

核心业务电连接产品增长稳健，21Q1 智能电工照明产品销售恢复，予以推荐

核心观点:

● 事件

2020 年全年公司实现营业收入 100.51 亿元，同比增长 0.11%；实现归属母公司净利润 23.13 亿元，同比增长 0.42%；实现归属母公司扣非净利润 22.22 亿元，同比下降 0.08%；实现经营性现金流量净额 34.37 亿元，较上年增长 49.62%。

2021 年一季度公司实现营业收入 25.74 亿元，同比增长 86.57%；实现归属母公司净利润 6.07 亿元，同比增长 256.17%；实现归母扣非净利润 5.58 亿元，同比增长 177.84%；实现经营性现金流净额 3.56 亿元。

● 20 年电连接产品凭借品牌与渠道优势实现规模的稳步扩张，21Q1 公司营收基本恢复至正常增长区间

2020 年全年公司实现总营业收入 100.51 亿元，较上年同期增加 0.11 亿元。其中，公司主营的民用电工业务实现营收 100.21 亿元，较上年同期减少约 0.08 亿元。

从产品的角度来看，2020 年较上年末出现了口径的重新划分，电连接产品（转换器、电工胶带、线盘、耦合器等）/智能电工照明产品（墙壁开关插座、LED 照明、断路器、生活电器、智能家居硬件等）/数码配件产品（数码配件、数码礼盒等）分别实现营收收入 55.49/40.55/4.18 亿元，分别较上年同期变化+3.00/-3.68/+0.61 亿元。其中，电连接产品作为公司的核心业务，依靠品牌优势及五金渠道优势保持平稳增长，在主营业务中的贡献占比同比上年提升 3.04 个百分点至 55.37%，并以其规模增长抵消了智能电工照明产品销售额规模的萎缩；智能电工照明产品中 LED 照明产品、墙壁开关插座产品的销售受疫情影响冲击较大，导致其全年营收下滑，在主营中的份额占比同比下降 3.64 个百分点至 40.46%。

从产品的产销、量价角度来看，电连接产品/智能电工照明产品/数码配件产品 2020 年分别实现产量 4.20/4.99/0.37 亿件，较上年同期变化+0.08/-1.09/+0.05 亿件；对应销量为 4.40/5.22/0.34 亿件，较上年同期变化+0.59/-0.51/+0.03 亿件。结合营收数据，测算可知电连接产品/智能电工照明产品/数码配件产品全年的销售均价分别为 12.61/7.77/12.12 元/件，分别较上年同期变化-0.15/+0.05/0.08 元/件。其中，电连接产品的销售额增长主要受益于销量的提升，同时可以看出公司在主动调整电连接产品以及智能电工照明产品库存情况，二者库存数量均出现 40%以上的缩减。

2021Q1 公司实现营业收入 25.74 亿元，较 2020Q1 大幅增长 11.95 亿元，较 2019Q1 增长 3.50 亿元。考虑到 2020 年年初受疫

公牛集团 (603195.SH)

推荐 首次覆盖

分析师

李昂

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130517040001

甄唯萱

✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

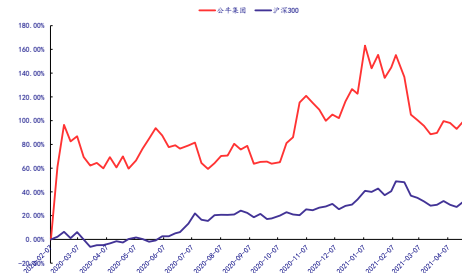
分析师登记编码: S0130520050002

特此鸣谢:

章鹏

行业数据时间

2021.04.29



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

情影响较大，2020Q1 同比 2019Q1 出现了 8.44 亿元的规模萎缩，在此之前的正常经营年份中，2019Q1 同比 2018Q1 的营收规模扩张约为 1.75 亿元，综合历史数据来看，本年的规模提升是弥补了上年的萎缩，基本判定公司的销售已恢复至正常区间。

公司 2020 年全年实现归母净利 23.13 亿元，较上年同期增加 0.11 亿元；对应归母扣非净利润为 22.22 亿元，较上年同期增加 0.10 亿元。2020 年公司共计确认非经常性损益 9161.16 万元，较上年同期增加 1146.17 万元，其中主要包括计入当期损益的政府补助 1.26 亿元（同比增长 6068.76 万元），委托他人投资或管理资产的损益录得 1.66 亿元（同比增长 1.05 亿元），其他营业外收入与支出录得-4793.24 万元（同比减少 7306.78 万元）。2021 年一季度公司实现归母净利润 6.07 亿元，较去年同期大幅提升 4.37 亿元，实现归母扣非净利润 5.58 亿元，较去年同期增加 3.57 亿元。其中非经常性损益共计 4874.67 万元，较上年同期提升 7924.38 万元，上年同期有金融性资产投资收益录得-1.14 亿元，该项目本期不存在。

● **2020 年综合毛利率下降 1.29pct，期间费用率减少 1.68pct；2021Q1 综合毛利率提升 0.82pct，期间费用率减少 7.40pct**

公司 2020 年全年综合毛利率为 40.12%，较去年同期降低 1.29 个百分点。报告期内公司变更为新收入准则，其中为客户配送产生的运输费在原收入准则下作为销售费用列示，在新收入准则实施后作为合同履约成本调整为营业成本列示，由此会对公司毛利率产生影响。公司主营的民用电工业务全年实现毛利率 40.06%，较上年同期减少 1.31 个百分点；按产品拆分，公司电连接产品/智能电工照明产品/数码配件产品分别实现毛利率 39.13%/43.15%/22.37%，分别较前一年变化+1.20/-3.65/-2.33 个百分点。公司通过套期保值对大宗物资的价格进行锁定，生产的直接材料成本相对稳定，毛利率的变化主要在于毛利水平相对偏低的电连接产品业务营收占比提升，尽管该业务自身的毛利率水平出现同比改善，但依旧不及同期智能电工照明产品的毛利水平，导致公司整体的毛利率出现结构性下滑。

公司 2021 年一季度综合毛利率为 37.77%，较去年同期提升 0.82 个百分点，我们认为上年同期疫情主要影响智能电工照明产品中 LED 照明产品、墙壁开关插座产品的销售，而墙壁开关插座类产品毛利率水平较高（2016-2019 年数据显示在 46%-50%左右），故其销售的恢复可以带来毛利率的结构性改善。

公司 2020 年全年销售净利率为 23.02%，同比提升 0.08 个百分点；2020 年公司期间综合费用率为 13.07%，相比上年同期降低 1.68 个百分点。其中 2020 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.15%/4.29%/3.99%/-0.36%，分别较上年同期变化-2.08/+0.51/+0.07/-0.19 个百分点。其中销售费用较上年同期减少 2.08 亿元至 5.18 亿元，主要系会计准则变更带来的影响，上年同期运输费用录得 2.07 亿元，本期内该项目核算至营业成本；管理费用较上年同期提升 0.51 亿元至 4.31 亿元，主要系新增限制性股票激励计划费用 0.21 亿元，此外职工薪酬较上年同期增长 0.33 亿元至 2.03 亿元。

2021 年一季度公司销售净利率为 23.58%，较去年同期大幅提升 11.23 个百分点；2021 年一季度公司期间费用率为 10.64%，较去年同期减少 7.40 个百分点，较 2019 年同期减少 4.06 个百分点。公司 2021 年一季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.63%/3.54%/3.08%/-0.61%，分别较去年同期变动-2.89/-1.75/-2.79/+0.03 个百分点。其中，2021 年全年需承担股权激励计划的相关摊销折旧费用约 2281.10 万元。

● **消费者需求为导向的产品研发创新优势明显，建立有效、系统的质量管理和控制体系**

长期以来，公司十分重视消费者需求研究、产品策划与产品研发创新工作，始终坚持以提升消费者使用体验作为产品研发创新的首要目标。公司构建了前瞻性研究、产品策划、研发三位一体的产品创新体系和团队，创新应用各种新技术、新材料与新工艺，并通过持续不断的微创新叠加，围绕“电连接”、“智能电工照明”、“数码配件”推出了一大批设计、外观、技术、

性能等方面充满特点的产品。同时，公司自创立初期即定位于制造高品质产品，以质取胜的质量理念在公司内部深入人心，通过可靠的产品品质，公司在市场上建立起了良好的品牌形象和口碑。公司在原材料选用、采购、研发及生产过程控制、产品检测、售后服务等方面都严格按照国家标准、相关法律法规及企业标准要求执行，建立了产品策划—产品设计—采购—批量生产—售后全过程、完善的质量管理体系。

● 线上线下强大营销体系协同发展，立体化传播模式强化品牌形象

公司顺应时代趋势的不断变化，依托覆盖全国城乡、110 多万家网点的线下实体营销网络和专业的线上电商营销网络，在民用电工领域形成了线下、线上协同发展的强大营销体系。公司在民用电工领域内创新性地推行线下“配送访销”的销售模式，已在全国范围内建立了 75 万多家五金渠道售点（含五金店、日杂店、办公用品店、超市等）、12 万多家专业建材及灯饰渠道售点及 25 万多家数码配件渠道售点，这些渠道将销售网点拓展到城市、乡村的门店、卖场、专业市场等各种场所，形成了较难复制的线下营销网络。同时，公司已建立了专业化的电商直销业务运营团队和具有较强实力的线上经销商体系，目前公司已全面入驻天猫、淘宝、京东、唯品会、拼多多等领先电商平台，有效开拓了数十家线上授权经销商，并积极开展数字化营销，借助各流量入口，实现“站外导流、站内销售”，情报通数据显示，2020 年度公司转换器、墙壁开关插座两个品类天猫市场占有率均为第一。线下、线上渠道高质量的协同发展，使公司建立起全覆盖、多层次、立体化的营销网络，成为支撑公司持续发展及在行业内持续保持竞争力的独特渠道优势。公司多年来始终坚持渠道的精细化管理，在渠道开发、管理、运营等方面形成了成熟的体系，公司具备快速开拓新渠道的能力优势。

另外，二十多年来，公司坚持以售点为核心的品牌传播模式，持续不断地大力支持经销商在终端售点投放“公牛”店头招牌、店内店外陈列展示和宣传物品等广告资源，成功的把“公牛”品牌传播到大小城市及各级乡镇，形成了简单却又行之有效、独具特色的品牌传播推广模式，公司品牌知名度、美誉度不断提升，“公牛”已成为一个家喻户晓的公众品牌。同时，公司借助多样化、智能化、年轻化的新品以及互联网新媒体宣传推广方式持续丰富品牌内涵，提升品牌在不同消费群体中的粘性。

● 投资建议

从产品的角度来看，公司产品多元发展，核心电连接业务发展相对成熟，且不断加大产品创新与研发投入，深挖潜在消费需求，进行家庭场景化、生活化创新；智能电工照明业务聚焦用户家庭装修完成前环节，可以满足当前消费市场中日益增长的套系化、一站式需求；数码配件业务围绕快速充电、TWS 耳机进行战略布局。从渠道的角度来看，公司进一步确立了 ToC（8000 余家）、ToB（20 余家顶级战略房企，近 30 家全国及区域知名装饰公司）两大营销体系，明确了线下五金渠道、装饰渠道、数码渠道及线上电商渠道的协同互补战略；同时公司积极开展针对全品类的数字化营销，精准把握消费者需求。我们认为公司在转换器领域已为绝对霸主且线下渠道已渗透至乡镇市场，看好公司渠道力与品牌力支撑墙开、LED 等品类顺利开拓市场。由此我们预计公司 2021E/2022E/2023E 年将有望实现营收 119.76/139.14/157.86 亿元，实现归母净利润 28.49/34.47/40.30 亿元，对应 PS8.88/7.64/6.73 倍，对应 PE 37/31/26 倍，首次覆盖，予以“推荐评级”。

● 风险提示

原材料价格大幅抬升的风险；行业竞争加剧的风险。

附:

1. 盈利预测和估值对比

表 1: 盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (单位: 百万元)	10040.44	10051.13	11975.99	13913.70	15786.40
增长率 (%)	10.76%	0.11%	19.15%	16.18%	13.46%
归属母公司股东净利润 (单位: 百万元)	2303.72	2313.43	2848.89	3447.18	4030.11
增长率 (%)	37.38%	0.42%	23.15%	21.00%	16.91%
BPS (元/股)	4.27	3.85	4.74	5.74	6.71
销售毛利率	41.41%	40.12%	40.76%	41.10%	41.39%
净资产收益率 (ROE)	41.50%	25.32%	28.92%	30.18%	30.32%
市盈率 (P/E)		57	37	31	26
市净率 (P/B)		14.71	10.06	8.65	7.43
市销率 (P/S)		12.77	8.88	7.64	6.73

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2021 年 4 月 29 日收盘价)

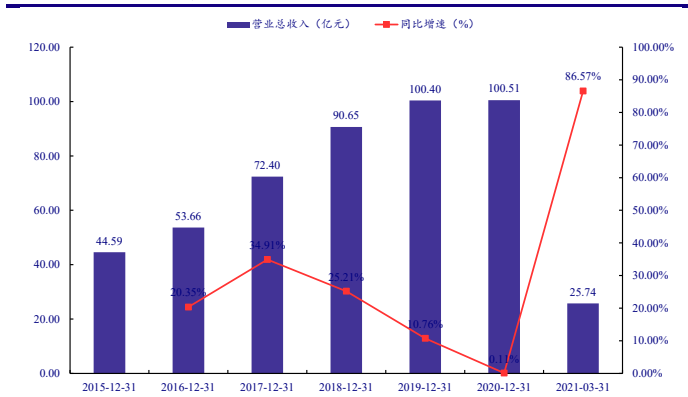
表 2: 可比公司最新估值情况

境内可比公司					
	欧普照明	正泰电器	飞科电器	均值	中位数
PE	27	20	31	26	27
PB	4.33	3.00	7.42	4.92	4.33
PS	2.75	2.52	5.56	3.61	2.75
境外可比公司					
PE					
PB					
PS					

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

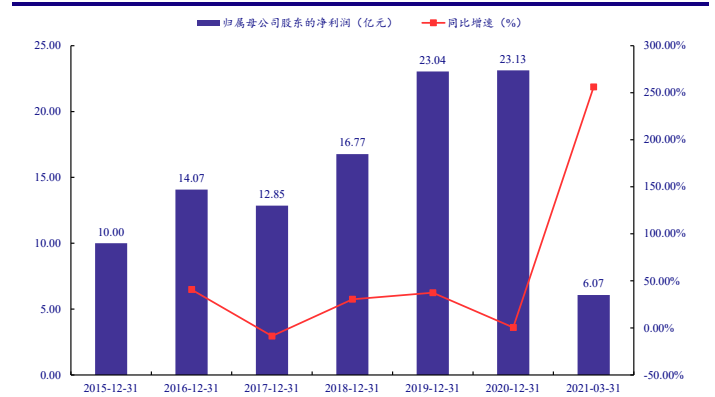
2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2015-2021Q1 营业收入 (亿元) 及同比 (%)



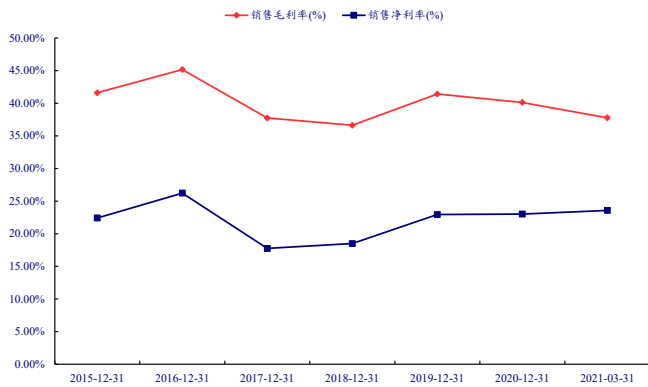
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2015-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及同比 (%)



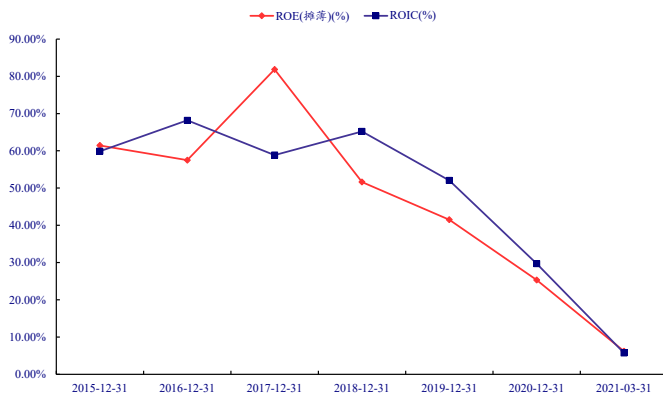
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2015-2021Q1 毛利率(%)和净利率(%)变动情况



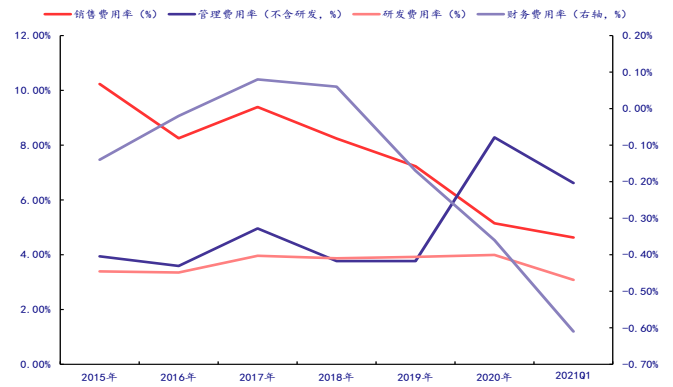
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2015-2021Q1 ROE(%)及 ROIC(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2015-2021Q1 期间费用率(%)变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 3: 公牛集团 2020 年总营收按业务、产品、地区拆分情况 (单位: 亿元, %)

分行业	2020 年		2019 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
民用电工	100.21	100%	100.29	100%	-0.08%
分产品					
电连接产品	55.49	55.37%	52.49	52.33%	5.72%
智能电工照明产品	40.55	40.46%	44.23	44.10%	-8.33%
数码配件产品	4.18	4.17%	3.57	3.56%	17.00%
分地区					
境内	98.27	98.06%	98.40	98.11%	-0.13%
境外	1.94	1.94%	1.89	1.89%	2.49%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

表 4: 公牛集团 2020 年总营收按产品拆分情况

分产品 (亿元)	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
电连接产品	55.49	33.77	39.13	5.72	3.67	1.20%
智能电工照明产品	40.55	23.05	43.15	-8.33	-2.03	-3.65%
数码配件产品	4.18	3.24	22.37	17	20.62	-2.33%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

3. 重大事项进展跟踪

表 5: 公牛集团 2020 年四季度至今重大事项进展

事件类型	内容
关于向银行申请综合授信额度的公告	公司于 2021 年 1 月 7 日召开第二届董事会第一次会议、第二届监事会第一次会议，审议通过《关于向银行申请综合授信额度的议案》，现将相关事项公告如下：为满足公司发展需要、拓宽融资渠道，公司及全资子公司计划向银行申请总额不超过人民币 25 亿元的综合授信额度。授信期限为自公司第一届董事会第十次会议授权到期之日起（2021 年 3 月 22 日）至 2022 年 2 月 5 日。授信方式为信用授信。
关于董事辞职的公告	公司董事会于 2021 年 4 月 12 日收到公司董事曹伟先生的书面辞职报告。曹伟先生因个人原因，辞去公司董事会董事、董事会战略委员会委员职务。辞职后，曹伟先生不再担任公司的任何职务。
2021 年限制性股票激励计划	本激励计划拟授予的限制性股票数量为 69.27 万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额 60,057.59 万股的 0.1153%。本激励计划授予的激励对象人数为 547 人，包括本激励计划公告时在公司（含分、子公司）任职且上一年度绩效表现符合要求的核心高层管理人员（包含董事、高级管理人员）、其他高层管理人员及核心骨干。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 6: 公牛集团 2019-2020 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2019 年对于 2020 年的规划	2020 年对于 2021 年的规划
发展战略	公司以“成为国际民用电工行业领导者”为愿景，专注于民用电工及照明领域，通过持续的变革创新，不断提升产品研发、营销、供应链及品牌的综合优势，为客户、员工、股东、社会创造持续增长的价值。 公司坚持“业务领先战略”，围绕民用电工及照明领域，选择产品创新潜力大、市场集中度低、尚未出现绝对领先者的细分业务，并结合自身优势，适时切入布局并专心经营，致力于成为所进入领域的领先者。在 20 多年的发展历程中，公司在转换器、墙壁开关插座业务均取得了较高市场地位，并不断提升 LED 照明、数码精品等成长业务的市占率。 在产业发展方向上，公司稳步推进“智能电工生态战略”，围绕家庭装修场景，推动现有产业的智能化升级，加快智能开关、智能门锁等新品类的拓展，为消费者提供安全、舒适、便利、智能的电工及照明解决方案，力争成为家装智能电工及照明领域的引领者。同时，公司将大力推进国际化。 为圆满完成 2020 年经营目标，公司计划重点开展以下工作：	公司以“成为国际民用电工行业领导者”为愿景，围绕电连接、智能电工照明、数码配件三大赛道，大力推进系统化、智能化、国际化，由提供单一产品向提供智能化全屋解决方案转变，并加快自主品牌的国际化进程，线上线下并举，实现全球经营，为客户和股东创造可持续的价值。
经营计划	1. 转换器围绕“精致小巧，家居装饰”的核心诉求，全面推动“产品焕新”、“细分长尾产品领先”工程，为用户提供更加安全、时尚的优质产品，巩固插座专家与领导者的地位。 2. 墙壁开关插座继续强化“装饰化”品牌定位，在与国际顶级工业设计大师合作中打造轻奢、时尚的产品，加快产品智能化升级，扩大产品领先优势。 3. LED 照明坚持以用户为核心，以解决用户空间、行为用光需求为导向，推动装饰灯、光效设计领域的开拓创新，实现家居领域全屋照明产品套装开发。充分利用现有五金渠道、专业建材市场及灯饰渠道优势，继续推动光源和基础灯具业务的快速增长。 4. 数码精品坚持快速迭代创新，持续为用户带来更精致、更时尚的产品体验。同时加快培育小超市便利店等新渠道，为消费者提供更贴身的购物体验。 5. 加快新业务培育，推动断路器、嵌入式产品、浴霸等业务的健康发展。加快推动开关、照明业务的智能化升级，加速智能门锁推广以及公牛智能电工生态系统的建设。	1. 电连接业务，转换器不断丰富细分场景产品，满足消费者多场景强弱电用电需求，巩固插座专家与领导者地位。一方面，重点加速数据中心末端配电解决方案的布局；另一方面，产品应用场景从家庭向社区家园拓展，加速充电枪、充电桩产品的研发上市，实现新能源汽车电连接领域的布局，挖掘新的增长点。 2. 智能电工照明业务，紧跟家装趋势，以系统化、智能化产品满足一站式消费需求。墙壁开关插座进一步丰富面向三、四线城市的简约开关，拓宽智能开关产品线并加快消费普及，同时推出针对渠道的专属产品，满足不同客户需求；大力发展 LED 装饰灯业务，围绕“轻巧、灵动、时尚”打造全屋套系化产品线，光源方面通过精益降本持续打造高性价比产品，并进一步丰富投光灯、工矿灯等工程类产品；生活电器不断扩充对冷暖电器的定义，围绕温度、干湿度、氛围度、智能化打造高品质产品，丰富直流变频浴霸、全域风扇灯等产品线；断路器业务以“安全”为定位，围绕漏电保护持续丰富窄体大空开等产品线，并针对家装企业、工程渠道打造专供产品。 智能家居前装产品持续丰富包括执手式、推拉式、全自动的智能门锁产品线，并加快智能晾衣



6. 进一步向世界级企业学习，建设领先的公牛业务管理系统，持续开展战略部署，全面推动精益变革、组织变革与机制创新，不断提升公司的业务创新能力和价值创造能力。

机、智能窗帘机等新品的上市，同时通过整合资源进一步加强智能控制系统的建设与技术的积累。

3. 数码配件业务，坚持第三方精品战略，围绕数码快充、音频耳机持续迭代创新，加强与头部手机厂商的技术合作，为用户带来更精致、更时尚的产品体验。

4. 持续推动装饰渠道变革，加速专卖店、综合店的打造，以墙壁开关插座、LED 照明为核心加强系统化销售，提升单店效率。把握机遇，进一步加快渠道的开拓，构建专业化服务能力，提升房地产企业、家装企业客户数量及销售转化。电商渠道继续开拓新平台，紧跟消费者购买习惯的变化，加大数字化营销推广力度，提升各流量平台的曝光频率与转化率，促进全品类协同发展。同时，推动 CRM+AI 系统经销商全覆盖，提升经销商、终端网点的数字化管理能力。

5. 充分发挥全国 110 多万家终端售点的优势，通过店招广告进一步加强公牛装饰开关、公牛爱眼照明等细分品类精准的品牌推广，同时借助数字化营销持续丰富品牌内涵，提升知名度、美誉度。

6. 持续提升供应链高品质、高效率、低成本优势，进一步加强模具、电子等制造技术能力，为新业务的孵化及智能化升级提供有力支持；加快数字化变革，推动异地云仓的系统化落地，构建拉通生产、库存、销售的数字化桥梁，提升市场需求与生产供应的匹配性；通过套期保值、供应商战略合作等方式持续加强大宗原材料的采购成本管理，降低原材料大幅波动给公司生产经营带来的风险。

7. 进一步加强人才队伍建设和组织机制创新，实行多基地布局，通过上海、深圳研发中心的建立，有效整合人才、技术及供应链优势；提升公牛业务管理系统的专业化水平，不断提升公司的业务创新能力和价值创造能力。

- 风险提示
- 1、宏观经济增速放缓的风险；
 - 2、市场竞争加剧的风险；
 - 3、新业务发展不达预期的风险；
 - 4、新渠道开拓不达预期的风险；
 - 5、主要原材料价格波动的风险。

- 1、宏观经济增速放缓的风险；
- 2、市场竞争加剧的风险；
- 3、新业务发展不达预期的风险；
- 4、新渠道开拓不达预期的风险；
- 5、主要原材料价格波动的风险。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

注：其中删除线内容为相较针对 2020 年的业务规划，针对 2021 年不再提及的内容；加粗内容为针对 2021 年的新补充部分。

5. 公司前十大股东情况跟踪

表 7：公牛集团前十大股东情况（更新自 2021 年一季度）

排名	股东名称	方向	持股数量 (万股)	持股数量变 动(万股)	占总股本 比例(%)	持股比例 变动(%)	股本性质
1	宁波良机实业有 限公司	不变	32400.00		53.95		境内非国有 法人
2	阮立平	不变	9686.42		16.13		境内自然人
3	阮学平	不变	9686.42		16.13		境内自然人
4	珠海高瓴道盈投 资合伙企业(有限 合伙)	减少	929.80	-276.90	1.55	-0.46	其他
5	香港中央结算有 限公司	新进	657.22	657.22	1.09	1.09	未知
6	宁波凝晖投资管 理合伙企业(有限 合伙)	不变	407.30		0.68		其他
7	施罗德投资管理 (香港)有限公司 -施罗德环球基 金系列新兴亚洲	不变	246.51		0.41		未知

(交易所)							
8	全国社保基金五零一组合	增加	179.51	11.61	0.3	0.02	未知
9	宁波穗元投资管理合伙企业(有限合伙)	不变	178.74		0.3		其他
10	施罗德投资管理(香港)有限公司-施罗德环球基金系列大中华(交易所)	不变	146.19		0.24		未知
合计			54518.11		90.78		

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李昂：现任零售及轻工行业团队负责人。曾任社服行业研究员、商业零售行业主分析师，具备消费产业跨多行业研究经验。

甄唯萱：现任零售及轻工行业分析师。2018 年 5 月加盟银河研究院从事零售行业研究，2020 年起增加覆盖轻工制造，擅长深度挖掘公司基本面。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-80928021 gengyouyou@chinastock.com.cn