

全球电机制造商，优先卡位低空赛道

——卧龙电驱(600580.SH)公司首次覆盖报告

报告要点:

● 全球主要的电机与驱动专业制造商，深耕电机40年

公司创建于1984年，以技术创新、数字化赋能为引领，致力于向全球用户提供安全、高效、智能、绿色的电机动力系统解决方案。

● 低空政策利好不断，低空经济有望迎来快速发展

自2024年两会将低空经济定调为新增长引擎，工信部、科技部、财政部、民航局在《通用航空装备创新应用实施方案(2024-2030年)》提出，到2030年低空经济增长为万亿级市场规模，省市地方政府系列低空经济高质量发展规划相继出台，低空经济的重要性被反复提及，相关政策的出台为低空经济的发展奠定了坚实的基础。

● 电动航空先锋，优先卡位低空

公司自2019年开始致力于城市空运、救援、物流领域内的先进电机及驱动产品的研发与产业化，在航空电驱动及控制领域处于国际领先水平。同时公司与中国民航科学技术研究院共建“联合实验室”，积极参与并推动航空电动力系统相关标准制定，有利于树立适航审定壁垒，助推低空经济发展。

● 电机产品多领域布局，全面优化行业赛道

伴随着全球宏观环境变化和企业自身发展，公司适时调整行业聚焦，不断优化行业赛道。1) 工业电机及驱动板块：除了传统壁垒较高的油气、石化、煤炭、冶金等行业外，公司大力开发可再生能源行业，全面布局风光储氢等领域，同时进一步巩固在空压机、水泵等通用工业领域的行业地位。2) 日用电机及驱动板块：持续深耕暖通空调、洗衣机、冰箱及小家电等行业，积极开拓EC领域，帮助客户提升能效。3) 电动交通板块：新能源汽车行业稳健发展，同时积极向电动船舶、电动航空等泛交通领域渗透。

● 投资建议与盈利预测

卧龙电驱作为全球主要的电机与驱动专业制造商，深耕传统业务的同时探索电动航空领域，通过低空经济业务打开第二增长曲线。我们预计公司2024-2026年营收分别为178.05、201.05、219.10亿元，同比增长14.38%、12.91%、8.98%，归母净利润分别为11.59、13.48、15.44亿元，同比增长118.76%、16.31%、14.56%，最新总股本及收盘市值对应EPS分别为0.88、1.03、1.18元，对应PE13.70/11.78/10.28x，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示

行业竞争加剧的风险；原材料价格波动的风险；汇率波动的风险；低空经济行业发展不及预期的风险；eVTOL适航审定进度不及预期的风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14265.96	15566.83	17805.33	20104.86	21910.37
收入同比(%)	4.15	9.12	14.38	12.91	8.98
归母净利润(百万元)	799.56	529.85	1159.12	1348.13	1544.40
归母净利润同比(%)	-19.06	-33.73	118.76	16.31	14.56
ROE(%)	8.89	5.63	11.20	11.78	12.19
每股收益(元)	0.61	0.40	0.88	1.03	1.18
市盈率(P/E)	19.86	29.97	13.70	11.78	10.28

资料来源：Wind, 国元证券研究所

增持|首次推荐

当前价：11.97元

基本数据

52周最高/最低价(元): 18.41 / 8.69

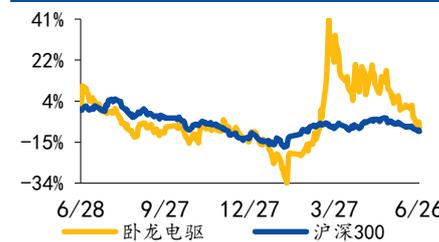
A股流通股(百万股): 1308.29

A股总股本(百万股): 1308.29

流通市值(百万元): 15660.24

总市值(百万元): 15660.24

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-机械设备行业 2024 年半年度投资策略：景气复苏，科技起舞》2024.06.27

《低空经济未来已来，eVTOL 扶摇而上》2024.06.18

报告作者

分析师 龚斯闻

执业证书编号 S0020522110002

电话 021-51097188

邮箱 gongsiwen@gyzq.com.cn

分析师 楼珈利

执业证书编号 S0020524040002

电话 021-51097188

邮箱 loujiali@gyzq.com.cn

目 录

1.传统业务发展稳定，积极布局低空经济	3
2.盈利预测及投资建议	7
3.风险提示	8

图表目录

图 1：公司近 5 年营业收入及其增速	6
图 2：公司近 5 年归母净利润及其增速	6
图 3：2023 年公司营收结构	6
图 4：公司近 5 年毛利率与净利率	6
图 5：公司近 5 年期间费用率	6
图 6：公司近 5 年研发投入情况	6

1.传统业务发展稳定，积极布局低空经济

公司是全球主要的电机与驱动专业制造商，公司创建于1984年，作为全球主要的电机及驱动解决方案的制造商，企业以技术创新、数字化赋能为引领，致力于向全球用户提供安全、高效、智能、绿色的电机动力系统解决方案，助力“碳中和”，驱动美好未来。

深耕电机电控领域，下游行业应用广泛。公司主要业务有电机及控制、光伏与储能、工业互联网等，其中电机及控制业务主要分为工业电机及驱动、日用电机及控制及电动交通。永磁电机、电机+变频在内的电机产业保持稳定增长，光伏、风电、储能、氢能、电动交通在内的新能源产业迅速做大，“电机+变频+上位机+传感器+N”在内的系统解决方案及产品全生命周期管理业务大力发展，销售规模实现不断突破。

公司电机产品多领域布局，拥抱双碳机遇，全面优化行业赛道。伴随着全球宏观环境变化和企业自身发展，公司适时调整行业聚焦，不断优化行业赛道。1) 工业电机及驱动板块：除了传统壁垒较高的油气、石化、煤炭、冶金等行业外，公司大力拥抱双碳机遇，开发可再生能源行业，全面布局风光储氢等领域，同时进一步巩固在空压机、水泵等通用工业领域的行业地位。2) 日用电机及驱动板块：持续深耕暖通空调、洗衣机、冰箱及小家电等行业，积极开拓EC领域，帮助客户提升能效。3) 电动交通板块：新能源汽车行业稳健发展，同时积极向电动船舶、电动航空等泛交通领域渗透。在原有行业深耕的同时布局新兴产业，打开公司成长空间。

盈利能力保持稳定，期间费用率有所增加。2023年公司毛利率为25.16%，同比+1.56pct；期间费用率为18.26%，同比+1.27pct。其中，销售费用率为4.87%，同比+0.32pct，主要系职工薪酬、业务招待费及差旅费等增加；管理费用率为8.43%，同比+1.21pct，主要系职工薪酬、折旧摊销费、专业服务费及办公费等增加；研发费用率为3.58%，同比+3.83pct，主要系耗用材料等费用减少。

国家政策持续利好，低空经济将迎来黄金时期。中央强调重视发展低空经济，定调其新增长引擎地位。“低空经济”概念于2021年2月首次被写入国家规划，中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》提出，发展交通运输平台经济、枢纽经济、通道经济、低空经济。2023年12月，中央经济工作会议明确提出“打造生物制造、商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业”。2024年3月5日，国务院总理李强在政府工作报告中再次指出，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。2024年3月27日，工信部、科技部、财政部、民航局在《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030年）》提出，到2030年，以高端化、智能化、绿色化为特征的通用航空产业发展新模式基本成立，通用航空装备全面融入人民生活各领域，成为低空经济增长的强大推动力，形成万亿级市场规模。低空经济的重要性被反复提及，相关政策的出台为低空经济的发展奠定了坚实的基础。

电动航空先锋，引领行业标准，助推低空经济新发展。2019年开始，公司布局成立了电动航空研发中心，由国家级海外高层次人才领衔，专注于城市空运、应急救援、物流运输领域内的先进电机及驱动产品的研发与产业化。公司研发的航空电力系统在系统轻量化、动密封、电磁兼容及低成本批量化制造等核心技术方面实现突破，并完成核心产品知识产权布局。同时，公司与中国民航科学技术研究院共建“联合实验室”，积极参与并推动航空电力系统相关的标准制定。近期，由航科院主办的，卧龙电驱承办的《多旋翼无人驾驶航空器适航标准》研讨会顺利召开，进一步推进产

业标准的制定，为低空经济添砖加瓦。

工业电机与日用电机市场双回暖，稳健增长前景广阔。1) 工业电机市场：水泵行业市场规模持续增长，节能和智能化是发展趋势；风机行业正经历由传统向高效、低噪转型；压缩机行业受益于环保政策和产业升级，节能型压缩机成主流。低压电机作为关键部件，预计将持续受益于这些行业的增长和转型，保持稳定的增长态势。2) 日用电机市场：公司的日用电机广泛应用于多个行业，其中包括暖通空调、洗衣机、冰箱以及小家电和电动工具行业。2023年，受益于低基数效应，家电出口展现出强劲的增长势头，超出市场预期的复苏态势。公司在日用电机领域拥有广泛的市场覆盖和稳定的市场表现，尤其在外销市场取得了显著增长。随着全球经济的复苏和消费者需求的增长，预计公司在这些行业将继续保持稳健的发展态势。

新能源汽车行业蓬勃发展，中国引领全球市场增长。据 Canalsy 统计，2023 年全年，全球新能源汽车销量预计增幅 29%，达到 1370 万辆，渗透率达 17%。中国仍将保持最大新能源汽车市场地位，本地销量预计达 760 万辆，占全球新能源汽车市场 55.5%。据中汽协统计分析，2023 年我国新能源汽车产销分别完成 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长 35.8%和 37.9%，市场占有率达 31.6%。从行业发展趋势看，新能源汽车行业正迎来黄金发展期。随着技术的进步和政策的支持，新能源汽车的续航里程、充电便利性、智能化水平等方面都在不断提升，使得消费者对于新能源汽车的接受度越来越高。同时，全球各国对于环保和可持续发展的重视，也为新能源汽车行业的发展提供了广阔的市场空间。新能源汽车行业的蓬勃发展，公司有望从中充分受益。

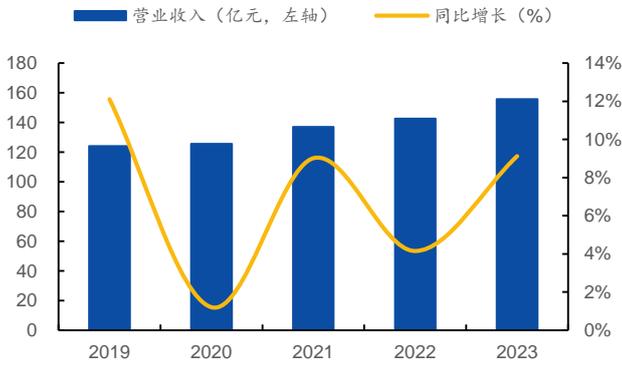
深耕机器人伺服产品，打开机器人应用场景，开拓下游应用领域。公司深耕伺服产品多年，开发了一大批具有行业领先水平的全数字化伺服驱动产品，已广泛应用于工业机器人、AGV、数控机床、工业自动化等领域。通过深厚的积累和技术储备，公司布局开发了高爆发关节模组、伺服驱动器、无框力矩电机等人形机器人关键组部件，以极致性价比助力仿生机器人的产业化推广应用。公司在机器人的应用场景上也有突破和创新。旗下的希尔公司是全球领先的工业机器人系统集成商，现为全球多家知名车企提供自动化生产线，并持续获得全球多家知名车企订单，未来有望凭借客户黏性、墨西哥区域的早期布局优势打开更高增长空间。公司亦布局了仿生机器人巡检系统、高空应急递送系统和外骨骼助力系统等解决方案，这些系统结合了运动控制、地图定位、自主导航、感知识别、通讯传输等先进技术，可广泛应用于电力、石化、煤矿、应急救援、医疗康养等多个领域。

坚持并实施“一二三发展战略”，全力推进第三增长曲线。公司坚持推动并实施“一二三发展战略”，做大做强、做精做透电机及变频器产业，电机产业作为公司的第一条成长曲线，加快产品的迭代升级，大力发展高效电机、永磁电机、电机+变频等新电机产品；新能源产业作为公司的第二条成长曲线，快速发展包括光伏、风电、储能、氢能、电动交通等业务；系统解决方案业务（即“电机+变频+上位机+传感器+N”的系统解决方案业务）作为公司的第三条成长曲线，全方位大力推进，从而更好满足客户需求，适应行业发展，推进公司战略。

公司核心竞争力丰富。1) 全球化管理优势：公司近年来逐步建立了具有全球化经营管控能力的管理团队，在成本控制、生产管理、销售渠道建设、财务管理等当面取得了较大的进步。2) 研发和技术优势：公司全球布局研发中心，在中国、美国、德国、日本、印度拥有 5 大研发中心，研发团队由多名国家千人创新人才专家领衔，各类驱

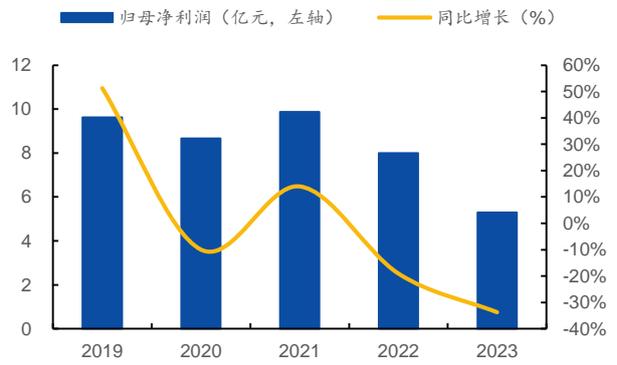
控、算法、软件等高端技术人才组成。目前电机与控制技术领先，自主知识产权丰富，多个领域国内领先，部分产品国际领先。3) 品牌优势：公司拥有卧龙、南阳防爆等国内顶尖品牌，以及如 Brook Crompton、Morley 等百年国际知名品牌，并获得 GE10 年品牌使用权。这些品牌在油气、石化、电力等多个中高端细分市场中均享有高美誉度。

图 1：公司近 5 年营业收入及其增速



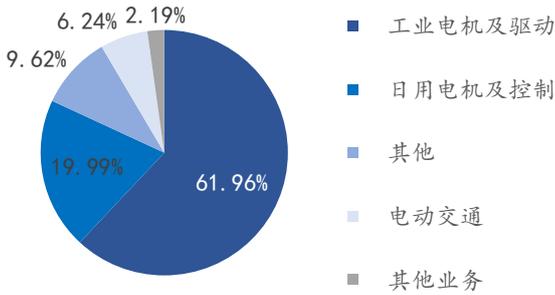
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 2：公司近 5 年归母净利润及其增速



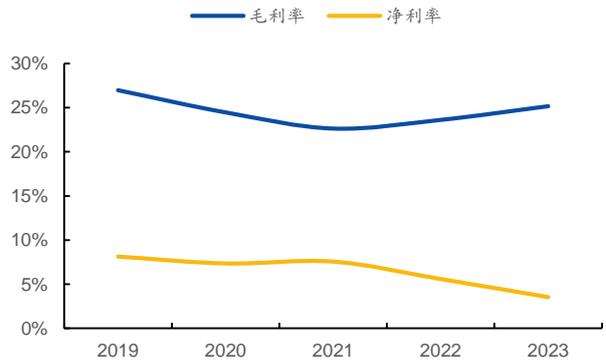
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 3：2023 年公司营收结构



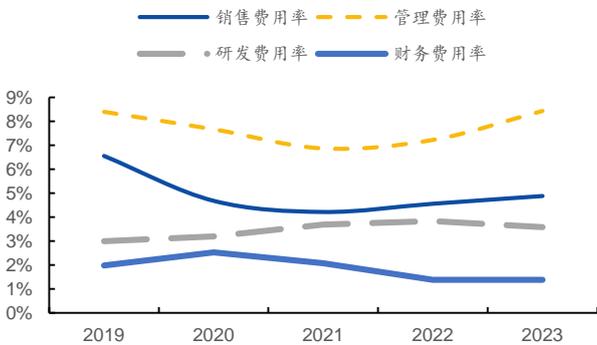
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 4：公司近 5 年毛利率与净利率



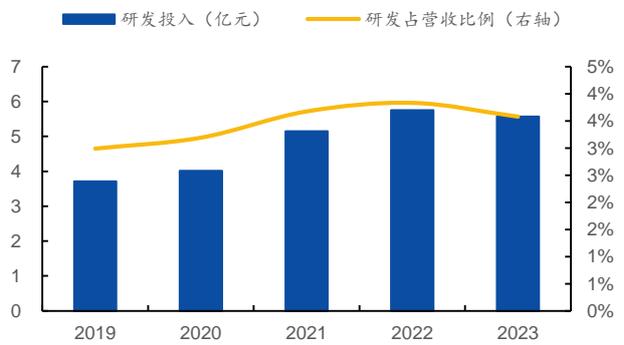
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 5：公司近 5 年期间费用率



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 6：公司近 5 年研发投入情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

2. 盈利预测及投资建议

卧龙电驱作为全球主要的电机与驱动专业制造商，深耕传统业务的同时探索电动航空领域，通过低空经济业务打开第二增长曲线。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 178.05、201.05、219.10 亿元，同比增长 14.38%、12.91%、8.98%，归母净利润分别为 11.59、13.48、15.44 亿元，同比增长 118.76%、16.31%、14.56%，最新总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 0.88、1.03、1.18 元，对应 PE13.70/11.78/10.28x，首次覆盖给予“增持”评级。

表 1：卧龙电驱盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	14265.96	15566.83	17805.33	20104.86	21910.37
收入同比(%)	4.15	9.12	14.38	12.91	8.98
归母净利润(百万元)	799.56	529.85	1159.12	1348.13	1544.40
归母净利润同比(%)	-19.06	-33.73	118.76	16.31	14.56
ROE(%)	8.89	5.63	11.20	11.78	12.19
每股收益(元)	0.61	0.40	0.88	1.03	1.18
市盈率(P/E)	19.86	29.97	13.70	11.78	10.28

资料来源：Wind，国元证券研究所预测

表 2：可比公司估值对比

代码	证券简称	PE (2024E)	PE (2025E)	PE (2026E)	总市值(亿元)
001696.SZ	宗申动力	21.65	19.07	16.85	132
300124.SZ	汇川技术	24.30	19.81	16.44	1365
603489.SH	八方股份	26.72	18.74	18.02	44
	平均值	24.22	19.21	17.10	

资料来源：Wind，国元证券研究所预测

注：总市值及盈利预测为 2024 年 6 月 24 日数据，盈利预测为 Wind 一致预期

3.风险提示

(1) 行业竞争加剧的风险：公司生产的微特电机和中小型电机所处行业相对较为分散、市场竞争比较激烈。由于行业准入门槛较大型电机来说相对较低，公司在国内的竞争对手较多。

(2) 原材料价格波动的风险：电机产品的主要原材料为铜材和钢材等，且原材料占成本的比重较大，国际大宗商品价格的波动会对公司经营业绩产生一定的影响。

(3) 汇率波动的风险：公司国内生产企业开展的进出口贸易业务以美元、欧元为主要结算货币，存在人民币对外币汇率波动的不确定性。公司海外子公司的结算货币也受到美元、欧元、英镑等世界主要货币相互之间汇率波动的影响。

(4) 低空经济行业发展不及预期的风险：低空经济行业目前处于政策密集出台支持的阶段，但属于新兴行业，处于发展初期，后期的发展受国家政策、空域开放管理等影响。未来的应用场景落地、技术突破方面存在较大的不确定性，有不及预期的风险。

(5) eVTOL 适航审定进度不及预期的风险：eVTOL 属于民航领域新兴事物，虽然亿航智能已经通过专用条例方法取得型号合格证，但针对其他机型的 eVTOL 适航审定规章和经验仍是空白。如果 eVTOL 别的机型适航审定不及预期，会对公司出货造成不利影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12550.99	13080.25	14465.29	16304.85	18334.33
现金	2305.04	2647.20	2514.57	2957.23	3941.35
应收账款	4478.30	4861.28	5447.10	6220.03	6764.06
其他应收款	685.66	315.33	650.31	684.25	721.12
预付账款	446.93	388.54	464.33	533.28	571.92
存货	3267.70	3405.04	3930.40	4443.52	4829.84
其他流动资产	1367.37	1462.85	1458.59	1466.55	1506.04
非流动资产	10894.64	11584.24	12488.08	13377.23	13980.12
长期投资	1189.90	621.87	901.71	856.46	832.44
固定资产	4346.93	4970.54	5383.92	6025.88	6356.17
无形资产	1593.74	1986.84	2255.26	2548.09	2849.50
其他非流动资产	3764.08	4004.99	3947.19	3946.80	3942.02
资产总计	23445.64	24664.49	26953.37	29682.08	32314.45
流动负债	9583.54	9552.30	10378.92	11342.83	12110.31
短期借款	1828.86	1197.66	1387.62	1563.14	1723.78
应付账款	4008.59	4730.66	5040.34	5812.53	6341.30
其他流动负债	3746.09	3623.99	3950.96	3967.15	4045.23
非流动负债	3720.97	4409.78	4880.88	5496.82	6079.78
长期借款	2839.08	3481.44	3956.03	4580.60	5158.15
其他非流动负债	881.89	928.33	924.85	916.21	921.63
负债合计	13304.51	13962.08	15259.80	16839.64	18190.09
少数股东权益	1150.97	1294.28	1340.82	1395.58	1458.75
股本	1314.70	1311.24	1311.24	1311.24	1311.24
资本公积	1991.48	1968.34	1968.34	1968.34	1968.34
留存收益	6336.77	6670.91	7698.91	8769.73	9986.24
归属母公司股东权益	8990.16	9408.13	10352.74	11446.86	12665.62
负债和股东权益	23445.64	24664.49	26953.37	29682.08	32314.45

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1192.11	1633.85	928.58	1631.76	2083.26
净利润	838.56	552.88	1205.67	1402.89	1607.57
折旧摊销	546.21	644.49	662.43	758.02	854.16
财务费用	207.26	214.24	203.31	212.45	234.67
投资损失	-90.88	199.75	-30.00	-50.00	-80.00
营运资金变动	-548.14	-306.80	-937.55	-697.53	-506.06
其他经营现金流	239.09	329.29	-175.28	5.94	-27.08
投资活动现金流	-633.20	-718.33	-1353.15	-1511.18	-1275.22
资本支出	880.52	1298.97	889.23	1203.21	987.23
长期投资	3.96	-252.10	195.81	-31.46	-16.90
其他投资现金流	251.28	328.55	-268.11	-339.43	-304.89
筹资活动现金流	-679.14	-540.24	291.93	322.09	176.08
短期借款	-812.68	-631.21	189.96	175.52	160.64
长期借款	1038.96	642.36	474.59	624.57	577.54
普通股增加	-0.56	-3.46	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	17.06	-23.14	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-921.91	-524.79	-372.62	-478.00	-562.11
现金净增加额	-48.54	448.16	-132.64	442.67	984.12

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	14265.96	15566.83	17805.33	20104.86	21910.37
营业成本	10725.52	11649.84	13316.90	15023.61	16373.55
营业税金及附加	84.85	94.30	103.23	118.80	129.20
营业费用	682.50	758.80	810.14	904.72	975.01
管理费用	1082.45	1311.95	1388.82	1507.86	1577.55
研发费用	575.15	557.41	640.99	723.77	788.77
财务费用	207.26	214.24	203.31	212.45	234.67
资产减值损失	-9.26	-253.98	-40.00	-30.00	-15.00
公允价值变动收益	-3.07	70.01	64.56	55.11	60.74
投资净收益	90.88	-199.75	30.00	50.00	80.00
营业利润	992.92	769.77	1560.39	1829.45	2111.21
营业外收入	24.28	38.98	30.82	32.45	32.99
营业外支出	18.27	41.36	39.80	36.73	38.53
利润总额	998.93	767.39	1551.41	1825.17	2105.68
所得税	160.36	214.52	345.75	422.28	498.12
净利润	838.56	552.88	1205.67	1402.89	1607.57
少数股东损益	39.00	23.03	46.54	54.75	63.17
归属母公司净利润	799.56	529.85	1159.12	1348.13	1544.40
EBITDA	1746.40	1628.50	2426.14	2799.92	3200.04
EPS (元)	0.61	0.40	0.88	1.03	1.18

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	4.15	9.12	14.38	12.91	8.98
营业利润(%)	-26.13	-22.47	102.71	17.24	15.40
归属母公司净利润(%)	-19.06	-33.73	118.76	16.31	14.56
获利能力					
毛利率(%)	24.82	25.16	25.21	25.27	25.27
净利率(%)	5.60	3.40	6.51	6.71	7.05
ROE(%)	8.89	5.63	11.20	11.78	12.19
ROIC(%)	9.19	6.03	10.28	10.57	11.27
偿债能力					
资产负债率(%)	56.75	56.61	56.62	56.73	56.29
净负债比率(%)	44.94	42.72	43.94	44.37	45.16
流动比率	1.31	1.37	1.39	1.44	1.51
速动比率	0.97	1.01	1.02	1.05	1.12
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.65	0.69	0.71	0.71
应收账款周转率	3.14	2.99	3.09	3.09	3.02
应付账款周转率	2.97	2.67	2.73	2.77	2.69
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.40	0.88	1.03	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.91	1.25	0.71	1.24	1.59
每股净资产(最新摊薄)	6.86	7.17	7.90	8.73	9.66
估值比率					
P/E	19.86	29.97	13.70	11.78	10.28
P/B	1.77	1.69	1.53	1.39	1.25
EV/EBITDA	10.76	11.54	7.74	6.71	5.87

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027