

## 公司研报

## 康冠科技

## 收入快速增长，成本上行拖累短期盈利



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



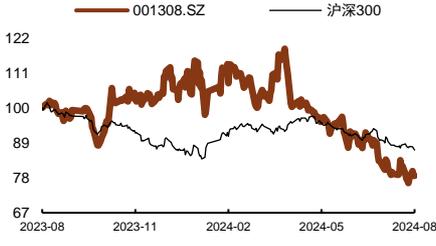
李晶昕 分析员  
家电与智能家居  
SAC 执证编号: S0080524010005  
jingxin.li@cicc.com.cn

## ● 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 23.60

股票代码	001308.SZ
最新收盘价	人民币 19.23
52 周最高价/最低价	人民币 29.19~18.48
总市值(亿)	人民币 132

纵轴: 相对股价 (%)



(人民币 百万)	2022A	2023A	2024E	2025E
营业收入	11,587	13,447	15,722	17,600
增速	-2.5%	16.0%	16.9%	11.9%
归属母公司净利润	1,516	1,283	1,027	1,230
增速	64.2%	-15.4%	-20.0%	19.8%
扣非后净利润	1,414	1,229	973	1,176
增速	65.3%	-13.1%	-20.8%	20.9%
每股净利润	2.21	1.87	1.50	1.79
每股净资产	8.62	10.10	11.00	12.31
每股股利	0.87	0.60	0.48	0.45
每股经营现金流	0.72	0.38	1.87	1.21
市盈率	8.7	10.3	12.9	10.7
市净率	2.2	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.9	12.1	12.5	10.2
股息收益率	3.4%	3.1%	2.5%	2.3%
平均总资产收益率	19.9%	10.7%	7.1%	8.0%
平均净资产收益率	35.2%	20.0%	14.2%	15.4%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

## ● 业绩回顾

## 1H24 业绩低于我们预期

公司公布 1H24 业绩: 1) 收入 66 亿元, 同比+32.8%; 归母净利润 4.09 亿元, 同比-24.9%。2) 对应 2Q24 收入 37.66 亿元, 同比+34.3%; 归母净利润 2.23 亿元, 同比-23.3%。3) 公司新增北美客户订单, 彩电规模快速提升, 收入高于我们预期; 但成本端面板价格上涨、智能交互屏市场价格竞争激烈, 净利润低于我们预期。

**彩电 ODM 拓展至美国市场, 创新类产品规模快速成长:** 1) 4Q23 以来, 公司彩电 ODM 业务新增北美客户, 拉动出货量快速成长。1H24 智能电视出货量同比+52.2%, 对应智能电视收入同比+52.7%。根据洛图科技数据, 1H24 康冠在全球智能 TV 代工市场中出货量规模排名上升至第四位。2) 智能交互屏经历欧美库存周期, 2H23 以来恢复正常出货。1H24 公司智能交互显示产品出货量同比+21.2%, 但该业务收入同比+7.08%, 主要由于海外交互屏市场价格竞争激烈, 产品均价同比明显下滑; 公司与核心客户订单稳定, 维持良好的出货量增长。3) 2021 年开始, 公司在内销市场发力自主品牌, 推出美妆镜、直播机、移动智慧屏等多个品类, 2023 年创新类显示收入规模 9.62 亿元, 占收入比重超过 7%。1H24 创新类显示产品出货量同比+198.9%, 收入同比+94.1%。

**面板成本上行, 盈利明显承压:** 1) 2Q24 毛利率 14.9%, 同比-3.5ppt。公司以显示类业务为主, 2Q24 面板价格同比+20%~30% (不同尺寸涨幅不同), 但国内外市场竞争激烈, 成本无法在短期内顺利传导, 导致毛利率明显承压。1H24 智能电视/智能交互显示毛利率分别为 9.8%/23.1%, 分别同比-5.9ppt/-1.1ppt。2) 公司费用率较为稳定, 2Q24 管理费用率/销售费用率/研发费用率 2.2%/2.9%/4.1%, 分别同比-0.7ppt/+0.3ppt/-1.7ppt。3) 1H24 经营性净现金流出 9.95 亿元, 去年同期为净流入。

## 发展趋势

根据 WitsView 数据, 6 月以来面板价格环比开始回落, 随着公司对 ODM 订单的产品定价逐渐调整, 我们预计后续毛利率环比有望改善; 公司在智能显示领域研发制造优势领先, 传统主业稳健, 在成本稳定后有望恢复盈利。

## 盈利预测与估值

由于成本上行带来的盈利压力短期内仍持续, 我们下调 2024/2025 年净利润 30%/26%至 10.27 亿元/12.30 亿元。当前股价对应 2024/2025 年 12.9x/10.7x P/E。考虑公司收入端仍保持良好增长趋势, 成本波动系短期因素, 我们维持跑赢行业评级, 但由于下调盈利预测, 我们同步下调目标价 30%至 23.6 元, 对应 2024/2025 年 15.8x/13.2x P/E, 较当前股价有 23%的上行空间。

## 风险

液晶面板价格波动风险; 竞争加剧风险; 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)	2022A	2023A	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	11,587	13,447	15,722	17,600	营业收入	-2.5%	16.0%	16.9%	11.9%
营业成本	9,139	11,049	13,316	14,778	营业利润	70.0%	-24.4%	-10.9%	21.4%
税金及附加	49	46	47	53	EBITDA	43.6%	-15.7%	-7.3%	19.4%
营业费用	255	311	377	422	净利润	64.2%	-15.4%	-20.0%	19.8%
管理费用	784	943	1,069	1,197	扣非后净利润	65.3%	-13.1%	-20.8%	20.9%
财务费用	-207	-76	-31	-48	<b>盈利能力</b>				
其他	201	137	200	200	毛利率	20.7%	17.5%	15.0%	15.7%
营业利润	1,659	1,254	1,118	1,357	营业利润率	14.3%	9.3%	7.1%	7.7%
营业外收支	0	17	0	0	EBITDA 利润率	13.2%	9.6%	7.6%	8.1%
利润总额	1,659	1,271	1,118	1,357	净利润率	13.1%	9.5%	6.5%	7.0%
所得税	141	-13	91	126	扣非后净利润率	12.2%	9.1%	6.2%	6.7%
少数股东损益	2	1	1	1	<b>偿债能力</b>				
归属母公司净利润	1,516	1,283	1,027	1,230	流动比率	2.20	1.66	1.72	1.81
扣非后净利润	1,414	1,229	973	1,176	速动比率	1.65	1.33	1.35	1.42
EBITDA	1,534	1,293	1,198	1,431	现金比率	0.64	0.22	0.23	0.28
<b>资产负债表</b>					资产负债率	40.1%	50.7%	49.0%	47.2%
货币资金	2,517	1,545	1,678	2,089	净债务资本比率	净现金	35.2%	24.0%	16.6%
应收账款及票据	2,184	3,863	3,987	4,463	<b>回报率分析</b>				
预付款项	23	133	160	178	总资产收益率	19.9%	10.7%	7.1%	8.0%
存货	2,164	2,340	2,629	2,918	净资产收益率	35.2%	20.0%	14.2%	15.4%
其他流动资产	1,744	3,918	3,918	3,918	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	8,632	11,799	12,372	13,565	每股净利润(元)	2.21	1.87	1.50	1.79
固定资产及在建工程	829	902	1,055	1,070	每股净资产(元)	8.62	10.10	11.00	12.31
无形资产及其他长期资产	432	1,390	1,396	1,401	每股股利(元)	0.87	0.60	0.48	0.45
非流动资产合计	1,262	2,291	2,451	2,471	每股经营现金流(元)	0.72	0.38	1.87	1.21
资产合计	9,893	14,091	14,823	16,036	<b>估值分析</b>				
短期借款	1,411	3,990	3,488	3,488	市盈率	8.7	10.3	12.9	10.7
应付账款及票据	1,819	2,606	3,141	3,391	市净率	2.2	1.9	1.7	1.6
其他流动负债	695	495	578	636	EV/EBITDA	7.9	12.1	12.5	10.2
流动负债合计	3,925	7,092	7,207	7,515	股息收益率	3.4%	3.1%	2.5%	2.3%
长期借款和应付债券	0	0	2	5					
其他非流动负债	38	51	51	51					
非流动负债合计	38	51	53	56					
负债合计	3,963	7,143	7,260	7,571					
归母所有者权益	5,920	6,936	7,551	8,452					
少数股东权益	10	11	12	13					
负债及股东权益合计	9,893	14,091	14,823	16,036					
<b>现金流量表</b>									
净利润	1,516	1,283	1,027	1,230					
折旧和摊销	84	99	112	123					
营运资本变动	-959	-1,381	152	-515					
其他	-145	259	-5	-6					
经营活动现金流	495	259	1,286	832					
资本开支	-239	-206	-272	-142					
其他	-1,733	-3,077	0	0					
投资活动现金流	-1,972	-3,283	-272	-142					
股权融资	2,025	0	0	0					
银行借款	1,184	2,580	-500	2					
其他	-244	-583	-381	-282					
筹资活动现金流	2,965	1,997	-881	-279					
汇率变动对现金的影响	47	10	0	0					
现金净增加额	1,535	-1,017	133	411					

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, 2023 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, 2023 年公司电视出货量在生产制造型供应商中排名全球前五。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：收入拆分

(百万元)	2022	2023	1H23	2H23	1H24
<b>营业收入</b>	<b>11,587</b>	<b>13,447</b>	<b>4,972</b>	<b>8,475</b>	<b>6,600</b>
智能电视	5,523	7,290	2,495	4,796	3,809
智能交互显示产品	4,221	3,841	1,696	2,145	1,817
设计加工业务	926	426	256	171	81
部品销售业务	496	927	192	735	249
创新类显示产品	420	962	332	629	645
<b>收入 YoY</b>	<b>-2.5%</b>	<b>16.0%</b>	<b>-13.3%</b>	<b>44.9%</b>	<b>32.8%</b>
智能电视	-2.1%	32.0%	0.1%	58.2%	52.7%
智能交互显示产品	3.3%	-9.0%	-19.9%	27.0%	7.1%
设计加工业务	-28.5%	-54.0%	-52.2%	-56.4%	-68.3%
部品销售业务	8.3%	86.8%	-52.2%	680.6%	29.5%
创新类显示产品		128.9%			94.1%
<b>毛利率</b>	<b>21.1%</b>	<b>17.8%</b>	<b>18.7%</b>	<b>17.3%</b>	<b>13.9%</b>
智能电视	17.5%	15.4%	15.7%	15.3%	9.8%
智能交互显示产品	29.2%	25.9%	25.9%	26.0%	23.1%
设计加工业务	10.7%	12.7%	13.2%	11.9%	10.7%
部品销售业务	14.4%	9.3%	7.0%	9.8%	7.5%
创新类显示产品	19.4%	14.4%	15.8%	13.7%	15.5%

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 2：半年度财务指标

(人民币百万元)	1H24A	YoY	HoH	2024E	1H as % of 2024E
收入	6,600	32.8%	-22.1%	15,722	42.0%
毛利	919	-1.2%	-37.4%	2,406	38.2%
营业利润	409	-17.9%	-45.9%	1,118	36.6%
净利润	409	-24.9%	-44.6%	1,027	39.8%
<b>全面摊薄每股收益 (元)</b>	<b>0.60</b>	<b>-24.9%</b>	<b>-44.6%</b>	<b>1.50</b>	<b>39.9%</b>
毛利率	13.9%	-4.8ppt	-3.4ppt	15.3%	
营业利润率	6.2%	-3.8ppt	-2.7ppt	7.1%	
净利润率	6.2%	-4.8ppt	-2.5ppt	6.5%	

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：盈利预测调整表

百万人民币	调整前	2024E 调整后	变化	调整前	2025E 调整后	变化
营业收入	15,085	15,722	4.2%	16,880	17,600	4.3%
营业成本	12,249	13,316	8.7%	13,652	14,778	8.2%
毛利	2,790	2,359	-15.5%	3,177	2,770	-12.8%
营业费用	347	377	8.8%	371	422	13.8%
管理费用	1,041	1,069	2.7%	1,165	1,197	2.8%
财务费用	-44	-31	N.M.	-83	-48	N.M.
营业利润	1,591	1,118	-29.7%	1,835	1,357	-26.0%
利润总额	1,591	1,118	-29.7%	1,835	1,357	-26.0%
归属母公司净利润	1,461	1,027	-29.7%	1,663	1,230	-26.0%

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：季度财务数据分析

百万元	2022A	2023A	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
营业总收入	11,587	13,447	2,167	2,805	3,590	4,885	2,835	3,766
营业收入	11,587	13,447	2,167	2,805	3,590	4,885	2,835	3,766
YoY	-3%	16%	-21%	-7%	7%	95%	31%	34%
其他业务收入(金融类)	-	-	-	-	-	-	-	-
减：营业成本	9,139	11,049	1,754	2,288	3,012	3,995	2,477	3,204
毛利率	21.1%	17.8%	19.1%	18.4%	16.1%	18.2%	12.6%	14.9%
减：税金及附加	49	46	7	16	11	12	9	17
减：销售费用	255	311	48	74	76	112	89	109
YoY	26%	22%	-6%	16%	9%	60%	86%	47%
销售费用率	2.2%	2.3%	2.2%	2.7%	2.1%	2.3%	3.1%	2.9%
减：管理费用	275	327	66	82	80	99	76	83
YoY	54%	19%	31%	14%	14%	19%	15%	2%
管理费用率	2.4%	2.4%	3.1%	2.9%	2.2%	2.0%	2.7%	2.2%
减：研发费用	509	617	113	163	161	180	138	153
YoY	7%	21%	1%	17%	17%	50%	22%	-6%
研发费用率	4.4%	4.6%	5.2%	5.8%	4.5%	3.7%	4.9%	4.1%
减：财务费用	-207	-76	7	-85	2	0	-40	8
加：其它经营收益	92	80	82	-23	84	-62	96	38
营业利润	1,659	1,254	255	243	331	425	181	228
YoY	70%	-24%	-4%	-50%	-34%	4%	-29%	-6%
加：营业外收入净额	0	17	1	3	-3	16	4	-2
利润总额	1,659	1,271	256	246	328	441	186	226
YoY	70%	-23%	-5%	-49%	-35%	9%	-27%	-8%
减：所得税	141	-13	2	-46	8	24	1	3
所得税率	9%	-1%	1%	-19%	2%	5%	1%	1%
净利润(含少数股东损益)	1,518	1,284	253	292	321	418	184	223
YoY	64%	-15%	11%	-37%	-30%	13%	-27%	-24%
净利润率	13.1%	9.5%	11.7%	10.4%	8.9%	8.5%	6.5%	5.9%
减：少数股东损益	2	1	0	1	0	-0	-1	-0
少数股东损益比例	0%	0%						
归母净利润	1,516	1,283	253	291	320	418	185	223
YoY	64%	-15%	11%	-37%	-30%	13%	-27%	-23%
归母净利润率	13.1%	9.5%	11.7%	10.4%	8.9%	8.6%	6.5%	5.9%
扣非后净利润	1,414	1,229	220	311	304	394	135	178
YoY	65%	-13%	10%	-22%	-31%	6%	-39%	-43%
非经常性损益	102	54	32	-19	17	24	50	46
EBITDA	1,534	1,293						
EBITDA 利润率	13%	10%						
总分红	-454	-412						
分红率	30%	32%						
ROE	35%	20%						

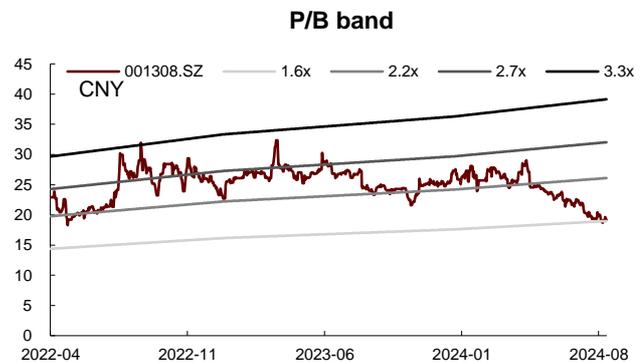
注：毛利率=1-营业成本/营业收入  
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 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	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		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
<b>白电与暖通空调</b>													
600690.SH	海尔智家*	CNY	23.86	209,512	261,428	274,402	293,978	16,597	19,049	21,902	13.6	11.8	10.3
06690.HK	海尔智家*	CNY	22.60	209,510	261,428	274,402	293,978	16,597	19,049	21,902	11.7	10.1	8.5
000651.SZ	格力电器*	CNY	38.80	218,499	203,979	214,178	224,887	29,017	31,321	33,383	7.5	7.0	6.5
000921.SZ	海信家电*	CNY	23.32	29,620	85,600	96,886	108,814	2,837	3,647	4,267	11.4	8.9	7.6
00921.HK	海信家电*	CNY	19.10	29,619	85,600	96,886	108,814	2,837	3,647	4,267	8.5	6.6	5.5
<b>大厨电</b>													
002508.SZ	老板电器*	CNY	18.17	17,155	11,202	10,875	11,420	1,733	1,710	1,810	9.9	10.0	9.5
002035.SZ	华帝股份*	CNY	5.75	4,874	6,233	6,999	7,727	447	642	740	10.9	7.6	6.6
300894.SZ	火星人*	CNY	11.25	4,604	2,139	2,172	2,313	247	304	319	18.6	15.2	14.4
002677.SZ	浙江美大*	CNY	6.83	4,413	1,673	1,678	1,782	464	448	475	9.5	9.9	9.3
<b>小家电</b>													
688169.SH	石头科技*	CNY	225.00	41,503	8,654	11,108	13,497	2,051	2,679	3,238	14.4	11.1	9.1
603486.SH	科沃斯*	CNY	37.91	21,578	15,502	17,703	20,436	612	1,346	1,808	35.7	16.2	12.1
002032.SZ	苏泊尔*	CNY	50.25	40,277	21,304	22,687	24,045	2,180	2,406	2,648	18.5	16.7	15.2
002242.SZ	九阳股份*	CNY	10.04	7,701	9,613	10,084	10,576	389	550	585	19.8	14.0	13.2
603868.SH	飞科电器*	CNY	33.03	14,388	5,060	5,145	5,411	1,020	987	1,124	14.1	14.6	12.8
02148.HK	VESYNC*	USD	3.99	4,177	585	652	766	77	92	109	7.6	6.4	5.4
002705.SZ	新宝股份*	CNY	12.60	10,309	14,647	16,506	17,784	977	1,177	1,314	10.6	8.8	7.8
002959.SZ	小熊电器*	CNY	42.10	6,604	4,712	4,988	5,487	445	460	506	14.8	14.3	13.0
300824.SZ	北鼎股份*	CNY	6.97	2,275	665	700	752	71	62	75	31.9	36.6	30.4
603219.SH	富佳股份*	CNY	14.80	8,309	2,693	3,077	3,390	261	302	325	31.8	27.5	25.5
688793.SH	倍轻松*	CNY	32.19	2,767	1,275	1,506	1,733	-51	81	108	N.M.	34.4	25.6
603215.SH	比依股份*	CNY	13.35	2,517	1,560	1,782	1,981	202	172	180	12.5	14.7	14.0
301332.SZ	德尔玛*	CNY	8.35	3,854	3,153	3,299	3,548	109	150	184	35.4	25.6	20.9
301187.SZ	欧圣电气*	CNY	18.21	3,325	1,216	1,707	2,062	175	234	278	19.0	14.2	11.9
002403.SZ	爱仕达*	CNY	6.42	2,187	2,457	2,875	3,183	-378	17	21	N.M.	130.0	102.7
SN.US	SHARKNINJA*	USD	90.55	90,267	4,254	5,284	6,121	449	604	689	28.2	21.0	18.4
<b>新显示应用与消费电子</b>													
688696.SH	极米科技*	CNY	51.11	3,578	3,557	3,964	4,570	121	255	376	29.7	14.0	9.5
002841.SZ	视源股份*	CNY	30.08	20,936	20,173	23,217	25,737	1,370	1,334	1,522	15.3	15.7	13.8
001308.SZ	康冠科技*	CNY	19.23	13,204	13,447	15,722	17,600	1,283	1,027	1,230	10.3	12.9	10.7
000810.SZ	创维数字*	CNY	11.69	13,446	10,627	12,236	13,630	602	680	758	22.3	19.8	17.7
600060.SH	海信视像*	CNY	14.99	19,568	53,616	57,189	62,728	2,096	2,037	2,373	9.3	9.6	8.2
01070.HK	TCL 电子*	HKD	4.40	10,128	78,986	88,554	99,070	744	1,322	1,654	14.9	8.4	6.7
002351.SZ	漫步者*	CNY	9.63	8,562	2,694	3,222	3,708	420	487	574	20.4	17.6	14.9
002045.SZ	国光电器*	CNY	11.23	6,380	5,933	7,498	8,638	361	254	277	17.7	25.1	23.0
<b>产业跨界</b>													
00751.HK	创维集团*	CNY	2.86	5,989	69,031	80,831	90,062	1,069	1,244	1,397	5.8	4.9	4.3
603355.SH	莱克电气*	CNY	21.30	12,220	8,792	9,831	10,814	1,117	1,039	1,116	10.9	11.8	11.0
605555.SH	德昌股份*	CNY	15.49	5,768	2,775	3,764	4,575	322	451	543	17.9	12.8	10.6
002011.SZ	盾安环境*	CNY	10.02	10,676	11,382	12,535	13,917	738	1,012	1,177	14.5	10.5	9.1
603303.SH	得邦照明*	CNY	10.17	4,851	4,697	4,631	4,921	376	392	433	12.9	12.4	11.2
000541.SZ	佛山照明*	CNY	4.51	6,239	9,057	10,382	11,682	290	373	452	24.1	18.7	15.4
300403.SZ	汉宇集团*	CNY	6.24	3,763	1,091	1,146	1,204	244	268	295	15.4	14.0	12.8
<b>民用电工、照明及其他</b>													
603195.SH	公牛集团*	CNY	65.58	84,761	15,695	17,962	20,457	3,870	4,553	5,228	21.9	18.6	16.2
603515.SH	欧普照明*	CNY	14.24	10,612	7,795	8,599	9,455	924	1,033	1,140	11.5	10.3	9.3
605365.SH	立达信*	CNY	13.43	6,758	6,681	6,851	7,539	314	362	424	21.5	18.6	15.9
603579.SH	荣泰健康*	CNY	12.00	2,153	1,855	1,770	1,921	203	211	231	10.6	10.2	9.3
002614.SZ	奥佳华*	CNY	5.23	3,261	5,030	4,995	5,255	103	138	183	31.6	23.6	17.8

注：标\*公司为中金覆盖，采用中金预测数据

A 股收盘于北京时间 2024-08-28；港股收盘于北京时间 2024-08-28；美股收盘于北京时间 2024-08-27

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：赵静

### 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、  
73层01A单元、74层0203单元  
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  
280 Park Ave, 32F,  
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(国际)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 1718

### 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