

# 家装企业 SaaS 龙头，完善体系驱动增长

## ——齐屹科技首次覆盖报告

 齐屹科技  
 (1739.HK)

**买入**  
 (首次)

微信公众号


 蔡鸿飞  
 分析师

 +852 3958 4629  
 caihongfei@cwghl.com  
 SFC CE Ref: BPK 909

 诸葛莲昕  
 分析师

 +852 3958 4600  
 zhugelianxin@cwghl.com  
 SFC CE Ref: BPK 789

**互联网家装市场空间广阔，一站式服务平台稀缺。**1) 我国家装市场空间广阔：新房竣工提速、二手房交易占比提升、居民可支配收入提升等因素驱动家装需求持续增长，2020年末约2.6万亿元。2) 装企数字化比例提升空间充足：在广阔的市场空间和分散的供需格局下，装企经营亟待提质增效，行业数字化转型提速、且提升空间仍较为充足：根据 Fastdata 的数据，参与数字化转型的家装企业比例由2017年的10.1%上升至2020年的18.3%。3) 家装一站式服务平台稀缺：由于家装产业链条较长、标准化程度低、存在经验和技術门槛等原因，当前的互联网家装平台多聚焦于部分流程。

**SaaS 体系解决装企痛点，提供整体解决方案。**家装企业的主要痛点在于获客难度高、质量把控难、运营效率低，公司的 SaaS 服务体系即围绕上述痛点展开：1) **降低获客难度**：营销服务提供了全流程的获客方案，并通过智能匹配有效连接装企与客户需求。2) **强化质量把控**：供应链服务对装企的采购质量和价格提供了保障，创新业务为装企提供了工程质量管控的解决方案。3) **提升运营效率**：家装业务流程繁琐，装企员工数量有限且流失率高；公司的 SaaS 系统则包含了线上门店、预算管理、人员管理等数字化运营工具及针对装企的咨询和培训服务，从多方面助力装企提升运营效率。另外，公司的自营家装业务能够通过实践为 SaaS 体系建设提供参考，形成业务间的良性协同。

**完善体系带动收入增长，平台流量、B 端覆盖率业内领先。**公司的营销服务效果良好，销售线索（公司匹配成功订单数量）数目 2021 年上半年达约 38.4 万条（同比+16.4%），带动营销服务收入同比+38.8%。持续优化的 SaaS 体系带动公司活跃付费商户快速增长，2021 年上半年达 5667 家（同比+33.8%），SaaS 服务体系合计收入同比增长 38.4%。与同行相比，更优质的家装体验使公司具备领先的流量，根据 Fastdata 的数据，2021 年 3 月公司月活用户数量居中国互联网家装平台之首；更完善的服务体系进一步强化了公司的竞争力，2021 年 3 月，公司 B 端装企覆盖率排名第一，达约 43.5%。**业内领先的流量优势、完善的一站式服务体系使公司能够率先把握家装行业数字化转型过程中发展机遇。**

**首次覆盖给予“买入”评级，目标价 3.2 港元。**预测公司 2021-23 年营业收入为人民币 12.5 亿元/15.5 亿元/19.1 亿元，同比增长 35.9%/24.8%/22.9%；其中 SaaS 体系收入为人民币 7.1 亿元/9.0 亿元/11.5 亿元，同比增长 32.4%/27.2%/27.2%。考虑到公司自营装修业务占收入比重较高，家装行业数字化渗透率偏低，给予公司 2.5 倍目标 21P/S，目标价 3.2 港元，较现价空间达 62%（最新股价为 8 月 30 日收盘价）。

**风险提示：**房地产行业调控趋严；市场竞争加剧；SaaS 产品开发不及预期。

财务摘要 (百万人民币)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	771	916	1,245	1,554	1,910
(+/-)%	20%	19%	36%	25%	23%
毛利润	509	521	687	868	1,093
归母净利润	62	41	28	38	55
(+/-)%	-92%	-34%	-30%	35%	44%
PE	49.64	66.52	73.36	54.46	37.71
PB	2.28	2.09	1.57	1.52	1.46



## 目录

核心观点 .....	5
1. 家装垂直平台第一股，战略转型 SaaS 服务 .....	7
2. 家装市场规模持续增长，装企数字化渗透率尚待提升 .....	9
3. 解决家装行业痛点，助力装企数字化转型 .....	12
3.1 SaaS 体系逐一解决装企痛点，提供整体解决方案 .....	12
3.1.1 降低获客难度：提供全流程营销服务，算法+流量匹配家装供需 .....	13
3.1.2 强化质量把控：供应链助力装企采购，云监工强化质量管控 .....	16
3.1.3 提升运营效率：提供数字化工具，提升装企运营效率 .....	17
3.2 销售线索量价齐升，活跃用户快速增长 .....	19
3.3 自营装修：实践助力 SaaS 迭代 .....	20
3.4 竞争优势：业务体系更为完善，流量优势业内领先 .....	21
4. 收入利润稳步提升，费率下行增厚盈利 .....	22
5. 投资建议 .....	25
6. 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1：公司通过流量优势及数字化手段解决装企痛点 .....	5
图 2：公司营收以 SaaS 服务体系业务为主 .....	7
图 3：营销服务为公司主要毛利来源 .....	7
图 4：公司股权结构较为多元 .....	8
图 5：房屋竣工面积累计同比增速今年近期有所提升 .....	9
图 6：二手房、存量房等带动家装市场规模加速增长 .....	10
图 7：建筑装饰企业数量较多，2020 年约 10.6 万家 .....	10
图 8：2020 年我国建筑装饰企业平均产值约 4000 万元 .....	10
图 9：互联网家装渗透率持续提升 .....	11



图 10: 家装企业数字化转型加速, 提升空间仍然较大.....	11
图 11: 公司为家装企业提供基于 SaaS 的整体解决方案.....	12
图 12: 公司营销服务解决 C 端客户痛点, 助力装企获客.....	13
图 13: 公司在抖音、快手、小红书、微信等多渠道进行投放, 抖音、快手帐号粉丝数均高于百万.....	14
图 14: 齐家网推出评分排行、直播、视频功能, 丰富装企线上营销渠道.....	14
图 15: 装修直播覆盖装修各个节点, 保障工程质量.....	15
图 16: 公司通过供应链服务及部分创新业务解决装企质量把控痛点.....	16
图 17: 公司采用 F2B 模式向装企提供供应链服务.....	17
图 18: 公司提供数字化工具及咨询服务, 助力装企提升运营效率.....	17
图 19: 公司为装企提供线上门户服务, 包含装企展示、线索跟进等数字化运营工具.....	18
图 20: 公司为装企提供体检报告等功能, 助力装企提升运营效率.....	18
图 21: 公司 SaaS 收入以营销服务为主.....	19
图 22: 营销服务贡献 SaaS 业务绝大部分毛利.....	19
图 23: 自营装修业务毛利率大幅低于 SaaS 及营销服务.....	20
图 24: 齐家网月活用户排名居互联网家装平台之首.....	22
图 25: 齐家网 B 端客户覆盖率领先.....	22
图 26: 公司营收持续增长, 2021 上半年同比+66.5%.....	22
图 27: 2021 年上半年经调整归母净利润同比+286.3%.....	22
图 28: 基数偏低带动自营家装收入占比同比提升.....	23
图 29: 公司毛利率有所下滑.....	23
图 30: 经调整归母净利率同比提升 2.2pct 至 3.9%.....	23
图 31: 公司销管费率继续下行.....	24
图 32: 2021 年上半年公司研发费用有所下降.....	24
表 1: 公司上市前获三轮融资.....	8
表 2: 提供一站式服务的互联网家装平台较少.....	11
表 3: 业主装修款通过齐家平台支付, 业主确认各节点合格后方放款至装企.....	16
表 4: 公司销售线索数目 2021 年上半年同比+16.4%, 营销服务收入同比+38.8%.....	19

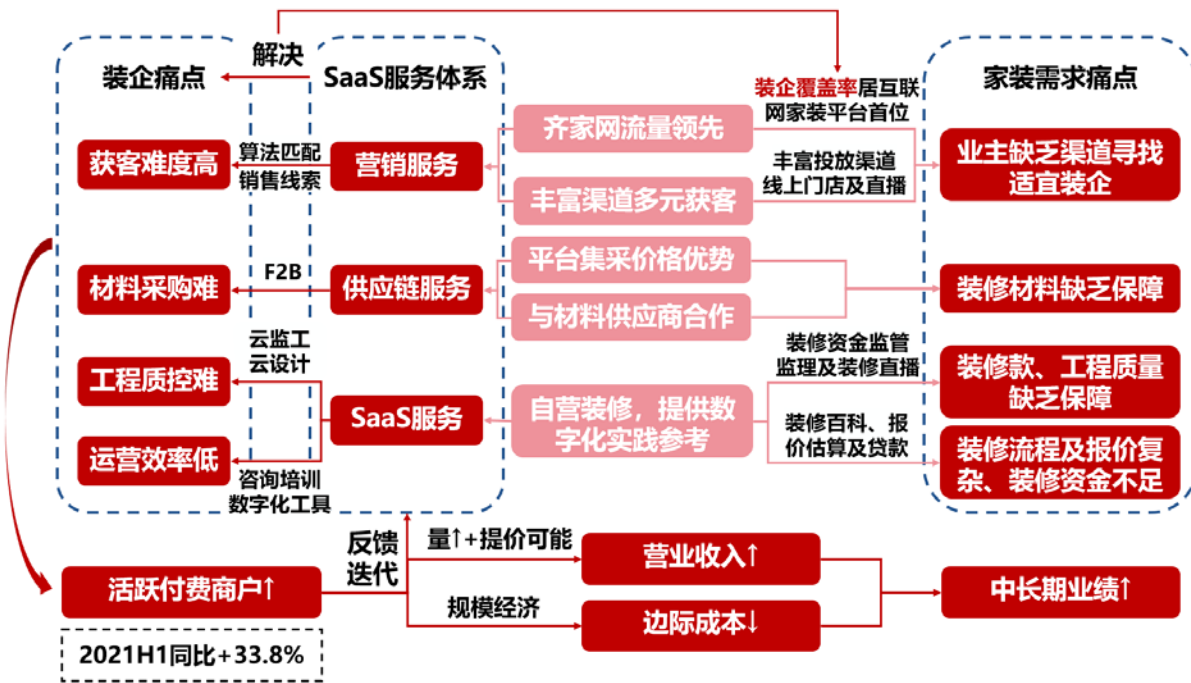


表 5: 活跃付费商户数量快速增长, SaaS 服务体系收入及毛利有所提升 .....	19
表 6: 公司经营三大家装品牌, 通过实践为 SaaS 体系建设提供参考 .....	20
表 7: 公司业务体系更为完善, 业务板块间形成协同 .....	21
表 8: 营销服务、室内设计及建筑业务毛利率有所下降 .....	24
表 9: 公司主要经营数据预测 .....	26
表 10: 可比 SaaS 公司估值情况一览 .....	27

## 核心观点

公司逐一解决家装企业痛点，为中国最大的装企 SaaS 服务平台之一，有望率先受益于家装行业规模的增长和装企数字化转型的加速。公司突出的产品和服务体系驱动了公司活跃付费商户数量的快速提升（2021 年上半年达 5667 家，同比增长 33.8%）：营销服务基于既有流量、多元获客渠道和智能匹配算法，供应链服务、SaaS 服务等共同推动装企降本增效，自营装修业务则能够为 SaaS 系统的开发提供实践参考，形成业务间的良性协同。付费商户规模的增长将与 SaaS 体系的迭代与完善形成正向循环，提升公司产品销售量价、降低公司边际成本，驱动公司的业绩增长。

图 1：公司通过流量优势及数字化手段解决装企痛点



数据来源：中达证券研究

互联网家装市场空间广阔，一站式服务平台稀缺。1) 我国家装市场空间广阔：新房竣工提速、二手房交易占比提升、居民可支配收入提升等因素驱动家装需求持续增长，2020 年末约 2.6 万亿元。2) 装企数字化比例提升空间充足：在广阔的市场空间和分散的供需格局下，装企经营亟待提质增效，行业数字化转型提速，且提升空间仍较为充足：根据 Fastdata 的数据，参与数字化转型的家装企业比例由 2017 年的 10.1% 上升至 2020 年的 18.3%。3) 家装一站式服务平台稀缺：由于家装产业链条较长、标准化程度低、存在经验和技能门槛等原因，当前的互联网



家装平台多聚焦于部分流程，如自营家装企业（一起装修网、被窝家装）、流量导购平台（天猫家装、京东家装、好好住）、家装软件服务企业（酷家乐）等；提供一站式服务的综合互联网家装平台较少，主要参与者仅包含公司及土巴兔。

**SaaS 服务体系逐一解决装企痛点，提供整体解决方案。**家装企业的主要痛点在于获客难度高、质量把控难、运营效率低，公司的 SaaS 服务体系即围绕上述痛点展开：**1) 降低获客难度：**业主家装需求高度分散，装企规模偏小、品牌力较弱，业主与装企间缺乏有效连接。公司营销服务提供全流程的获客方案，助力装企降低获客难度。**2) 强化质量把控：**较小的规模使装企对上下游议价能力偏弱，难以保障材料质量；同时，劳动密集属性使得家装企业难以严格把控施工质量。公司的供应链服务对装企的采购质量和价格提供了保障，创新业务为装企提供了工程质量管控的解决方案。**3) 提升运营效率：**家装业务流程繁琐，装企员工数量有限（根据公司数据，典型装企员工人数约 20-30 人）且员工流失率高，共同导致装企运营效率普遍偏低。公司的 SaaS 系统包含了线上门店、预算管理、人员管理等数字化运营工具，并为装企提供咨询和培训服务，从多方面提升装企的运营效率。

**完善体系带动收入增长，平台流量、B 端覆盖率业内领先。**公司的营销服务效果良好，销售线索（公司匹配成功订单数量）数目 2021 年上半年达约 38.4 万条（同比+16.4%），带动营销服务收入同比+38.8%。持续优化的 SaaS 体系带动公司活跃付费商户快速增长，2021 年上半年达 5667 家（同比+33.8%），SaaS 服务体系合计收入同比增长 38.4%。与同行相比，更优质的家装体验使公司具备领先的流量，根据 Fastdata 的数据，2021 年 3 月公司月活用户数量居中国互联网家装平台之首；更完善的服务体系进一步强化了公司的竞争力，2021 年 3 月，公司 B 端装企覆盖率排名第一，达约 43.5%。**业内领先的流量优势、完善的一站式服务体系使公司能够率先把握家装行业数字化转型过程中发展机遇。**

**收入利润稳步提升，费率下行增厚盈利。**公司营收自 2016 年来持续增长，2021 年上半年达 5.2 亿元，同比增长 66.5%；其中 SaaS 体系营收同比增长 38.4%，主要由营销服务和供应链服务带动。由于直播等新业务的开展和疫情对家装需求的影响，公司毛利率在 2020 年后有所下行；与此同时，随着公司运营管控效率的提升，公司销管费率亦持续下行。在上述因素的共同作用下，公司经调整归母净利润 2018 年后持续为正，2021 年上半年同比增长 286.3%。

**首次覆盖给予“买入”评级，目标价 3.2 港元。**预测公司 2021-23 年营业收入为人民币 12.5 亿元/15.5 亿元/19.1 亿元，同比增长 35.9%/24.8%/22.9%；其中 SaaS 体系收入为人民币 7.1 亿元/9.0 亿元/11.5 亿元，同比增长 32.4%/27.2%/27.2%。考虑到公司自营装修业务占收入比重较高，家装行业数字化渗透率偏低，给予公司 2.5 倍目标 21P/S，目标价 3.2 港元，较现价空间达 62%（最新股价为 8 月 30 日收盘价）。

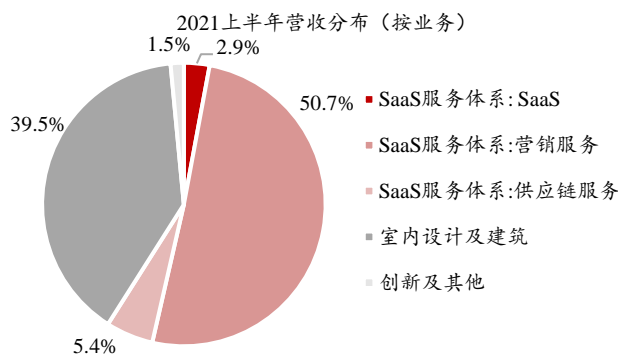
# 1. 家装垂直平台第一股，战略转型 SaaS 服务

齐屹科技成立于 2007 年，2010 年获百度战略投资，2018 年末成功于港交所上市（1739.HK），为中国家装垂直平台第一股。公司业务主要包含为家装企业提供 SaaS 整体解决方案、为用户提供室内设计及建筑业务等。截至 2021 年中期，公司总资产约 21.5 亿元。

**公司逐步实现由建材销售到装企 SaaS 服务平台的转型。**1) 公司成立之初以商场管理及租赁（建材销售、室内设计等主题商场）为主营业务。2) 2015 年，公司认为客户更偏好于寻求全包室内设计及建筑服务，因而将战略重点转移至网上平台业务，为家装企业匹配客户并收取推荐费等；同年拓展自营室内设计及建筑业务，拓宽收入来源。3) 2020 年下半年，公司将 SaaS 定位为重要的业务策略，并将业务板块重新分类，分别为基于 SaaS 的家装企业服务平台（包含 SaaS、营销服务、供应链服务）、室内设计及装饰业务、创新及其他。

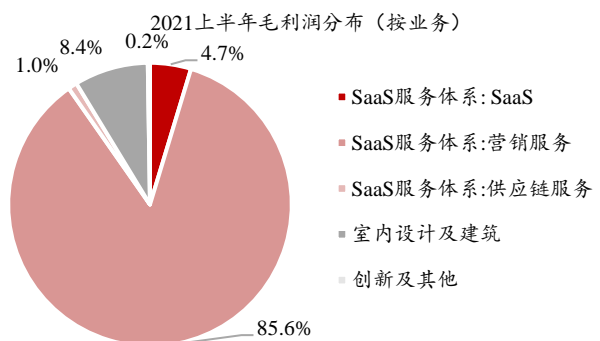
**公司当前收入以营销服务和室内设计及建筑业务为主，营销服务为主要利润来源。**2021 年上半年，公司营业收入以面向家装企业的 SaaS 服务体系为主（包括 SaaS、营销服务、供应链服务），收入占比达到 59.0%；室内设计及建筑业务次之，收入占比达到 39.5%。SaaS 服务体系的盈利能力更强，合计贡献公司 2021 年上半年毛利润的 91.3%，其中营销服务的毛利润占总体的 85.6%，为最大的毛利来源；室内设计及建筑业务的毛利率较低，毛利占比仅为 8.4%。

图 2：公司营收以 SaaS 服务体系业务为主



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：营销服务为公司主要毛利来源



数据来源：公司公告，中达证券研究



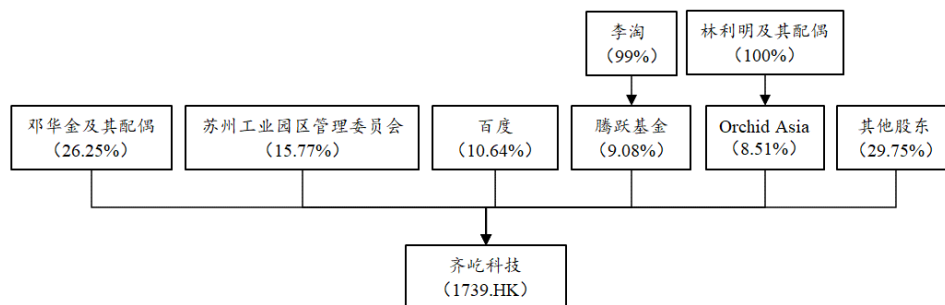
公司上市前获三轮融资，股权结构较为多元。2008-2018年，公司先后完成三轮融资，涉及金额分别约人民币2.8亿元、1.3亿美元、2230万美元。投资人结构较为多元，包括鼎晖（2018年已退出）、百度、苏州工业园等。相应地，公司当前股权结构较为多元，截至2021年8月末，公司董事会主席、执行董事兼首席执行官邓华金为公司最大股东，持股比例约26.25%；苏州工业园管理委员会、百度、腾跃基金、Orchid Asia持股比例分别达15.77%、10.64%、9.08%、8.51%。

表 1：公司上市前获三轮融资

时间	轮次	投资人	金额（万元）	货币单位
2008-2010	A	华圆管理咨询	150	人民币
		Cowin	1250	人民币
		广发信德资本	2250	人民币
		Qianrong Capital	1000	人民币
		鼎晖	4000	人民币
		百度	19000	人民币
		<b>小计</b>	<b>27650</b>	<b>人民币</b>
2015	B	Orchid Asia	6000	美元
		建信资本	500	美元
		广州海鸥	1360	美元
		苏州工业园区重元齐家	5000	美元
		<b>小计</b>	<b>12860</b>	<b>美元</b>
2018	C	Cachet Special	2230	美元
		<b>小计</b>	<b>2230</b>	<b>美元</b>

数据来源：公司招股书，中达证券研究

图 4：公司股权结构较为多元



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：数据截至2021年8月31日



## 2. 家装市场规模持续增长，装企数字化渗透率尚待提升

各类房源家装需求均有所提升。按房源类型来看，家装需求覆盖新房、二手房及存量房。当前，新房竣工提速、二手房交易占比持续提升、居民可支配收入提升将分别驱动上述房源类型家装需求的增长。

房地产竣工提速，2021年前7月竣工面积累计同比增长25.7%。进入2021年后，全国房屋竣工面积累计增速重回正值。除上年低基数带来的影响外，近期累计竣工面积亦有所增长，2021年前7月约4.18亿平，与2018年前7月竣工面积规模相若。房地产竣工面积的提速将驱动新房家装市场需求的提升。

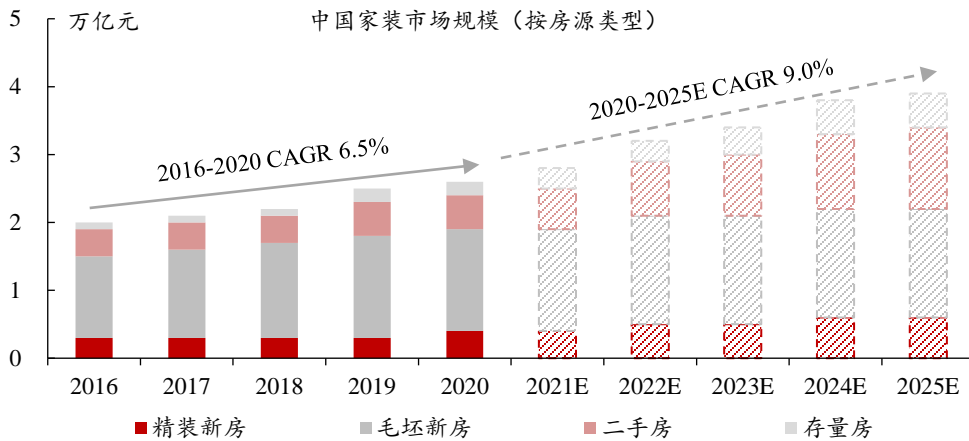
图5：房屋竣工面积累计同比增速今年近期有所提升



数据来源：国家统计局，中达证券研究

二手房交易占比提升驱动家装需求增长，居民可支配收入增长推动存量房翻新需求提升。二手房成交亦将驱动家装需求的增长，根据贝壳招股书中灼识咨询的数据，存量房/新房成交额2014-2019年CAGR分别为17.5%/20.8%，预计2019-2024年CAGR将分别达12.4%/2.3%。相对来自开发商的精装新房需求而言，二手房带来的业主家装需求与各规模家装企业的匹配度更高。另外，居民可支配收入的提升亦将带动存量房的翻新需求。根据灼识咨询的数据，中国家装市场规模2016-2020年复合增速达6.5%，2020年末达到2.6万亿元；灼识咨询预测，未来五年二手房家装需求将加速提升，带动2020-2025年复合增速达到9.0%、2025年家装市场规模达4.0万亿元。

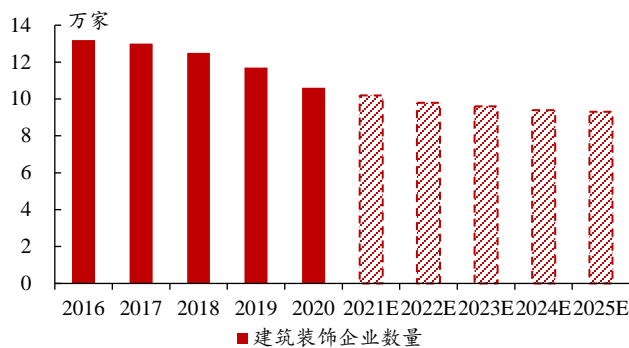
图 6：二手房、存量房等带动家装市场规模加速增长



数据来源：CIC 灼识咨询，中达证券研究

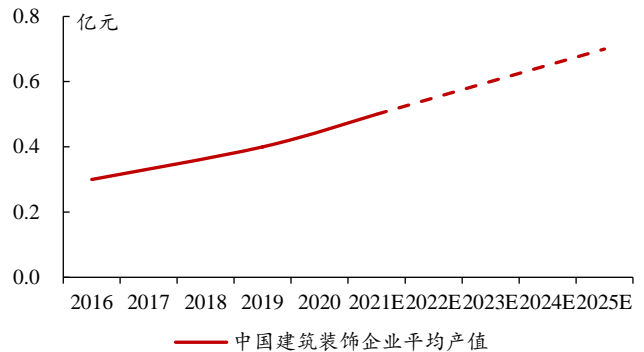
家装市场供需格局均较为分散，催生资源整合与对接需求。1) 需求方面，家装市场客户以分散化的业主为主：家装市场客户包含开发商（精装新房，占比较低）及业主（毛坯新房、二手房、存量房），以业主为客户的家装需求标准化程度低、占比更高且将继续提升，行业需求端格局分散。2) 供给方面，家装企业数量多、规模小：由于规模效应偏弱、管理难度较高等原因，我国家装企业数量较多、规模较小，根据灼识咨询的数据，2020 年我国建筑装饰企业数量约 10.6 万家，平均产值仅约 4000 万元；我国装企竞争格局高度分散，公司数据显示，2020 年末前五大装企市占率小于 1%。分散的供需格局为家装行业催生了资源整合与对接的需求，以公司为代表的互联网家装平台应运而生。

图 7：建筑装饰企业数量较多，2020 年约 10.6 万家



数据来源：CIC 灼识咨询，中达证券研究

图 8：2020 年我国建筑装饰企业平均产值约 4000 万元

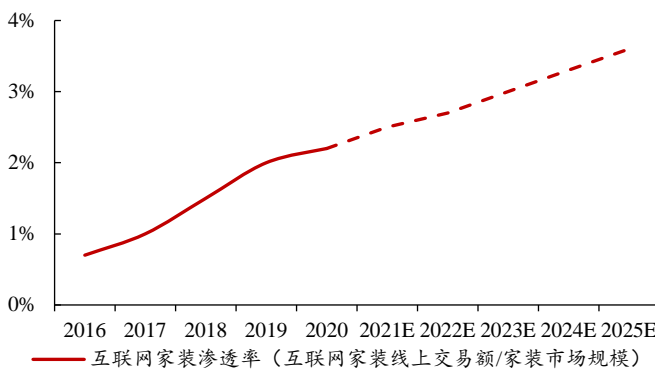


数据来源：CIC 灼识咨询，中达证券研究

当前家装企业数字化程度较低，且提供一站式家装服务的互联网平台较为稀缺。

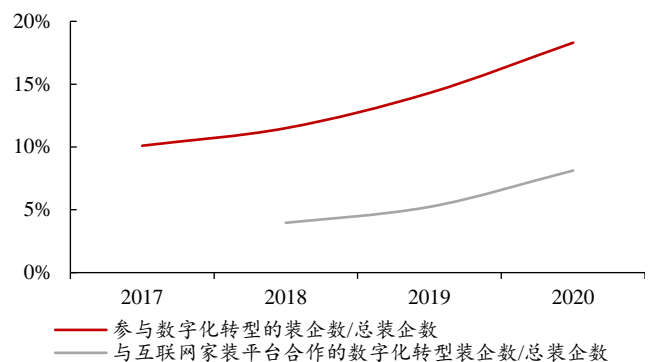
互联网家装渗透率、家装企业数字化比例提升空间充足。互联网家装的渗透率、家装企业数字化比例近年来持续提升，且提升空间仍较为充足。根据灼识咨询的数据，互联网家装线上交易额占整体家装市场规模的比例已由2016年的0.7%提升至2020年的2.2%，2025年预计将提升至3.6%；根据Fastdata的数据，参与数字化转型的家装企业比例由2017年的10.1%上升至2020年的18.3%，其中与互联网家装平台建立合作关系的比例也由2018年的34.5%提升至2020年的44.4%，依此计算2020年末与互联网家装平台建立合作关系的装企仅占8.1%。

图 9：互联网家装渗透率持续提升



数据来源：CIC 灼识咨询，中达证券研究

图 10：家装企业数字化转型加速，提升空间仍然较大



数据来源：Fastdata，中达证券研究

互联网家装平台多聚焦于部分流程，家装一站式服务平台稀缺。一站式的家装服务更能解决客户和装企双方的痛点、提高双方的装修体验；然而，由于家装产业链条较长、标准化程度低、存在经验和技能门槛等原因，当前的互联网家装平台多聚焦于部分流程。根据土巴兔招股书，提供部分流程服务的互联网家装企业包含自营家装企业（一起装修网、被窝家装）、流量导购平台（天猫家装、京东家装、好好住）、家装软件服务企业（酷家乐），而提供一站式服务的综合互联网家装平台较少，主要参与者仅包含公司及土巴兔。

表 2：提供一站式服务的互联网家装平台较少

类型	公司
综合互联网家装平台	齐屹科技、土巴兔
自营家装企业	一起装修网、被窝家装
流量导购平台	天猫家装、京东家装、好好住
家装软件服务企业	酷家乐

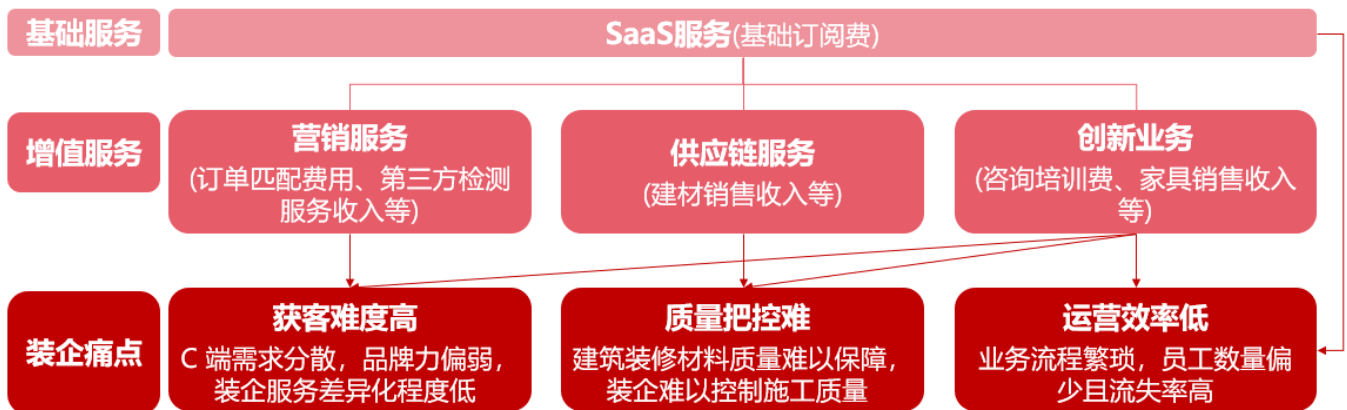
数据来源：土巴兔招股书，中达证券研究

### 3. 解决家装行业痛点，助力装企数字化转型

#### 3.1 SaaS 体系逐一解决装企痛点，提供整体解决方案

**SaaS 服务体系逐一解决装企痛点。**家装企业的主要痛点在于获客难度高、质量把控难、运营效率低，公司的 SaaS 服务体系即围绕上述痛点展开：**1) 降低获客难度：**业主家装需求高度分散，装企规模偏小、品牌力较弱，业主与装企间缺乏有效连接。公司营销服务提供全流程的获客方案，助力装企降低获客难度。**2) 强化质量把控：**较小的规模使装企对上下游议价能力偏弱，难以保障材料质量；同时，劳动密集属性使得家装企业难以严格把控施工质量。公司的供应链服务对装企的采购质量和价格提供了保障，创新业务为装企提供了工程质量管控的解决方案。**3) 提升运营效率：**家装业务流程繁琐，装企员工数量有限（根据公司数据，典型装企员工人数约 20-30 人）且员工流失率高，共同导致装企运营效率普遍偏低。公司的 SaaS 系统包含了线上门店、预算管理、人员管理等数字化运营工具，并为装企提供咨询和培训服务，从多方面提升装企的运营效率。

图 11：公司为家装企业提供基于 SaaS 的整体解决方案



数据来源：公司公告，中达证券研究

### 3.1.1 降低获客难度：提供全流程营销服务，算法+流量匹配家装供需

智能算法叠加领先流量，公司营销服务助力装企拓宽获客渠道。公司的营销服务以匹配家装需求为主，推荐成功后公司向装企收取一定推荐费。在先天优势（创立最早的家装互联网平台之一）、多元的获客方式（家装直播、线上网店、装修贷款及装修资金监管、品牌增信等）和丰富的投放渠道等因素的共同作用下，公司具备领先的流量优势。

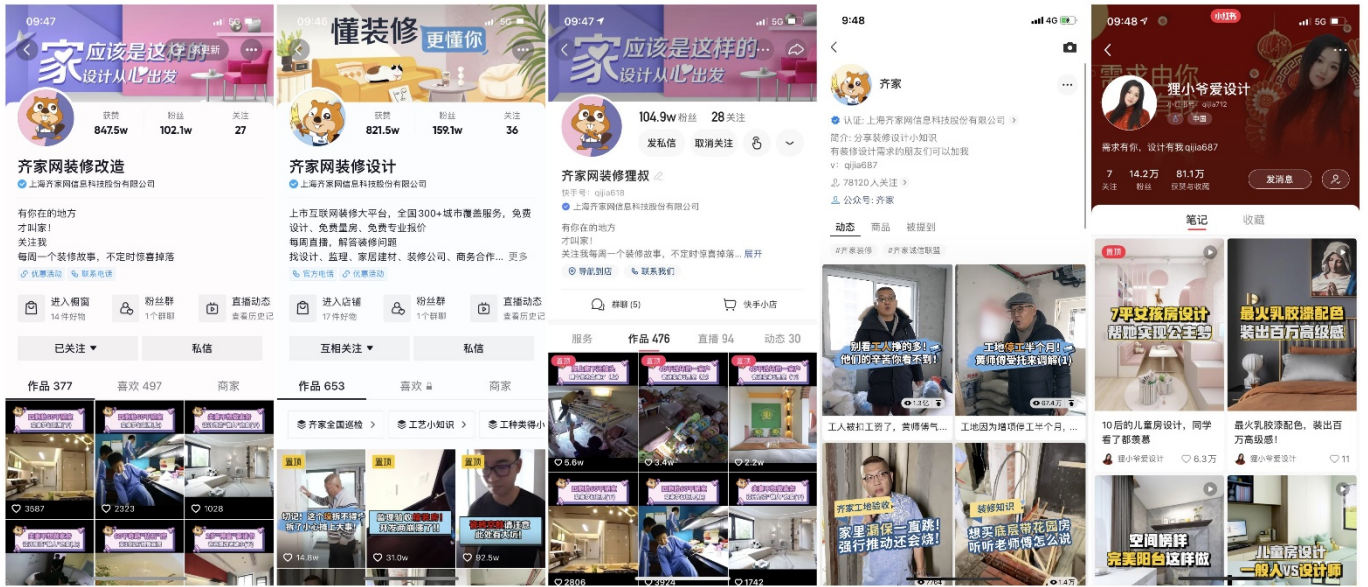
图 12：公司营销服务解决 C 端客户痛点，助力装企获客



数据来源：公司公告，齐家网，中达证券研究

**线上营销：投放渠道丰富，线上营销方案多元，创新装企获客渠道。**一方面，公司在百度、抖音、快手、微信、小红书等渠道进行广告投放（抖音、快手帐号粉丝均超百万），通过丰富的渠道获取流量。另一方面，公司也逐步完善平台线上营销功能，装企可于齐家网开设线上门店，展示装修公司擅长类型、设计案例、装修工地、业主评论、设计及工长团队等信息；齐家 APP 亦提供装企人气排名、热门装企榜等榜单，为客户提供装企参考。创新的线上获客渠道为公司装企客户数量和收入增长的重要驱动因素。

图 13: 公司在抖音、快手、小红书、微信等多渠道进行投放, 抖音、快手帐号粉丝数均高于百万



数据来源: 抖音, 快手, 小红书, 微信, 中达证券研究

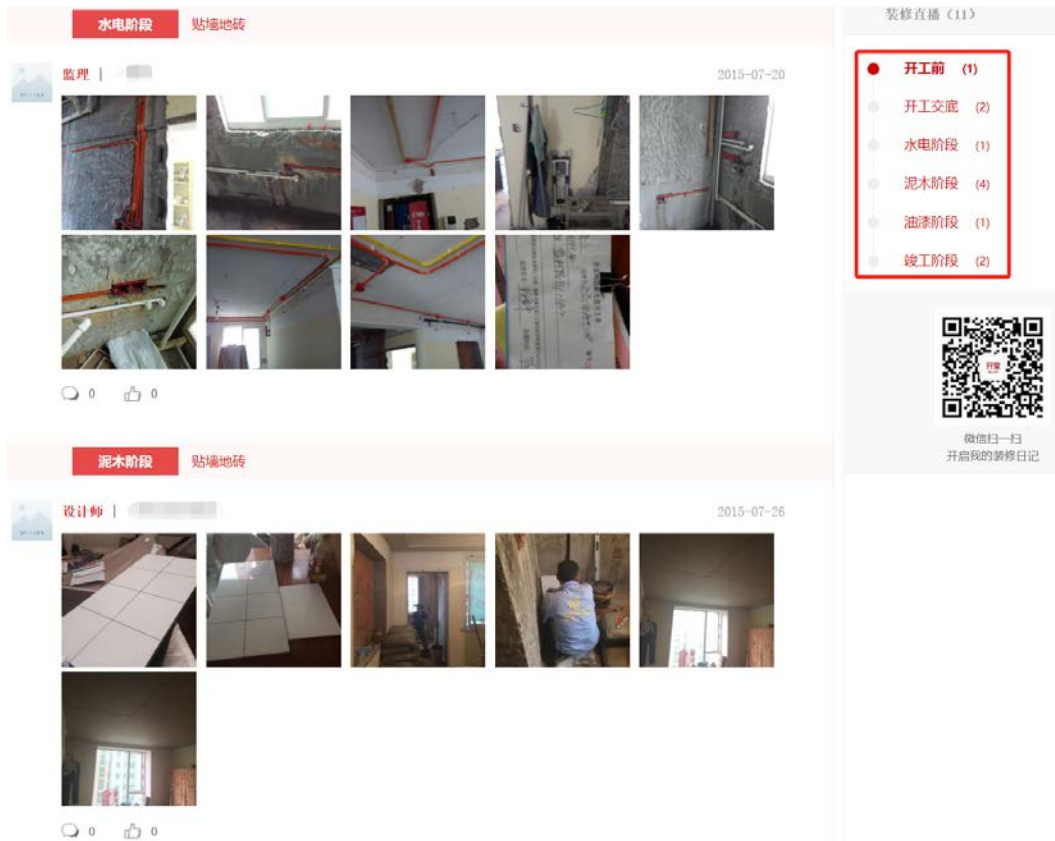
图 14: 齐家网推出评分排行、直播、视频功能, 丰富装企线上营销渠道



数据来源: 齐家 APP, 中达证券研究

**工地直播保障工程质量。**装修工地直播服务能够直观展示实际案例装修各节点的情况，一方面便于客户了解工程进度及质量，另一方面使用平台的广大客户能够共同对特定装企的工程进行监督，为工程质量提供一定了保障。截至 2021 年 8 月末，齐家网上海、北京、深圳、广州分别已上线供地直播案例约 2.1 万个、1.5 万个、0.2 万个、0.2 万个。

**图 15：装修直播覆盖装修各个节点，保障工程质量**



数据来源：齐家网，中达证券研究

**资金监管及金融支持：完善业主保障、吸引潜在客户，解决装企品牌力偏弱痛点。**针对装企普遍规模较小、品牌力偏弱的特点，公司为装企提供了资金监管、第三方监理等品牌增信服务，解决小型装企因品牌力偏弱而产生的业主信任度偏低、装企难以获客等问题。公司产品“齐家保”为装企提供背书、为业主提供保障：业主资金 100% 于齐家平台托管，齐家网助力开展第三方监理多点验收，赠送 132 万元装修保险等。公司亦为客户提供资金支持，与建设银行、中国银行、农业银行、邮储银行等合作推出齐家装修贷，通过资金支持吸引潜在客户。

表 3：业主装修款通过齐家平台支付，业主确认各节点合格后方放款至装企

业主	齐家	装修公司
40% 合同款 →	齐家保三方协议签订当天 →	20% 合同款
20% 合同款 →	水电工程验收合格后 →	20% 合同款
30% 合同款 →	泥木工程验收合格后 →	30% 合同款
10% 合同款 →	油漆工程验收合格后 →	10% 合同款
	竣工验收合格 30 天后 →	20% 合同款

数据来源：齐家网，中达证券研究

**其他用户体验：装修报价估算提升用户使用便捷度。**由于装修流程较为复杂、C 端客户装修经验通常较少，公司亦利用其十余年的家装行业实践经验、上万家签约报价数据基础，为 C 端客户提供免费估算装修报价服务：一方面利于 C 端客户合理分配预算、在与装企协商价格时更为从容；另一方面平台能藉此整合 C 端客户需求，利于优化自身的数据库和算法。

### 3.1.2 强化质量把控：供应链助力装企采购，云监工强化质量管控

**供应链服务、创新业务突破装企质量把控痛点。**装企质量把控的痛点主要在于采购端的材料质量及成本把控，以及工程端的施工质量把控。公司的供应链服务和部分创新业务为上述问题提供了解决方案。

图 16：公司通过供应链服务及部分创新业务解决装企质量把控痛点



数据来源：公司网站，中达证券研究

**平台集采、供应商合作，公司供应链业务助力装企采购。**针对家装企业原材料采购规模普遍有限、议价能力偏弱等痛点，公司开展了连接装企和材料供应商的供应链服务：公司通过平台的集采优势，采用 F2B 模式（Factory To Business）降低装企采购成本、提升采购材料品质。公司与多家材料供应商开展合作，持续优化供应链业务规模：例如，2014 至 2015 年，公司投资广州海鸥（002084.SZ，从事高档卫浴空间部件的生产研发等业务）；2019 年，公司与好



莱客（603898.SH，专注全屋定制领域）成立附属公司，推出定制综合家具品牌 NOLA；2020 年，公司推出面向装企的精选品牌“齐选”等。

图 17：公司采用 F2B 模式向装企提供供应链服务



数据来源：公司网站，中达证券研究

云设计、云监工强化装修质量管控。公司在创新业务方面持续探索，推出云设计（提升装企设计效率及品质）、云监工（实现监工线上化，以保障工程质量）等服务，逐步助力装企强化装修质量管控。

### 3.1.3 提升运营效率：提供数字化工具，提升装企运营效率

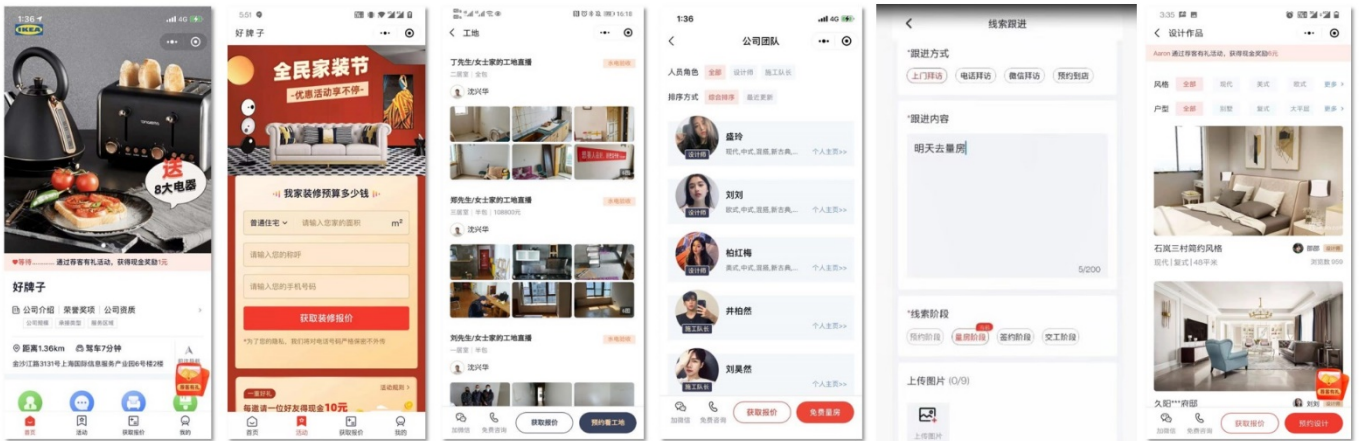
助力装企数字化转型，提供专业技能咨询服务，提升装企运营效率。与其他 SaaS 产品类似，公司利用其技术优势，针对装企需求研发施工管理、预算管理等数字化运营工具，提升装企运营过程中的信息化水平、优化部分职能的人员配置。另一方面，公司也为家装企业提供培训及咨询服务，提升装企施工能力及经营水平，从专业技能上解决装企运营效率偏低的痛点。

图 18：公司提供数字化工具及咨询服务，助力装企提升运营效率



数据来源：公司网站，中达证券研究

图 19：公司为装企提供线上上门服务，包含装企展示、线索跟进等数字化运营工具



数据来源：齐家网 APP，中达证券研究

图 20：公司为装企提供体检报告等功能，助力装企提升运营效率



数据来源：公司网站，中达证券研究



### 3.2 销售线索量价齐升，活跃用户快速增长

营销服务成效显著，销售线索量价齐升。销售线索的数量指公司通过营销服务精确匹配、装企成功接受的订单数量，反映了期内公司转化为收入的流量，带动了公司营销服务收入的提升：2021年上半年，公司销售线索达约38.4万条（同比增长16.4%），营销服务收入同比增长38.8%。

表 4：公司销售线索数目 2021 年上半年同比+16.4%，营销服务收入同比+38.8%

	2021H	2020H	同比
销售线索数目（万条）	38.4	33.0	16.4%
每条销售线索营销服务的平均收入（元）	691	580	19.2%
营销服务收入（亿元）	2.7	1.9	38.8%

数据来源：公司公告，中达证券研究

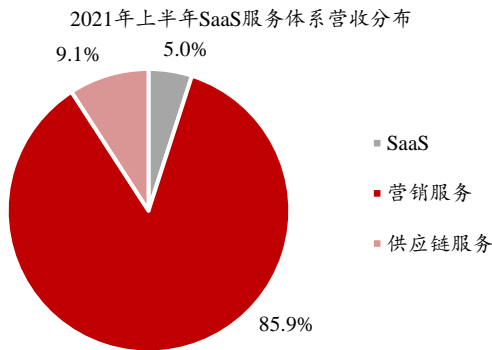
B 端用户快速增长，SaaS 服务体系收入毛利有所提升。公司活跃付费商户数量实现了快速增长：2021年上半年，公司活跃付费商户数量达5667家，同比增长33.8%。B 端用户的快速增长带动了 SaaS 服务体系经营业绩的增长，2021年上半年 SaaS、营销服务、供应链服务合计收入同比增长38.4%，合计毛利同比增长36.2%。

表 5：活跃付费商户数量快速增长，SaaS 服务体系收入及毛利有所提升

	2021H	2020H	同比
新付费商户数目	1082	1214	-10.9%
活跃付费商户数目	5667	4236	33.8%
SaaS 服务体系合计收入（亿元）	3.1	2.2	38.4%
SaaS 服务体系合计毛利（亿元）	2.7	2.0	36.2%

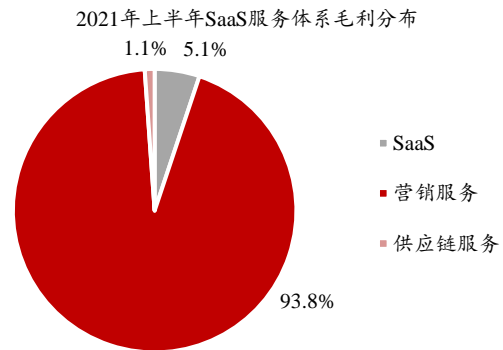
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 21：公司 SaaS 收入以营销服务为主



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 22：营销服务贡献 SaaS 业务绝大部分毛利



数据来源：公司公告，中达证券研究

### 3.3 自营装修：实践助力 SaaS 迭代

室内设计及建筑为公司第二大收入来源。公司 2015 年起拓展自营装修业务，客户包含开发商（精装房需求）及业主等，目前经营博若森、居美、齐家典尚三大具有差异化定位的装修品牌，以加盟及直营方式开展业务。该业务收入主要包含自营装修品牌的装修服务收入、向部分加盟公司收取的许可证费用收入。2021 年上半年，公司室内设计及建筑业务的收入占比达到 39.5%，为公司第二大收入来源。

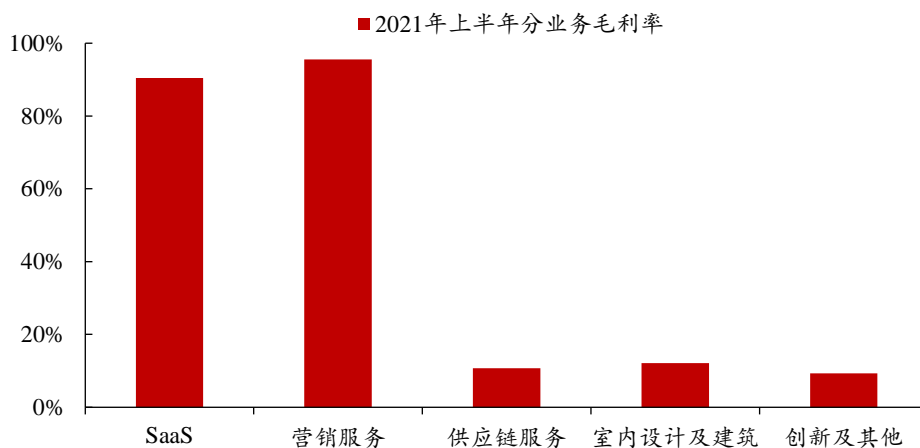
表 6：公司经营三大家装品牌，通过实践为 SaaS 体系建设提供参考

自营家装品牌	目标客群
博若森	个人消费者
居美	房地产开发商及服务式公寓
典尚	三四线市场消费者

数据来源：公司招股书，中达证券研究

自营装修业务当前主要为 SaaS 服务体系的建设提供参考。尽管自营装修业务的收入占比较高，但 2021 年上半年的毛利占比仅为 8.4%，原因在于：1) 业主需求难以标准化，业务快速扩张存在一定难度，利润率大幅低于 SaaS 及营销业务；2) 房地产精装服务毛利率较低（该业务占比提升导致公司室内设计及建筑业务 2020 年毛利率同比下降 13.8 个百分点至 13.9%）。当前，公司仍将室内设计及建筑业务的战略重点放在为装企提供基于 SaaS 的解决方案之上：通过对装修业务的实践经验，逐步迭代服务体系，以进一步吸引装企、提升既有装企留存率。

图 23：自营装修业务毛利率大幅低于 SaaS 及营销服务



数据来源：公司公告，中达证券研究



### 3.4 竞争优势：业务体系更为完善，流量优势业内领先

如前所述，公司作为一站式家装服务平台，竞争对手主要为土巴兔。从业务体系、平台流量及B端客户覆盖率等方面来看，公司均具备竞争优势。

公司业务体系更为完善，SaaS系统与自营家装板块形成协同。根据土巴兔招股书，公司SaaS体系与土巴兔在业务类型上重合度较高，均提供SaaS系统、营销服务、供应链服务及其他增值服务；不同点在于，公司营销服务贯穿装企获客全流程，从营销计划到线上营销工具、用户销售管理到最后促进客户签约的转化工具，整体而言更为全面。另外，土巴兔基于自身战略考量已于2019年末完全终止其自营家装业务，公司则保留了该业务，以自身实践促进SaaS系统的开发、并通过SaaS系统的迭代促进自营家装业务的增长，形成业务间的协同。

表 7：公司业务体系更为完善，业务板块间形成协同

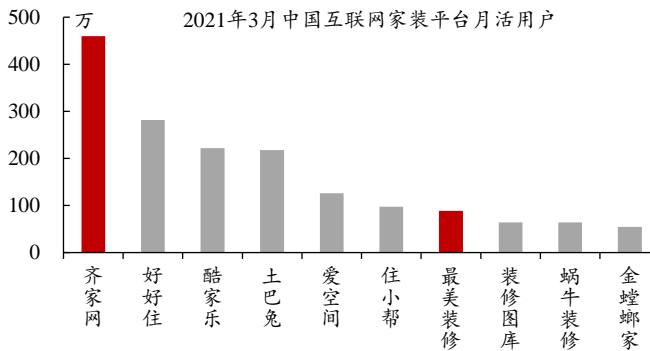
业务类型	齐屹科技	土巴兔
SaaS系统	有，为装企提供数字化运营基础设施，收取基础订阅费	有，收取平台使用管理费
营销服务	全流程获客服务（营销计划、线上营销工具、用户销售管理、促进客户签约的转化工具），收取订单匹配费用及第三方检测服务（专业监理等）费用	智能订单匹配、网络店铺营销、线下营销活动，收取订单匹配费用及商家服务费、线下活动参与费
供应链服务	整合上游供应链资源集中采购、与供应商合作，收取供应商佣金及销售价差	整合上游供应链资源集中采购，收取供应商佣金及销售价差
其他增值服务	孵化中数字化解决方案（信贷、培训及咨询、施工管理、社交营销等）收取相应增值服务费用，家具销售收入等	金融服务（第三方资金托管、分期付款、建筑工程意外险等）收取佣金，培训服务收取培训费用，广告业务收取广告展示费用
自营家装业务	经营三大家居品牌，收取装修费用、加盟商许可证费用	2019年末已完全终止

数据来源：土巴兔招股书，公司公告，中达证券研究

公司流量及B端覆盖率先领先。根据Fastdata的数据，2021年3月齐家网月活用户数量达460万，位列中国互联网家装平台之首；公司旗下另一平台最美装修的月活亦达到88.9万，位居行业第7位。领先的流量和更完善的服务使齐家网成为了B端覆盖率最高的互联网家装平台，2021年3月，齐家网B端装企覆盖率约43.5%。

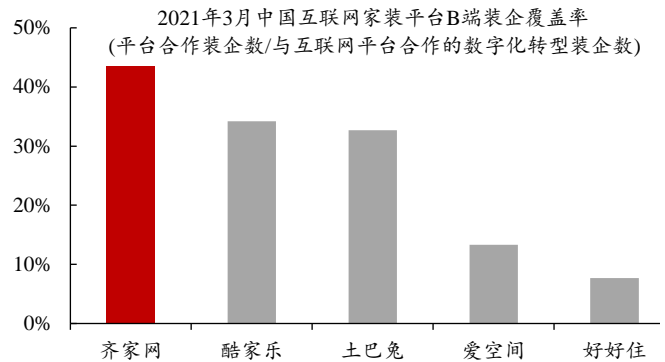


图 24：齐家网月活用户排名居互联网家装平台之首



数据来源：Fastdata，中达证券研究；注：齐家网、最美装修均属齐屹科技，土巴兔及装修图库均属土巴兔集团

图 25：齐家网 B 端客户覆盖率先

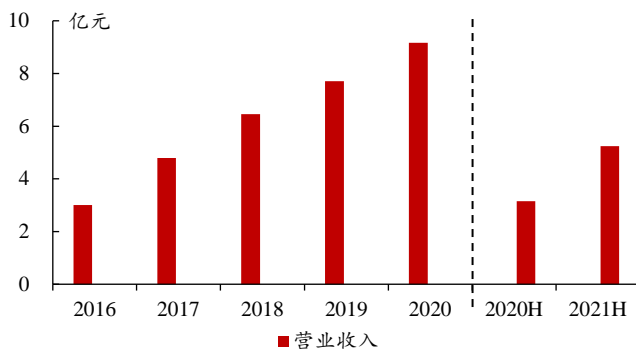


数据来源：Fastdata，中达证券研究；注：非去重统计，同一装企可合作多个平台

## 4. 收入利润稳步提升，费率下行增厚盈利

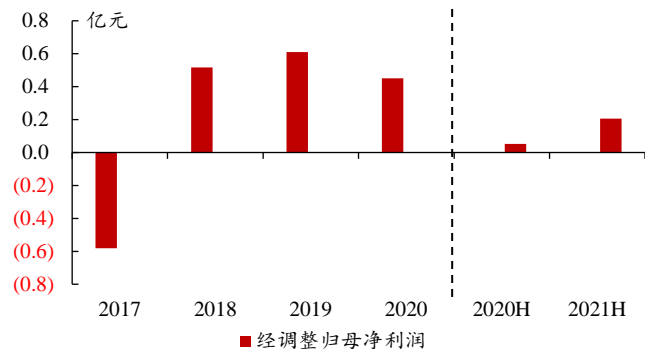
营业收入持续提升，经营业绩有所增长。公司营收自 2016 年来持续增长，2021 年上半年达 5.2 亿元，同比增长 66.5%；经调整归母净利润 2018 年后持续为正，2021 年上半年同比增长 286.3%。分业务来看，2021 年上半年室内设计及建筑服务拉动了营收的增长，营收占比由 27.3% 提升至 39.5%；该业务营收的增长主要系 2020 年上半年的疫情影对家装工程带来了影响，导致 2020 年公司自营装修业务收入占比偏低（2020 年全年占比约 39.3%，与 2021 年上半年相若）。2021 年上半年，公司 SaaS 体系营收同比增长 38.4%，主要由营销服务和供应链服务带动。

图 26：公司营收持续增长，2021 上半年同比+66.5%



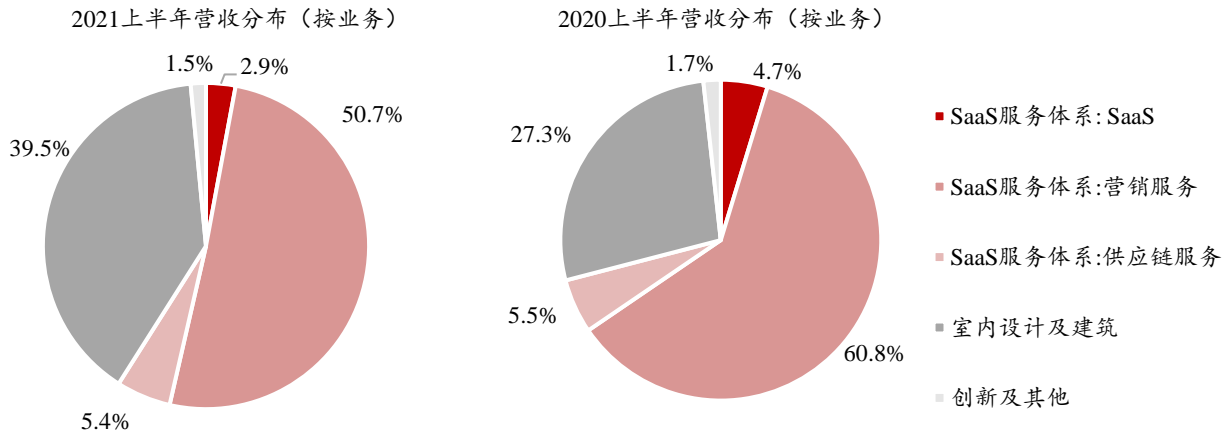
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 27：2021 年上半年经调整归母净利润同比+286.3%



数据来源：公司公告，中达证券研究

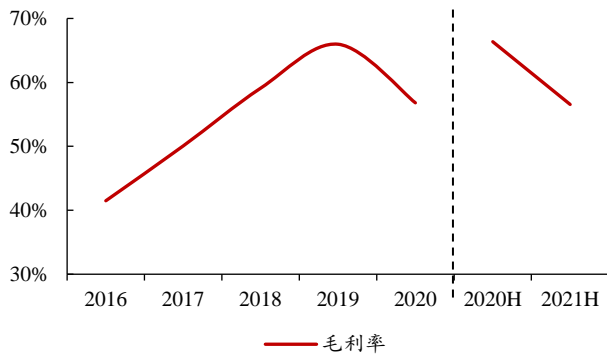
图 28：基数偏低带动自营家装收入占比同比提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

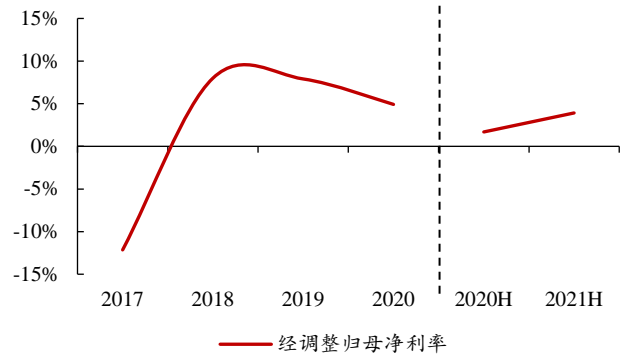
收入结构变动等致毛利率有所下滑。2021 年上半年，公司毛利率同比下滑 9.8 个百分点至 56.6%，主要系：1) 毛利率较低的室内设计及建筑业务（2021 年上半年毛利率 12.1%）收入占比提升；2) 收入占比最高的营销服务毛利率小幅下降 1.1 个百分点至 95.6%。尽管公司毛利率有所下滑，但各项费率的下滑使得公司经调整归母净利率仍有所提升，同比上升 2.2 个百分点至 3.9%：2021 年上半年，公司销售费用率同比下降 12.7 个百分点至 44.7%，管理费用率同比下降 5.8 个百分点至 7.3%。2021 年上半年公司研发费用率同比下降 4.5 个百分点至 4.2%，但 2018-2020 年公司研发费用率持续提升，未来公司亦将增加研发投入以进一步完善 SaaS 系统的开发，支持公司的持续发展。

图 29：公司毛利率有所下滑



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 30：经调整归母净利率同比提升 2.2pct 至 3.9%



数据来源：公司公告，中达证券研究

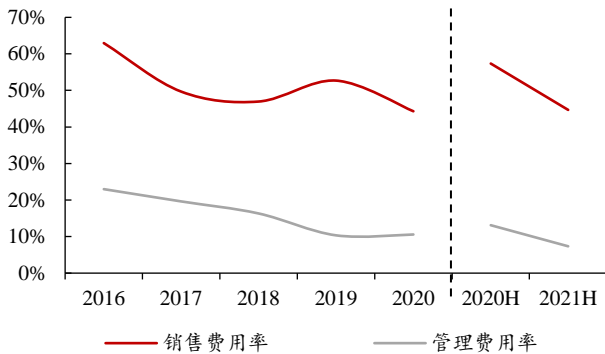


表 8：营销服务、室内设计及建筑业务毛利率有所下降

业务	毛利率		
	2021H	2020H	同比
SaaS	90.4%	80.4%	10.0 pct
营销服务	95.6%	96.6%	-1.0 pct
供应链服务	10.7%	10.5%	0.2 pct
室内设计及建筑	12.1%	14.8%	-2.7 pct
创新及其他	9.3%	-44.4%	53.7 pct
总计	56.6%	66.4%	-9.8 pct

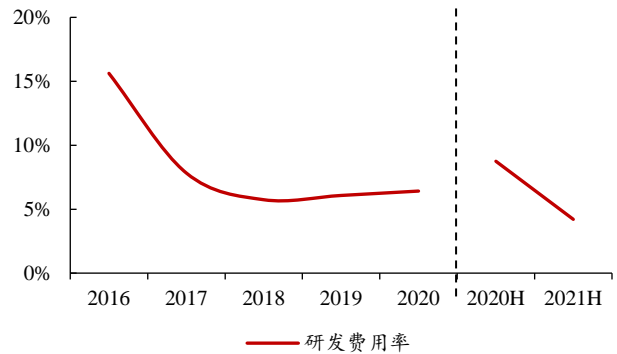
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 31：公司销管费率继续下行



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 32：2021 年上半年公司研发费用有所下降



数据来源：公司公告，中达证券研究





## 5. 投资建议

公司业务分为 SaaS 业务体系、室内设计及建筑及其他业务两大业务分部，根据各业务分部的经营情况做出以下主要假设：

**活跃付费商户：**公司 2020 年活跃付费商户数目同比增长 32.6%、2021 年上半年同比增长 33.8%，考虑到装企数字化渗透率加速提升，公司具备行业领先的流量优势、更为完善的业务体系，预计公司 2021-2023 年活跃付费商户数目同比增速维持在 30% 以上。

**SaaS 订阅费单价及 SaaS 服务毛利率：**若以 SaaS 服务收入/活跃付费商户数量计算公司 SaaS 订阅费单价，则公司 2020 年 SaaS 订阅费单价同比提升 5.5% 至约 6100 元、2021 年上半年小幅回落，预计公司订阅费将保持相对稳定，假设订阅费在 2021-2023 年同比增速为 2%。2020 年 SaaS 业务毛利率由 2019 年的 100% 下降至 81.8%，主要是由于直播等新功能的影响；由于上述功能仍将继续发挥作用、SaaS 体系不断完善，预计该业务毛利率保持相对稳定。

**销售线索数目：**公司 2020 年销售线索数目同比增长 7.9%、2021 年上半年同比增长 16.4%，考虑到公司的扩张和规模效应的作用，假设 2021-2023 年销售线索数目同比增速维持在 15% 左右。

**销售线索单价及营销服务毛利率：**公司 2020 年销售线索单价约 657.2 元/条，同比下降 1.4%；2021 年上半年约 691.5 元/条，同比增长 19.2%。考虑到公司营销服务更趋完善，假设 2021-2023 年销售线索单价同比提升 15%/10%/10%。公司销售服务毛利率在 2019/2020 年分别为 95.4%/96.6%，整体而言相对稳定，预计 2021-2023 年继续保持稳定。

**供应链服务单价及毛利率：**若以供应链服务收入/活跃付费商户数量计算供应链服务单价，则公司 2020 年供应链服务单价约 1070 元、以 2021 年上半年数据计算的全年单价约 1000 元；2018-2020 年，供应链服务毛利率分别为 11.6%/11.4%/8.9%。假设供应链服务单价及毛利率维持相对稳定。

综上，预计公司 SaaS 业务体系收入 2021-2023 年分别为人民币 7.1 亿元/9.0 亿元/11.5 亿元，同比增长 32.4%/27.2%/27.2%。

**室内设计及建筑业务收入及毛利率：**公司 2020 年自营家装业务收入同比增长 41.3%、2021 年上半年同比增长 140.8%，由于该业务并非公司当前战略重点、2021 上半年的高增速与 2020 年上半年疫情对线下家装需求的影响相关，假设公



司自营装修业务 2021-2023 年收入同比增速分别为 40%/20%/15%。2020 年公司自营家装业务毛利率下降 13.8 个百分点至 13.9%，预计该分部毛利率保持稳定。

**创新业务单价及毛利率：**若以创新业务收入/活跃付费商户数量计算创新业务单价，则公司 2019 及 2020 年创新业务单价分别约 1200 元/3860 元；考虑到公司持续探索开发创新业务以更全面地解决装企痛点，假设 2021-2023 年创新业务单价同比增长 20%/15%/10%。

综上，预计公司室内设计及建筑及其他业务分部收入 2021-2023 年分别为人民币 5.3 亿元/6.5 亿元/7.6 亿元，同比增长 40.8%/21.6%/16.9%。

**表 9：公司主要经营数据预测**

主要假设	2019	2020	2021E	2022E	2023E
活跃付费商户数目 (个)	3,697	4,904	6,375	8,288	10,774
同比	-	32.6%	30.0%	30.0%	30.0%
SaaS服务收入/活跃付费商户数量 (人民币千元)	5.8	6.1	6.2	6.3	6.5
同比	-	5.5%	2.0%	2.0%	2.0%
SaaS服务收入 (人民币千元)	21,305	29,807	39,524	52,409	69,494
同比	-	39.9%	32.6%	32.6%	32.6%
销售线索数目 (条)	641,004	691,686	795,439	914,755	1,051,968
同比	-	7.9%	15.0%	15.0%	15.0%
销售线索单价 (元/条)	666	657	756	831	914
同比	-	-1.4%	15.0%	10.0%	10.0%
营销服务收入 (人民币千元)	427,067	454,556	601,150	760,455	961,976
同比	-	6.4%	32.3%	26.5%	26.5%
供应链服务收入/活跃付费商户数量 (人民币千元)	17.1	10.7	11.0	11.0	11.0
供应链服务收入 (人民币千元)	63,053	52,418	70,127	91,165	118,515
同比	17.5%	-16.9%	33.8%	30.0%	30.0%
SaaS体系合计收入 (人民币千元)	511,425	536,781	710,802	904,029	1,149,985
同比	-	5.0%	32.4%	27.2%	27.2%
室内设计及建筑业务收入 (人民币千元)	255,123	360,543	504,760	605,712	696,569
同比	-	41.3%	40.0%	20.0%	15.0%
创新业务收入/活跃付费商户数量 (人民币千元)	1.2	3.9	4.6	5.3	5.9
同比	-	0.0%	20.0%	15.0%	10.0%
创新业务收入 (人民币千元)	4,437	18,940	29,546	44,172	63,166
同比	-	326.9%	56.0%	49.5%	43.0%
室内设计及建筑及其他业务合计收入 (人民币千元)	259,560	379,483	534,307	649,884	759,735
同比	-	46.2%	40.8%	21.6%	16.9%
总收入 (人民币千元)	770,985	916,264	1,245,108	1,553,914	1,909,720
同比	19.4%	18.8%	35.9%	24.8%	22.9%

数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2019 年公司重新划分业务分部，故 19 年分部收入同比数据缺失



首次覆盖给予“买入”评级，目标价 3.2 港元。预测公司 2021-23 年营业收入为人民币 12.5 亿元/15.5 亿元/19.1 亿元，同比增长 35.9%/24.8%/22.9%；其中 SaaS 体系收入为人民币 7.1 亿元/9.0 亿元/11.5 亿元，同比增长 32.4%/27.2%/27.2%。考虑到公司自营装修业务占收入比重较高，家装行业数字化渗透率偏低，给予公司 2.5 倍目标 21P/S，目标价 3.2 港元，较现价空间达 62%（最新股价为 8 月 30 日收盘价）。

表 10：可比 SaaS 公司估值情况一览

公司	代码	营业收入（人民币亿元）			PS			营收同比		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
金蝶国际	0268.HK	42.4	53.6	67.9	18.7	14.8	11.7	26.3%	26.4%	26.7%
明源云	0909.HK	23.7	32.8	45.3	17.7	12.8	9.3	39.1%	38.3%	37.9%
联易融科技-W	9959.HK	13.9	20.4	29.3	15.1	10.3	7.2	-	46.9%	43.4%
微盟集团	2013.HK	27.9	36.3	48.0	8.4	6.5	4.9	41.6%	30.1%	32.4%
移卡	9923.HK	29.0	38.6	49.9	3.9	2.9	2.3	26.5%	33.1%	29.1%
中国有赞	8083.HK	19.7	27.3	38.2	6.0	4.3	3.1	8.3%	38.5%	40.0%
福禄控股	2101.HK	5.6	7.1	8.5	4.4	3.5	2.9	70.6%	26.1%	21.0%

数据来源：Bloomberg 一致预期，中达证券研究

## 6. 风险提示

- 1) 房地产行业调控趋严；
- 2) 市场竞争加剧；
- 3) SaaS 产品开发不及预期。



损益表					
人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	771	916	1,245	1,554	1,910
营业成本	-262	-396	-558	-686	-817
毛利润	509	521	687	868	1,093
销售费用	-406	-406	-498	-622	-764
管理费用	-80	-97	-118	-148	-181
研发费用	-45	-59	-81	-101	-134
其他收益	3	-0	0	0	0
EBIT	-20	-41	-10	-2	14
财务费用	23	16	15	19	23
投资收益	5	59	29	29	29
其他非经营性损益	37	14	0	0	0
税前利润	45	48	34	45	65
所得税	-5	7	4	6	8
少数股东损益	-11	1	1	1	2
归母净利润	62	41	28	38	55
股权数	1,201	1,175	1,159	1,159	1,159
EPS	0.05	0.03	0.02	0.03	0.05
资产负债表					
人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
物业、厂房及设备	22	29	29	29	29
权益性投资	240	286	286	286	286
其他非流动资产	445	440	440	440	440
非流动资产合计	707	755	755	755	755
应收款项	98	128	181	243	325
现金及现金等价物	411	897	1,147	1,372	1,645
其他流动资产	820	370	404	436	473
总资产	2,036	2,150	2,487	2,806	3,197
流动负债合计	676	842	1,150	1,430	1,764
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	14	14	14	14
非流动负债合计	13	14	14	14	14
少数股东权益	-23	-18	-17	-16	-15
归属母公司股东权益	1,370	1,312	1,341	1,379	1,434
总负债和权益合计	2,036	2,150	2,487	2,806	3,197

现金流量表					
人民币百万	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
税前利润	45	48	34	45	65
营运资本变动	18	78	228	186	216
其他	-13	-46	-33	-34	-37
经营性现金流合计	50	81	229	197	244
投资	-411	541	0	0	0
其他	11	10	29	29	29
投资性现金流合计	-400	551	29	29	29
自由现金流	-350	631	257	225	272
每股自由现金流	-0.3	0.5	0.2	0.2	0.2
权益融资	-47	-60	0	0	0
债权融资	4	-21	-7	0	0
其他	13	-28	0	0	0
融资性现金流合计	-30	-109	-7	0	0
现金变动合计	-380	523	250	225	272
期初现金	780	411	897	1,147	1,372
期末现金	411	897	1,147	1,372	1,645
财务分析 (%)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利润率	66.0%	56.8%	55.2%	55.8%	57.2%
经营利润率	-2.6%	-4.5%	-0.8%	-0.2%	0.7%
归母净利率	8.0%	4.4%	2.3%	2.5%	2.9%
营收增长率	19.6%	18.9%	35.9%	24.8%	22.9%
EBIT 增长率	-68.3%	103.8%	-74.7%	-77.5%	-699.3%
归母净利润增长率	-91.8%	-34.4%	-30.4%	34.7%	44.4%
EPS 增长率	-91.8%	-33.0%	-29.4%	34.7%	44.4%
销售费用率	52.7%	44.3%	40.0%	40.0%	40.0%
管理费用率	10.3%	10.6%	9.5%	9.5%	9.5%
研发费用率	5.9%	6.4%	6.5%	6.5%	7.0%
财务费用率	-3.0%	-1.8%	-1.2%	-1.2%	-1.2%
ROA	118.0%	53.5%	47.1%	41.9%	37.0%
ROE (平均)	175.3%	87.6%	87.3%	85.2%	82.4%
ROCE	176.6%	88.0%	87.6%	85.4%	82.5%



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

## 评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

### 1) 股票评级：

- 买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
- 增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；
- 持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

### 2) 行业评级：

- 强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
- 中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

## 免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。



过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第571章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。