

公牛集团 (603195.SH)
主业延续稳健，新业务放量，有望穿越周期显韧性

2022 年 11 月 28 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

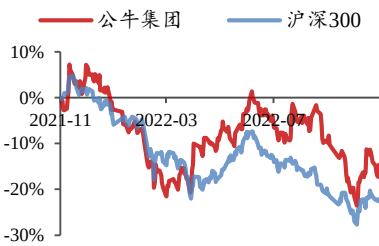
lushuaikun@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2022/11/25
当前股价(元)	133.75
一年最高最低(元)	173.28/117.70
总市值(亿元)	804.04
流通市值(亿元)	99.65
总股本(亿股)	6.01
流通股本(亿股)	0.75
近 3 个月换手率(%)	60.81

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《2022Q3 营收增长稳健，高基数扰动致业绩承压——公司信息更新报告》
-2022.10.30

《携手国网车联网加速充电桩落地社区，新能源业务可期——公司信息更新报告》
-2022.9.12

《2022Q2 收入超预期增长，盈利能力环比改善——公司信息更新报告》
-2022.8.18

● **主业延续稳健，新业务贡献增量，有望穿越周期显韧性，维持“买入”评级**
10 月社会消费品零售总额同比-0.5%，必选消费表现较强韧性。公司转换器存在结构性增长机会，墙开和照明业务受地产影响有限，“保交楼”政策提估值的同 时有望带动竣工端改善。此外，新能源电连接和无主灯业务开始放量，配合良好 库存水平以及渠道管理优势，预计 Q4 保持稳健增长。我们维持 2022-2024 年盈 利预测，预计 2022-2024 年公司净利润为 31.15/36.46/42.10 亿元，对应 EPS 为 5.18/6.07/7.00 元，当前股价对应 PE 分别为 25.8/22.1/19.1 倍，维持“买入”评级。

● **良好渠道库存水平+灵活经销商返利政策，预计 2022Q4 收入端稳健增长**
公司存货周转效率位于历史中枢，2022Q2-Q3 公司库存水平呈稳步下降态势，存 货周转天数回归常态化，复盘历史我们预计当前经销商库存水平良好。2022Q3 以来塑料价格以及铜材价格下降明显，2022Q4 成本压力缓解下公司对经销商激 励和返点政策将更加灵活。此外，相较于同行公司依托成本规模优势以及渠道管 理优势，能够给予经销商更高且稳定的利润空间，在各项返利政策刺激下我们预 计经销商能够保持较高提货意愿，有望保障 2022Q4 公司收入端实现稳健增长。

● **转换器或延续结构性增长，新业务逐步贡献增长，支撑长期业绩稳健**
2022Q1-Q3 转换器结构性增长，2022M1-M10 轨道插座等中高端新品占比提升 至 9.1%。考虑到中高端产品占比仍有提升空间，预计转换器价格仍有提升空间。 新能源方面，公司携手国网车联网整合资源，预计后续公司将联合国网推出充电桩 新品，植入智能充电模块实现有序充电，生产+运营资源整合有望助推新能源电 连接业务成长。无主灯方面，公司 7 月成立广东沐光智能照明有限公司，一方 面公司依托现有经销体系将无主灯导入装饰渠道核心门店，另一方面建立专业经 销商体系，随着渠道体系逐渐完善，看好公司通过无主灯实现弯道超车。此外， 公司 1 月成立公牛工具科技有限公司，主营电动工具，逐步布局电镐、冲击钻、 电锤、电钻等专利，与五金渠道销售存在协同，建议关注后续电动工具领域进展。

● **风险提示：**新业务销售不达预期风险；疫情扰动风险；渠道拓展不及预期等。

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	14,379	16,320	18,509
YOY(%)	0.1	23.2	16.1	13.5	13.4
归母净利润(百万元)	2,313	2,780	3,115	3,646	4,210
YOY(%)	0.4	20.2	12.0	17.1	15.5
毛利率(%)	40.1	37.0	37.0	37.4	37.8
净利率(%)	23.0	22.4	21.7	22.3	22.7
ROE(%)	25.3	25.8	25.1	24.6	24.0
EPS(摊薄/元)	3.85	4.63	5.18	6.07	7.00
P/E(倍)	34.8	28.9	25.8	22.1	19.1
P/B(倍)	8.8	7.5	6.5	5.4	4.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、经营有望延续稳健，穿越周期显韧性	3
1.1、良好渠道库存水平+成本压力缓解提高返利政策灵活度，预计 2022Q4 收入端稳健增长	3
1.2、电连接业务：转换器结构性增长，新能源业务保障长期稳健增长	4
1.3、LED 照明：经销体系逐步完善，看好无主灯打开成长空间	6
1.4、成立公牛工具科技有限公司，建议关注电动工具领域布局	7
2、盈利预测与投资建议	7
3、风险提示	8
附：财务预测摘要	9

图表目录

图 1：公司存货周转效率位于历史中枢并且 2022 年呈稳步下降趋势，预计渠道库存水平良好	3
图 2：2022Q3 以来塑料和铜材价格明显下降	4
图 3：充分的经销商返利政策调动经销商提货意愿	4
图 4：OEM 产品数量占比整体呈下降趋势，自制产能带来成本优势	4
图 5：公牛 LED 照明产品单位成本低于同行（单位：元）	4
图 6：2021Q2-2022Q3 公司转换器京东渠道均价保持同比提升趋势	4
图 7：2022M1-M10 轨道插座、升降插座等中高端产品占转换器京东渠道营收比例为 9.1%	4
图 8：设备商和运营商成长空间广阔，私人充电桩销量占比较高	5
图 9：销量份额上看预计私人充电桩占主要份额	6
图 10：预计 2021-2026 年充电设施市场规模 CAGR 为 37.8%	6
图 11：发力无主灯以来公司筒灯/射灯/轨道磁吸灯销售额快速提升（单位：万元）	6
图 12：2022 年 1 月公司成立公牛工具科技有限公司，专利已布局电镐、冲击钻、电锤和电钻	7
图 13：2021 年中国电动工具市场规模 1880 亿元（+16.1%）	7
图 14：2021 年中国工业级电动工具占据绝大部分份额，达 65%	7

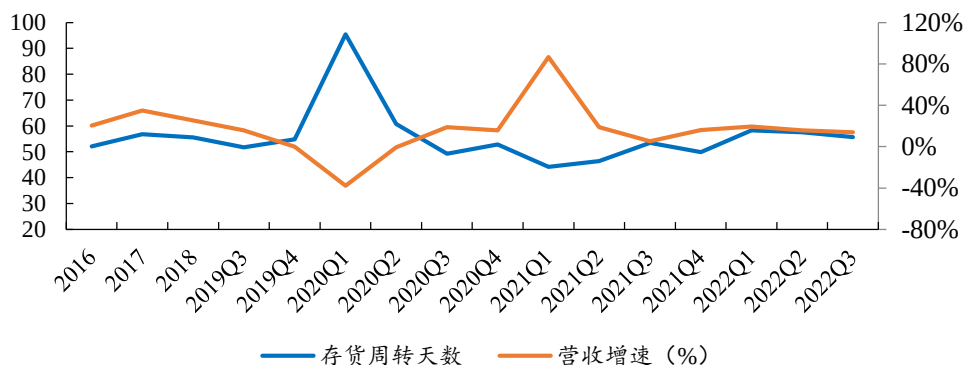
1、经营有望延续稳健，穿越周期显韧性

社零数据偏弱，必选消费表现较强韧性，地产“保交楼”政策提估值的同时带动竣工端改善，公司经营延续稳健，或穿越周期显韧性。2022 年 10 月社会消费品零售总额同比-0.5%，增速环比-3pcts。分品类来看，必选消费表现较强韧性，10 月食品类、日用品、饮料类零售额同比分别+9%/+1.6%/+6.6%，相反可选消费增长仍低迷。公司主营转换器客单价低、必选属性下受消费环境影响有限，墙开和 LED 照明业务以 C 端渠道为主受地产竣工影响有限，“保交楼”政策提估值的同时有望带动竣工端改善，落实到业绩层面修复。此外，公司趋势性品类新能源电连接和无主灯业务开始放量，配合渠道管理优势预计 2022Q4 仍保持稳健增长。

1.1、良好渠道库存水平+成本压力缓解提高返利政策灵活度，预计 2022Q4 收入端稳健增长

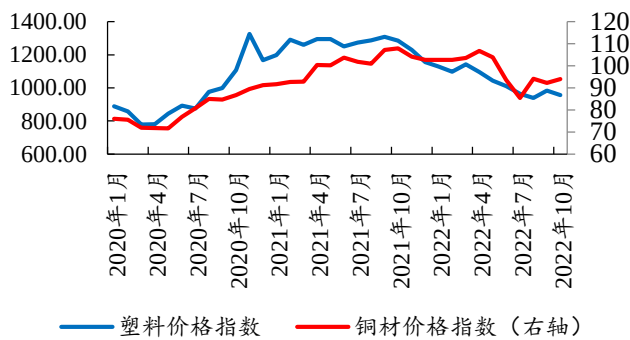
存货周转效率位于历史中枢并且 2022 年呈稳步下降趋势，预计经销商库存水平良好，2022Q4 或继续保持稳健增长。复盘历史营收增速和存货周转天数：（1）2020Q1 疫情冲击下营收下滑并且库存水平大幅提升，伴随库存水平回归常态，营收增速恢复双位数增长。（2）2021Q1 库存水平显著减少，对应营收增速低基数下大幅提升，反映经销商提货增加。随着经销商库存水平增加，2021Q3 公司库存水平提升并且营收增速放缓。（3）2022Q4 随着经销商库存去化，提货意愿增加，公司库存水平下降并且伴随营收增速恢复双位数增长。（4）2022Q1 公司库存水平增加，反映经销商库存待去化，2022Q2-Q3 公司库存水平稳步下降，存货周转天数回归常态化，我们预计经销商库存水平良好。

图1：公司存货周转效率位于历史中枢并且 2022 年呈稳步下降趋势，预计渠道库存水平良好

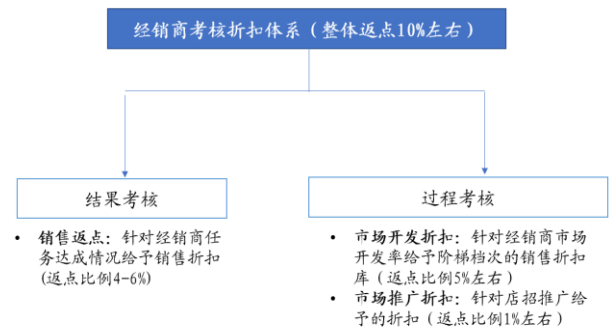


数据来源：Wind、开源证券研究所

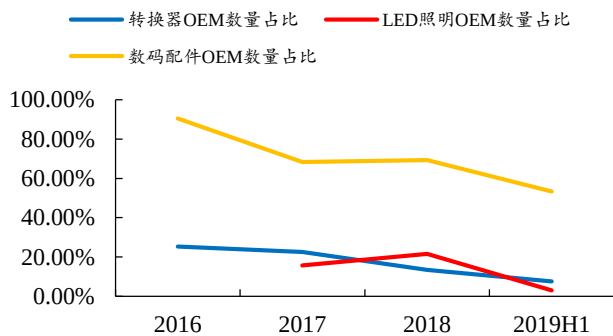
2022Q4 原材料成本下降明显，低基数下经销商激励政策相对灵活，经销商毛利空间大，能够保持较高的提货意愿，保障 2022Q4 收入端稳健增长。公司原材料为塑料及铜材，2022Q3 以来塑料价格以及铜材价格下降明显，2021Q4 原材料维持高位下公司利润处历史低位，我们认为 2022Q4 公司在成本压力缓解下对经销商激励和返点政策将更加灵活。此外，相较于同行公司依托成本规模优势以及渠道管理优势，能够给予经销商更高且稳定的利润空间，在各项经销商返利政策下，我们预计经销商能够保持较高提货意愿，2022Q4 公司收入端将继续保持稳健增长。

图2：2022Q3 以来塑料和铜材价格明显下降


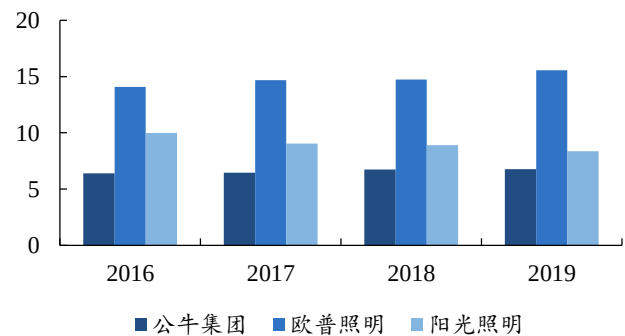
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：充分的经销商返利政策调动经销商提货意愿


资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图4：OEM 产品数量占比整体呈下降趋势，自制产能带来成本优势


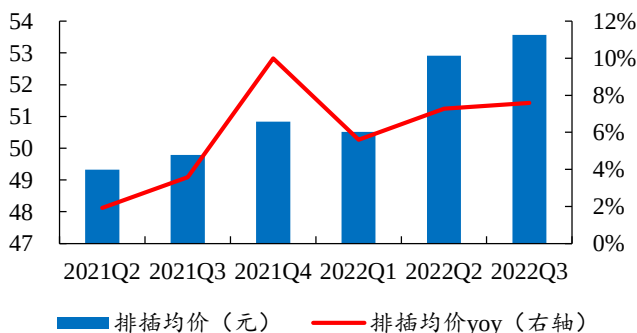
数据来源：公司招股说明书、开源证券研究所

图5：公牛 LED 照明产品单位成本低于同行（单位：元）


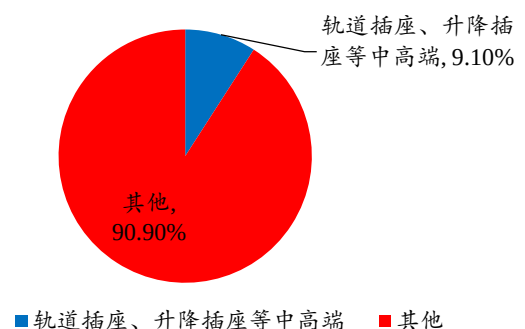
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.2、电连接业务：转换器结构性增长，新能源业务保障长期稳健增长

2022Q1-Q3 转换器结构性增长，持续创新创造需求。京东数据显示，2021Q2 以来公司转换器保持同比提升趋势，2022Q1-Q3 均价同比分别 6%、7%、8%，整体均价由 49 元提升至 54 元。均价提升主要系轨道插座、升降插座等中高端转换器占比提升，2022M1-M10 中高端新品占比提升至 9.1%。展望后续，考虑到转换器客单价较低，中高端产品占比仍有提升空间，我们认为公司转换器价格仍有提升空间。

图6：2021Q2-2022Q3 公司转换器京东渠道均价保持同比提升趋势


数据来源：公牛京东旗舰店、开源证券研究所

图7：2022M1-M10 轨道插座、升降插座等中高端产品占转换器京东渠道营收比例为 9.1%


数据来源：公牛京东旗舰店、开源证券研究所

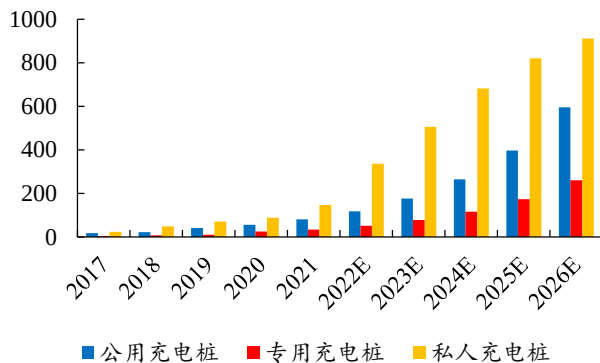
从上游零部件、中游设备和运营以及下游应用场景看新能源充电桩市场，设备商和运营商成长空间广阔，私人充电桩占据主要销量。(1) 上游企业主要为充电桩设备元器件供应商、包括充电模块、功率器件等。主要零部件大多为标准化电气产品，同质化程度较高，相关企业毛利率相对较低。(2) 中游企业主要分为设备商和运营商，部分企业采取生产+运营一体化模式，例如特锐德（特来电）。此外随着新能源汽车不随车赠桩，预计第三方设备商成长空间广阔。(3) 下游应用场景主要分为公共充电桩、专用充电桩以及自用私人桩，从销量占比来看以私人充电桩为主。公共充电桩领域，星星充电、特来电、国家电网和云快充份额分列前四（星星充电和特来电具备设备生产能力）。私人充电桩领域，从线上数据特斯拉占据较大份额，公牛集团位列第三方品牌前三，公司在私人充电桩领域的竞争力逐步显现。

图8：设备商和运营商成长空间广阔，私人充电桩销量占比较高

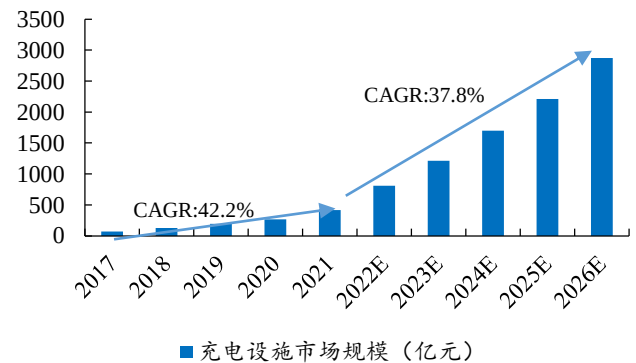
上游	充电设备	充电模块	许继电气、国电南瑞、科士达、优优绿能、盛弘股份、科陆电子、英可瑞	上游企业主要为充电桩设备元器件供应商，核心部件主要为充电模块、功率器件等。目前部分上游企业开始向下游延伸布局充电桩业务，例如许继电气。
		接触器、继电器、连接器	群英、永贵电器、中航光电	
		功率器件（IGBT）	英飞凌、新洁能、杨杰科技	
		断路器	良信电器、北元电器	
	配电设备	变压器	华瑞易能、西门子	
		保护设备	许继电气、恒凯电力	
	管理设备	低压开关配电设备	威腾	
		LED显示屏	洲明科技、艾比森	
中游	中游设备	充电枪	永贵电器、中航光电、公牛集团	部分企业采取生产+运营一体化模式。当前车桩比处于低位，预计未来设备商和运营商空间广阔。目前部分中游运营商开始开拓设备业务，例如特锐德（特来电）。
		交流充电桩	星星充电、盛弘股份、科陆电子、公牛集团	
		直流充电桩	国电南瑞、许继电气、盛弘股份、科陆电子、特锐德、奥特迅、公牛集团	
	运营商	运营商主导	特来电、星星充电、国家电网、南方电网	
		新能源汽车主导	特斯拉、蔚来汽车、小鹏汽车、广汽埃安	
		第三方平台	小桔充电、云快充、快电	
下游	应用场景	公共充电桩（星星充电、特来电、国家电网、云快充运营充电桩数量分列前四）	在公共场所为社会车辆提供充电服务，多为直流充电桩	→ 预计2021年销量占比31%
		专用充电桩	建设在单位/企业自有停车场，服务对象为内部人员，多为直流充电桩	→ 预计2021年销量占比13%
		自用私人充电桩	建设在个人自有车位，多为交流充电桩	→ 预计2021年销量占比56%

资料来源：EVCIPA、开源证券研究所

“智慧交流慢充桩+大功率快充公共桩”充电体系或为行业未来走向。EVCIPA数据显示，2021 年国内充电桩保有量 261.7 万台，预计 2026 年公用桩/专用桩/私人桩保有量分别达 595.9/259.7/910.6 万台，合计 CAGR 为 37.83%。随着充电基础设施增加，电网峰谷负荷和电网调节难度加大，进而增加终端用户用电成本。因此国务院提出应积极推广智能有序慢充为主、应急快充为辅的居民区充电服务模式。此外，国网车联网调研显示未来 80% 的电动乘用车将在社区采用交流慢充方式充电，黑龙江、广东、天津、江苏、河南、浙江、重庆等地区均对新建小区、公共场所充电桩覆盖率提出要求。我们预计用电成本较低的居民社区交流慢充或成为主要应用场景之一。

图9：销量份额上看预计私人充电桩占主要份额


数据来源：EVCIPA、开源证券研究所

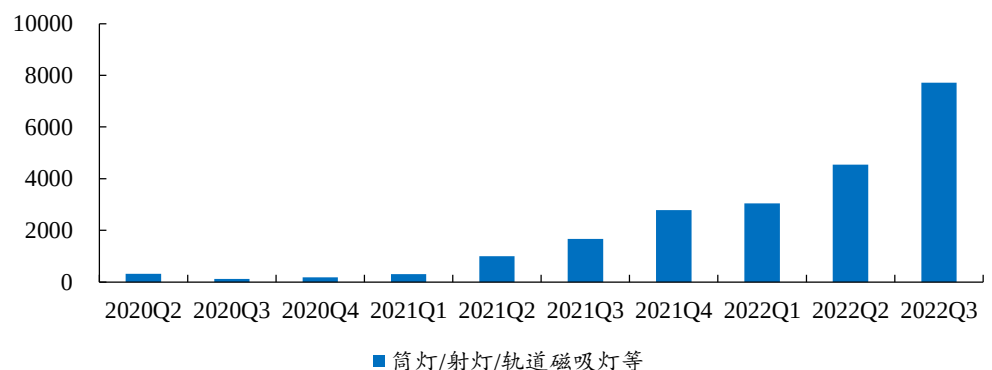
图10：预计 2021-2026 年充电设施市场规模 CAGR 为 37.8%


数据来源：EVCIPA、开源证券研究所

2022 年 9 月公司携手国网车联网整合资源，生产+运营资源整合有望助推公司新能源电连接业务成长。国网车联网技术公司为国家电网旗下子公司，利用其智能充电系统平台通过有序充电和调整功率实现错峰充电，降低用电成本，解决小区配电容量不足问题。以往社区充电桩领域国网较少纳入监管范围，因此国网希望通过和新能源汽车企以及第三方品牌建立合作共同推进社区充电桩项目落地。公司目前已完成充电枪、交流充电桩、小直流/大直流充电桩全覆盖，预计后续公司将联合国网推出充电桩新品，植入智能充电模块便于国网监控并实现有序充电。

1.3、LED 照明：经销体系逐步完善，看好无主灯打开成长空间

无主灯趋势品类有望凭借标准化、规模化打开成长空间。由于个性化以及高迭代速度特点，照明行业经销商库存管理相对困难，使得经销商较少大规模提货，进而造成行业格局分散。无主灯作为标准化、模块化产品，核心竞争在于设计环节，经销商库存管理相对容易，作为趋势性品类经销商提货意愿较强，我们预计无主灯领域市场集中度或较传统照明行业有所提升。自 2021Q3 试销无主灯产品以来，公司线上筒灯/射灯/轨道磁吸灯销售额快速提升，京东数据显示 2022Q1-Q3 公司筒灯/射灯/轨道磁吸灯销售额同比分别+881%/+355%/+363%。

图11：发力无主灯以来公司筒灯/射灯/轨道磁吸灯销售额快速提升（单位：万元）


数据来源：公牛京东旗舰店、开源证券研究所

2022 年 7 月公司成立广东沐光智能照明有限公司，主营智能家庭照明产品，或为建立无主灯子品牌打基础。一方面公司依托现有经销体系将无主灯引入装饰渠道核心门店，预计 2022 年全年销售额 1 亿元以上。另一方面公司或建立专业经销商体

系经营无主灯，与传统经销商体系形成区隔。当前公司渠道体系以及品牌定位逐渐完善，我们看好公司利用成本管控以及渠道优势通过无主灯市场实现弯道超车。

1.4、成立公牛工具科技有限公司，建议关注电动工具领域布局

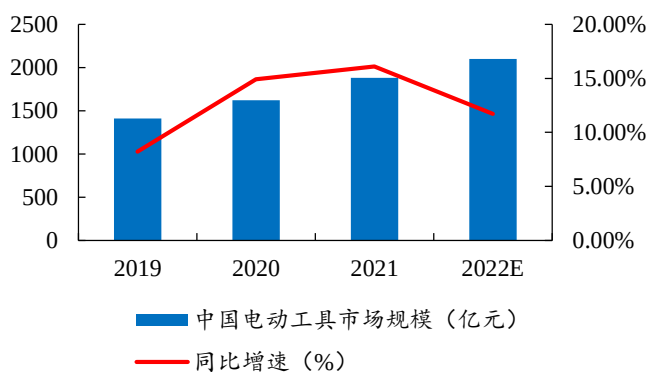
2022 年 1 月公司成立公牛工具科技有限公司，主营风动和电动工具。从专利布局上看，公牛工具逐步布局电镐、冲击钻、电锤、电钻等品类。根据北京研精毕智信息咨询，2021 年中国电动工具市场规模达 1880 亿元（+16.1%），其中工业级电动工具占据绝大部分份额，工业级、专业级和通用级市场份额分别为 65%、28%、7%。电动工具与公司五金渠道存在协同效应（电工用具），伴随后续产品上市，建议关注电动工具带来市场增量。

图12：2022 年 1 月公司成立公牛工具科技有限公司，专利已布局电镐、冲击钻、电锤和电钻



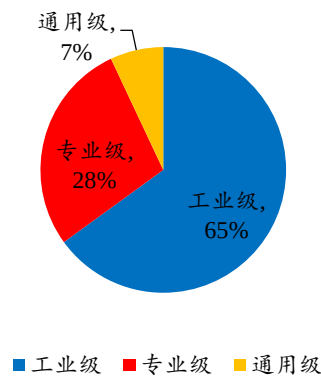
资料来源：企查查、开源证券研究所

图13：2021 年中国电动工具市场规模 1880 亿元（+16.1%）



数据来源：北京研精毕智咨询、开源证券研究所

图14：2021 年中国工业级电动工具占据绝大部分份额，达 65%



数据来源：北京研精毕智咨询、开源证券研究所

2、盈利预测与投资建议

10 月社会消费品零售总额同比-0.5%，必选消费表现较强韧性。公司转换器存在结构性增长机会，墙开和照明业务受地产影响有限，“保交楼”政策提估值的同時有望带动竣工端改善。此外，新能源电连接和无主灯业务开始放量，配合良好库存水平以及渠道管理优势，预计 Q4 保持稳健增长。我们维持 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司净利润为 31.15/36.46/42.10 亿元，对应 EPS 为 5.18/6.07/7.00 元，当前股价对应 PE 分别为 25.8/22.1/19.1 倍，维持“买入”评级。

3、风险提示

新业务销售不达预期风险；疫情扰动风险；渠道拓展不及预期等。

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	13497	14905	17431
现金	3753	4377	5082	5864	8588
应收票据及应收账款	184	220	0	0	0
其他应收款	126	196	178	246	235
预付账款	35	29	45	39	56
存货	788	1377	1135	1698	1494
其他流动资产	5632	7058	7058	7058	7058
非流动资产	1941	2217	2314	2376	2424
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1183	1498	1609	1677	1737
无形资产	300	296	294	296	282
其他非流动资产	458	424	411	403	405
资产总计	12459	15474	15811	17281	19855
流动负债	3074	4617	3281	2336	2240
短期借款	500	500	1650	500	500
应付票据及应付账款	1286	1704	0	0	0
其他流动负债	1288	2412	1631	1835	1739
非流动负债	248	101	103	104	104
长期借款	160	0	1	2	2
其他非流动负债	88	101	101	101	101
负债合计	3322	4718	3383	2439	2344
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	7812	9566	11592
归属母公司股东权益	9137	10756	12428	14842	17512
负债和股东权益	12459	15474	15811	17281	19855

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3437	3014	1737	3247	4347
净利润	2313	2780	3115	3646	4210
折旧摊销	234	230	202	236	269
财务费用	-36	-88	-120	-98	-98
投资损失	-52	-190	-116	-119	-142
营运资金变动	902	82	-1319	-389	139
其他经营现金流	75	200	-25	-28	-32
投资活动现金流	-4250	-1589	-187	-183	-181
资本支出	419	475	299	297	318
长期投资	10	0	0	0	0
其他投资现金流	-3841	-1114	112	115	137
筹资活动现金流	1926	-701	-1995	-1134	-1442
短期借款	500	0	1149	-1149	0
长期借款	160	-160	1	1	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	-3146	15	-1442
现金净增加额	1110	723	-444	1931	2724

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	10051	12385	14379	16320	18509
营业成本	6019	7809	9059	10216	11512
营业税金及附加	80	83	107	121	137
营业费用	518	560	705	783	870
管理费用	431	428	489	539	592
研发费用	401	471	561	620	703
财务费用	-36	-88	-120	-98	-98
资产减值损失	-7	-16	-4	-3	-4
其他收益	127	391	120	200	200
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	52	190	116	119	142
资产处置收益	-1	-11	-4	-4	-5
营业利润	2803	3651	3778	4418	5088
营业外收入	3	4	4	3	3
营业外支出	51	331	65	65	65
利润总额	2755	3325	3717	4356	5027
所得税	441	545	602	709	817
净利润	2313	2780	3115	3646	4210
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2313	2780	3115	3646	4210
EBITDA	2917	3454	3846	4496	5113
EPS(元)	3.85	4.63	5.18	6.07	7.00

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	0.1	23.2	16.1	13.5	13.4
营业利润(%)	1.2	30.3	3.5	16.9	15.2
归属于母公司净利润(%)	0.4	20.2	12.0	17.1	15.5
获利能力					
毛利率(%)	40.1	37.0	37.0	37.4	37.8
净利率(%)	23.0	22.4	21.7	22.3	22.7
ROE(%)	25.3	25.8	25.1	24.6	24.0
ROIC(%)	72.0	168.5	100.3	101.1	116.8
偿债能力					
资产负债率(%)	26.7	30.5	21.4	14.1	11.8
净负债比率(%)	-33.4	-29.3	-27.2	-35.8	-45.9
流动比率	3.4	2.9	4.1	6.4	7.8
速动比率	2.3	2.3	3.4	5.2	6.6
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	52.7	61.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.9	5.2	10.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.85	4.63	5.18	6.07	7.00
每股经营现金流(最新摊薄)	5.72	5.01	2.89	5.40	7.23
每股净资产(最新摊薄)	15.20	17.89	20.67	24.69	29.13
估值比率					
P/E	34.8	28.9	25.8	22.1	19.1
P/B	8.8	7.5	6.5	5.4	4.6
EV/EBITDA	25.5	20.7	18.5	15.4	13.0

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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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9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