	37.00
一年最高最低(元)	75.00/29.90
总市值(亿元)	304.10
流通市值(亿元)	304.10
总股本(亿股)	8.22
流通股本(亿股)	8.22
近3个月换手率(%)	33.01

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《2022Q3 外贸拖累收入增速, 盈利水平持续提升—公司信息更新报告》
-2022.10.28

《2022H1 营收韧性增长, 高潜品类表现亮眼—公司信息更新报告》
-2022.8.16

《引领计划即将靓丽收官, 助商政策强化渠道优势—公司信息更新报告》
-2022.6.13

● 内外贸降幅收窄, 毛利率&净利率双提升, 维持“买入”评级

2022 公司营收 180.10 亿元 (-1.81%), 归母净利润 18.12 亿元 (+8.87%), 扣非归母净利润 15.44 亿元 (+8.22%)。2023Q1 营收 39.54 亿元 (-12.92%) (剔除玺宝收入影响, 营收同比-10.6%), 归母净利润 4.00 亿元 (-9.73%) (剔除汇兑亏损影响归母净利润同比-6%左右), 扣非归母净利润 3.4 亿元 (-10.9%)。考虑内外贸尚在修复中, 我们下调 2023-2024 并新增 2025 盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 21.39/24.82/28.83 亿元 (2023-2024 原为 23.04/27.68 亿元), 对应 EPS 2.60/3.02/3.51 元, 当前股价对应 PE 为 14.2/12.3/10.5 倍, 看好公司在品类融合及渠道持续开拓下的长期发展, 维持“买入”评级。

● 多点支撑盈利高增, 高潜品类持续发力

收入结构较为稳定, 沙发/床类产品/定制家居毛利率上升明显。分产品 2022 沙发/床类产品/定制家具/集成产品分别为 89.72/35.57/7.62/30.16 亿元, 同比 -3.19%/+6.58%/+15.35%/-3.94%, 收入贡献为 49.82%/19.75%/4.23%/16.75%, 占比同比-0.71pct/+1.55pct/+0.63pct/-0.37pct, 毛利率分别为 32.77% (+3.23pct) /35.16% (+1.94pct) /33.10% (+0.67.pct) /28.38% (+3.57.pct)。渠道端大力发展零售分销和代理分销业务, 拓宽运营型增长边界。2022 期末直营/经销品牌门店分别为 143 家/6600 家, 净变动-9 家/+296 家, 平均单店店效 262.71 万元/家。

● 2022/2023Q1 盈利能力提升明显, 现金流回暖

2022 毛利率 30.83% (+1.97pct), 盈利提升系内部提质增效&高潜品类占比提升。2022 期间费率 17.71% (+0.79pct), 管理费率 2.01% (+0.22pct) /销售费率 16.39% (+1.65pct) (系品牌成立四十周年加大营销力度) /财务费率-0.69% (-1.08pct), 综合作用下净利率 10.26% (+0.99pct)。2023Q1 毛利率 32.13% (+2.28 pct) /净利率 10.16% (+0.07pct)。2023Q1 经营现金流净额 1.52 亿元, 同比+129.15%。

● **风险提示:** 拓店速度大幅不及预期、原材料价格大幅上涨、终端需求大幅下滑。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,342	18,010	21,252	24,653	27,611
YOY(%)	44.8	-1.8	18.0	16.0	12.0
归母净利润(百万元)	1,664	1,812	2,139	2,482	2,883
YOY(%)	96.9	8.9	18.0	16.1	16.1
毛利率(%)	28.9	30.8	30.9	31.0	31.4
净利率(%)	9.1	10.1	10.1	10.1	10.4
ROE(%)	20.2	20.4	21.2	21.2	21.0
EPS(摊薄/元)	2.03	2.20	2.60	3.02	3.51
P/E(倍)	18.3	16.8	14.2	12.3	10.5
P/B(倍)	3.8	3.4	3.0	2.6	2.2

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022/2023Q1 营收维稳，盈利能力显著提升.....	3
2、 品类融合兑现增长动能，渠道发力拓宽增长边界.....	6
2.1、 多品类有效融合，三大高潜品类持续发力.....	6
2.2、 渠道拓展：持续推进精细化管理，发力运营型增长.....	7
3、 盈利预测与投资建议.....	8
4、 风险提示.....	8
附：财务预测摘要.....	9

图表目录

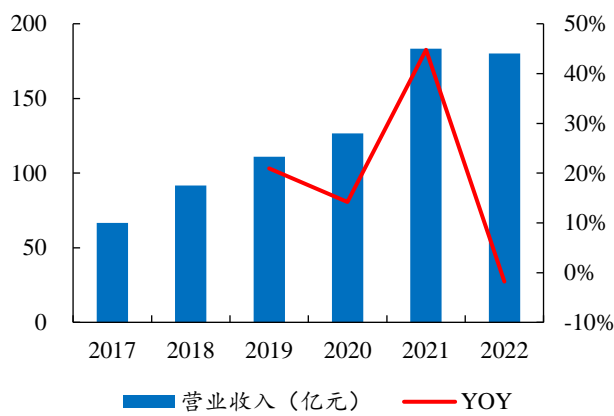
图 1： 2022 年营收同比-1.81%.....	3
图 2： 2022 年归母净利润同比+8.87%.....	3
图 3： 2023Q1 营收同比-12.92%.....	3
图 4： 2023Q1 归母净利润同比-9.73%.....	3
图 5： 2022 境内/境外收入分别同比-3.82%/+1.68%.....	4
图 6： 2022 境内/境外毛利率分别同比+2.77pct/+2.63pct.....	4
图 7： 2022 年期间费率同比+0.79pct.....	4
图 8： 2022 年毛利率/净利率分别同比+1.97pct/+0.99pct.....	4
图 9： 2023Q1 期间费率+3.21pct.....	5
图 10： 2023Q1 毛利率/净利率各同比+2.28pct/+0.07pct.....	5
图 11： 2022 年公司回款能力小幅提升.....	5
图 12： 2021 年存货周转天数同比+2.99 天.....	5
图 13： 2022/2023Q1 合同负债同比-36.13%/+2.01%.....	6
图 14： 公司产品结构整体较为稳定.....	7
图 15： 2022 年沙发/床类毛利贡献提升至 52.9%/22.5%.....	7
图 16： 2022 直营/经销品牌门店净变动-9 家/+296 家.....	8
图 17： 2022 年平均单店店效 262.71 万元/家.....	8
表 1： 沙发/床类产品/定制家居毛利率修复.....	6

1、2022/2023Q1 营收维稳，盈利能力显著提升

2022 年公司实现营业收入 180.10 亿元，同比-1.81%，2020-2022 两年复合增速 19.25%，实现归母净利润 18.12 亿元，同比+8.87%，2020-2022 两年复合增速 46.40%，实现扣非归母净利润 15.44 亿元，同比+8.22%，2020-2022 两年复合增速 61.68%。2020-2022 年归母净利润/扣非归母净利润大幅增长主要系 2020 年计提商誉减值带来的低基数效应。

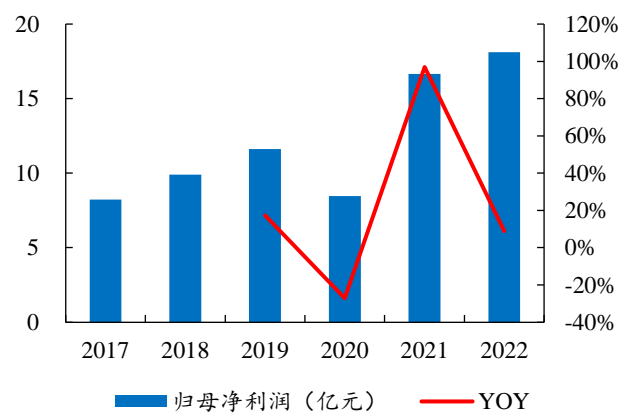
分季度看：2023Q1 实现营收 39.54 亿元（-12.92%）（剔除玺宝收入影响，营收同比-10.6%），实现归母净利润 4.00 亿元（-9.73%）（2023Q1 汇兑亏损增加，若剔除汇兑亏损影响归母净利润同比-6%左右），扣非归母净利润 3.4 亿元（-10.9%）。

图1：2022 年营收同比-1.81%



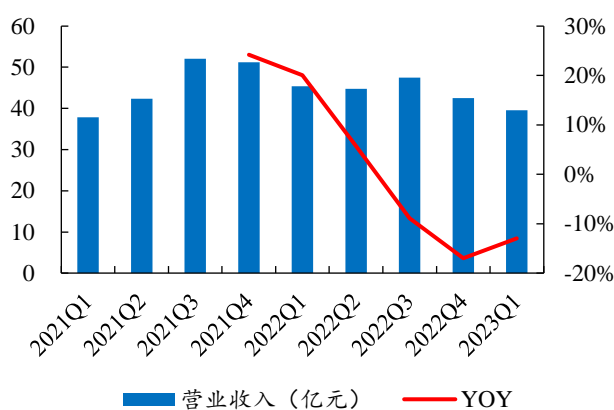
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2022 年归母净利润同比+8.87%



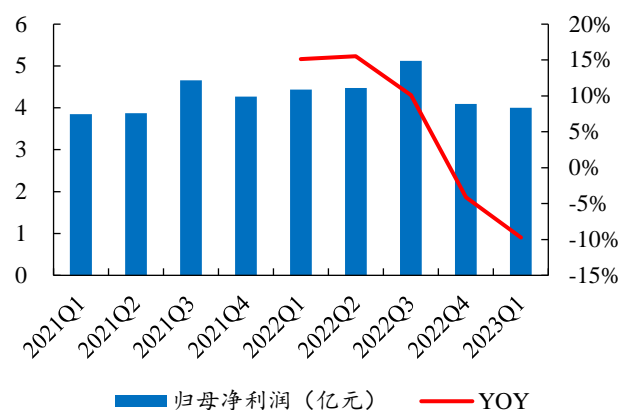
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2023Q1 营收同比-12.92%



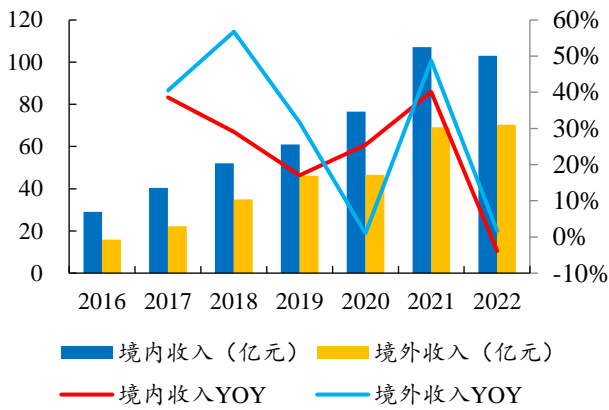
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2023Q1 归母净利润同比-9.73%



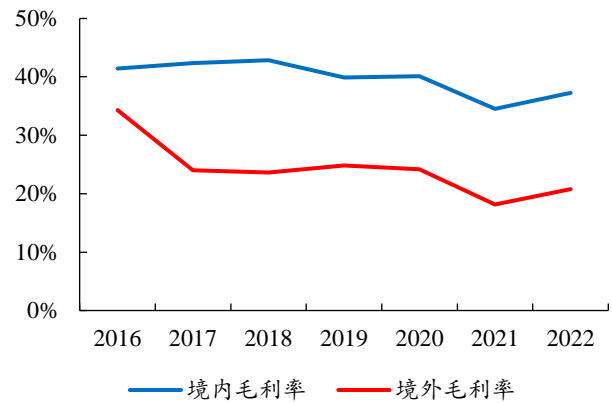
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2022 境内/境外收入分别同比-3.82%/+1.68%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

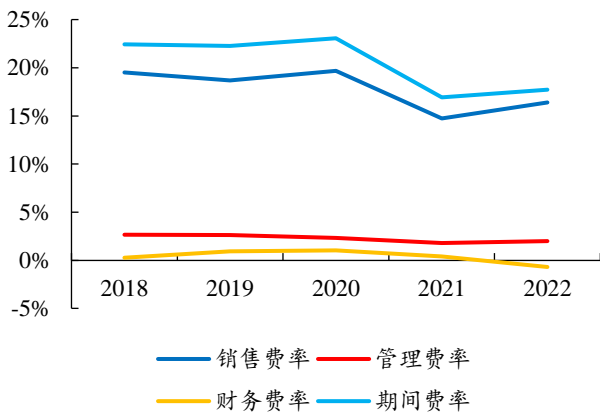
图6：2022 境内/境外毛利率分别同比+2.77pct/+2.63pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

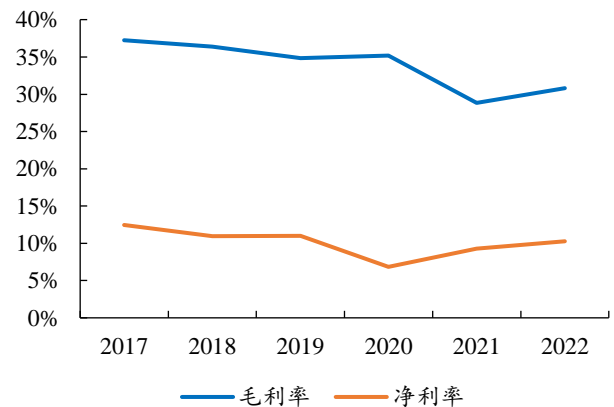
2022 年公司毛利率 30.83%，同比+1.97pct，根据产品拆分我们认为毛利率同比上升主要系核心产品占比略有提升以及剥离对业绩有所拖累的玺堡家居。2022 年公司期间费率 17.71%，同比+0.79pct。具体销售费率同比+2.22pct 至 16.88%，主要系公司成立四十周年之际加大营销投入以扩大品牌影响力，管理费率同比+0.13pct 至 1.86%，财务费率同比+0.66pct 至 1.14%，主要系利息支出和汇兑损益影响。综合作用下，2022 年净利率同比+0.99pct 至 10.26%。

图7：2022 年期间费率同比+0.79pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

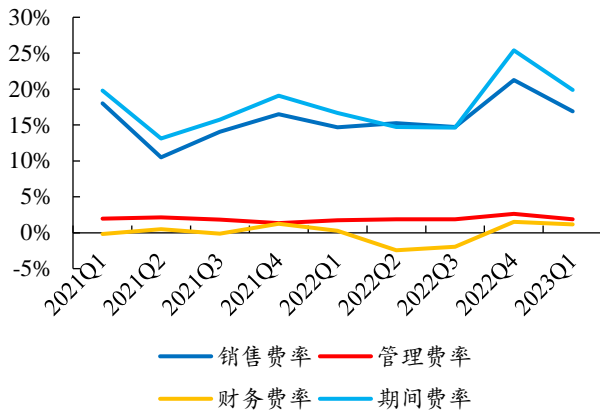
图8：2022 年毛利率/净利率分别同比+1.97pct/+0.99pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

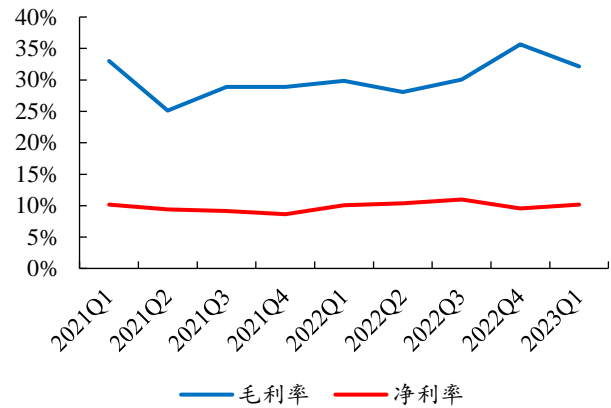
拆分季度看，2023Q1 公司毛利率环比回落 3.53pct 至 32.13%。期间费率稳中有降，2022Q4/2023Q1 期间费率分别为 25.40%/19.89%。

图9：2023Q1 期间费率+3.21pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

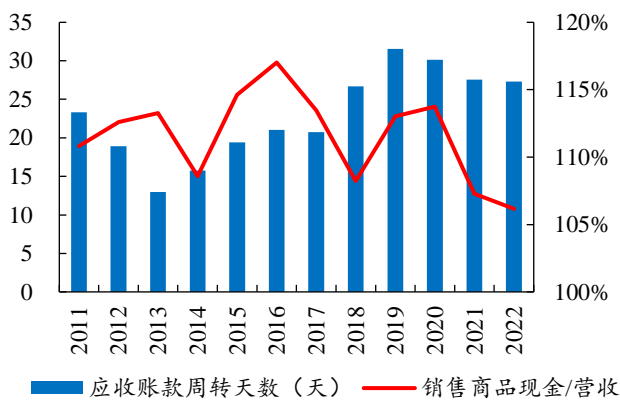
图10：2023Q1 毛利率/净利率各同比+2.28pct/+0.07pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

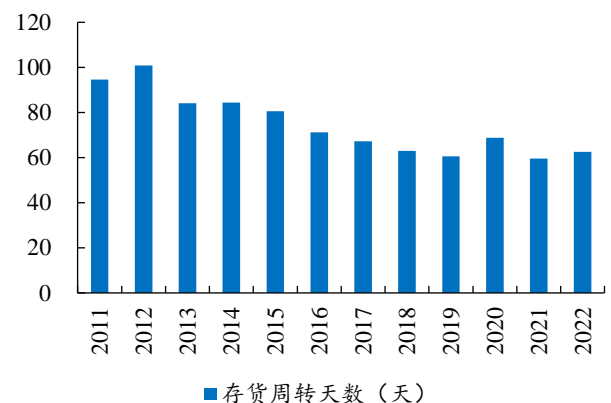
公司回款能力进一步增强，运营效率进一步提高。2022 年公司应收账款周转天数同比缩短 0.22 天至 27.31 天，销售商品现金/营收持续在 100% 以上达到 106.2%。存货周转上升，同比延长 2.99 天达到 62.48 天。

图11：2022 年公司回款能力小幅提升



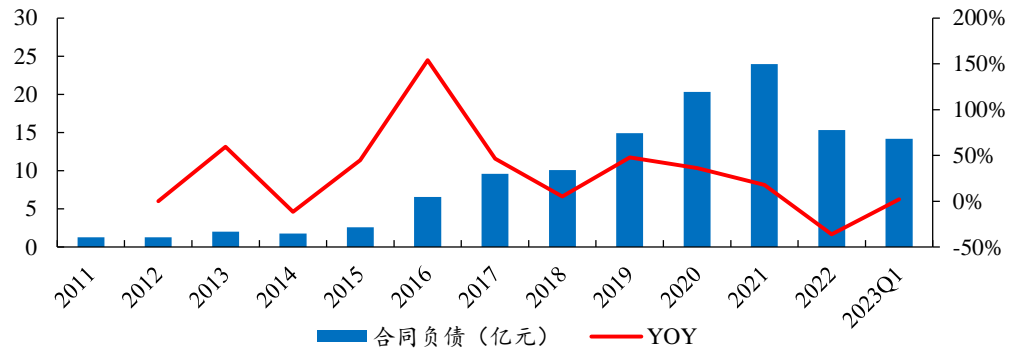
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图12：2021 年存货周转天数同比+2.99 天



数据来源：公司公告、开源证券研究所

业绩前瞻指标：2022 年末合同负债 15.31 亿元，同比-36.13%。2023Q1 合同负债 14.20 亿元，同比+2.01%。

图13：2022/2023Q1 合同负债同比-36.13%/+2.01%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、品类融合兑现增长动能，渠道发力拓宽增长边界

2.1、多品类有效融合，三大高潜品类持续发力

深化客餐卧空间一体化产品打造，持续提升产品竞争力，核心品类多点支撑盈利高增。在多品类融合持续推动下，公司收入结构较为稳定，核心品类沙发/床类产品/定制家居毛利率改善明显，具体分产品：

2022年沙发业务收入89.72亿元，同比-3.19%，收入贡献49.82%，同比-0.71pct，毛利率32.77%，同比+3.23pct。

2022年床类产品业务收入35.57亿元，同比+6.58%，收入贡献19.75%，同比+1.55pct，毛利率35.16%，同比+1.94pct。

2022年定制家具业务收入7.62亿元，同比+15.35%，收入贡献4.23%，同比+0.63pct；毛利率33.10%，同比+0.67pct。

2022年红木家具业务收入0.70亿元，同比-44.30%，收入贡献0.39%，同比-0.30pct；毛利率17.31%，同比-12.38pct。

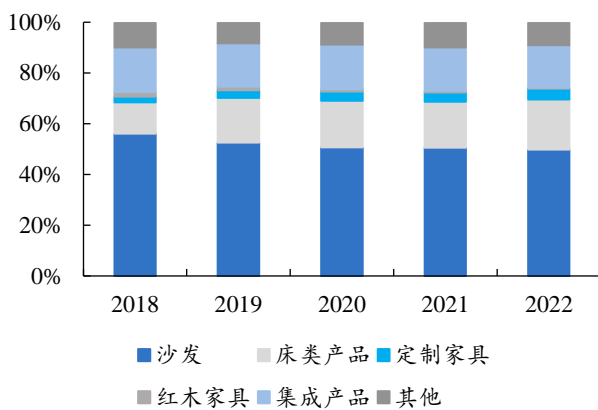
2022年集成产品业务收入30.16亿元，同比-3.94%，收入贡献16.75%，同比-0.37pct；毛利率28.38%，同比+3.57pct。

表1：沙发/床类产品/定制家居毛利率修复

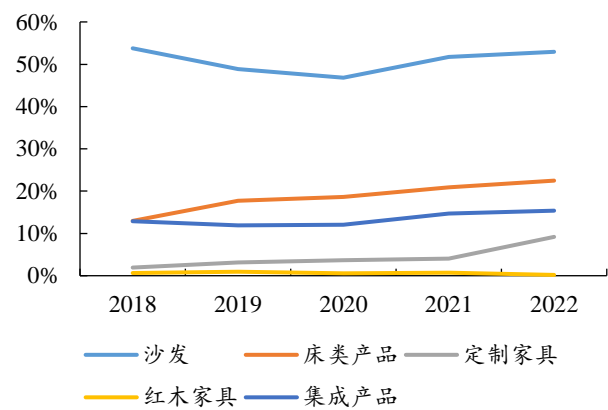
单位 (亿元)	2018	2019	2020	2021	2022
沙发	51.44	58.31	64.13	92.67	89.72
YoY	39.31%	13.35%	9.98%	44.51%	-3.19%
占比	56.09%	52.56%	50.63%	50.53%	49.82%
毛利率	34.87%	32.43%	32.56%	29.54%	32.77%
床类产品	11.32	19.53	23.38	33.38	5.04
YoY	27.80%	72.51%	19.72%	42.75%	24.50%
占比	12.34%	17.60%	18.46%	18.20%	19.75%
毛利率	38.23%	35.05%	35.60%	33.22%	35.16%

单位 (亿元)	2018	2019	2020	2021	2022
定制家具	2.12	3.43	4.56	6.60	7.62
YoY	145.77%	61.72%	32.93%	44.80%	15.35%
占比	2.31%	3.09%	3.60%	3.60%	4.23%
毛利率	29.96%	35.77%	35.76%	32.43%	33.10%
红木家具	1.58	1.43	1.13	1.26	0.70
YoY	40.07%	-9.42%	-21.34%	11.77%	-44.30%
占比	1.72%	1.29%	0.89%	0.69%	0.39%
毛利率	13.95%	25.29%	21.63%	29.69%	17.31%
集成产品	16.10	19.06	22.25	31.40	30.16
YoY	29.64%	18.39%	16.71%	41.13%	-3.94%
占比	17.56%	17.18%	17.56%	17.12%	16.75%
毛利率	26.66%	24.19%	24.23%	24.81%	28.38%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：公司产品结构整体较为稳定


数据来源：公司公告、开源证券研究所

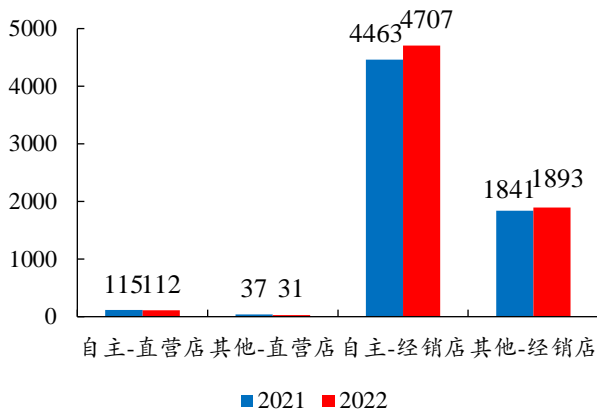
图15：2022年沙发/床类毛利贡献提升至52.9%/22.5%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

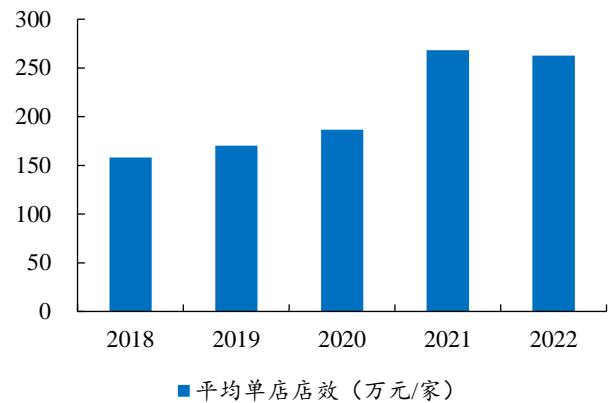
2.2、渠道拓展：持续推进精细化管理，发力运营型增长

多元化渠道体系,精细化管理。截至目前公司在全球拥有6000多家品牌专卖店,位于软体行业门店数量最多,覆盖面最广的龙头。众多的销售门店为公司产品销售提供了有力的渠道保障,有利于公司不断提升满足用户需求能力,提高公司产品的市场占有率。在渠道布局上,公司积极推进“1+N+X”即“顾家生活馆、大店模式+品类综合店、系列单店+商超、电商等多元渠道”的渠道发展战略。

深化制造型向零售型企业转型,拓宽运营型增长边界。从门店调整数量看,直销门店期末净减少9家,其中自主品牌直营店期末净减少3家(新开11家,调整关停14家),其他品牌直营店期末净减少6家(新开3家,调整关停9家);经销门店期末净增加296家,其中自主品牌经销店期末净增加244家(新开996家,调整关停752家),其他品牌经销店期末净增加52家(新开273家,调整关停221家)。2022年平均单店店效262.71万元/家。

图16: 2022 直营/经销品牌门店净变动-9 家/+296 家


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 2022 年平均单店店效 262.71 万元/家


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

2022 公司营收 180.10 亿元 (-1.81%)，归母净利 18.12 亿元 (+8.87%)，扣非归母净利 15.44 亿元 (+8.22%)。2023Q1 营收 39.54 亿元 (-12.92%) (剔除玺宝收入影响，营收同比-10.6%)，归母净利 4.00 亿元 (-9.73%) (剔除汇兑亏损影响归母净利同比-6%左右)，扣非归母净利 3.4 亿元 (-10.9%)。考虑内外贸尚在修复中，我们下调 2023-2024 并新增 2025 盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利分别为 21.39/24.82/28.83 亿元 (2023-2024 原为 23.04/27.68 亿元)，对应 EPS 2.60/3.02/3.51 元，当前股价对应 PE 为 14.2/12.3/10.5 倍，看好公司在品类融合及渠道持续开拓下的长期发展，维持“买入”评级。

4、风险提示

拓店速度大幅不及预期、原材料价格大幅上涨、终端需求大幅下滑。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8441	8368	9755	11135	13480
现金	3198	4398	2829	5991	5475
应收票据及应收账款	1698	1036	2829	1246	3102
其他应收款	145	439	250	549	346
预付账款	108	130	151	175	190
存货	2441	1883	3214	2691	3884
其他流动资产	851	483	483	483	483
非流动资产	7498	7738	8324	8778	9071
长期投资	31	34	46	60	75
固定资产	3206	4078	4669	5214	5598
无形资产	832	876	970	994	1016
其他非流动资产	3429	2751	2639	2509	2382
资产总计	15939	16106	18079	19912	22550
流动负债	7008	6619	7221	7403	8001
短期借款	469	1479	1479	1479	1479
应付票据及应付账款	2035	2014	2759	2771	3386
其他流动负债	4504	3126	2983	3153	3135
非流动负债	528	413	496	513	497
长期借款	0	8	91	109	92
其他非流动负债	528	405	405	405	405
负债合计	7536	7032	7717	7916	8498
少数股东权益	384	192	255	314	382
股本	632	822	822	822	822
资本公积	3750	3560	3560	3560	3560
留存收益	4166	5072	6050	7210	8608
归属母公司股东权益	8019	8881	10108	11682	13670
负债和股东权益	15939	16106	18079	19912	22550

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2041	2410	404	4902	1105
净利润	1701	1848	2201	2542	2951
折旧摊销	302	412	363	423	477
财务费用	72	-124	166	165	156
投资损失	-87	-47	-117	-182	-212
营运资金变动	-184	8	-2205	1955	-2267
其他经营现金流	237	313	-4	-1	0
投资活动现金流	-1077	-848	-829	-694	-558
资本支出	1667	1476	574	440	278
长期投资	236	62	-13	-13	-14
其他投资现金流	826	690	-268	-267	-294
筹资活动现金流	81	-389	-1144	-1046	-1063
短期借款	235	1011	0	0	0
长期借款	-400	8	83	17	-17
普通股增加	-0	190	0	0	0
资本公积增加	325	-190	0	0	0
其他筹资现金流	-79	-1408	-1227	-1063	-1046
现金净增加额	979	1228	-1569	3162	-516

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18342	18010	21252	24653	27611
营业成本	13048	12457	14683	17010	18941
营业税金及附加	105	100	126	139	158
营业费用	2703	2952	2975	3501	3976
管理费用	328	362	489	579	663
研发费用	302	301	351	407	456
财务费用	72	-124	166	165	156
资产减值损失	-10	-30	0	0	0
其他收益	47	86	0	0	0
公允价值变动收益	-2	-3	4	1	-0
投资净收益	87	47	117	182	212
资产处置收益	0	8	0	0	0
营业利润	1868	2052	2583	3034	3474
营业外收入	207	263	222	217	227
营业外支出	7	19	13	14	13
利润总额	2068	2296	2792	3237	3688
所得税	367	449	590	695	737
净利润	1701	1848	2201	2542	2951
少数股东损益	36	36	62	59	68
归属母公司净利润	1664	1812	2139	2482	2883
EBITDA	2303	2666	3138	3620	4087
EPS(元)	2.03	2.20	2.60	3.02	3.51

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	44.8	-1.8	18.0	16.0	12.0
营业利润(%)	80.3	9.9	25.9	17.4	14.5
归属于母公司净利润(%)	96.9	8.9	18.0	16.1	16.1
获利能力					
毛利率(%)	28.9	30.8	30.9	31.0	31.4
净利率(%)	9.1	10.1	10.1	10.1	10.4
ROE(%)	20.2	20.4	21.2	21.2	21.0
ROIC(%)	17.2	16.7	18.2	18.4	18.5
偿债能力					
资产负债率(%)	47.3	43.7	42.7	39.8	37.7
净负债比率(%)	-19.5	-26.3	-8.5	-33.5	-25.0
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.8	0.9	0.8	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.1	1.2	1.3	1.3
应收账款周转率	13.1	13.2	11.0	12.1	12.7
应付账款周转率	7.3	6.2	6.2	6.2	6.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.03	2.20	2.60	3.02	3.51
每股经营现金流(最新摊薄)	2.48	2.93	0.49	5.96	1.34
每股净资产(最新摊薄)	9.76	10.81	12.30	14.21	16.63
估值比率					
P/E	18.3	16.8	14.2	12.3	10.5
P/B	3.8	3.4	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	12.4	10.5	9.5	7.3	6.7

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