# 公牛集团（603195.SH）

2020 年 08 月 18 日

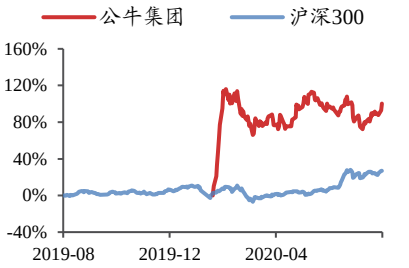
# Q2 业绩环比改善，看好扩品类、工程渠道双轮驱动

## ——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**

| 日期 | 2020/8/18 |
|---|---|
| 当前股价(元) | 168.00 |
| 一年最高最低(元) | 193.99/71.34 |
| 总市值(亿元) | 1,009.03 |
| 流通市值(亿元) | 100.80 |
| 总股本(亿股) | 6.01 |
| 流通股本(亿股) | 0.60 |
| 近 3 个月换手率(%) | 257.15 |

**股价走势图**




数据来源：贝格数据

**相关研究报告**

《公司信息更新报告-2019 年业绩稳健增长，激励政策彰显发展信心》-2020.4.28

《公司首次覆盖报告-品牌历久弥新，渠道难逢对手》-2020.3.31

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

**● 2020H1 业绩基本符合市场预期，维持“买入”评级**

上半年受疫情影响，公司收入、利润增速出现波动。伴随疫情逐步稳定，2020Q2 公司营收、利润端环比增速显著。收入端：2020H1 公司实现营收 41.09 亿，较 2019 年同比下降 17.35%。2020Q2 实现营收 27.29 亿，较 2019 年同比下滑 0.67%，环比 2020Q1 增长 97.78%。利润端：2020H1 公司实现归母净利润 8.04 亿，较 2019 年同期下降 24.62%。2020Q2 实现归母净利润 6.33 亿，较 2020Q2 同比下滑 4.55%，环比 2020Q1 提升 271.67%。综合考虑疫情影响，预计 2020-2022 年归母净利润 24.15/29.58/35.78 亿元（前值 24.85/29.59/35.80 亿元），对应 EPS 为 4.02/4.92/5.96 元（前值 4.14/4.93/5.97 元），当前股价对应 PE 为 42/34/28 倍，继续看好公司扩品类、扩张工程渠道的成长逻辑，维持“买入”评级。

**● 盈利能力：毛净利率环比提升显著，预计下半年盈利能力有望再升**

2020H1 公司销售毛利率为 37.64%，较 2019H1 下滑 2.65pct。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，2020H1 毛利率实际下滑约 0.68pct，预计是上半年低毛利率的转换器业务恢复进展较快所致。在原材料价格提升的背景下，受益于中高端新品拓展，2020Q2 毛利率环比提升 1.04pct 至 37.99%。考虑会计准则变动，2020H1 期间费用率实际较 2019H1 提升 1.08pct，主要系销售人员薪酬提升、折旧摊销计提比例提升、加大 LED 及数码配件业务研发所致。2020H1 公司净利率为 19.56%（-1.89pct），其中 2020Q2 净利率环比提升 10.86pct 至 23.21%，预计随着下半年公司定位于中高端的 PIANO 系列装饰开关逐步打开市场、更高级的数码精品类产品推出，净利率有望持续提升。

**● 继续看好公司扩品类、扩张工程渠道的增长逻辑**

上半年公司在产品端持续创新，保持核心竞争力。其中智能电工业务重点推进智能墙壁开关插座产品研发，优化公牛智家 APP，加快智能模块和公牛云的开发，有望实现新增长点。此外，集团层面新设 B 端事业部，积极推动工程渠道扩张。

**● 风险提示：**疫情出现反复，行业竞争格局恶化，原材料价格波动风险

**财务摘要和估值指标**

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 9,065 | 10,040 | 10,816 | 12,775 | 15,364 |
| YOY(%) | 25.2 | 10.8 | 7.7 | 18.1 | 20.3 |
| 归母净利润(百万元) | 1,677 | 2,304 | 2,415 | 2,958 | 3,578 |
| YOY(%) | 30.5 | 37.4 | 4.8 | 22.5 | 21.0 |
| 毛利率(%) | 36.6 | 41.4 | 41.3 | 41.2 | 41.1 |
| 净利率(%) | 18.5 | 22.9 | 22.3 | 23.2 | 23.3 |
| ROE(%) | 51.6 | 41.5 | 40.8 | 43.8 | 41.5 |
| EPS(摊薄/元) | 2.79 | 3.84 | 4.02 | 4.92 | 5.96 |
| P/E(倍) | 60.2 | 43.8 | 41.8 | 34.1 | 28.2 |
| P/B(倍) | 31.1 | 18.2 | 17.1 | 14.9 | 11.7 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

# 目　录

1、 业绩情况：疫情趋稳，公司 Q2 业绩基本符合市场预期 ..... 3
2、 盈利能力：2020Q2 净利率环比提升显著 ..... 3
3、 未来展望：扩品类、工程渠道持续扩张 ..... 5
3.1、 产品端持续创新，提升核心竞争力 ..... 5
3.2、 工程渠道持续扩张，打造新核心渠道 ..... 6
4、 风险提示 ..... 6
附：财务预测摘要 ..... 7

# 图表目录

图 1： 2020H1 受疫情影响，收入、利润增速出现波动 ..... 3
图 2： 2020Q2 收入、利润环比增速显著 ..... 3
图 3： 会计准则调整致使 2020H1 毛利率出现下滑 ..... 4
图 4： 销售费用-运输费占收入比重相对稳定 ..... 4
图 5： 2020Q2 毛利率环比提升 1.04pct ..... 4
图 6： 2020Q2 原材料价格开始提升 ..... 4
图 7： 考虑会计准则变更，期间费用率较 2019H1 提升 ..... 5
图 8： 2020Q2 净利率环比提升显著 ..... 5
图 9： 2020H1 推出新品 MINI 两极插座 ..... 6
图 10： 2020H1 推出中高端墙壁开关 PIANO 系列 ..... 6

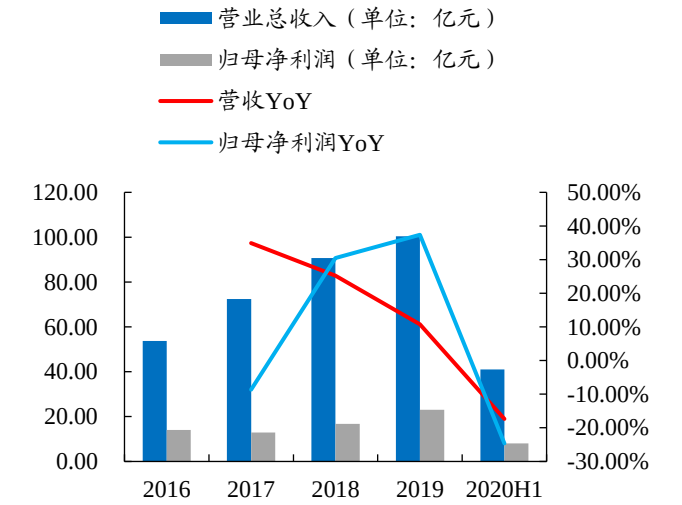
## 1、 业绩情况：疫情趋稳，公司 Q2 业绩基本符合市场预期

上半年受疫情影响，公司收入、利润增速出现波动。伴随疫情逐步稳定，2020Q2 公司营收和归母净利润环比增速显著。

**收入端：**2020H1 公司实现营业收入 41.09 亿，较 2019 年同比下降 17.35%。2020Q2 实现营业收入 27.29 亿，较 2019 年同比下滑 0.67%，环比 2020Q1 增长 97.78%。

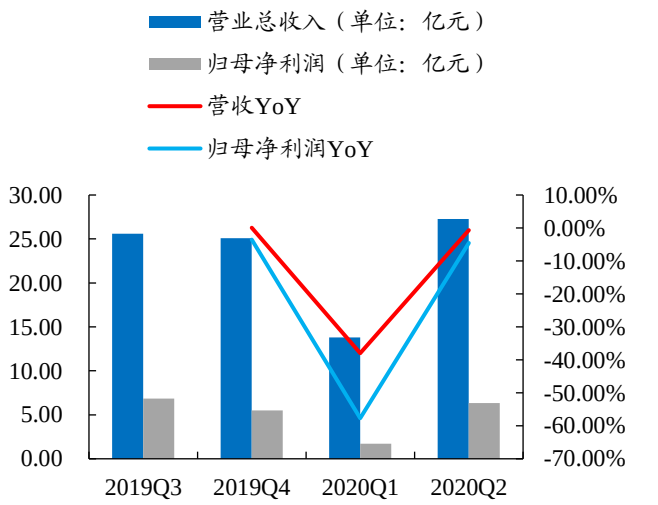
**利润端：**2020H1 公司实现归母净利润 8.04 亿，较 2019 年同期下降 24.62%。2020Q2 实现归母净利润 6.33 亿，较 2020Q2 同比下滑 4.55%，环比 2020Q1 提升 271.67%

**图1：2020H1 受疫情影响，收入、利润增速出现波动**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：2020Q2 收入、利润环比增速显著**

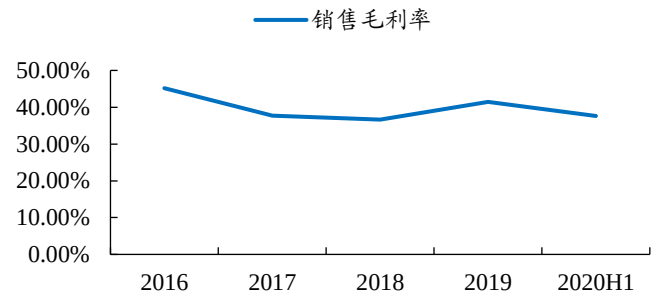



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、 盈利能力：2020Q2 净利率环比提升显著

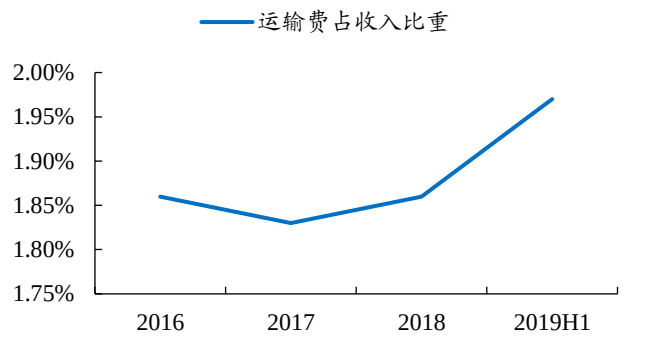
**会计准则调整致使 2020H1 毛利率出现一定程度下滑。**2020H1 公司销售毛利率为 37.64%，较 2019H1 下滑 2.65pct。考虑到新会计准则将销售费用中“运输费”科目计入主营业务成本，我们将 2019H1 销售费用-运输费占收入比重（1.97%）加回，2020H1 在疫情背景下，毛利率实际下滑约 0.68pct。我们预计是上半年低毛利率的转换器产品恢复进展较快所致。

图3：会计准则调整致使 2020H1 毛利率出现下滑




数据来源：Wind、开源证券研究所

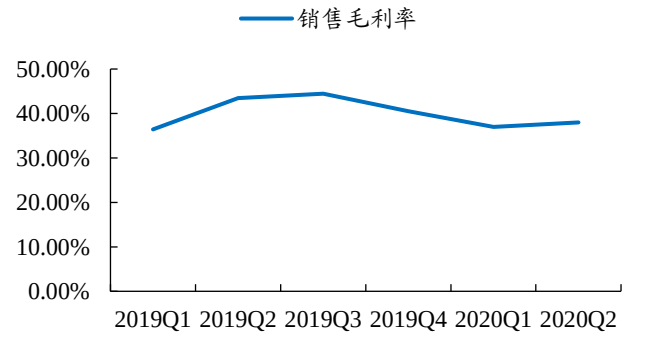
图4：销售费用-运输费占收入比重相对稳定




数据来源：Wind、开源证券研究所

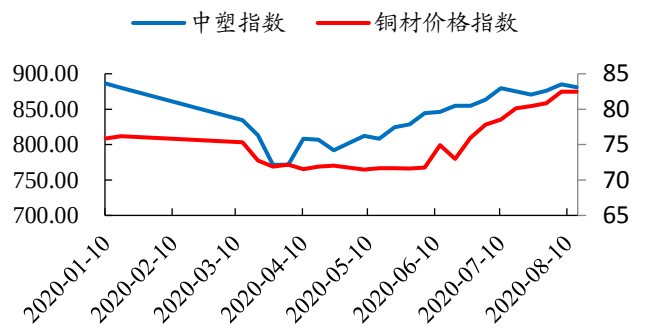
**伴随产品结构优化，2020Q2 毛利率环比提升 1.04pct。**我们将销售毛利率按季度拆分，2020Q2 销售毛利率为 37.99%，较 2020Q1 环比提升 1.04pct。在 2020Q2 原材料价格显著提升的背景下，公司毛利率环比提升，我们认为主要系二季度持续推出中高端新品，提升产品结构，带来单季度毛利率环比提升。

图5：2020Q2 毛利率环比提升 1.04pct




数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020Q2 原材料价格开始提升




数据来源：Wind、开源证券研究所

**2020H1 公司期间费用率较 2019H1 降低 0.89pct，考虑会计准则变更带来销售费用变动，实际期间费用率较 2019H1 提升 1.08pct。**

（1） 2020H1 销售费用率为 5.44%，较 2019H1 下降 1.19pct，考虑到会计准则变更，2020H1 实际销售费用较 2019H1 提升 0.78%，主要系提升销售人员薪酬所致。

（2） 2020H1 管理费用率为 4.46%，较 2019H1 提升 0.5%，主要系计提折旧摊销费用较多所致。

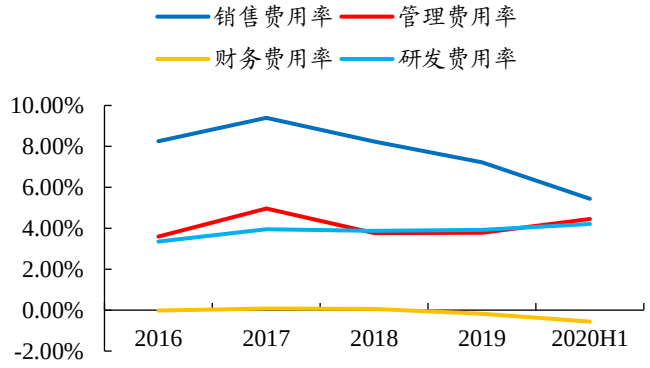
（3） 2020H1 财务费用率为-0.56%，较 2019H1 下滑 0.55pct，主要系大额存单利息增加所致。

（4） 2020H1 研发费用率为 4.21%，较 2019H1 提升 0.35pct，主要系公司加大 LED 及数码配件研发所致。

**2020Q2 净利率环比提升显著。**整体来看，在疫情影响下，2020H1 公司净利率

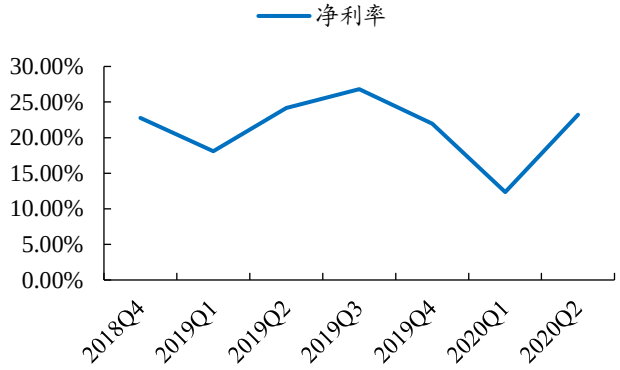
为 19.56%，较 2019H1 下降 1.89pct，随着疫情逐步稳定，2020Q2 公司销售净利率较 2020Q1 环比提升 10.86pct 至 23.21%，预计随着下半年公司定位于中高端的 PIANO 系列装饰开关逐步打开市场、更高级的数码精品类产品推出，净利率有望持续提升。

**图7：考虑会计准则变更，期间费用率较 2019H1 提升**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2020Q2 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：扩品类、工程渠道持续扩张

### 3.1、 产品端持续创新，提升核心竞争力

分业务来看：

（1） 转换器业务在 2020H1 推出新品 MINI 款两极插座，通过精致、小巧、实用的产品理念，以优异性价比抢占市场。

（2） 墙壁开关业务通过与国际顶级设计机构合作，持续强化“装饰化”定位，在 2020H1 推出定位于中高端的 PIANO（皮亚诺）系列装饰开关，市场反应较为良好。

（3） LED 业务持续围绕“全屋照明”、“爱眼”等品牌理念快速扩充产品线，2020H1 相继推出 T 型球泡灯、T5、T8、办公平板灯、投光灯等新品。

（4） 数码配件业务在 2020H1 深挖用户痛点，推出快充系列产品线，包括快充移动电源、 PD 快充充电器、防过充快充充电器等；根据用户使用习惯，推出多合一移动电源（集成充电线、充电头、移动电源技术）、应急充电器（集成充电头、移动电源技术） 、贴合式移动电源、充电坞（集成强电、弱电和信息传输）等创新型产品。此外，公司还根据数码配件行业市场和技术最新发展趋势，积极布局 TWS 业务。

（5） 智能电工业务在 2020 H1 公司重点推进智能墙壁开关插座产品研发，优化公牛智家 APP 用户体验，加快智能模块和公牛云的开发，提升业务中台的开放性，实现与阿里、京东、百度、小米等物联网平台的云端对接，支持多款主流智能音箱产品的语音控制。

图9：2020H1 推出新品 MINI 两极插座



资料来源：公牛插座公众号

图10：2020H1 推出中高端墙壁开关 PIANO 系列




资料来源：公牛装饰开关公众号

### 3.2、 工程渠道持续扩张，打造新核心渠道

**集团层面设立 B 端事业部，积极推动工程渠道扩张。**2020H1 公司在集团层面设立 B 端事业部，取代原有大客户中心，推动 B 端业务实现突破性发展。目前公司已与保利发展、融创集团、金地集团、建业地产等多家大型房地产企业以及中城联盟、新虹桥联盟达成战略合作，在嵌入式产品领域与索菲亚、欧派、曲美家居、林氏木业等企业达成合作。

## 4、 风险提示

疫情出现反复、行业竞争格局恶化、原材料价格波动风险

## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 3524 | 5641 | 6385 | 7417 | 9724 |
| 现金 | 218 | 734 | 1754 | 2751 | 4739 |
| 应收票据及应收账款 | 211 | 197 | 117 | 293 | 205 |
| 其他应收款 | 31 | 27 | 36 | 57 | 50 |
| 预付账款 | 20 | 26 | 8 | 51 | 22 |
| 存货 | 812 | 979 | 2120 | 1590 | 2106 |
| 其他流动资产 | 2231 | 3678 | 2350 | 2676 | 2602 |
| **非流动资产** | 1641 | 1775 | 1749 | 1842 | 1951 |
| 长期投资 | 0 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 固定资产 | 1203 | 1153 | 1137 | 1249 | 1368 |
| 无形资产 | 306 | 310 | 356 | 369 | 387 |
| 其他非流动资产 | 132 | 311 | 257 | 225 | 198 |
| **资产总计** | 5164 | 7417 | 8134 | 9259 | 11676 |
| **流动负债** | 1882 | 1830 | 2124 | 2404 | 2954 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 1273 | 1164 | 1468 | 1644 | 2107 |
| 其他流动负债 | 609 | 665 | 656 | 760 | 847 |
| **非流动负债** | 34 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 34 | 36 | 36 | 36 | 36 |
| **负债合计** | 1917 | 1865 | 2159 | 2440 | 2989 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 540 | 540 | 601 | 601 | 601 |
| 资本公积 | 310 | 310 | 310 | 310 | 310 |
| 留存收益 | 2397 | 4701 | 4965 | 5288 | 5679 |
| **归属母公司股东权益** | 3248 | 5551 | 5975 | 6819 | 8686 |
| 负债和股东权益 | 5164 | 7417 | 8134 | 9259 | 11676 |

| 现金流量表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 1910 | 2297 | 2524 | 3313 | 3545 |
| 净利润 | 1677 | 2304 | 2415 | 2958 | 3578 |
| 折旧摊销 | 165 | 197 | 130 | 148 | 174 |
| 财务费用 | 5 | -17 | -36 | -65 | -109 |
| 投资损失 | -97 | -106 | -148 | -183 | -219 |
| 营运资金变动 | 128 | -109 | 143 | 459 | 123 |
| 其他经营现金流 | 32 | 30 | 20 | -4 | -2 |
| **投资活动现金流** | -1281 | -1792 | 451 | -267 | 44 |
| 资本支出 | 485 | 449 | -2 | 87 | 107 |
| 长期投资 | -10 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -806 | -1344 | 450 | -180 | 152 |
| **筹资活动现金流** | -484 | -5 | -1955 | -2048 | -1601 |
| 短期借款 | -338 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 61 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -147 | -5 | -2016 | -2048 | -1601 |
| **现金净增加额** | 147 | 502 | 1020 | 997 | 1988 |

| 利润表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 9065 | 10040 | 10816 | 12775 | 15364 |
| 营业成本 | 5745 | 5882 | 6353 | 7512 | 9054 |
| 营业税金及附加 | 69 | 75 | 83 | 96 | 117 |
| 营业费用 | 747 | 725 | 864 | 953 | 1154 |
| 管理费用 | 342 | 379 | 448 | 523 | 618 |
| 研发费用 | 351 | 393 | 431 | 518 | 595 |
| 财务费用 | 5 | -17 | -36 | -65 | -109 |
| 资产减值损失 | 2 | -1 | 3 | 3 | 3 |
| 其他收益 | 57 | 66 | 61 | 53 | 52 |
| 公允价值变动收益 | 0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 投资净收益 | 97 | 106 | 148 | 183 | 219 |
| 资产处置收益 | -3 | -4 | -1 | -0 | -1 |
| **营业利润** | 1960 | 2769 | 2878 | 3472 | 4203 |
| 营业外收入 | 5 | 5 | 4 | 3 | 3 |
| 营业外支出 | 13 | 78 | 57 | 21 | 23 |
| **利润总额** | 1951 | 2695 | 2824 | 3454 | 4183 |
| 所得税 | 275 | 391 | 410 | 496 | 605 |
| **净利润** | 1677 | 2304 | 2415 | 2958 | 3578 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归母净利润** | 1677 | 2304 | 2415 | 2958 | 3578 |
| EBITDA | 2109 | 2870 | 2917 | 3534 | 4244 |
| EPS(元) | 2.79 | 3.84 | 4.02 | 4.92 | 5.96 |

| 主要财务比率 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | 25.2 | 10.8 | 7.7 | 18.1 | 20.3 |
| 营业利润(%) | 28.0 | 41.3 | 3.9 | 20.6 | 21.1 |
| 归属于母公司净利润(%) | 30.5 | 37.4 | 4.8 | 22.5 | 21.0 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 36.6 | 41.4 | 41.3 | 41.2 | 41.1 |
| 净利率(%) | 18.5 | 22.9 | 22.3 | 23.2 | 23.3 |
| ROE(%) | 51.6 | 41.5 | 40.8 | 43.8 | 41.5 |
| ROIC(%) | 51.5 | 41.1 | 40.3 | 42.9 | 40.3 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 37.1 | 25.1 | 26.5 | 26.4 | 25.6 |
| 净负债比率(%) | -6.7 | -13.1 | -29.6 | -40.6 | -54.9 |
| 流动比率 | 1.9 | 3.1 | 3.0 | 3.1 | 3.3 |
| 速动比率 | 0.2 | 1.0 | 1.1 | 1.6 | 1.9 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 2.0 | 1.6 | 1.4 | 1.5 | 1.5 |
| 应收账款周转率 | 54.8 | 49.2 | 68.9 | 62.4 | 61.8 |
| 应付账款周转率 | 4.5 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 |
| **每股指标(元)** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 2.79 | 3.84 | 4.02 | 4.92 | 5.96 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 3.18 | 3.82 | 4.20 | 5.52 | 5.90 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.41 | 9.24 | 9.85 | 11.25 | 14.36 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 60.2 | 43.8 | 41.8 | 34.1 | 28.2 |
| P/B | 31.1 | 18.2 | 17.1 | 14.9 | 11.7 |
| EV/EBITDA | 47.7 | 34.6 | 33.8 | 27.6 | 22.5 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 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 | 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