

康冠科技

成本拖累短期盈利，新业务持续推进



褚君 分析员
家电与智能家居
SAC 执证编号: S0080521080001
SFC CE Ref: BSO710
jun.chu@cicc.com.cn



何伟 分析员
家电与智能家居
SAC 执证编号: S0080512010001
SFC CE Ref: BBH812
wei3.he@cicc.com.cn



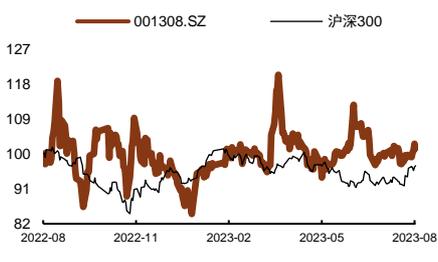
李晶昕 联系人
家电与智能家居
SAC 执证编号: S0080122010053
jingxin.li@cicc.com.cn

● 维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
001308.SZ	→ 跑赢行业	人民币 35.38

股票代码	001308.SZ
最新收盘价	人民币 27.96
52 周最高价/最低价	人民币 34.07-23.00
总市值(亿)	人民币 190.2

纵轴：相对股价 (%)



(人民币 百万)	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入	11,889	11,587	12,760	14,564
增速	60.4%	-2.5%	10.1%	14.1%
归属母公司净利润	923	1,516	1,344	1,538
增速	90.4%	64.2%	-11.3%	14.4%
扣非后净利润	855	1,414	1,243	1,437
增速	97.2%	65.3%	-12.1%	15.6%
每股净利润	1.36	2.23	1.98	2.26
每股净资产	3.95	8.70	10.01	11.78
每股股利	0.14	0.87	0.49	0.57
每股经营现金流	1.00	0.73	3.57	2.01
市盈率	20.6	12.5	14.1	12.4
市净率	7.1	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	17.1	11.7	11.3	9.0
股息收益率	0.3%	2.4%	1.8%	2.0%
平均总资产收益率	18.1%	19.9%	12.8%	12.9%
平均净资产收益率	39.3%	35.2%	21.1%	20.8%

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

● 业绩回顾

1H23 业绩低于我们预期

公司公布 1H23 业绩：1) 1H23 收入 49.72 亿元，同比-13.3%；归母净利润 5.44 亿元，同比-21.0%；扣非后归母净利润 5.31 亿元，同比-11.6%。2) 对应 2Q23 收入 28.05 亿元，同比-6.8%；归母净利润 2.91 亿元，同比-36.8%；扣非后归母净利润 3.11 亿元，同比-22.4%。

公司业绩低于我们预期，主要由于盈利偏低的彩电和创新类业务结构性占比提升，叠加面板成本上行周期背景下，代工厂盈利压力大。

销量维持快速增长，均价下行拖累收入：1) 新兴市场彩电需求相对好于欧美地区，同时公司持续扩大一带一路地区的客户覆盖面，1H23 彩电销量同比+14.4%。由于去年面板成本价格快速下行，2023 年初以来虽开始回升，但由于价格传导存在滞后期，导致产品均价仍低于去年同期，公司 1H23 彩电收入基本持平。2) 2023 年，海外教育交互屏市场整体处于平淡期，公司订单受到同比高基数影响，2Q23 智能交互屏销量同比-32%。2H22 交互屏基数下行，我们预计下半年智能交互平板业务表现有望回暖。

产品结构变化、成本压力增大，公司盈利短期承压：1) 1Q23/2Q23 毛利率 19.1%/18.4%，同比+0.5ppt/-2.1ppt。面板价格自 1Q23 开始触底回升。根据 WitsView 数据，2023 年 7 月下旬 32"与 55"电视面板价格分别为 36 美元/119 美元，较 1 月上旬价格提升 24%/43%。叠加毛利率偏低的彩电业务占比提升，导致公司二季度毛利率承压。2) 费用率维持稳定。2Q23 管理费用率/销售费用率分别为 2.9%/2.7%，同比+0.5ppt/+0.5ppt。3) 2Q23 以来，人民币汇率波动，公司虽由于套保操作录得亏损，但整体利润仍有所受益。

发展趋势

近两年，公司注重在国内培育自主品牌业务，美妆镜、随心屏、电竞屏业务快速发展，也使得公司研发费用率提升至 5.8% (2Q23)。1H23 以电竞屏为主的专业类显示出出货量同比+117%，美妆镜、随心屏、健身镜等构成的创新类显示产品出货量同比+127%。新业务的盈利能力尚且较低，我们认为后续随着其规模增大，盈利有望同步改善。

盈利预测与估值

考虑到海外市场需求仍有不确定性，且下半年成本压力仍较大，我们下调 2023/2024 年盈利预测 13%/14.5%至 13.4 亿元/15.4 亿元。当前股价对应 14.1x/12.4x 2023e/2024e P/E。维持跑赢行业评级，由于公司利润分配每股转增 0.3 股，原目标价调整至 35.38 元，考虑板块近期估值上行，维持目标价不变，对应 17.9x/15.6x 2023e/2024e P/E，上行空间 26.5%。

风险

液晶面板价格波动风险；市场竞争风险；行业需求波动风险。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	11,889	11,587	12,760	14,564	营业收入	60.4%	-2.5%	10.1%	14.1%
营业成本	10,062	9,139	10,402	11,750	营业利润	93.4%	70.0%	-15.5%	20.1%
税金及附加	33	49	45	51	EBITDA	63.1%	43.6%	-6.2%	18.8%
营业费用	203	255	281	320	净利润	90.4%	64.2%	-11.3%	14.4%
管理费用	655	784	931	1,005	扣非后净利润	97.2%	65.3%	-12.1%	15.6%
财务费用	17	-207	-47	-71	盈利能力				
其他	122	201	206	206	毛利率	15.1%	20.7%	18.1%	19.0%
营业利润	976	1,659	1,402	1,683	营业利润率	8.2%	14.3%	11.0%	11.6%
营业外收支	2	0	0	0	EBITDA 利润率	9.0%	13.2%	11.3%	11.7%
利润总额	978	1,659	1,402	1,683	净利润率	7.8%	13.1%	10.5%	10.6%
所得税	54	141	56	143	扣非后净利润率	7.2%	12.2%	9.7%	9.9%
少数股东损益	0	2	2	2	偿债能力				
归属母公司净利润	923	1,516	1,344	1,538	流动比率	1.71	2.20	2.26	2.39
扣非后净利润	855	1,414	1,243	1,437	速动比率	1.08	1.65	1.84	1.95
EBITDA	1,069	1,534	1,440	1,710	现金比率	0.36	0.64	0.99	1.09
资产负债表					资产负债率	50.0%	40.1%	38.6%	36.6%
货币资金	951	2,517	4,191	5,040	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
应收账款及票据	1,845	2,184	1,856	2,119	回报率分析				
预付款项	31	23	27	97	总资产收益率	18.1%	19.9%	12.8%	12.9%
存货	1,658	2,164	1,763	1,991	净资产收益率	39.3%	35.2%	21.1%	20.8%
其他流动资产	32	1,744	1,744	1,744	每股指标				
流动资产合计	4,516	8,632	9,580	10,990	每股净利润 (元)	1.36	2.23	1.98	2.26
固定资产及在建工程	702	829	1,101	1,259	每股净资产 (元)	3.95	8.70	10.01	11.78
无形资产及其他长期资产	159	432	429	426	每股股利 (元)	0.14	0.87	0.49	0.57
非流动资产合计	861	1,262	1,530	1,685	每股经营现金流 (元)	1.00	0.73	3.57	2.01
资产合计	5,377	9,893	11,110	12,675	估值分析				
短期借款	227	1,411	1,411	1,411	市盈率	20.6	12.5	14.1	12.4
应付账款及票据	1,910	1,819	2,070	2,338	市净率	7.1	3.2	2.8	2.4
其他流动负债	510	695	765	854	EV/EBITDA	17.1	11.7	11.3	9.0
流动负债合计	2,647	3,925	4,246	4,603	股息收益率	0.3%	2.4%	1.8%	2.0%
长期借款和应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	42	38	38	38					
非流动负债合计	42	38	38	38					
负债合计	2,689	3,963	4,284	4,641					
归母所有者权益	2,684	5,920	6,810	8,012					
少数股东权益	5	10	16	22					
负债及股东权益合计	5,377	9,893	11,110	12,675					
现金流量表									
净利润	923	1,516	1,344	1,538					
折旧和摊销	75	84	86	100					
营运资本变动	-256	-959	1,094	-235					
其他	-63	-145	-93	-37					
经营活动现金流	678	495	2,432	1,366					
资本开支	-127	-239	-355	-255					
其他	394	-1,733	0	0					
投资活动现金流	267	-1,972	-355	-255					
股权融资	0	2,025	0	0					
银行借款	-436	1,184	0	0					
其他	-80	-244	-403	-261					
筹资活动现金流	-516	2,965	-403	-261					
汇率变动对现金的影响	-3	47	0	0					
现金净增加额	427	1,535	1,673	849					

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

公司简介

康冠科技成立于 1995 年, 总部位于广东省深圳市, 是全球智能平板显示解决方案 (ODM) 供应商, 核心下游客户为教育交互平板品牌方 Smart、普罗米修斯; 彩电头部品牌三星、LG 等以及部分发展中国家的当地彩电龙头企业。迪显咨询数据, 2022 年公司智能交互平板出货量在生产制造型供应商中排名全球第一; 洛图科技数据, 1H22 公司智能电视出货量在生产制造型供应商中排名全球前六。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：公司收入拆分

(百万元)	2019	2020	2021	2022	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23
营业收入	7,031	7,414	11,889	11,587	4,838	7,051	5,736	5,851	4,972
智能电视	3,433	3,619	5,641	5,523	2,358	3,283	2,492	3,031	2,495
智能交互显示产品	2,176	2,647	4,494	4,641	1,664	2,830	2,533	2,108	2,029
设计加工业务	755	854	1,296	926	576	720	535	391	256
部品销售业务			458	496			177	319	192
收入 YoY	2.6%	5.4%	60.4%	-2.5%			18.6%	-17.0%	-13.3%
智能电视	-2.0%	5.4%	55.9%	-2.1%			5.7%	-7.7%	0.1%
智能交互显示产品	35.4%	21.6%	69.8%	3.3%			52.2%	-25.5%	-19.9%
设计加工业务	3.1%	13.1%	51.7%	-28.5%			-7.1%	-45.6%	-52.2%
部品销售业务				8.3%					8.6%
毛利率	17.2%	15.6%	15.4%	21.1%	11.7%	17.9%	19.6%	22.6%	18.7%
智能电视	14.5%	8.4%	12.1%	17.5%	6.4%	16.2%	15.9%	18.8%	15.7%
智能交互显示产品	24.5%	22.7%	19.4%	28.3%	16.4%	21.2%	25.3%	31.8%	24.2%
设计加工业务	17.8%	22.5%	15.4%	10.7%	17.8%	13.5%	13.4%	6.9%	13.1%
部品销售业务				14.4%			8.2%	17.8%	7.0%

注：毛利率=1-营业成本/营业收入

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：半年度财务指标

(人民币百万元)	1H23A	YoY	HoH	2022A	2023E	1H as % of FY23
收入	4,972	-13.3%	-15.0%	11,587	12,760	39.0%
毛利	930	-17.3%	-29.8%	2,448	2,358	39.4%
营业利润	498	-33.5%	-45.2%	1,659	1,402	35.5%
净利润	544	-21.0%	-34.1%	1,516	1,344	40.5%
全面摊薄每股收益 (元)	0.80	-21.0%	-34.1%	2.23	1.98	40.5%
毛利率	18.7%	-0.9ppt	-3.9ppt	21.1%	18.5%	
营业利润率	10.0%	-3ppt	-5.5ppt	14.3%	11.0%	
净利率	10.9%	-1.1ppt	-3.2ppt	13.1%	10.5%	

注：毛利率=1-营业成本/营业收入

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：季度财务数据分析

百万元	2021A	2022A	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
营业总收入	11,889	11,587	2,729	3,008	3,346	2,505	2,167	2,805
营业收入	11,889	11,587	2,729	3,008	3,346	2,505	2,167	2,805
YoY	60%	-3%	22%	16%	-7%	-28%	-21%	-7%
其他业务收入(金融类)	-	-	-	-	-	-	-	-
减：营业成本	10,062	9,139	2,221	2,392	2,700	1,825	1,754	2,288
毛利率	15.4%	21.1%	18.6%	20.5%	19.3%	27.1%	19.1%	18.4%
减：税金及附加	33	49	21	8	9	11	7	16
减：销售费用	203	255	51	64	70	70	48	74
YoY	36%	26%	51%	33%	63%	-10%	-6%	16%
销售费用率	1.7%	2.2%	1.9%	2.1%	2.1%	2.8%	2.2%	2.7%
减：管理费用	178	275	50	71	70	83	66	82
YoY	23%	54%	56%	73%	69%	31%	31%	14%
管理费用率	1.5%	2.4%	1.8%	2.4%	2.1%	3.3%	3.1%	2.9%
减：研发费用	476	509	112	139	138	120	113	163
YoY	48%	7%	47%	47%	43%	-43%	1%	17%
研发费用率	4.0%	4.4%	4.1%	4.6%	4.1%	4.8%	5.2%	5.8%
减：财务费用	17	-207	-0	-78	-144	16	7	-85
加：其它经营收益	56	92	-4	68	-1	28	82	-23
营业利润	976	1,659	266	484	501	408	255	243
YoY	93%	70%	80%	323%	39%	15%	-4%	-50%
加：营业外收入净额	2	0	4	-1	2	-5	1	3
利润总额	978	1,659	270	482	503	403	256	246
YoY	89%	70%	85%	318%	39%	14%	-5%	-49%
减：所得税	54	141	42	20	46	34	2	-46
所得税率	6%	9%	16%	4%	9%	8%	1%	-19%
净利润(含少数股东损益)	924	1,518	228	462	458	369	253	292
YoY	90%	64%	91%	251%	39%	7%	11%	-37%
净利润率	7.8%	13.1%	8.4%	15.4%	13.7%	14.7%	11.7%	10.4%
减：少数股东损益	0	2	0	1	0	0	0	1
少数股东损益比例	0%	0%						
归母净利润	923	1,516	228	461	457	369	253	291
YoY	90%	64%	92%	251%	40%	7%	11%	-37%
归母净利润率	7.8%	13.1%	8.4%	15.3%	13.7%	14.7%	11.7%	10.4%
扣非后净利润	855	1,414	201	401	440	372	220	311
YoY	97%	65%	95%	264%	36%	17%	10%	-22%
非经常性损益	68	102	27	61	17	-3	32	-19
EBITDA	1,069	1,534						
EBITDA 利润率	9%	13%						
总分红	-50	-454						
分红率	5%	30%						
ROE	39%	35%						

注：毛利率=1-营业成本/营业收入

资料来源：公司公告，中金公司研究部

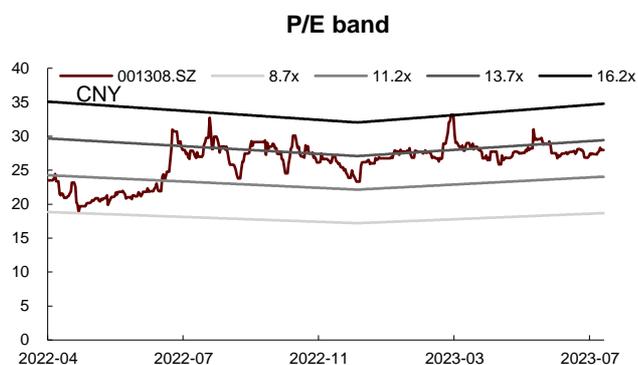
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 4：盈利预测调整表

百万人民币	2023E			2024E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
营业收入	13,286	12,760	-4.0%	15,141	14,564	-3.8%
营业成本	10,675	10,402	-2.6%	12,051	11,750	-2.5%
毛利	2,565	2,313	-9.8%	3,037	2,763	-9.0%
营业费用	292	281	-4.0%	333	320	-3.8%
管理费用	877	931	6.2%	984	1,005	2.1%
财务费用	-48	-47	N.M.	-76	-71	N.M.
营业利润	1,690	1,402	-17.0%	1,970	1,683	-14.5%
利润总额	1,690	1,402	-17.0%	1,970	1,683	-14.5%
归属母公司净利润	1,545	1,344	-13.0%	1,800	1,538	-14.5%
每股净利润（元）	2.27	1.98	-13.0%	2.65	2.26	-14.5%

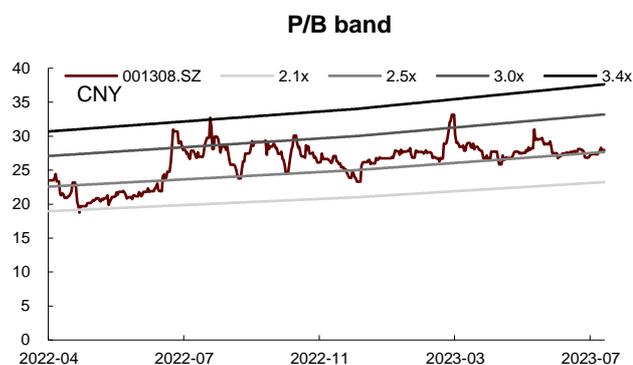
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 5：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 6：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 7：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	收盘价 08-04	市值 (百 万元)	营业收入 (财报货币 百万)			净利润 (财报货币 百万)			市盈率		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
白电与暖通空调													
600690.SH	海尔智家*	CNY	24.60	221,338	243,514	260,864	286,001	14,711	16,916	19,457	15.8	13.7	11.9
06690.HK	海尔智家*	CNY	25.20	221,347	243,514	260,864	286,001	14,711	16,916	19,457	14.3	11.9	10.0
000651.SZ	格力电器*	CNY	38.44	216,471	188,988	207,006	217,356	24,507	27,189	28,866	8.8	8.0	7.5
000921.SZ	海信家电*	CNY	23.69	30,860	74,115	81,804	88,067	1,435	2,362	2,646	22.5	13.9	12.4
00921.HK	海信家电*	CNY	21.00	30,861	74,115	81,804	88,067	1,435	2,362	2,646	17.6	10.4	9.0
大厨电													
002508.SZ	老板电器*	CNY	28.58	27,123	10,272	11,226	12,170	1,572	2,010	2,201	17.2	13.5	12.3
300894.SZ	火星机器人*	CNY	24.76	10,121	2,277	2,746	3,130	315	417	506	32.2	24.3	20.0
300911.SZ	亿田智能*	CNY	38.74	4,161	1,276	1,494	1,720	210	254	286	19.8	16.4	14.6
002032.SZ	苏泊尔*	CNY	6.47	5,484	5,819	6,424	7,053	143	538	606	38.3	10.2	9.0
002677.SZ	浙江美大*	CNY	11.09	7,165	1,834	1,986	2,172	452	549	608	15.8	13.0	11.8
小家电													
01691.HK	JS 环球生活*	USD	1.29	4,116	5,041	3,547	1,696	332	209	66	1.7	2.8	8.8
688169.SH	石头科技*	CNY	268.46	35,242	6,629	7,634	9,096	1,183	1,490	1,796	21.3	16.9	14.0
603486.SH	科沃斯*	CNY	79.63	45,936	15,697	18,728	21,746	1,644	2,063	2,828	27.8	22.1	16.1
002032.SZ	苏泊尔*	CNY	50.82	40,997	20,171	21,799	24,034	2,068	2,262	2,510	19.8	18.1	16.3
002242.SZ	九阳股份*	CNY	15.41	11,820	10,177	10,897	11,917	530	653	750	22.3	18.1	15.8
603868.SH	飞科电器*	CNY	73.56	32,043	4,627	5,407	6,205	823	976	1,123	38.9	32.8	28.5
02148.HK	VESYNC*	USD	3.25	3,471	490	576	677	-16	43	52	N.M.	11.2	9.4
002705.SZ	新宝股份*	CNY	18.07	14,939	13,696	13,784	15,247	961	1,000	1,176	15.5	14.9	12.7
002959.SZ	小熊电器*	CNY	67.53	10,573	4,118	4,859	5,558	386	471	555	27.4	22.4	19.1
300824.SZ	北鼎股份*	CNY	10.36	3,381	805	917	1,083	47	105	132	72.0	32.3	25.6
603219.SH	富佳股份*	CNY	12.42	6,973	2,744	2,995	3,268	347	328	361	14.4	15.2	13.8
002403.SZ	爱仕达*	CNY	8.74	2,977	2,940	2,794	3,015	-79	-16	17	N.M.	N.M.	177.1
688793.SH	倍轻松*	CNY	38.64	3,321	896	1,118	1,372	-124	87	128	N.M.	27.2	18.6
603215.SH	比依股份*	CNY	19.40	3,660	1,499	1,902	2,387	178	246	292	20.6	14.9	12.6
301332.SZ	德尔玛*	CNY	14.41	6,651	3,307	4,032	4,855	191	241	297	34.9	27.6	22.4
新显示应用与消费电子													
688696.SH	极米科技*	CNY	142.50	9,975	4,222	5,000	5,869	501	518	619	19.9	19.3	16.1
002841.SZ	视源股份*	CNY	62.78	44,024	20,990	24,458	28,165	2,072	2,412	2,844	21.2	18.3	15.5
001308.SZ	康冠科技*	CNY	27.96	19,019	11,587	12,760	14,564	1,516	1,344	1,538	12.5	14.1	12.4
000810.SZ	创维数字*	CNY	15.40	17,713	12,009	14,000	16,317	823	950	1,082	21.5	18.6	16.4
01070.HK	TCL 电子*	HKD	4.03	9,280	71,351	82,112	88,950	447	761	874	22.5	13.3	11.6
002045.SZ	国光电器*	CNY	14.05	6,581	5,994	6,590	7,463	179	232	287	36.9	28.3	22.9
002351.SZ	漫步者*	CNY	17.42	15,488	2,166	2,361	2,519	256	281	307	60.4	55.2	50.5
产业跨界													
00751.HK	创维集团*	CNY	3.45	7,873	53,491	69,518	82,944	827	1,650	2,114	9.5	4.6	3.5
601877.SH	正泰电器*	CNY	28.26	60,758	45,974	69,208	83,714	4,023	5,167	5,949	15.1	11.8	10.2
603355.SH	莱克电气*	CNY	27.04	15,518	8,910	9,446	10,030	983	974	1,038	15.8	15.9	15.0
605555.SH	德昌股份*	CNY	18.00	6,702	1,938	2,325	2,835	299	302	382	16.0	15.8	12.5
002011.SZ	盾安环境*	CNY	13.05	13,789	10,144	11,662	13,324	839	752	890	16.4	18.3	15.5
603303.SH	得邦照明*	CNY	13.45	6,415	4,657	5,271	6,168	340	371	454	18.8	17.3	14.1
000541.SZ	佛山照明*	CNY	5.67	6,656	8,760	9,365	12,693	230	306	441	33.5	25.2	17.5
300403.SZ	汉宇集团*	CNY	8.17	4,927	1,058	1,150	1,238	204	231	254	24.1	21.3	19.4
民用电工、照明及其他													
603195.SH	公牛集团*	CNY	101.12	90,177	14,081	16,459	18,888	3,189	3,600	4,254	19.1	16.9	14.3
603515.SH	欧普照明*	CNY	20.26	15,123	7,270	8,513	9,701	784	975	1,136	19.5	15.7	13.4
605365.SH	立达信*	CNY	15.36	7,732	7,557	7,824	8,695	494	449	533	15.6	17.2	14.5
603579.SH	荣泰健康*	CNY	20.92	2,907	2,005	2,175	2,415	164	204	231	17.8	14.3	12.7
002614.SZ	奥佳华*	CNY	8.24	5,137	6,024	6,377	6,868	102	398	446	50.4	12.9	11.5

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：金灿

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编：100004
电话：(86-10) 6505 1166
传真：(86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编：518048
电话：(86-755) 8319-5000
传真：(86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3号
丸の内二重橋ビル21階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编：200120
电话：(86-21) 5879-6226
传真：(86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（香港）有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560