

海信家电 (000921.SZ)

国内中央空调龙头，汽车热管理开启第二增长曲线

2023年04月21日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

陆帅坤（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

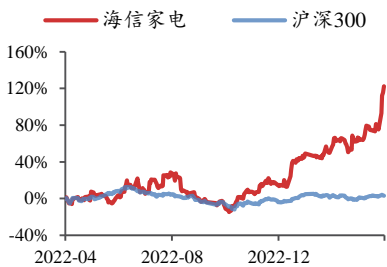
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2023/4/20
当前股价(元)	25.96
一年最高最低(元)	26.40/9.90
总市值(亿元)	353.76
流通市值(亿元)	234.38
总股本(亿股)	13.63
流通股本(亿股)	9.03
近3个月换手率(%)	62.81

股价走势图



数据来源：聚源

● 传统白电龙头，跨界汽零热管理领域，首次覆盖给予“买入”评级

海信家电是国内白电龙头企业之一，业务含传统白电及中央空调。2021年公司并购三电控股，布局汽零业务，主营汽车空调压缩机及综合热管理服务。伴随中央空调业务的高成长性、热管理业务贡献新增长曲线，公司利润有望实现稳步增长。预计2023-2025年归母净利润16.52/19.63/22.11亿元，对应EPS为1.21/1.44/1.62元，当前股价对应PE为21.4/18.0/16.0x，首次覆盖给予“买入”评级。

● 中央空调：国内多联机龙头，整体受益于地产回暖及精装渗透率提升

多联机作为中央空调的主要品类，近年来增速显著快于中央空调整体。据产业在线数据，2023M1海信日立在国内多联机份额达25.6%，位居第一。分渠道看，家装零售渠道与地产竣工数据具备较强正相关，2023年初国内住宅竣工面积累计同比由负转正，有望带动中央空调在家装零售渠道的增长。工程渠道则有望受益于精装修渗透率及中央空调的精装配套率双击提升。据AVC数据，2022年国内精装项目渗透率40.1%，相较欧美国家80%以上的精装渗透率仍有较大空间。此外，2018-2022年国内精装房的中央空调配套率从21%提升至52%，未来仍有一定提升空间。

● 传统白电：内销差异化布局，外销加快发展步伐

空领域，海信品牌定位中高端，聚焦新风赛道，科龙品牌定位性价比，品牌区隔明显。冰箱领域，“海信+容声”差异化布局，中高端产品市场份额领先，同时海信系冰箱出口份额领先。洗衣机领域积极布局洗烘一体机，性价比优势显著。

● 热管理业务：海信入主后，三电有望实现困境反转

三电控股全球布局广泛，深耕汽车空调压缩机及热管理系统。海信拥有丰富的并购经验，在东芝映像、古洛尼等并购案例中均实现扭亏为盈。海信入主三电后，一方面有望解决三电控股存在的代理人问题，激发经营活力，另一方面积极设立三电中国架构，与华域三电分工明确，提升双方合作效率，并积极引入国内新客户。预计2023年三电利润端持续减亏，2024-2025年利润率达行业中等水平。

● 风险提示：原材料价格波动；三电热管理订单不及预期；汇率波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,563	74,115	80,958	87,383	94,380
YOY(%)	39.6	9.7	9.2	7.9	8.0
归母净利润(百万元)	973	1,435	1,652	1,963	2,211
YOY(%)	-38.4	47.5	15.1	18.8	12.6
毛利率(%)	19.7	20.7	20.4	21.1	21.7
净利率(%)	1.4	1.9	2.0	2.2	2.3
ROE(%)	15.0	18.9	14.7	17.1	16.7
EPS(摊薄/元)	0.71	1.05	1.21	1.44	1.62
P/E(倍)	36.4	24.7	21.4	18.0	16.0
P/B(倍)	3.4	3.1	2.7	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 海信家电：国内传统白电龙头，并购拓展至新能源领域.....	4
1.1、 历经多年发展，公司业务覆盖暖通、冰洗、厨电、新能源等.....	4
1.2、 混改落地优化治理机制，强化产业协同效应.....	5
1.3、 股票激励及员工持股计划推出，彰显公司经营信心.....	5
1.4、 财务：并表海信日立收入迎来快速增长.....	6
2、 传统家电业务：内销差异化破局，加快海外出口步伐.....	7
2.1、 暖通业务：家空差异化破局，中央空调在多联机优势显著.....	7
2.1.1、 家用空调：海信主打新风空调破局，科龙针对性性价比群体.....	7
2.1.2、 中央空调：海信日立多联机优势显著，整体受益于地产链回暖.....	10
2.2、 传统冰洗：内销双品牌差异化布局，积极出海全球化布局.....	12
2.2.1、 冰箱：内销海信+容声差异化布局，出口份额行业领先.....	12
2.2.2、 洗衣机：积极布局洗烘一体机，性价比优势凸显.....	14
3、 并购三电，发力新能源车业务.....	16
3.1、 新能源汽车行业快速增长，车用空调盈利行业β.....	16
3.2、 海信入主日本三电，有望实现扭亏为盈.....	17
4、 盈利预测与投资建议.....	20
4.1、 关键假设.....	20
4.2、 盈利预测与估值.....	20
5、 风险提示.....	21
附：财务预测摘要.....	22

图表目录

图 1： 历经 38 年发展，公司业务覆盖暖通、冰洗、新能源等.....	4
图 2： 海信家电：八大品牌涵盖三大业务板块.....	5
图 3： 混改前，青岛市国资委为实控人.....	5
图 4： 混改后，公司无实际控制人.....	5
图 5： 2022 年空调收入占营收比重达 46.55%.....	6
图 6： 并表海信日立后收入实现大幅增长.....	6
图 7： 节本控费效果显著.....	7
图 8： 2022 年公司毛净利率回暖.....	7
图 9： 2022 年公司实现归母净利润 14.35 亿元.....	7
图 10： 长期看空调内销受政策、宏观、地产影响.....	8
图 11： 短期看，空调内销受天气影响较大.....	8
图 12： 2022 年空调内销出货量中，更新需求占比 59%.....	8
图 13： 2012-2014 受政策推动空调内销出货高增.....	8
图 14： 2022 年底工厂库存、渠道库存均处于较低水平.....	9
图 15： 2023 年 2-4 月空调排产增速显著.....	9
图 16： 科龙定位中低端，线上/线下均价均低于行业.....	9
图 17： 2022 年拼多多渠道仍实现空调内销高增.....	9
图 18： 新风空调仍保持较快增长.....	10
图 19： 2022 年多联机销售占中央空调比例达 58.8%.....	10

图 20: 2013-2022 多联机销售 CAGR 显著高于中央空调	10
图 21: 大金、海信日立、美的在多联机位居第一梯队	11
图 22: 2023M1 海信日立的多联机内销份额第一	11
图 23: 2022 年国内中央空调下游渠道中工程项目 (含精装) 占比 69%	11
图 24: 中央空调在家装零售市场销售增速与住宅竣工滞后一年数据具有较强相关性	12
图 25: 2019-2022 冰箱内销线上产品结构持续升级	13
图 26: 2019-2022 冰箱内销线下产品结构持续升级	13
图 27: 容声、海信冰箱线上差异化布局	13
图 28: 2021-2023M2 容声冰箱均价位列行业第二	13
图 29: 容声、海信冰箱线上份额稳居第二梯队	14
图 30: 容声、海信冰箱线下份额稳居第二梯队	14
图 31: 2022 年海信冰箱出口同比优于行业	14
图 32: 海信、美的的冰箱出口份额行业领先	14
图 33: 2022 年国内洗衣机市场表现一般	15
图 34: 洗衣机内销线上市场占比逐年提升	15
图 35: 2019-2022 洗衣机线上洗烘一体占比稳步提升	15
图 36: 2019-2022 洗衣机线下洗烘一体占比稳步提升	15
图 37: 2022 年国内新能源汽车销量占汽车销量比重达 25.64%	16
图 38: 三电在热管理领域布局较为完善	17
图 39: 2019 年三电系全球汽车空调压缩机份额第二	18
图 40: 2018 年三电系全球汽车空调电动压缩机份额第二	18
表 1: 中央空调精装配套率近年来稳步提升	12
表 2: 海信洗烘一体机在同类新品中具备显著性价比优势	16
表 3: 新能源汽车热管理组件价值较燃油车提升 1 倍, 其中压缩机价值最高	16
表 4: 三电控股在汽车压缩机、汽车空调等领域全球化布局	18
表 5: 海信系多名高管入驻三电控股	19
表 6: 预计 2023 年三电持续减亏	19
表 7: 预计 2023-2025 年收入、毛利率稳步提升	20
表 8: 可比公司估值情况	21

1、海信家电：国内传统白电龙头，并购拓展至新能源领域

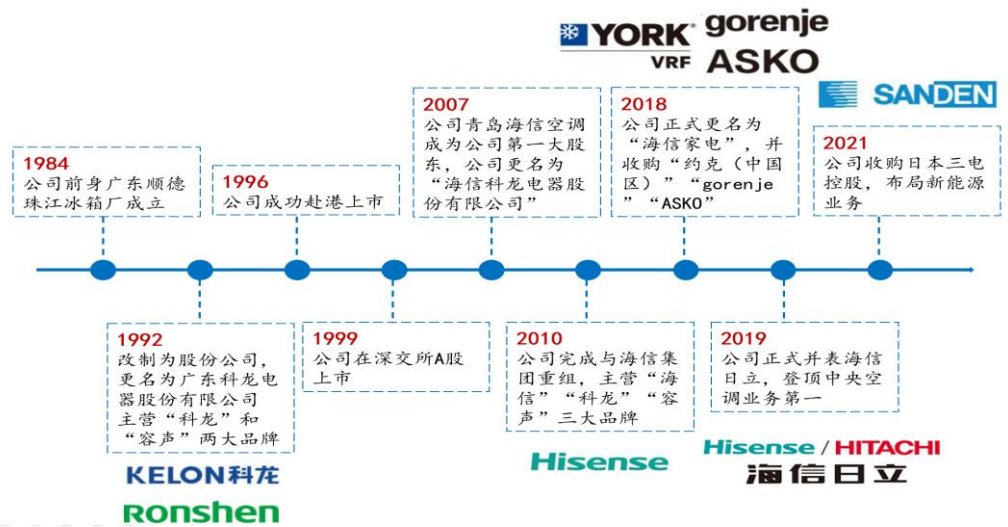
1.1、历经多年发展，公司业务覆盖暖通、冰洗、厨电、新能源等

公司前身系 1984 年成立的广东顺德珠江冰箱厂，主营冰箱的生产和销售。1992 年 12 月改制为股份公司，更名为广东科龙电器股份有限公司，主要经营“科龙”和“容声”两大品牌，同时业务范围扩大至电视、家用空调等电器。1996 年 7 月公司成功赴港上市，1999 年 7 月公司在深交所 A 股上市。

2006 年 12 月受公司前大股东广东格林柯尔股权转让，又经 2007 年股权改革，青岛海信空调成为公司第一大股东。同年，公司更名为海信科龙电器股份有限公司。2010 年海信集团将白电资产全部注入公司，至此公司完成与海信集团重组，主要品牌为“海信”“科龙”“容声”，主营业务涵盖冰箱、家用空调、洗衣机等多个领域。

2018 年公司正式更名为“海信家电”，同年收购美国品牌“约克”（中国区）、欧洲品牌“gorenje”和瑞典品牌“ASKO”，扩大海外业务布局，推进国际化战略。2019 年，公司正式并表海信日立，凭借海信日立变频多联式空调技术，公司登顶中央空调业务第一。2021 年公司认购日本三电控股股份布局新能源业务，发展新能源汽车压缩机和热管理业务。

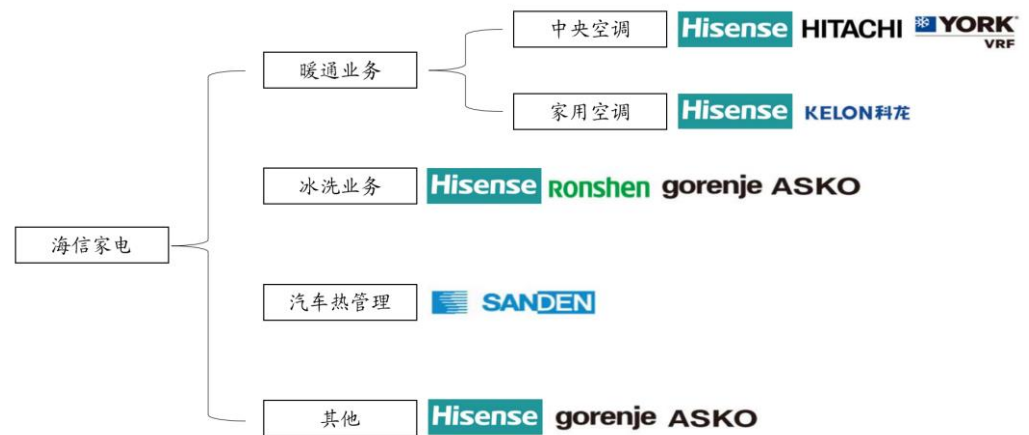
图1：历经 38 年发展，公司业务覆盖暖通、冰洗、新能源等



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司主营业务分为三大板块、八大品牌。三大板块包括暖通业务、冰洗业务、汽车热管理业务，八大品牌包括“Hisense”、“Ronshen”、“KELON”、“HITACHI”、“YORK”、“gorenje”、“ASKO”和“SANDEN”，品牌矩阵丰富，能够满足消费者不同价位的需求。目前家空业务主要依托 Hisense 及 KELON，业务区隔较为明显。科龙定位中低端，线上专供产品为主，Hisense 目前聚焦于新风空调；央空主要依托海信日立及约克品牌；

图2：海信家电：八大品牌涵盖三大业务板块

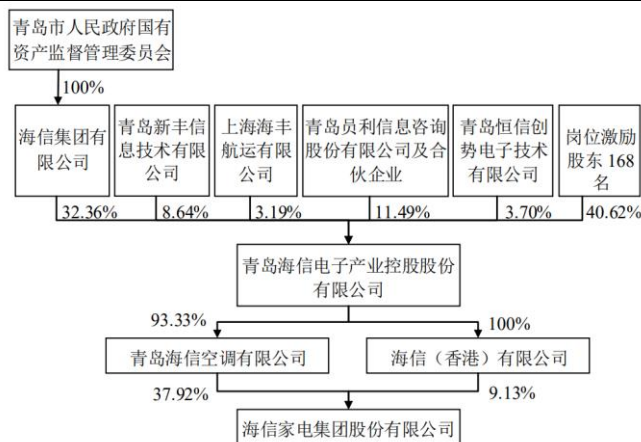


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、混改落地优化治理机制，强化产业协同效应

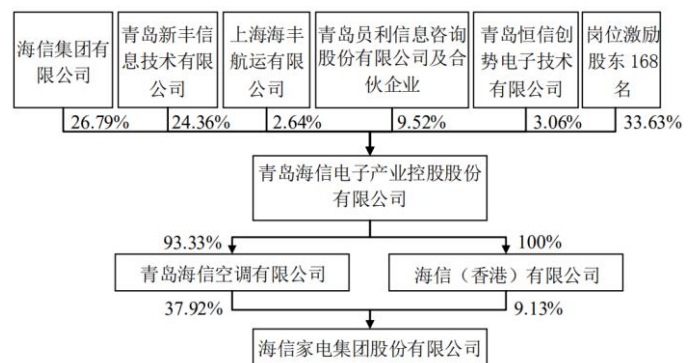
混改后公司无实际控制人，治理机制优化。据海信家电公告，公司于2020年12月完成混改，混改前实控人为青岛市国资委，混改后海信电子控股变为无实际控制人，从而导致海信家电由青岛国资委控制变为无实际控制人。变为无实控人后，企业管理层对公司发展的决策权扩大，能够更好地激发企业管理层的积极性。

图3：混改前，青岛市国资委为实控人



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图4：混改后，公司无实际控制人



资料来源：公司公告、开源证券研究所

新增资股东有望强化产业协同效应。混改后青岛新丰及一致行动人共持有海信电子控股27%股份，间接持有上市公司海信家电A股9.56%权益及H股2.47%权益。青岛新丰实际控制人杨绍鹏同时也是港股上市公司海丰国际实控人。据海丰国际官网资料，截止2022年12月31日，公司共运营108艘集装箱船舶，经营75条航线，是亚洲区域内航运物流细分市场领军者。海丰国际的入局有望助力海信国际化发展战略，更好的开拓海外市场及客户，具备较好的产业协同效应。

1.3、股票激励及员工持股计划推出，彰显公司经营信心

股权激励及员工持股计划覆盖面大、激励到位，有望进一步绑定核心人员利益：

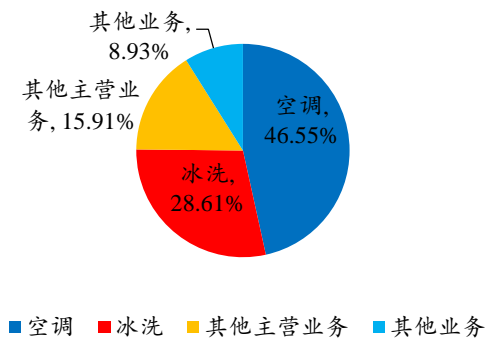
- (1) 员工持股计划面向董监高及其他核心员工不超过 30 人，股票来源于回购，股份合计不超过 1170 万股，回购价不超过 17 元/股，拟回购金额不超过 1.989 亿元且不低于 0.9945 亿元，（据公司 2023.3.14 晚间公告，上调为回购价为不超过 21 元/股，拟回购资金不低于 1.2285 亿元且不超过 2.4570 亿元）约占公司总股本 0.86%，受让价格 6.64 元/股。据公司 2023 年 3 月 20 日公告，目前公司回购方案已实施完毕。
- (2) 股权激励计划面向中层管理人员及核心骨干 596 人，股票来源于定增，股份合计 2961.8 万股，约占公司总股本 2.17%，受让价格 6.64 元/股。股权激励费用 1.93 亿元，预计 2023-2026 年分别摊销 0.84/0.74/0.29/0.06 亿元。

考核要求务实，夯实未来业绩。此次员工持股计划、股权激励考核要求保持一致，业绩考核分为目标值和触发值，目标值为以 2021 年归母净利润为基数，2023-2025 年归母净利润（剔除股权激励费用）增长率不低于 62%/86%/109%，解除限售比例为 100%，对应归母净利润分别为 15.67 亿/18.10 亿/20.34 亿元。触发值为以 2021 年归母净利润为基数，2023-2025 年归母净利润增长率不低于 50%/69%/87%，解除限售比例为 80%，对应归母净利润分别为 14.6 亿/16.44 亿/18.2 亿。

1.4、财务：并表海信日立收入迎来快速增长

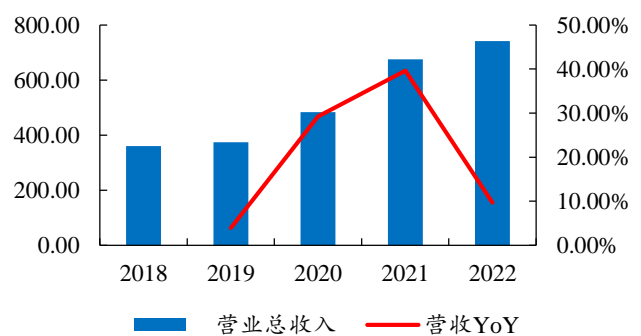
并表海信日立后，暖通业务贡献主要收入。2018-2022 年公司收入 CAGR 为 19.77%，自 2019 年 9 月并表海信日立后，2020-2021 年海信家电收入实现快速增长。2022 年海信家电实现营业总收入 741.15 亿元（+9.7%），从收入品类占比来看，2022 年公司收入中 46.55%来自于空调。分品类看 2022 年，空调/冰洗收入同比分别 13%/-8%。从公司 2022 年业绩交流会口径来看，中央空调收入增长接近 10%，家空内销、出口均实现双位数增长，冰冷洗整体收入有所下降。

图5：2022 年空调收入占营收比重达 46.55%



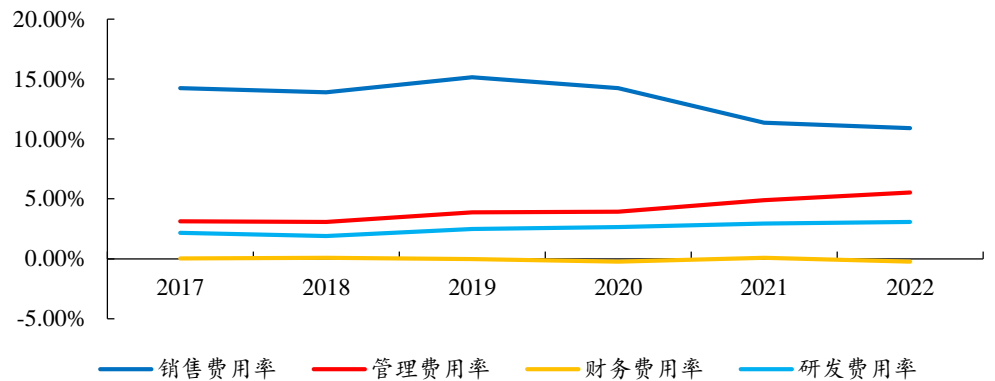
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：并表海信日立后收入实现大幅增长



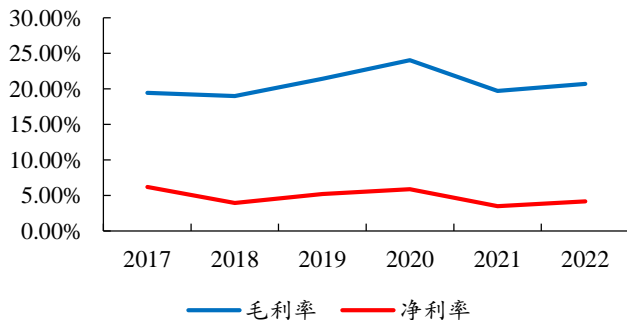
数据来源：Wind、开源证券研究所

节本控费缓解盈利压力，加大研发投入提升产品竞争力。公司控费效果明显，公司销售费用率从 2016 年的 17.4% 稳步下降至 2022 年的 10.9%，管理费用率和财务费用率保持稳定，2022 年管理费用有所提升主要系并表三电及墨西哥工厂筹建费用。公司研发费用率从 2018 年的 1.9% 增长至 2022 年的 3.09%，主要系公司持续加大研发投入，助力产品竞争力提升。

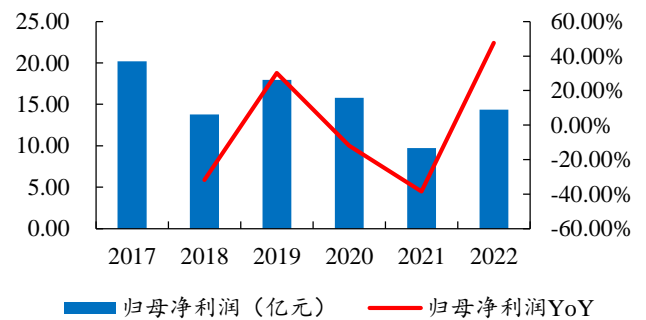
图7：节本控费效果显著


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022年毛净利率回暖。在2021年受大宗价格影响导致毛利率下行后，2022年公司毛利率达20.69%，同比提升0.98pcts，主要系产品及销售结构改善，同时对供应商优化，降低成本所致。受益于毛利率回暖，2022年公司净利率有所提升，实现归母净利润14.35亿元(+47.54%)。

图8：2022年公司毛净利率回暖


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2022年公司实现归母净利润14.35亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、传统家电业务：内销差异化破局，加快海外出口步伐

2.1、暖通业务：家空差异化破局，中央空调在多联机优势显著

2.1.1、家用空调：海信主打新风空调破局，科龙针对性性价比群体

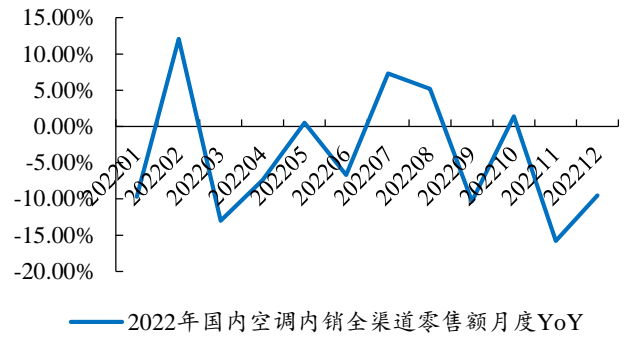
多重因素共振，预计2023年国内家用空调行业销量有望回暖。复盘历史，空调内销销量主要受宏观经济、地产、政策、天气等因素影响。从长周期看，2007-2014年空调内销出货稳步提升主要受益于家电下乡、节能补贴等政策影响、2017-2019则受益于棚改带来的新一轮地产后周期拉动。短周期看，2022M7-8高温天气拉动空调出货。(2022M2主要系春节错位影响)

图10: 长期看空调内销受政策、宏观、地产影响



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

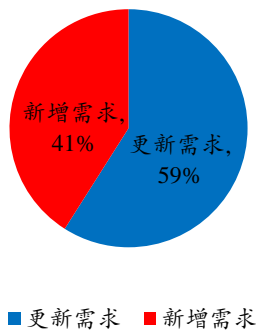
图11: 短期看，空调内销受天气影响较大



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

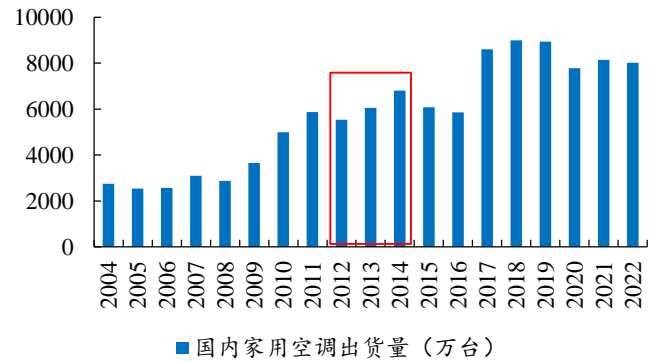
更新换代需求有望驱动空调内销稳步增长。据AVC数据，2022年空调内销出货量中，更新需求占比约59%，而2012-2014年受节能惠民政策推动，空调内销出货实现高增，如今这部分产品已达10年更新周期。考虑到2022年受疫情影响安装等因素，更新需求有望推移至2023年开始放量。

图12: 2022年空调内销出货量中，更新需求占比59%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

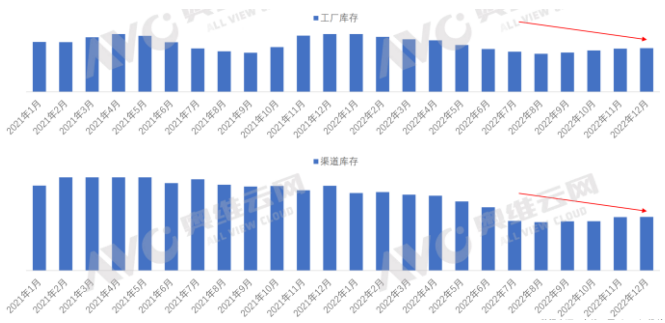
图13: 2012-2014受政策推动空调内销出货高增



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

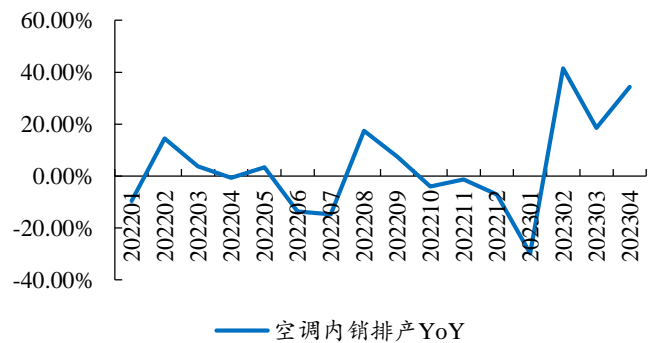
库存水位较低，夯实厂商排产信心。进入2022年后，空调在工厂、渠道库存均处于较低水位，结合2022M7-8高温消化库存，渠道端库存基本处于历史低位。在库存低水位的安全边际下，空调在2023M2-4排产均出现明显好转，内销空调排产同比增长分别为41.5%/18.5%/34.3%，彰显厂商对2023年空调销售的信心。

图14：2022 年底工厂库存、渠道库存均处于较低水平



资料来源：奥维云网

图15：2023 年 2-4 月空调排产增速显著

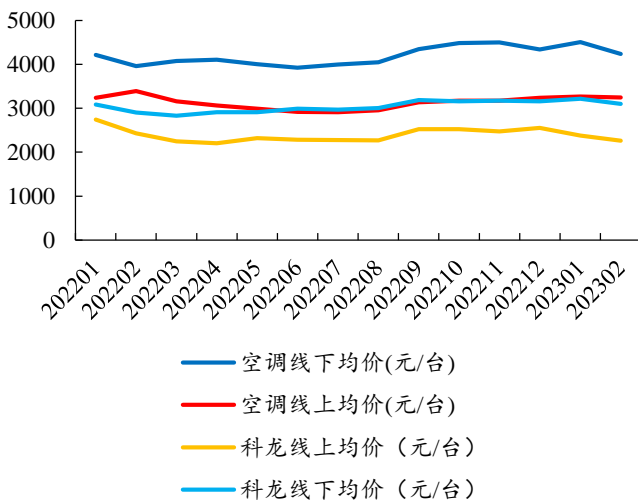


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

海信凭借新风切入，科龙定位中低端，品牌区隔明显。家空领域海信依靠海信、科龙双品牌打入市场。科龙定位中低端，线上专供产品，面向性价比及年轻群体。海信品牌聚焦新风空调，同时与中央空调协同采购、研发、渠道，从2022年中开始在高价位段发力显著。

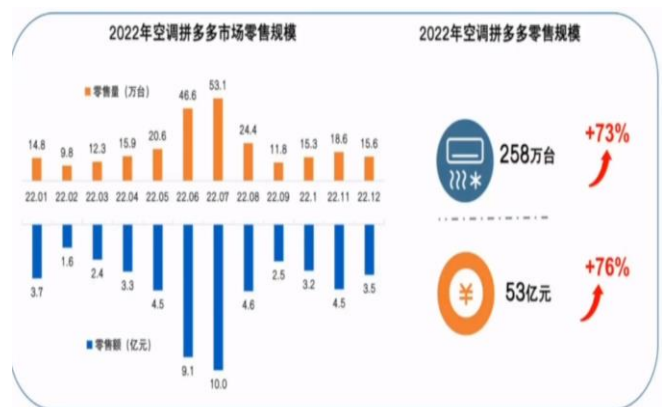
科龙定价较低，面向性价比群体，有望受益于拼多多等低价渠道高增。从AVC数据来看，科龙空调线上/线下均价均显著低于行业平均水平，其产品主要面向性价比群体。据AVC数据，2021年国内城镇/农村家庭空调每百户保有量分别为162台/89台，农村地区保有量仍有较大提升空间。另一方面，作为性价比渠道的拼多多，在2022年空调销售量/额分别同比提升73%/76%，实现逆势增长。

图16：科龙定位中低端，线上/线下均价均低于行业



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图17：2022 年拼多多渠道仍实现空调内销高增



资料来源：奥维云网

海信聚焦新风空调破局，高端产品表现良好。据AVC数据，2022年线上/线下新风空调销额占比分别为2.6%/8.4%，渗透率仍处于低位，分月度数据看，新风空调表现显著行业空调内销大盘。据中怡康数据，2022年国内线上/线下新风空调零售额分别提升160.8%、14.6%，高于行业增速。据公司2022年报，海信新风空调线下占

有率 26.3%，其中璀璨 C200 柜机上市后连续 30 周问鼎行业 2 万元以上柜机第一，X6 新风系列挂机上市后 2 个月内迅速领航新风细分市场行业第一。

图18：新风空调仍保持较快增长

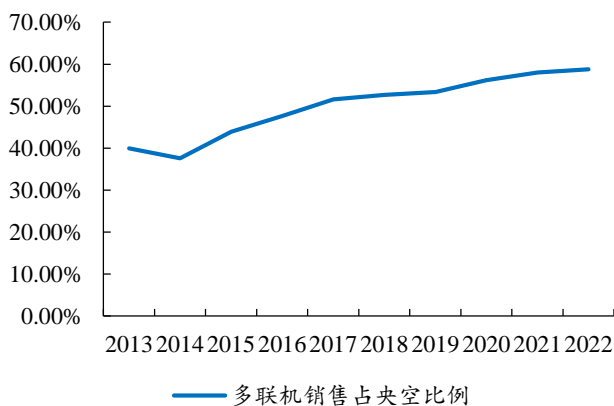


资料来源：奥维云网

2.1.2、中央空调：海信日立有多联机优势显著，整体受益于地产链回暖

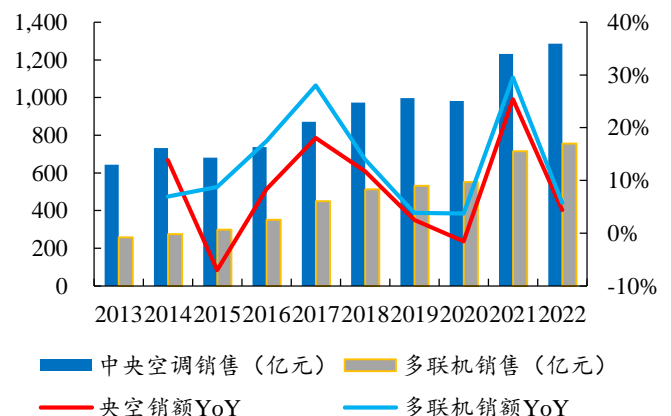
分品类来看，多联机占中央空调销售比重最高，且增速快于中央空调整体。多联机产品具备外机安装灵活、设备清洗简单、节能长寿等优势，其在中央空调销售占比逐年提升，据产业在线数据，2022年多联机销售占比达58.8%。从增速来看，2013-2022年中央空调/多联机CAGR分别为8%/13%，多联机销售增速显著快于行业整体。2022年中央空调/多联机销售增速放缓主要系疫情背景下厂商供给侧减少及地产下行所致。

图19：2022年多联机销售占中央空调比例达58.8%



数据来源：产业在线、开源证券研究所

图20：2013-2022年多联机销售CAGR显著高于中央空调



数据来源：产业在线、开源证券研究所

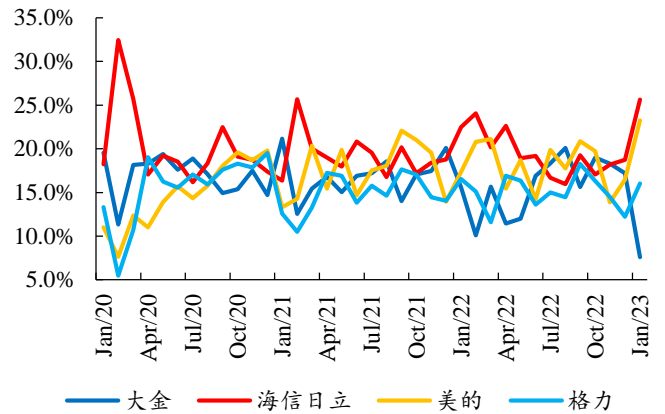
海信系在多联机领域份额领先。据艾肯网数据统计，大金、日立、美的位居2022年多联机组份额第一梯队。从产业在线数据来看，2023M1海信日立内销份额达25.6%，位居第一，若加上约克VRF份额进一步领先竞争对手。

图21：大金、海信日立、美的在多联机位居第一梯队



资料来源：艾肯网

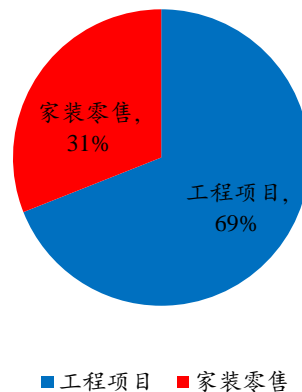
图22：2023M1 海信日立在多联机内销份额第一



数据来源：产业在线、开源证券研究所

从渠道结构来看，**中央空调下游以工程基建渠道为主**。据艾肯网数据，国内中央空调内销零售市场份额中，工程项目（含精装配套）渠道占比为 69%，家装零售渠道占比为 31%，其中工程项目在 2022 年下滑幅度达 2.8%，高于家装零售市场下滑幅度，主要系疫情导致部分工程项目出现停工、推迟，在工程渠道众多细分市场中，精装修楼盘配套市场下滑最大，主要系地产行业低迷所致。

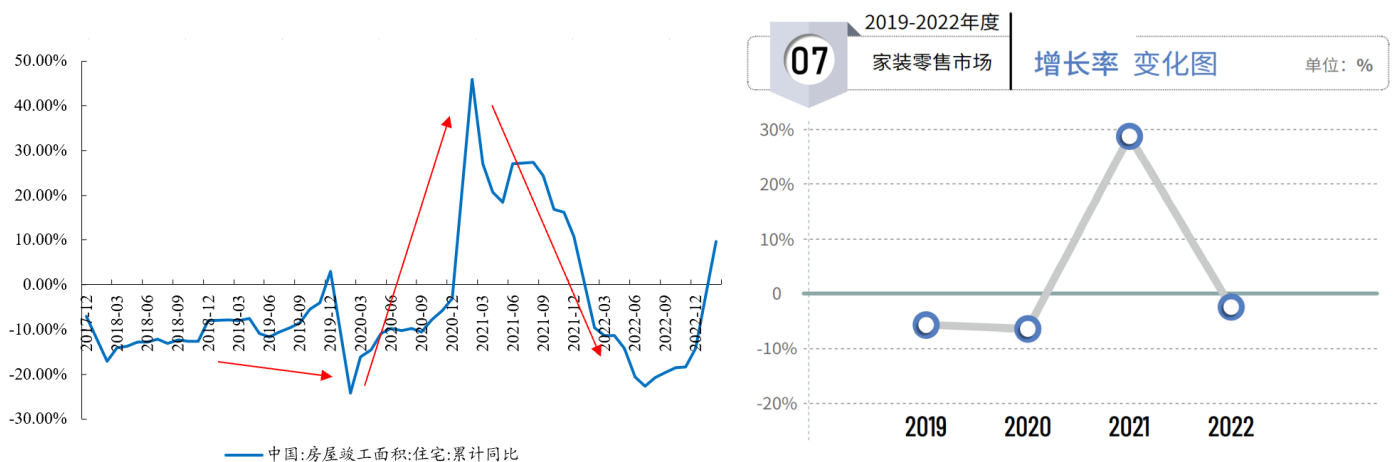
图23：2022 年国内中央空调下游渠道中工程项目（含精装）占比 69%



数据来源：艾肯网、开源证券研究所

家装零售渠道：受益于地产回暖，中央空调在家装零售渠道有望在 2023 年回暖。从产品结构看，多联机占据中央空调家装零售渠道比例达 70.1%，仍是家用零售渠道的主力产品。复盘历史中央空调在家装零售市场的增长率，与住宅竣工面积累计同比滞后 1 年数据具有较强相关性。2022 年中央空调在家装零售市场受疫情、地产低迷等因素抑制，整体仍出现下滑。伴随 2022H2 地产相关支撑政策相继出台，2023 年初，国内住宅竣工面积累计同比由负转正，有望带动 2023 年中央空调在家装零售渠道的市场表现。

图24：中央空调在家装零售市场销售增速与住宅竣工滞后一年数据具有较强相关性



数据来源：Wind、艾肯网、开源证券研究所

工程项目渠道：国内精装渗透率仍处低位，中央空调在精装配套率稳步提升。据艾肯网数据，2022年工程基建渠道下滑最大的拖累项为精装配套渠道。据奥维云网数据，2022年中国房地产精装修市场规模145.17万套，同比下滑49%，其中精装项目渗透率为40.1%，与欧美发达国家80%以上精装渗透率相比，仍有一倍提升空间。另一方面，中央空调在精装房配套率也稳步提升，据奥维云网数据，2022年中央空调精装配套率达52.07%。伴随国内精装渗透率及中央空调精装配套率双双提升，有望推动中央空调在工程项目渠道稳步增长。

表1：中央空调精装配套率近年来稳步提升

	2018	2019	2020	2021	2022
精装总规模（万套）	53.15	319.3	325.5	286.1	145.17
中央空调配套规模（万台）	11.16	74.78	99.77	106.89	75.59
中央空调精装配套率	21.00%	23.42%	30.65%	37.36%	52.07%

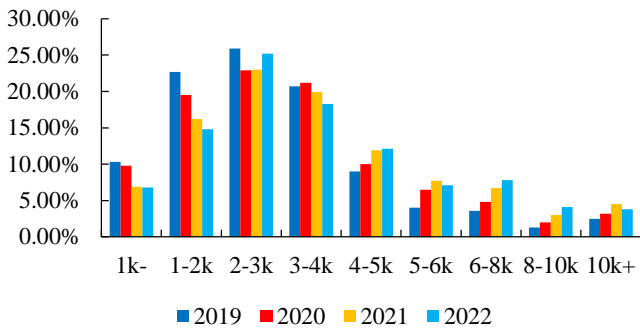
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.2、传统冰洗：内销双品牌差异化布局，积极出海全球化布局

2.2.1、冰箱：内销海信+容声差异化布局，出口份额行业领先

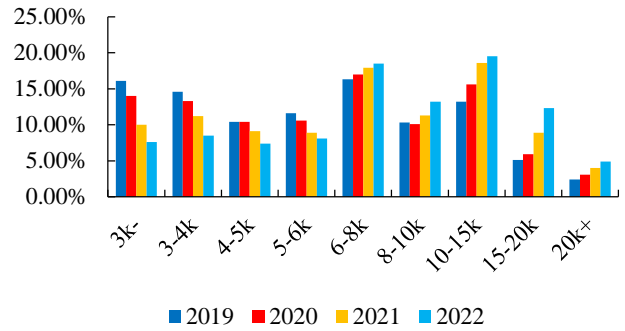
近年来，冰箱内销市场结构升级显著。据AVC数据，冰箱市场在近年来产品升级显著，从2019-2022年以来，无论是线上还是线下，高价产品占比持续提升。从产品结构来看，600L以上产品占比持续提升，据AVC数据，线上/线下600L+产品零售额从2020Q1的5.3%/13.4%分别提升至2022Q4的15.9%/24.3%。

图25：2019-2022 冰箱内销线上产品结构持续升级



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

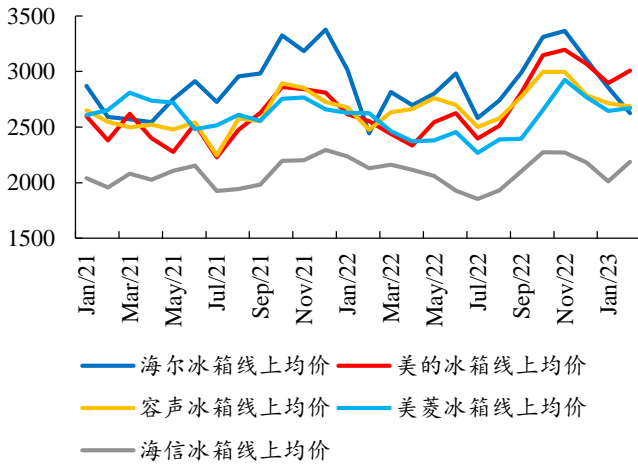
图26：2019-2022 冰箱内销线下产品结构持续升级



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

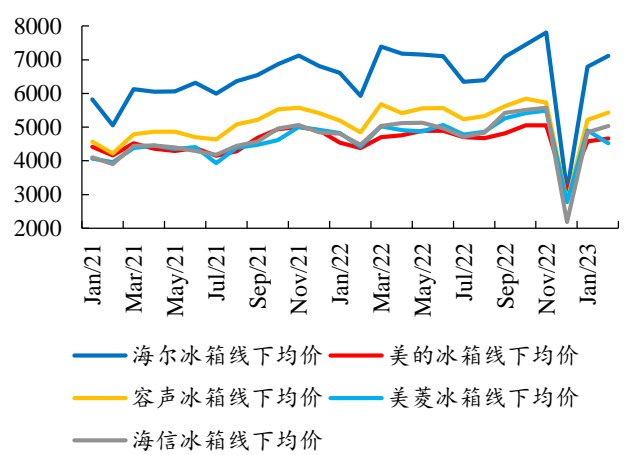
“海信+容声”差异化双品牌布局，中高端产品市场份额领先。公司冰箱内销围绕“海信+容声”双品牌打造，海信冰箱定位偏于性价比。容声冰箱定位于中高端，线上/线下价格仅次于海尔。据 AVC 数据，2022 年海尔/美的/容声/海信/美菱线上冰箱均价分别为 2946 元/2713 元/2736 元/2093 元/2520 元，线下冰箱均价分别为 6965 元/4761 元/5465 元/5031 元/5001 元。据 AVC 数据，2022 年容声 WILL559 冰箱为内销 2 万元以上冰箱销量第一。

图27：容声、海信冰箱线上差异化布局



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

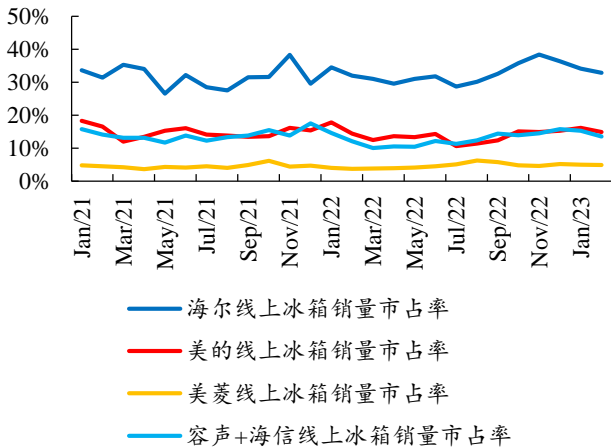
图28：2021-2023M2 容声冰箱均价位列行业第二



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

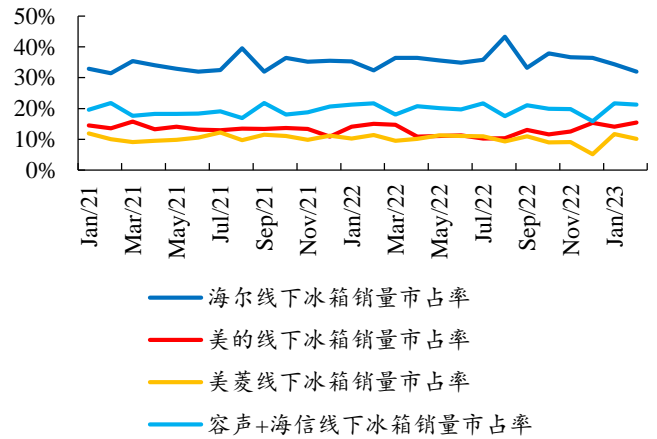
海信系冰箱内销份额稳居前三，处于行业领先地位。据 AVC 数据，“海信+容声”销量市占率在线上/线下均处于行业领先地位，2022 年全年冰箱内销线上市场海尔/美的/海信系（海信+容声）/美菱销量市占率分别为 32.66%/13.82%/12.69%/4.71%，线下市场海尔/美的/海信系（海信+容声）/美菱销量市占率分别为 36.22%/12.12%/20.12%/10.42%。

图29：容声、海信冰箱线上份额稳居第二梯队



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

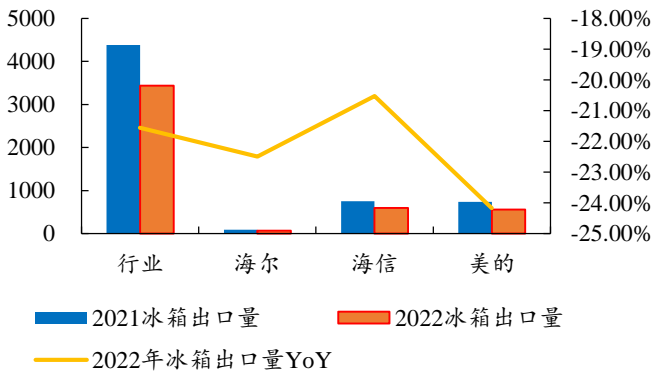
图30：容声、海信冰箱线下份额稳居第二梯队



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

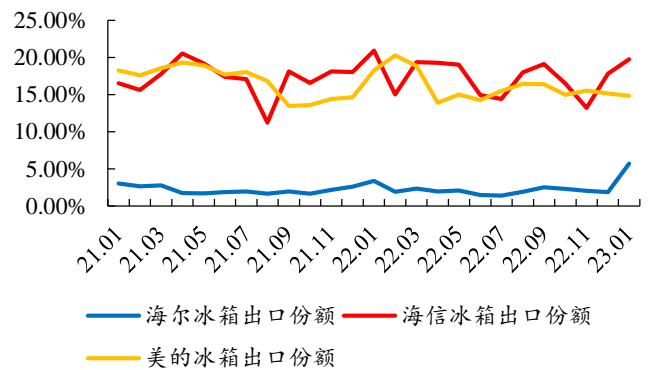
海信系冰箱出口份额领先行业。据产业在线数据，受海外通胀、能源危机、地产景气度下行等因素影响，2022年冰箱行业出口量3435万台（-22%），海信冰箱出口仍优于行业，且出口份额领先。据产业在线数据，2022年海尔/美的/海信冰箱出口量占比分别为2.11%/16.23%/17.46%。

图31：2022年海信冰箱出口同比优于行业



数据来源：产业在线、开源证券研究所

图32：海信、美的冰箱出口份额行业领先

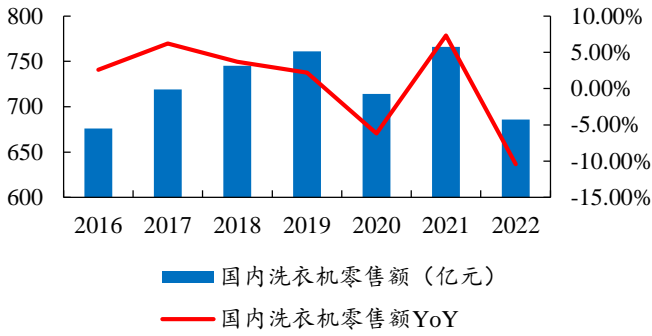


数据来源：产业在线、开源证券研究所

2.2.2、洗衣机：积极布局洗烘一体机，性价比优势凸显

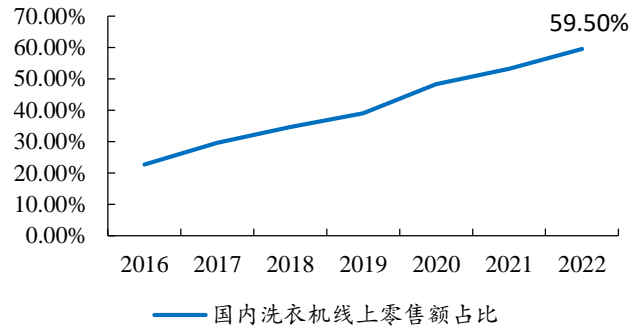
2022年洗衣机市场表现一般，线上占比逐年提升。据AVC数据，2022年国内洗衣机市场全渠道零售额686亿元（-10.4%），其中线上/线下零售额分别为408亿元（+0.2%）/278亿元（-22.5%），全渠道零售量3371万台（-9%），其中线上/线下零售量分别2550万台（-1.3%）/821万台（-27.7%），在疫情、地产等因素影响下，线上市场销额/量占比分别达59.5%/75.6%。

图33：2022年国内洗衣机市场表现一般



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

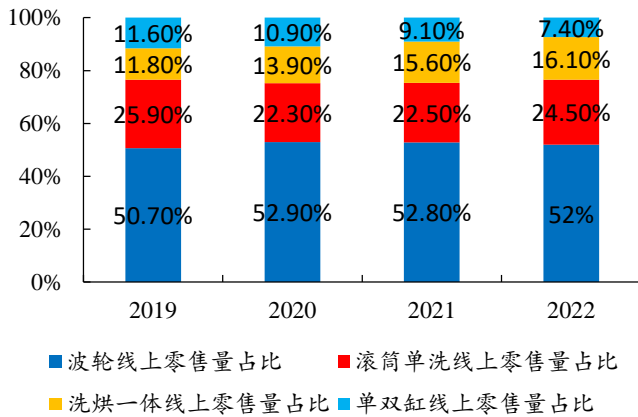
图34：洗衣机内销线上市场占比逐年提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

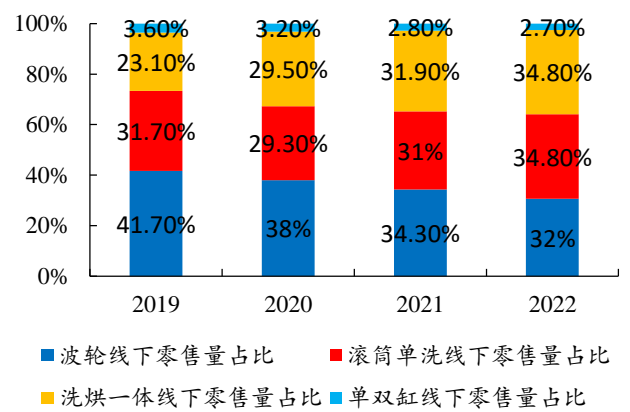
产品结构来看，滚筒单洗及洗烘一体份额有所提升。回顾过去几年洗衣机内销产品结构，滚筒单洗及洗烘一体机器销量占比持续提升，考虑到滚筒单洗及洗烘一体机器均价高于波轮及单双缸机型，行业整体呈结构升级趋势。

图35：2019-2022 洗衣机线上洗烘一体占比稳步提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图36：2019-2022 洗衣机线下洗烘一体占比稳步提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

公司围绕“蒸烫洗”核心技术，不断强化产品创新及用户体验，新品在天猫洗烘一体榜单位居前五。海信作为洗衣机行业蒸烫洗标准牵头制定者，聚焦蒸烫免熨、专衣专护。2022年陆续推出璀璨C2和璀璨CC两款高端洗烘套装产品，可以通过纳米级蒸汽发生系统和接触式温湿度传感器精准控制蒸汽量和风速，实现高端衣物专属护理。从天猫新品洗烘一体新品榜单来看，海信SE12F位居前五，且在同类产品中具有显著性价比优势。

表2：海信洗烘一体机在同类新品中具备显著性价比优势

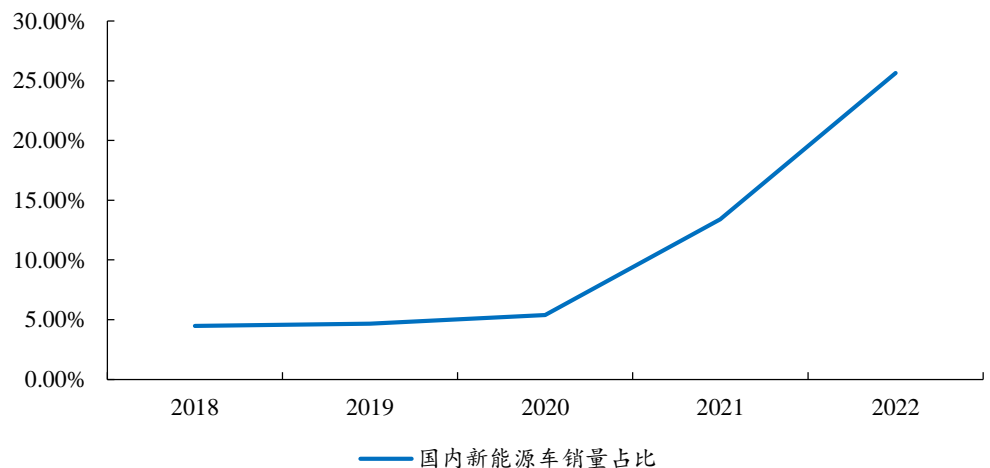
品牌	小天鹅	海尔	小天鹅	石头	海信
型号	TD098	MATE35S	TD100V615T	H1	SE12F
售价	2499	2399	3099	5999	1999
产品类型	洗烘一体	洗烘一体	洗烘一体	洗烘一体	洗烘一体
洗涤容量	10kg	10Kg	10Kg	12Kg	10Kg
烘干方式	冷凝	冷凝	冷凝	分子筛	冷凝

数据来源：天猫、开源证券研究所（截止 2023/4/8 洗烘一体机新品榜单前五）

3、并购三电，发力新能源车业务

3.1、新能源汽车行业快速增长，车用空调盈利行业β

受益于政策驱动，国内新能源车占比持续提升。2020年10月，中国汽车工程学会牵头修订编制的《节能与新能源汽车技术路线图（2.0版）》发布，提出2035年新能源汽车销量占比达50%以上。同时，在各种新能源车补贴政策下，国内新能源汽车销量快速增长，2019-2022国内汽车/新能源汽车销量CAGR分别为-1%/53%，截止2022年底国内新能源汽车销量达689万台，占比达25.64%。

图37：2022年国内新能源汽车销量占汽车销量比重达25.64%


数据来源：中汽协、开源证券研究所

新能源汽车销量快速增长催化新能源汽车热管理市场发展，压缩机是价值最高零部件。新能源车无发动机作为热能来源，同时新增了电池热管理系统，由于电池以及功率元件性能对温度的敏感性，新能源车特别是纯电动车的热管理范围、热管理方案以及零部件都有较大变化。在纯电动领域，新增了电池冷却和加热系统，由于没有内燃机作为能量来源，加热系统新增了PTC加热器或热泵空调系统，最终带来了电池冷却器、电池水冷板、电子膨胀阀、电子水阀、电子水泵等新增零部件。其中压缩机是占比最高的零部件，占比超20%。

表3：新能源汽车热管理组件价值较燃油车提升1倍，其中压缩机价值最高

燃油车热管理核心组件	结算价格（元）	新能源车热管理核心组件	结算价格（元）
散热器	450	电池冷却器	600
蒸发器	180	蒸发器	720

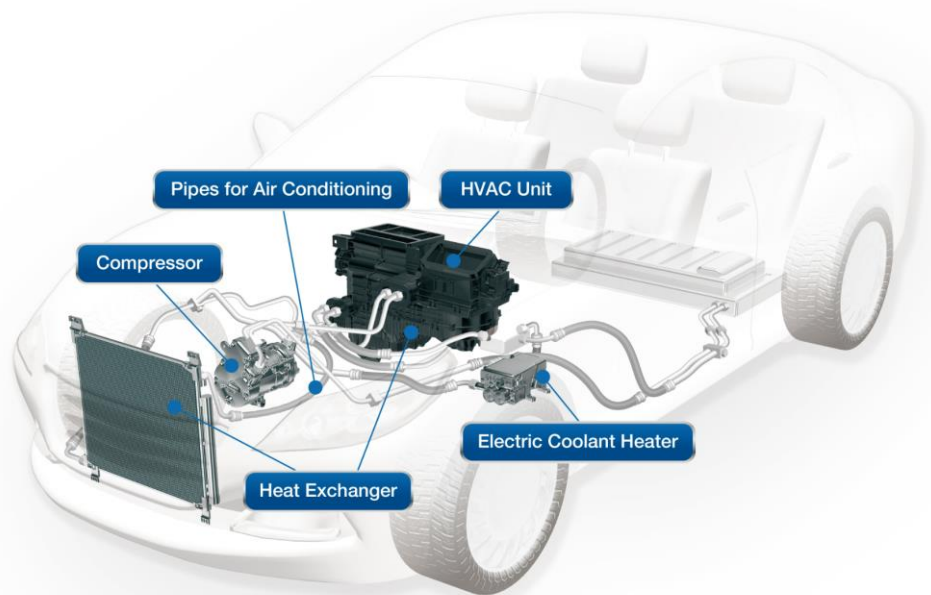
燃油车热管理核心组件	结算价格（元）	新能源车热管理核心组件	结算价格（元）
冷凝器	100	冷凝器	200
油冷器	300	热泵系统	1500
水泵	100	电子系统	840
空调压缩机	500	电动压缩机	1500
中冷器	200	电子膨胀阀	500
其他	400	其他	550
合计	2230	合计	6410

资料来源：三花智控可转债公告、开源证券研究所

3.2、海信入主日本三电，有望实现扭亏为盈

日本三电是全球领先的老牌汽车热管理公司。日本三电成立于1943年，为全球领先的汽车空调压缩机和空调系统的生产企业，于1981年生产出世界上第一台车用涡旋压缩机。旗下产品包括压缩机（电动压缩机、变排量压缩机、定排量压缩机、二氧化碳压缩机）、HVAC零件、热交换器、冷却液电加热器、管路、热泵系统等。

图38：三电在热管理领域布局较为完善



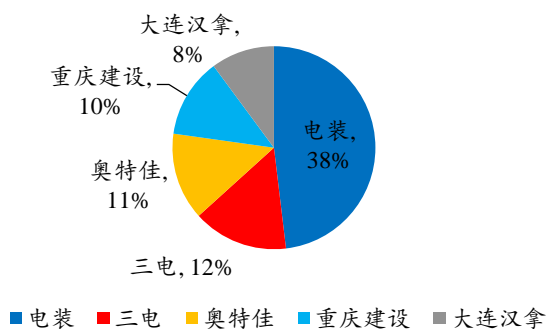
资料来源：三电官网

全球产能布局，三电压缩机市场份额全球第二。三电控股在全球广泛布局，制造产能主要集中于亚洲（中、日、东南亚）、欧洲（法国、波兰）、美洲（美国、墨西哥），海信入主三电后持续推动国内三电和华域系合作，打造“三电中国”架构，积极协同、提升三电与华域系在采购、研发的运营效率，更积极的拓展国内新能源客户。2019年，日本三电占全球汽车空调压缩机市场份额的12%，仅次于电装位居全球第二，而2018年电动压缩机市占率达到15%。

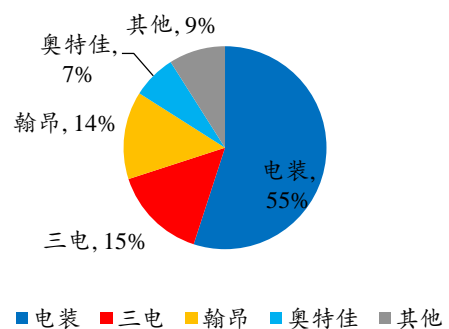
表4：三电控股在汽车压缩机、汽车空调等领域全球化布局

区域	国家	一级子公司数量	业务	产品
欧洲	法国	2	制造、销售、营销	汽车压缩机、汽车空调、热泵热水系统
	波兰	1	制造、销售、营销	汽车压缩机、汽车空调
	德国	3	研发、销售、营销	汽车压缩机、汽车空调
	英国	1	销售、营销	汽车压缩机、汽车空调
	意大利	1	销售、营销	汽车压缩机
	西班牙	1	销售、营销	汽车压缩机
美洲	美国	2	制造、开发、销售、营销	汽车压缩机、汽车空调、热泵热水系统
	墨西哥	1	制造	汽车压缩机
	巴西	1	销售、营销	汽车压缩机
亚洲	印度	3	制造、销售、营销	汽车压缩机、汽车空调
	新加坡	1	制造、销售、营销	汽车压缩机、汽车空调
	马来西亚	1	制造、销售、营销	汽车压缩机、汽车空调
	菲律宾	1	制造、销售、营销	汽车空调
	印尼	1	制造、销售、营销	汽车压缩机、汽车空调
	泰国	1	制造、销售、营销	汽车压缩机、汽车空调
	巴基斯坦	1	制造、销售、营销	汽车压缩机、汽车空调
	越南	1	研发	汽车压缩机
	韩国	1		汽车压缩机
	日本	4	汽车系统、汽车空调压缩机、研发、共享服务	电动压缩机、变排量压缩机、热泵、暖通空调
	中国	6	制造、销售、营销	汽车压缩机、汽车空调
大洋洲	澳大利亚	1	销售、营销	汽车压缩机、汽车空调

资料来源：三电官网、开源证券研究所

图39：2019年三电系全球汽车空调压缩机份额第二


数据来源：一览众咨询、开源证券研究所

图40：2018年三电系全球汽车空调电动压缩机份额第二


数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

海信入主后，三电有望实现困境反转。尽管三电位居全球汽车空调压缩机份额第二，但受燃油车销量萎靡、疫情反复等原因，三电近年来收入、利润持续下滑。海信在过往并购过程中经验丰富：2018年收购日本东芝映像，于2019年扭亏为盈；

2018 年收购古洛尼 (Gorenje)，18 个月后扭亏为盈；2019 年海信日立被并表后表现优异，在 2020 年依旧实现收入、利润 10% 以上增长。我们认为三电被并表后有望实现困境反转，主要从以下方面突破：

(1) 三电控股早期股权存在代理人问题，海信入主后有望激发经营活力

海信入主前，三电控股前金融机构持股比例较多，管理层持股比例较低，在此背景下公司存在代理人问题，人力成本高昂，2018 财年管理费用率高达 16.8%。海信入主后，持股比例达 75%，同时多名海信系高管入驻三电董事会，完善治理结构。

表5：海信系多名高管入驻三电控股

	姓名	职责
董事&总裁	Zhu Dan	公司运营
董事&执行副总裁	Xiong Hao	质量/健康安全/环境管理/日本业务管理
董事&执行副总裁	Hideyuki Kobayashi	行政/法律/内部沟通/澳洲&亚太业务管理
执行副总裁	Zhang Ning	业务管理/财会/内部管理
执行副总裁	Wang Zhigang	生产管理/开发/中国业务管理
执行副总裁	Lui Hongjju	研发/IT
执行副总裁	Stanka Pejanovic	人力资源
执行副总裁	Xu Zhan	供应链管理
执行副总裁	Li Sujiang	销售/西方国家业务管理
企业执行官	Yoshihiro Tachikawa	生产管理/制造/生产工程

资料来源：三电官网、开源证券研究所

(2) 协同三电与华域系关系，积极引入国内新能源客户

海信入主后，三电在中国区域设立三电（中国），负责统筹天津、重庆、苏州等地公司及下属公司，同时管理合资公司华域三电（三电中国持股华域三电比例 43%）。华域三电负责制造销售汽车空调压缩机、三电（中国）负责汽车空调及热管理系统，分工明确，提升双方合作效率。

海信入主后，三电持续减亏。2022 年三电实现收入 1757 亿日元（+8%），分区域来看，欧洲/中国&亚太/日本/美洲分别实现收入 594 亿日元/790 亿日元/142 亿日元/201 亿日元，同比分别-6%/+40%/-12%/26%，中国&亚太收入增速显著高于其他区域。利润端看，2022 年归母净利润-16 亿元，较 2021 年实现大幅减亏，据三电预期，2023 年归母净利润-16 亿元。

表6：预计 2023 年三电持续减亏

	FY2021 (1-12 月)	FY2022(1-12 月)	FY2023 (预计)	2023E 同比
收入 (亿日元)	1626	1757	1830	4.15%
欧洲	631	594	610	2.69%
中国&亚太	566	790	864	9.37%
日本	162	142	139	-2.11%
美洲	159	201	208	3.48%
归母净利润 (亿日元)	-125	-16	-16	0.00%

数据来源：三电公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

考虑到海信在中央空调多联机领域优势明显，且家装零售渠道受益于地产回暖，工程项目渠道受益于精装渗透率及中央空调在精装配套率稳步提升，同时家空受益于新风空调渗透率逐步提升，预计 2023-2025 年空调业务收入增速分别 13%/10%/10%；考虑冰箱结构升级、洗衣机洗烘一体占比提升，预计 2023-2025 冰洗业务收入增速 4%/4%/4%；考虑三电逐步拓展新能源客户，预计 2023-2025 年其他主营业务收入增速分别 10%/11%/12%；

考虑到空冰洗产品升级及热管理领域新能源车更高利润率，预计 2023-2025 年空调毛利率 28%/28.5%/29%；预计冰洗毛利率 18%/18.5%/19%；预计其他主营业务毛利率 10%/11%/12%；

预计公司 2023-2025 年营业总收入增速 9.23%/7.94%/8.01%，毛利率 20.42%/21.06%/21.7%。

表7：预计 2023-2025 年收入、毛利率稳步提升

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（亿元）	675.63	741.15	809.58	873.83	943.80
营收 YoY	39.61%	9.70%	9.23%	7.94%	8.01%
空调	304.03	345.00	389.85	428.84	471.72
空调 YoY	30.01%	13.48%	13.00%	10.00%	10.00%
空调毛利率	26.28%	27.93%	28.00%	28.50%	29.00%
冰洗	230.18	212.07	220.55	229.37	238.55
冰洗 YoY	23.03%	-7.87%	4.00%	4.00%	4.00%
冰洗毛利率	16.73%	17.53%	18.00%	18.50%	19.00%
其他主营业务	73.42	117.88	129.67	142.63	156.90
其他主营业务 YoY	319.78%	60.56%	10.00%	10.00%	10.00%
其他主营业务毛利率	15.52%	13.31%	10.00%	11.00%	12.00%
其他业务	68.00	66.20	69.51	72.99	76.64
其他业务 YoY	49.52%	-2.65%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务毛利率	4.88%	6.20%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	19.70%	20.69%	20.42%	21.06%	21.70%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

我们选取 A 股白电龙头海尔智家/美的集团及空调压缩机龙头之一的海立股份作为可比公司，公司 2022-2023 年估值略高于平均，但从业务层面来看，公司未来业绩核心驱动力来自中央空调及汽车热管理系统，而中央空调行业的大金工业、汽车热管理

系统的日本电装 2021 年 PE 分别 30.17x/23.47x，海信家电有望享受一定估值溢价，预计公司 2023-2025 年归母净利润 16.52/19.63/22.11 亿元，对应 EPS 为 1.21/1.44/1.62 元，当前股价对应 PE 为 21.4/18.0/16.0x，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	评级	收盘价	归母净利润增速 (%)			PE (倍)		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
600690.SH	海尔智家	买入	23.49	12.50	15.80	15.00	15.06	13.05	11.35
000333.SZ	美的集团	买入	57.04	5.70	15.00	10.50	13.20	11.48	10.39
600619.SH	海立股份		6.43	(38.10)	30.00	15.40	35.72	26.79	22.96
平均							21.33	17.11	14.90
000921.SZ	海信家电		25.96	47.50	14.40	18.30	24.72	21.43	18.04

数据来源：Wind、开源证券研究所（海尔智家、美的集团盈利预测来自于开源证券研究所，其中海尔智家 2022 年年报已出，海立股份盈利预测来自于 Wind 一致预期，收盘价 2023/4/20）

5、风险提示

原材料价格波动；三电热管理订单不及预期；汇率波动等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	39700	36629	32939	31193	35429
现金	7023	6001	6555	7076	7642
应收票据及应收账款	8985	7810	0	0	0
其他应收款	484	475	573	558	663
预付账款	346	262	402	315	460
存货	8437	6553	9876	7715	11130
其他流动资产	14425	15528	15533	15529	15534
非流动资产	16249	18746	18913	18846	18546
长期投资	1436	1518	1903	2183	2492
固定资产	5189	5319	5162	4850	4452
无形资产	1644	1460	1482	1519	1352
其他非流动资产	7979	10450	10366	10294	10249
资产总计	55949	55376	51852	50039	53975
流动负债	38012	36365	30042	24684	24428
短期借款	2859	1462	17284	10292	10947
应付票据及应付账款	23293	21040	0	0	0
其他流动负债	11860	13863	12758	14392	13481
非流动负债	2345	2732	2728	2723	2719
长期借款	32	20	16	11	7
其他非流动负债	2312	2712	2712	2712	2712
负债合计	40357	39097	32770	27407	27147
少数股东权益	5249	4761	5912	7824	10082
股本	1363	1363	1363	1363	1363
资本公积	2069	2074	2074	2074	2074
留存收益	6817	7960	10133	13210	16863
归属母公司股东权益	10342	11518	13170	14808	16746
负债和股东权益	55949	55376	51852	50039	53975

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4314	4032	-13644	9585	1468
净利润	2343	3069	2803	3875	4469
折旧摊销	1137	1257	992	1107	1187
财务费用	57	-182	962	1195	947
投资损失	-507	-513	-584	-450	-514
营运资金变动	1405	-92	-17704	3973	-4508
其他经营现金流	-120	493	-114	-115	-114
投资活动现金流	-4423	-2598	-516	-548	-332
资本支出	1107	883	774	760	578
长期投资	67	1	-385	-280	-308
其他投资现金流	-3383	-1716	643	492	555
筹资活动现金流	1475	-1779	-1107	-1525	-1224
短期借款	2837	-1397	15822	-6992	654
长期借款	32	-13	-4	-4	-5
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	8	5	0	0	0
其他筹资现金流	-1402	-374	-16925	5471	-1874
现金净增加额	1262	-401	-15268	7512	-88

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	67563	74115	80958	87383	94380
营业成本	54250	58783	64428	68984	73902
营业税金及附加	399	479	564	570	610
营业费用	7672	8071	8582	8913	10382
管理费用	1327	1821	2105	1922	2076
研发费用	1987	2289	2259	2272	2265
财务费用	57	-182	962	1195	947
资产减值损失	-61	-275	0	0	0
其他收益	414	403	366	388	393
公允价值变动收益	34	23	20	24	25
投资净收益	507	513	584	450	514
资产处置收益	6	1	38	18	16
营业利润	2781	3367	3124	4480	5218
营业外收入	191	531	288	329	335
营业外支出	56	75	43	47	55
利润总额	2917	3824	3369	4762	5498
所得税	574	755	565	887	1028
净利润	2343	3069	2803	3875	4469
少数股东损益	1370	1634	1152	1912	2259
归属母公司净利润	973	1435	1652	1963	2211
EBITDA	4018	4991	5149	6908	7515
EPS(元)	0.71	1.05	1.21	1.44	1.62

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	39.6	9.7	9.2	7.9	8.0
营业利润(%)	-13.0	21.1	-7.2	43.4	16.5
归属于母公司净利润(%)	-38.4	47.5	15.1	18.8	12.6
获利能力					
毛利率(%)	19.7	20.7	20.4	21.1	21.7
净利率(%)	1.4	1.9	2.0	2.2	2.3
ROE(%)	15.0	18.9	14.7	17.1	16.7
ROIC(%)	16.9	21.3	11.0	18.1	18.0
偿债能力					
资产负债率(%)	72.1	70.6	63.2	54.8	50.3
净负债比率(%)	-23.3	-21.0	61.3	18.5	15.9
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.3	1.5
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.5	1.7	1.8
应收账款周转率	8.8	9.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.7	5.5	13.3	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.71	1.05	1.21	1.44	1.62
每股经营现金流(最新摊薄)	3.17	2.96	-10.01	7.03	1.08
每股净资产(最新摊薄)	7.59	8.45	9.66	10.87	12.29
估值比率					
P/E	36.4	24.7	21.4	18.0	16.0
P/B	3.4	3.1	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	7.8	6.0	9.0	5.9	5.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

22 / 24

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn