

相关研究

《股权激励高目标展现长期发展信心》

《海尔智家 (600690.SH) 深度报告: 桃
实千年非易待, 三翼鸟乘风会有时》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

年报详解: Q4 业绩短期承压, 海外市场多点开花

2023年3月31日

事件: 2022 年公司实现营业收入 2435.14 亿元, 同比+7.2%, 实现归母净利润 147.11 亿元, 同比+12.5%。Q4 公司实现营业收入 587.65 亿元, 同比+2.24%, 实现归母净利润 30.45 亿元, 同比-2.71%。

点评:

➢ **海外市场多点开花, 营收占比稳步提升。**2022 年海尔智家海外及其他地区 (业务) 收入占比进一步提升至 52.23%, 大陆营业收入占公司营业收入 47.77%。具体来看, 2022 年中国智慧家庭业务收入实现 1263.79 亿元, 同比+4.6%; 海外家电与智慧家庭业务实现营业收入 1254.24 亿元, 同比+10.3%。**海外市场细分来看,** 2022 年北美/欧洲/澳新/南亚/东南亚/日本业务收入分别同比+9.0/+16.7/-0.7/+16.1/+9.3/2.2%, 其中日本和澳新市场受汇率波动影响, 人民币口径收入出现下滑, 若按本币口径计算, 则日本/澳新市场营业收入分别同比+16.5/5.9%。

➢ **如何看待公司盈利能力短期承压? 22 年海外大宗材料涨价导致海外市场毛利率回落。**Q4 公司毛利率 33.97%, 同比-0.29pct。分地区来看, 2022 年国内/国外毛利率分别同比+1.69/-1.29pct。国内市场受益于产品结构提升、数字化变革效率提升和原材料价格下降影响, 毛利率同比提升, 而受海外市场通胀和原材料价格影响, 22 年海外市场业务毛利率同比回落。**从费用率来看,** Q4 公司加大销售/管理类费用投放。Q4 公司归母净利润率同比-0.26pct 至 5.18%。

➢ **海尔是否有能力在 23 年继续延续此前的增长趋势?**

1) 深化产业链布局, 拓宽品类接力前行。通过横向拓宽公司覆盖品类和纵向深化产业链上游布局, 公司不仅有望可以更好地满足套系化销售的趋势, 更加全面地提升品牌整体的产品竞争力, 也有望可以更好地掌握产品生产的核心环节, 提高企业生产的抗风险能力, 有利于公司长期产业布局发展。

2) 抓住线下渠道恢复窗口期, 全方位多样化打造下沉渠道。公司通过数字化变革和服务创新提升专卖店渠道效率, 积极拥抱新零售渠道, 强化线上用户体验; 同时海尔还在农村、城市住宅小区建立触点, 通过上门服务、搭建样板间等方式吸引更多消费者, 激发换新需求。我们认为 23 年随着线下经济和消费需求的逐步恢复, 海尔的全域触点建设有望推动公司线下门店加速复苏。

3) 坚定不移走高端化路线, 深耕海外市场网络。公司海外收入占比的不断提升是公司海外市场拓展能力的体现, 在复杂的国际形势下, 本土化的企业文化和企业运作或为海尔的长期发展提供更好的支持。

➢ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 23-25 年收入为 2644.40/2879.33/3094.95 亿元, 同比+8.6/8.9/7.5%; 归母净利润 169.54/198.14/224.81 亿元, 同比+15.2/+16.9/13.5%, 对应 PE 为

12.64/10.81/9.53 倍，维持“买入”评级。

- **风险因素：**原材料成本大幅上升，海外市场开拓不及预期、高端市场需求不及预期、套系化/场景化产品教育推广不及预期、汇率大幅度波动、出口需求不足等

| 重要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入(百万元) | 227,106 | 243,514 | 264,440 | 287,933 | 309,495 |
| 增长率 YoY % | 8.3% | 7.2% | 8.6% | 8.9% | 7.5% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 13,079 | 14,711 | 16,954 | 19,814 | 22,481 |
| 增长率 YoY% | 47.2% | 12.5% | 15.2% | 16.9% | 13.5% |
| 毛利率% | 31.3% | 31.3% | 31.9% | 32.2% | 32.5% |
| 净资产收益率ROE% | 16.4% | 15.7% | 16.1% | 16.5% | 16.4% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.41 | 1.58 | 1.79 | 2.10 | 2.38 |
| 市盈率 P/E(倍) | 21.20 | 15.48 | 12.64 | 10.81 | 9.53 |
| 市净率 P/B(倍) | 3.51 | 2.47 | 2.03 | 1.79 | 1.56 |

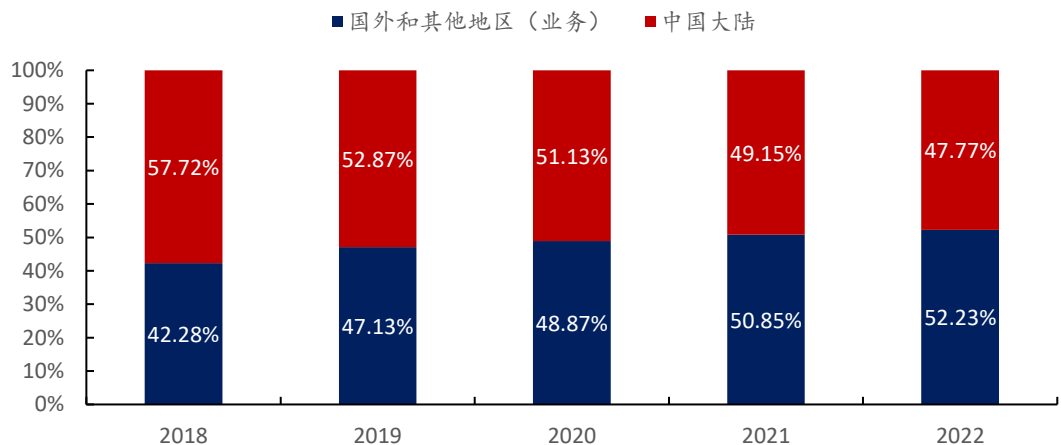
资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价

一：收入分析：海外市场多点开花，营收占比稳步提升

2022 年公司实现营业收入 2435.14 亿元，同比+7.2%，实现归母净利润 147.11 亿元，同比+12.5%。Q4 公司实现营业收入 587.65 亿元，同比+2.24%，实现归母净利润 30.45 亿元，同比-2.71%。

1) 分地区看，2022 年海尔智家海外及其他地区（业务）收入占比进一步提升至 52.23%，大陆营业收入占公司营业收入 47.77%。具体来看，2022 年中国智慧家庭业务收入实现 1263.79 亿元，同比+4.6%；海外家电与智慧家庭业务实现营业收入 1254.24 亿元，同比+10.3%。

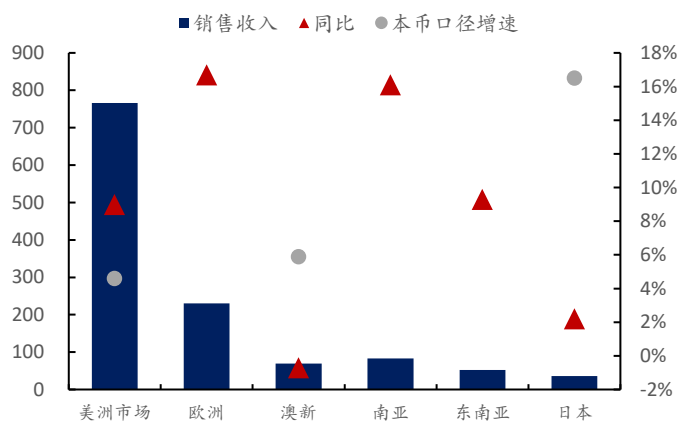
图 1：海尔智家海内外收入占比变化（%）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

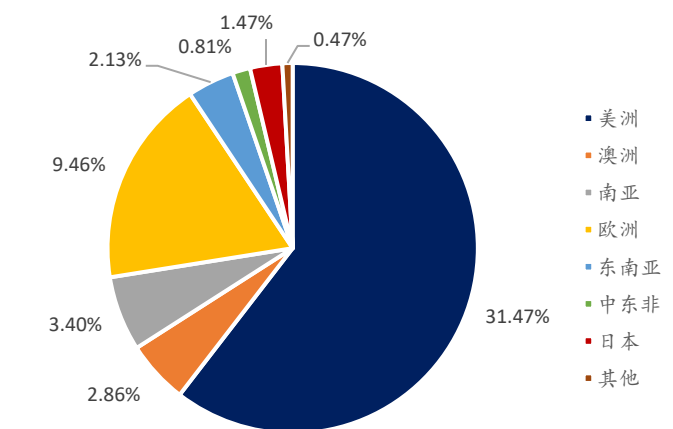
海外市场细分来看，2022 年北美/欧洲/澳新/南亚/东南亚/日本业务收入分别同比 +9.0%/+16.7%/-0.7%/+16.1%/+9.3%/2.2%，其中日本和澳新市场受汇率波动影响，人民币口径收入出现下滑，若按本币口径计算，则日本/澳新市场营业收入分别同比+16.5%/5.9%。从收入占比来看，美国依然是海外最大市场，占公司收入的比例较 21 年提升 0.52pct，欧洲市场为第二大市场，占公司收入比例 9.46%，同比提升 0.77pct，而澳洲和日本市场占公司收入比例分别下滑 0.23/0.07pct。

图 2：2022 年海尔智家海外营业收入变化（亿元，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

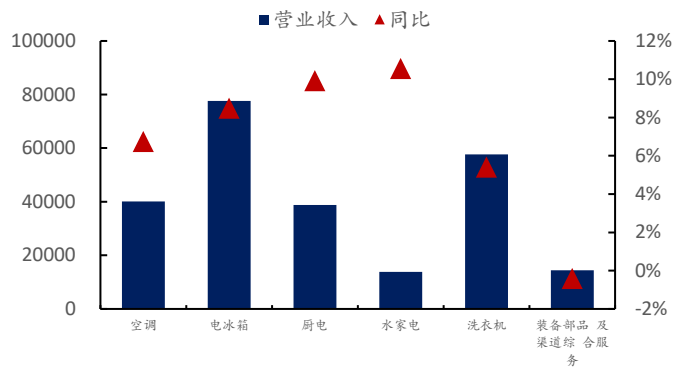
图 3：2022 年海外收入分地区占比（%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

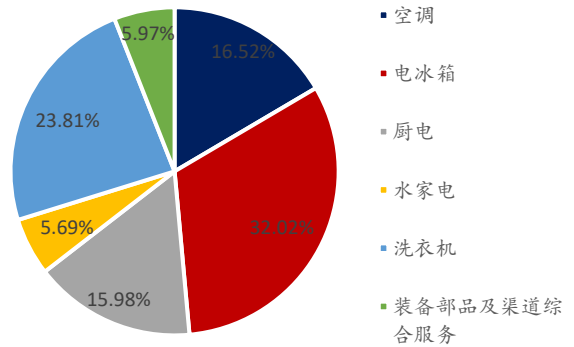
2) 分产品来看, 2022 年公司空调/冰箱/厨电/水家电/洗衣机/装备部品及渠道综合服务营业收入分别同比+6.74/+8.48/+9.92/+10.55/+5.41/-0.42%, 装备部品及渠道综合服务业务规模进一步缩小。从比例上看, 公司各类主要产品营收占比较为稳定, 空调/冰箱/厨电/水家电/洗衣机/装备部品及渠道综合服务分别占公司营业收入 16.52/32.02/15.98/5.69/23.81/5.97%, 分别同比-0.07/+0.37/+0.39/+0.17/-0.41/-0.46pct。

图 4: 2022 年海尔营业收入按产品分类及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 5: 2022 年海尔营业收入按产品分占比 (%)



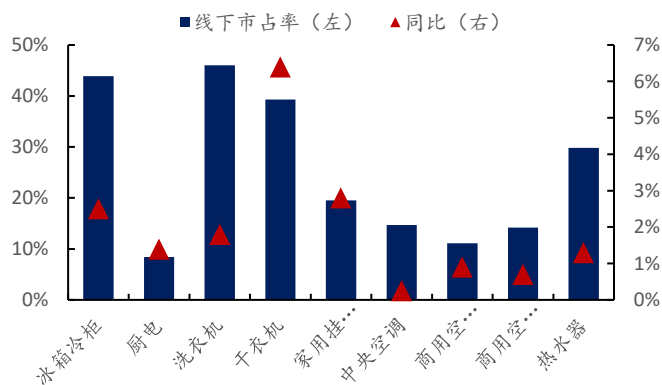
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3) 从市场份额来看, 根据欧睿国际数据, 22 年海尔连续 13 年蝉联全球大型家用电器品牌零售量第一名, 在亚洲/美洲/澳新/中东及非洲/欧洲市场分别排名第一/二/二/三/四名, 分别市占率达到 21.4/15.6/12.8/7.5/8.3%。

国内市场分产品来看, 2022 年公司冰箱冷柜/厨电/洗衣机/干衣机/家用空调/中央空调/热水器等品类线下销售额市占率均有明显提升, 分别同比+2.5/1.4/1.8/6.4/2.8/0.3/1.3pct, 厨电线下零售份额首次进入行业前三。线上方面, 公司冰箱冷柜/干衣机/空调/热水器等品类销售额市占率也分别+0.5/6.0/0.8/2.4pct。

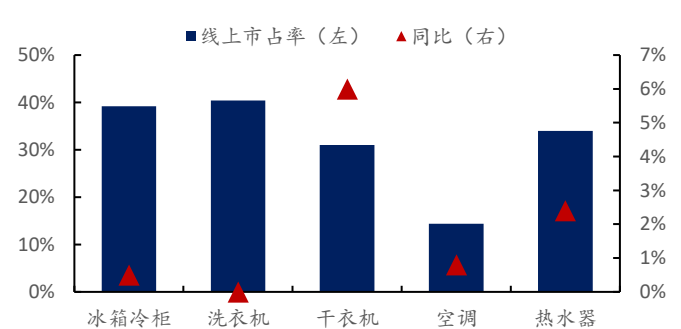
卡萨帝在国内整体品牌份额达到 12.3%, 较 2021 年提升 1.4pct。

图 6: 2022 年国内海尔智家线下市占率变化 (%)



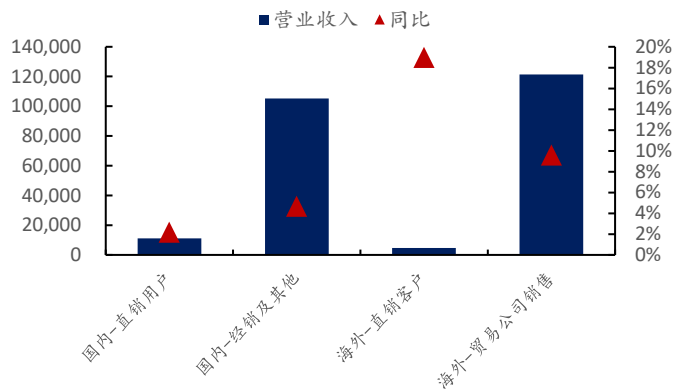
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 7: 2022 年国内海尔智家线上市占率变化 (%)

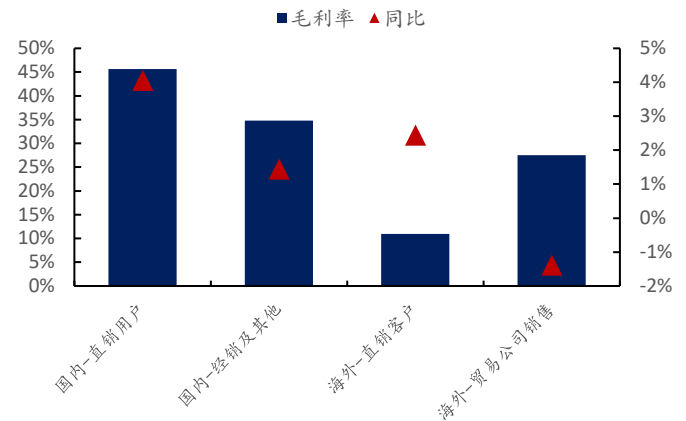


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4) 分渠道来看, 国内直销和经销及其他渠道收入分别同比+2.18/+4.67%, 经销及其他渠道占比略有提升, 公司在行业 KA 渠道流量萎缩、部分 KA 渠道关闭门店的挑战下, 深化全域触点建设, 在农村、城市住宅小区采用多样化的渠道布局模式, 激发更多家电需求; 海外直销和贸易公司销售收入分别同比+18.98/+9.59%, 海外直销占比提升。

图 8：2022 年国内不同渠道营业收入及同比变化（百万元，%）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

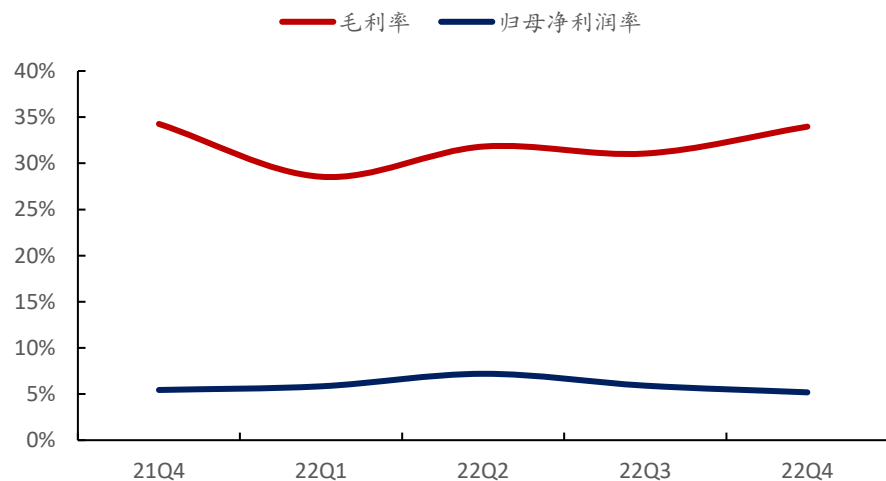
图 9：2022 年国内外不同渠道毛利率同比变化 (%)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、盈利分析：加大销售/管理费用投入，Q4 盈利能力略有下降

22 年海外大宗材料涨价导致海外市场毛利率回落。Q4 公司毛利率 33.97%，同比-0.29pct。分地区来看，2022 年国内/国外毛利率分别同比+1.69/-1.29pct。国内市场受益于产品结构提升、数字化变革效率提升和原材料价格下降影响，毛利率同比提升，但 Q4 供应链、线下零售业务、物流配送和安装交付均受到了冲击，而受海外市场通胀和原材料价格影响，2022 年公司海外业务毛利率同比回落。

分产品来看，2022 年空调/冰箱/厨电/水家电/洗衣机产品毛利率分别同比+0.67/+0.12/-0.31/+0.22/-0.49pct。

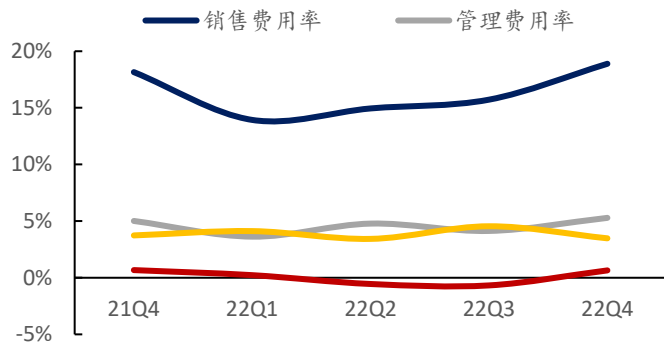
图 10：海尔智家毛利率和净利率变化 (%)


资料来源：WIND，信达证券研发中心

从费用端来看，Q4 公司加大销售/管理类费用投放。Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.74/+0.27/-0.26/-0.02pct，销售和管理费用率有所提升，财务费用率有所下降，主要原因在于：1) 资金管理效率提升带动利息收入增加，Q4 公司利息收入为 2.69 亿元，同比+64.41%，2) 汇兑收益较 21 年同期增加。

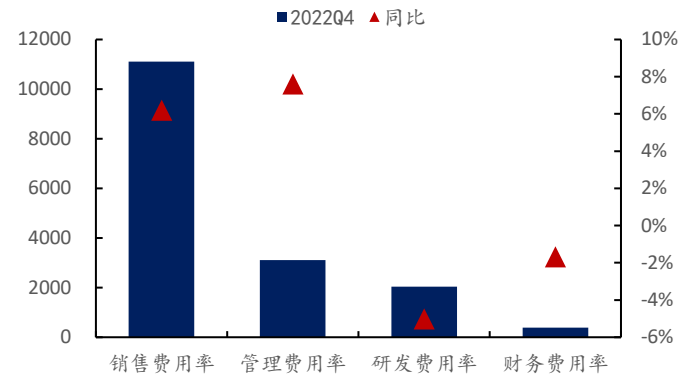
受销售和管理费用率提升影响，Q4 公司归母净利润率同比-0.26pct 至 5.18%。

图 11: 海尔智家费用率变化 (%)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 12: 22Q4 费用率情况 (% , %)

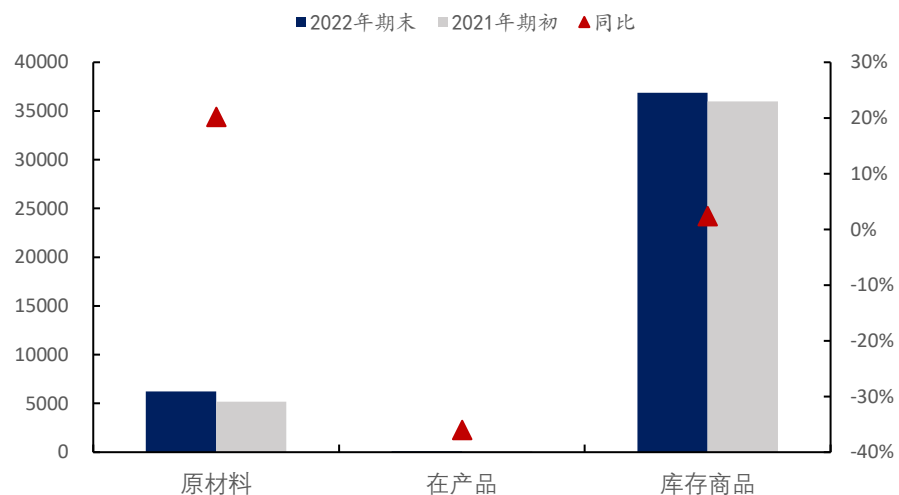


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

三、运营情况分析: 持续备货应对原材料压力

1、货币资金充足，存货仍处于较高位。2022 期末货币资金+交易性金融资产+其他流动资产合计 593.51 亿元，较期初+12.92%，其中交易性金融资产期末合计 5.20 亿元，较期初-81.34%，主要由公允价值计量的短期理财到期所致；期末应收票据+应收账款合计 254.94 亿元，较期初-8.90%；22 年期末存货合计 41.54 亿元，较期初+4.21%，其中原材料/在产品/库存商品账面余额较期初分别+20.23/-36.00/+2.41%，我们认为公司为应对海外原材料价格波动情况，对原材料进行了一定的备货准备，因此原材料库存较期初有明显增长。应付票据及应付账款合计 669.75 亿元，较期初-0.58%。

图 13: 2022 年存货明细变化情况 (百万元, %)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2、从周转率来看，2022 年公司存货/应收账款/应付账款周转天数较 21 年分别+7.91/-1.59/+0.19 天，我们认为存货周转率的下降主要原因在于公司存货的增加，公司的应收账款周转效率略有提升。

3、22Q4 公司经营活动产生的现金流净额共 89.48 亿元，同比-8.41%，我们认为主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。

四、海尔是否有能力在 23 年继续延续此前的增长趋势？

22 年，在国内房地产下行、消费低迷等多重负面因素影响下，家电行业表现低迷，海外同样受到主要经济体通胀高企、高库存、高基数等因素影响，我国企业出口压力明显。而海尔作为全球家电制造龙头已经实现了收入端和业绩端的稳健增长。

23 年，海尔是否能延续此前的增长趋势？储备的核心竞争力在哪儿？

1) 深化产业链布局，拓宽品类接力前行。面对原材料价格波动、市场竞争加剧、消费需求更新迭代等问题，海尔在产品和生产等多方面进行了深化布局。从产品品类来看，海尔加大了对空调、中央空调、厨电、小家电、热泵产品等品类的推广支持力度，2022 年卡萨帝洗碗机收入增长超过两位数，热泵产品收入增长 26%。

针对重点发展品类，公司也开始深化供应链布局，增加核心零部件的自制比例。23 年 1 月，公司与海立股份成立压缩机合资公司，从而提升对核心部件的掌控能力，保障供应链稳定的同时也可以有效降低成本。公司也建立优选库精简零部件数量、提高零部件通用化比例和供应质量，2022 年公司物料号减少 17.5%、物料通用化水平提升了 12%。

我们认为，通过横向拓宽公司覆盖品类和纵向深化产业链上游布局，公司不仅有望可以更好地满足套系化销售的趋势，更加全面地提升品牌整体的产品竞争力，也有望可以更好地掌握产品生产的核心环节，提高企业生产的抗风险能力，有利于公司长期产业布局发展。

2) 抓住线下渠道恢复窗口期，全方位多样化打造下沉渠道。疫情期间线下 KA 门店流量萎缩的情况下，公司通过数字化变革和服务创新提升专卖店渠道效率，积极拥抱新零售渠道，强化线上用户体验；同时海尔还在农村、城市住宅小区建立触点，通过上门服务、搭建样板间等方式吸引更多消费者，激发换新需求。我们认为 23 年随着线下经济和消费需求的逐步恢复，海尔的全域触点建设有望推动公司线下门店加速复苏。

3) 坚定不移走高端化路线，深耕海外市场网络。公司海外收入占比的不断提升是公司海外市场拓展能力的体现，我们认为公司高端创牌和本土化运营的战略将在未来为公司海外增长持续增加助力。通过 GEA、FPA、Candy 与 Haier 等多个品牌实行高端化战略，配合公司全球化平台优势，产品创新技术有望在全球广泛应用，有望实现海外高端市场份额的快速增加。例如在南亚市场，海尔品牌以高端侧 T 冰箱、加热洗大滚筒等明星产品，实现高端份额增长 3.5 个百分点，达到 14%。2022 年海尔在欧洲的价格指数也提升至 131。

此外，在目前复杂的国际形势下，海尔在海外的本土化团队或将进一步在未来发挥更大的作用。在欧洲，公司抓住高能效产品市场机会，热泵产品增幅达到 200%，同时可充分发挥土耳其洗碗机与厨电工厂、罗马尼亚冰箱工厂的产能优势，更快响应市场需求；在美国，公司深化人单合一激发员工积极性，搭建链群产销协同体系，实现可持续增长；同时公司还在美国推出 Every Voice 项目，为难民群体提供工作机会。综合来看，本土化的企业文化和企业运作或为海尔的长期发展提供更好的支持。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 23-25 年收入为 2644.40/2879.33/3094.95 亿元，同比+8.6%/8.9%/7.5%；归母净利润 169.54/198.14/224.81 亿元，同比+15.2%/+16.9%/13.5%，对应 PE 为 12.64/10.81/9.53 倍，维持“买入”评级。

风险因素

原材料成本大幅上升，海外市场开拓不及预期、高端市场需求不及预期、套系化/场景化产品教育推广不及预期、汇率大幅度波动、出口需求不足等

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 123,912 | 130,383 | 137,680 | 157,814 | 176,207 |
| 货币资金 | 46,097 | 54,139 | 52,647 | 66,588 | 79,028 |
| 应收票据 | 13,355 | 9,580 | 13,356 | 13,869 | 14,694 |
| 应收账款 | 14,625 | 15,914 | 20,286 | 20,407 | 22,252 |
| 预付账款 | 864 | 1,121 | 1,092 | 1,208 | 1,302 |
| 存货 | 39,914 | 41,543 | 41,961 | 47,207 | 50,130 |
| 其他 | 9,057 | 8,086 | 8,338 | 8,536 | 8,801 |
| 非流动资产 | 93,829 | 105,460 | 115,519 | 121,930 | 128,313 |
| 长期股权投资 | 23,201 | 24,528 | 26,528 | 27,942 | 29,471 |
| 固定资产(合) | 22,308 | 27,158 | 30,709 | 34,623 | 37,851 |
| 无形资产 | 9,550 | 10,506 | 10,708 | 11,038 | 11,423 |
| 其他 | 38,770 | 43,268 | 47,575 | 48,327 | 49,568 |
| 资产总计 | 217,741 | 235,842 | 253,199 | 279,744 | 304,520 |
| 流动负债 | 124,887 | 118,632 | 123,318 | 134,789 | 142,005 |
| 短期借款 | 11,226 | 9,643 | 12,643 | 10,643 | 11,143 |
| 应付票据 | 25,023 | 25,091 | 27,480 | 29,860 | 31,824 |
| 应付账款 | 42,363 | 41,884 | 40,480 | 47,049 | 49,544 |
| 其他 | 46,274 | 42,014 | 42,715 | 47,237 | 49,494 |
| 非流动负债 | 11,580 | 22,496 | 22,496 | 22,496 | 22,496 |
| 长期借款 | 3,039 | 13,591 | 13,591 | 13,591 | 13,591 |
| 其他 | 8,541 | 8,905 | 8,905 | 8,905 | 8,905 |
| 负债合计 | 136,467 | 141,129 | 145,814 | 157,286 | 164,501 |
| 少数股东权益 | 1,290 | 1,291 | 2,008 | 2,468 | 3,047 |
| 归属母公司股 | 79,985 | 93,423 | 105,377 | 119,991 | 136,971 |
| 负债和股东权益 | 217,741 | 235,842 | 253,199 | 279,744 | 304,520 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 227,106 | 243,514 | 264,440 | 287,933 | 309,495 |
| 同比(%) | 8.3% | 7.2% | 8.6% | 8.9% | 7.5% |
| 归属母公司净利润 | 13,079 | 14,711 | 16,954 | 19,814 | 22,481 |
| 同比(%) | 47.2% | 12.5% | 15.2% | 16.9% | 13.5% |
| 毛利率(%) | 31.3% | 31.3% | 31.9% | 32.2% | 32.5% |
| ROE% | 16.4% | 15.7% | 16.1% | 16.5% | 16.4% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.41 | 1.58 | 1.79 | 2.10 | 2.38 |
| P/E | 21.20 | 15.48 | 12.64 | 10.81 | 9.53 |
| P/B | 3.51 | 2.47 | 2.03 | 1.79 | 1.56 |
| EV/EBITDA | 13.49 | 9.26 | 7.42 | 6.25 | 5.19 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 227,106 | 243,514 | 264,440 | 287,933 | 309,495 |
| 营业成本 | 155,950 | 167,223 | 180,185 | 195,149 | 208,890 |
| 营业税金及附加 | 809 | 813 | 903 | 976 | 1,051 |
| 销售费用 | 36,584 | 38,598 | 40,988 | 45,062 | 48,281 |
| 管理费用 | 10,472 | 10,837 | 11,900 | 12,669 | 13,308 |
| 研发费用 | 8,364 | 9,499 | 10,075 | 11,661 | 12,380 |
| 财务费用 | 685 | -246 | 546 | 636 | 434 |
| 减值损失合 | -1,419 | -1,500 | -1,491 | -1,190 | -1,092 |
| 投资净收益 | 2,405 | 1,833 | 2,380 | 2,879 | 3,095 |
| 其他 | 668 | 723 | 1,084 | 1,271 | 1,047 |
| 营业利润 | 15,898 | 17,844 | 21,816 | 24,742 | 28,200 |
| 营业外收支 | 40 | -54 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 15,938 | 17,790 | 21,816 | 24,742 | 28,200 |
| 所得税 | 2,705 | 3,058 | 4,145 | 4,468 | 5,140 |
| 净利润 | 13,232 | 14,732 | 17,671 | 20,274 | 23,060 |
| 少数股东损 | 153 | 21 | 717 | 460 | 579 |
| 归属母公司 | 13,079 | 14,711 | 16,954 | 19,814 | 22,481 |
| EBITDA | 19,354 | 22,589 | 26,532 | 28,975 | 32,564 |
| EPS(当 | 1.41 | 1.58 | 1.79 | 2.10 | 2.38 |

| 会计年度 | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 23,235 | 20,154 | 16,912 | 33,443 | 29,787 |
| 净利润 | 13,232 | 14,732 | 17,671 | 20,274 | 23,060 |
| 折旧摊销 | 5,063 | 6,046 | 6,142 | 6,558 | 6,980 |
| 财务费用 | 1,290 | 612 | 1,118 | 1,143 | 1,105 |
| 投资损失 | -2,405 | -1,833 | -2,380 | -2,879 | -3,095 |
| 营运资金变 | 4,128 | -1,582 | -7,104 | 7,278 | 763 |
| 其它 | 1,927 | 2,177 | 1,465 | 1,070 | 974 |
| 投资活动现金流 | -8,063 | -8,920 | -15,286 | -11,160 | -11,242 |
| 资本支出 | -7,083 | -7,976 | -14,417 | -11,775 | -11,959 |
| 长期投资 | -1,465 | -1,413 | -2,999 | -2,214 | -2,328 |
| 其他 | 485 | 468 | 2,130 | 2,829 | 3,045 |
| 筹资活动现金流 | -15,660 | -3,822 | -3,118 | -8,343 | -6,105 |
| 吸收投资 | 42 | 987 | 0 | 0 | 0 |
| 借款 | 12,052 | 18,359 | 3,000 | -2,000 | 500 |
| 支付利息或股息 | -4,036 | -5,135 | -6,118 | -6,343 | -6,605 |
| 现金流净增加额 | -593 | 8,171 | -1,492 | 13,941 | 12,440 |

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队获得 2015、2017 年新财富入围，2017 年 Choice 第三名，2017-2019 年金牛奖，2019 年水晶球奖入围，2022 年 Choice 最佳家电分析师等荣誉。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

尹圣迪，家电行业研究助理。伦敦大学学院区域经济学硕士，布达佩斯考文纽斯大学经济学双硕士，对外经济贸易大学金融学学士，西班牙语双学位。2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖白电、小家电、零部件板块。

尤子吟，团队成员。伦敦大学学院金融学硕士，经济学与商业学学士。于 2022 年加入信达证券，从事家用电器行业研究，主要覆盖清洁电器、厨电板块。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------|-----|-------------|---------------------------|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 秘侨 | 18513322185 | miqiao@cindasc.com |
| 华北区销售 | 李佳 | 13552992413 | lijia1@cindasc.com |
| 华北区销售 | 赵岚琦 | 15690170171 | zhaolanqi@cindasc.com |
| 华北区销售 | 张澜夕 | 18810718214 | zhanglanxi@cindasc.com |
| 华北区销售 | 王哲毓 | 18735667112 | wangzheyu@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙瞳 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jjiali@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华东区销售 | 王赫然 | 15942898375 | wangheran@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |
| 华南区销售 | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuying1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 蔡静 | 18300030194 | caijing1@cindasc.com |



| | | | |
|-------|------|-------------|---------------------------|
| 华南区销售 | 聂振坤 | 15521067883 | niezhenkun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 宋王飞逸 | 15308134748 | songwangfeiyi@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。