

# 家用轻工行业深度研究报告

## 读齐家网招股书，细说互联网家装行业

推荐（维持）

- **互联网家装 2014 年集中爆发，渗透率不断提升。**2012-2017 年期间，互联网室内设计及建筑服务行业收入从 364 亿元增长到 1267 亿元，CAGR 达 28.3%；互联网家装渗透率从 2.4% 增长到 5.5%，年平均增速为 0.6%，预计到 2022 年渗透率达到 38.1%。我国互联网家装公司集中度高，CR5 为 62.1%，为寡头垄断格局，其中行业第一齐家网市占率 25.7%。互联网家装主要分为平台类、垂直类和特性类三类，以平台类为主，赋能类为新兴的互联网家装类型。
- **营业收入快速提升，自营整装占比大，平台类为主要募集资金用途。**齐屹科技近三年营业收入快速增长，其中 2017 年营业收入达到 4.79 亿元，同比增长 59.2%；归母净利润近三年为负值，其中 2017 年归母净利润为 -8.24 亿元，同比扩大 105.4%，系营销费用高企和优先股及可转换债券公允价值亏损较大导致。公司业务主要分为网上平台业务（平台类）和自营室内设计及建筑业务（垂直类）两大类，自营室内设计及建筑业务为第一大营收来源，2017 年占比营收的 59.4%；平台业务次之，2017 年占比营收的 39.6%。齐屹科技此次 IPO 募集资金 45% 用于平台类业务的持续开发，15% 用于垂直类业务扩张。
- **“博若森”“居美”“典尚”三大品牌，“平台+垂直”融合模式。**齐屹科技拥有“博若森”“居美”和“典尚”三大品牌，分别针对个人消费者、房地产开发商或服务式公寓、三四线城市特许经营装企。齐家网作为平台类职能主要起到将用户和装企匹配的中介作用。在收费上，齐屹科技向入驻装企收取订单推介费、额外服务费和店面费，在施工后收取检测服务费，向用户收取销售建材费和自营装修费。齐屹科技通过用户生成内容 UGC 和专业生成内容 PGC 建立线上家装内容生态圈聚集流量，现拥有超过 120 万篇文章和帖文、300 万张图片 and 19 万个家装案例。齐屹科技持续投入广告及推广费用，2017 年广告及推广费用为 10677.3 万元，同比增长 28.9%。投放方式主要为泛媒体广告投放和精准类广告投放两种。
- **齐屹科技特色之处：**1) 齐屹科技是我国最大的互联网家装平台，打造生态体系聚集流量；2) 齐屹科技通过数据分析与技术支持匹配用户与装企交互；3) 平台类业务“量”“价”上升，持续推行三线城市布局进行渠道下沉；4) 百度为齐屹科技第二大控股股东，存在战略合作关系。
- **风险提示：**宏观经济下行，互联网家装格局发生巨大改变

### 华创证券研究所

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

联系人：郭庆龙

电话：010-63214658

邮箱：guoqinglong@hcyjs.com

### 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	67	1.9
总市值(亿元)	4,453.1	0.79
流通市值(亿元)	2,617.01	0.65

### 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-4.37	-19.96	-18.72
相对表现	-4.56	-2.61	-13.24



### 相关研究报告

《家居消费品牌化系列报告一：进击的巨人，连锁家居卖场崛起之路》

2018-06-28

《家居消费品牌化系列报告二：席卷的风潮，全屋定制风起云涌》

2018-07-22

# 目 录

一、互联网家装市场蓬勃发展，渗透率逐渐提升.....	4
（一）互联网家装市场自 2014 年集中爆发，渗透率不断提升.....	4
（二）互联网家装集中度高，呈现寡头格局.....	4
（三）平台类、垂直类、特性类三类并存，赋能类新兴.....	5
二、齐屹科技——互联网家装龙头.....	6
（一）自营整装占比提升，平台类为主要募集资金用途.....	6
（二）三大品牌，“平台+垂直”融合模式.....	7
（三）UGC+PGC 形成内容生态圈.....	9
（四）广告烧钱不断，营销费用高企.....	9
（五）齐屹科技的特色之处.....	10
1、中国最大的互联网家装平台，内容生态体系聚集流量.....	10
2、数据分析与技术能力匹配用户与装企.....	11
3、平台类业务“量”“价”上升，推行三线布局渠道下沉.....	11
4、百度为第二大控股股东.....	12
三、风险提示.....	13

# 图表目录

图表 1	我国室内设计及建筑服务行业市场规模及同比	4
图表 2	我国网上室内设计及建筑服务行业市场规模及同比	4
图表 3	互联网家装公司市占率	5
图表 4	互联网家装公司主要分类	5
图表 5	齐屹科技营业收入及同比	6
图表 6	齐屹科技归母净利润及同比	6
图表 7	齐屹科技毛利率	6
图表 8	齐屹科技 2017 年主营业务营收占比	6
图表 9	齐屹科技募集资金用途	7
图表 10	齐屹科技主要品牌	7
图表 11	齐屹科技服务流程	8
图表 12	齐屹科技盈利模式	8
图表 13	齐屹科技近三年平台服务各项营业收入（万元）	8
图表 14	齐屹科技主要收费类型	8
图表 15	齐家图库	9
图表 16	齐家论坛	9
图表 17	齐屹科技营销和管理费用结构	10
图表 18	齐屹科技广告及推广开支结构	10
图表 19	齐家网冠名 BTV 暖暖的新家	10
图表 20	齐家网微信投放广告	10
图表 21	齐屹科技月独立访客数	11
图表 22	齐屹科技入驻装企数	11
图表 23	齐家网建材团购	11
图表 24	齐家网 3D 云设计	11
图表 25	齐屹科技历年推荐数目	12
图表 26	齐屹科技历年平台平均推荐收入	12
图表 27	齐屹科技平台类收入城市分布	12
图表 28	齐屹科技三线城市布局及推荐数目	12
图表 29	齐家网入驻熊掌号	13

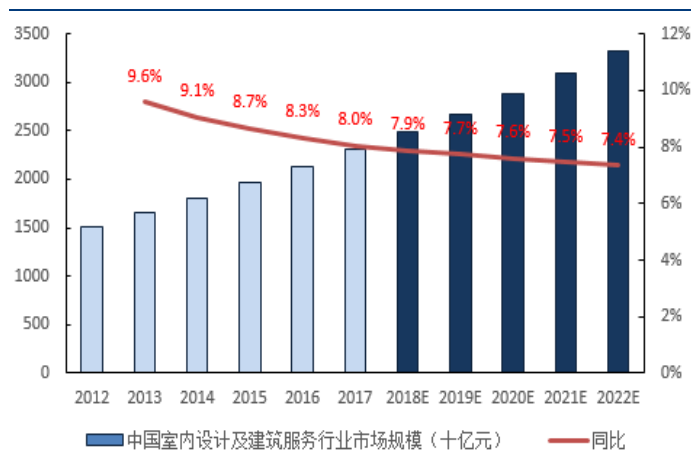
## 一、互联网家装市场蓬勃发展，渗透率逐渐提升

我国的互联网家装公司于 2014 年集中爆发，获得多项融资迅速成长，2017 年，我国互联网家装行业收入增长到 1267 亿元，渗透率为 5.5%，预计在 2022 年上升到 38.1%。互联网家装行业呈现寡头垄断格局，CR5 为 62.1%。目前互联网家装的主要构成为平台类、垂直类和特性类三类并存，赋能类为新势力。

### （一）互联网家装市场自 2014 年集中爆发，渗透率不断提升

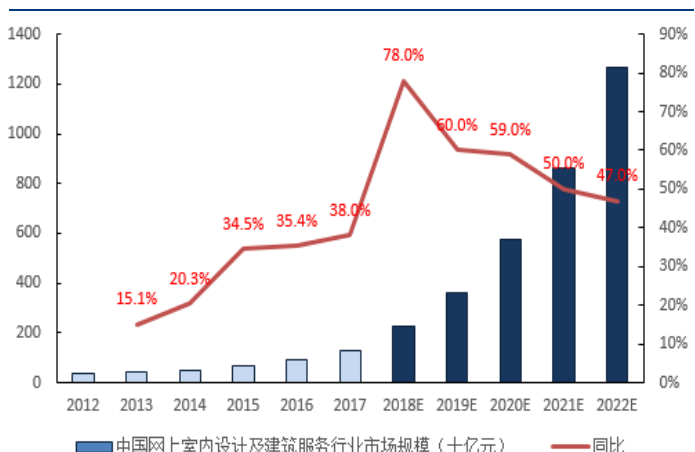
家装行业于 2008 年开始触网，2008 年-2014 年期间行业仍长期依赖于线下实体服务，2014 年集中爆发互联网家装。2012 年-2017 年，我国室内设计及建筑服务行业收入从 15157 亿元增长到 23035 亿元，CAGR 达到 8.7%；互联网室内设计及建筑服务行业收入从 364 亿元增长到 1267 亿元，CAGR 高达 28.3%；互联网家装渗透率从 2.4% 增长到 5.5%，年平均增速为 0.6%。这是因为 2014 年之后，互联网家装概念兴起，诸多互联网家装平台获得融资，家装行业受到线上引流支持得到进一步增长。预计到 2022 年，互联网家装渗透率将达到 38.1%。

图表 1 我国室内设计及建筑服务行业市场规模及同比



资料来源：弗罗斯特沙利文，华创证券

图表 2 我国网上室内设计及建筑服务行业市场规模及同比

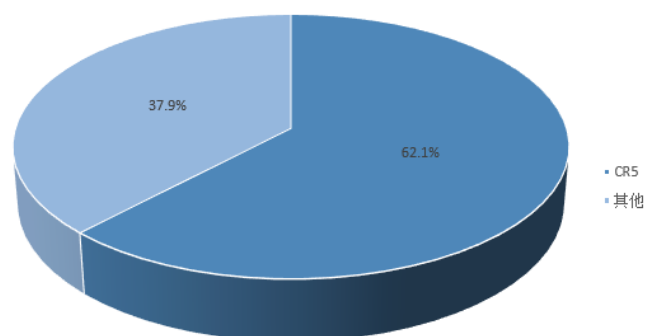


资料来源：弗罗斯特沙利文，华创证券

### （二）互联网家装集中度高，呈现寡头格局

根据弗罗斯特沙利文的统计，我国互联网家装 CR5 达到 62.1%，其中行业第一齐家网市占率达到 25.7%，行业集中度高，为寡头垄断格局。龙头互联网家装公司在发展早期抢占流量入口，聚拢流量之后形成品牌效应，市场地位逐渐稳固。

图表 3 互联网家装公司市占率



资料来源：弗罗斯特沙利文，华创证券

### （三）平台类、垂直类、特性类三类并存，赋能类新兴

互联网家装大致可以分为三类：以土巴兔、齐家 1.0、天猫家装为代表的平台类互联网家装企业、以齐家 2.0、我爱我家、有住为代表的垂直类互联网家装企业和以酷家乐、爱福窝为代表的家装设计软件厂商。平台类互联网家装企业通常聚集有大量供应商资源，但不直接参与线下装修过程。以土巴兔为例，土巴兔作为第三方平台，为装修公司提供流量入口，为消费者提供资金托管、专业质检、工程管理等服务。消费者在平台根据需求选择合适的装修公司后，装修公司与消费者联系，流程与传统实体家装公司大体一致。多数平台类互联网家装企业对于家装公司掌控能力不强，土巴兔的类支付宝（“装修宝”）交付增强了控制能力。

图表 4 互联网家装公司主要分类



资料来源：华创证券整理

垂直类互联网家装企业对产品的掌控力较强，直接负责线下装修过程。以我爱我家为例，平台与卫浴、地板、家具等品牌合作，推出拎包入住套餐、硬装全包套餐等。特性类互联网家装公司主要提供满足某一特性的家装支持，例如家装设计软件厂商主要是为个人和企业提供装修设计公司，实现“所想即所见”。同时，传统家装公司为了获取流量开始拓线上业务，一方面，通过线上渠道引流到线下门店，另一方面，开设相应的电商品牌来做到大范围复制家装。

赋能类平台为新兴互联网家装的一种形式，以土巴兔千亿万家计划、尚品宅配整装云为代表。赋能类平台采用了 S2B2C 的新模式，通过信息化系统控制，为中小型家装企业提供充足的后台支持，精简中小型企业的结构，让中小型家装企业精力集中于设计和施工。



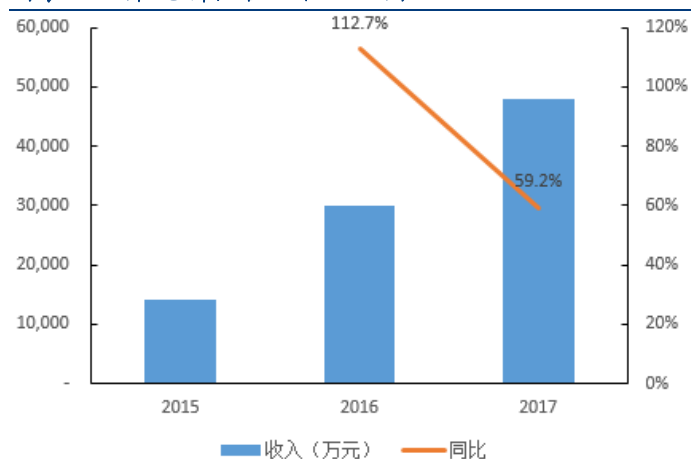
## 二、齐屹科技——互联网家装龙头

齐屹科技为齐家网的母公司（100%间接持股），于2018年7月12日在港交所主板上市，为互联网家装龙头公司，涉足“平台类+垂直类”混合式业务，以收取推荐费和自营家装施工为主要营收来源。齐屹科技打造生态内容体系集聚流量，提供数据分析和技术支持给入驻装企，大股东百度给予流量和技术支持。

### （一）自营整装占比提升，平台类为主要募集资金用途

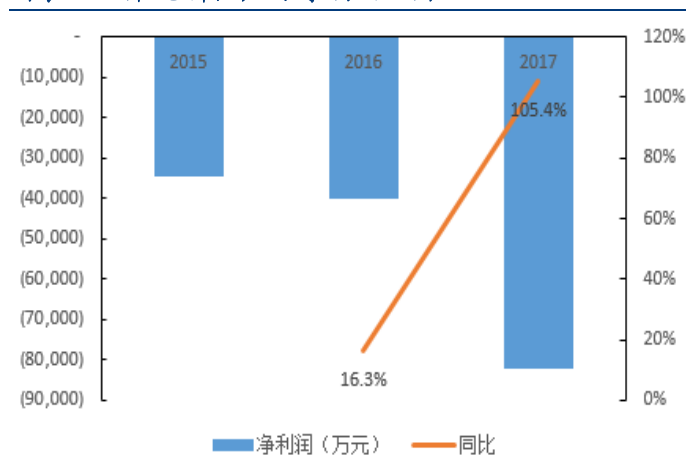
公司近三年营业收入增长迅速，其中2017年营业收入达到4.79亿元，同比增长59.2%；由于公司发展过程中需要对广告、人力等方面的大量投入，公司的归母净利润近三年为负值，其中2017年归母净利润为-8.24亿元，同比扩大105.4%。公司近三年归母净利润亏损主要是因为营销费用高企和优先股及可转换债券公允价值亏损导致，其中2015-2017年期间营销费用分别为15879.5万元、18940.3万元和23798.4万元，优先股及可转换债券公允价值亏损分别为783.6万元、11292.7万元和74297.4万元。

图表5 齐屹科技营业收入及同比



资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

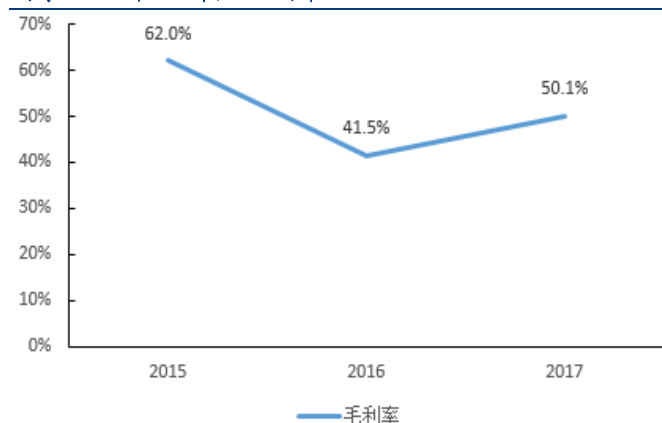
图表6 齐屹科技归母净利润及同比



资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

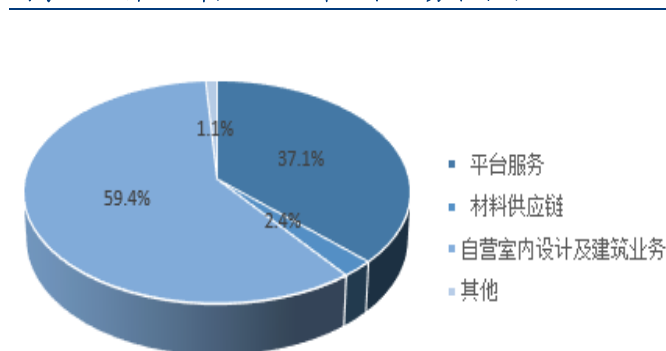
近三年，公司的毛利率分别为62.0%、41.5%和50.1%，变动系公司逐渐拓展材料供应链和自营室内设计及建筑业务导致毛利率有所下滑。公司收入主要分为网上平台业务和自营室内设计及建筑业务两大类，其中自营室内设计及建筑业务的营收逐渐替代网上平台业务成为第一大营收来源。2017年，公司的网上平台服务营收贡献约39.6%，其中平台服务和材料供应链分别贡献营收37.1%和2.4%，自营室内设计及建筑业务占比逐渐提高至59.4%。

图表7 齐屹科技毛利率



资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

图表8 齐屹科技2017年主营业务营收占比



资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

从齐屹科技此次 IPO 募集资金用途来看，公司侧重于平台类业务的多元化开发，约占到募集资金额的 45%；垂直类职能次之，约占到募集资金额的 15%。

图表 9 齐屹科技募集资金用途

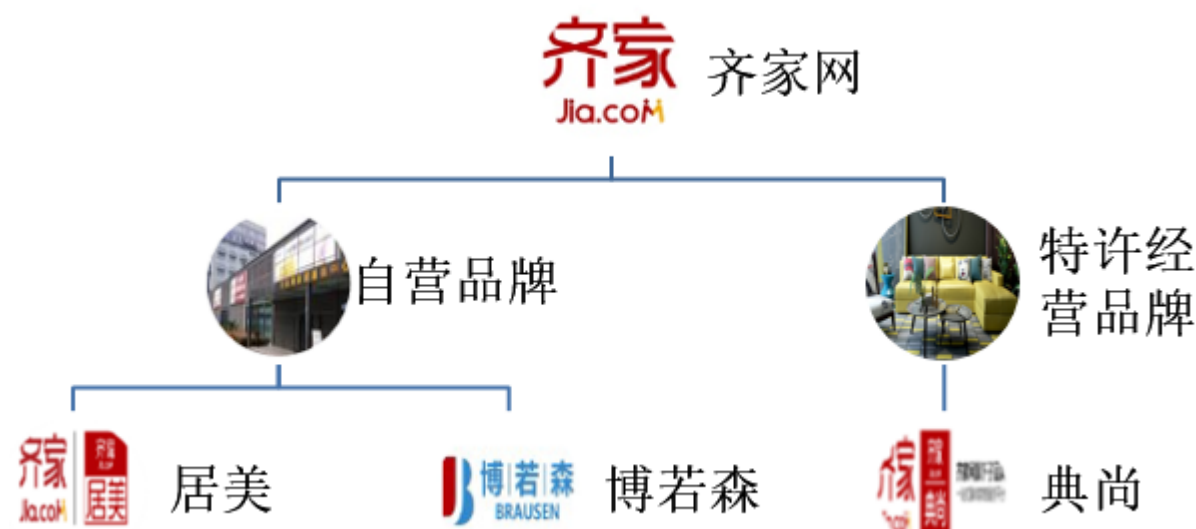
大类	IPO 募集资金用途	资金额（百万元）	资金额占比
平台类	营销费用	435.9	30%
	招募研发人员、建立标准化供应链系统等	109.0	7.5%
	招募业务开发人员维持与金融机构关系	109.0	7.5%
垂直类	开发自营室内设计及建筑业务	218.0	15%
其他	投资科技及基建系统	218.0	15%
	战略投资或收购	290.6	20%
	一般营运资金补充	72.7	5%
总计	-	1453.0	100%

资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

## （二）三大品牌，“平台+垂直”融合模式

在齐家网平台上，主要的装修公司分为第三方家装公司、齐家网自营公司和特许经营公司三大类，其中齐家网主要品牌分为“博若森”、“居美”、“典尚”三个品牌，“博若森”、“居美”为两大自营装修品牌，其中“博若森”专注于个人消费者，“居美”则专注于房地产开发商或者服务式公寓等提供装修服务，“典尚”为特许经营品牌，分布于三四线城市，专注于小型住宅客户。

图表 10 齐屹科技主要品牌



资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

齐屹科技为互联网家装公司中采用“平台+垂直”融合式的代表。一方面，齐屹科技通过齐家网这个流量平台匹配客户和家装公司；另一方面，齐屹科技也开设自己自营品牌的家装公司。齐家网的主要流程为：客户访问齐家网平台，

预约齐家网的专业服务顾问，服务顾问回电询问了解客户的具体需求，之后平台会根据客户的具体需要筛选匹配合适的家装公司，线下家装公司为客户提供上门量尺等服务，在确定签约后，齐屹科技为客户提供贷款和资金托管服务，线下家装公司施工过程中，齐屹科技还提供过程监控、检测、投诉等服务，并在完工后提供检测和用户反馈等。

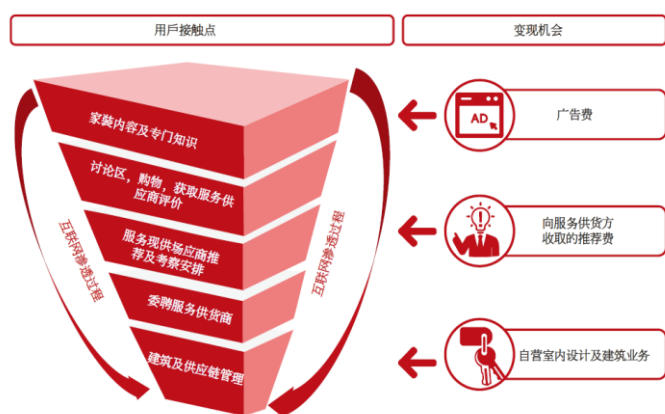
图表 11 齐屹科技服务流程



资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

在收费上，齐屹科技通过齐家网的平台主要向入驻装企收取订单推介费、额外服务费和店面费，并在施工完成后收取检测服务费；对于“典尚”品牌的特许经营商收取特许经营费；对消费者收取销售建材费和自营装修费。未来将探索其他收费形式，例如广告费、贷款转借费等。平台服务收入是最传统的收费来源，2017 年向入驻装企收取平台服务费共 1.78 亿元，其中推介费为主要收入，约 1.46 亿元，特许经营费和检测服务费分别为 1419.3 万元和 776.3 万元。

图表 12 齐屹科技盈利模式

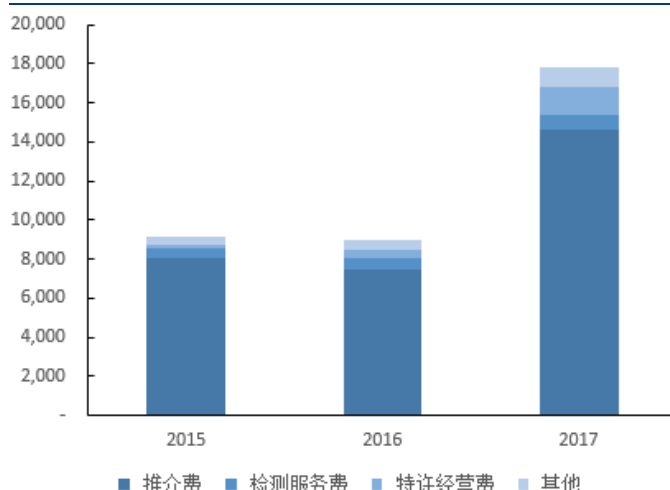


资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

图表 14 齐屹科技主要收费类型

收入类型	收费频次	收费对象	收费标准
订单推介费	按项目计费	齐家网平台入驻装企	150 元-700 元/次
额外服务费	按时间计费	齐家网平台入驻装企	-

图表 13 齐屹科技平台服务各项营业收入（万元）



资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券



收入类型	收费频次	收费对象	收费标准
店面费	按年度计费	齐家网平台入驻装企	-
检测服务费	按项目计费	齐家网平台入驻装企	400-750 元/次
特许经营费	按时间计费	齐家典尚特许经营装企	5 万元-30 万元
销售建材费	按销量计费	消费者	-
自营室内设计及建筑服务费	按项目计费	消费者	-

资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

### （三）UGC+PGC 形成内容生态圈

齐屹科技旗下齐家网通过用户生成内容 UGC 和专业生成内容 PGC 建立线上家装内容生态圈。UGC 包括用户论坛、用户评论、装修日记和晒家四部分，PGC 包括内部投稿人和外部投稿人的文章、图片和家装案例等。通过用户、内部投稿人和外部投稿人打造的生态内容圈，齐家网集聚了大量的专业免费装修内容。目前，齐家网拥有超过 120 万片文章和贴文、300 万张图片 and 19 万个家装案例。

图表 15 齐家图库



资料来源：齐家网，华创证券

图表 16 齐家论坛

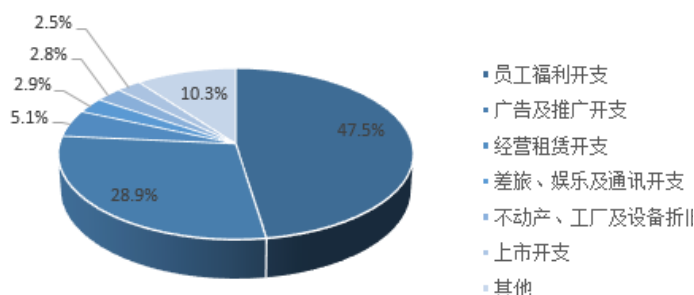


资料来源：齐家网，华创证券

### （四）广告烧钱不断，营销费用高企

互联网家装公司仍处于发展早期，企业需要持续投入营销费用以建立强大的品牌效应，齐屹科技的营销费用占比较高，2017 年占比营收的 49.7%。2017 年，公司的广告及推广费用为 10677.3 万元，同比增长 28.9%，占比营销和管理费用之和的 28.9%。齐屹科技的营销主要为泛媒体广告投放和精准类广告投放两种，泛媒体广告投放主要包括聘请黄晓明做代言人和冠名《暖暖的新家》；精准类广告投放主要包括线上（在搜索引擎及其他第三方渠道发布广告）和线下（投放实物广告和组织线下推广活动等）两种。其中泛媒体广告投放和线上广告投放是最主要的两种支出方式。

图表 17 齐屹科技营销和管理费用结构



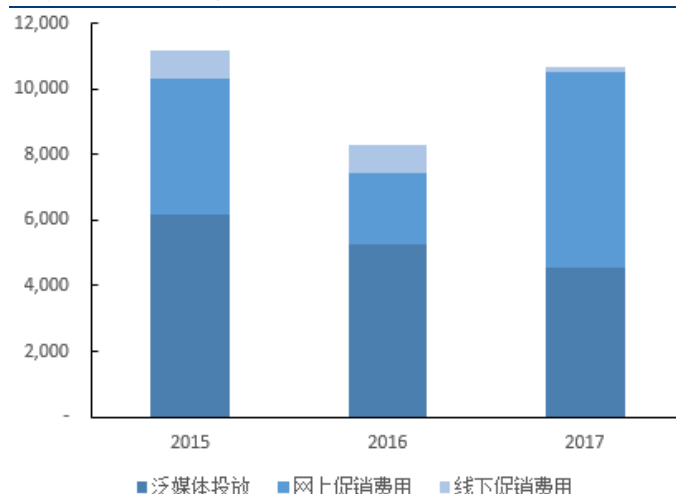
资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

图表 19 齐家网冠名 BTV 暖暖的新家



资料来源：齐家网，华创证券

图表 18 齐屹科技广告及推广开支结构



资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

图表 20 齐家网微信投放广告



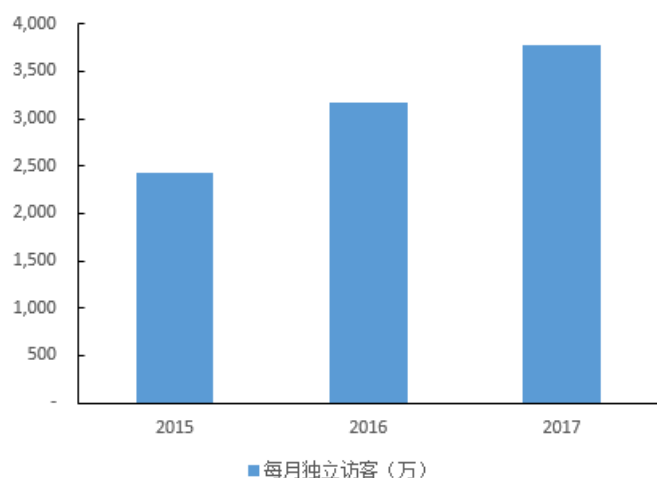
资料来源：站酷网，华创证券

## (五) 齐屹科技的特色之处

### 1、中国最大的互联网家装平台，内容生态体系聚集流量

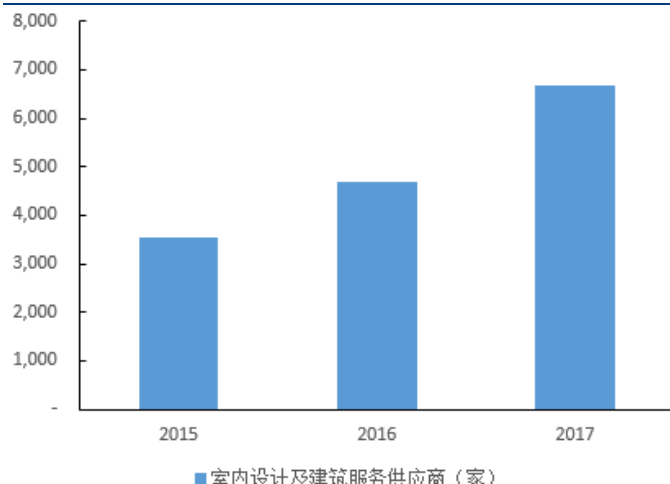
齐家网为我国最大的网上室内设计及建筑平台，按 GMV 计算的市场份额达到 25.7%。截止到 2018 年 4 月末，齐家网的生态体系拥有 7502 家室内设计及建筑服务供货商，覆盖全国超过 290 个城市，2018 年 4 月的月独立访客超过 5060 万名。平台上的室内设计及建筑服务供货商由 2015 年的 3555 家增加至 2016 年的 4692 家，并进一步增加至 2017 年的 6680 家，而每月独立访客则由 2015 年的 2420 万名增至 2017 年的 3780 万名。齐屹科技集合装修图、装修攻略等专业化、多元化的内容以及口碑评分体系，打造内容生态体系，吸引流量。

图表 21 齐屹科技月独立访客数



资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

图表 22 齐屹科技入驻装企数



资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

## 2、数据分析与技术能力匹配用户与装企

作为互联网家装平台公司，齐屹科技基于用户的浏览习惯、搜索历史和从其注册数据以及其与公司平台的交互中收集的其他数据创建用户档案，结合客户追踪技术和大数据分析，建立人工智能引擎和自动匹配系统，更准确地预测用户的室内设计及建筑需求。并将用户档案与公司庞大数据库中的服务供货商档案进行比较，使客户与最有可能满足这些需求的本地服务供货商相匹配，同时也方便装企能够通过齐家网高效且低成本地接洽潜在客户。除了针对性的解决方案，齐屹科技提供多种软件和系统便利用户和装企交互：VR 系统帮助设计师制作 3D 虚拟图；施工 ERP 系统细化装修程序，便于整体装修进程管理；建材供应链管理软件可以根据施工 ERP 系统的安排管理施工项目的建材供应；供应链采购网络采用 F2C 模式，集合众多订单形成规模效应降低建材采购成本。

图表 23 齐家网建材团购



资料来源：齐家网，华创证券

图表 24 齐家网 3D 云设计



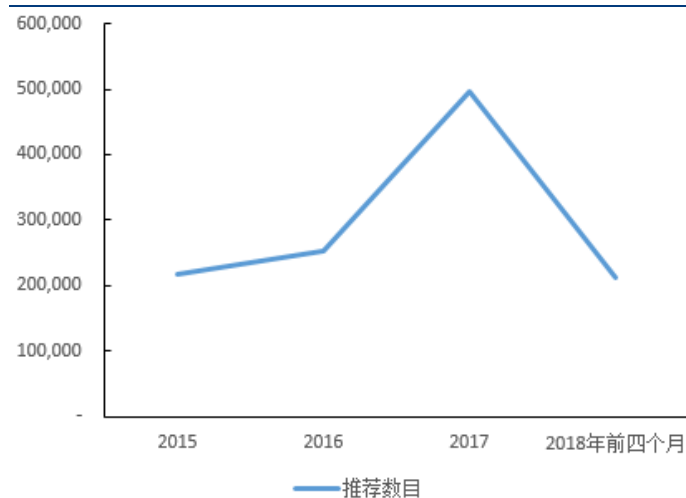
资料来源：齐家网，华创证券

## 3、平台类业务“量”“价”上升，推行三线布局渠道下沉

2015-2017 年期间，齐屹科技的平台类推荐数目逐年上升，从 2015 年的 216111 次上升至 2017 年的 496116 次，2018 年前四个月推荐次数为 212967 次，同比增长 47.4%；平均推荐收入逐渐改善，从 2015 年 425 元/次下降至 2017 年的

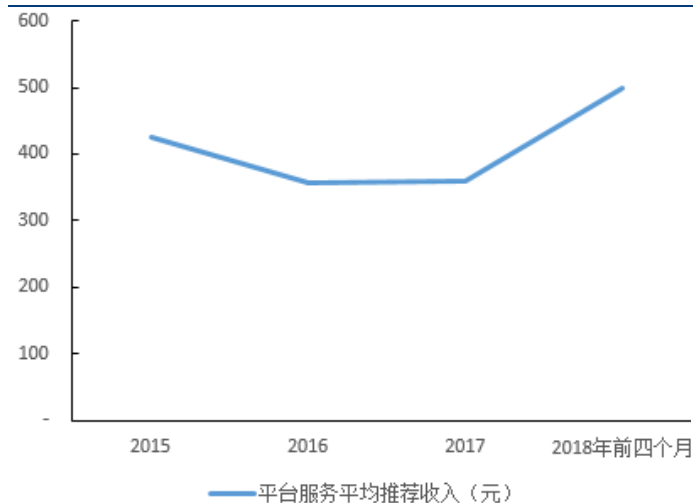
359 元/次，2018 年前四个月回升至 400 元/次，同比增长 37.9%。

图表 25 齐屹科技历年推荐数目



资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

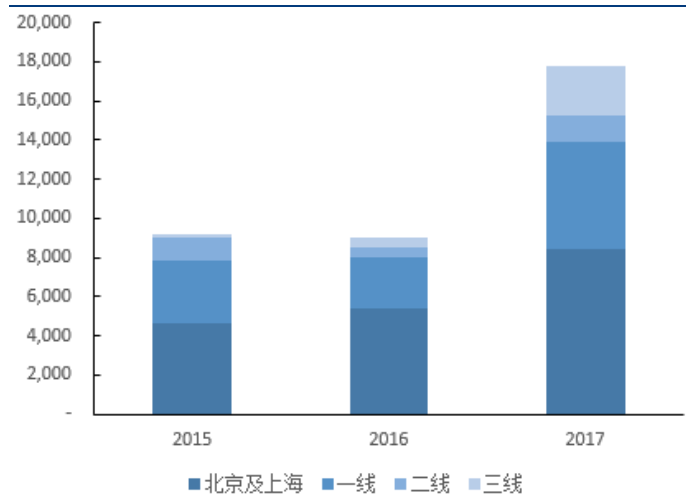
图表 26 齐屹科技历年平台平均推荐收入



资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

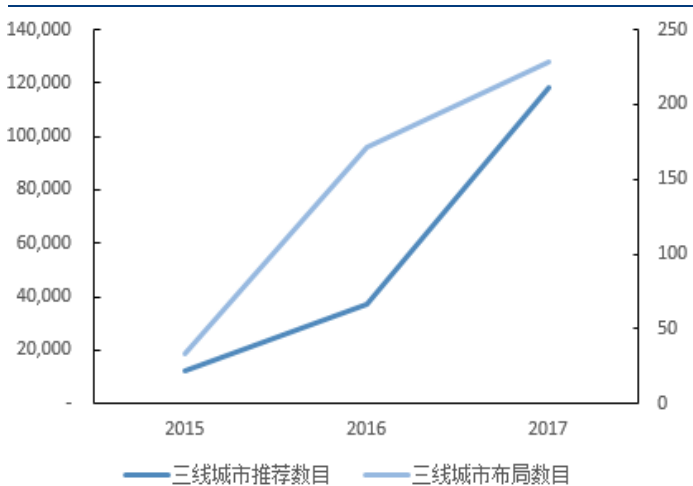
齐屹科技布局三四线城市推行渠道下沉。2015-2017 年期间，齐屹科技在三线城市的平台类收入逐年增长，从 2015 年的 146.2 万元（全部为特许经营收入）增至 2572.9 万元（55.2%为特许经营收入）。齐屹科技在三四线城市逐渐渠道下沉，2015 年，三线城市布局数为 33 个，推荐数目为 11891 次；2017 年，三线城市布局数目为 229 个，推荐数目为 118118 次。

图表 27 齐屹科技平台类收入城市分布



资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

图表 28 齐屹科技三线城市布局及推荐数目



资料来源：齐屹科技招股说明书，华创证券

#### 4、百度为第二大控股股东

截止 2018 年 7 月 26 日，百度（香港）为齐屹科技的第二大控股股东，所有权占比约为 11.5%，投票权占比约为 10.1%。齐屹科技与大股东百度存在战略合作关系。齐家网是首批入驻百度熊掌号的垂直类代表，与百度知道达成合作，为家装用户提供专业权威的知识和服务信息。齐家网在百度平台上开展营销活动，百度给予齐家网流量支持，使其较低成本获取客户。



图表 29 齐家网入驻熊掌号



资料来源：中国网生活频道，华创证券

### 三、风险提示

宏观经济下行，互联网家装格局发生巨大改变



## 轻工组团队介绍

研究员：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	侯春钰	销售助理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjia Yin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny ing@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

**强推:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
**推荐:** 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
**中性:** 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
**回避:** 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

**推荐:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
**中性:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
**回避:** 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500