

公牛集团 (603195.SH) 新品类落地快速放量，看好渠道协同驱动长期增长

2022 年 04 月 13 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
吕明（分析师）
周嘉乐（分析师）
陆帅坤（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

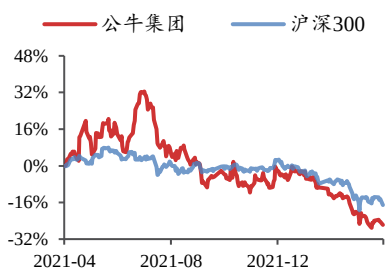
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2022/4/13
当前股价(元)	132.50
一年最高最低(元)	229.88/122.88
总市值(亿元)	796.56
流通市值(亿元)	100.17
总股本(亿股)	6.01
流通股本(亿股)	0.76
近 3 个月换手率(%)	51.78

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-2021 年收入略超预期，原材料价格影响短期毛利率》-2022.3.12

《公司深度报告-核心主业龙头地位稳固，新能源、LED 驶入快车道》-2022.3.7

《公司信息更新报告-渠道和品类拓展逐步落地，Q3 业绩保持稳步增长》-2021.10.31

● 2021 年业绩稳增长，看好品类及渠道深化带动业绩增长，维持“买入”评级

2021 年公司营收 123.85 亿元 (+23.22%)，归母净利润 27.8 亿元 (+20.18%)。2021Q4 营收 33.72 亿元 (+16.13%)，归母净利润 5.74 亿元 (-19.65%)。全年实际业绩相较于业绩预告略低，我们下调 2022-2023 年盈利预测，新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 30.85/36.57/42.63 亿元（2022-2023 年原值为 33.49/39.65 亿元），对应 EPS 为 5.13/6.08/7.09 元，当前股价对应 PE 为 25.8/21.8/18.7 倍，长期看好品类以及渠道深化带动业绩增长，维持“买入”评级。

● 新品类及渠道扩张成效显著，LED 照明及生活电器逐渐驶入快车道

分业务看，2021 年公司电连接/智能电工照明/数码配件业务营收增速分别为 15.58%/36.9%/-10.79%，其中墙开/LED 照明/生活电器营收增速分别为 29.55%/38.53%/139.56%，墙开、LED 照明业务和生活电器在品类扩张和综合化门店升级双重驱动下实现较快增长。分渠道看，2021 年公司 B 端/电商营收增速分别为 175.2%/31.82%，B 端业务在品类布局完善以及客户拓展下实现快速增长，我们预计线下 C 端实现双位数稳健增长，或系装饰渠道综合化门店升级所致。

● 原材料扰动致毛利承压明显，强费用管控能力下盈利能力维持相对稳定

受原材料价格上涨以及套期保值效果减弱影响，2021 年公司毛利率 36.95% (-3.17pcts)，2021Q4 毛利率 32.27% (-9.31pcts)。费用端，2021 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.52%/3.45%/3.80%/-0.71%，同比分别-0.63pcts/-0.83pcts/-0.19pcts/-0.35pcts，较强供应链和渠道管理能力以及渠道协同下公司费用管控能力突出。综合影响下 2021 年净利率 22.45% (-0.57pcts)，维持相对稳定状态。

● 推出股权激励计划，看好长期新品类发展和渠道深化驱动业绩增长

公司披露限制性股票激励计划，激励对象包括高管及核心骨干等合计 670 人，激励计划有望提高公司经营活力。展望 2022 年，考虑到公司品类布局完善，装饰渠道升级及 B 端渠道拓展稳步推进，强协同作用下看好新品驱动公司业绩增长。

● 风险提示：新品销售不及预期；行业竞争风险加剧；原材料价格持续上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	10,051	12,385	14,017	16,049	18,352
YOY(%)	0.1	23.2	13.2	14.5	14.3
归母净利润(百万元)	2,313	2,780	3,085	3,657	4,263
YOY(%)	0.4	20.2	11.0	18.6	16.5
毛利率(%)	40.1	37.0	37.5	38.2	38.8
净利率(%)	23.0	22.4	22.0	22.8	23.2
ROE(%)	25.3	25.8	24.9	24.7	24.3
EPS(摊薄/元)	3.85	4.62	5.13	6.08	7.09
P/E(倍)	34.4	28.6	25.8	21.8	18.7
P/B(倍)	8.7	7.4	6.4	5.4	4.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2021 年收入增长稳健，LED 照明、生活电器驶入快车道.....	3
1.1、 按业务拆分： 传统电连接和墙开业务增长稳健，LED 照明及生活电器带来新增长点	3
1.2、 按渠道拆分： 线下 C 端稳健增长，B 端及电商渠道增长快速	4
2、 2021 年整体盈利能力维持相对稳定状况，营运能力突出.....	5
2.1、 盈利能力： 原材料扰动致毛利承压，强费用管控下盈利维持相对稳定	5
2.2、 营运能力： 现金流处于相对健康状况，营运能力突出.....	6
3、 推出股权激励计划，看好 LED 照明业务、新能源电连接等新品类驱动公司业绩长期增长	7
4、 盈利预测与投资建议	8
5、 风险提示	8
附： 财务预测摘要	9

图表目录

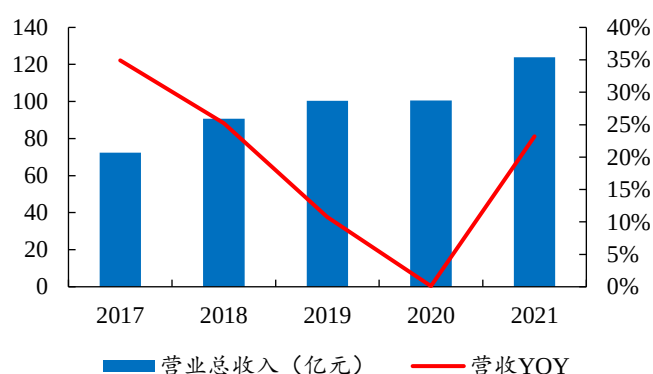
图 1： 2021 年公司实现营收 123.85 亿元（+23.22%），增长稳健	3
图 2： 2021Q4 营收 LED 照明、生活电器等新品驱动下维持稳健增长	3
图 3： 2021 年公司实现净利润 27.8 亿元（+20.18%），增长稳健	3
图 4： 受套期保值效果减弱影响 2021Q4 公司业绩承压较为明显	3
图 5： 2021 年受原材料价格上涨影响毛利率有所下滑.....	5
图 6： 受套期保值效果减弱影响 2021Q4 毛利率承压明显.....	5
图 7： 强费用管控能力下 2021 年公司整体费用率延续下降趋势.....	6
图 8： 强费用管控能力下 2021Q4 公司整体费用率同比有所下降	6
图 9： 原材料价格扰动致毛利率下滑明显，从而导致 2021 年公司净利率小幅下滑	6
图 10： 2021Q4 受原材料套期保值效果减弱影响业绩承压明显	6
图 11： 2021 年公司存货周转效率延续提升趋势.....	7
图 12： 2021 年公司回款能力延续提升趋势	7
表 1： 传统电连接和墙开业务增长稳健，LED 照明及生活电器类产品带来新增长点	4
表 2： 新一轮股权激励计划对象涵盖公司董事、高管及核心人员供给 670 人，并提出相应考核指标，利益绑定下看好长期高质量发展	7

1、2021 年收入增长稳健，LED 照明、生活电器驶入快车道

受益传统核心主业稳定增长以及新业务快速发展，2021 年公司整体营收增长稳健。2021 年公司实现营收 123.85 亿元 (+23.22%)，单季度来看 2021Q4 实现营收 33.72 亿元 (+16.13%)，2021Q4 增速环比 Q3 改善或系 LED 照明、生活电器等新品快速增长所致。

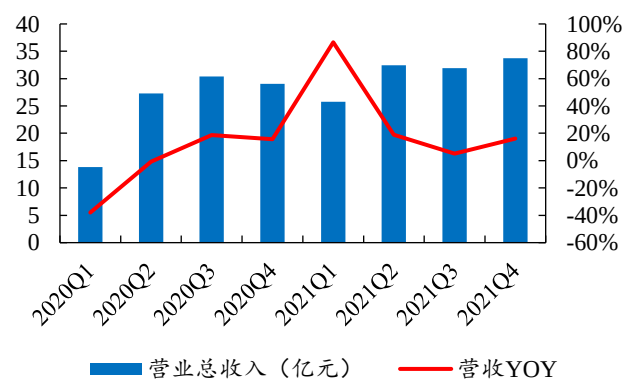
2021 年业绩增长稳健，受套期保值效果减弱影响 2021Q4 业绩短期承压明显。2021 年公司实现归母净利润 27.8 亿元 (+20.18%)，单季度来看 2021Q4 实现归母净利润 5.74 亿元 (-19.65%)，单季度盈利承压明显主要系：(1) 2021Q4 塑料、铜等原材料仍处高位致套期保值效果减弱；(2) 2021 年年中适当提价红利减弱。

图1：2021 年公司实现营收 123.85 亿元 (+23.22%)，增长稳健



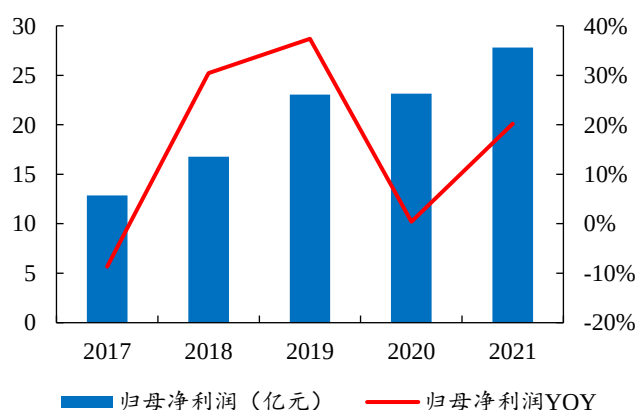
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021Q4 营收 LED 照明、生活电器等新品驱动下维持稳健增长



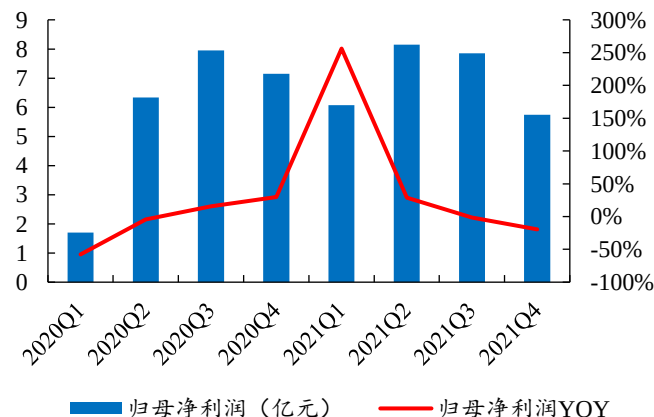
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2021 年公司实现净利润 27.8 亿元 (+20.18%)，增长稳健



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：受套期保值效果减弱影响 2021Q4 公司业绩承压较为明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、按业务拆分：传统电连接和墙开业务增长稳健，LED 照明及生活电器带来新增长点

(1) 电连接业务：2021 年公司电连接业务实现营收 64.13 亿元 (+15.58%)，较 2019 年复合增速为 10.53%，预计 2021Q4 实现单位数增长。2021 年电连接业务实现

恢复性增长，我们认为主要系公司持续围绕家庭用电需求不断推出轨道插座、升降插座等创新性产品，根据生意参谋数据，2021 年公司阿里转换器 GMV 增速达 23.77%。此外，公司积极向工业末端配电以及新能源电连接领域拓展，自 2021 年下半年入局新能源充电桩/枪品类以来实现快速发展，我们预计 2021 年公司新能源电连接收入超 0.2 亿元。

(2) 智能电工照明业务。2021 年公司智能电工照明业务实现营收 55.51 亿元 (+36.9%)，恢复性高增长主要系墙开、LED 照明以及生活电器等品类共同驱动。具体来看：

墙开：2021 年实现营收 38.24 亿元 (+29.55%)，预计 2021Q4 仍实现双位数稳健增长，我们认为主要系公司墙开多价格带、多渠道发展逐步收效：一方面公司积极推出智能化、高端化装饰开关；另一方面公司积极拓展电商、B 端渠道，2021 年公司借助中高低阶梯组合与全国 120 余家装饰公司建立稳固合作，并且推出电商专供系列产品。

LED 照明：2021 年实现营收 10.67 亿元 (+38.53%)，预计 2021Q4 延续前三季度亮眼表现，我们认为主要得益于装饰灯的快速发展和线下装饰渠道综合化门店升级的稳步推进。2021 年公司已成功开发装饰渠道综合化门店 18000 多家。

其他：主要为生活电器以及断路器产品，2021 年实现营收 6.6 亿元 (+98.17%)，预计 2021Q4 延续前三季度亮眼表现。其中浴霸、智能门锁、智能晾衣机、智能串联及等生活电器营收增长 139.56%，高增或系多品类布局下渠道销售协同作用增强所致；断路器营收增长 52.16%，主要系公司不断丰富产品线。

表1：传统电连接和墙开业务增长稳健，LED 照明及生活电器类产品带来新增长点

	2020		2021		2021Q1-Q3		2021Q4	
	收入	YoY	收入	YoY	收入	YoY	收入	YoY
电连接业务	55.49	5.69%	64.13	15.58%	47.30	20%	16.84	4.76%
智能电工照明业务	40.55	-8.34%	55.51	36.90%	40.72	42%	14.79	24.57%
其中：墙开	29.52	-8.00%	38.24	29.55%	28.40	36.00%	9.85	13.97%
LED 照明	7.70	-21.72%	10.67	38.53%	7.30	34.00%	3.37	49.48%
其他	3.33	44.01%	6.60	98.17%	5.03	113.55%	1.57	61.00%
数码配件业务	4.18	17.48%	3.73	-10.79%	2.99	-5.79%	0.74	-26.73%

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：分季度数据为自主测算）

1.2、按渠道拆分：线下 C 端稳健增长，B 端及电商渠道增长快速

(1) B 端渠道：2021 年公司继续积极拓展装企业务、工程项目业务和地产精装房业务。2021 年实现营收增速 175.2%，我们认为主要系公司依托多品类产品组合优势快速拓展家装与工装公司市场，截至 2021 年年底公司已与 120 余家全国及区域知名装饰公司及平台建立了稳固合作。

(2) 电商渠道：2021 年公司积极推进全品类、全平台数字化营销战略，并针对电商渠道推出多款特定系列墙开产品以及新能源充电设备。2021 年实现营收增速 31.82%。根据生意参谋数据，2021 年全年公司阿里转换器、墙开 GMV 增速分别 23.77%、21.1%，市占率稳定位列行业第一，此外新能源充电设备市占率快速提升至 17.38%。

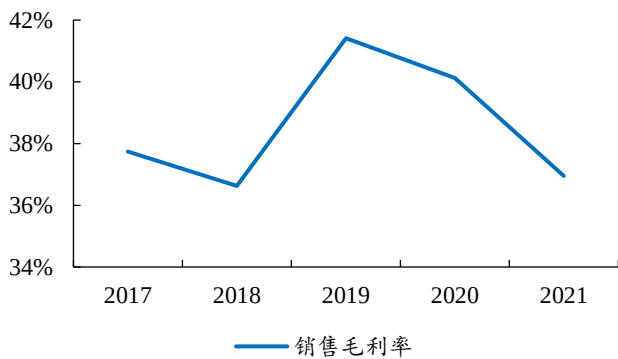
(3) **线下C端**：根据B端渠道和电商渠道占比我们推算2021年公司线下C端实现营收增速约17%，增长稳健，我们认为主要系装饰渠道综合化门店带来新增长点所致。

2、2021年整体盈利能力维持相对稳定状况，营运能力突出

2.1、盈利能力：原材料扰动致毛利承压，强费用管控下盈利维持相对稳定

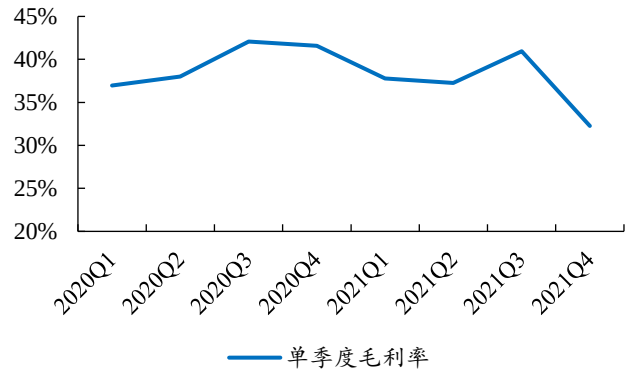
(1) **毛利率**：2021年公司整体毛利率36.95%（-3.17pcts），主要系原材料价格上涨所致，2021年公司直接材料成本同比增加39.35%。单季度来看2021Q4公司毛利率32.27%（-9.31pcts），单季度毛利率下滑明显主要系2021Q4原材料高位震荡致套期保值效果减弱所致。**具体分品类来看**：2021年电连接产品/智能电工照明产品/数码配件产品毛利率分别为32.95%/42.02%/27%，同比分别-6.18pcts/-1.13pcts/+4.63pcts，高毛利率智能电工照明产品凭借高端智能化升级属性具备一定抵御原材料成本上涨风险能力。

图5：2021年受原材料价格上涨影响毛利率有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

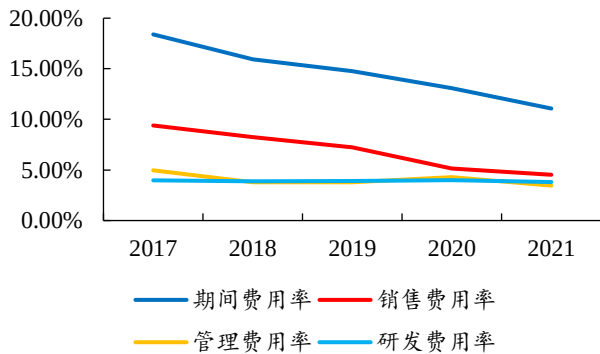
图6：受套期保值效果减弱影响2021Q4毛利率承压明显



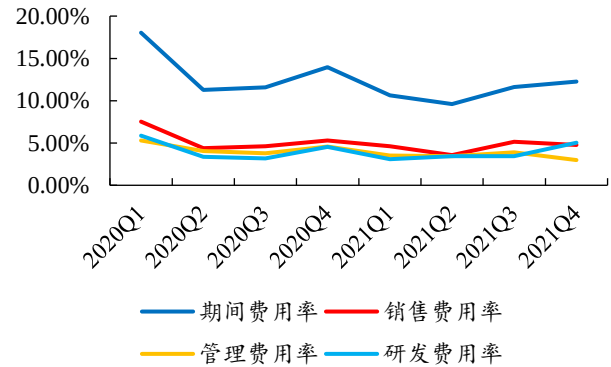
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) **费用端**：2021年公司期间费用率为11.07%（-2.0pcts），其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为4.52%/3.45%/3.80%/-0.71%，同比分别-0.63pcts/-0.83pcts/-0.19pcts/-0.35pcts。单季度来看，2021Q4公司期间费用率为12.28%（-1.70pcts），其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为4.78%/2.98%/5.03%/-0.52%，同比分别-0.51pcts/-1.59pcts/+0.51pcts/-0.1pcts。

从2021年全年以及2021Q4来看公司费用管控能力较强，2017年以来费用率整体呈下降趋势。我们认为主要系公司较强的供应链管理和渠道管理能力，叠加终端销售网点较强销售协同和营销推广协同所致。

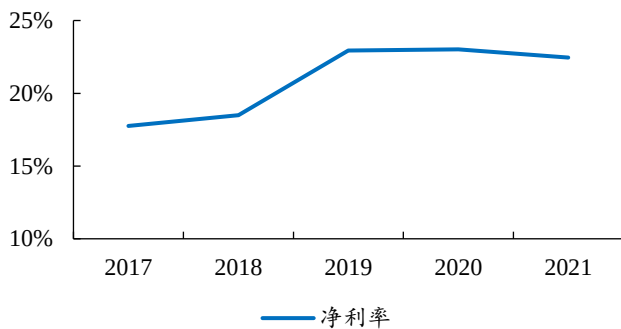
图7：强费用管控能力下 2021 年公司整体费用率延续下降趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

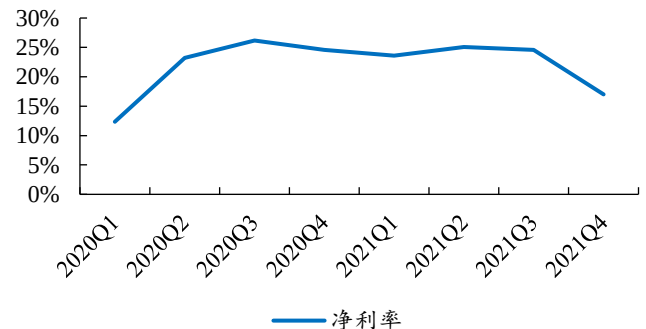
图8：强费用管控能力下 2021Q4 公司整体费用率同比有所下降


数据来源：Wind 开源证券研究所

(3) 净利率：2021 年公司净利率 22.45% (-0.57pcts)，同比略有下滑主要系原材料价格维持高位致毛利率下滑明显所致。单季度来看 2021Q4 公司净利率 17.02% (-7.58pcts)，单季度业绩承压明显主要系套期保值效果下降致毛利率下滑明显所致。

图9：原材料价格扰动致毛利率下滑明显,从而导致 2021 年公司净利率小幅下滑


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2021Q4 受原材料套期保值效果减弱影响业绩承压明显


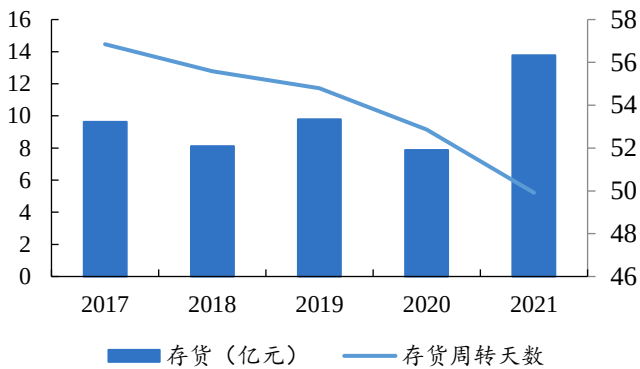
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、营运能力：现金流处于相对健康状况，营运能力突出

(1) 存货：截至 2021 年底，公司存货为 13.77 亿元，同比增长 74.69%，主要系年末为支撑日常经营活动主动增加备货所致。存货周转天数为 49.91 天，同比减少 3 天，反映公司整体存货周转效率良好，我们认为得益于公司较强的渠道经营管理能力。

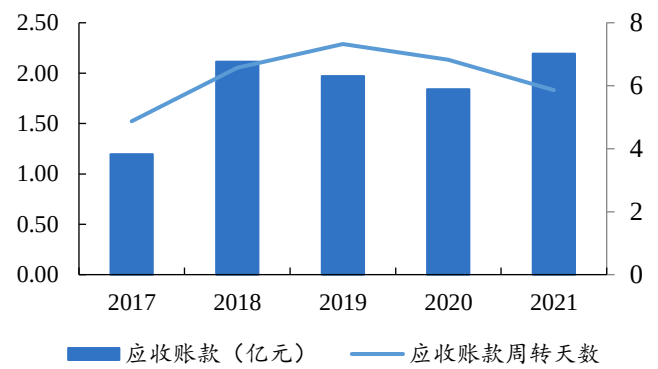
(2) 应收账款：截至 2021 年底，公司应收账款为 2.19 亿元，同比增长 19.21%。应收账款周转天数 5.86 天，同比减少 1 天，回款能力突出主要系公司对经销商较强的议价能力。

图11：2021 年公司存货周转效率延续提升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2021 年公司回款能力延续提升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 现金流：2021 年公司经营性现金流净额为 30.14 亿元 (-12.3%)，同比下滑主要系大宗原材料价格上涨，采购额增长所致。单季度来看，2021Q4 公司经营性现金流净额为 8.41 亿元，同比-18.8%，我们认为同样主要系年末采购备货所致。整体来看，公司经营性现金流净额 1.08 倍于净利润，现金产出能力较为稳定。

3、推出股权激励计划，看好 LED 照明业务、新能源电连接等新品类驱动公司业绩长期增长

2022 年 4 月 12 日，公司披露限制性股票激励计划，拟向公司董事、高管、核心管理人员及技术骨干共 670 人授予限制性股票数合计 155 万股（占激励计划草案公告时总股本的 0.26%），首次授予价格为 65.46 元/股。此次限制性股票激励计划考核要求为 2022-2024 年营业收入或净利润不低于最近三个会计年度的平均水平且不低于最近两个会计年度平均水平的 110%。综合来看，此次激励计划旨在充分绑定中高层、核心骨干人员与公司利益，设定相应的考核指标也有望调动公司员工积极性，提高公司整体经营活力。

表2：新一轮股权激励计划对象涵盖公司董事、高管及核心人员供给 670 人，并提出相应考核指标，利益绑定下看好长期高质量发展

激励时间	激励对象	授予股票数量	授予价格	考核指标
2022 年限制性股票激励计划	董事及高管 5 人，核心管理人员及核心骨干 665 人，合计 670 人。	155 股（公司股本总额的 0.26%）。	65.46 元/股	2022-2024 年营业收入或净利润不低于最近三个会计年度的平均水平且不低于最近两个会计年度平均水平的 110%。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

展望 2022 年，继续看好新品类放量以及渠道深化下带来的增长机会：

(1) 核心品类方面，关注渠道深化+智能化趋势驱动稳健增长。转换器作为偏刚需快消品类，自然更新需求稳定，预计未来维持高单位数的稳定增长。墙开方面，下沉市场+B 端市场+中高端市场仍存在增量空间。产品端来看公司目前已经发力智能开关、智能插座等品类，渠道端来看公司 B 端业务拓展快速，并且拟逐步针对下沉市场布局相关产品，预计产品、渠道两端发力之下墙开业务维持 20%左右稳定增长。

(2) LED 照明业务方面，首先行业 β 增长红利明显，LED 照明行业空间大且格局尚未成型，利好后进入者，公司渠道优势明显，发力以智能照明为主的业务能够带来较大的增长潜力。其次强协同效应+供应链标准化降本能力有望形成自身的 α 增长，例如供应链端标准化生产能力有望实现无主灯等新品的快速普及，预计 2022 年 LED 照明业务维持 30% 左右较高增长。

(3) 生活电器业务方面，渠道方面与墙开和 LED 照明产品销售协同作用较强。当前公司产品矩阵布局完善，随着线下综合化门店升级稳步推进，我们预计生活电器将维持高双位数增长。

(4) 新能源电连接业务方面，新能源风口下有望迎来快速发展，传统电连接技术延伸下公司率先抢占电商市场。快速布局已形成先发优势，未来规模化、套系化等能力将进一步赋能线上+线下共同发展。

4、盈利预测与投资建议

全年实际业绩相较于业绩预告略低，我们下调 2022-2023 年盈利预测，新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 30.85/36.57/42.63 亿元（2022-2023 年原值为 33.49/39.65 亿元），对应 EPS 为 5.13/6.08/7.09 元，当前股价对应 PE 为 25.8/21.8/18.7 倍，长期看好品类以及渠道深化带动业绩增长，维持“买入”评级。

5、风险提示

新品销售不及预期；行业竞争风险加剧；原材料价格持续上涨等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10518	13257	14039	17194	19817
现金	3753	4377	4382	7315	9823
应收票据及应收账款	184	220	260	320	342
其他应收款	126	196	0	157	34
预付账款	35	29	50	37	61
存货	788	1377	2897	2001	2583
其他流动资产	5632	7058	6451	7362	6973
非流动资产	1920	2217	2131	2153	2141
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1183	1498	1469	1515	1540
无形资产	300	296	294	296	282
其他非流动资产	437	424	368	342	319
资产总计	12438	15474	16170	19346	21958
流动负债	3064	4617	3671	4422	4312
短期借款	500	500	500	500	500
应付票据及应付账款	1286	1704	1650	2147	2153
其他流动负债	1278	2412	1520	1774	1658
非流动负债	236	101	101	101	101
长期借款	160	0	-1	-0	-1
其他非流动负债	76	101	101	101	101
负债合计	3300	4718	3772	4523	4413
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	601	601	601	601	601
资本公积	3820	3914	3914	3914	3914
留存收益	4734	6314	7798	9557	11608
归属母公司股东权益	9137	10756	12398	14823	17545
负债和股东权益	12438	15474	16170	19346	21958

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3437	3014	624	5007	3704
净利润	2313	2780	3085	3657	4263
折旧摊销	234	230	197	222	251
财务费用	-36	-88	14	16	18
投资损失	-52	-190	-148	-183	-219
营运资金变动	902	82	-2581	1296	-608
其他经营现金流	75	200	57	-1	-0
投资活动现金流	-4250	-1589	1512	-825	363
资本支出	419	475	-32	16	-17
长期投资	10	0	0	0	0
其他投资现金流	-3821	-1114	1480	-809	346
筹资活动现金流	1926	-701	-2131	-1248	-1559
短期借款	500	0	0	0	0
长期借款	160	-160	-1	0	-0
普通股增加	61	1	0	0	0
资本公积增加	3510	94	0	0	0
其他筹资现金流	-2305	-635	-2131	-1248	-1559
现金净增加额	1110	723	4	2934	2508

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10051	12385	14017	16049	18352
营业成本	6019	7809	8761	9918	11232
营业税金及附加	80	83	104	119	136
营业费用	518	560	631	730	844
管理费用	431	428	449	498	569
研发费用	401	471	526	610	707
财务费用	-36	-88	14	16	18
资产减值损失	-7	-16	4	3	4
其他收益	127	391	397	53	52
公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
投资净收益	52	190	148	183	219
资产处置收益	-1	-11	-4	-4	-5
营业利润	2803	3651	4071	4387	5109
营业外收入	3	4	4	3	3
营业外支出	51	331	393	21	23
利润总额	2755	3325	3681	4369	5089
所得税	441	545	596	712	827
净利润	2313	2780	3085	3657	4263
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	2313	2780	3085	3657	4263
EBITDA	2917	3454	3777	4446	5114
EPS(元)	3.85	4.62	5.13	6.08	7.09

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	0.1	23.2	13.2	14.5	14.3
营业利润(%)	1.2	30.3	11.5	7.8	16.5
归属于母公司净利润(%)	0.4	20.2	11.0	18.6	16.5
获利能力					
毛利率(%)	40.1	37.0	37.5	38.2	38.8
净利率(%)	23.0	22.4	22.0	22.8	23.2
ROE(%)	25.3	25.8	24.9	24.7	24.3
ROIC(%)	22.9	22.5	23.2	23.0	22.5
偿债能力					
资产负债率(%)	26.5	30.5	23.3	23.4	20.1
净负债比率(%)	-33.5	-29.3	-30.9	-45.6	-52.8
流动比率	3.4	2.9	3.8	3.9	4.6
速动比率	2.3	2.3	2.5	2.9	3.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	52.7	61.3	58.4	55.3	55.4
应付账款周转率	4.9	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.85	4.62	5.13	6.08	7.09
每股经营现金流(最新摊薄)	5.72	5.01	1.04	8.33	6.16
每股净资产(最新摊薄)	15.20	17.89	20.62	24.66	29.18
估值比率					
P/E	34.4	28.6	25.8	21.8	18.7
P/B	8.7	7.4	6.4	5.4	4.5
EV/EBITDA	25.3	20.4	18.9	15.2	12.8

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