

秀强股份 (300160)

证券研究报告

2023 年 01 月 09 日

家电玻璃龙头，大股东赋能发力 BIPV

家电玻璃龙头，逆势增长彰显龙头本色

公司目前主营家电玻璃（21FY 营收占比 97%），产品主要包括多曲面彩晶、镀膜玻璃等，公司持续调整优化家电玻璃的产品结构，发展以高端化、智能化为重点的家电玻璃产品，22H1 公司家电玻璃营收逆势实现稳步上升（截止 22M9，中国家电市场分品类看，传统家电除受疫情催化影响而上涨的冷柜外，其他品类皆因需求不足出现下滑）。公司具有 80 万片家电智能玻璃扩产计划。同时，公司控股股东于 2021 年变更为珠海港，背靠珠海市国资委，公司与珠三角本地家电企业的粘性有望提升，我们认为公司传统业务有望实现稳定增长。

新能源业务发力，大股东协同放量可期

2019 年初，公司进入特斯拉新能源汽车充电桩用玻璃项目，并成为其在国内充电桩玻璃的核心供应商。随着中国新能源汽车的渗透率不断加大，充电桩的数量也将逐渐扩大，我们预计 2022-2025 年中国新增充电桩总计将达到 1400 万个。此外，特斯拉第三代充电桩具有轻量化、智能化且可兼容其他品牌等特点，我们推测公司未来几年充电桩玻璃出货量有望随着特斯拉的出货取得较高增速。

BIPV 业务方面，行业在绿色建筑相关政策的推动下，分布式光伏有望迎来较大增长。而 BIPV 作为分布式光伏形式之一，其渗透率有望实现稳步提升，我们预计 2025 年 BIPV 市场空间将接近 500 亿元。公司作为国内最早涉足光伏玻璃深加工的企业之一，BIPV 相关业务产品已向嘉盛光电、隆基股份、晶科能源供货，募投 BIPV 项目年产能 500MW，背靠大股东珠海港，我们预计公司 BIPV 业务放量可期。

投资建议

公司为家电领域玻璃深加工领先企业，在消费承压的情况下公司传统家电玻璃业务仍实现 12.5% 的营收增速（22Q1-3），公司募投项目转型升级，预计将新增家电智能玻璃 80 万片，笔电智能玻璃 150 万片。新能源相关业务方面，短期看特斯拉户用充电桩玻璃产品可率先贡献业绩，且目前公司为特斯拉户用充电桩玻璃的核心供应商；中长期看，新能源汽车智能玻璃 200 万片，BIPV 组件在建产能 500MW，产能投放后需求消化有保障。

我们预计 22-24 年公司归母净利润 1.88/2.4/3.2 亿元，参考可比公司，我们认为公司后续有 BIPV 相关业务，23 年 25 倍 PE 估值较为合理，目标价 7.87 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：家电需求不及预期、充电桩玻璃竞争对手增加、项目投产不及预期，测算具有一定主观性，仅供参考

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,286.34	1,457.80	1,654.82	2,080.63	2,432.18
增长率(%)	1.36	13.33	13.52	25.73	16.90
EBITDA(百万元)	250.33	228.43	271.81	380.51	493.66
归属母公司净利润(百万元)	121.93	137.00	188.13	243.46	316.31
增长率(%)	(2.37)	12.36	37.32	29.41	29.92
EPS(元/股)	0.16	0.18	0.24	0.31	0.41
市盈率(P/E)	41.52	36.95	26.91	20.80	16.01
市净率(P/B)	5.02	4.28	3.47	2.89	2.56
市销率(P/S)	3.94	3.47	3.06	2.43	2.08
EV/EBITDA	19.11	19.38	16.85	13.08	9.94

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/家电零部件
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.55 元
目标价格	7.87 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	772.95
流通 A 股股本(百万股)	600.61
A 股总市值(百万元)	5,062.80
流通 A 股市值(百万元)	3,933.98
每股净资产(元)	2.09
资产负债率(%)	34.51
一年内最高/最低(元)	10.58/6.11

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

孙谦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004
sunqiana@tfzq.com

熊可为 联系人
xiongkewei@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 秀强股份：深耕深加工玻璃，应用领域不断拓宽	4
2. 家电玻璃：智能化发展引领未来	6
2.1. 更新换代需求释放，智能化发展引领未来	6
2.2. 竞争格局分散，行业集中度有望提高	7
2.3. 自主研发铸就好产品，客户资源逐年积累	8
3. 新能源业务：产品经验足，大股东赋能有望快速发展	10
3.1. 布局充电桩玻璃，营收占比快速提升	10
3.2. 新能源 BIPV 业务：产品优势+大股东协同，有望快速发展	12
4. 盈利预测与估值	14
5. 风险提示	15

图表目录

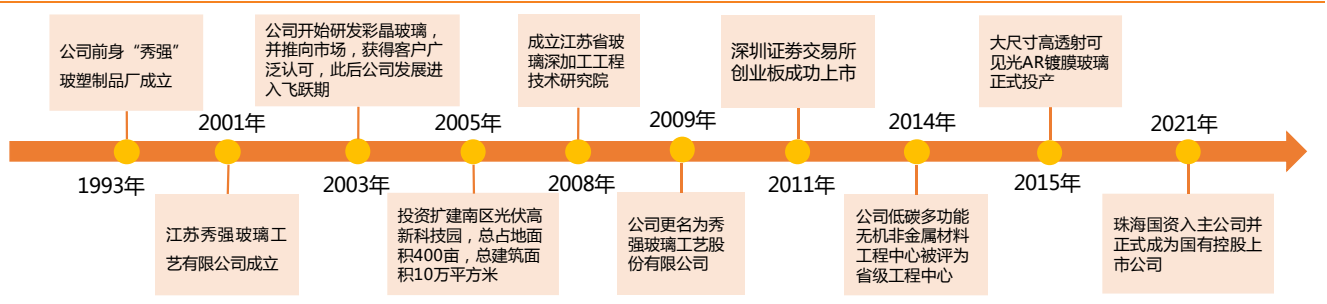
图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 2022 年三季度）	4
图 3：公司主要产品结构	5
图 4：2015-2022H1 公司营业收入及增速	5
图 5：2015-2022H1 公司归母净利及增速	5
图 6：家电玻璃毛利率变动情况（22H1 为公司整体毛利率）	6
图 7：公司海外收入占比变化	6
图 8：研发与渠道拓展并举	8
图 9：2015-2021 研发费用及占比	9
图 10：2017-2021 年家电玻璃单价	9
图 11：2017-2021 年大客户销售额情况	9
图 12：2017-2021 年前五大客户占比	9
图 13：营收规模及毛利率（秀强 vs.三星）	10
图 14：深加工玻璃单价（秀强 vs.三星）	10
图 15：特斯拉家用充电&特来电产品	11
图 16：近年分布式光伏新增装机量占光伏新增装机量比例	13
图 17：BIPV 在分布式光伏中的渗透率	13
表 1：智能白色家电市场规模测算	7
表 2：家电玻璃分类	7
表 3：公司主要竞争对手	8
表 4：公司募投项目之一智能玻璃生产线建设	10
表 5：公司新能源汽车充电玻璃主要客户	10
表 6：公司新能源汽车充电玻璃营收情况	11

表 7：我国新能源充电桩需求测算	12
表 8：特斯拉充电桩出货预测	12
表 9：BIPV 业务可比公司情况	13
表 10：公司分业务盈利预测	14
表 11：公司核心费用指标预测表	14
表 12：可比公司估值表	15

1. 秀强股份：深耕深加工玻璃，应用领域不断拓宽

公司的前身为 1993 年成立的玻塑制品厂，从事盖板玻璃的生产销售，2001 年公司搬迁至宿豫经济开发区，江苏秀强玻璃工艺有限公司就此成立。2003 年，公司团队开始研发彩晶玻璃，并在 2004 年推向市场，广受客户认可，至此公司发展进入飞跃期。2011 年 1 月登陆深交所创业板上市，成为国内著名的深加工玻璃制造商之一。上市后公司加大在玻璃领域的研发投入，并积极在新领域开拓创新。2015 年，公司主导研发的大尺寸高透射可见光 AR 镀膜玻璃正式投产。此后，公司一直致力于巩固在家电玻璃深加工产品等细分领域技术优势，主要以印刷、镀膜、多曲面技术为基础进行玻璃深加工产品的研发、生产和销售。除此之外，公司还拓宽布局玻璃深加工产品在智能家电、消费电子、新能源汽车等领域的运用，延伸产业多元化布局。

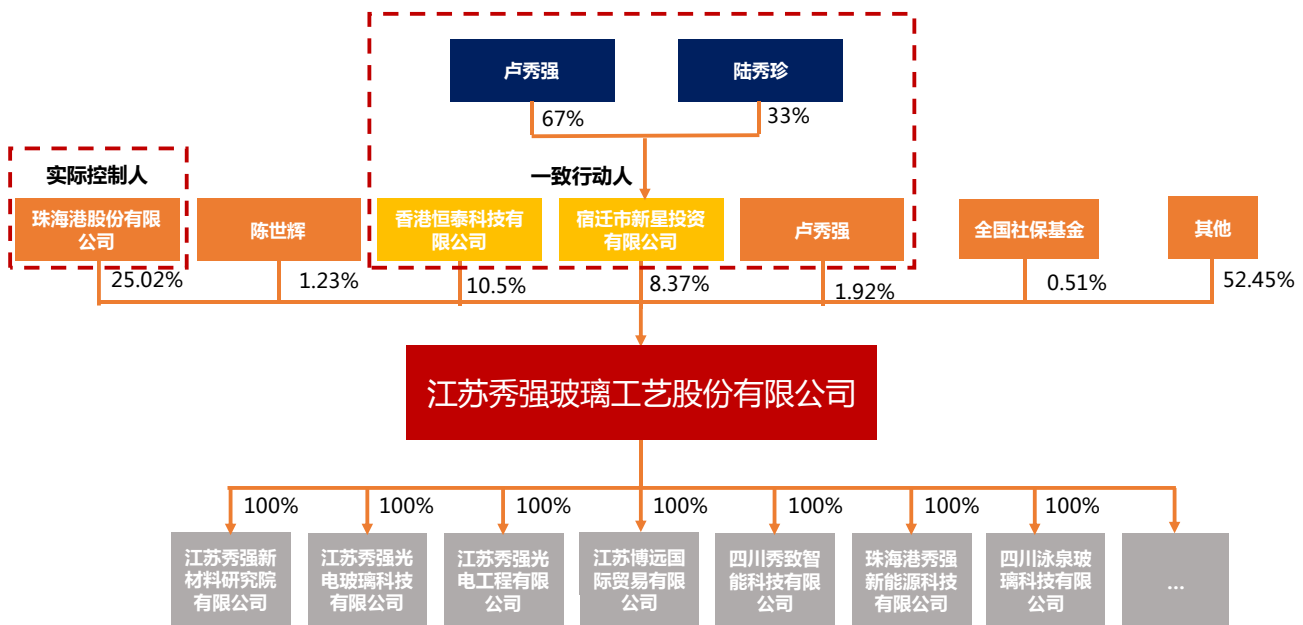
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司大股东为珠海港股份有限公司。2021 年，珠海港股份有限公司通过股份转让持有公司股份 25.02%，珠海国资通过珠海港集团控股珠海港股份有限公司，从而实际控制公司。公司实际控制人自此变更为珠海市国资委，持股占比为 6.75%。截至 2022 年 9 月 30 日，宿迁市新星投资和香港恒泰科技有限公司及卢秀强为一致行动人，共计持有公司股份 20.79%。

图 2：公司股权结构（截至 2022 年三季度）

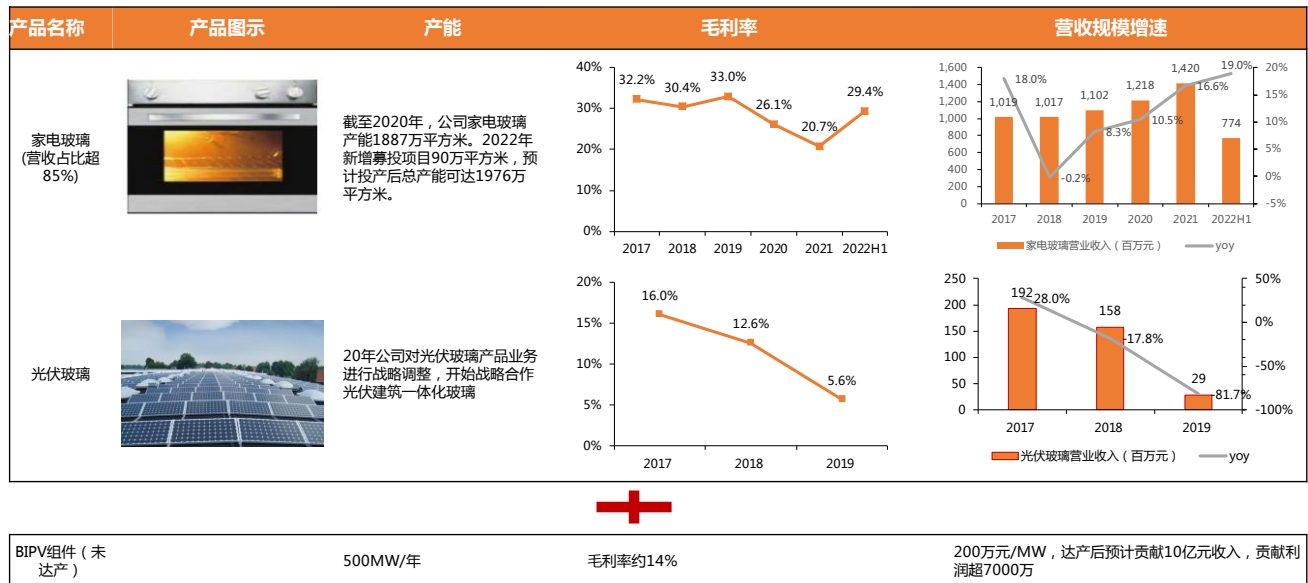


资料来源：wind，天风证券研究所

公司主营业务涵盖家电、厨电、电子玻璃，新能源 BIPV，主要产品包括多曲面彩晶玻璃、镀膜玻璃、层架玻璃、盖板玻璃等，广泛运用于家电、厨电、电子等领域，其中主要业务收入仍以家电玻璃为主，2021 年营业收入占比约为 97%。依据不断变化的市场行情，

公司逐渐开始调整优化公司的产品结构，持续发展以高端化、智能化为重点的家电玻璃产品。公司募投资金拟用于智能玻璃生产线项目及 BIPV 组件生产项目，未来有望成为公司新增长点。

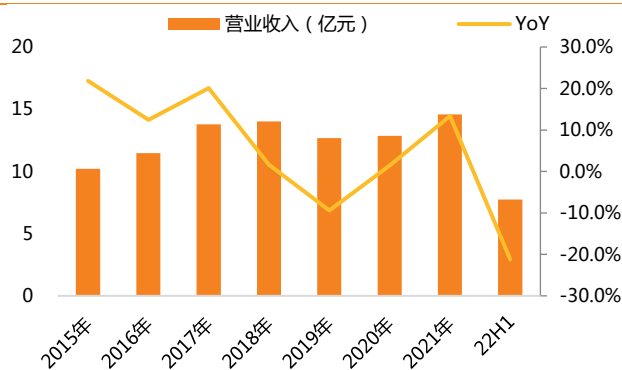
图 3：公司主要产品结构



资料来源：wind，公司公告，招股说明书，中玻网，天风证券研究所

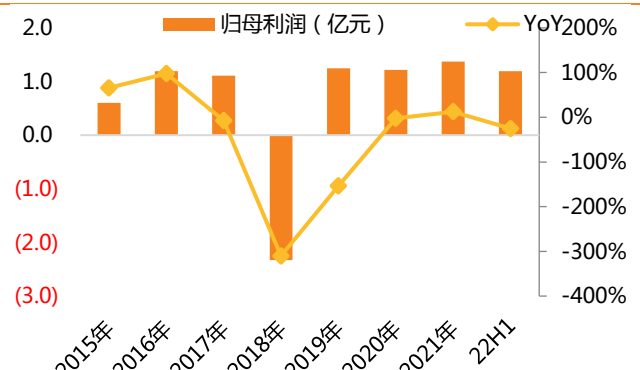
公司历史业绩波动较大，2021 年盈利重回正轨。公司 2011 年上市后业绩维持稳定增长，2012-2017 年期间，营收 CAGR 达 12%，归母净利润 CAGR 达 17%，主要系公司不断加大家电玻璃的研发创新以应对家电行业产业升级的大趋势。2018-2019 年受家电行业产能过剩，下游需求端不振等因素影响，公司玻璃深加工业务增速停滞。此外，公司在 2018 年受《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》的相关政策影响，对教育资产进行了商誉减值 3 亿元，导致公司净利润大幅下跌，并在当年出现亏损。此后，公司管理层不断优化产品结构，持续深耕海外市场，开拓新业务领域，公司业绩 2021 年迎来改善，归母净利润创上市以来新高。盈利能力角度看，得益于公司产品升级毛利率 2017-2019 年均接近于 30%及以上水平，20 年由于会计准则的调整（运费计入成本），毛利率有所下降，21 年由于玻璃原片价格较高，毛利率进一步下降。22H1，由于原片价格高位回落叠加公司产品结构的调整，毛利率回升至 29.4%；长期看我们认为家电玻璃毛利率有望维持在 30%左右的水平。

图 4：2015-2022H1 公司营业收入及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2015-2022H1 公司归母净利润及增速

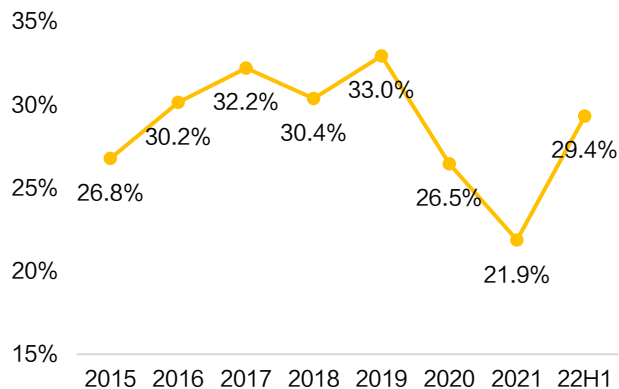


资料来源：wind，天风证券研究所

分地区看，2015 年至 2021 年海外市场占比逐年升高，其中 2021 年国内/海外收入占比分别为 56%/44%。受益于公司近些年积累的海外客户资源及生产规模优势，秀强玻璃远销世界 30 多个国家和地区，与海尔、海信、日立、松下、伊莱克斯等众多国内外知名企业有

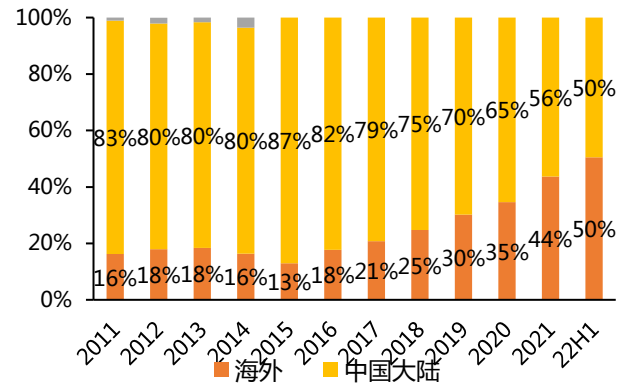
着密切的业务往来，2022 年出口销售收入比重已由 21FY 全年的 43.69% 增长至 22H1 的 50.45%，我们预计今年业绩有望受益于人民币贬值。

图 6：家电玻璃毛利率变动情况（22H1 为公司整体毛利率）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：公司海外收入占比变化



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 家电玻璃：智能化发展引领未来

2.1. 更新换代需求释放，智能化发展引领未来

宏观层面看，家电玻璃与家电需求联系紧密。我国家电需求主要由新增住房需求、更新换代需求两大部分组成，由于人口增长速度放缓，由新增住房需求所带来的家电需求已逐渐进入饱和。根据国家统计局数据显示，城镇和农村居民每百户家电保有量已经接近甚至超过 100 台，冰箱、空调洗衣机已经基本达到“一户一机”水平。因此现阶段白色家电的主要需求已逐渐由新增需求向需求转换迈进。根据 2020 年出台的中国《家用电器安全使用年限》，家用冰箱、空调的安全使用年限为 10 年，而家用洗衣机的安全使用年限为 8 年。在较高家电保有量的大背景下，大批家电即将更新换代，预计未来由更新换代带来的家电玻璃需求有望逐步释放，成为家电玻璃行业增长的内生动力。

短期看，地产行业拐点有望提振家电消费。家电为地产后周期板块行业，去年以来消费意愿和消费场景分别受到政策及疫情影响。随着 11 月 10 日-17 日，第二支箭扩容至 2500 亿，10 日龙湖、新城和美的分别申请 200、150、150 亿额度，我们认为地产产业链有望边际回暖，家电玻璃需求有望跟随家电消费回暖。

中长期看，家电玻璃市场规模有望稳步上升。我们认为家电玻璃受益于下游家电客户对玻璃性能、设计、工艺等性能要求的逐渐升高，单平家电玻璃价值量呈现逐渐升高的趋势。此外，智能家电所催生的玻璃行业产业升级也将带来家电玻璃的需求增速大概率高于白电的市场规模。**根据我们测算，2025 年白色家电市场规模预计超 46000 万台，其中智能白色家电预计接近 25000 万台，20-25 智能白色家电的 CAGR 为+8.3%(vs.白电 4.0%)。**主要测算假设如下：（1）根据国家统计局数据，2021 年白色家电市场规模增速为 3.48%，叠加 2012 年首批全国家电下乡产品 10 年安全使用期限的到期，我们假设未来几年白色家电复合增长速度将达到 5%；（2）根据中商产业研究院，我国智能空调/冰箱/洗衣机 2020 年的渗透率分别为 64.3%/17.6%/19.1%，我们预计 2025 年渗透率可达 75%/25%/30%。

表 1：智能白色家电市场规模测算

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
白色家电市场规模（万台）	39446	40027	42029	44130	46337
白色家电市场规模增速	3.48%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
冰箱市场规模占比	22.80%	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
冰箱市场规模（万台）	8992	9206	9667	10150	10657
洗衣机市场规模占比	21.85%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
洗衣机市场规模（万台）	8619	8806	9246	9709	10194
空调市场规模占比	55.35%	55%	55%	55%	55%
空调市场规模（万台）	21836	22015	23116	24272	25485
智能空调渗透率	66.00%	68%	70.00%	72%	75%
智能空调市场规模（万台）	14412	14970	16181	17475	19114
智能电冰箱渗透率	18.00%	18%	20%	22%	25%
智能电冰箱市场规模（万台）	1619	1657	1933	2233	2664
智能洗衣机渗透率	20.00%	22%	24.00%	27.00%	30%
智能洗衣机市场规模（万台）	1724	1937	2219	2621	3058
智能白色家电市场规模（万台）	17754	18565	20333	22330	24836
Yoy	6.5%	4.6%	9.5%	9.8%	11.2%

资料来源：国家统计局，前瞻产业研究院，中商产业研究院，天风证券研究所

产品角度看，智能家电推动玻璃需求新高度。随着物联网、5G 等技术的发展和普及，家电智能化已经成为了家电行业发展的大趋势。根据前瞻产业研究院的数据显示，中国智能家电市场规模在 2021 年预计接近 3000 亿，预计到 2027 年，中国智能家电市场规模可达 6331 亿元。家电智能化的发展更集中在场景化及高端需求上，这也对家电玻璃的相关工艺提出更高要求。智能家电玻璃需在现有产品上叠加触控模组、系统集成的同时，实现在声、色、透明度、隔热、导电、保温等性能上突破，附加值逐步提升。

分类上看，家电深加工玻璃主要包括彩晶玻璃、镀膜玻璃、层架玻璃、盖板玻璃等。彩晶玻璃主要用于制造冰箱、空调等家电的外壳，使得下游产品美观、时尚；镀膜玻璃主要用于有特殊功能需求的冰箱、空调等，如镜面效果；层架、盖板玻璃主要用于冰箱隔板。

表 2：家电玻璃分类

种类	用途
彩晶玻璃	平板玻璃经过切裁、钢化、均质以后进行涂层精细加工，应用于冰箱、空调等家用电器的外壳或门等
层架玻璃&盖板玻璃	冰箱内用隔板
镀膜玻璃	有特殊功能需求的冰箱、空调等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 竞争格局分散，行业集中度有望提高

玻璃深加工行业竞争充分，行业集中度低。我国玻璃深加工行业因准入门槛较低，多数企业规模小而散，因此导致行业内资源分配不合理、供大于求等问题。多数中小企业产品开发能力不强、设备落后，缺乏原创性、自主性产品。随着客户对玻璃的环保性能、设计美观、品质要求逐渐提高后，玻璃深加工行业便出现高端化的大趋势。家电玻璃来

看，国内玻璃深加工的企业数量众多，但具备一定规模效益及制备工艺的企业相对较少。

秀强家电玻璃深加工行业市占率第一，行业集中度有望持续提高。国内主要的家电玻璃生产商包括秀强股份，三星新材，科诺尔玻璃，江阴恒峰，宁波博睿，合肥金晋业，东莞银通等。未来随着家电玻璃高端化，智能化的发展，对家电玻璃的制备工艺和要求也将越来越高，具有自主研发能力和客户资源优势的企业市占率有望持续提高。

表 3：公司主要竞争对手

公司	简介
三星新材	公司深加工玻璃产品主要包括钢化玻璃、镀膜玻璃、彩晶玻璃等，已与青岛海尔，美的集团等国内知名家电企业建立了稳定、长期的合作关系。2021 年玻璃深加工业务营业收入 948 万元。
科诺尔玻璃	中外合资玻璃深加工企业，主要产品包括钢化玻璃、彩晶玻璃，是三星、LG、海尔等知名公司的长期供应商，产品远销至北美、南美、东南亚、欧洲等国。
江阴恒峰	公司深加工玻璃产品主要包括钢化玻璃、彩晶玻璃，现有钢化玻璃生产线 2 条，彩晶玻璃生产线 2 条，月生产能力可达 10 万平方米。
宁波博睿	公司家电玻璃产品主要包括钢化玻璃，硼硅玻璃，与日本夏普、韩国 LG、韩国三星、西门子、老板电器等知名品牌保持良好合作关系。
合肥金晋业	公司主要生产家电配套彩晶玻璃，HPU 工艺、高精密拉丝彩晶玻璃制品，现有产能可达 560 万套/年，产品远销国内外家电巨头。
东莞银通	公司致力于玻璃深加工行业，主要产品为家电玻璃、家具玻璃、移门系列玻璃等。公司产品可满足不同客户、不同工艺之生产加工要求。在家具、家用电器玻璃深加工方面经验丰富，产品远销欧、美、东南亚各地。

资料来源：各公司官网，三星新材公告，公司公告，天风证券研究所

2.3. 自主研发铸就好产品，客户资源逐年积累

紧跟下游家电市场需求，深耕产品研发和渠道。从上市开始，公司一直致力于自主研发各种新型家电玻璃产品，以应对下游不断变化的市场需求。从 2011 年至今，公司参与研发了高透射 AR 镀膜玻璃、隐透型彩晶镀膜玻璃、防油污双功能镀膜玻璃等产品，深受下游家电客户的好评。此外，公司始终以市场需求为导向，抓住家电市场智能化趋势，不断提高产品附加值。

图 8：研发与渠道拓展并举

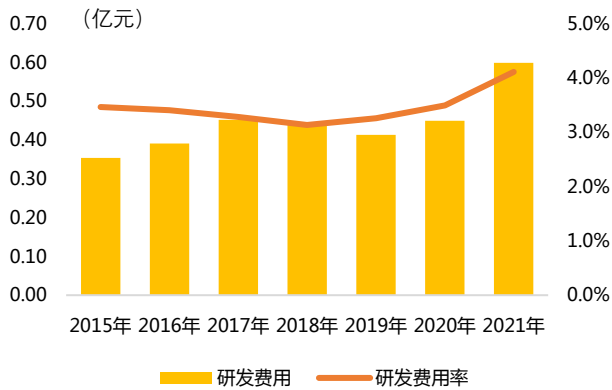


资料来源：公司历年财报，天风证券研究所

研发费用率持续提升，助力玻璃价格稳步上升。公司深耕家电玻璃领域二十余年，形成了一系列成熟的技术，并构建了成熟的研发团队。截止 2022 年半年报，公司在境内外取得了授权专利 61 项，其中发明专利 29 项，实用新型专利 31 项，外观设计专利 1 项，研发方向涵盖彩晶玻璃、光伏玻璃、多弧面单层玻璃等深加工领域。22 年 H1 公司在业绩稳步发展的背景下，研发费用率突破 4%，研发投入 0.34 亿元。基于优质的产品优势，公司在下游端拥有一定的议价能力，产品单价除在 20 年下降以外，均实现稳步上升。公司是国内家电彩晶玻璃的龙头之一，在家电彩晶玻璃领域具备丰富的研发、生产经验，拥有雄厚的技术实力，通过自主研发，现已掌握智能玻璃生产中技术水平要求较高的 Cover Glass 与 Sensor、Sensor 与大尺寸 LCM 之间的贴合工艺等关键工艺技术，作为募投智能

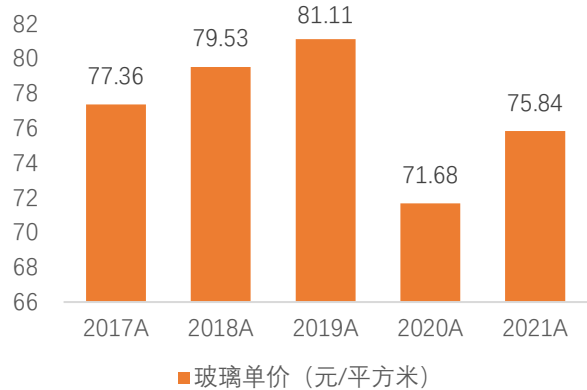
玻璃项目的技术储备。

图 9：2015-2021 研发费用及占比



资料来源：wind，天风证券研究所

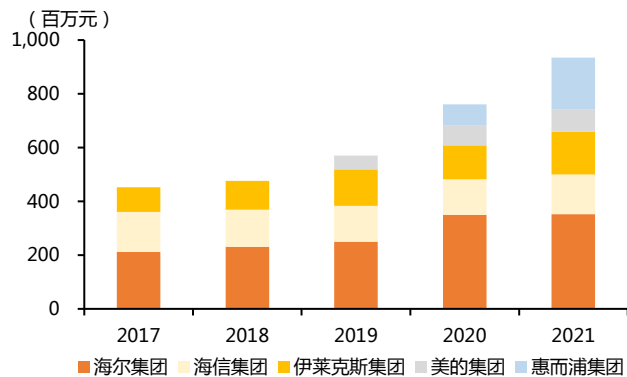
图 10：2017-2021 年家电玻璃单价



资料来源：wind，天风证券研究所

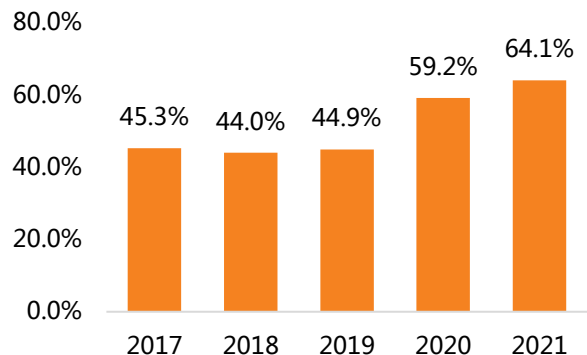
公司下游客户集中度高，客户资源优势明显。经过家电玻璃深加工行业 20 余年的沉淀，公司已经在行业内建立了优质的客户资源和品牌壁垒，与海尔、海信、伊莱克斯、惠而浦等国内外知名家电企业建立了长期稳定的战略合作关系（其中伊莱克斯、惠而浦主要为公司厨电玻璃客户）。在过去 5 年内，公司前五大客户销售总额的占比逐年提高之势，最大客户为海尔（近两年贡献 20%+ 营收），惠而浦导入后占比加速提升（营收占比从 20 年的 6% 上升至 21 年的 13%）。从客户官网收集的数据来看，下游端家电客户所出售的智能化冰箱价格低的产品很少，基本集中在价格中高段，产品功能呈现多元化特点。随着家电智能化的深入，未来主要下游客户优势明显，对公司业绩贡献有望延续。

图 11：2017-2021 年大客户销售额情况



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 12：2017-2021 年前五大客户占比



资料来源：公司年报，天风证券研究所

优化家电玻璃产品结构，实现主营业务稳步增长。公司家电玻璃产品主要分为传统的彩晶玻璃、盖板玻璃以及智能玻璃模组等。传统家电玻璃有望维持原有的规模优势，保持稳定的毛利率。对于新产品，我们认为公司有望通过渠道优势，逐步培育规模效应，向高端化、智能化转型，实现毛利率的进一步提升。根据 22H1，公司毛利率由 2021 年全年的 21.88% 增长至 2022 年上半年的 29.35%。从产能规划看，公司新募投资项目中含 80 万片年产能的家电智能玻璃，根据公司可行性分析，预计该募投资项目将贡献约 5.6 亿元收入（家电智能玻璃占比 69%），综合净利率约为 12%（高于 2017-2021 公司净利率），随着智能玻璃等新产品的持续深入，盈利能力有望增强。

大股东赋能方面：珠海港将充分利用地方国有上市企业的背景优势，增加秀强与珠三角本地家电企业的粘性，深度融合广东家电制造强省的产业集群优势，有望进一步提升秀强在珠三角家电制造业中的市占率。

表 4：公司募投项目之一智能玻璃生产线建设

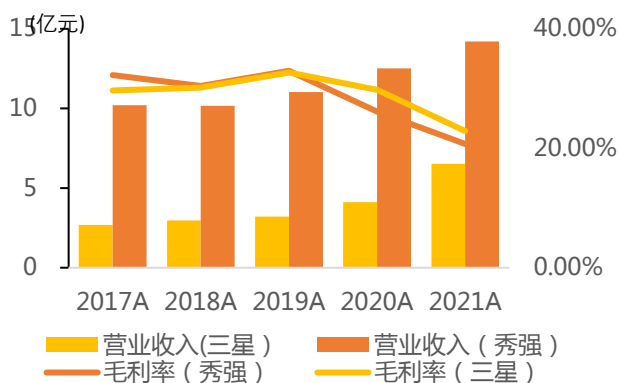
序号	产品名称	产量（万片/年）	单价（元，不含税）	销售收入（万元）
1	家电智能玻璃	80	477.88	38,230.09
2	新能源汽车智能玻璃	200	57.52	11,504.42
3	笔电智能玻璃	150	39.82	5,973.45
合计				55,707.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：单价、收入数据为公司预测值

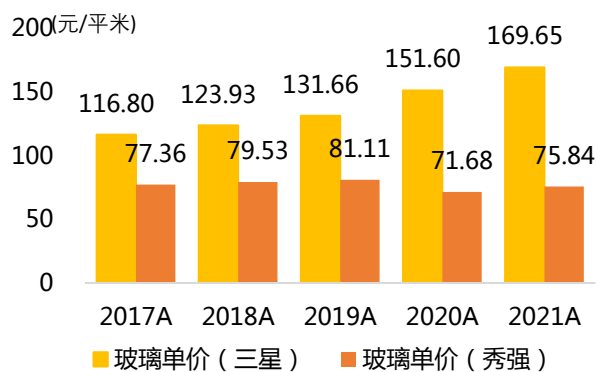
秀强股份毛利率水平小幅下降，但仍处于第一梯队前列。和行业竞争对手三星新材相比，在大多数年份，公司营收规模和毛利率都高于三星新材，但近两年毛利率水平相比较差，我们认为主要原因系：1)三星新材近两年重点扩充产能，导致公司订单持续增长，受益于规模效应，公司成本管控能力有所改善。2)公司玻璃深加工品类与三星新材有所不同，毛利率水平存在差异。此外，由于公司主要专注于家电彩晶玻璃、镀膜玻璃，与三星新材的家电门体玻璃有所不同，导致玻璃单价水平差异相对较大。

图 13：营收规模及毛利率（秀强 vs.三星）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：深加工玻璃单价（秀强 vs.三星）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 新能源业务：产品经验足，大股东赋能有望快速发展

3.1. 布局充电桩玻璃，营收占比快速提升

公司自主研发的“用于多曲面充电桩玻璃面板的造型装置及其成型系统”，得了国家知识产权局颁发的实用新型专利证书，新能源汽车充电玻璃主要客户为和硕、万邦、特来电等客户，其中和硕为特斯拉在中国台湾的家用充电桩代工厂。

表 5：公司新能源汽车充电玻璃主要客户

客户	主要业务
和硕	中国台湾代工厂，主要生产汽车零部件或者为苹果代工，是特斯拉的主要供应商之一，代工 Model3 中控台及电控设备、特斯拉家用充电桩。
万邦	主要是旗下星星充电在做，包括研发、制造、运营，产品包括直流、交流充电桩和私人、公共充电桩，合作的车企有奔驰、保时捷、宝马、捷豹路虎、大众、比亚迪、北汽，合作地产商有万科、恒大、碧桂园、绿地。万邦新能源和大众、一汽、江淮共同投建 CAMS（开迈斯新能源科技有限公司），做充电桩的开发、设计、生产、销售及充电桩的安装、维护、运营。
特来电	特锐德子公司，做充电桩生产、研发、销售、运营，重点布局公共充电领域的直流快充桩/站，交流充电桩、共享私桩较少，合作车企有比亚迪、荣威、启辰、奇瑞、北汽新能源、长安汽车。

资料来源：各公司官网、投资者调研纪要、前瞻产业研究院、电子工程专辑、天风证券研究所

公司为特斯拉汽车充电桩用玻璃产品的国内核心供应商（非一级供应商）。公司于 2019 年初进入特斯拉新能源汽车充电桩用玻璃项目，通过半年的开发，于 2019 年 6 月份开始

小批量生产验证，并于 10 月开始批量生产供货，公司将生产的充电桩用玻璃产品供应给特斯拉指定厂家，由该厂家做成合格成品后供应给美国特斯拉。2019 年，公司新能源汽车充电桩用玻璃营业收入为 101.22 万元，占公司营业收入的 0.08%，22Q1-3 营收规模迅速提升至 6931 万元。我们认为，特斯拉充电桩新款第二代以上产品可兼容其他品牌车型，出货量有望较快提升。

表 6: 公司新能源汽车充电桩玻璃营收情况

	2019	2020	2021	22Q3
充电桩玻璃收入 (万元)	101.22	1560.1	4820.1	6931
yoy		1441%	209%	
占总营收比例	0.1%	1.2%	3.3%	5.95%
数量 (万片)		12.00	45.91	69.31
单价 (元/片)		130.0	105.0	100

资料来源：公司投资者互动、证券日报网、公司三季报、北极星太阳能光伏网、天风证券研究所

注：假设随放量、单价有所下降；21、22Q3 数量为我们测算

多功率叠加轻量化趋势，特斯拉充电桩产品优势明显。随着 2012 年特斯拉推出的一代充电桩，10 年时间已经进行两次产品升级。相较于一代充电桩，三代充电桩正逐渐迈向轻量化、智能化，在充电效率、功率选择、外观质量等方面都有较大的优化，第三代特斯拉家用充电桩已可以兼容 7、11、16kW 功率。此外，和特来电相比，特斯拉充电桩在功率选择、电线长度和智能联网等功能上都有明显的优势，对应价格也较贵。未来，特斯拉充电桩凭借其在产品功能上的优势，市场占有率有望持续提升。

图 15: 特斯拉家用充电&特来电产品

	特斯拉家用			特来电
	第一代	第二代 (J1772)	第三代	
外观				
外观变化		1) 颜色: 灰色 2) 电线长度: 充电线7.3米	1) 外观: 采用钢化玻璃面板, 体积更小, 重量仅5.5kg 2) 颜色: 乳白色 3) 电线长度: 充电线7.4米, 能够对应距离充电桩更远距离的车位	1) PC+ASA工程外壳, 重量6kg, 刷卡启动 2) 电线长度: 充电线5米
性能变化	充电时间: 比特斯拉第2代移动充电器 (Mobile Connector)缩短25%	1) 使用群体: 支持向其他品牌的电动车型充电, 特斯拉车辆需要使用适配器 (注: 新第二代充电桩具备此功能, 旧第二代充电桩不具备) 2) 防水防尘等级: IP 55 3) 充电功率: 额定功率21kW	1) 联网: 内部配备有Wi-Fi联网功能, 可以直接在手机上连接配置, 同时也支持了OTA功能 2) 防水防尘等级: IP 54 3) 兼容功率: 7/11/16kW	1) 联网: 单机/标准版 2) 防水防尘等级: IP 54 3) 功率: 7kW
价格			8000元	2000+元

资料来源：汽车之家，京东，电动生活，特斯拉官网，特斯拉 Tesla 公众号，金砖充电论坛公众号，铭合充电桩公众号，天风证券研究所

注：价格数据截至 2022 年 12 月，仅供参考

行业层面看，随着中国新能源汽车的渗透率不断加大，充电桩的数量也将逐渐扩大。根据我们的预测，中国新能源汽车充电桩保有量有望在 2025 年达到 1600 万个，2022-2025 的新增充电桩预计将达到 1400 万个。我们测算的主要依据为：(1) 根据中国汽车工业协会数据预测，中国新能源汽车销量 2025 年将在 700-900 万辆区间。(2) 根据历史数据显示，2021 年国内新能源汽车与充电桩保有量的车桩比为 3:1。结合新能源充电桩普及率的升高，我们预估 2025 年车桩比将降至 2:1。

特斯拉作为新能源汽车的头部企业，其充电桩的数量也在加快放量。根据特斯拉内部的销售预测，未来几年内特斯拉新能源汽车销量预计可以实现 50% 的年均增长速度，预计 2025 年销量将达到 474 万台。此外，我们假设 2022 年全球特斯拉车桩比为 2:1（国外特斯拉新能源车车桩比为 1:1，国内特斯拉车桩比为 3:1），并有望持续提升。基于以上假设，我们测算 2022-2025 年全球特斯拉家庭充电桩有望实现销量 103/163/242/374 万个。随着旧充电桩更新换代等需求的叠加，我们预计实际销量可能更高。

表 7：我国新能源充电桩需求测算

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车保有量（万辆）	431.9	784	1254	1854	2554	3354
新能源纯电汽车销量（万辆）	136.7	352.1	470	600	700	800
新能源汽车存量充电桩（万个）	168.1	261.7	463.98	741.6	1149.3	1677
新能源汽车新增充电桩（万个）		93.6	202.28	277.62	407.7	527.7
存量车桩比	38.92%	33.38%	37%	40%	45%	50%

资料来源：前瞻产业研究院、中国汽车工业协会、中国充电联盟、智研咨询、天风证券研究所

表 8：特斯拉充电桩出货预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
全球特斯拉汽车保有量（万辆）	143.18	236.75	377.11	587.64	903.44	1377.13
全球特斯拉汽车销量（万台）	50.57	93.57	140.36	210.53	315.80	473.70
其中：中国		31.21	46.82	70.23	105.35	158.03
美+欧等发达国家		54.07	81.11	121.67	182.50	273.75
其他		8.28	12.42	18.63	27.95	41.92
特斯拉家用充电桩出货预测（万个）		67.26	103.03	162.92	242.48	373.72

资料来源：特斯拉公司公告、汽车之家、天风证券研究所

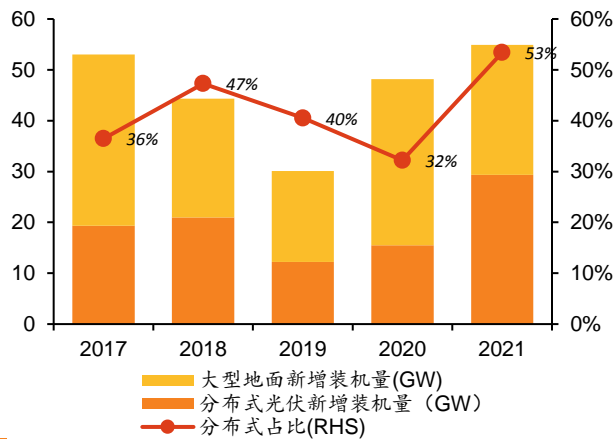
➤ 潜在催化：特斯拉 Solar roof 是否能再次启动？

特斯拉 Solar roof 经济效益逐渐改善，未来有望形成订单。特斯拉于 2016 年收购 SolarCity 并宣布推出特斯拉太阳能屋顶。2019 年 10 月底，特斯拉发布了第三代产品 SolarRoofV3，并通过更新组件使得其价格下降幅度高达 40%，产品具备大规模推广条件。秀强于 2019 年 5 月开始介入特斯拉太阳能屋顶项目，并完成初步样品确认，但业务未能形成批量订单。随着全球疫情的稳定以及特斯拉 Solar roof V3.5 的预推出，根据特斯拉 CEO 马斯克于 2019 年的目标，特斯拉预计将实现每周 1000 个光伏屋顶的生产，若新一代产品能达到这一目标，我们认为秀强股份有望再度进入供应链，公司对应盈利水平预计将有所提升。

3.2. 新能源 BIPV 业务：产品优势+大股东协同，有望快速发展

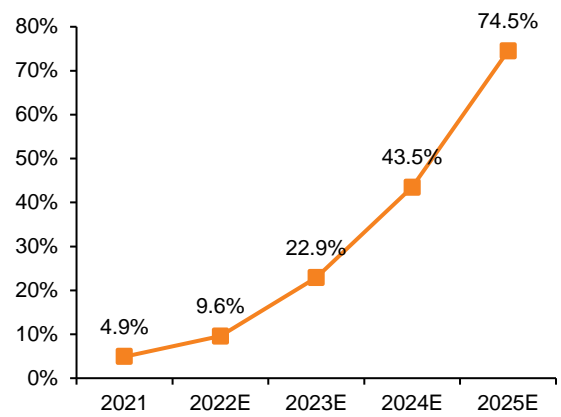
行业层面，政策推进+经济性显现，BIPV 渗透率或快速提升。2022 年 3 月，住建部《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》明确，到 2025 年，我国预计完成既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上（其中居住建筑 1 亿平方米，公共建筑 2.5 亿平方米），建设超低能耗、近零能耗建筑 0.5 亿平方米以上，全国新增建筑太阳能光伏装机容量 0.5 亿千瓦以上，城镇建筑可再生能源替代率达到 8%。基于政策驱动，我们认为分布式装机量增长有较大动能，而 BIPV 作为分布式光伏装机的新形式，有环保、减少电力损耗、节约用地等多项优点。21 年，分布式占比首次超过集中式，22Q1-3 分布式装机占比 67.2%，我们认为随着后续光伏硅料价格下降，未来 BIPV 在分布式光伏中的渗透率或将稳步提升，据中商产业研究院，BIPV 在分布式光伏中渗透率预计由 2021 年 4.9% 提升至 2025 年 74.5%，未来市场需求有望快速放量。根据国家统计局和中国建筑科学研究院的数据测算，预计到 2025 年，我国 BIPV 的市场空间将接近 500 亿元。

图 16：近年分布式光伏新增装机量占光伏新增装机量比例



资料来源：CPIA《中国光伏产业发展路线图》，天风证券研究所

图 17：BIPV 在分布式光伏中的渗透率



资料来源：中商产业研究院，天风证券研究所

➤ 依托玻璃产品布局 BIPV，大股东有望协同

优化业务布局，拓展新业绩增长点。公司 2020 年开始发展新能源 BIPV 业务，以“打造绿色零碳城市，做 BIPV 行业对引领企业”为目标，围绕 BIPV 产品对研发生产销售与分布式电站两个业务方向展开，打造“BIPV 组件产品+工程+电站运营”的全生命周期的产业链布局，由公司独立实施（从方案规划到落地执行）的 3 个分布式光伏电站项目已陆续建成。此外，公司已与英利控股子公司保定嘉盛光电科技共同合作，叠加公司自身研发优势，未来有望再开发更多适用于 BIPV 领域的玻璃深加工产品，公司 BIPV 玻璃产品已向嘉盛光电、晶科、隆基等客户供货。

大股东赋能，加速新能源业务布局。公司作为国内最早涉足光伏玻璃深加工企业之一，经过多年的技术及市场积累，在光伏玻璃深加工领域拥有较强的技术及团队。大股东珠海港为国资背景，强大的资本运作能力及原有的新能源产业基础，能够完美与公司资源形成互补，实现新能源产业链的协同发展，珠海港表示后续将全力推动公司新增制造产能在珠海市落地。

➤ 产能释放有望厚增业绩弹性

基于公司现有业务领域，结合 BIPV 行业的发展趋势，公司计划募投 500MW 的 BIPV 组件，根据公司的可行性研究，预计投产 2 年后将贡献营收 10 亿元，利润总额 0.91 亿元（净利率 7.78%测算）。我们认为计算偏保守，主要原因在于可比公司主要为组件企业，单独披露 BIPV 产品毛利率只有中信博一家，由于 BIPV 需要进行产品研发和定制化设计且公司具有玻璃深加工能力，公司 BIPV 业务的毛利率大概率将高于可比公司。

表 9：BIPV 业务可比公司情况

募投公告中测算数据		2021A		2020A	
同行业可比公司	细分业务类别	营收 (亿元)	毛利率	营收 (亿元)	毛利率
隆基股份	太阳能组件及电池产品	584.54	17.06%	362.39	20.53%
中信博	BIPV 产品	1.31	13.91%	0.45	14.93%
中来股份	电池、组件及系统	16.6	-4.30%	34.74	14.79%
天合光能	光伏组件	343.95	12.43%	220.53	14.90%
晶澳科技	太阳能组件	394.6	14.15%	240.28	16.09%
平均值			10.65%		16.25%
秀强股份 500MW-BIPV 组件生产线项目					14.11%

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

1) 家电玻璃板块属于地产后周期相关业务，但公司顺应智能化发展趋势，以科技创新为导向，加大研发投入，积极开拓智能玻璃市场，我们预测 22-24 年营收规模稳中有升，分别为 14.8、16、16.3 亿元，yoy+7.32%/8.25%/2.22%。毛利率随着智能化有所提升，22-24 分别为 24.6%、26.7%、28.4%。

2) 充电桩玻璃：充电桩玻璃业务为公司新拓展业务，受益于充电桩玻璃需求放量和公司自身客户资源优势，有望贡献稳定收入。我们预测 22-24 年充电桩玻璃业务营收分别为 0.95、1.47、1.9 亿元，23-24 年 yoy+55%/29%。毛利率水平预计随放量稳中有降，22-24 年分别为 70%/62%/58%。

3) BIPV 项目：新能源 BIPV 为公司重点推进赛道，随着公司 500MW 的 BIPV 组件逐渐投产，光伏电站项目持续落地，我们预计公司 22-24 年 BIPV 业务营收有望实现较快增长，分别为 0.51、3.01、5.67 亿元，23-24 年 yoy+494.86%/88.37%。毛利率硅料价格有望随组件价格下降而有所降低，我们预计 22-24 年毛利率水平在 18%、17%、17%。

表 10：公司分业务盈利预测

(百万元)		2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	营业收入	1457.80	1654.82	2080.63	2432.18
	yoy	13.33%	13.52%	25.73%	16.90%
	毛利率	21.88%	27.78%	28.39%	28.78%
家电玻璃	营业收入	1374.75	1475.43	1597.14	1632.59
	yoy	12.89%	7.32%	8.25%	2.22%
	毛利率	18.10%	24.62%	26.66%	28.40%
充电桩玻璃	营业收入		95.00	147.00	190.00
	yoy			54.74%	29.25%
	毛利率		70.00%	62.00%	58.00%
bipv	营业收入		50.60	301.00	567.00
	yoy			494.86%	88.37%
	毛利率		18.00%	17.00%	17.00%
其他	营业收入	37.55	33.80	35.48	42.58
	yoy	-45.26%	-10.00%	5.00%	20.00%
	毛利率	65.65%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：wind，天风证券研究所预测

费用假设：我们预计随着公司营收持续快速增长，销售、管理及研发费用有望体现一定规模效应，稳中有降。

表 11：公司核心费用指标预测表

	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.56%	2.50%	2.45%	2.40%
管理费用率	6.54%	7.00%	6.80%	6.00%
研发费用率	4.11%	4.50%	4.30%	4.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

根据上述假设，我们预计公司 22-24 年归母净利润 1.88/2.43/3.16 亿元。公司作为家电领域深加工玻璃的领先企业，在消费承压的情况下（截止 22M9，中国家电市场分品类看，传统家电除受疫情催化影响而上涨的冷柜外，其他品类皆因需求不足出现下滑），公司传统家电玻璃业务仍实现 12.5%的营收增速（22Q1-3），公司募投项目预计将新增家电智能玻璃 80 万片，产统业务产品实现升级。新能源相关业务方面，短期看特斯拉户用充电桩

玻璃产品可率先贡献业绩，且后续有望渗透至其他品牌充电桩玻璃；中长期看，新能源汽车智能玻璃 200 万片，BIPV 组件在建产能 500MW，以上产能投放后需求消化有保障。我们选取玻璃深加工企业蓝思科技、福耀玻璃、森特股份作为可比公司，公司具有 BIPV 相关业务，我们给予可比公司均值更高 PE，认为 23 年 25 倍为合理估值，目标价 7.87 元/股，给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值表

公司名称	市值 (亿元)	收盘价	EPS				PE			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
蓝思科技	525.7	10.6	0.42	0.38	0.60	0.85	25.2	27.9	17.7	12.4
福耀玻璃	931.7	35.7	1.23	1.93	2.09	2.52	29.0	18.5	17.1	14.2
森特股份	154.5	28.7	0.06	0.51	0.88	1.26		56.0	32.8	22.7
平均值								22.4	15.5	0.77
秀强股份								34.1	22.5	16.4

资料来源：wind，天风证券研究所

注：除秀强外均为 wind 一致预期，截至 20230109

5. 风险提示

- 1) 家电需求不及预期：公司家电玻璃业务下游核心客户均为家电公司，若家电需求不及预期，会影响公司相关业务收入。
- 2) 充电桩玻璃竞争对手增加：公司当前为特斯拉汽车桩玻璃供应商，若竞争对手增加，公司在该业务的盈利水平可能会因此受影响。
- 3) 项目投产不及预期：公司当前业务订单较为饱满，若项目投产不及预期，可能会影响公司业务订单无法按时交割。
- 4) 测算具有一定主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	149.80	189.59	557.46	270.48	316.18	营业收入	1,286.34	1,457.80	1,654.82	2,080.63	2,432.18
应收票据及应收账款	640.56	678.45	838.47	1,126.57	1,170.48	营业成本	945.86	1,138.81	1,195.07	1,489.91	1,732.17
预付账款	23.42	20.62	32.23	30.94	41.40	营业税金及附加	11.60	10.29	14.26	17.93	20.95
存货	159.50	251.36	118.52	363.83	210.11	销售费用	30.05	37.38	41.37	50.98	58.37
其他	121.32	125.57	34.05	29.89	38.17	管理费用	97.26	95.36	115.84	141.48	145.93
流动资产合计	1,094.60	1,265.60	1,580.71	1,821.71	1,776.34	研发费用	45.00	59.98	74.47	89.47	97.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	13.44	(1.63)	(6.79)	1.09	10.49
固定资产	394.30	405.71	354.93	616.06	769.59	资产/信用减值损失	(10.14)	23.40	(10.00)	(17.00)	(12.00)
在建工程	28.91	47.61	77.61	231.04	265.52	公允价值变动收益	0.44	(0.35)	0.00	0.00	0.00
无形资产	30.92	52.83	51.62	50.42	49.22	投资净收益	(0.09)	1.43	1.00	1.00	1.00
其他	192.60	123.41	25.61	23.10	6.60	其他	11.18	(55.84)	0.00	(0.00)	(0.00)
非流动资产合计	646.73	629.56	509.77	920.62	1,090.92	营业利润	141.74	148.97	211.61	273.78	355.97
资产总计	1,741.34	1,895.16	2,090.48	2,742.34	2,867.26	营业外收入	1.88	0.51	1.67	1.35	1.18
短期借款	209.95	118.24	100.00	205.42	166.65	营业外支出	1.11	1.77	1.90	1.59	1.75
应付票据及应付账款	359.03	425.30	371.41	630.13	540.60	利润总额	142.51	147.72	211.38	273.55	355.40
其他	125.51	103.96	157.16	155.76	183.65	所得税	20.59	10.54	23.25	30.09	39.09
流动负债合计	694.49	647.50	628.56	991.31	890.89	净利润	121.91	137.18	188.13	243.46	316.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(0.02)	0.18	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	121.93	137.00	188.13	243.46	316.31
其他	25.89	26.95	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.16	0.18	0.24	0.31	0.41
非流动负债合计	25.89	26.95	0.00	0.00	0.00						
负债合计	734.59	710.50	628.56	991.31	890.89	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	(1.46)	1.56	1.56	1.56	1.56	成长能力					
股本	618.50	618.17	772.95	772.95	772.95	营业收入	1.36%	13.33%	13.52%	25.73%	16.90%
资本公积	209.29	221.41	221.41	341.40	341.40	营业利润	66.60%	5.11%	42.05%	29.38%	30.02%
留存收益	244.17	384.96	516.65	687.07	908.48	归属于母公司净利润	-2.37%	12.36%	37.32%	29.41%	29.92%
其他	(63.76)	(41.45)	(50.65)	(51.95)	(48.02)	获利能力					
股东权益合计	1,006.74	1,184.66	1,461.92	1,751.02	1,976.37	毛利率	26.47%	21.88%	27.78%	28.39%	28.78%
负债和股东权益总计	1,741.34	1,895.16	2,090.48	2,742.34	2,867.26	净利率	9.48%	9.40%	11.37%	11.70%	13.01%
						ROE	12.09%	11.58%	12.88%	13.92%	16.02%
						ROIC	18.66%	17.78%	20.68%	24.99%	19.61%
						偿债能力					
						资产负债率	42.19%	37.49%	30.07%	36.15%	31.07%
						净负债率	5.97%	-5.90%	-31.29%	-3.72%	-7.57%
						流动比率	1.54	1.85	2.51	1.84	1.99
						速动比率	1.32	1.48	2.33	1.47	1.76
						营运能力					
						应收账款周转率	2.28	2.21	2.18	2.12	2.12
						存货周转率	9.04	7.10	8.95	8.63	8.48
						总资产周转率	0.75	0.80	0.83	0.86	0.87
						每股指标(元)					
						每股收益	0.16	0.18	0.24	0.31	0.41
						每股经营现金流	0.22	0.15	0.27	0.08	0.63
						每股净资产	1.30	1.53	1.89	2.26	2.55
						估值比率					
						市盈率	41.52	36.95	26.91	20.80	16.01
						市净率	5.02	4.28	3.47	2.89	2.56
						EV/EBITDA	19.11	19.38	16.85	13.08	9.94
						EV/EBIT	23.69	24.96	20.84	16.93	12.90

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	121.91	137.18	188.13	243.46	316.31
折旧摊销	50.44	53.52	51.99	86.64	113.19
财务费用	13.07	(8.88)	(6.79)	1.09	10.49
投资损失	0.09	(1.43)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	110.79	2.78	(21.65)	(268.14)	45.93
其它	(122.57)	(68.28)	0.00	(0.00)	(0.00)
经营活动现金流	173.73	114.89	210.68	62.04	484.93
资本支出	59.17	101.97	56.95	500.00	300.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(59.82)	(100.44)	24.04	(999.00)	(599.00)
投资活动现金流	(0.65)	1.54	80.99	(499.00)	(299.00)
债权融资	(100.11)	(88.59)	(12.93)	104.33	(49.27)
股权融资	5.89	(27.72)	89.13	45.65	(90.96)
其他	(105.88)	19.19	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(200.09)	(97.11)	76.20	149.98	(140.22)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(27.01)	19.32	367.87	(286.98)	45.70

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com