

## 双主业战略驱动，发力电子烟赛道

### 核心观点：

- **“小家电”+“工程施工”双轮驱动发展。**20多年的小家电研发生产经验，使公司具备了“全覆盖、柔性化、快响应”全产业链生产制造能力，形成一套行之有效的采购、生产、供货管理方法。同时，公司坚持全球化布局战略，建立了覆盖全球100多个国家和地区的营销网络，实行线上线下渠道联动发展的营销策略，深得客户青睐。在深耕小家电业务的同时，公司开拓工程施工业务，形成又一大收入来源，实现了双轮驱动业务模式。
- **公司积极布局电子烟赛道。**公司发挥全产业链、自主研发、一带一路丰富渠道优势，深度布局电子烟产业。2021年11月公司投资铂德，将铂德的电子雾化烟产品、雾化物的研发优势，与公司的海外销售渠道优势、生产规模及成本优势相结合；2022年，公司收购港华生物，开拓了生产高纯度烟碱的电子烟的上游业务，加深在电子烟产业的布局。公司及投资的铂德、港华生物均已取得国家烟草专卖局核发的《烟草专卖生产企业许可证》，有望享受到行业规范化的市场份额提升红利。
- **收购国海建设，提升综合竞争力。**2019年10月，公司收购国海建设，国海建设专注于工程施工领域，是一家总承包以及施工企业，公司施工机械设备先进，资质齐全，拥有8个工程施工资质，资质覆盖市政工程、水利工程、房屋建造等工程施工需求。收购国海建设后公司主营业务增加建筑服务业，实现双轮驱动发展，进一步提升公司综合竞争力，并有助于公司分享我国新一轮基建扶持政策带来的产业机遇和发展红利。
- **投资建议：**预计2022-2024年归母净利润分别为0.23、0.49、0.55亿元，每股收益（EPS）分别为0.07、0.15、0.17元。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**电子烟业务拓展不及预期的风险，汇率波动的风险，行业竞争加剧的风险。

### 主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1320.52	1851.68	2502.82	2905.36
收入增长率(%)	21.24	40.22	35.16	16.08
归母净利润(百万元)	17.99	22.86	48.91	54.50
利润增速(%)	-30.67	27.08	113.93	11.43
毛利率(%)	11.88	12.42	13.28	13.29
摊薄EPS(元)	0.06	0.07	0.15	0.17
PE	199.23	156.78	73.28	65.77
PB	2.93	2.73	2.63	2.53
PS	2.71	1.93	1.43	1.23

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 小崧股份(002723)

### 谨慎推荐(首次评级)

### 分析师

李冠华

☎：010-80927662

✉：liguanhua\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519110002

特此鸣谢

实习生：刘宇翕

### 市场数据

2022-10-28

A股收盘价(元)	11.27
股票代码	002723
A股一年内最高价(元)	21.96
A股一年内最低价(元)	10.17
上证指数	2,915.93
市盈率	199.23
总股本(万股)	31,803
实际流通A股(万股)	30,842
流通A股市值(亿元)	35

### 相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

### 相关研究

## 目录

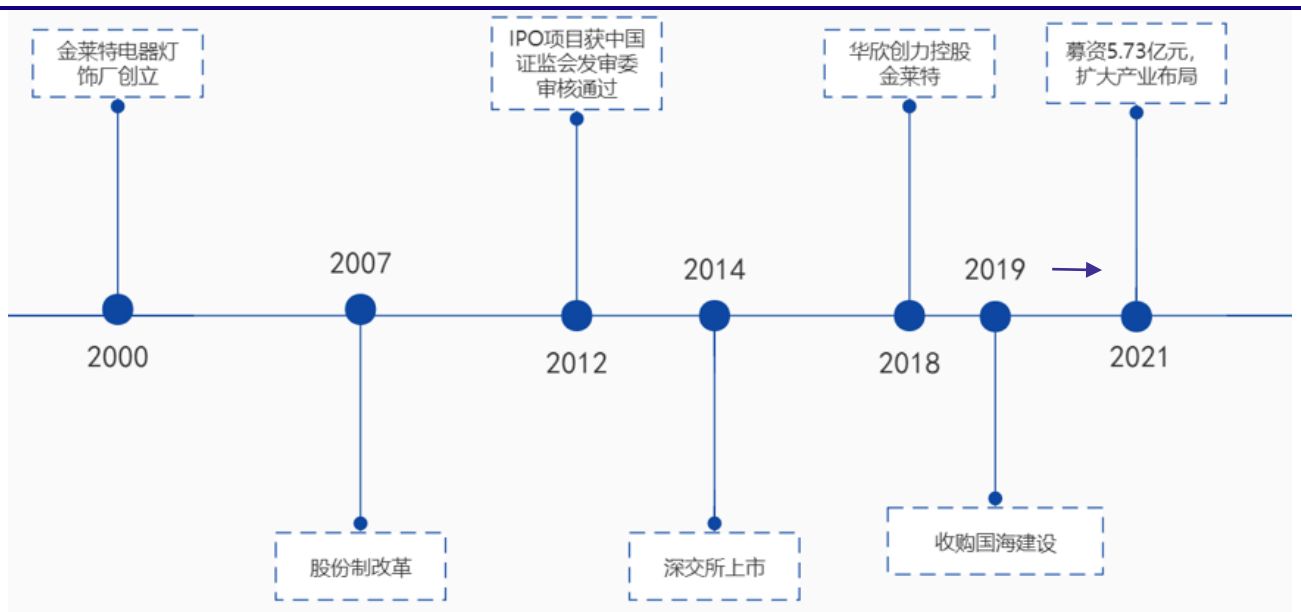
<b>一、“小家电”+“工程施工”双轮驱动发展</b> .....	<b>2</b>
(一)“小家电”+“工程施工”双轮驱动发展.....	2
(二)华欣创力控股小崧股份.....	2
(三)营收稳步增长.....	3
<b>二、发力传统小家电业务，布局电子烟赛道</b> .....	<b>5</b>
(一)传统小家电业务持续发力.....	5
(二)积极布局电子烟赛道.....	9
<b>三、工程施工业务发展迅猛</b> .....	<b>15</b>
(一)房建景气度边际改善.....	15
(二)收购国海建设，为公司发展再添生机.....	16
<b>四、公司估值及投资建议</b> .....	<b>19</b>
<b>五、风险提示</b> .....	<b>20</b>
<b>六、附录：</b> .....	<b>21</b>
(一)公司财务预测表.....	21

## 一、“小家电”+“工程施工”双轮驱动发展

### （一）“小家电”+“工程施工”双轮驱动发展

广东小崧科技股份有限公司（原公司名称：广东金莱特电器股份有限公司）创立于 2000 年，一直专注于可充电备用照明灯具以及可充电式交直流两用风扇的研发、生产和销售，于 2014 年在深圳证券交易所完成上市。公司作为国家高新技术企业，同时拥有省级工程技术研究开发中心和省级企业技术中心，所有产品均依靠自主研发完成。近几年，在小家电需求增长的趋势下，公司发挥在电器产品的多年市场积累及技术沉淀，以市场需求为导向，研发出一系列的环境电器、消杀电器、个护电器、厨房电器等新型健康小家电，不断地向客户推出精致、时尚、高性价比的小家电产品。在深耕小家电业务的同时，小崧股份充分发挥上市公司的平台作用，于 2019 年以 1.5 亿现金完成了对国海建设的收购，实现了“小家电”+“工程施工”的双轮驱动业务模式。

图 1：公司发展历程

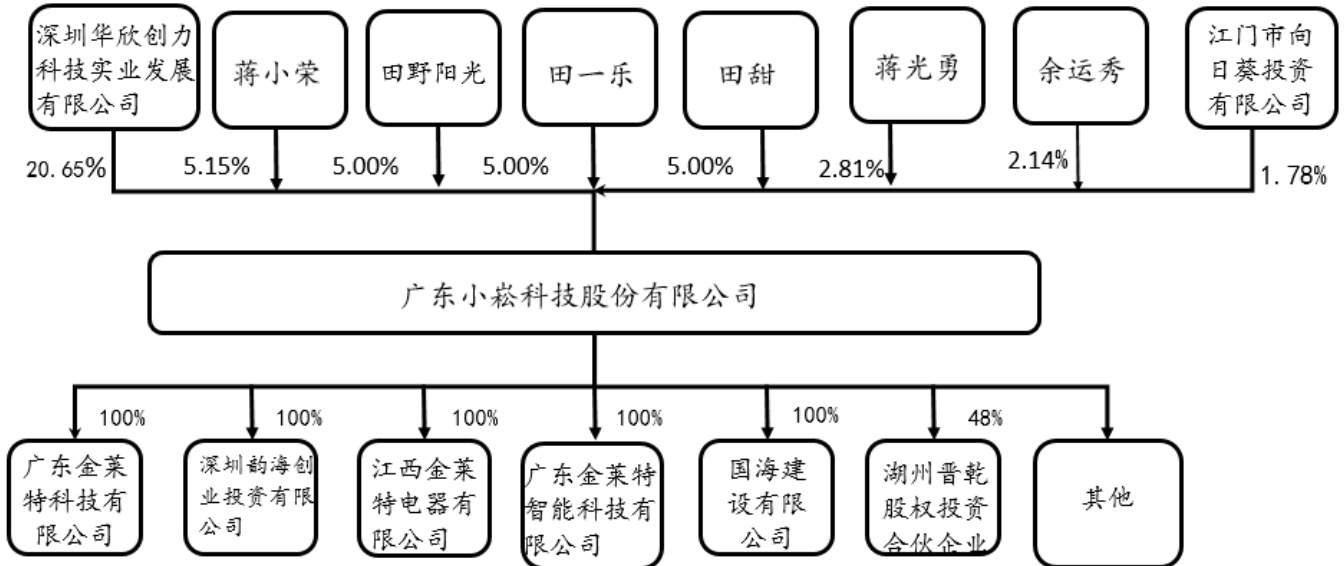


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

### （二）华欣创力控股小崧股份

2018 年 1 月，公司完成控制权转让，控股股东变更为深圳华欣创力科技实业发展有限公司，持有 29.99% 的股份，实际控制人变更为蔡小如先生。同年，公司通过实施股权激励计划，深度绑定核心员工的利益，利于公司稳定、长远发展。截至最新定期报告华欣创力持公司 20.65% 的股份，其余大股东蒋小荣、田甜、田一乐、田野阳光均为公司原始股东，持股比例较为稳定。

图 2: 公司股权结构

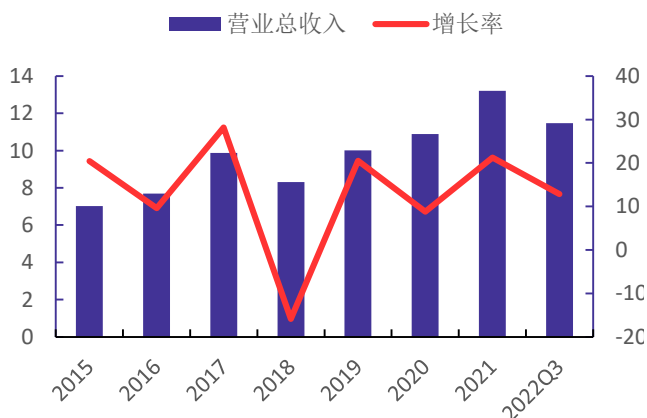


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院。

### (三) 营收稳步增长

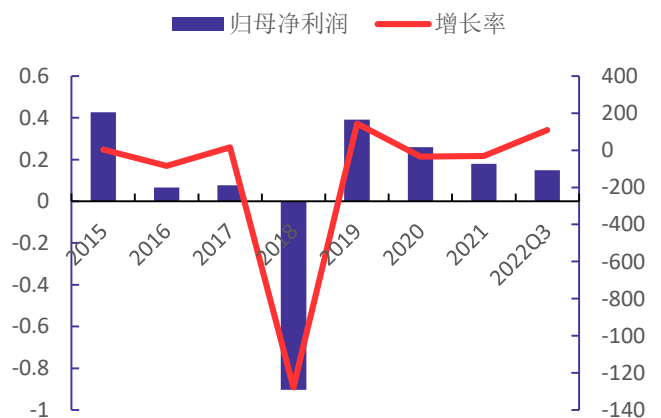
公司营收稳步增长。2018 年受中美贸易摩擦影响、美元汇率波动较大、部分国家大幅度提高关税等多因素的影响，公司海外客户采取较为谨慎的采购策略，导致公司出口业务量有所减少，营业收入下降。自 2019 年起公司营业收入稳步增长。2019 年营业收入 10.01 亿元，2021 年达到 13.21 亿元，复合增长率为 14.9%。2022 前三季度实现营业收入 11.46 亿元，同比增长 12.82%，实现归母净利润 0.15 亿元，同比增长 108.09%。

图 3: 公司营收 (亿元) 及增长率 (%)



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 4: 公司归母净利润 (亿元) 及增长率 (%)



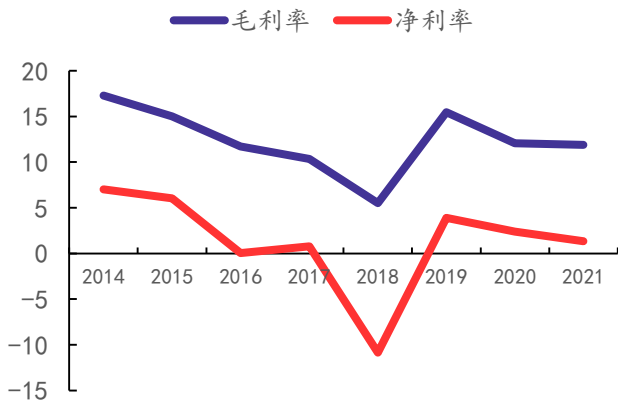
资料来源：wind，中国银河证券研究院

公司加强精细化管理，有望提升盈利能力。2018 年受营业收入下降影响，加之购买外汇产品产生的投资损失及未到期外汇产品形成的浮亏与联营企业金信小额贷亏损，毛利率与净

利率有所下降。2019 年在公司坚持以客户需求为引领，在推进效益和风险兼顾的发展策略下，实现归母净利润为 0.39 亿元。2020 年和 2021 年主要受疫情冲击及原材料价格大幅上涨的影响，公司归母净利润为 0.26 亿元和 0.18 亿元，2019 年至 2021 年对应的销售毛利率分别为 15.48%、12.05% 和 11.88%。2021 年下半年至今，公司小家电业务以“品类扩充、渠道拓展”为发展目标，通过内部精细化管理降低产品成本，并新增空净类电器、消杀类电器、厨房电器等健康小家电，重点打造电子烟、宠物电器、美容电器等高毛利新品类产品，公司盈利能力有望得到提升。

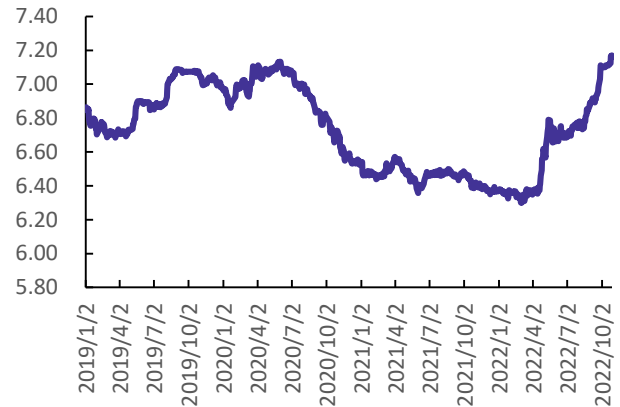
公司外销收入占比较高。目前公司 70% 的小家电业务是海外出口，出口业务均以美元进行结算。2021 年公司海外收入 5.22 亿元，占比为 39.5%，2022 年 4 月起，美元兑人民币汇率持续走高，截至 2022 年 10 月 28 日，美元兑人民币汇率为 7.17，相比年初增加了 0.79，汇率提升有望提升公司盈利能力。

图 5: 公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

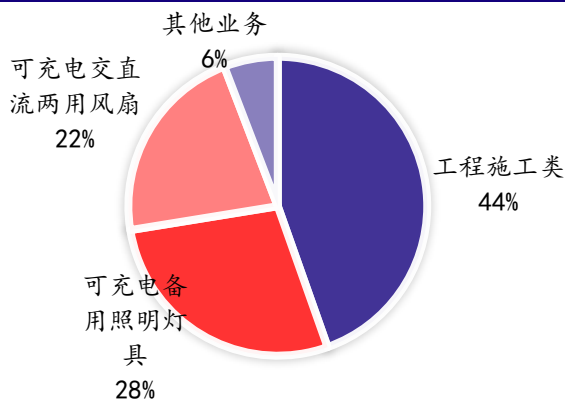
图 6: 美元兑人民币汇率中间价



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

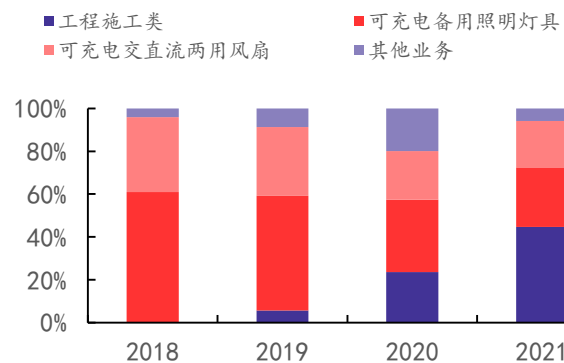
小家电业务与工程施工业务共同驱动收入增长。根据公司收入结构，2021 年，传统小家电为公司主要收入来源，可充电风扇与照明灯具产品收入合计占比达到 50%，从历史来看，小家电业务一直为公司的主要业务，随着公司收购国海建设，工程施工类成为公司又一大收入来源，本年度收入占比达到 44%，且收入占比后续有望进一步提升。

图 7: 公司 2021 年收入结构



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 8: 公司 2018-2021 年收入结构



资料来源: wind, 中国银河证券研究院



## 二、发力传统小家电业务，布局电子烟赛道

### (一) 传统小家电业务持续发力

#### 1、公司产品品类丰富，应用场景广泛

产品应用场景丰富。公司坚持自主创新，在对原有产品升级的同时，近年来不断对小家电板块进行品类扩充，扩充品类主要以高附加值耐用品和高频复购快消品为主。大多数公司产品具备可移动性、储电性、便携性，能够满足旅游露营、紧急救援、地摊夜市等场景需求。

图 9：产品应用场景



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

公司产品品类丰富，按产品种类来看，公司所生产产品包括可充电备用照明产品、可充电交直流两用风扇、健康生活小家电三大类产品。

表 1：公司产品分类

	产品名称	产品图片
可充电备用照明产品	手电筒 头灯 挂灯 台灯 手提灯 小夜灯 灭蚊灯 应急灯	

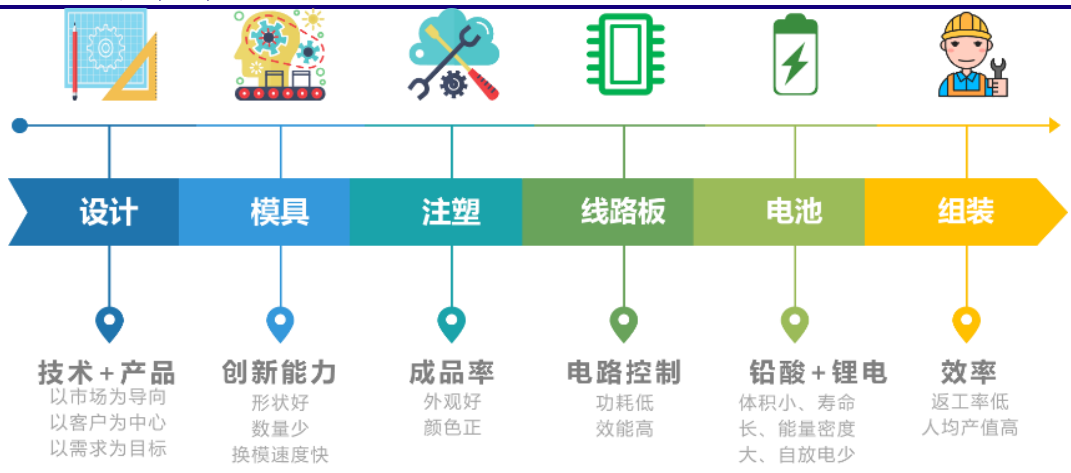
可充电交直流两用 风扇	落地扇 台扇 夹子风扇 MiNi 风扇 水雾风扇	
环境电器	空气净化器、加湿器、 暖风器	
健康生活 小家电	消杀电器	衣物消毒盒、消毒鞋柜
个护美容电器	蒸脸仪、射频仪	
厨房电器	封口器、蒜泥器	

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

## 2、全产业链生产制造能力强

公司具有全产业链生产能力。公司小家电产业链涉及环节较多，包含产品设计、模具制作、注塑、线路板、电池、组装等。公司具有 20 多年的研发生产经验，已具备了“全覆盖、柔性化、快响应”全产业链生产制造能力。

图 10：小家电产品产业链



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司制造能力较强，小家电业务生产基地分布在广东江门、广东中山、江西瑞昌，生产总部位于中国侨都江门蓬江区产业转移工业园内。

图 11: 公司小家电生产基地



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 12: 小家电生产基地



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

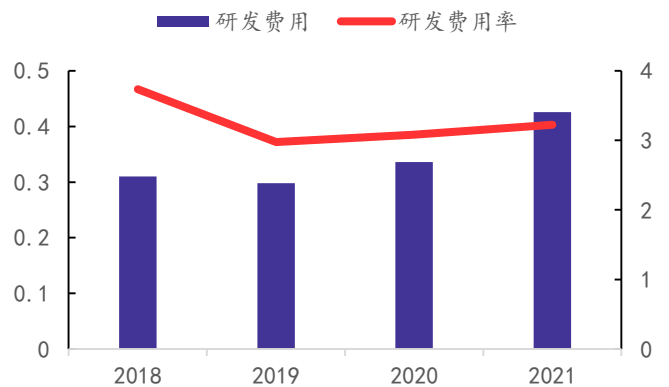
公司具有高效的研发体系。公司具有一套高效的研发体系, 在行业内拥有较强的技术领先优势, 已连续多年被评为国家高新技术企业。公司已系统地掌握了小家电领域的多项核心技术, 如 LED 驱动控制技术、散热控制技术、集成式智能控制技术、电源快速充放电技术、直流永磁无刷电机有限元一体矢量控制技术等, 能够增强产品的核心竞争力。公司拥有省级工程技术研究开发中心和省级企业技术中心, 在长期的技术研发工作中积累了大量成果, 截至 2021 年底, 公司及子公司共计获得专利近 600 项, 其中发明专利 35 项, 专利数量在行业内处于前列。近年来持续开发拥有自主知识产权、技术含量高、节能环保的小家电产品, 每年平均向市场投放 60 款以上的新产品, 且所有产品均为自主研发。2019 年至 2021 年, 公司研发投入分别为 0.30 亿元、0.34 亿元、0.43 亿元, 占营业收入的比例为 2.97%、3.08%、3.22%。

图 13: 发明专利证书



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 14: 公司研发费用率

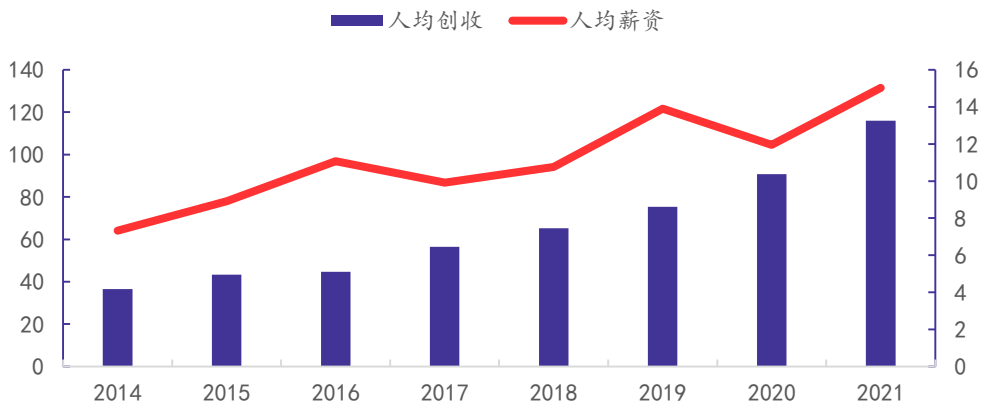


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

公司人均创收逐年增长。近几年来公司人均创收不断增长, 从 2019 年的 75.4 万元增加到 2021 年的 115.9 万元。



图 15: 公司人均创收 (左轴) 及薪资 (万元)

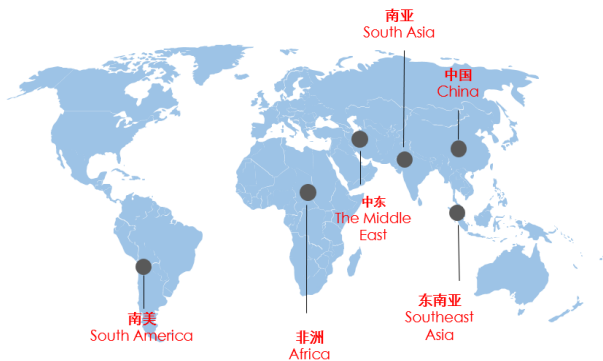


资料来源: wind、中国银河证券研究院

### 3、国内外市场广阔、深得客户青睐

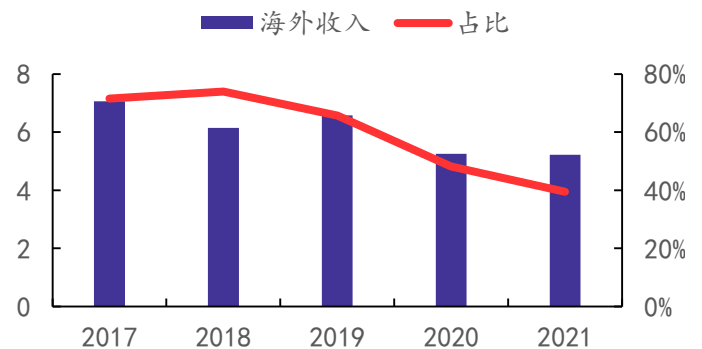
公司客户粘性较高。公司坚持全球化布局战略，海外收入为公司的主要收入来源。虽然随着并表国海建设，海外收入占比下降明显，但依然占有较大比重，2021 年公司海外收入 5.22 亿元，占比为 39.5%。公司已建立了覆盖全球 100 多个国家和地区的营销网络，业务现已遍及东南亚地区、中东地区、非洲、欧洲、南北美洲。公司凭借质量可靠的产品与快速响应的销售服务，成功进入名创优品、Firefly（菲律宾照明采购及零售商）、Western International（阿联酋综合电器采购商）、Walmart（美国知名连锁商超）、ACE（印尼连锁零售商）、Avenue Supermarts（印度连锁零售商）等大型企业的供应链体系，多数海外客户合作时间均在 5-10 年或以上，客户粘性高。

图 16: 公司主要海外销售地区



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 17: 公司海外收入 (亿元) 及占营收比重



资料来源: wind、中国银河证券研究院

公司以“自有品牌”和“ODM”相结合销售模式，根据不同的消费市场的市场容量、产品类别、客户能力、产品竞争特性等差异化因素，制定不同的销售策略，有效规避单一市场波动风险。在国内市场方面持续开发优质大客户，与多个品牌、平台合作打造爆款单品。公司已在广东、福建、湖南、山东、陕西、江苏、四川、河南、安徽、浙江等地成功开展销售业务，同时不断加大与国内一线知名品牌及电商客户（如名创优品、美的、星商等）的合作力度，逐步提高国内业务的销售比重。公司客户集中度较高，2021 年公司前五大客户销售占年

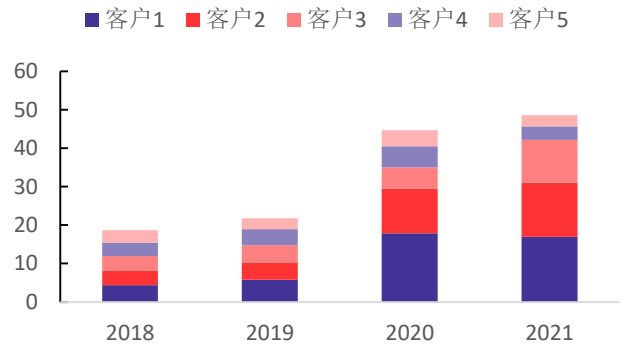
度销售总额比例为 48.6%，第一大客户占比为 16.94%。

图 18: 合作企业与平台



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 19: 前五大客户占销售总额比例



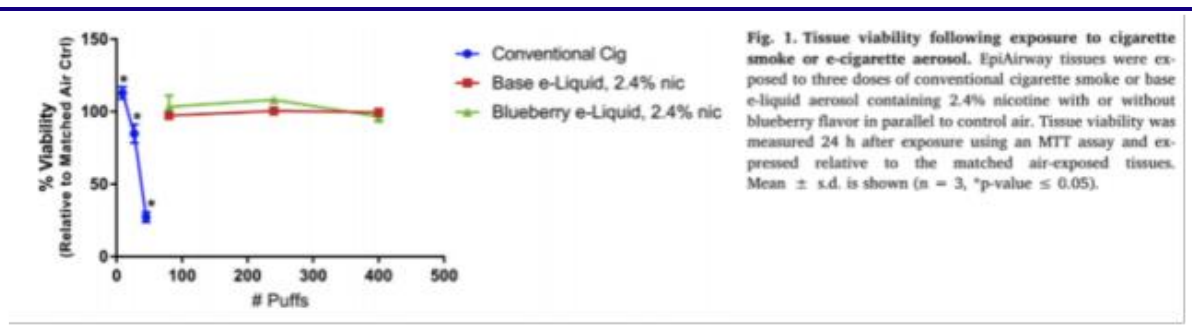
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## (二) 积极布局电子烟赛道

### 1、电子烟减害性开拓行业前景

电子烟拥有戒烟属性，对人体健康危害小。相较于传统卷烟，新型烟草减害性突出，其戒烟属性获得权威机构的认可。早在 2015 年，英国公共卫生部发布的独立报告指出电子烟相比卷烟减害 95%，由于减少了传统卷烟中 70 多种已知致癌成分，电子烟民患癌潜在风险不到传统烟民的 0.5%；2022 年 3 月，FDA 表示电子烟对于希望戒烟的成年吸烟者有所帮助。如今，各国普遍认为电子烟的危害性远小于传统烟草，吸烟人群使用电子烟利于控烟。

图 20: 电子烟相较于传统卷烟对人体细胞的毒害



资料来源: Regulatory Toxicology and Pharmacology 学术期刊, 中国银河证券研究院

电子烟环境友好性为其市场前景铺开长远之路。新型烟草能够大幅减少焦油、二手烟气等因燃烧产生的有害物质，相比传统烟草更加环保。随着全球绿色发展规划，控烟政策趋严，人们健康意识和环保意识的不断增强，具有减害属性且更加环保的新型烟草在市场规模和渗透率方面有望持续提升。《2022 年电子烟产业出口蓝皮书》报告预计 2022 年全球电子烟市场规模将超过 1080 亿美元，中国正逐渐从全球最大的电子烟制造国，转变为全球最大的电子烟品牌出口国。当前电子烟制造及品牌企业超过 1500 家，超过 7 成企业以产品出口海外为主。预计 2022 年全年电子烟出口总额将达到 1867 亿人民币，预计增长率达 35%。专利方面，国

内电子烟专利主要集中于液态电子烟领域，2012-2021 十年间，国内申请专利总数 28838 项，主要集中于近三年。

电子烟行业发展步入正轨。由于电子烟市场兴起迅速，导致了监管空白、行业无序发展等情况，自 2018 年起，中国政府从生产端、渠道端及交易平台等全面加强监管，出台限制政策，并确保监管与鼓励创新并重。其中禁售调味电子烟（目前国内占比约 90%），短期来看会对需求端产生压制，但电子烟长期渗透率提升的底层逻辑仍是减害，参考美国在 20 年 1 月口味烟禁令生效后，20Q4 市场已经开始企稳、21Q1 回升，未来需求有望恢复。

从政策来看，主管部门在明确严格监管的同时，也展现了对电子烟产业健康发展的高度重视，并对其未来的技术创新表示鼓励和支持。随着行业监管的完善，企业注销量也逐年上升。未来随着管理细则的进一步落地，行业有望加速出清，市场份额向获得许可牌照的龙头企业聚集。

**表 2: 中国电子烟政策**

发布时间	政策	主要内容
2018/8	《关于禁止向未成年人出售电子烟的通告》	我国市场主体不得向未成年人销售电子烟。
2019/10	《关于进一步保护未成年人免受电子烟侵害的通告》	生产、销售企业或个人及时关闭电子烟互联网销售网站或店铺,撤回通过互联网发布的电子烟广告。
2021/11	《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》	增加新型烟草制品参照卷烟有关规走执行规定。
2022/3	《电子烟管理办法》	明确电子烟生产与质量管理、销售管理、进出口贸易、监督检查等方面要求。
2022/4	《电子烟》强制性国家标准	对烟具、雾化物和释放物提出明确的技术要求。
2022/4	《关于对电子烟相关生产企业核发烟草专卖生产企业许可证工作的指导意见》	规定了核发企业许可证工作的基本原则,许可范围、申请方式、市批时限、办理流程等。
2022/4	《关于促进电子烟产业法制化规范化的政策措施》	政策目标、产业布局、投融资管理、市场体系、市场监管、质量安全、技术创新、保护措施等。
2022/5	电子烟警语标识规定	明确了警语内容及警语区位置、面积分线警语字体大小。
2022/6	电子烟交易管理细则	建立全国统一的电子烟交易管理平台。
2022/10	关于对电子烟征收消费税的公告	将电子烟纳入消费税征收范围,生产(进口)环节的税率为 36%,批发环节的税率为 11%,自 2022 年 11 月 1 日起执行。

资料来源：中国银河证券研究院整理

根据《电子烟管理办法》，从事电子烟相关生产企业需申请烟草专卖生产企业许可证。适用对象：在中国境内从事电子烟产品（包括烟弹、烟具、烟弹与烟具组合销售的产品等）生产、代加工、品牌持有业务及雾化物、电子烟用烟碱生产的企业。电子烟相关生产企业的分支机构直接从事电子烟产品、雾化物、电子烟用烟碱等生产经营业务的，应当单独申请烟草专卖生产企业许可证。管理办法的实施意味着只要在中国境内从事电子烟相关生产企业，相关产品在国内销售还是在海外销售，均需取得相应的许可证。

自 2022 年 10 月 1 日起，电子烟国标正式执行，国内电子烟产业将正式迈入稳健发展的合规化时代，行业门槛将进一步提升，取得相关牌照的企业有望享受到行业规范化的份额提升红利。

公司布局电子烟产业。电子烟上下游涉及电子烟用烟碱、电子烟雾化物、雾化芯、电池、塑胶件等。公司从事可充电小家电及照明设备的研发、生产、销售业务已超过二十年,从产品设计、模具制造、注塑、电路板、电池技术、组装,均由公司自主完成,公司将充分应用多年技术积累及全产业链生产优势,发挥与电子烟业务协同效应。公司自去年以来持续布局电子烟业务领域，在人员上配置了专业的研发、生产、品牌及销售团队，建立了符合生产需求的生产车间，并拥有 10 余个电子烟商标，已向市场推出了近 20 款自主研发的电子烟机型，建立了一套适合公司发展的成熟的运营机制。公司全资子公司广东金莱特智能科技有限公司亦已取得了由国家烟草专卖局颁发的《烟草专卖生产企业许可证（电子烟生产/代加工企业）》，可合法合规开展和从事电子烟的生产经营活动。牌照的顺利获取为公司未来在电子烟领域开展业务构筑了坚实的资质基础，公司电子烟业务有望进一步加速拓展。

图 21: 金莱特电子烟生产



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

电子雾化烟产品目前主要的技术有四类：雾化器技术、微电子技术、成品组装工艺技术、烟油技术。其中雾化器技术和烟油技术是电子雾化烟核心技术，技术壁垒较高。公司通过投资铂德、控股港华生物，能够充分利用其电子雾化烟产品、烟油的研发优势及高纯度烟碱研发技术，形成电子烟产业协同效应，同时积极探索电子烟雾化方案，打造全产业链生产格局。公司持续关注各项与公司业务经营相关的国家、行业政策，并适时调整经营策略，以便实现高效发展。

## 2、同铂德优势互补共赢电子烟赛道

深圳铂德成立于 2013 年，总部位于深圳市南山区，是一家从事电子雾化烟烟具、烟油的研究、生产、销售的头部电子烟品牌公司，其电子烟品牌在中国电子烟品牌榜排名中稳居前三。另据市场研究机构的 GfK（捷孚凯）2021 年发布的报告，铂德的产品复购率为 50.5%。

铂德是国内唯一向美国 FDA 申请电子烟雾化物 PMTA 的中资企业，在烟油研发上有一定优势,拥有全产业链的技术布局优势。2021 年 11 月公司投资 3000 万元，持有铂德 2.49% 股权，



并与铂德公司签署《“一带一路”战略合作框架协议》，将铂德的电子雾化烟产品、雾化物的研发优势，与公司的海外销售渠道优势、生产规模及成本优势相结合，开展品牌代理经销合作以及研发生产合作，铂德向公司授权销售“Boulder 铂德”品牌产品，同意公司在“一带一路”国家销售“Boulder 铂德”品牌电子烟产品。

**表 3：铂德现有电子烟技术**

技术名称	技术特点
类费雪 L-左旋尼古丁	运用生物制药技术以及原子偏光特性，改变尼古丁的原子排列，从而用更低剂量的尼古丁刺激更多的多巴胺，并且口感体验以及多巴胺持续方面都有极大改善。
316 不锈钢网雾化芯	材质上更加稳定、安全，网状结构的加热方式也更加均匀，配合 316 不锈钢自身相对较低的阻值，发热升温迅速，这对于提升雾化体验和针对某些类型的雾化液发挥最佳的效果都有着很大的促进作用。
“B Quiet”技术	通过雾化芯烟油以及结构等多方面来实现降噪的“静”技术。在实际使用时将工作噪音降低了 97%
流体压强平衡科技	双密闭反向压差注油，从技术上将内外压差达到理想值，从根源上将漏油概率降到最低。
气道稳压聚拢科技	雾化仓内可视气道从材质到结构全方位优化，将气流方向及流量把控至恰到好处，吸阻更顺畅均衡，稳定口感。口味还原性较原先提升 55%，口味一致性也提升近 90%。
覆膜陶瓷发热科技	优化陶瓷空隙方案与发热轨迹设计，升级版微孔蜂窝陶瓷发热技术，导热系数更小、密度更小、比热容更小，在导液、锁液、口感和雾化效率上均有显著提升。
MEMS 技术、超小型 Attitude sensor	抬起唤醒，0.1 秒快速待机；静置休眠，降低电池功耗，让你的装备更具人性化。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

铂德是电子烟参照卷烟监管后的领跑公司。铂德公司于 2022 年 7 月 12 日公告，铂德公司收到由国家烟草专卖局核准颁发的《烟草专卖生产企业许可证》（品牌持有企业），许可范围：烟弹、烟具、组合产品品牌持有（内销、出口），为第一批获得上述牌照的企业之一。

根据《电子烟产品技术审评实施细则》，在境内销售的电子烟产品，应当通过技术审评。截至目前，铂德公司已有 10 款产品（2 款烟具，8 款烟弹）通过电子烟国标技术审评，成为目前通过技术审评产品最多的品牌之一，另有多款烟具和烟弹在技术审评中。

8 月 29 日，铂德成为供货国标产品给第一批试点烟草公司（福建、深圳、广东、浙江、山东）的电子烟品牌之一。随着《电子烟管理办法》在 10 月 1 日正式施行，铂德已经供货给全国大部分省级烟草公司，并实现国标产品上架销售。

图 22: 铂德首批上市国标电子烟产品盛世系列



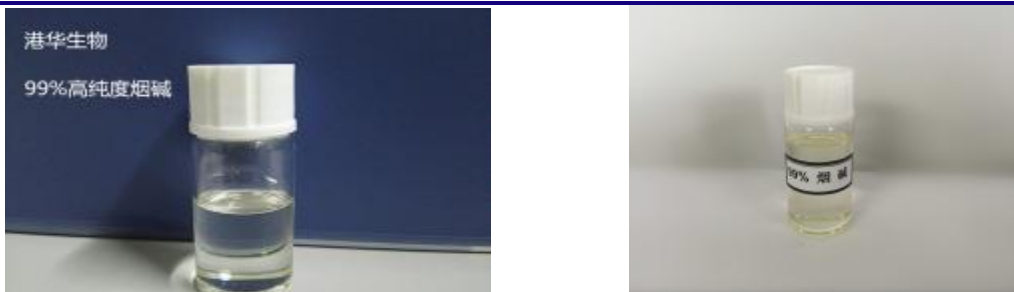
资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

### 3、收购港华生物，提升竞争优势

港华生物自成立起专注于高纯烟碱的生产，是国内第一批投身高纯烟碱生产企业，拥有完整、科学的质量管理体系和集烟叶粗品生产、精制分离加工于一体的全链条生产体系，已在业内形成“陕西港华”的企业品牌，产品质量、企业信誉在业界均享有良好口碑。根据公司公告，公司最终以现金 2250 万元收购港华生物 30% 股权并控股港华生物。控股港华生物将为公司开拓了生产高纯度烟碱的电子烟上游业务，加深公司在电子烟产业的布局。

据《电子烟管理办法》及相关问答的规定：自 2022 年 10 月 1 日起，不含烟碱的电子烟产品不得进入市场销售，且应使用烟草中提取的烟碱，即人工合成尼古丁今后将不得使用在电子烟雾化物中。而港华生物生产的烟碱产品从烟草中提取，符合《管理办法》的规定，为港华生物未来的发展提供了天然的市场准入壁垒。

图 23: 港华生物化工产品

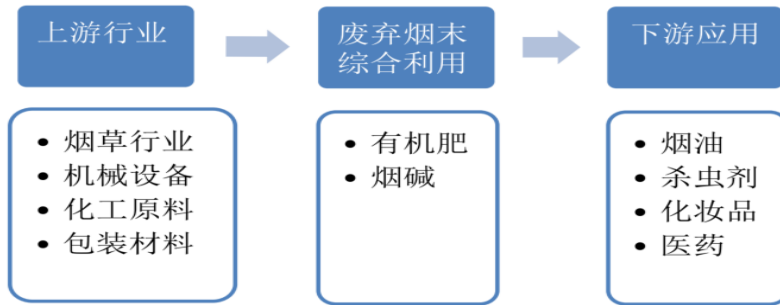


资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

港华生物的主要原材料纯度 40% 烟碱产品是由烟草废弃物中加工而来，烟草废弃物是指未能用于制烟的烟草组成部分。各组成部分化学组成随烟草种类不同有很大变动。烟草体内已经检测出的化学物超过 1000 多类，主要包括各种烃、芳香烃、醛、酮、生物碱、色素、类

异戊二烯衍生物、氨基酸和蛋白类等十大大类物质。进一步细分，鉴定出包括植物碱、有机酸、蛋白质、淀粉、果胶、纤维素等 3000 多种化合物，具有很高的使用价值。港华生物通过特定的工序后，把原材料加工成纯度 99%以上的烟碱，销售给下游的电子烟烟油企业、农药企业、化妆品企业等。前烟碱主要应用在电子烟、杀虫剂和部分医药制造领域。由于原材料的特殊性，导致整个行业企业数量不多，规模不大。

图 24: 港华生物所处产业链



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院

烟碱市场较为广阔。据 QYR (恒州博智) 的统计及预测, 2020 年, 全球纯尼古丁市场销售额达到了 3.69 亿美元, 预计 2027 年将达到 8.19 亿美元, 年复合增长率 (CAGR) 为 7.5% (2021-2027)。中国市场在过去几年变化较快, 2020 年市场规模为 6300 万美元, 约占全球的 17%, 预计 2027 年将达到 2.33 亿美元。

表 4: 全球电子烟市场对烟碱需求的测算

存量需求	全球烟民数量 (亿人)	>10
	全球电子雾化烟渗透率	6%
	全球电子雾化烟使用人数 (万人)	6000
	每支雾化烟碱含量 (mg/ml)	20
	每支雾化烟规格 (ml)	3
	平均每人每年电子烟消耗数量 (支)	200
	平均每人每年烟碱消耗量 (g)	12
增量需求	全球每年烟碱的存量需求 (吨)	720
	考虑到生产损耗、替代疗法等其他需求后, 实际烟碱需求量 (吨)	900-1000
	假设全球烟民中期转化率	30%
	增量电子烟使用人数 (亿人)	3
长期需求量及对应市场空间	全球每年烟碱的增量需求 (吨)	3600
	考虑到草本 HNB 的烟碱需求后, 实际烟碱需求量 (吨)	>5000
	中枢价格 (万元/吨)	300
	烟碱市场空间 (亿元)	>150

资料来源: 中国银河证券研究院

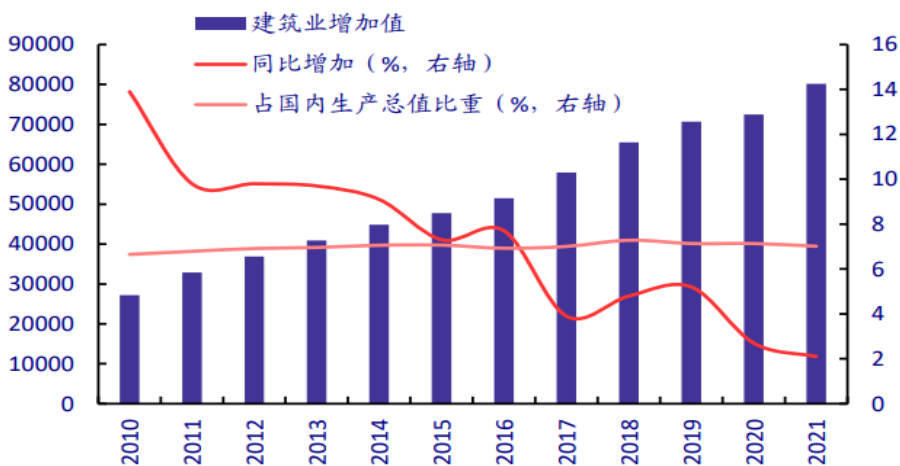
目前, 港华生物亦已获得由国家烟草专卖局核准颁发的《烟草专卖生产企业许可证》(电子烟用烟碱生产企业), 可依法开展电子烟用烟碱生产 (内销) 业务。据市场统计, 全国有近 550 家电子烟相关企业取得《烟草专卖生产企业许可证》, 其中仅有 7 家取得电子烟用烟碱生产企业许可, 当中包括港华生物。随着合规资质许可获取成功, 届时港华生物在国内市场的业务门槛有望进一步提升。而公司控股港华生物将有望结合双方资源和产业优势, 充分发挥协同效应, 提升公司在电子烟业务的综合实力。

### 三、工程施工业务发展迅猛

#### (一) 房建景气度边际改善

建筑行业的支柱产业地位稳固。建筑业包括房屋建筑业、土木工程建筑业、建筑安装业、建筑装饰装修和其他建筑业。2021 年建筑业总产值为 29.3 万亿，增加值为 8.01 万亿，建筑业增加值占国内生产总值比重达 7%，从业人数超 5000 万人。2022 年上半年，全国建筑业总产值同比增长 7.62%。

图 25：建筑业增加值占 GDP 比重约 7%



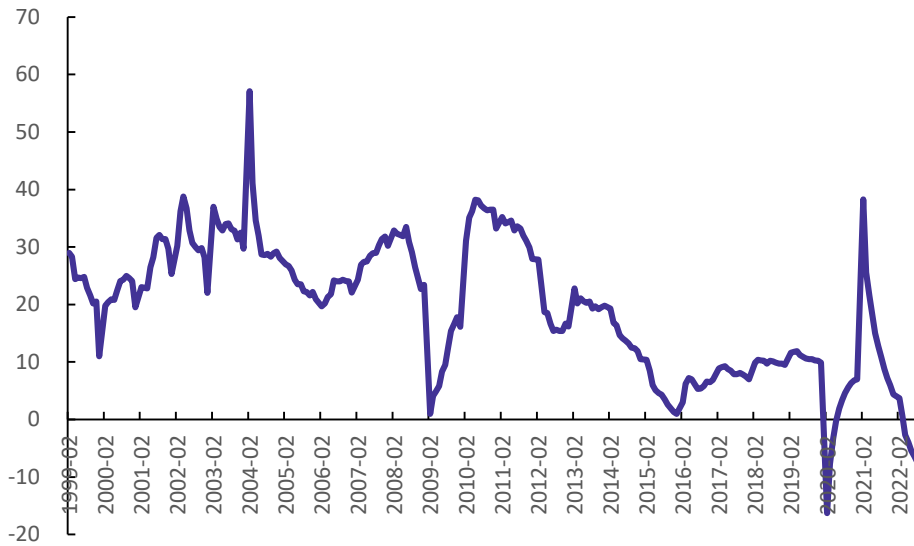
资料来源：国家统计局、Wind，中国银河证券研究院

住建部近期发布《“十四五”建筑业发展规划》，规划提出“十四五”时期建筑业发展目标。包括：建筑业在国民经济支柱产业地位更加稳固，全国建筑业总产值年均增长率保持在合理区间，建筑业增加值占国内生产总值的比重保持在 6% 左右。产业链现代化水平明显提高，装配式建筑占新建建筑的比例达到 30% 以上。绿色低碳生产方式初步形成，新建建筑施工现场建筑垃圾排放量控制在每平方米 300 吨以下。建筑市场体系更加完善，建筑工人实现公司化、专业化管理，中级工以上建筑工人达 1000 万人以上。工程质量安全水平稳步提升。

房地产投资增速放缓。房地产行业发展受政策调控影响较大，2016 年底的中央经济工作会议首次提出，房子是用来住的，不是用来炒的，此后多次重要会议重申“房住不炒”。2021 年“三道红线”政策正式实行，促进房地产行业健康发展。2022 年 1-9 月，房地产开发投资完成额同比降低 8%。



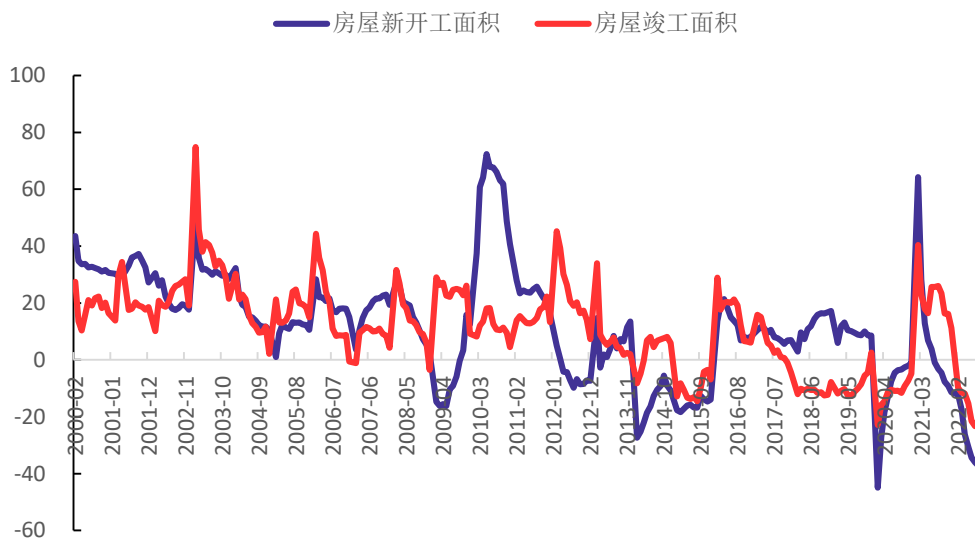
图 26: 房地产开发投资完成额累计增速下滑



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

房屋新开工面积、竣工面积增速有望改善。2022 年 1-9 月, 房屋新开工面积、竣工面积同比增速分别为-38%、-19.9%。今年以来房屋竣工面积同比增速由正转负。经历了去年多家大型房企出现流动性困难, 行业发展进入阵痛期。随着今年房地产政策放松, 预计房屋新开工面积和竣工面积增速后续将会改善。

图 27: 房屋新开工面积、竣工面积增速下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## (二) 收购国海建设, 为公司发展再添生机

2019 年 10 月, 公司以 1.5 亿元收购国海建设有限公司 100% 的股份。国海建设成立于 2019 年 5 月, 是中建国信海绵城市建设有限公司的全资子公司, 主要从事市政、房建、建装、公

路、水利等项目施工。自成立以来，国海建设始终坚持以“群策群力、开创未来、注重细节、追求完美”的管理理念不断加强内部管理，积累丰富施工管理经验。国海建设现拥有建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级、建筑装饰装修工程专业承包壹级、城市及道路照明工程专业承包壹级、防水防腐保温工程专业承包壹级、公路工程施工总承包叁级、水利水电工程施工总承包叁级、环保工程专业承包叁级共计 8 项工程施工总承包和专业承包资质。国海建设将利用其自身资源逐步加大对市政公用工程领域的业务布局，积极承接公路、水利、环保等市政项目。

**图 28：八项建筑类资质（5+3）**

- 建筑工程施工总承包壹级
- 市政公用工程施工总承包壹级
- 建筑装饰装修工程专业承包壹级
- 防水防腐保温工程专业承包壹级
- 城市及道路照明工程专业承包壹级
- 公路工程总承包叁级
- 水利水电工程施工总承包叁级
- 环保工程专业承包叁级



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

累计在手订单充足，工程类项目稳步推进。2019 年收购至今，国海建设累计中标工程订单 27.7 亿元。

**表 5：工程施工项目订单**

中标金额（万）	项目名称	中标时间
36,043.13	尚贤苑	收购前
33,849.32	旭融风情街	收购前
20,500.00	九江长虹大道	2020.6
35,443.81	吾悦广场项目	2020.12
16,833.40	徐州艾易西厂房	2021.5
56,089.23	湛江华发新城项目	2021.6
26,000.00	煌盛丰城商业街及住宅项目	2021.12
14,373.12	海凭国际 南昌高端医疗器械产业园	2021.12
16,492.90	金科股份南昌集美天宸项目二期土建安装总承包工程项目	2022.1
1,900.59	崇义县吉祥花园老旧小区改造项目	2022.5
1,334.82	永修县云山中心卫生院改扩建项目	2022.6
1,204.95	余干县西四路道路工程项目	2022.6
1,379.88	崇义县城镇生活垃圾收运处理项目	2022.6
14,197.79	樾景臺项目	2022.6
22,000.00	亚琦 城央尚品	2022.6

887.92	横峰县看守所业务用房及附属设施建设项目	2022.8
633.43	瑞金市京里街改造工程	2022.8
557.46	中石化江西宜春石油分公司袁州下浦加油站	2022.8
5,490.00	江门科朗食品有限公司二期建设工程	2022.8
2,147.83	鹰潭龙虎山鹤鸣溪谷项目	2022.8
2338.78	安远县天心镇中心卫生院整体迁建项目	2022.8
651.63	上高县 2022 年老旧小区改造项目（桂林巷小区）	2022.8
36690.43	（鄱阳南站）配套附属设施（一期）建设 PPP 项目	2022.9
合计：347040.42		

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

2021 年国海建设紧抓行业发展机会，承接了湛江华发、新城股份等知名企业工程施工业务，并入库成为其总承包施工合格供应商，使得业务有了较大幅度的提升。国海建设已成功地完成房建、市政等领域内的多个施工项目，如尚贤苑、徐州艾易西厂房、湛江华发新城项目等，获得了客户与合作方的一致好评，体现了公司专业的施工能力与良好的工程管理水平。2021 年全年实现营收 5.89 亿，同比增长 54.7%，全年净利润达到 3,574 万，超额完成 3,000 万的业绩对赌任务。

图 29：国海建设办公大楼



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

图 30：工程类项目



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

2022 年是实施“十四五”规划承上启下之年，国家发改委明确了要推进“十四五”规划 102 项重大工程项目建设，将会有大量基建项目规划落地实施。2021 年，公司募集资金用于安全与智能工程设备购置项目（1.4 亿）。项目总投资为 16,071.02 万元，建设期为 1 年。项目主要为购置一批先进的通用工程设备，如盘扣式钢管脚手架以及智能化安全管理设备，增强设备实力，满足自身工程项目的建设需要，实现对工程进度与质量的良好把控，提升施工机械装备水平与工程质量管理能力。

购置安全与智能工程设备，提升施工机械装备水平与工程质量管理能力。自 2019 年 10 月 1 日起，上海、重庆、温州、苏州等地的住建部陆续发文，要求在工程项目中禁用整体性差的扣件式钢管悬挑脚手架，改用承插型盘扣式钢管脚手架，尽可能地消除安全隐患。同时，招标方在制定工程项目验收标准时，亦逐步提高安全、质量、性能、健康、节能等强制性指标要求，除考察竞标企业的资质等级与过往业绩以外，愈发重视竞标企业的施工机械装备水平与工程质量管理能力。

国海建设现已拥有一定的技术力量和较为雄厚的施工能力，施工机械设备先进，同时拥有满足各种施工的工程技术人员和项目管理人员。国海建设深耕江西市场多年，未来将依托上市公司平台全面布局全国市场。收购国海建设，公司主营业务增加建筑服务业，实现双轮驱动发展，进一步提升公司综合竞争力；更有助于公司分享我国新一轮基建扶持政策带来的产业机遇和发展红利。

## 四、公司估值及投资建议

### （一）盈利预测

基本假设如下：

1. 根据国海订单情况及进度，测算公司工程施工类今年营收有望超过 10 亿，明年维持较高增速。
2. 公司可充电备用照明灯具和可充电交直流两用风扇逐步恢复至疫情前。
3. 公司其他家电种类包含电子烟、储能电源、教育照明业务，均有望实现较高增速，且毛利率相对较高。明年并表港华生物也对营收提供较大的增量。
4. 公司其他业务中包含空气净化器，防疫产品等，明年有望实现较高增速。

表 6: 公司各业务收入毛利预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>合计</b>						
营业收入（百万元）	1,000.82	1,089.21	1,320.52	1851.68	2502.82	2905.36
增长率	20.51%	8.83%	21.24%	40.22%	35.16%	16.08%
毛利率	15.48%	12.05%	11.88%	12.42%	13.28%	13.29%
<b>工程施工类</b>						
营业收入（亿元）	56.03	380.77	589.04	1060.27	1590.41	1828.97
增长率		579.58%	54.70%	80.00%	50.00%	15.00%
毛利率		10.64%	12.75%	13.24%	13.50%	14.00%
<b>可充电备用照明灯具</b>						
营业收入（亿元）	535.84	368.59	368.19	375.55	394.33	414.05
增长率	5.64%	-31.21%	-0.11%	2.00%	5.00%	5.00%
毛利率	15.22%	11.10%	10.63%	9.50%	10.00%	10.00%
<b>可充电交直流两用风扇</b>						
营业收入（亿元）	321.82	247.31	286.69	292.42	307.04	322.40



增长率	11.06%	-23.15%	15.92%	2.00%	5.00%	5.00%
毛利率	20.14%	15.51%	12.39%	12.00%	13.00%	13.00%
<b>其他家电</b>						
营业收入(亿元)	83.61	70.56	48.17	72.26	144.51	260.12
增长率	223.07%	-15.61%	-31.73%	50.00%	100.00%	80.00%
毛利率	-11.17%	5.93%	4.20%	0.08%	13.00%	15.00%
<b>其他业务</b>						
营业收入(亿元)	7.63	3.52	21.98	28.43	51.17	66.53
增长率		-53.87%	524.43%	29.34%	80.00%	30.00%
毛利率	-182.31%	-68.18%	2.09%	15.02%	13.00%	13.00%

资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

公司积极拓展小家电业务, 并布局电子烟赛道, 营收有望实现较高增速。预计 2022-2024 年公司营收分别为 18.51、25.02、29.05 亿元, 同比增长 40.22%、35.16%、16.08; 归母净利润分别为 0.23、0.49、0.55 亿元, 同比增长 27.08%、113.93%、11.43%; 每股收益 (EPS) 分别为 0.07、0.15、0.17 元。首次覆盖, 给予“谨慎推荐”评级。

表 7: 主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1320.52	1851.68	2502.82	2905.36
收入增长率%	21.24	40.22	35.16	16.08
归母净利润(百万元)	17.99	22.86	48.91	54.50
利润增速%	-30.67	27.08	113.93	11.43
毛利率%	11.88	12.42	13.28	13.29
摊薄 EPS(元)	0.06	0.07	0.15	0.17
PE	199.23	156.78	73.28	65.77
PB	2.93	2.73	2.63	2.53

资料来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

## 五、风险提示

电子烟业务拓展不及预期的风险, 汇率波动的风险, 行业竞争加剧的风险。

## 六、附录:

### (一) 公司财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1518.32	1683.35	1956.67	2057.30	营业收入	1320.52	1851.68	2502.82	2905.36
现金	494.75	434.37	385.56	454.68	营业成本	1163.59	1621.73	2170.49	2519.20
应收账款	414.04	460.36	512.96	536.20	营业税金及附加	8.42	13.35	18.04	20.95
其它应收款	89.45	116.29	161.80	161.02	营业费用	8.43	14.81	22.53	29.05
预付账款	12.45	16.22	21.70	25.19	管理费用	57.33	88.88	120.14	139.46
存货	193.93	211.50	234.65	255.19	财务费用	20.42	31.00	33.00	35.00
其他	313.70	444.60	639.99	625.02	资产减值损失	-1.49	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	673.46	843.86	897.62	853.69	公允价值变动收益	1.23	0.00	0.00	0.00
长期投资	74.94	74.94	74.94	74.94	投资净收益	2.07	2.96	4.00	4.65
固定资产	411.66	484.99	582.03	581.08	营业利润	23.07	27.54	62.54	70.48
无形资产	50.12	50.12	50.12	50.12	营业外收入	0.67	0.00	0.00	0.00
其他	136.75	233.81	190.53	147.55	营业外支出	1.38	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	2191.78	2527.20	2854.28	2910.99	利润总额	22.36	27.54	62.54	70.48
<b>流动负债</b>	844.73	1057.29	1332.46	1330.66	所得税	4.86	4.68	10.63	11.98
短期借款	251.63	251.63	251.63	251.63	净利润	17.50	22.86	51.91	58.50
应付账款	355.08	590.93	675.19	752.36	少数股东损益	-0.49	0.00	3.00	4.00
其他	238.02	214.72	405.64	326.67	归属母公司净利润	17.99	22.86	48.91	54.50
<b>非流动负债</b>	124.93	124.93	124.93	124.93	EBITDA	77.93	89.44	138.78	145.76
长期借款	13.80	13.80	13.80	13.80	EPS(元)	0.06	0.07	0.15	0.17
其他	111.13	111.13	111.13	111.13					
<b>负债合计</b>	969.66	1182.21	1457.38	1455.59	<b>主要财务比率</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	0.39	29.86	32.86	36.86	营业收入	21.24%	40.22%	35.16%	16.08%
归属母公司股东权益	1221.73	1315.13	1364.03	1418.53	营业利润	-26.71%	19.39%	127.06%	12.70%
<b>负债和股东权益</b>	2191.78	2527.20	2854.28	2910.99	归属母公司净利润	-30.67%	27.08%	113.93%	11.43%
					毛利率	11.88%	12.42%	13.28%	13.29%
					净利率	1.36%	1.23%	1.95%	1.88%
					ROE	1.47%	1.74%	3.59%	3.84%
					ROIC	2.06%	2.79%	4.46%	4.75%
					资产负债率	44.24%	46.78%	51.06%	50.00%
					净负债比率	79.34%	87.90%	104.33%	100.01%
					流动比率	1.80	1.59	1.47	1.55
					速动比率	1.22	0.97	0.81	0.89
					总资产周转率	0.60	0.73	0.88	1.00
					应收帐款周转率	3.19	4.02	4.88	5.42
					应付帐款周转率	3.72	3.13	3.71	3.86
					每股收益	0.06	0.07	0.15	0.17
					每股经营现金	-0.28	0.23	0.26	0.32
					每股净资产	3.84	4.14	4.29	4.46
					P/E	199.23	156.78	73.28	65.77
					P/B	2.93	2.73	2.63	2.53
					EV/EBITDA	57.71	38.64	25.25	23.57
					P/S	2.71	1.93	1.43	1.23

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

## 插图目录

图 1: 公司发展历程.....	2
图 2: 公司股权结构.....	3
图 3: 公司营收 (亿元) 及增长率 (%).....	3
图 4: 公司归母净利率 (亿元) 及增长率 (%).....	3
图 5: 公司毛利率及净利率.....	4
图 6: 美元兑人民币汇率中间价.....	4
图 7: 公司 2021 年收入结构.....	4
图 8: 公司 2018-2021 年收入结构.....	4
图 9: 产品应用场景.....	5
图 10: 小家电产品产业链.....	6
图 11: 公司小家电生产基地.....	7
图 12: 小家电生产基地.....	7
图 13: 发明专利证书.....	7
图 14: 公司研发费用率.....	7
图 15: 公司人均创收及薪资 (万元).....	8
图 16: 公司主要海外销售地区.....	8
图 17: 公司海外收入 (亿元) 及占营收比重.....	8
图 18: 合作企业与平台.....	9
图 19: 前五大客户占销售总额比例.....	9
图 20: 电子烟相较于传统卷烟对人体细胞的毒害.....	9
图 21: 金莱特电子烟生产.....	11
图 22: 铂德首批上市国标电子烟产品盛世系列.....	13
图 23: 港华生物化工产品.....	13
图 24: 港华生物所处产业链.....	14
图 25: 建筑业增加值占 GDP 比重约 7%.....	15
图 26: 房地产开发投资完成额累计增速下滑.....	16
图 27: 房屋新开工面积、竣工面积增速下行.....	16
图 28: 八项建筑类资质 (5+3).....	17
图 29: 国海建设办公大楼.....	18
图 30: 工程类项目.....	18

## 表格目录

表 1: 公司产品分类.....	5
表 2: 中国电子烟政策.....	10
表 3: 铂德现有电子烟技术.....	12
表 4: 全球电子烟市场对烟碱需求的测算.....	14
表 5: 工程施工项目订单.....	17
表 6: 公司各业务收入毛利预测.....	19

表 7: 主要财务指标.....20



## 分析师简介及承诺

**李冠华**, 工商管理硕士, 2018年加入银河证券研究院投资研究部, 从事家用电器行业研究工作。

本人承诺以勤勉的执业态度, 独立、客观地出具本报告, 本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月, 行业指数 (或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数) 相对于基准指数 (交易所指数或市场中主要的指数)

推荐: 行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐: 行业指数超越基准指数平均回报。

中性: 行业指数与基准指数平均回报相当。

回避: 行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

### 公司评级体系

推荐: 指未来 6-12 个月, 公司股价超越分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐: 指未来 6-12 个月, 公司股价超越分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性: 指未来 6-12 个月, 公司股价与分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报相当。

回避: 指未来 6-12 个月, 公司股价低于分析师 (或分析师团队) 所覆盖股票平均回报 10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司 (以下简称银河证券) 向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者, 为保证服务质量、控制投资风险, 应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理, 完成投资者适当性匹配, 并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资咨询建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的, 所载内容及观点客观公正, 但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断, 银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告, 但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接, 对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接, 银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明, 所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可, 任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址: [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电:

深广地区: 苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区: 何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区: 唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)