

康冠科技

1H25 中期分红，减值计提影响当期业绩



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



汤亚玮 分析员
家电与智能家居
SAC 执证编号: S0080521110003
SFC CE Ref: BUD650
yawei.tang@cicc.com.cn

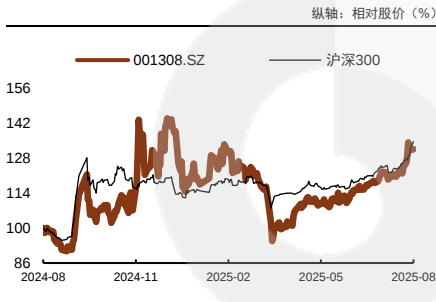


何雯 联系人
家电与智能家居
SAC 执证编号: S0080125070092
wen.he@cicc.com.cn

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 29.60

股票代码	001308.SZ
最新收盘价	人民币 25.56
52 周最高价/最低价	人民币 28.96~17.13
总市值(亿)	人民币 179.1



(人民币 百万)	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入	13,447	15,587	16,763	18,459
增速	16.0%	15.9%	7.5%	10.1%
归属母公司净利润	1,283	833	988	1,171
增速	-15.4%	-35.0%	18.5%	18.6%
扣非后净利润	1,229	711	865	1,049
增速	-13.1%	-42.1%	21.7%	21.2%
每股净利润	1.83	1.19	1.41	1.67
每股净资产	9.88	10.95	12.18	13.63
每股股利	0.60	0.18	0.21	0.25
每股经营现金流	0.37	0.34	1.84	1.44
市盈率	14.0	21.5	18.2	15.3
市净率	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	15.8	24.1	15.1	12.5
股息收益率	2.3%	0.7%	0.8%	1.0%
平均总资产收益率	10.7%	5.5%	5.8%	6.5%
平均净资产收益率	20.0%	11.4%	12.2%	12.9%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

业绩回顾

1H25 业绩略低于我们预期

公司公布 1H25 业绩: 1) 收入 69.35 亿元, 同比+5.1%; 归母净利润 3.84 亿元, 同比-6.0%; 扣非后归母净利润 3.46 亿元, 同比+10.6%。公司派发中期分红 0.36 元/股, 占当期归母净利润 65.6%; 2) 对应 2Q25 收入 37.93 亿元, 同比+0.7%; 归母净利润 1.70 亿元, 同比-24.1%; 扣非后归母净利润 1.68 亿元, 同比-5.4%。3) 公司业绩略低于我们预期, 主要由于当期计提坏账准备和存货跌价损失共计 1.4 亿元, 拖累盈利表现; 扣非后归母净利润表现基本符合我们预期。

智能交互显示业务海外竞争仍较为激烈, ODM 毛利率持续承压: 1) 1H25 国内外智能交互屏市场均有一定程度的回暖。洛图数据, 1H25 全球大尺寸交互平板整机出货量 119.5 万台, 同比+14.8%。2) 公司智能交互显示产品结束 3Q24 以来下滑趋势恢复增长, 1H25 该业务收入 19.95 亿元, 同比+9.8%; 出货量同比+9.3% (其中 2Q25 相比 1Q25 增速环比略有放缓)。3) 2024 年以来, 海外智能交互屏市场需求放缓、品牌竞争加剧, 导致相应 ODM 市场参与者的盈利均明显承压, 该业务毛利率从 2H23 峰值的 26% 下降至 1H25 的 18.3%, 我们预计随着市场需求回升盈利有望面临拐点。

智能电视业务客户结构变化, 盈利回升: 1) 公司 2Q25 筛选客户结构, 减少北美客户在智能电视订单中的占比, 短期收入规模出现下滑。1H25 公司智能电视收入 36.34 亿元, 同比-4.6%; 智能电视出货量同比-8.3%。2) 北美客户盈利偏低, 结构性调整后公司智能电视毛利率同比+2.6ppt 至 11.9%。3) 受到新兴市场客户短期回款影响, 公司计提当期坏账准备和存货跌价损失共计 1.4 亿元, 使得利润承压。

发展趋势

公司依托多年 ODM 代工积累的技术和经验, 2021 年开始推出创新类显示产品类别, 对于 C 端自主品牌建设投入更多资源, 开始推出智能运动镜等新兴显示类产品, 短期内规模快速成长, 1H25 创新类显示产品收入 8.98 亿元, 同比+39%。[8 月 18 日, 公司进入 AI 眼镜赛道发布首款 AI 交互眼镜](#), 并开始在海外同步销售, 我们预期康冠在对自主品牌的建设和新显示产品的持续拓展中, 中长期有望打开新的成长空间。

盈利预测与估值

考虑到交互屏及北美彩电 ODM 市场竞争仍在加剧, 我们下调 2025/2026 年盈利预测 4%/4%至 9.88/11.71 亿元。当前股价对应 2025/2026 年 18.2x/15.3x P/E。维持跑赢行业评级, 考虑自主品牌新业务带动估值提升保持目标价 29.6 元不变, 对应 2025/2026 年 21.0x/17.7x P/E, 上行空间 16%。

风险

面板价格波动风险; 市场竞争加剧风险; 新业务发展不及预期。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	13,447	15,587	16,763	18,459	营业收入	16.0%	15.9%	7.5%	10.1%
营业成本	11,049	13,596	14,348	15,673	营业利润	-24.4%	-32.7%	24.0%	21.1%
税金及附加	46	48	50	55	EBITDA	-15.7%	-36.4%	52.0%	16.6%
销售费用	311	394	419	461	净利润	-15.4%	-35.0%	18.5%	18.6%
管理费用	943	985	1,090	1,185	扣非后净利润	-13.1%	-42.1%	21.7%	21.2%
财务费用	-76	-135	93	73	盈利能力				
其他	137	212	292	292	毛利率	17.5%	12.5%	14.1%	14.8%
营业利润	1,254	845	1,047	1,268	营业利润率	9.3%	5.4%	6.2%	6.9%
营业外收支	17	4	4	4	EBITDA 利润率	9.6%	5.3%	7.5%	7.9%
利润总额	1,271	849	1,052	1,273	净利润率	9.5%	5.3%	5.9%	6.3%
所得税	-13	19	63	102	扣非后净利润率	9.1%	4.6%	5.2%	5.7%
少数股东损益	1	-3	1	0	偿债能力				
归属母公司净利润	1,283	833	988	1,171	流动比率	1.66	1.63	1.71	1.80
扣非后净利润	1,229	711	865	1,049	速动比率	1.33	1.25	1.39	1.46
EBITDA	1,293	822	1,249	1,457	现金比率	0.22	0.44	0.54	0.60
资产负债表					资产负债率	50.7%	53.1%	50.9%	48.8%
货币资金	1,545	3,851	4,784	5,428	净债务资本比率	35.2%	24.6%	11.2%	3.3%
应收账款及票据	3,863	3,711	4,129	4,499	回报率分析				
预付款项	133	59	62	68	总资产收益率	10.7%	5.5%	5.8%	6.5%
存货	2,340	3,252	2,881	3,127	净资产收益率	20.0%	11.4%	12.2%	12.9%
其他流动资产	3,918	3,237	3,237	3,237	每股指标				
流动资产合计	11,799	14,110	15,094	16,359	每股净利润(元)	1.83	1.19	1.41	1.67
固定资产及在建工程	902	1,036	1,066	1,093	每股净资产(元)	9.88	10.95	12.18	13.63
无形资产及其他长期资产	1,390	1,256	1,263	1,268	每股股利(元)	0.60	0.18	0.21	0.25
非流动资产合计	2,291	2,292	2,329	2,361	每股经营现金流(元)	0.37	0.34	1.84	1.44
资产合计	14,091	16,402	17,423	18,720	估值分析				
短期借款	3,990	5,745	5,745	5,745	市盈率	14.0	21.5	18.2	15.3
应付账款及票据	2,606	2,428	2,562	2,798	市净率	2.6	2.3	2.1	1.9
其他流动负债	495	484	508	547	EV/EBITDA	15.8	24.1	15.1	12.5
流动负债合计	7,092	8,656	8,815	9,090	股息收益率	2.3%	0.7%	0.8%	1.0%
长期借款和应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	51	54	54	54					
非流动负债合计	51	54	54	54					
负债合计	7,143	8,710	8,868	9,144					
归母所有者权益	6,936	7,684	8,546	9,567					
少数股东权益	11	8	9	9					
负债及股东权益合计	14,091	16,402	17,423	18,720					
现金流量表									
净利润	1,283	833	988	1,171					
折旧和摊销	99	104	105	111					
营运资本变动	-1,381	-973	100	-381					
其他	259	275	101	108					
经营活动现金流	259	240	1,294	1,009					
资本开支	-206	-244	-142	-142					
其他	-3,077	551	0	0					
投资活动现金流	-3,283	307	-142	-142					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	2,580	1,754	0	0					
其他	-583	-1,211	-219	-222					
筹资活动现金流	1,997	543	-219	-222					
汇率变动对现金的影响	10	30	0	0					
现金净增加额	-1,017	1,120	933	644					

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，2024 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，2024 年公司电视出货量在生产制造型供应商中排名全球前三。



图表 1：半年度财务数据

(人民币百万元)	1H25A	YoY	HoH	2025E	1H as % of 2025E
收入	6,935	5.1%	-22.8%	16,763	41.4%
毛利	951	3.5%	-11.3%	2,415	39.4%
营业利润	398	-2.7%	-8.5%	1,047	38.0%
净利润	384	-6.0%	-9.5%	988	38.9%
全面摊薄每股收益 (元)	0.55	-6.0%	-9.5%	1.41	38.9%
毛利率	13.7%	-0.2ppt	1.8ppt	14.4%	
营业利润率	5.7%	-0.5ppt	0.9ppt	6.2%	
净利润率	5.5%	-0.7ppt	0.8ppt	5.9%	

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：单季度财务报表

百万元	2023A	2024A	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
营业总收入	13,447	15,587	2,835	3,766	4,791	4,195	3,142	3,793
营业收入	13,447	15,587	2,835	3,766	4,791	4,195	3,142	3,793
YoY	16%	16%	31%	34%	33%	-14%	11%	1%
其他业务收入(金融类)	-	-	-	-	-	-	-	-
减：营业成本	11,049	13,596	2,477	3,204	4,206	3,709	2,722	3,262
毛利率	17.8%	12.8%	12.6%	14.9%	12.2%	11.6%	13.4%	14.0%
减：税金及附加	46	48	9	17	13	9	8	18
减：销售费用	311	394	89	109	142	54	100	122
YoY	22%	27%	86%	47%	85%	-52%	13%	11%
销售费用率	2.3%	2.5%	3.1%	2.9%	3.0%	1.3%	3.2%	3.2%
减：管理费用	327	338	76	83	101	78	75	78
YoY	19%	3%	15%	2%	26%	-22%	-2%	-6%
管理费用率	2.4%	2.2%	2.7%	2.2%	2.1%	1.8%	2.4%	2.1%
减：研发费用	617	647	138	153	192	164	141	150
YoY	21%	5%	22%	-6%	19%	-9%	2%	-2%
研发费用率	4.6%	4.2%	4.9%	4.1%	4.0%	3.9%	4.5%	3.9%
减：财务费用	-76	-135	-40	8	36	-138	-55	-74
加：其它经营收益	80	146	96	38	29	-17	73	-63
营业利润	1,254	845	181	228	132	304	224	174
YoY	-24%	-33%	-29%	-6%	-60%	-29%	24%	-24%
加：营业外收入净额	17	4	4	-2	1	0	-1	2
利润总额	1,271	849	186	226	133	304	223	177
YoY	-23%	-33%	-27%	-8%	-60%	-31%	20%	-22%
减：所得税	-13	19	1	3	-15	30	9	7
所得税率	-1%	2%	1%	1%	-12%	10%	4%	4%
净利润(含少数股东损益)	1,284	830	184	223	148	274	214	169
YoY	-15%	-35%	-27%	-24%	-54%	-34%	16%	-24%
净利润率	9.5%	5.3%	6.5%	5.9%	3.1%	6.5%	6.8%	4.5%
减：少数股东损益	1	-3	-1	-0	-1	-1	-1	-0
少数股东损益比例	0%	0%						
归母净利润	1,283	833	185	223	149	275	215	170
YoY	-15%	-35%	-27%	-23%	-53%	-34%	16%	-24%
归母净利润率	9.5%	5.3%	6.5%	5.9%	3.1%	6.6%	6.8%	4.5%
扣非后净利润	1,229	711	135	178	131	268	178	168
YoY	-13%	-42%	-39%	-43%	-57%	-32%	32%	-5%
非经常性损益	54	122	50	46	18	8	37	2
EBITDA	1,293	822						
EBITDA 利润率	10%	5%						
总分红	-412	-126						
分红率	32%	15%						
ROE	20%	11%						

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：半年度收入拆分

(百万元)	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25
营业收入	4,972	8,475	6,600	8,986	6,935
智能电视	2,495	4,796	3,809	5,719	3,634
智能交互显示产品	1,696	2,145	1,817	1,919	1,995
设计加工业务	256	171	81		
部品销售业务	192	735	249	556	408
创新类显示产品	332	629	645	874	898
收入YoY	-13.3%	44.9%	32.8%	6.0%	5.1%
智能电视	0.1%	58.2%	52.7%	19.3%	-4.6%
智能交互显示产品	-19.9%	27.0%	7.1%	-10.5%	9.8%
设计加工业务	-52.2%	-56.4%	-68.3%		-100.0%
部品销售业务	-52.2%	680.6%	29.5%	-24.3%	63.8%
创新类显示产品			94.1%	38.8%	39.2%
毛利率	18.7%	17.3%	13.9%	11.9%	13.7%
智能电视	15.7%	15.3%	9.8%	11.4%	11.9%
智能交互显示产品	25.9%	26.0%	23.1%	16.9%	18.3%
设计加工业务	13.2%	11.9%	10.7%	0.0%	0.0%
部品销售业务	7.0%	9.8%	7.5%	3.7%	1.5%
创新类显示产品	15.8%	13.7%	15.5%	9.3%	16.4%

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 4：盈利预测调整表

百万人民币	2025E			2026E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
营业收入	17,250	16,763	-2.8%	18,990	18,459	-2.8%
营业成本	14,733	14,348	-2.6%	16,095	15,673	-2.6%
毛利	2,465	2,365	-4.0%	2,838	2,731	-3.8%
销售费用	431	419	-2.8%	475	461	-2.8%
管理费用	1,121	1,090	-2.8%	1,219	1,185	-2.8%
财务费用	94	93	-1.0%	75	73	-2.0%
营业利润	1,091	1,047	-4.0%	1,325	1,268	-4.3%
利润总额	1,095	1,052	-4.0%	1,329	1,273	-4.3%
归属母公司净利润	1,029	988	-4.0%	1,223	1,171	-4.3%
每股净利润（元）	1.47	1.41	-4.2%	1.75	1.67	-4.4%
毛利率	14.3%	14.1%	-0.2ppt	14.9%	14.8%	-0.1ppt
营业费用率	2.5%	2.5%	0.0ppt	2.5%	2.5%	0.0ppt
管理费用率	6.5%	6.5%	0.0ppt	6.4%	6.4%	0.0ppt
财务费用率	0.5%	0.6%	0.0ppt	0.4%	0.4%	0.0ppt
营业利润率	6.3%	6.2%	-0.1ppt	7.0%	6.9%	-0.1ppt
净利润率	6.0%	5.9%	-0.1ppt	6.4%	6.3%	-0.1ppt

注：限售股解除限制，股本有所变动导致归属母公司净利润与 EPS 的变动幅度略有差异

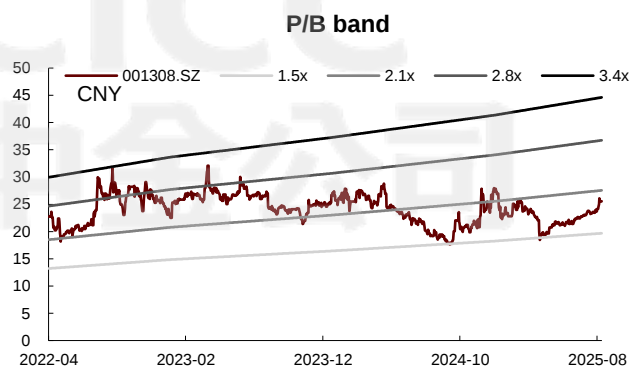
资料来源：公司公告，中金公司研究部

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

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 08-25	市值（百万元）	净利润 （财报货币 百万）		市盈率		股息率（%）	
					2024A	2025E	2024A	2025E	2024A	2025E
白电与暖通空调										
000651.SZ	格力电器*	CNY	48.10	269,428	32,185	35,202	8.4	7.7	6.2	6.8
600690.SH	海尔智家*	CNY	26.19	245,739	18,741	21,105	13.1	11.6	3.7	4.3
06690.HK	海尔智家*	CNY	25.98	223,560	18,741	21,105	12.2	10.6	3.9	4.7
000921.SZ	海信家电*	CNY	25.60	35,452	3,348	3,742	10.6	9.5	4.8	5.4
00921.HK	海信家电*	CNY	23.84	30,278	3,348	3,742	9.3	8.1	5.5	6.3
大厨电										
002508.SZ	老板电器*	CNY	20.00	18,899	1,577	1,674	12.0	11.3	5.0	5.3
002035.SZ	华帝股份*	CNY	6.65	5,637	485	513	11.6	11.0	4.4	4.7
002677.SZ	浙江美大*	CNY	7.08	4,574	110	72	41.4	63.6	4.2	1.2
300894.SZ	火星人*	CNY	14.81	6,038	11	60	541.5	101.3	0.0	0.4
清洁电器										
688169.SH	石头科技*	CNY	211.78	54,869	1,977	1,995	27.8	27.5	0.4	0.4
603486.SH	科沃斯*	CNY	96.30	55,354	806	1,962	68.7	28.2	0.5	1.1
605555.SH	德昌股份*	CNY	17.91	8,670	411	521	16.2	12.8	1.5	1.9
603355.SH	莱克电气*	CNY	24.38	13,981	1,230	1,332	11.4	10.5	6.2	6.7
603219.SH	富佳股份*	CNY	20.87	11,716	181	215	64.6	54.6	1.0	1.1
301187.SZ	欧圣电气*	CNY	32.49	8,283	253	346	32.7	23.9	2.6	3.5
黑电及显示										
600060.SH	海信视像*	CNY	21.71	28,331	2,246	2,531	12.6	11.2	4.1	4.5
01070.HK	TCL 电子*	HKD	9.70	22,426	1,759	2,334	13.9	10.5	3.3	4.8
001308.SZ	康冠科技*	CNY	25.56	17,908	833	988	21.5	18.2	0.7	0.8
000810.SZ	创维数字*	CNY	12.48	14,247	680	758	21.1	18.9	1.4	1.5
厨房及个护小家电										
002032.SZ	苏泊尔*	CNY	52.66	42,200	2,244	2,376	18.8	17.8	5.3	5.6
002242.SZ	九阳股份*	CNY	10.30	7,859	129	257	61.4	30.7	0.8	1.6
002705.SZ	新宝股份*	CNY	17.06	13,851	1,053	1,132	13.2	12.2	2.6	2.8
002959.SZ	小熊电器*	CNY	51.75	8,127	288	364	28.2	22.3	1.9	2.0
603868.SH	飞科电器*	CNY	39.37	17,150	458	604	37.5	28.4	1.3	1.7
301332.SZ	德尔玛*	CNY	11.15	5,146	142	170	36.1	30.3	1.3	1.6
603215.SH	比依股份*	CNY	21.52	4,045	140	189	29.1	21.5	1.4	1.9
300824.SZ	北鼎股份*	CNY	13.92	4,543	70	110	65.4	41.3	1.4	1.7
民用电工、照明及其他										
603195.SH	公牛集团*	CNY	48.53	87,771	4,272	4,645	14.7	13.5	3.5	3.7
603515.SH	欧普照明*	CNY	19.19	14,274	903	921	15.8	15.5	4.7	4.8
603303.SH	得邦照明*	CNY	15.59	7,436	347	392	21.4	18.9	4.7	5.3
000541.SZ	佛山照明*	CNY	7.06	10,843	446	328	24.3	33.1	1.7	1.3
605365.SH	立达信*	CNY	16.00	8,032	418	399	19.2	20.1	2.6	2.5
按摩器具										
688793.SH	倍轻松*	CNY	34.66	2,979	10	5	290.5	616.7	0.0	0.0
002614.SZ	奥佳华*	CNY	7.03	4,383	138	183	31.7	23.9	4.3	4.3
603579.SH	荣泰健康*	CNY	37.48	7,197	199	231	33.5	28.8	1.8	2.1
消费电子类										
002045.SZ	国光电器*	CNY	17.41	9,793	254	277	38.9	35.7	0.0	0.0
002351.SZ	漫步者*	CNY	14.20	12,625	487	574	25.9	22.0	1.6	1.9

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

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：张莹

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

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 29 层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市南山区科苑南路 2801 号

中金大厦 17-21 层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319 5000

传真: (86-755) 8319-9229

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

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 2 1 階

Tel: (+813) 3201 6388

Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc

280 Park Ave, 32nd Floor,

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

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

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

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