

喜临门(603008)

报告日期: 2023年05月06日

线上渠道增长亮眼, Q1 自主品牌增长韧性强

——喜临门点评报告

投资要点

喜临门发布 2022 年报及 2023 年一季度

2022 年收入 78.39 亿 (+0.86%)、归母净利润 2.38 亿 (-57.49%)，其中 22Q4 收入 20.98 亿 (-23.14%)、亏损-1.51 亿，系 22Q4 品牌投入高、经销商支持费用计提以及减值计提影响，同时 21Q4 基数高。

23Q1 收入 14.67 亿(+4.47%)、归母净利润 0.62 亿 (+14.30%)、扣非净利润 0.50 亿 (+1.7%)，经营逆势转正、消费恢复趋势显现。

喜临门主品牌增势较优，电商渠道高增

1、自主品牌零售：22A 收入 51.89 亿 (+0.3%)。拆分来看：(1) 喜临门电商渠道 22A 收入 14.78 亿 (+34.62%)，积极发展直播电商、抖快新渠道、内容种草赋能等，线上市占率进一步提升。(2) 喜临门线下 22A 收入 30.72 亿 (-7.1%)，22 年疫情影响线下客流，23Q1 开门红营销活动预期成效显著。(3) M&D 22 年收入 5.4 亿 (-17%)，主要系一线城市防控较严。

2、酒店&代加工业务：(1) 22A 酒店工程业务 3.43 亿 (-27%)，其中酒店寝具业务表现较好、家具装修业务降幅我们预计收窄。(2) 22A 代加工业务 23.1 亿 (+8.37%)，稳健增长，毛利率 10.98% (+1.31pct)，盈利能力向好。

套细化销售拉动软床、沙发连带，渠道持续深耕

1、线下渠道：持续开店，新业态布局顺利。22 年喜临门+喜眠净增 803 家至 4702 家（其中喜眠 1422 家），M&D 沙发 571 家 (-25 家)。23 全年我们预计公司将保持 700 家以上的开店计划，持续推进家装物业线样板店、老小区渠道建设，新渠道布局有望给公司带来丰富的新客源。

2、22 年软床+配套同比+11.15%、增速优于整体，沙发 9 亿 (-14.45%)、剔除 MD 后我们预计可尚沙发增势较优，套系化销售策略（主卧+次卧联动，客卧联动）行之有效，带动客单价不断提升。

财务指标

1、22A 综合毛利率 32.4% (+0.4pct)，23Q1 为 32.39% (-1.87pct)、系 Q1 产能不饱和。22 年自主品牌毛利率均有提升，其中喜临门毛利率为 42.37% (+0.56pct)，M&D 毛利率 31.18% (+1.08pct)。

2、费用率：22 年销售费用率同比+4pct、22Q4 同比+10pct，为加强喜临门品牌心智占有，投放广告+前端营销费用较高；管理+研发费用率 22 年提高 1.24pct，近 2 年引进优秀人才较多。23 年预计费用投放将更为有效精准，23Q1 销售费用率同比持平、管理+研发费用率同比下降 0.68pct。

盈利预测与估值

整体来看，喜临门 23 年规划较多新打法、绑定经销商利益进一步强化信心，仍是家居板块成长性突出的优质标的。2022 年短期的费用高企&减值等不利因素在 2023 年预计消除，看好盈利能力恢复正常。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 95 亿/115 亿/138 亿元，分别增长 21.17%/20.75%/20.51%，归母净利润 6.62 亿/8 亿/9.59 亿，分别同比+178.71%/+20.77%/+19.9%，对应当前 PE 14.65X/12.13X/10.11X，维持“买入”评级。

风险提示：下游市场复苏不及预期，行业竞争加剧

投资评级：买入(维持)

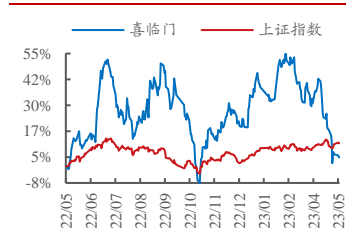
分析师：史凡可
执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

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

基本数据

| | |
|----------|----------|
| 收盘价 | ¥ 25.03 |
| 总市值(百万元) | 9,697.07 |
| 总股本(百万股) | 387.42 |

股票走势图



相关报告

- 《发布经销商增持计划，强化利益绑定、彰显发展信心》
2023.03.13
- 《Q3 加速线下渠道扩张，电商渠道增长亮眼——喜临门点评报告》
2022.10.24
- 《抽丝剥茧，喜临门的超额来自于哪？——喜临门更新报告》
2022.08.31

财务摘要

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入 | 7,839 | 9,498 | 11,470 | 13,822 |
| (+/-) (%) | 0.86% | 21.17% | 20.75% | 20.51% |
| 归母净利润 | 238 | 662 | 800 | 959 |
| (+/-) (%) | -57.49% | 178.71% | 20.77% | 19.90% |
| 每股收益(元) | 0.61 | 1.71 | 2.06 | 2.47 |
| P/E | 40.82 | 14.65 | 12.13 | 10.11 |

资料来源：浙商证券研究所

表1：喜临门季度数据一览（单位：百万元）

| 单位：百万元 | 2021Q1 | 2021Q2 | 2021Q3 | 2021Q4 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入 | 1,250.18 | 1,856.70 | 1,935.81 | 2,729.16 | 1,404.61 | 2,200.97 | 2,135.47 | 2,097.68 | 1,467.42 |
| YOY | 72.51% | 48.40% | 31.06% | 25.74% | 12.35% | 18.54% | 10.31% | -23.14% | 4.47% |
| 归母净利润 | 84.49 | 133.13 | 156.14 | 184.99 | 53.92 | 165.70 | 169.35 | 169.35 | 61.63 |
| YOY | 255.55% | 37.53% | 13.42% | 38.83% | -36.18% | 24.46% | 8.46% | -181.86% | 14.30% |
| 扣非归母净利润 | 43.56 | 134.00 | 147.11 | 171.06 | 49.16 | 157.02 | 159.01 | (160.70) | 50.00 |
| YOY | 170.29% | 39.60% | 10.08% | 17.39% | 12.85% | 17.18% | 8.09% | -193.94% | 1.70% |
| 毛利率 | 34.47% | 28.64% | 31.91% | 33.22% | 34.26% | 33.65% | 32.68% | 29.55% | 32.39% |
| 期间费用率 | 29.90% | 18.80% | 21.47% | 22.14% | 30.48% | 22.98% | 22.84% | 35.51% | 29.85% |
| 其中：销售费用 | 267.35 | 227.38 | 271.80 | 427.21 | 279.99 | 363.59 | 339.13 | 547.46 | 292.77 |
| 销售费用率 | 21.39% | 12.25% | 14.04% | 15.65% | 19.93% | 16.52% | 15.88% | 26.10% | 19.95% |
| 其中：管理费用 | 62.63 | 63.97 | 75.25 | 112.31 | 89.96 | 98.36 | 103.70 | 115.26 | 90.24 |
| 研发费用 | 33.06 | 42.65 | 56.02 | 51.49 | 39.44 | 38.82 | 41.31 | 71.92 | 34.93 |
| 管理+研发费用率 | 7.65% | 5.74% | 6.78% | 6.00% | 9.21% | 6.23% | 6.79% | 8.92% | 8.53% |
| 其中：财务费用 | 10.76 | 15.15 | 12.58 | 13.33 | 18.74 | 5.11 | 3.59 | 10.26 | 20.01 |
| 财务费用率 | 0.86% | 0.82% | 0.65% | 0.49% | 1.33% | 0.23% | 0.17% | 0.49% | 1.36% |
| 归母净利率 | 6.76% | 7.17% | 8.07% | 6.78% | 3.84% | 7.53% | 7.93% | -7.22% | 4.20% |
| 存货 | 876.35 | 960.48 | 1,012.02 | 1,101.62 | 1,224.21 | 1,189.42 | 1,230.08 | 1,199.69 | 1,209.46 |
| 较上年同期增减 | -233.14 | -141.96 | -120.66 | 303.08 | 347.86 | 228.94 | 218.06 | 98.07 | -14.75 |
| 应收票据 | 149.55 | 108.91 | 88.79 | 3.59 | 7.18 | 6.30 | 2.85 | 0.33 | 5.27 |
| 较上年同期增减 | 149.55 | 108.91 | 88.79 | -105.26 | -142.37 | -102.61 | -85.94 | -3.27 | -1.92 |
| 应收账款 | 798.72 | 941.03 | 1,049.41 | 1,271.10 | 1,222.14 | 1,556.35 | 1,411.40 | 934.40 | 877.02 |
| 较上年同期增减 | -324.08 | -230.59 | -195.83 | 423.91 | 423.41 | 615.32 | 361.99 | -336.71 | -345.12 |
| 应付账款及应付票据 | 1865.11 | 1817.31 | 1928.09 | 2354.54 | 2035.19 | 2199.92 | 1908.27 | 2122.45 | 1673.22 |
| 较上年同期增减 | 597.16 | 652.34 | 545.19 | 679.26 | 170.08 | 382.60 | -19.83 | -232.08 | -361.98 |
| 预收账款 | 200.63 | 280.78 | 219.92 | 200.38 | 249.42 | 187.10 | 252.46 | 368.75 | 227.59 |
| 较上年同期增减 | 200.63 | 85.68 | 35.22 | -8.74 | 48.78 | -93.68 | 32.54 | 168.37 | -21.83 |
| 经营性现金流净额 | -209.63 | 389.92 | 20.41 | 502.91 | -551.38 | 361.67 | 207.14 | 823.86 | -626.17 |
| 较上年同期增减 | 86.38 | 288.62 | -309.70 | -101.69 | -341.75 | -28.26 | 186.74 | 320.95 | -74.79 |
| 筹资性现金流净额 | -251.20 | -210.16 | 134.13 | 80.62 | 196.36 | -100.52 | -56.92 | -69.69 | 393.30 |
| 较上年同期增减 | -335.66 | -137.19 | 280.69 | 14.52 | 447.56 | 109.64 | -191.05 | -150.30 | 196.94 |
| 资本开支 | 38.82 | 54.87 | 56.55 | 341.82 | 94.21 | 112.22 | 99.60 | 548.52 | 111.93 |
| 较上年同期增减 | -13.87 | 48.66 | 33.39 | 211.50 | 55.39 | 57.35 | 43.04 | 206.70 | 17.72 |
| ROE | 2.83% | 4.38% | 5.13% | 5.94% | 1.67% | 4.97% | 4.79% | -4.24% | 1.75% |
| YOY (±) | 4.90% | 0.72% | 0.12% | 1.30% | -1.16% | 0.59% | -0.34% | -10.18% | 0.07% |
| 资产负债率 | 52.36% | 54.25% | 56.70% | 59.27% | 57.39% | 58.98% | 56.43% | 58.89% | 55.85% |
| YOY (±) | -2.57% | -0.28% | 2.40% | 1.21% | 5.03% | 4.73% | -0.27% | -0.37% | -1.53% |

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表2: 喜临门收入拆分一览(单位: 百万元)

| 单位: 百万元 | 2020A | 2021Q4 | 2021A | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2022A |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 5623.29 | 2729.15 | 7771.84 | 1404.61 | 2200.97 | 2135.42 | 2097.73 | 7838.73 |
| yoy | 15.43% | 25.74% | 38.21% | 12.35% | 18.54% | 10.31% | -23.14% | 0.86% |
| 1、自主品牌零售 | | | | | | | | |
| 营业收入 | 3140.00 | 1903.00 | 5174.00 | 918.00 | 1485.00 | 1448.00 | 1338.03 | 5189.03 |
| yoy | 30.69% | 38.91% | 64.78% | 19.53% | 21.32% | 13.21% | -29.69% | 0.29% |
| 销售占比 | 55.84% | 69.73% | 66.57% | 65.36% | 67.47% | 67.81% | 63.78% | 66.20% |
| 2、自主品牌工程(酒店) | | | | | | | | |
| 营业收入 | 431.00 | 149.00 | 470.00 | 39.00 | 109.00 | 108.00 | 87.16 | 343.16 |
| yoy | -13.80% | 11.19% | 9.05% | -41.79% | -18.66% | -10.00% | -41.50% | -26.99% |
| 销售占比 | 7.66% | 5.46% | 6.05% | 2.78% | 4.95% | 5.06% | 4.15% | 4.38% |
| 自主品牌分品牌 | | | | | | | | |
| 其中: 喜临门 | 2985.01 | 1759.07 | 4875.07 | 800 | 1478.01 | 1420 | 1195.64 | 4894 |
| yoy | 22.81% | | 63.32% | - | - | 14.06% | -32.03% | 0.38% |
| 毛利率 | 47.39% | | 41.81% | - | - | - | - | 42.37% |
| 线上 | 672.72 | 414.00 | 1098.00 | 223.00 | 408.00 | 364.00 | 483.49 | 1478.49 |
| yoy | 35.55% | 54.01% | 63.22% | 31.18% | 61.90% | 38.93% | 16.79% | 34.62% |
| 销售占比 | 11.96% | 15.17% | 14.13% | 15.88% | 18.54% | 17.05% | 23.05% | 18.86% |
| 线下 | 1881.29 | 1196 | 3307 | 537.99 | 961.01 | 948.00 | 624.99 | 3071.99 |
| yoy | 31.17% | 39.15% | 75.79% | - | - | 9.85% | -47.75% | -7.10% |
| 总门店数 | 3140 | 3899 | 3899 | 3991 | 4243 | 4575 | 4702 | 4702 |
| 其中: 喜临门专卖店 | 2340 | 2837 | 2837 | 2906 | 3033 | 3204 | 3280 | 3280 |
| 其中: 喜眠分销专卖店 | 800 | 1062 | 1062 | 1085 | 1210 | 1371 | 1422 | 1422 |
| 单店收入(仅线下) | 0.60 | - | 0.85 | - | - | - | - | 0.65 |
| YOY | 6.44% | - | 41.57% | - | - | - | - | -22.97% |
| 单店收入(线上+线下) | 0.81 | - | 1.13 | - | - | - | - | 0.97 |
| YOY | 7.35% | - | 38.90% | - | - | - | - | -14.34% |
| 酒店工程 | 431.00 | 149.00 | 470.00 | 39.00 | 109.00 | 108.00 | 87.16 | 343.16 |
| yoy | -13.80% | 11% | 9.05% | -41.79% | -18.66% | -10.00% | -42% | -26.99% |
| 其中: M&D+夏图 | 528.77 | 172.95 | 648.95 | 135.48 | 137.79 | 135.73 | 132.19 | 541.19 |
| yoy | 11.99% | | 22.73% | | | -11.87% | -23.57% | -16.61% |
| 毛利率 | 34.92% | | 30.10% | | | - | - | 31.18% |
| 门店数 | 503 | | 596 | 598 | 594 | 611 | 571 | 571 |
| 单店收入 | 1.05 | | 1.09 | | | | | 0.95 |
| 3、代加工业务 | | | | | | | | |
| 营业收入 | 1764.00 | 677.00 | 2128.00 | 448.00 | 606.00 | 580.00 | 672.54 | 2306.54 |
| yoy | -3.25% | 31.71% | 20.63% | 7.95% | 21.44% | 8.01% | -0.66% | 8.37% |
| 销售占比 | 31.37% | 24.81% | 27.38% | 31.89% | 27.53% | 27.16% | 32.06% | 29.42% |
| 毛利率 | 12.09% | - | 9.67% | - | - | - | - | 10.98% |

资料来源: 公司公告, 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) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 5,090 | 6,481 | 7,778 | 9,718 |
| 现金 | 2,039 | 2,775 | 3,331 | 4,626 |
| 交易性金融资产 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 应收账款 | 874 | 1,279 | 1,614 | 1,829 |
| 其它应收款 | 128 | 218 | 161 | 309 |
| 预付账款 | 73 | 102 | 111 | 135 |
| 存货 | 1,200 | 1,294 | 1,751 | 1,984 |
| 其他 | 775 | 813 | 810 | 835 |
| 非流动资产 | 3,953 | 4,056 | 4,306 | 4,480 |
| 金额资产类 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| 长期投资 | 255 | 336 | 443 | 505 |
| 固定资产 | 1,859 | 1,849 | 1,834 | 1,824 |
| 无形资产 | 328 | 340 | 354 | 363 |
| 在建工程 | 135 | 163 | 202 | 230 |
| 其他 | 1,296 | 1,289 | 1,394 | 1,477 |
| 资产总计 | 9,042 | 10,537 | 12,085 | 14,198 |
| 流动负债 | 4,632 | 5,445 | 6,173 | 7,308 |
| 短期借款 | 1,683 | 1,819 | 1,955 | 2,193 |
| 应付款项 | 2,122 | 2,580 | 3,081 | 3,758 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 827 | 1,045 | 1,136 | 1,357 |
| 非流动负债 | 693 | 693 | 693 | 693 |
| 长期借款 | 331 | 331 | 331 | 331 |
| 其他 | 362 | 362 | 362 | 362 |
| 负债合计 | 5,325 | 6,138 | 6,866 | 8,001 |
| 少数股东权益 | 221 | 221 | 221 | 221 |
| 归属母公司股东权益 | 3,496 | 4,179 | 4,998 | 5,977 |
| 负债和股东权益 | 9,042 | 10,537 | 12,085 | 14,198 |

现金流量表

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 841 | 882 | 840 | 1,395 |
| 净利润 | 272 | 662 | 800 | 959 |
| 折旧摊销 | 347 | 128 | 126 | 106 |
| 财务费用 | 75 | 70 | 75 | 83 |
| 投资损失 | (6) | (17) | (31) | (24) |
| 营运资金变动 | 153 | (20) | (179) | 223 |
| 其它 | 1 | 58 | 49 | 49 |
| 投资活动现金流 | (806) | (213) | (345) | (254) |
| 资本支出 | (854) | (149) | (269) | (216) |
| 长期投资 | (0) | (81) | (107) | (63) |
| 其他 | 49 | 17 | 31 | 24 |
| 筹资活动现金流 | (31) | 66 | 61 | 154 |
| 短期借款 | 439 | 136 | 136 | 237 |
| 长期借款 | (99) | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (371) | (70) | (75) | (83) |
| 现金净增加额 | 5 | 735 | 556 | 1,296 |

利润表

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 7,839 | 9,498 | 11,470 | 13,822 |
| 营业成本 | 5,299 | 6,413 | 7,725 | 9,204 |
| 营业税金及附加 | 59 | 68 | 83 | 101 |
| 营业费用 | 1,530 | 1,556 | 1,973 | 2,433 |
| 管理费用 | 407 | 445 | 532 | 669 |
| 研发费用 | 191 | 222 | 273 | 330 |
| 财务费用 | 38 | 23 | (8) | 16 |
| 资产减值损失 | 1 | (20) | (20) | (20) |
| 公允价值变动损益 | (22) | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 6 | 17 | 31 | 24 |
| 其他经营收益 | 59 | 58 | 70 | 91 |
| 营业利润 | 339 | 787 | 944 | 1,136 |
| 营业外收支 | (17) | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 322 | 787 | 944 | 1,136 |
| 所得税 | 50 | 125 | 144 | 177 |
| 净利润 | 272 | 662 | 800 | 959 |
| 少数股东损益 | 35 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 238 | 662 | 800 | 959 |
| EBITDA | 740 | 1,020 | 1,111 | 1,313 |
| EPS (最新摊薄) | 0.61 | 1.71 | 2.06 | 2.47 |

主要财务比率

| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 0.86% | 21.17% | 20.75% | 20.51% |
| 营业利润 | -52.75% | 132.01% | 19.87% | 20.31% |
| 归属母公司净利润 | -57.49% | 178.71% | 20.77% | 19.90% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 32.40% | 32.49% | 32.65% | 33.41% |
| 净利率 | 3.03% | 6.97% | 6.97% | 6.94% |
| ROE | 6.79% | 15.84% | 16.00% | 16.04% |
| ROIC | 5.38% | 10.75% | 10.52% | 11.13% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 58.89% | 58.25% | 56.82% | 56.35% |
| 净负债比率 | 143.27% | 139.52% | 131.56% | 129.10% |
| 流动比率 | 1.10 | 1.19 | 1.26 | 1.33 |
| 速动比率 | 0.66 | 0.78 | 0.83 | 0.93 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.90 | 0.97 | 1.01 | 1.05 |
| 应收账款周转率 | 7.54 | 9.17 | 8.33 | 8.32 |
| 应付账款周转率 | 3.44 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.61 | 1.71 | 2.06 | 2.47 |
| 每股经营现金 | 2.17 | 2.28 | 2.17 | 3.60 |
| 每股净资产 | 9.02 | 10.79 | 12.90 | 15.43 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 40.82 | 14.65 | 12.13 | 10.11 |
| P/B | 2.77 | 2.32 | 1.94 | 1.62 |
| EV/EBITDA | 15.50 | 9.40 | 8.25 | 6.18 |

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>