

# 通达创智 (001368.SZ)

买入 (首次评级)

## 公司深度研究

证券研究报告

## 户外&家具用品代工平台，大客户战略领先，拓品类打开成长空间

### 公司简介

公司成立于2016年，主营体育户外、家居生活、健康护理等橡塑类消费品的代工销售，包括溜冰鞋、瓶盖、喷枪外壳等，下游客户为迪卡侬、宜家、Wagner等大型消费品渠道/品牌商。2021-2023Q3实现营收9.5、9.3、5.8亿元，同比+37.2%/-2%/-26.1%，净利率13.8%、14.1%、14.0%。23年3月公司IPO上市，发行价25.13元，融资金额7亿元，主要用于产能基地、研发中心建设等。

### 投资逻辑

**小批量+多品种+平台制，综合管理&服务能力不断优化。**公司产品主要呈现“多品类、小批量、定制化”特点，并采用“以销定产”的生产模式，从OEM向ODM模式推进，提升附加值&大客户粘性，ODM类型收入占比从19年的21.4%提升3.2pct至22H1的24.7%，19-22H1期间ODM毛利率较OEM高3-7pct。公司具备优秀注塑工艺基础，奠定技术领先优势，研发费用率4-6%居可比公司前列。  
**集中资源服务大客户，22年前五大营收占比89.3%。**2022年境内/境外营收分别为2.1/7.2亿元，营收占比分别为23%/77%。受下游去库存、经济放缓影响，宜家、迪卡侬、Wagner等全球大型家居或体育用品零售商22年起收入增速放缓，带动上游轻工出口链企业收入阶段性增速放缓，但23H2起从收入端来看，已开启逐季环比修复态势。

**成长驱动：拓品类打开增量空间，东南亚布局业内领先。**1) 拓品类：IPO产能变更增设五金家居用品1000万件产能，深化宜家合作，马来布局保证供应链安全，深化客户绑定。2) 拓客户&提份额：新拓零售&品牌商客户，在前期优质客户基础上，与MERCADONA、Helen、瑞幸等合作不断加深，中期基于强品质稳定性抢占中小厂家份额带动成长。

### 盈利预测、估值和评级

我们采用市盈率相对估值法，预测公司23-25年收入分别为7.8/9.5/11.6亿元，同比-16%/+22%/+22%，归母净利润1.1/1.5/1.8亿元，同比-15%/+31%/+19%，当前股价对应公司24-25年PE分别为19/16X，考虑到公司凭借产品稳定性和个性化服务能力助力客户成长，五金拓品类有望打开增量空间，整体成长性、盈利能力均好于同业公司，首次覆盖，给予公司2024年23XPE估值，对应目标价30.5元，给予“买入”评级。

### 风险提示

客户集中度过高的风险；汇率波动的风险；原材料价格波动的风险；限售股解禁。

轻工组

分析师：尹新悦 (执业S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：24.99元

目标价 (人民币)：30.50元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	950	931	781	950	1,155
营业收入增长率	37.23%	-2.01%	-16.18%	21.67%	21.59%
归母净利润 (百万元)	131	132	113	148	176
归母净利润增长率	45.55%	0.22%	-14.25%	31.44%	18.60%
摊薄每股收益 (元)	1.564	1.567	1.008	1.325	1.571
每股经营性现金流净额	1.89	2.13	0.91	1.52	1.79
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.92%	18.67%	7.58%	9.22%	10.01%
P/E	N/A	N/A	24.80	18.87	15.91
P/B	N/A	N/A	1.88	1.74	1.59

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

1 户外&家居用品代工平台，同心多元战略赋能成长.....	4
2 小批量+多品种+平台制，综合管理&服务能力不断优化.....	6
2.1 OEM 向 ODM 模式推进，提升附加值&大客户粘性.....	6
2.2 研发：产品设计、多制程整合优势突出，快速反应强化服务优势.....	8
2.3 绑定国际优质大客户，战略定位清晰.....	10
3 成长驱动：拓品类打开增量空间，东南亚布局业内领先.....	14
3.1 拓品类：增设五金品类，马来布局保证供应链安全，深化客户绑定.....	14
3.2 拓客户&提份额：新拓零售&品牌商客户，中期基于强稳定性受益份额集中.....	14
4 盈利预测与投资建议.....	15
4.1 盈利预测.....	15
4.2 投资建议.....	16
5 风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1：公司发展历程梳理.....	4
图表 2：2020-23Q3 公司营业收入（百万元）及增速.....	5
图表 3：公司净利率表现较为稳健.....	5
图表 4：22/23H1 境外收入占比 77.1%/81.4%.....	5
图表 5：公司分品类营收占比.....	5
图表 6：公司主要产品展示.....	6
图表 7：2018-2023H1 国内各品类营收（百万元）及增速.....	6
图表 8：家居生活/体育类毛利率呈现稳中有升.....	6
图表 9：基于公司参与产品开发程度差异的不同合作模式.....	7
图表 10：19-22H1 期间 ODM 模式毛利率较普通 OEM 高 3-7pct.....	7
图表 11：19-22H1 公司主营业务成本结构.....	8
图表 12：原材料以塑料米、五金件为主，整体较为分散.....	8
图表 13：通达创智关联方主要从事电子器件生产及销售业务.....	9
图表 14：公司多数管理人员具备消费电子企业管理背景.....	9
图表 15：OEM/ODM 业务模式营收贡献占比不断加大.....	10
图表 16：公司与全球领先跨国企业建立稳定合作关系.....	10
图表 17：公司内外销营收（百万元）及增速.....	11
图表 18：2022H1 公司外销收入结构.....	11
图表 19：20-22 年公司前五大客户收入相对集中.....	11

图表 20: 公司下游主要客户营收体量及增速表现.....	11
图表 21: 2022 年可比公司前五大客户营收占比.....	12
图表 22: 2019-2023Q1-3 可比公司近五年收入增速对比.....	12
图表 23: 可比公司毛利率对比.....	12
图表 24: 销售净利率水平处于同行业可比公司前列.....	13
图表 25: 同行业可比公司人均创收 (万元) 对比.....	13
图表 26: 存货周转率处于同行业可比公司首位.....	13
图表 27: 同行业可比公司应收账款周转率对比.....	13
图表 28: 公司 ROE 水平处于同行业可比公司前列.....	13
图表 29: 2022 年汇兑损益实现正向利润贡献.....	14
图表 30: 首次公开发行股票募集资金拟投资项目.....	14
图表 31: 公司收入分客户成长情况.....	15
图表 32: 公司主要业务营收及毛利率预测.....	16
图表 33: 可比公司估值.....	16

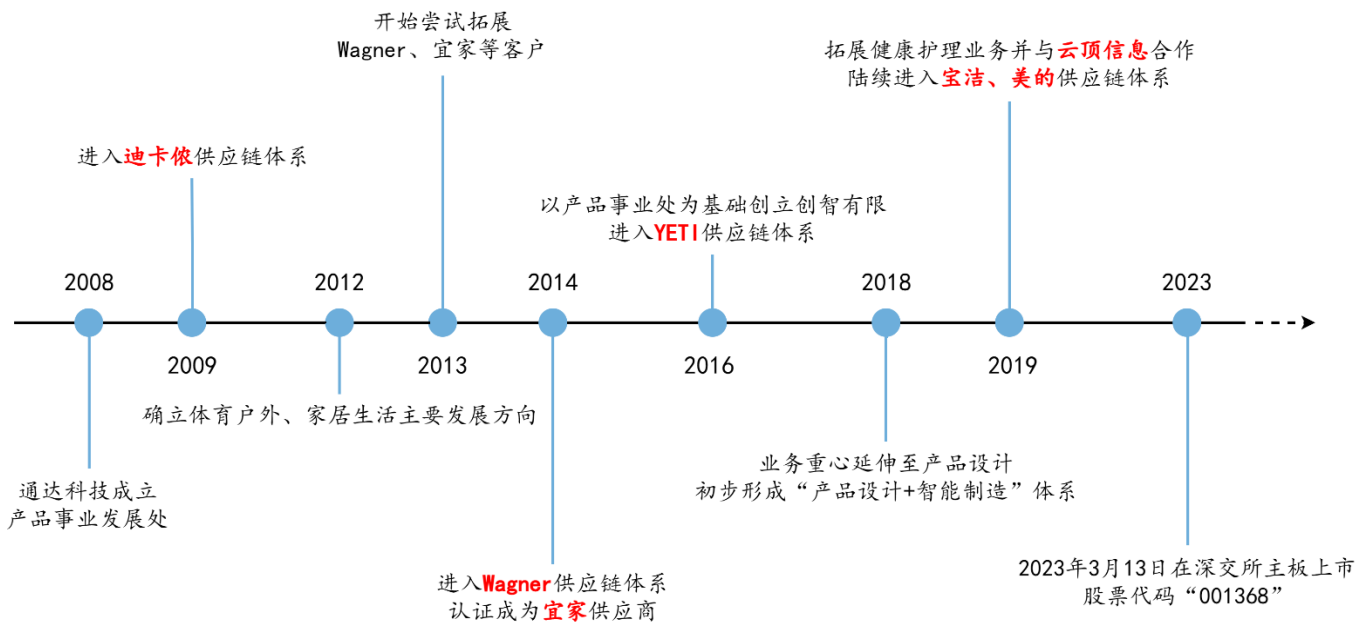
## 1 户外&家居用品代工平台，同心多元战略赋能成长

公司前身为通达科技产品事业发展部，主营体育户外、家居生活、健康护理等橡塑类消费品的代工销售。根据公司成长发展阶段，我们将公司分为几个阶段进行复盘：

- 1) 服务于体育户外领域，确立同心多元化发展战略（2008-2012）：公司前身为港交所上市公司通达集团下属公司通达科技产品发展事业处，于2009年进入全球体育用品领先品牌迪卡侬的供应链体系，并于2012年确立体育户外、家居用品的产品发展方向；
- 2) 深耕体育户外、拓展家居生活领域（2013-2017）：凭借精密模具设计开发以及产品高品质、低成本、快速稳定交付能力，进入Wagner供应链体系并成为宜家供应商，2016年以产品事业处为基础成立创智有限，独立承载体育户外、家居生活等消费品的生产制造。
- 3) 初步形成“产品设计+智能制造”体系，拓展健康护理领域（2018-至今）：公司在完善的设计开发验证体系的基础上将业务重心延伸至产品设计，引进自动化设备并导入信息系统初步形成“产品设计+智能制造”体系。2019年公司拓展健康护理业务，开发冲牙器等健康护理产品并进入宝洁、美的供应链体系。

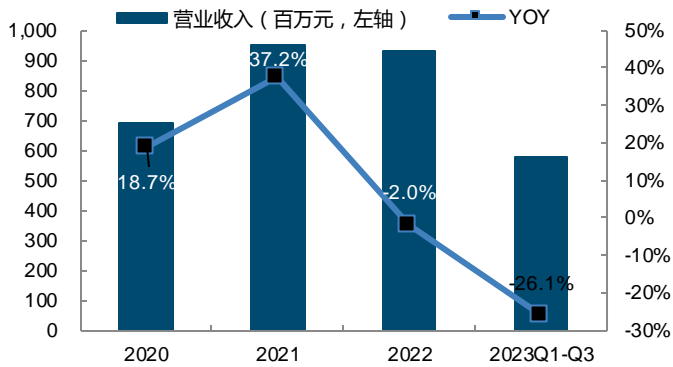
聚焦海外市场，战略定位清晰。2021-2023Q3实现营收9.5、9.3、5.8亿元，过去3年实现营收CAGR达10.37%，归母净利润1.31、1.31、0.81亿元，净利率13.8%、14.1%、14.0%，境外营收占比80%左右。22年起公司收入表现产生一定波动，主要由于2021年下半年起原料价格的持续上涨等因素，核心客户增加订单加大库存带动收入高增；受2022年Q3开始的俄乌冲突等大环境的影响，核心客户去库存，2023年度意向订单量偏向保守，自23Q1起公司订单呈环比修复，且结合公司生产产品偏刚需消费属性，预计后续稳健成长。

图表1：公司发展历程梳理

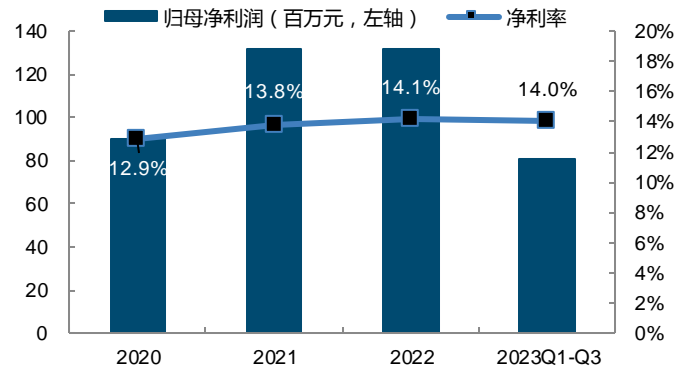


来源：公司公告，国金证券研究所

图表2: 2020-23Q3 公司营业收入 (百万元) 及增速



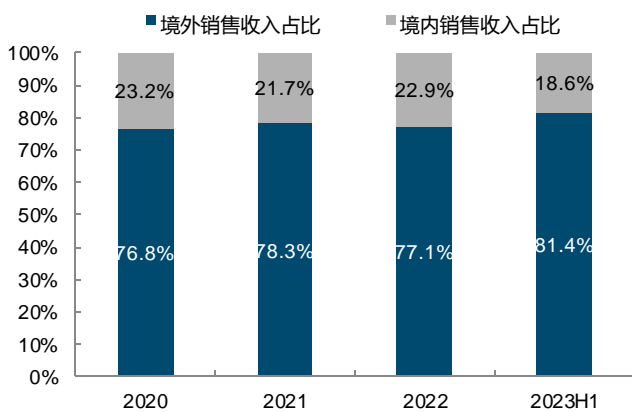
图表3: 公司净利率表现较为稳健



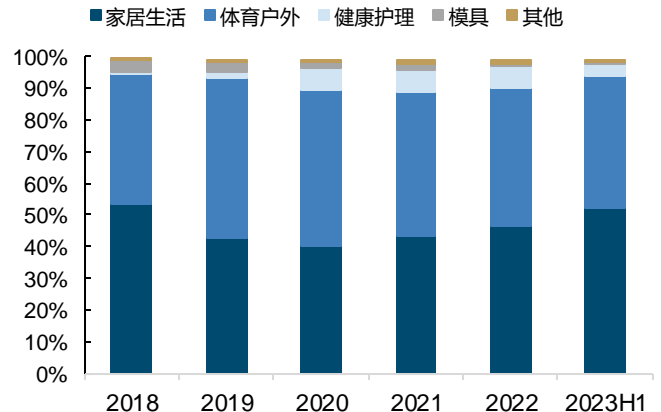
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表4: 22/23H1 境外收入占比 77.1%/81.4%



图表5: 公司分品类营收占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**公司布局三大产品板块, 品类矩阵不断拓展。**户外&家居为基本盘稳健成长, 新拓健康护理延伸客户范围。公司当前以体育户外用品和家居生活用品为基本盘, 深度绑定迪卡侬、宜家、Wagner、YETI 等下游客户, 同时加快拓展健康护理板块, 逐步开发电动牙刷等健康护理产品, 形成较为完善的以塑料为基础材料的品类代工矩阵。

**1) 体育户外:** 包含体育用品、户外休闲两个产品类型, 其中在体育用品领域深度绑定下游客户迪卡侬, 同时公司在户外休闲领域基于双色注塑工艺自主设计生产 PCTG 双色嵌磁铁的户外瓶盖产品, 从而进入 YETI 供应链体系。2020-2023H1 营收 3.4、4.3、4.0、1.6 亿元, 近三年 CAGR 11%。

**2) 家居生活:** 包含家用电动工具和室内家居用品两个产品类型, 其中在家用电动工具领域主要为 Wagner 等下游客户提供喷枪、滚刷产品, 在室内家居用品领域不断加强与宜家的业务联系, 承接宜家五金类产品等新订单。2020-2023H1 营收 2.8、4.1、4.4、2.0 亿元, 近三年 CAGR 为 21%。

**3) 健康护理:** 公司于 2019 年新拓展的业务板块, 与云顶信息、宝洁、美的等公司开展业务合作, 伴随电动牙刷生产线实现规模量产以及冲牙器、牙刷消毒盒等新产品的开发, 产品销售实现营收逐年上升。2020-2023H1 营收 0.5、0.6、0.7、0.2 亿元, 营收占比由 19 年的 1.7% 提升至 22 年的 7.0%, 过去三年 CAGR 达 87%。



图表6: 公司主要产品展示

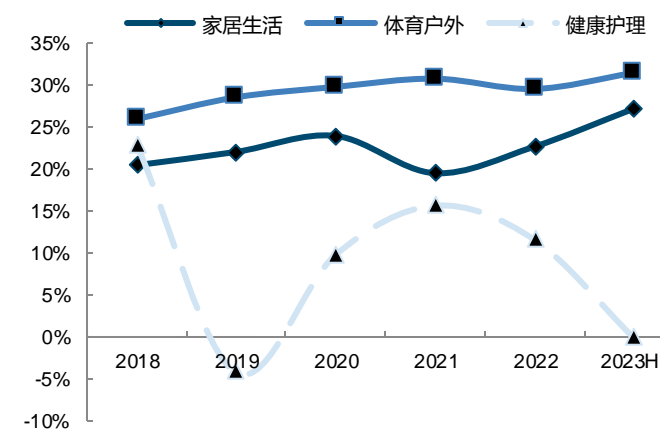
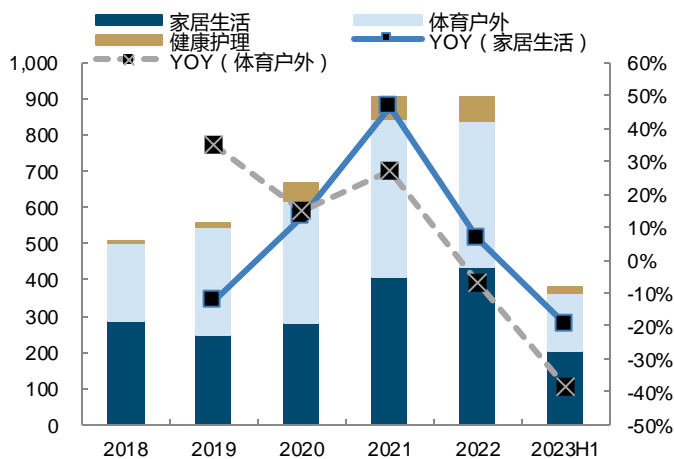
产品类型	产品名称	产品图示	下游客户
体育户外	体育用品	跳绳类、硅胶运动水壶、溜冰鞋、滑板车、羽毛球拍套装、平衡桩、射箭靶组件、拳击类、杠铃夹配件等	迪卡侬
	户外休闲	透明瓶盖、旋转式瓶盖、带吸管瓶盖、多色瓶盖等	YETI
家居生活	家用电动工具	喷枪系列、滚刷系列等	Wagner
	室内家居用品	儿童桌椅凳系列、婴儿椅、餐具套件、沙拉棒、花洒、角搁篮、相框系列等	宜家
健康护理	电动牙刷、冲牙器、防晒静电喷雾器、牙刷消毒盒等		云顶信息

来源: 公司公告, 国金证券研究所

工艺制程整合一体化推动毛利率水平稳中有升。公司凭借消费品制造丰富经验, 成功应用先进注塑工艺及一体化注塑成型等高难度工艺, 延伸和拓展制程工序形成一体化工艺方案, 有效缩短供应链并扩大行业规模效益。此外, 公司于2019年与云顶信息合作逐步开拓口腔护理市场, 受下游客户面临市场波动影响, 毛利率表现有所波动。

图表7: 2018-2023H1 国内各品类营收 (百万元) 及增速

图表8: 家居生活/体育类毛利率呈现稳中有升



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 2 小批量+多品种+平台制, 综合管理&服务能力不断优化

### 2.1 OEM 向 ODM 模式推进, 提升附加值&大客户粘性

完整产业链布局, 构筑公司核心竞争力。公司产品主要呈现“多品类、小批量、定制化”特点, 并采用“以销定产”的生产模式, 保证产品的高品质、快速稳定交付。依托技术创新实力和生产制造能力, 形成“产品设计—精密模具设计开发—产品开发验证—工艺和制程整合—智能制造”完整产业链布局并构筑核心综合竞争力, 客户忠诚度和粘性不断增强, 促使公司营收持续上升。能够获得多家全球领先跨国企业严格的供应商准入认证并形成规

模化供应，体现公司综合竞争力。

基于公司参与产品开发程度的差异可将合作模式分为 OEM、JDM、ODM 三种。

1) OEM 模式：根据客户提供的模具和产品制造方案进行生产。

2) JDM 模式：与客户协同进行设计开发，根据客户提供的产品设计样图进行产品设计优化等工序，并通过智能制造实现产品的敏捷生产和快速交付。相较于 OEM 模式，公司依托协同设计服务获取相应收入，对于相同系列产品实现毛利率通常高于 OEM 模式。

3) ODM 模式：进一步向前端产品设计延伸，向客户提供工业设计、结构设计等服务。相较于 OEM 模式，公司依托产品研发设计及服务相关成本获取相应收入，对于相同系列产品实现毛利率通常高于 OEM 和 JDM 模式。

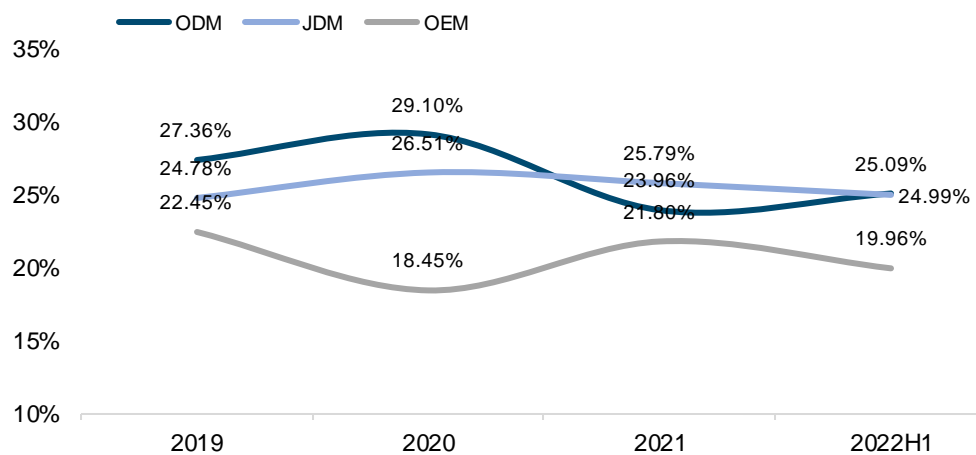
2022H1 公司基于 OEM/JDM/ODM 三种合作模式实现营收占比为 17.2%/58.1%/24.7%，毛利率分别为 20.0%/25.0%/25.1%。整体来看，JDM 业务模式基于与客户协同进行设计开发，并依托公司产品敏捷生产和快速交付能力，在主营业务营收中产生贡献最大。另一方面，通过构建从 OEM 向 JDM/ODM 模式的转变，凭借研发设计、品质控制和高效制造等综合实力与下游大型品牌商形成稳定合作关系，有利于技术积累、快速扩大规模，可获取更高的产业价值链环节。

图表9：基于公司参与产品开发程度差异的不同合作模式

合作模式	具体合作方式	定价依据因素	2022H1	
			收入占比	毛利率
OEM	按照客户设计图纸生产	按照正常成本加成定价方式	17.2%	20.0%
JDM	协同客户进行产品开发生产	OEM 定价基础+协同设计成本及相关利润	58.1%	25.0%
ODM	为客户提供从产品研发、设计制造到后期维护的全部服务	OEM 定价基础+产品研发设计及服务相关成本及相关利润	24.7%	25.1%

来源：公司公告，国金证券研究所

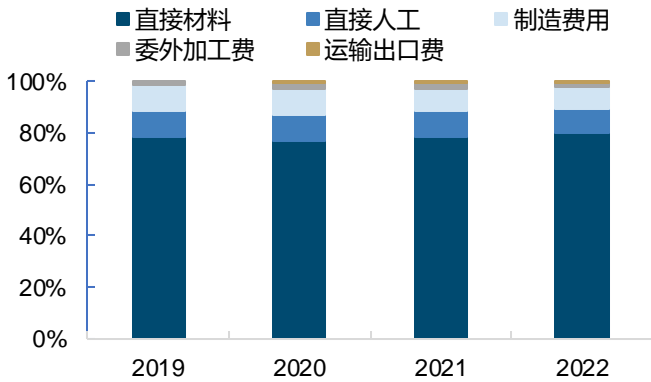
图表10：19-22H1 期间 ODM 模式毛利率较普通 OEM 高 3-7pct



来源：公司公告，国金证券研究所

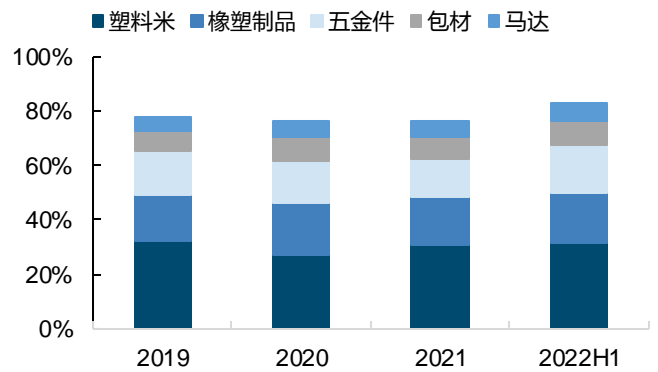
19-22 年期间，公司直接材料占主营业务成本的比例分别为 78.65%、76.95%、78.73%和 79.88%，生产所需的原材料主要为塑料米、橡塑制品、五金件、包材、马达等。

图表11: 19-22H1 公司主营业务成本结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表12: 原材料以塑料米、五金件为主, 整体较为分散



来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 2.2 研发: 产品设计、多制程整合优势突出, 快速反应强化服务优势

**充分借鉴运用母公司集团成本管理及工艺优势。**通达创智母公司及其关联方主要从事手机结构件、汽车配件、变频电机等产品的生产及销售, 具备高度自动化、管理精细化能力以及小批量、多品种的生产制造特点。通达创智前身作为通达科技产品发展事业处, 能够充分借鉴并运用母公司集团所具备的优秀成本管理能力以及技术研发优势, 相较于同行业传统体育户外、家居生活消费品制造企业具备更大的产品质量和成本控制优势。

通过长期的研发投入和领域深耕, 公司现已能够快速为客户进行产品设计服务, 并围绕产品设计进行精密模具设计开发和产品开发验证, 建立了在技术创新方面持续优化和改善闭环, 有效缩短了产品开发周期, 持续提升对客户快速响应和市场反应的能力, 具体优势如下:

### (1) 产品设计优势

公司技术创新环节已实现向前端产品设计延伸, 可通过进行外观设计、功能创新、产品结构等产品设计内容, 向客户输出更高质量、更低成本的产品设计方案。一方面, 凭借对材料和全球产品标准体系的深入了解和理解, 公司已建立了内容丰富的标准检验文件库和完善的开发验证体系, 可保证公司产品设计的成功率和在全球范围内的适用性; 另一方面, 丰富的供应链统筹和生产制造经验促使公司的产品设计为一种“产品实现过程”的设计, 通过同步设计最优的产品工艺路线, 为公司设计的产品的生产制造提供了有效保证。

### (2) 精密模具设计开发优势

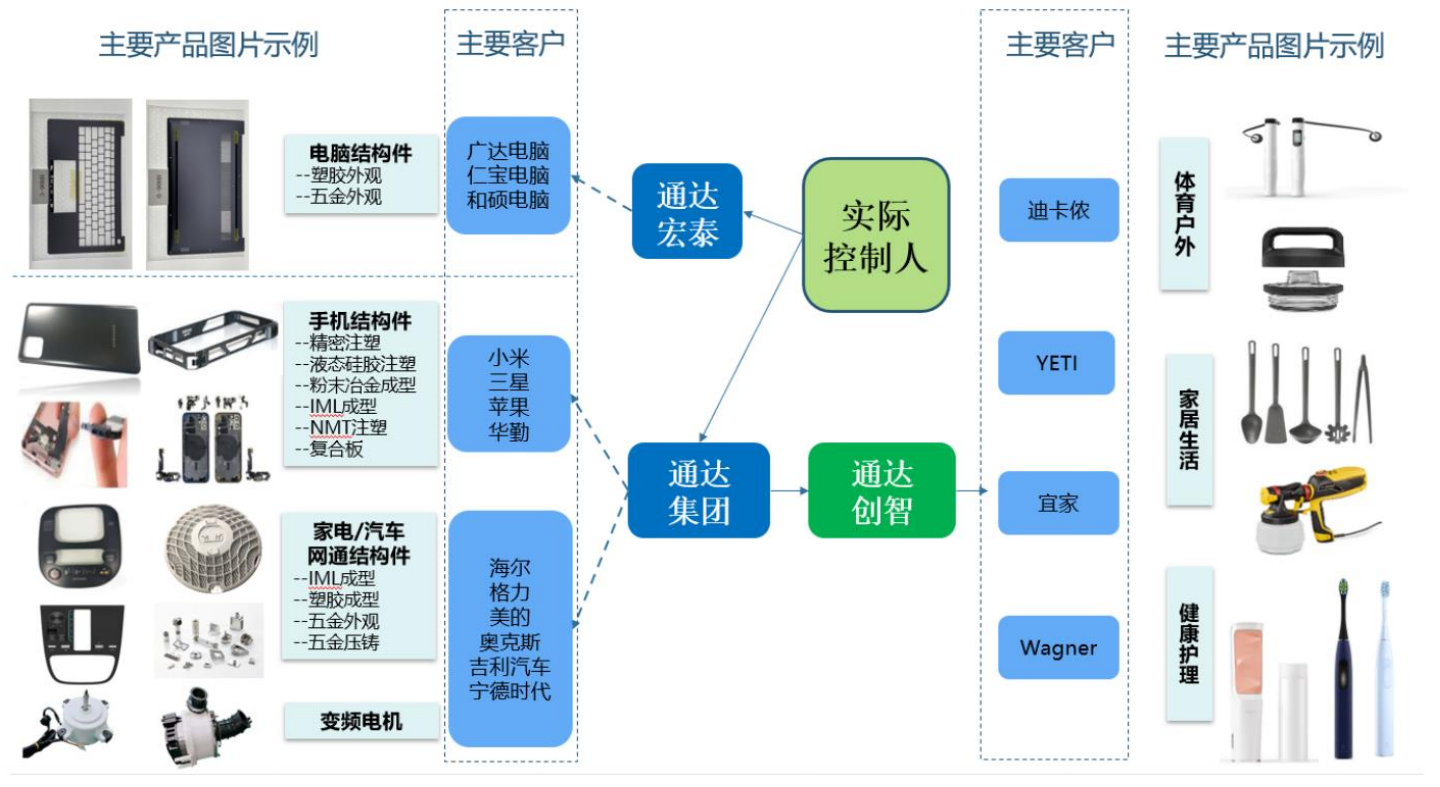
精密模具设计开发实力是公司精耕细作体育户外、家居生活、健康护理等消费品的重要保障和核心竞争力。首先, 公司自主进行精密模具设计开发促使技术研发和生产制造实现有效衔接, 最大程度地避免了因模具调试、工艺适配等原因引发的质量问题, 有效保证了产品精度和后续的批量生产, 从而有利于缩短产品开发时间, 迅速响应客户需求; 其次, 公司自主进行精密模具设计开发是公司实现多工艺、多制程整合的前提, 能够为客户提供更具竞争力的一站式服务; 同时, 模具设计直接关系到成型加工周期、产品品质、生产效率和成本, 公司自主进行精密模具设计开发有效缩短了产品验证和送样周期, 降低了沟通修改成本, 因此使公司产品在品质、综合成本、交期等方面具有较大的综合效益优势。

公司已设立了模具中心负责精密模具的设计与开发, 并建立了完整的精密模具设计标准和开发流程, 运用先进的设计软件和模仁 3D 打印、模流分析、水路压力焊接等技术, 已能够设计开发出多种模具类型与公司多工艺进行充分匹配, 以及高效冷却异形水路的模具结构、叠层模具结构、模内转模芯模具结构、悬浮注塑工艺模具结构、模内自动切浇口的模具结构、模内嵌件封胶模具结构等新型模具结构。

**(3) 多工艺、多制程整合优势。**公司体育户外、家居生活、健康护理等消费品产品在品类、应用材料、结构等多个方面都具有多样性和差异性, 因此所涉及的生产工艺复杂、制程工序繁多。为此, 公司致力于将工艺和制程体系不断完善和扩充, 形成了包含多种工艺和制程工序的一体化作业。当前客户在选择供应商过程中, 为缩短供应链, 保证产品质量和交货及时性, 对供应商提供产品的“一站式”制造服务的需求愈发强烈, 期望供应商的生产体系能够包含产品的全部生产流程, 因此, 未来公司多工艺、多制程整合的生产体系竞争优势将愈发凸显。



图表13: 通达创智关联方主要从事电子器件生产及销售业务



来源：公司公告，国金证券研究所

管理层消费电子企业管理背景，赋能企业精细化成本管理。公司多数高级管理人员及核心技术人员曾在通达科技、鸿富锦、比亚迪等 3C 电子制造龙头企业任职，具备优秀的消费电子企业管理能力，能够有效帮助企业进行成本精细化管理、快速响应下游客户需求变化。

图表14: 公司多数管理人员具备消费电子企业管理背景

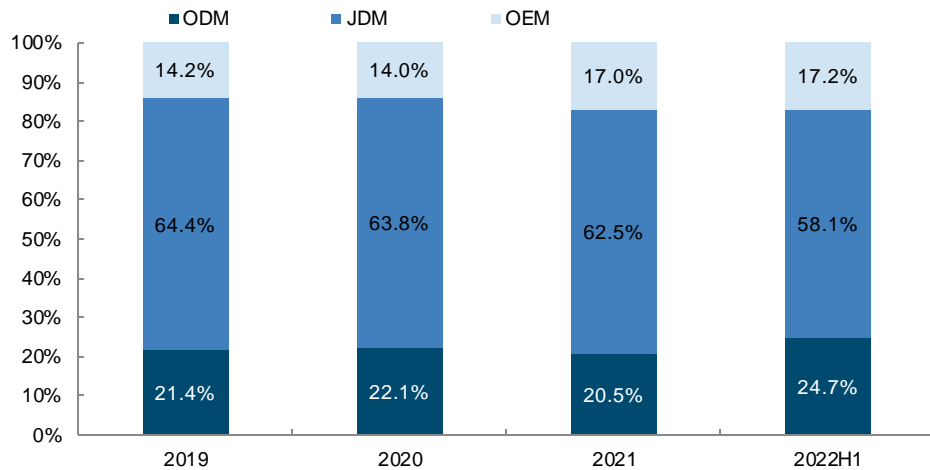
姓名	职务	背景
叶金晁	董事	通达科技董事兼总经理
黄静	监事会主席、第一事业部总监、核心技术人员	通达科技项目部项目总监
曹七旺	职工代表监事、工艺工程部经理	通达科技主管工程师
尤军峰	总经理	深圳通达电子有限公司副董事长
张靖国	副总经理	鸿富锦产品工程师
骆杰	核心技术人员	厦门精卫模具有限公司副总经理
熊武华	核心技术人员	通达科技模具中心总经理
吴琛	核心技术人员	通达科技制造中心技术总监

来源：公司公告，国金证券研究所

具备优秀注塑工艺基础，奠定技术领先优势。公司前身作为通达科技产品发展事业处，具备领先的精密模具加工设计和注塑技术服务能力。从电子设备制造转向体育户外、家居生活用品制造行业后，原本具备的技术研发体系不断帮助公司扩大与同行业可比公司的技术研发优势，在注塑和精密模具设计等领域构筑稳固壁垒，凭借优质产品深度绑定下游客户并加快抢占市场份额。

重视自主研发投入，OEM/ODM 模式营收贡献不断加大。公司重视核心技术及产品的研究开发，近年来研发费用支出持续增加。18-22 年，公司研发费用投入分别为 0.21、0.26、0.34、0.42、0.42 亿元，五年研发费用复合增速达 18.9%，研发费用率居行业可比公司前列。

图表15: OEM/ODM 业务模式营收贡献占比不断加大



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 2.3 绑定国际优质大客户, 战略定位清晰

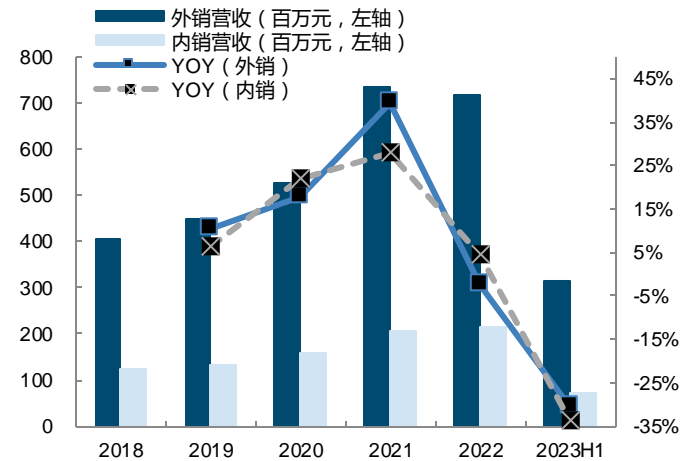
**集中资源服务大客户, 22年前五大营收占比89.3%。**公司与迪卡侬、宜家、Wagner、YETI等国际知名厂商建立了长期稳定的合作关系,2022年境内/境外营收分别为2.1/7.2亿元,营收占比分别为23%/77%。产品主要销往欧洲、北美等地区,欧美营收占比近50%。受下游去库存、经济放缓影响,宜家、迪卡侬、Wagner等全球大型家居或体育用品零售商22年起收入增速放缓,带动上游轻工出口链企业收入阶段性增速放缓,但23H2起从收入端来看,已开启逐季环比修复态势。从收入集中度角度,相比其他出口链公司,公司前五大客户营收占比更高,我们认为主要和公司的大客户选择和业务模式有关,优先选择大客户合作并深度绑定,提升供应商优先级,为后续份额提升和品类开拓奠定坚实基础。

图表16: 公司与全球领先跨国企业建立稳定合作关系

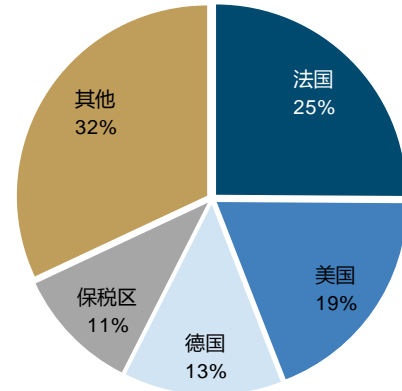
名称	图示	产品	成立时间	公司总部	22年营收	20-22营收CAGR
迪卡侬		户外露营、休闲徒步、各种运动、高山攀登等运动装备及运动服饰	1976年	法国里尔	154亿欧元	16.2%
宜家		家具、储物收纳、灯具照明、智能家居、餐具厨具等品类产品	1943年	瑞典阿姆霍特	276亿欧元	8.1%
Wagner		家用喷涂、专业喷涂、工业喷涂等设备	1947年	德国马克多夫	\	\
YETI		软硬质保温箱、渔具、户外水壶、户外包、户外水桶、户外椅及其配件	2006年	美国德克萨斯州奥斯汀	16亿美元	20.9%
MERCADONA		居家清洁、食品饮料、个人护理以及宠物行业产品	1977年	西班牙	285亿欧元	7.4%
Helen		家具户外以及美容保健用品	1968年	美国德克萨斯州	9亿美元	12.2%

来源: 各公司官网, 国金证券研究所

图表17: 公司内外销营收(百万元)及增速



图表18: 2022H1 公司外销收入结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表19: 20-22 年公司前五大客户收入相对集中

排名	客户	2020		2021		2022			
		销售额 (百万元)	占比	客户	销售额 (百万元)	占比	客户	销售额 (百万元)	占比
1	迪卡侬	247	35.6%	迪卡侬	300	31.6%	迪卡侬	285	30.6%
2	Wagner	157	22.6%	Wagner	216	22.8%	宜家	255	27.4%
3	宜家	129	18.6%	宜家	192	20.2%	Wagner	164	17.6%
4	哈尔斯	51	7.4%	哈尔斯	90	9.5%	哈尔斯	64	6.9%
5	云顶信息	42	6.1%	云顶信息	53	5.6%	云顶信息	62	6.7%
合计		625	90.3%		851	89.6%		831	89.3%

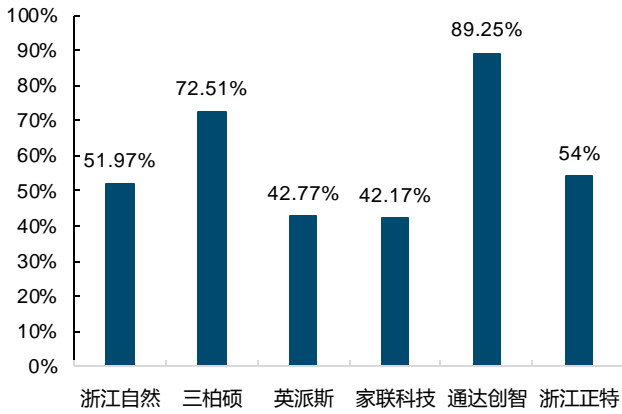
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表20: 公司下游主要客户营收体量及增速表现

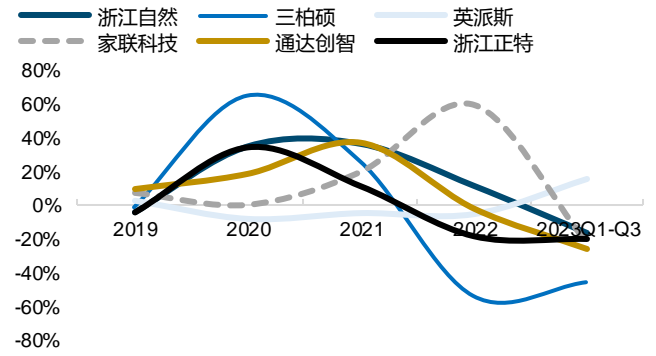
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	16-22 CAGR
宜家								
营收 (亿欧元)	364	383	388	413	396	419	446	
yoy		5.2%	1.3%	6.4%	-4.1%	5.8%	6.4%	3.4%
迪卡侬								
营收 (亿欧元)	100	110	113	124	114	138	154	
yoy		10.0%	2.7%	9.7%	-8.1%	21.1%	11.6%	7.5%
Wagner								
营收 (亿美元)			2.32	2.37	2.5	3.2	3.37	
yoy				2.2%	5.5%	28.0%	5.3%	9.8%
YETI								
营收 (亿美元)	8	6	8	9	11	14	16	
yoy		-25.0%	33.3%	12.5%	22.2%	27.3%	14.3%	12.2%
通达创智								
营收 (亿元人民币)			5.32	5.83	6.93	9.5	9.31	
yoy				9.6%	18.9%	37.1%	-2.0%	15% (18-22CAGR)

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表21: 2022年可比公司前五大客户营收占比



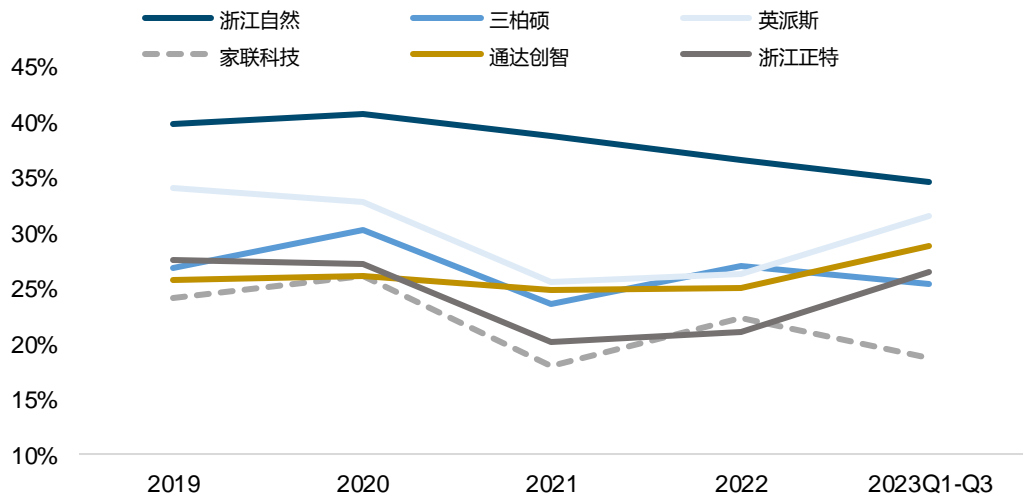
图表22: 2019-2023Q1-3 可比公司近五年收入增速对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

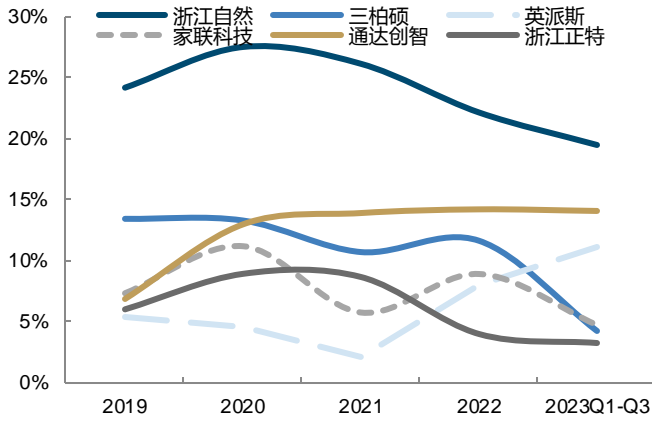
图表23: 可比公司毛利率对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所

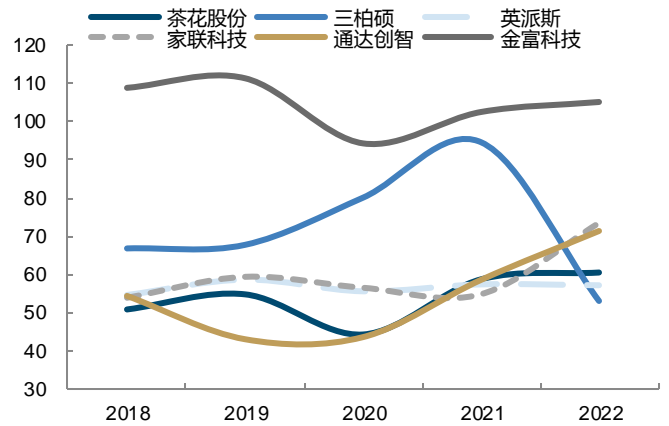
**期间费用管理能力优秀, 存货周转彰显效率优势。**由于公司客户集中度高且合作关系稳固、产品运输费主要由客户承担等原因, 公司销售费用支出较少, 销售费用率显著低于同行业可比公司。伴随公司规模效应释放与管理效率提升, 管理费用率得到有效控制并呈现明显下降趋势, 当前公司管理费用率处于同行业可比公司中游水平。总体来说, 公司具有良好的费用控制能力。公司采用“以销定产、以产定购”的生产模式, 根据订单情况保持合理安全库存, 因此具有较强的存货综合管理能力, 公司存货周转率在同行业公司中处于领先地位。此外, 公司具有良好的应收账款周转水平, 应收账款周转率处于同行业可比公司中上游水平。

图表24: 销售净利率水平处于同行业可比公司前列



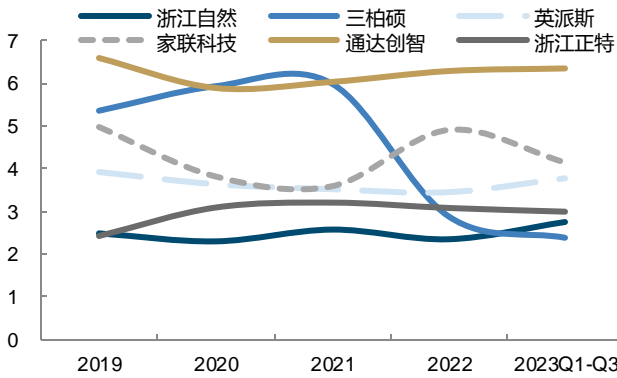
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表25: 同行业可比公司人均创收(万元)对比



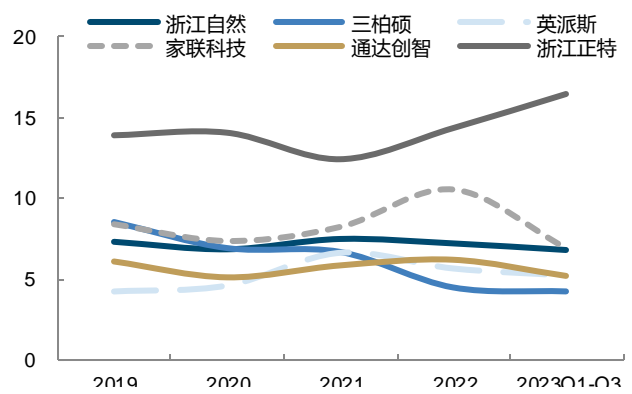
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

图表26: 存货周转率处于同行业可比公司首位



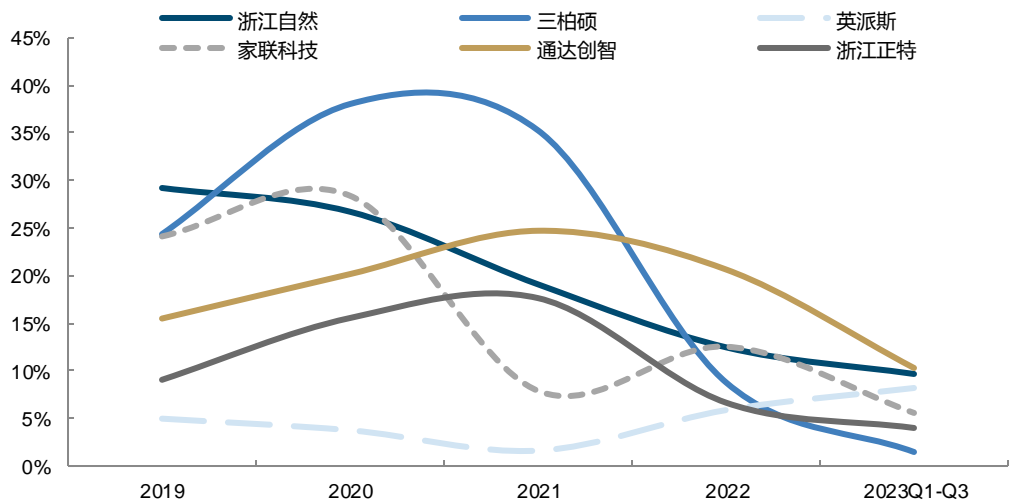
来源: 各公司公告, 国金证券研究所; 23Q1-Q3 存货周转率为经调整后的年化数据

图表27: 同行业可比公司应收账款周转率对比



来源: 各公司公告, 国金证券研究所; 23Q1-Q3 应收账款周转率为经调整后的年化数据

图表28: 公司 ROE 水平处于同行业可比公司前列



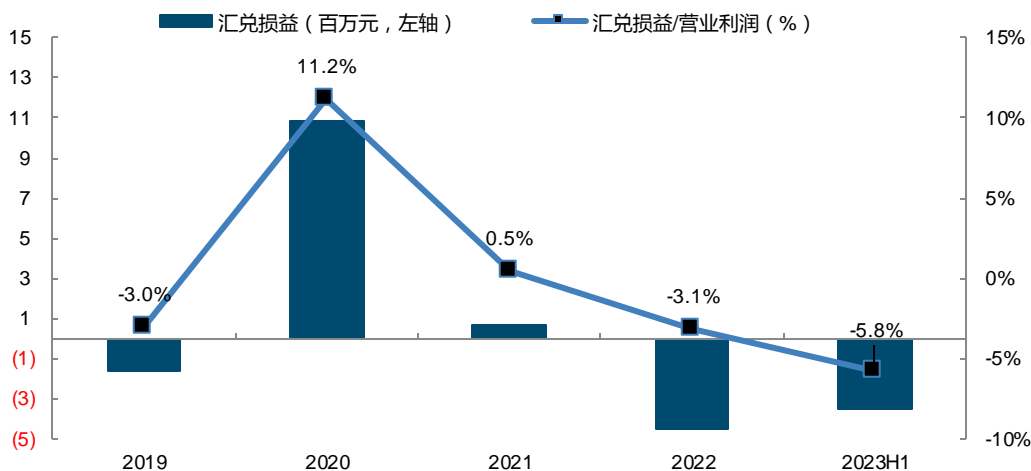
来源: 各公司公告, 国金证券研究所; 23Q1-Q3 ROE 为经调整后的年化数据

汇率变动对公司短期盈利能力影响较小。由于公司部分主要客户采用美元定价或结算, 汇率变动会给公司短期经营业绩带来影响。22 年下半年美元对人民币汇率较上年同期大幅上涨, 公司因此实现正向汇兑损益。19-22 年公司汇兑损益分别为-164/1083/67/-449 万



元，占当期营业利润比重分别为-3.0%/11.2%/0.5%/-3.1%。整体来看，公司能够良好控制汇率变动对公司短期盈利能力产生的影响。

图表29：2022年汇兑损益实现正向利润贡献



来源：公司公告，国金证券研究所

### 3 成长驱动：拓品类打开增量空间，东南亚布局业内领先

#### 3.1 拓品类：增设五金品类，马来布局保证供应链安全，深化客户绑定

注塑产能夯实，IPO 新增石狮五金用品产能布局，深化宜家合作。凭借多工艺多制程整合能力，新上五金制程，成为核心客户在中国区唯一一家“橡塑+五金”双制程供应商，打开拓品类第一步。

从产能布局来看，公司现有三大生产基地（厦门、石狮、马来西亚），远期规划 20-30 亿元的产能。厦门基地定位于体育户外、健康护理用品的研发生产销售；石狮基地定位于家居生活用品的研发生产销售为主，该基地现已实现“塑料+五金”双制程的生产体系；马来西亚定位实现公司国际化跨越式发展的综合性生产制造基地。“通达 6# 厂房（智能制造生产基地建设项目）”投产后，预计新增体育户外用品 880 万套、健康护理产品 230 万套、家用电动工具 40 万套；“通达创智石狮智能制造基地建设项目”投产后，预计新增室内家居用品 4000 万套、家用电动工具 90 万套。

2023 年 3 月 20 日公司发布公告，拟变更石狮智能制造基地建设项目实施内容，新增产能布局由原来的室内家居用品 4000 万套和家用电动工具 90 万套产能变更为注塑家居用品 5200 万套和五金家居用品 1000 万件产能，加快迈入宜家五金类产品供应链体系。

图表30：首次公开发行股票募集资金拟投资项目

序号	项目名称	总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	建设期 (月)
1	通达 6# 厂房 (智能制造生产基地建设项目)	30794	20801	27
2	通达创智石狮智能制造基地建设项目	28585	26400	27
3	研发中心和自动化中心建设项目	6700	6700	28
4	补充流动资金	8500	8500	-
	合计	74578	62401	-

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 3.2 拓客户&提份额：新拓零售&品牌商客户，中期基于强稳定性受益份额集中

在现有大客户迪卡侬、宜家、Wagner、YETI、云顶的基础上，公司与世界前 50 强零售商（世界 500 强企业之一）西班牙 MERCADONA 的合作逐步加深，当前已取得美国高端品牌客户 Helen of Troy 多个项目的正式立项，现处于开模等实施阶段；新拓展的中国连锁咖啡品牌瑞幸咖啡已陆续发货；并新取得世界 500 强企业之一的美国大型商超塔吉特公司 (TARGET) 的供应商代码，将进入其供应链体系。

2022 年以来的整体经济疲软，主要客户有望进一步强化供应链管理，保障供应链的安全

稳定,故会逐步淘汰一些小的抗风险能力弱的供应商,进一步加强和高等级供应商的粘性,订单会进一步向高等级供应商集中,公司系四大客户的高等级供应商,未来在客户中的份额有望进一步提升。

图表31: 公司收入分客户成长情况

	2018	2019	2020	2021	2022
销售收入 (百万元)	166	200	247	300	285
迪卡侬 营收占比	31.3%	34.3%	35.6%	31.6%	30.6%
yoy		20.2%	23.3%	21.7%	-5.0%
销售收入 (百万元)	135	126	129	192	255
宜家 营收占比	25.4%	21.7%	18.6%	20.2%	27.4%
yoy		-6.6%	1.9%	49.0%	33.3%
销售收入 (百万元)		49	157	216	164
Wagner 营收占比		8.3%	22.6%	22.8%	17.6%
yoy			222.7%	37.9%	-24.1%
销售收入 (百万元)	37	78	51	90	77
哈尔斯 营收占比	7.0%	15.3%	7.4%	9.5%	8.3%
yoy		107.6%	-34.2%	76.3%	-14.6%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

#### 核心假设

#### 分品类:

1) **体育户外:** 体育户外基本盘稳健增长, 2020-2022年 CAGR 达 11%, 核心技术的研发与产品生产交付效率提高将进一步促进体育户外业务营收恢复及增速, 预计 23-25 年公司体育户外业务营收同比-15%、+20%、+20%, 由于 23 年公司主要原材料价格处于历史低位, 2022、2023Q1-3 公司整体业务毛利率分别为 25.1%、28.9%, 我们预计 23-25 年该项业务毛利率为 31.0%、30.5%、30.0%。

2) **家居生活:** 家居类产品整体需求偏刚需, 2022 年该项业务国内收入占比达 47%, 同时与宜家、Wagner 等客户达成稳定合作, 且在积极拓展五金品类, 23 年受下游大客户去库影响营收表现有所波动, 环比已呈现修复趋势, 我们预计 23-25 年公司家居生活类业务营收同比-14%、+23%、+23%, 毛利率分别为 27%、25.8%、25.8%。

3) **健康护理:** 当前公司健康护理业务体量较小, 2020-2022 年 CAGR 达 87%。短期受下游客户云顶自身经营调整影响收入有所波动, 中期角度, 伴随消费者对于生活、职业健康与保养护理认知的提高, 预计 23-25 年公司健康护理业务营收同比-40%、+35%、+30%, 毛利率分别为 13%、13%、13%。

**毛利率:** 公司所处行业整体需求及技术水平持续增长, 公司持续发力布局拓展生产基地与下游市场, 坚持核心客户战略, 与宜家、迪卡侬等客户达成合作, 凭借多元化品牌推广与过硬产品品质提高产品定价能力, 考虑 23 年 pp 粒子等各类塑料原材料价格处于周期底部, 预计 23-25 年毛利率分别为 29%、28%、28%。

图表32：公司主要业务营收及毛利率预测

		2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)		532	583	693	950	931	781	950	1,155
	YOY		10%	19%	37%	-2%	-16%	22%	22%
营业成本 (百万元)		409	433	511	715	698	553	684	837
	毛利率	23%	26%	26%	25%	25%	29%	28%	28%
主营业务按产品拆分									
1.1 体育户外	营业收入 (百万元)	220	297	340	433	402	342	410	492
	营收占比	41%	51%	49%	46%	43%	44%	43%	43%
	YOY		35%	15%	27%	-7%	-15%	20%	20%
	营业成本 (百万元)	163	212	239	300	284	236	285	344
	毛利 (百万元)	57	84	101	133	118	106	125	148
	毛利率	26%	28%	30%	31%	29%	31.0%	30.5%	30.0%
1.2 家居生活	营业收入 (百万元)	284	248	280	409	435	374	460	566
	营收占比	53%	42%	40%	43%	47%	48%	48%	49%
	YOY		-13%	13%	46%	6%	-14%	23%	23%
	营业成本 (百万元)	226	193	213	330	337	273	342	420
	毛利 (百万元)	58	54	67	80	98	101	119	146
	毛利率	20.4%	22.0%	23.8%	19.5%	22.5%	27.0%	25.8%	25.8%
1.3 健康护理	营业收入 (百万元)	2.54	10	48	64	65	39	53	68
	营收占比	0.5%	1.7%	6.9%	6.8%	7.0%	5%	6%	6%
	YOY		292%	381%	34%	1%	-40%	35%	30%
	营业成本 (百万元)	1.96	10	43	54	57	34	46	60
	毛利 (百万元)	0.58	-0.42	4.65	10.02	7.53	5	7	9
	毛利率	23%	-4%	10%	16%	12%	13%	13%	13%

来源：公司公告，国金证券研究所

综上，我们预测公司 23-25 年收入分别为 7.8/9.5/11.6 亿元，同比-16%/+22%/+22%，归母净利润 1.1/1.5/1.8 亿元，同比-15%/+31%/+19%。

#### 4.2 投资建议

我们采用市盈率相对估值法，根据盈利预测，当前股价对应公司 24-25 年 PE 分别为 19/16X。选取 A 股中浙江正特、家联科技等四家公司作为可比公司，可比公司 24/25 年 PE 平均值分别为 20/16X，考虑到公司在体育户外、家居生活、健康护理市场布局发展前景良好，凭借产品稳定性和个性化服务能力助力客户成长，五金拓品类有望打开增量空间，整体成长性、盈利能力均好于同业公司，应给予一定估值溢价，首次覆盖，给予公司 2024 年 23X 估值，对应目标价 30.5 元，给予“买入”评级。

图表33：可比公司估值

公司简称	收盘价 (元)	总股本 (百万股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE					PB (MRQ)
				21A	22A	23E	24E	25E	21A	22A	23E	24E	25E	
浙江正特	23.3	110	25.7	1.1	0.6	0.5	1.2	1.4	23.9	43.4	51.1	21.7	17.8	2.3
家联科技	18.6	192	35.8	0.7	1.8	1.0	1.5	1.9	50.2	19.9	35.9	24.6	18.8	2.3
浙江自然	22.6	142	32.0	2.2	2.1	1.8	2.2	2.6	14.6	15.0	17.8	14.4	12.2	1.7
英派斯	17.1	120	20.6	0.2	0.7	-	-	-	118.0	31.3	-	-	-	1.7
平均值									29.6	26.1	34.9	20.2	16.3	2.0
中位数									23.9	19.9	35.9	21.7	17.8	2.0
通达创智	25.0	112	28.0	1.3	1.3	1.1	1.5	1.8	21.3	21.3	24.9	18.9	15.9	2.0

来源：Wind，国金证券研究所；股价基准日：2023 年 12 月 7 日

## 5 风险提示

**客户集中度过高的风险。**22 年公司前五大客户营收占比 89%，且第一/第二大客户营收占比 30.6%/27.4%，若单一客户经营或订单出现风险，则对整体收入情况产生较大波动。

**汇率波动的风险。**公司海外业务营收占比超 75%，如果公司未来以外币结算的收入持续增加，或者美元汇率发生大幅波动，公司又无法将全部汇兑风险向上下游传导或其他有效手段进行规避，汇率波动将可能对经营业绩产生不利影响。

**原材料价格波动的风险。**在成本结构中，原材料占比相对较高，若下游价格传导受限，则

公司盈利能力有所波动。

**限售股解禁。**24年3月公司有840万股限售股解禁，占总股本比例7.5%。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>693</b>	<b>950</b>	<b>931</b>	<b>781</b>	<b>950</b>	<b>1,155</b>	货币资金	120	118	158	861	876	967	
增长率		37.2%	-2.0%	-16.2%	21.7%	21.6%	应收款项	165	171	138	150	182	221	
<b>主营业务成本</b>	<b>-511</b>	<b>-715</b>	<b>-698</b>	<b>-553</b>	<b>-684</b>	<b>-837</b>	存货	103	135	88	91	112	138	
%销售收入	73.8%	75.2%	74.9%	70.9%	72.0%	72.4%	其他流动资产	9	7	23	22	23	24	
<b>毛利</b>	<b>181</b>	<b>236</b>	<b>234</b>	<b>227</b>	<b>266</b>	<b>318</b>	流动资产	397	431	407	1,123	1,193	1,350	
%销售收入	26.2%	24.8%	25.1%	29.1%	28.0%	27.6%	%总资产	55.9%	52.3%	44.9%	67.6%	65.5%	67.1%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	长期投资	0	0	0	0	0	0	
%销售收入	0.3%	0.5%	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	固定资产	279	327	442	473	551	575	
<b>销售费用</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	%总资产	39.3%	39.7%	48.8%	28.4%	30.3%	28.6%	
%销售收入	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	无形资产	26	47	46	56	65	74	
<b>管理费用</b>	<b>-39</b>	<b>-46</b>	<b>-49</b>	<b>-66</b>	<b>-66</b>	<b>-79</b>	非流动资产	313	393	499	539	628	663	
%销售收入	5.7%	4.9%	5.3%	8.4%	7.0%	6.8%	%总资产	44.1%	47.7%	55.1%	32.4%	34.5%	32.9%	
<b>研发费用</b>	<b>-34</b>	<b>-42</b>	<b>-42</b>	<b>-45</b>	<b>-47</b>	<b>-58</b>	<b>资产总计</b>	<b>710</b>	<b>824</b>	<b>906</b>	<b>1,662</b>	<b>1,821</b>	<b>2,013</b>	
%销售收入	4.9%	4.4%	4.5%	5.8%	5.0%	5.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>104</b>	<b>139</b>	<b>130</b>	<b>105</b>	<b>141</b>	<b>168</b>	应付款项	180	213	158	137	169	207	
%销售收入	15.0%	14.6%	13.9%	13.4%	14.8%	14.6%	其他流动负债	28	29	32	25	30	37	
<b>财务费用</b>	<b>-11</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	流动负债	208	242	190	162	199	244	
%销售收入	1.6%	-0.1%	-0.7%	-1.3%	-1.9%	-1.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
<b>资产减值损失</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	7	9	11	12	12	12	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	215	251	201	174	211	256	
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>493</b>	<b>573</b>	<b>705</b>	<b>1,489</b>	<b>1,609</b>	<b>1,757</b>	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	4.7%	1.8%	2.5%	其中：股本	84	84	84	112	112	112	
<b>营业利润</b>	<b>97</b>	<b>146</b>	<b>144</b>	<b>126</b>	<b>167</b>	<b>198</b>	未分配利润	69	137	255	346	466	614	
营业利润率	14.0%	15.4%	15.5%	16.2%	17.5%	17.1%	少数股东权益	2	0	0	0	0	0	
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>710</b>	<b>824</b>	<b>906</b>	<b>1,662</b>	<b>1,821</b>	<b>2,013</b>	
<b>税前利润</b>	<b>99</b>	<b>148</b>	<b>145</b>	<b>128</b>	<b>169</b>	<b>200</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	14.2%	15.6%	15.6%	16.4%	17.8%	17.3%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-9</b>	<b>-17</b>	<b>-13</b>	<b>-15</b>	<b>-20</b>	<b>-24</b>	每股收益	1.074	1.564	1.567	1.008	1.325	1.571	
所得税率	9.4%	11.3%	9.1%	12.0%	12.0%	12.0%	每股净资产	5.866	6.822	8.392	13.294	14.368	15.689	
<b>净利润</b>	<b>89</b>	<b>131</b>	<b>132</b>	<b>113</b>	<b>148</b>	<b>176</b>	每股经营现金净流	1.022	1.887	2.133	0.909	1.524	1.788	
少数股东损益	-1	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.000	0.200	0.200	0.250	0.250	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>90</b>	<b>131</b>	<b>132</b>	<b>113</b>	<b>148</b>	<b>176</b>	<b>回报率</b>							
净利率	13.0%	13.8%	14.1%	14.5%	15.6%	15.2%	净资产收益率	18.31%	22.92%	18.67%	7.58%	9.22%	10.01%	
							总资产收益率	12.71%	15.94%	14.53%	6.79%	8.15%	8.74%	
							投入资本收益率	18.96%	21.55%	16.74%	6.19%	7.69%	8.41%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	18.74%	37.23%	-2.01%	-16.18%	21.67%	21.59%	
							EBIT增长率	98.17%	34.38%	-6.67%	-19.23%	34.19%	19.35%	
							净利润增长率	118.41%	45.55%	0.22%	-14.25%	31.44%	18.60%	
							总资产增长率	16.66%	16.07%	9.98%	83.50%	9.51%	10.56%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	70.6	62.3	59.0	68.0	68.0	68.0	
							存货周转天数	62.1	60.6	58.2	60.0	60.0	60.0	
							应付账款周转天数	97.7	80.0	74.9	68.0	68.0	68.0	
							固定资产周转天数	137.7	98.4	156.6	205.8	185.6	163.6	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-24.23%	-20.53%	-22.41%	-57.82%	-54.41%	-55.02%	
							EBIT利息保障倍数	9.5	-242.7	-19.6	-10.1	-7.9	-8.9	
							资产负债率	30.25%	30.43%	22.19%	10.44%	11.61%	12.70%	

来源：公司年报、国金证券研究所



**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806