

## 公牛集团 (603195.SH) 渠道与品类拓展加速业绩释放, 盈利能力逆势提升

2021年08月20日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/8/19
当前股价(元)	177.60
一年最高最低(元)	259.90/148.80
总市值(亿元)	1,067.75
流通市值(亿元)	134.27
总股本(亿股)	6.01
流通股本(亿股)	0.76
近3个月换手率(%)	163.71

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

- 《公司信息更新报告-Q3 业绩强势复苏, 继续看好全年表现》-2020.10.29
- 《公司信息更新报告-Q2 业绩环比改善, 看好扩品类、工程渠道双轮驱动》-2020.8.18

### ● 2021H1 收入、利润恢复高双位数增长, 维持“买入”评级

2021年随着国内疫情逐步得到控制, 2021Q2、2021H1 公司营收和归母净利润增速恢复明显。收入端: 2021H1、2021Q2 公司分别实现营业收入 58.20、32.45 亿元, 同比增长 41.65%、18.93%, 较 2019 年同期增长 17.60%、18.14%。利润端: 2021H1、2021Q2 公司分别实现归母净利润 14.21、8.14 亿元, 同比增长 76.85%、28.60%, 较 2019 年同期增长 33.31%、22.74%。综合考虑渠道与品类拓展计划落地, 继续看好公司未来成长逻辑, 预计 2021-2023 年归母净利润 29.74/35.81/42.32 亿元 (此前预测 2021-2022 归母净利润为 29.58/35.78 亿元), 对应 EPS 为 4.95/5.96/7.04 元, 当前股价对应 PE 为 35.9/29.8/25.2 倍, 维持“买入”评级。

### ● 成本管控效果明显, 费用端规模效应增强, 净利率边际改善

2021H1 原材料价格上涨背景下, 公司销售毛利率为 37.48% (-0.16pct), 表现较为稳定, 系公司通过期货套期保值缓解原材料上涨压力。费用率方面, 2021H1 期间费用率同比下滑 3.48%, 其中销售费用、管理费用、研发费用分别同比下滑 1.4%、0.98%、0.92%, 信息化升级下费用端规模效应增强, 释放较大利润空间。2021H1 净利率同比增长 4.86%, 2021Q2 环比增长 1.52%, 边际改善明显。

### ● 渠道与品类拓展有望加速业绩释放, 继续看好公司未来成长空间

**产品端推新计划落地:** (1) 顺应新能源趋势推出首款充电枪, 未来有望成为新增长点; (2) 加速布局套系化灯饰, 特种、工业光源等, LED 照明业务产品结构逐步改善, 有望延续增长势头; (3) 浴霸、断路器、智能家居等新品落地贡献增量收入。2021H1 电连接、智能照明业务收入分别同比增长 32%、61%。

**渠道深化, 发力新兴渠道:** (1) 截至 2021 年 6 月底, 已完成 1 万余家装饰渠道专卖化和综合化, 较 2020 年底 8000 余家新开发 2000 余家; (2) 聚焦 B 端、电商新兴渠道。实现与 20 余家 TOP 房企、100 多家全国头部装饰公司、6000 多个区域装饰公司的合作。2021H1 B 端、电商渠道营收分别同比增长 346%、47%。

● **风险提示:** 疫情反复、原材料价格波动风险、新业务发展不及预期等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,040	10,051	12,240	14,318	16,757
YOY(%)	10.8	0.1	21.8	17.0	17.0
归母净利润(百万元)	2,304	2,313	2,974	3,581	4,232
YOY(%)	37.4	0.4	28.5	20.4	18.2
毛利率(%)	41.4	40.1	41.3	41.9	42.2
净利率(%)	22.9	23.0	24.3	25.0	25.3
ROE(%)	41.5	25.3	27.3	26.3	25.2
EPS(摊薄/元)	3.83	3.85	4.95	5.96	7.04
P/E(倍)	46.3	46.2	35.9	29.8	25.2
P/B(倍)	19.2	11.7	9.8	7.8	6.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 业绩情况：后疫情下快速恢复，Q2 单季度业绩维持高增.....	3
2、 盈利能力：成本管控效果明显，净利率边际改善.....	3
3、 未来展望：品类扩展、渠道布局深化有望释放业绩.....	5
3.1、 推新计划落地，看好业务未来成长空间.....	5
3.2、 深化渠道变革，新兴渠道有望提振业绩.....	6
4、 盈利预测与投资建议.....	7
5、 风险提示.....	7
附：财务预测摘要.....	8

## 图表目录

图 1： 2021H1 收入、利润增速恢复明显.....	3
图 2： 2021 年单季度收入、利润维持高增长.....	3
图 3： 2021H1 原材料价格呈上升趋势.....	4
图 4： 2021H1 公司毛利率有所降低.....	4
图 5： 费用端规模效应逐渐显现，2021H1 期间费用率较 2020、2019 年同期均下降.....	5
图 6： 2021H1 净利率改善显著.....	5
图 7： 2021Q2 净利率环比提升显著.....	5

## 1、业绩情况：后疫情下快速恢复，Q2 单季度业绩维持高增

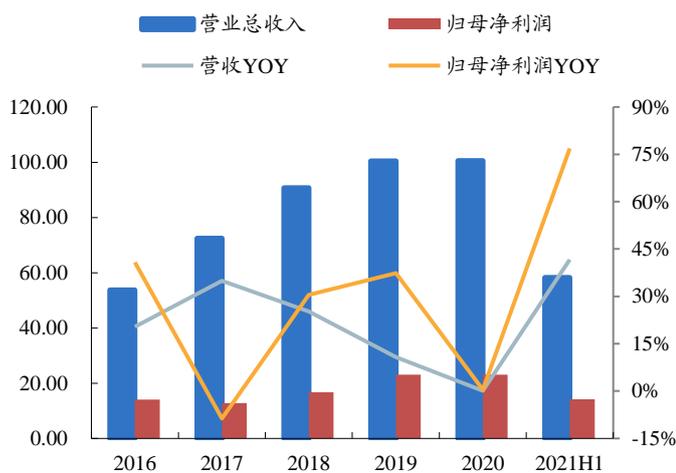
2020 年受疫情影响，公司收入、利润出现较大波动。2021 年随着国内疫情逐步得到控制，**2021Q2、2021H1 公司营收和归母净利润增速恢复明显。**

**收入端：**2021H1 公司实现营业收入 58.20 亿元，同比增长 41.65%，较 2019 年同期增长 17.06%。2021Q2 实现营业收入 32.45 亿元，同比增长 18.93%，较 2019 年同期增长 18.14%。环比来看，2021Q2 公司营收较 2021Q1 增长 34.20%。

**利润端：**2021H1 公司实现归母净利润 14.21 亿元，同比增长 76.85%，较 2019 年同期增长 33.31%。2021Q2 实现归母净利润 8.14 亿元，同比增长 28.60%，较 2019 年同期增长 22.74%。**利润增速大于收入增速，主要系公司费用端规模效应增强以及采用套期保值等方式锁定原材料采购价格。** 环比来看，2021Q2 公司归母净利润较 2021Q1 增长 26.07%。

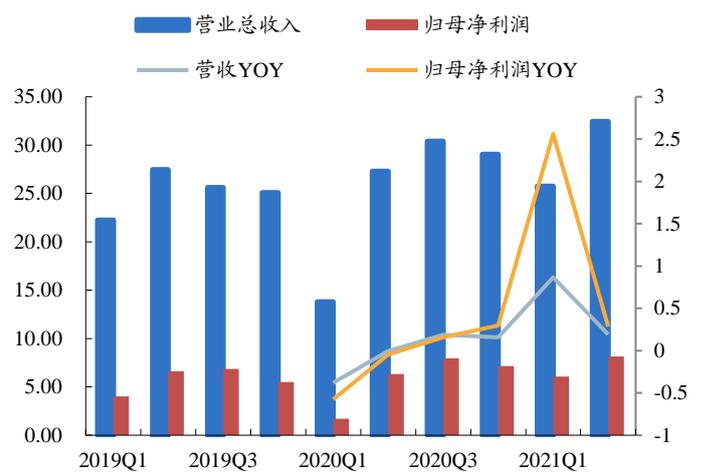
**我们认为，公司实现收入、利润双增长，主要系：**（1）疫情逐步得到控制，线下渠道有所恢复；（2）新兴渠道扩展效果明显，2021H1 公司电商渠道、工程渠道收入同比分别增长 47%、346%；（3）报告期内大力推动装饰渠道专卖化和综合化，有效带动相关产品收入增长。

图1：2021H1 收入、利润增速恢复明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021 年单季度收入、利润维持高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

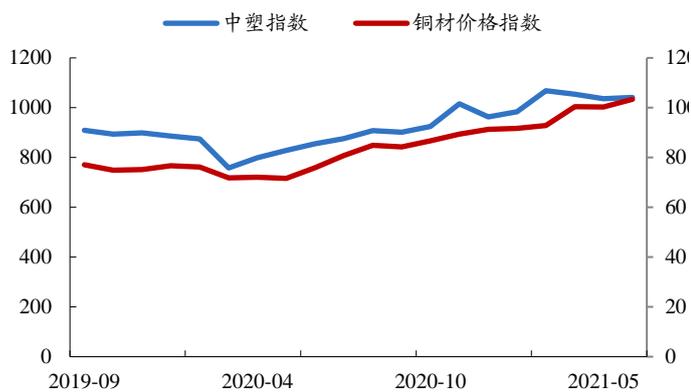
**分业务看：**（1）2021H1 公司不断丰富家居创新系列插座产品，电连接业务实现收入 29.88 亿元，同比增长 32%，同时公司顺应新能源发展趋势推出首款充电枪产品，借助电商渠道未来有望实现快速放量；（2）2021H1 智能照明业务实现收入 26.40 亿元，同比增长 61%，其中墙开同比增长 62%，产品结构改善带动 LED 照明业务同比增长 37%，浴霸、断路器、智能家居等新品落地拉动其他智能电工照明业务收入增速达 106%；（3）2021H1 数码配件业务实现收入 1.74 亿元，同比下滑 10%，主要系数码配件行业增速放缓所致，但公司仍围绕快充、无线音频类进行产品布局，上半年推出华为快充、TWS 耳机。

## 2、盈利能力：成本管控效果明显，净利率边际改善

**原材料价格上涨，毛利率有所承压。**2020 年新收入准则影响下公司毛利率有所下滑，2021H1 公司销售毛利率为 37.48%，同比下滑 0.16 pct，较 2019H1 下滑 2.81

pct。考虑到新会计准则将销售费用中“运输费”科目计入主营业务成本，将2019年运输费占营收比重（2.06%）加回，毛利率较2019H1实际下滑0.75pct。我们认为主要系2021年上半年原材料价格上涨推升成本。

**坚持推进自动化升级改造，生产效率提高有望带动毛利率上升。**2021年上半年转换器工厂导入153台设备、2条自动化线体；墙开工厂上半年新增生产线19条，新增工序机38套，人均UPPH提升21.4%；数码工厂重点打造智能柔性制造，工序效率提升50%以上；五金工厂已形成冲压-组装自动化设备全覆盖；注塑工厂进行自动装箱-码盘机机构和系统升级，同时实现与物流运输系统融合，节省装箱和物流人员，提升物流效率。

**图3：2021H1 原材料价格呈上升趋势**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：2021H1 公司毛利率有所降低**


数据来源：Wind、开源证券研究所

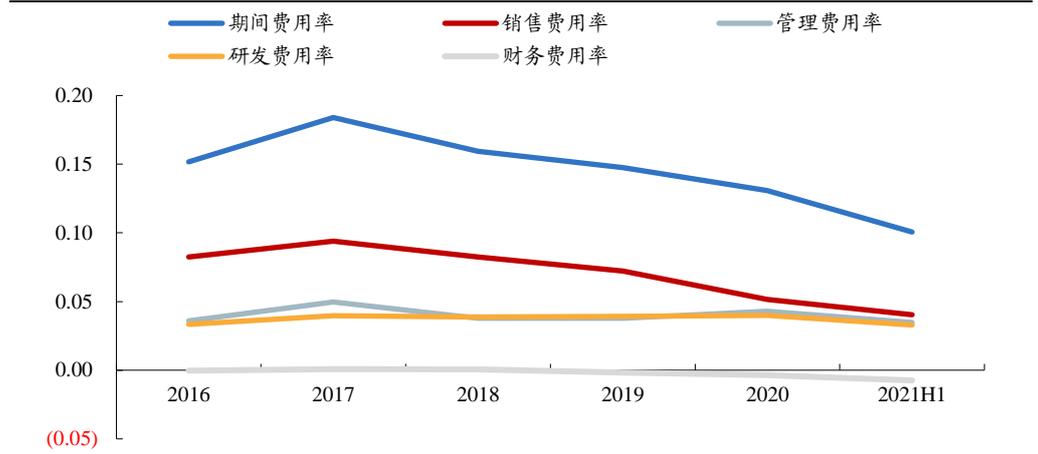
**费用端规模效应凸显，释放较大利润空间。**2021H1 公司期间费用率较 2020H1 降低 3.48pct，剔除新收入准则影响后，测算后 2021H1 期间费用率较 2020H1 降低 3.39pct，较 2019H1 降低 2.31pct。环比来看，2021Q2 公司期间费用率较 2021Q1 降低 0.58pct。

(1) 2021H1 销售费用率为 4.04%，较 2020H1 下降 1.4pct。剔除新收入准则影响后，测算后 2021H1 销售费用率较 2020H1 同比下降 1.31pct，较 2019H1 下降 0.53%，我们认为主要系强化电商渠道营销，精准投放提升费用投放效率。

(2) 2021H1 管理费用率为 3.47%，较 2020H1 下降 0.98pct，较 2019H1 下降 0.48pct。剔除限制性股票激励计划费用和特别人才持股计划费用后，2021H1 公司管理费用率为 3.21%。

(3) 2021H1 研发费用率为 3.29%，较 2020H1 下降 0.92pct，较 2019H1 下降 0.57pct，研发成果逐步得到释放。

(4) 2021H1 财务费用率为 -0.74%，较 2020H1 下降 0.18pct，较 2019H1 下降 0.73pct，主要系利息收入增加所致。

**图5：费用端规模效应逐渐显现，2021H1 期间费用率较 2020、2019 年同期均下降**


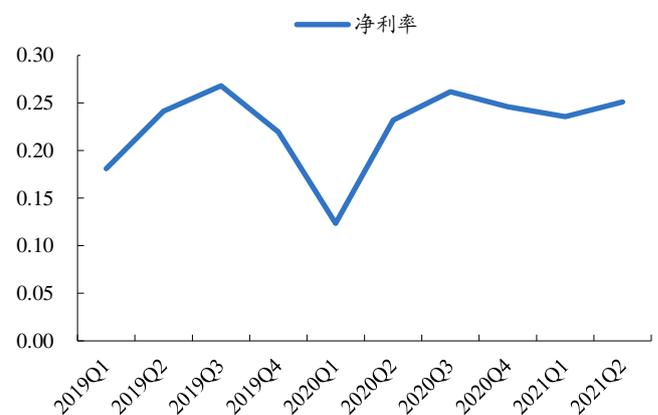
数据来源：Wind、开源证券研究所

**净利率边际改善显著。**整体来看，随着疫情逐步得到控制，降本控费成效逐渐显现，2021H1 公司净利率较 2020H1 提升 4.86pct 至 24.42%，2021Q2 净利率较 2021Q1 环比上升 1.52% 至 25.10%。此外，净利率边际改善还主要受益于套期保值采购机制下投资收益项目释放较大利润空间，2021H1 公司实现投资收益 0.96 亿元，较 2020H1 上涨 682.89%。

此外，截至报告期末公司应收账款 1 亿元，较年初减少 44.8%，主要系 2021 上半年公司降低经销商授信额度所致；存货较年初增长 37.7%，主要系公司主动备货以防范原材料上涨所致。

**图6：2021H1 净利率改善显著**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图7：2021Q2 净利率环比提升显著**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、未来展望：品类扩展、渠道布局深化有望释放业绩

#### 3.1、推新计划落地，看好业务未来成长空间

分业务来看：

**(1) 电连接业务：**2021H1 公司积极布局新能源汽车电连接业务，借助电商渠道上市首款充电枪产品，此外公司还积极储备充电桩等产品。目前充电桩和充电枪市场较为分散，我们认为先发布局新能源汽车行业有望为公司带来业绩新的增量空间。

(2) **墙壁开关业务**: 2021H1 公司继续引领装饰化, 继 2020 年成功推出 PIANO (皮亚诺) 系列装饰开关之后, 上半年成功开发上市“轻智能无线远程遥控开关”, 实现免改线、免网络、居家随心遥控。随着地产竣工预期持续改善以及家装、2B 渠道拓展, 墙开业务有望继续保持领先地位并维持高增速。

(3) **LED 照明业务**: 2021H1 公司进一步加速套系化现代装饰灯、场景化光源及灯具的产品线布局: (a) 现代装饰灯方面, 先后推出 8 套简约、时尚的系列新品。预计灯饰业务仍将保持良性增速; (b) 光源方面, 持续丰富品类, 推出投光灯、天棚灯、应急消防灯等特种、工业光源, 形成阶梯化矩阵式产品布局, 有望平滑家居光源市场萎缩的影响。

(4) **其他智能电工照明产品**: 为满足消费者家庭前装阶段一站式购买需求, 公司孵化并推出了浴霸、断路器、智能家居等一些列新品。智能家居板块方面, 2021H1 智能晾衣架、智能窗帘机等产品陆续上市, 作为家居场景控制重要入口的智能门锁也已完成初代布局。

(5) **数码配件业务**: 2021H1 公司推出一系列满足手机、笔记本电脑等设备的快充产品, 储备并积极推进大功率电源产品的落地, 600W 大功率户外储能电源已于 2021 年年初上市。

### 3.2、深化渠道变革, 新兴渠道有望提振业绩

分渠道来看:

(1) **装饰渠道方面**, 公司大力推动装饰渠道的专卖化和综合化, 导入公牛墙壁开关插座、LED 照明、断路器、生活电器 (浴霸)、智能门锁等电工照明产品, 旨在为前装环节提供一站式购买需求。截至 2021 年 6 月底, 已成功开发 1 万余家, 较 2020 年底 8000 余家新开发 2000 余家。

(2) **传统五金渠道方面**, 公司继续加大超级售点的培育力度, 借助遍布全国的经销商进行超市、便利店等现代渠道的网点开发, 入驻线上美团、京东到家等 O2O 平台, 开拓贸易公司、办公用品店等大客户。

(3) **工程渠道方面**, 2021H1 公司继续深挖 2B 端渠道优质客户资源。在战略客户开拓方面, 实现与 20 余家 TOP 战略房企的合作; 同时, 积极开拓家装公司渠道, 先后与 100 多家全国头部装饰公司建立了稳固的合作。在区域客户开拓方面, 公司通过经销商已与 6,000 多个区域头部装饰公司达成合作。持续扩张下 2021H1 公司 2B 端渠道销售收入同比增长高达 346%。

(4) **电商渠道方面**, 积极拥抱小红书、B 站、抖音等数字化平台, 全方位开展线上品牌传播、产品种草及销售导流。产品方面重点开展灯饰、轨道插座、充电枪等特色品类的营销活动, 以优带新, 借力用力, 促进全品类协同发展。2021 H1 电商渠道销售收入同比增长 47%。

房地产竣工回暖, 产品推新落地叠加渠道深化, 拉动 2021H1 公司电连接业务、智能电工照明业务收入同比增长 32%、61%, 其中墙开插座、LED 照明、其他智能电工产品收入同比增长 62%、37%、106%。我们认为随着渠道布局的不断深化以及产品线的持续开拓, 公司作为行业龙头有望在更多细分领域提升市占率, 从而实现稳定的长期增长。

#### 4、盈利预测与投资建议

综合考虑渠道与品类拓展计划落地，继续看好公司未来成长逻辑，预计 2021-2023 年归母净利润 29.74/35.81/42.32 亿元（此前预测 2021-2022 归母净利润为 29.58/35.78 亿元），对应 EPS 为 4.95/5.96/7.04 元，当前股价对应 PE 为 35.9/29.8/25.2 倍，维持“买入”评级。

#### 5、风险提示

疫情反复、原材料价格波动风险、新业务发展不及预期等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5641	10518	12697	15331	19075
现金	734	3753	5656	8870	11537
应收票据及应收账款	197	184	230	264	348
其他应收款	27	126	0	122	17
预付账款	26	35	31	51	42
存货	979	788	2717	1393	2562
其他流动资产	3678	5632	4063	4632	4570
<b>非流动资产</b>	1775	1920	1939	2016	2077
长期投资	0	0	-0	-1	-1
固定资产	1153	1182	1251	1359	1451
无形资产	310	300	300	304	311
其他非流动资产	311	438	388	354	315
<b>资产总计</b>	7417	12438	14637	17347	21151
<b>流动负债</b>	1830	3064	3522	3554	4248
短期借款	0	500	500	500	500
应付票据及应付账款	1164	1286	1639	1749	2196
其他流动负债	665	1278	1382	1304	1551
<b>非流动负债</b>	36	236	204	173	142
长期借款	0	160	129	98	66
其他非流动负债	36	76	76	76	76
<b>负债合计</b>	1865	3300	3726	3727	4390
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	540	601	601	601	601
资本公积	310	3820	3820	3820	3820
留存收益	4701	4734	6164	7886	9920
<b>归属母公司股东权益</b>	5551	9137	10911	13620	16762
负债和股东权益	7417	12438	14637	17347	21151

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2297	3437	2152	4690	3592
净利润	2304	2313	2974	3581	4232
折旧摊销	197	234	144	168	196
财务费用	-17	-36	12	14	17
投资损失	-106	-52	-148	-183	-219
营运资金变动	-109	902	-855	1113	-633
其他经营现金流	30	75	24	-3	-0
<b>投资活动现金流</b>	-1792	-4250	963	-560	213
资本支出	449	419	66	64	61
长期投资	0	10	0	0	0
其他投资现金流	-1344	-3821	1030	-495	275
<b>筹资活动现金流</b>	-5	1926	-1212	-917	-1137
短期借款	0	500	0	0	0
长期借款	0	160	-31	-31	-31
普通股增加	0	61	1	0	0
资本公积增加	0	3510	0	0	0
其他筹资现金流	-5	-2305	-1181	-886	-1106
<b>现金净增加额</b>	502	1110	1903	3214	2668

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	10040	10051	12240	14318	16757
营业成本	5882	6019	7186	8324	9690
营业税金及附加	75	80	93	110	129
营业费用	725	518	612	709	821
管理费用	379	431	514	587	687
研发费用	393	401	465	544	654
财务费用	-17	-36	12	14	17
资产减值损失	-1	-7	4	3	3
其他收益	66	127	61	53	52
公允价值变动收益	-0	0	-0	-0	-0
投资净收益	106	52	148	183	219
资产处置收益	-4	-1	-1	-1	-2
<b>营业利润</b>	2769	2803	3563	4263	5025
营业外收入	5	3	4	3	3
营业外支出	78	51	57	21	23
<b>利润总额</b>	2695	2755	3510	4245	5005
所得税	391	441	536	664	774
<b>净利润</b>	2304	2313	2974	3581	4232
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	2304	2313	2974	3581	4232
EBITDA	2870	2917	3548	4229	4928
EPS(元)	3.83	3.85	4.95	5.96	7.04

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	10.8	0.1	21.8	17.0	17.0
营业利润(%)	41.3	1.2	27.1	19.6	17.9
归属于母公司净利润(%)	37.4	0.4	28.5	20.4	18.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	41.4	40.1	41.3	41.9	42.2
净利率(%)	22.9	23.0	24.3	25.0	25.3
ROE(%)	41.5	25.3	27.3	26.3	25.2
ROIC(%)	41.1	22.9	24.9	24.0	23.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	25.1	26.5	25.5	21.5	20.8
净负债比率(%)	-13.1	-33.5	-45.5	-60.3	-65.1
流动比率	3.1	3.4	3.6	4.3	4.5
速动比率	1.0	2.3	2.2	3.3	3.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.6	1.0	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	49.2	52.7	59.2	57.9	54.8
应付账款周转率	4.8	4.9	4.9	4.9	4.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.83	3.85	4.95	5.96	7.04
每股经营现金流(最新摊薄)	3.82	5.72	3.58	7.80	5.98
每股净资产(最新摊薄)	9.23	15.20	18.15	22.65	27.88
<b>估值比率</b>					
P/E	46.3	46.2	35.9	29.8	25.2
P/B	19.2	11.7	9.8	7.8	6.4
EV/EBITDA	36.7	34.6	28.2	22.7	19.0

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的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	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	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，属于机密材料，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16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