

金海高科(603311)

报告日期: 2023年06月30日

## 空气过滤隐形冠军, 布局新兴业务打开空间

### ——金海高科首次覆盖报告

#### 投资要点

##### □ 空滤行业隐形龙头, 向新能源汽车配套进军

1) 金海高科拥有高性能过滤材料核心技术, 广泛应用于家用/商用空调、空气净化器、厨房电器、清洁电器、新能源汽车/传统油车/航空空调过滤系统、新风系统等行业领域。是空气过滤行业领军者。2) 公司目前由白电业务向新能源汽车配套空气滤进发, 2022年空气过滤网、空调风轮、过滤器收入占比分别为40%、44%、12%。3) 18-22年收入CAGR为6.91%, 得益于过滤材料应用场景拓宽。

##### □ 空气过滤业务: 气候变化打开空间, 海外市场带来机遇

1) 国内: 新风空调与清洁电器成市场新宠。公司与行业龙头企业深度绑定, 且在抗病毒领域技术实力雄厚, 公司抗毒空气过滤器已经通过日本纺织产品质量技术中心检验。2) 海外: 金海与大金、三菱、松下长期保持合作关系, 随着东南亚需求爆发, 公司作为供应商盈利前景可观。

##### □ 新能源汽车与航空业务: 空气解决方案国产替代进行时

1) 新能源车 HEPA: 打入国际新能源车产业链, 开拓新客户版图。金海高科打破国外品牌独供的局面, 在相关领域实现了进口替代。公司已经与国内外多家知名车企进行合作, 包括3M、三电、翰昂等全球知名品牌。2) 航空: 金海高科已经签订C919和ARJ飞机的供货协议, 国产飞机空滤开启新成长。

##### □ 盈利预测与估值

预计公司23-25年归母净利润分别为0.94/1.28/1.60亿元, 对应增速分别为25%/36%/25%, EPS分别为0.40/0.54/0.68元, PE分别为30x/22x/18x。给予公司24年30x估值, 对应目标价16.2元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

##### □ 风险提示

下游客户订单不及预期; 核心技术被取代; 新产能释放不及预期

#### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 闵繁皓

执业证书号: S1230522040001

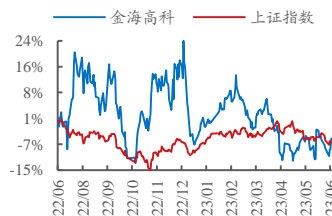
minfanhao@stocke.com.cn

研究助理: 张云添

#### 基本数据

收盘价	¥11.91
总市值(百万元)	2,809
总股本(百万股)	236

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	789	876	1062	1218
(+/-) (%)	4.18%	11.01%	21.25%	14.69%
归母净利润	76	94	128	160
(+/-) (%)	5.76%	24.51%	36.10%	24.93%
每股收益(元)	0.32	0.40	0.54	0.68
P/E	37.22	29.89	21.96	17.58

资料来源: 浙商证券研究所

## 正文目录

<b>1 空滤行业领军企业，新能源汽车配套带来增长新动能</b>	<b>5</b>
1.1 深耕空滤行业，业务遍布海内外市场	5
1.2 股权结构稳定，二代已完成接班	5
1.3 空滤行业细分领域龙头，具备全产业链竞争能力	6
1.4 营收增长稳中有进，ROE 重回增长快车道	8
<b>2 空气过滤基本盘稳固，海外市场带来新机遇</b>	<b>9</b>
2.1 气候变化催生需求，空调需求有序恢复	9
2.2 深度绑定日系大客户，技术优势高筑壁垒	10
2.2.1 下游客户优质，带来长期高盈利	10
2.2.2 产品力领先，质量管理体系完备	10
2.3 空气治理、清洁家电、海外市场并驾齐驱，放量可期	12
2.3.1 空气质量关注度提高，空气新风系统成热点	12
2.3.2 清洁电器成为滤材新增长点	13
<b>3 新能源汽车与航空领域带来全新增长曲线</b>	<b>15</b>
3.1 HEPA 上车引领汽车空滤产品升级	15
3.1.1 新能源车空滤产品升级，HEPA 成未来消费新趋势	15
3.1.2 HEPA 需求旺盛，已成为不少车型采纳的方案	16
3.1.3 引领国产替代，开拓新客户版图	17
3.2 国内民用航空市场起飞在即，牢牢把握国产替代机遇	19
<b>4 盈利预测及估值</b>	<b>20</b>
4.1 预计金海 23-25 年收入分别为 8.76/10.62/12.18 亿元	20
4.2 预计 23-25 年金海实现归母净利润 0.94/1.28/1.60 亿元	20
4.3 给予公司 24 年 30x 估值，目标价 16.2 元	21
<b>5 风险提示</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图 1: 金海高科历史沿革.....	5
图 2: 前五大股东持股情况 (截至 2023/3/31) .....	6
图 3: 实控人地位稳固 (截至 2023/3/31) .....	6
图 4: 金海高科核心产品.....	7
图 5: 分产品营收结构.....	7
图 6: 分产品毛利率走势.....	7
图 7: 分地区营收结构 (亿元) .....	8
图 8: 分地区毛利率走势.....	8
图 9: 公司营业收入 (亿元) .....	8
图 10: 公司归母净利润 (亿元) .....	8
图 11: 公司毛利率及净利率.....	9
图 12: 公司 ROE(加权)(%).....	9
图 13: 公司 2022 年资产负债率降至 24.73%.....	9
图 14: 费用控制稳定.....	9
图 15: 2023 年 5-6 月重点城市平均最高气温.....	10
图 16: 2019-2022 中国空调市场情况 (亿元) .....	10
图 17: 2021 年中国中央空调市场占有率.....	10
图 18: 空调净化机及新风系统领域国内外主要合作伙伴.....	10
图 19: 研发费用情况.....	11
图 20: 专利数量逐年攀升.....	11
图 21: 金海高科产品与市面上其他产品对比.....	12
图 22: 商用新风系统市场广阔.....	13
图 23: 中国房地产情况.....	13
图 24: 北上广精装房新风系统配套量逐步提高.....	13
图 25: 世界主要地区新风系统普及率.....	13
图 26: 中国清洁电器市场概览.....	14
图 27: 主要国家每千户家庭吸尘器保有量情况.....	14
图 28: 东南亚主要国家及中国拥有空调的家庭占比情况.....	14
图 29: 东南亚国家空调市场规模增速 (2020 年受疫情影响) .....	14
图 30: 打造上海-诸暨-日本三地一体全球研发中心, 在世界主要国家和地区建立了销售网络.....	15
图 31: 新能源汽车销量情况.....	15
图 32: 中国车内污染物浓度要求.....	15
图 33: 普通滤纸芯、活性炭滤芯和 HEPA 滤芯对比图.....	16
图 34: 金海与 3M 开发的汽车空调过滤器.....	17
图 35: 金海汽车过滤器产品.....	17
图 36: 复合滤材阻力性能对比 (Pa) .....	18
图 37: 颗粒污染物过滤机理.....	18
图 38: 汽车领域国际客户.....	18
图 39: 汽车领域国内客户.....	18
图 40: 飞机座舱空气环境控制示意图.....	19
表 1: 公司核心管理层简介.....	6

表 2: 2021 年进行产品升级的产品表.....	11
表 3: 已使用 HEPA 车型.....	17
表 4: 金海高科 23-25 年收入拆分及预测.....	20
表 5: 金海高科 23-25 年费用率及利润预测.....	21
表 6: 可比公司估值.....	22
表附录: 三大报表预测值.....	23

## 1 空滤行业领军企业，新能源汽车配套带来增长新动能

### 1.1 深耕空滤行业，业务遍布海内外市场

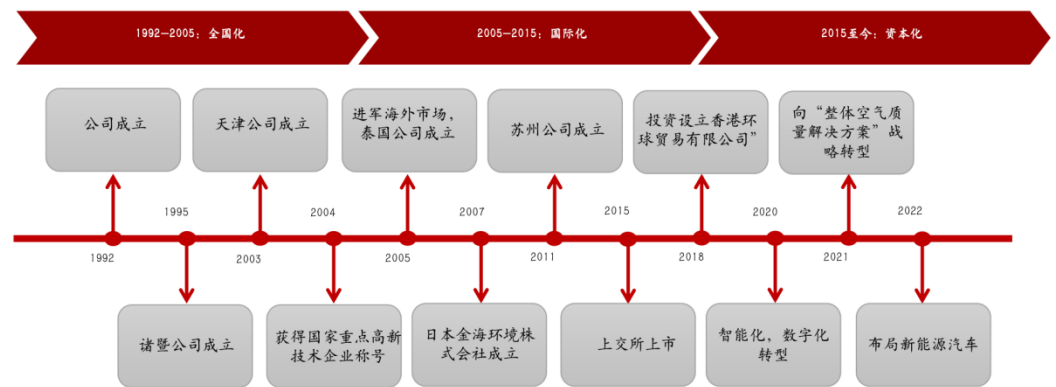
金海高科深耕空气过滤行业三十余年，历经全国化、国际化、资本化发展，业务版图持续扩张。公司成立于1992年，一直专注于空气治理领域核心部件的研发与生产制造。公司发展可以分为三个阶段：

**1992-2005（全国化阶段）：**公司以白色家电产品起家，随后在诸暨、上海、珠海、天津成立分公司。公司以规模化和全产业链化为驱动力，迅速成为各空调企业的核心供应商。

**2005-2015（国际化阶段）：**公司以品质和服务作为核心驱动力，布局海外市场。2000年开始，公司逐渐与日本空调企业达成合作。2005年，公司投资设立泰国公司，随后持续在东南亚进行布局。2007年日本金海环境株式会社成立。至今，公司已在泰国和日本设立研发生产基地和营销中心，同时销售网络遍及全球多个国家及地区。

**2015至今（资本化阶段）：**公司于2015年在上交所上市。不断提高高端市场份额和研发投入。从2022年开始产品转型面向新能源汽车相关空气滤网，不断拓展产品应用场景。

图1：金海高科历史沿革

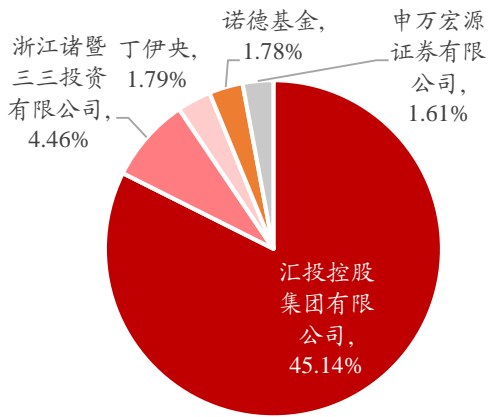


资料来源：公司官网、公司公告、浙商证券研究所

### 1.2 股权结构稳定，二代已完成接班

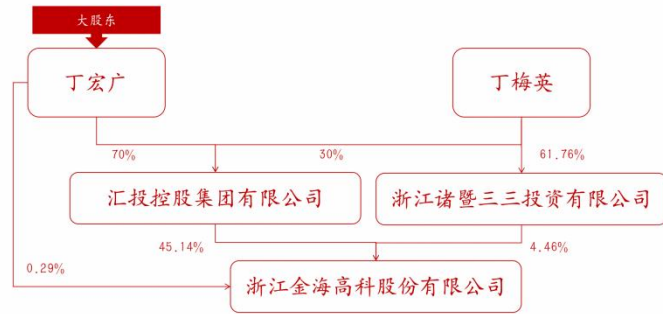
公司股权结构稳定，实控人地位稳固。公司实际控制人丁宏光与其配偶丁梅英通过直接或间接方式对公司持股49.89%。2022年，公司通过非公开发行股票募资，引入财通基金、诺德基金、申万宏源证券等6家认购方，使得公司总资产、净资产规模进一步增加，财务结构更趋合理，增强公司资产结构的稳定性和抗风险能力。

图2: 前五大股东持股情况 (截至 2023/3/31)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图3: 实控人地位稳固 (截至 2023/3/31)



资料来源: 天眼查、公司公告、浙商证券研究所

**高管团队经验丰富，团队稳定。**丁伊可女士 2020 年接任公司董事长，二代接棒为公司注入新活力。原董事长丁宏广时代公司在产品设计、产品性能、产品质量、售后服务等方面多年积累，为接班夯实基础。其余高管经验丰富，具有营销、技术、财务背景，且在公司工作多年。

表1: 公司核心管理层简介

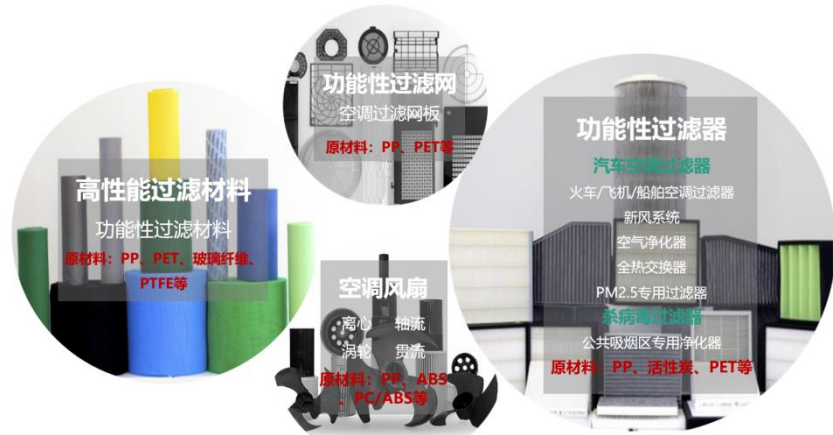
姓名	职务	任职开始时间	简历
丁伊可	董事长、总经理	2016.5.18	1987 年出生，硕士学历，毕业于英国伦敦国王学院。现任公司董事长、总经理。
丁宏广	董事、原董事长、实控人	2014.8	1958 年出生，EMBA 学历。曾任诸暨云石丝织厂厂长、诸暨云石印染厂厂长、诸暨市工商经济开发公司总经理。现任公司董事长，日本金海董事长，金海进出口执行董事兼经理、汇投国际有限公司董事。
丁伯英	董事、副总经理	2014.8	1976 年出生，专科学历。曾任金海三喜营销总监。现任公司董事、副总经理，日本金海总经理，天津金海董事。
洪贤良	董事	2017.8.17	1968 年出生，本科学历，高级工程师。2011 年进入公司，先后担任研究中心主任、研究院常务副院长、总工程师，副总经理。
穆玲婷	董事、董事会秘书	2020.8.14	1990 年出生，硕士学历，毕业于上海交通大学安泰经济与管理学院。曾任加拉格商贸有限公司大中华区资深市场主管。

资料来源: 公司公告，浙商证券研究所

### 1.3 空滤行业细分领域龙头，具备全产业链竞争能力

**金海高科是空滤行业过滤材料制造领域的全球龙头。**公司产品涵盖高性能过滤材料、功能性过滤材料、多功能过滤网及各类过滤器（病毒杀灭、强力脱臭、抗过敏、除甲醛等）、空调风扇、注塑件及组件等多种类产品，广泛应用于家用/商用空调、空气净化器、厨房电器、清洁电器、新能源汽车/传统油车/航空空调过滤系统、新风系统等行业领域。

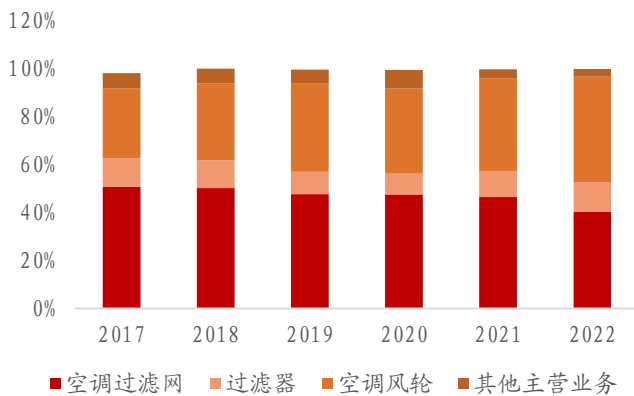
图4: 金海高科核心产品



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

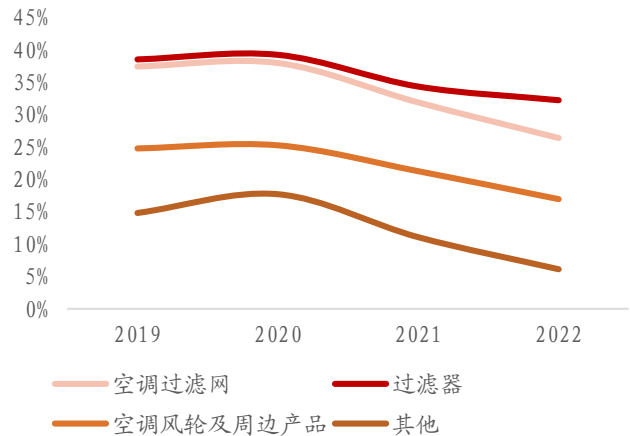
公司营收以空调产品为主, 新能源车领域正逐步为公司贡献增长新动能。分产品来看, 公司主要营收来源为空气过滤网, 2018-2022 营收从 2.84 亿元增长到 3.18 亿元, 对应 CAGR 为 2.87%。其次为空调风轮及周边产品, 2018-2022 营收从 1.82 亿元增长 3.47 亿元, 对应 CAGR 为 17.51。空调过滤网和空气过滤器产品盈利能力较强, 毛利率维持在 30% 以上, 而空调风轮及周边产品毛利率较低, 约为 15-30%。

图5: 分产品营收结构



资料来源: WIND、浙商证券研究所

图6: 分产品毛利率走势

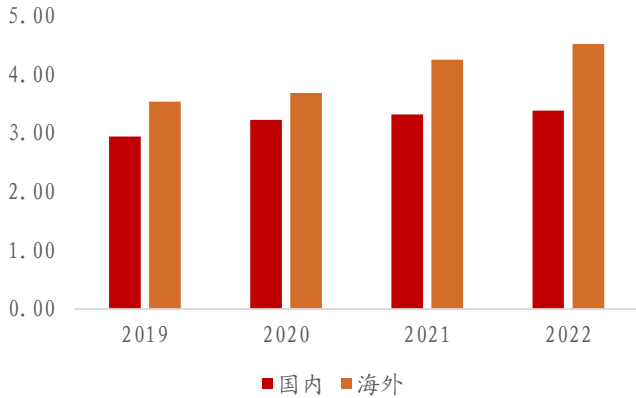


资料来源: WIND、浙商证券研究所

海外营收占比高, 带来高额毛利率。分地区来看, 公司主要营收来源为海外收入, 2019-2022 营收分别为 3.53/3.68/4.24/4.51 亿元, 对应占营收比重为 45.24/46.47/43.75/42.80 %。其次为国内收入, 2018-2022 营收分别为 2.94/3.22/3.31/3.38 亿元, 对应占营收比重为 54.46/53.08/56.00/57.13%。海外销售产品盈利能力较强, 毛利率维持在 27% 以上, 而国内销售产品毛利率较低, 约为 15-25%。

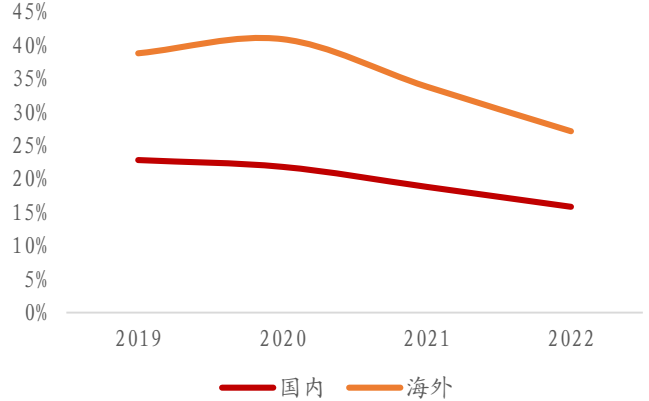


图7: 分地区营收结构 (亿元)



资料来源: WIND、浙商证券研究所

图8: 分地区毛利率走势

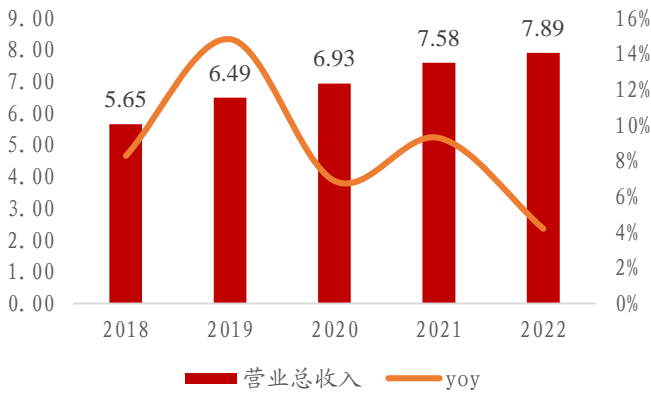


资料来源: WIND、浙商证券研究所

### 1.4 营收增长稳中有进, ROE 重回增长快车道

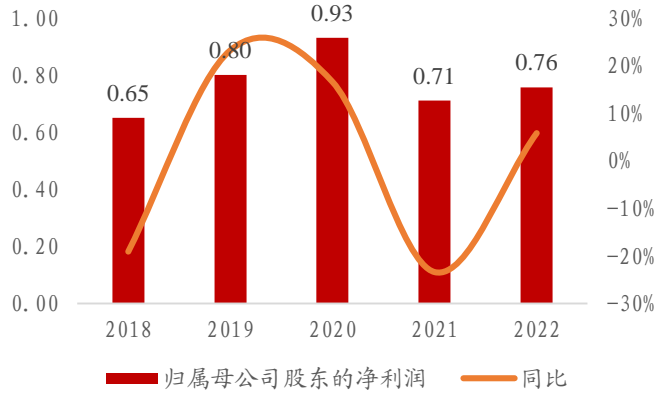
公司营收增长稳中有进, 盈利水平触底回暖。金海高科 2018 年实现营收收入为 5.65 亿元, 至 2022 年公司营业收入达到 7.89 亿元, 18-22 年 CAGR 为 8.7%。2018 年公司归母净利润 0.65 亿元, 2022 年归母净利润 0.76 亿元, 18-22 年 CAGR 为 4.0%。此外, 公司的毛利率始终保持在 20%以上, 主要原因在于公司与日韩大客户的紧密合作, 这些大客户对空气过滤网/器的性能要求较高, 使得公司的产品具备较高的溢价能力和盈利水平。

图9: 公司营业收入 (亿元)



资料来源: WIND、浙商证券研究所

图10: 公司归母净利润 (亿元)

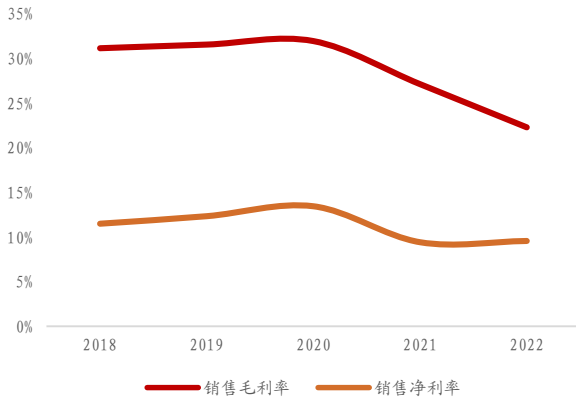


资料来源: WIND、浙商证券研究所

公司 ROE 重回增长快车道。2018 年至 2020 年公司 ROE 从 8.84% 增长到 10.97%, 增长 2.13pct。我们认为与国内外主要客户的深度合作和高性能过滤材料的核心技术优势是公司盈利能力突出的核心。2021-2022 年公司 ROE 分别为 7.96%/8.46%, 相比 2020 年下降较多的原因是原材料价格上升、工厂限电影响产能、运费、人工成本上涨。从中长期看, 随着人均可支配收入的增长、空气质量需求不断提升, 行业逐步复苏, 且公司凭借已有的核心技术优势, 能够为客户提供高性能产品, 因此盈利能力将得到保证。并且随着公司不断拓展业务版图、开拓海外市场, 公司未来的营收和净利润有望进一步提升, ROE 也将提升到更高水平。

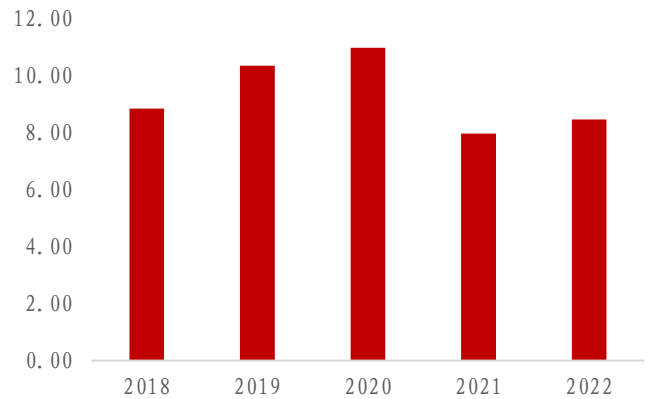


图11: 公司毛利率及净利率



资料来源: WIND、公司公告、浙商证券研究所

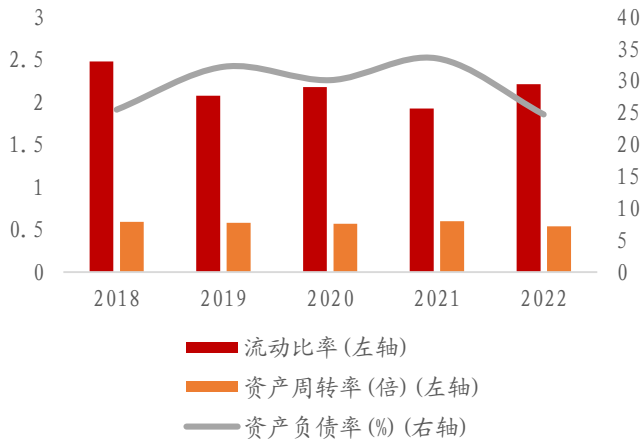
图12: 公司 ROE(加权)(%)



资料来源: WIND、浙商证券研究所

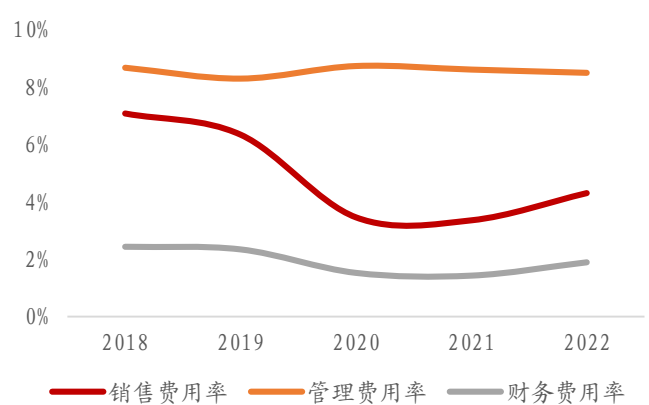
**公司偿债能力稳健增长。**2018年至2022年,公司流动比率稳定在2左右,2022年公司流动比率为2.21,显示出优秀的短期偿债能力。2022年公司资产周转率为0.54,公司在“以销定产”的生产模式下,存货周转速度较短,营运能力优秀。资产负债率从2021年的33.51%降至2022年的24.73%,公司的偿债能力稳健增长。

图13: 公司2022年资产负债率降至24.73%



资料来源: WIND、浙商证券研究所

图14: 费用控制稳定



资料来源: WIND、浙商证券研究所

## 2 空气过滤基本盘稳固, 海外市场带来新机遇

**白电空滤业务基本盘稳固, 为公司贡献主要营收。**公司主要产品为空气过滤材料, 应用于各类空调机、空气净化器及新风系统等, 未来也将着力开拓清洁家电市场。2022年空气过滤材料对公司营业收入贡献超过50%。从细分品类来看, 2022年空调过滤网及网板、过滤器、空调风轮及周边产品分别(包含部分汽车空滤过滤器)为公司贡献营收比重为40.28%/12.44%/43.97%, 19-22年CAGR分别为0.89%/17.74%/13.23%。

### 2.1 气候变化催生需求, 空调需求有序恢复

**全球气候变化带动空调市场回暖, 空滤需求有序恢复。**2022年, 世界许多国家和地区频繁发生了极端天气与气候事件。全球性的高温天气给空调行业带来了市场增长机会。根据2345天气王数据显示, 今年5-6月中国多个主要城市气温均高于去年, 空调市场有望借此回暖, 公司作为空调滤网主要供应商有望受益。

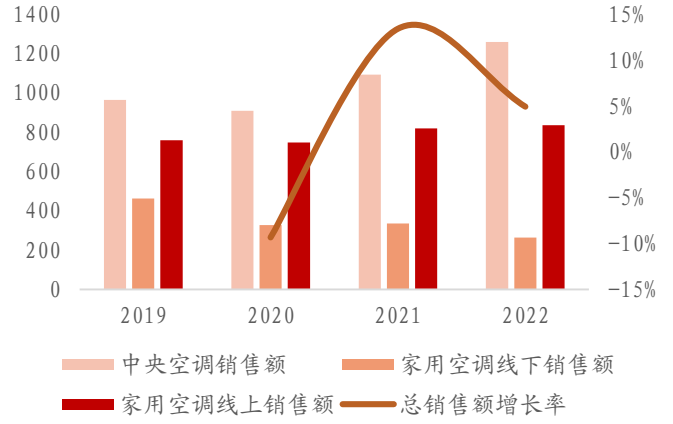
商用空调市场重回增长快车道。得益于2022年积压需求的集中释放、以及高效节能产品的政策利好及蓝海市场增长潜力的持续显现，中央空调市场在近一年的承压前行后复苏势头明显。

图15: 2023年5-6月重点城市平均最高气温

城市	2022平均最高气温	2023平均最高气温
北京	27.53	28.37
青岛	21.49	22.44
上海	25.16	26.56
杭州	25.74	27.95
南京	26.95	26.53
合肥	27.35	26.79
武汉	27.21	27.72
重庆	26.21	27.44
成都	26.79	28.30
长沙	26.74	28.70
厦门	25.16	28.95
广州	28.05	30.91
深圳	27.93	30.16
哈尔滨	20.53	22.21
长春	21.67	22.74
海口	30.37	32.72

资料来源: 2345天气王、浙商证券研究所  
注: 选取2023年5月1日-6月12日数据, 以及2022年同期平均最高气温数据进行比较。蓝色标注为2023年气温低于去年, 红色标注则相反。

图16: 2019-2022中国空调市场情况(亿元)



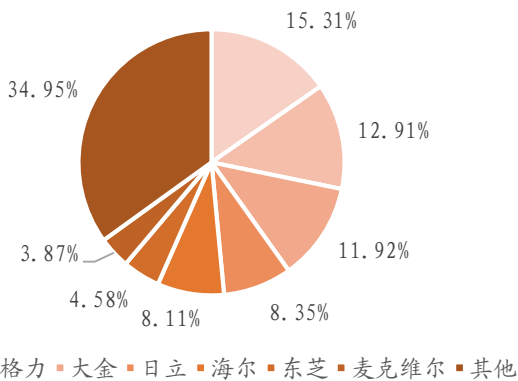
资料来源: 奥维云网、国祥股份招股书、浙商证券研究所

## 2.2 深度绑定日系大客户, 技术优势高筑壁垒

### 2.2.1 下游客户优质, 带来长期高盈利

与优质客户深度绑定, 共同布局海外市场。金海高科与国内外行业知名品牌建立了长期、稳定的战略合作。家电领域中国客户包含格力、美的等; 日韩系客户包括大金(麦克维尔)、日立、三菱、夏普、LG、三星等, 美系客户包括约克、开利、特灵等。公司在与原有客户深度合作外, 不断开拓新客户市场, 2021年公司先后与泰国美的、泰国海信开始在家电领域展开合作。根据中研产业研究院数据, 2021年中国中央空调市场占有率前7家公司均与金海高科有业务合作。

图17: 2021年中国中央空调市场占有率



资料来源: 中研产业研究院、浙商证券研究所

图18: 空调净化机及新风系统领域国内外主要合作伙伴



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

### 2.2.2 产品力领先, 质量管理体系完备

研发投入进入收获期, 技术优势高筑壁垒。公司在日本、上海、诸暨拥有研发中心。公司的日本研发中心集结了来自东京大学和神户大学的高端人才, 多年来以高端过滤材料

研发为切入点，致力于解决空气中污染物对人类健康的威胁。公司研究院设有丝网、过滤器、移动交通过滤、功能材料等研究项目组，以及独立的知识产权部门和检测中心。

**研发团队实力雄厚，专利数量持续攀升。**截至 2022 年，金海高科共有研发人员 41 人，包括博士、硕士等高层次人才 13 人。公司合计拥有 71 项有效专利技术，其中 23 项发明专利，39 项实用新型专利，9 项外观专利。公司并先后承担了“高中效空气过滤器”、“MBP-PPK 抗菌防霉过滤网”、“免清洗净化抗菌导电高密度空气过滤网”等国家级计划项目，“PM2.5 空气过滤器的关键技术研究与应用”等浙江省重大社会发展项目；“负离子空气过滤网”、“抗菌净化空气过滤器”等 16 项省级科研项目。

图19: 研发费用情况

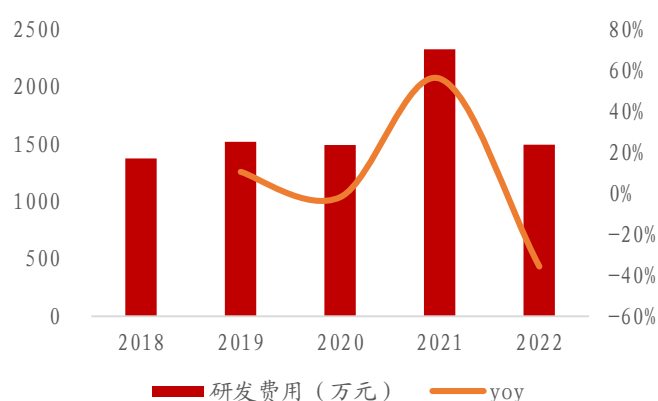
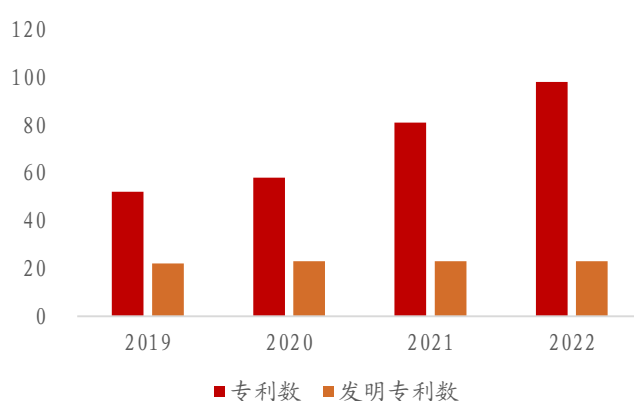


图20: 专利数量逐年攀升



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

**持续推动产品升级，优化产品结构。**长期以来，国内品牌以低端空滤（熔喷布+无纺布）贴牌代工为主。过滤材料能否兼顾“高效率 and 低阻力”的性能一直是国内滤材生产商面临的技术难题。作为空滤行业龙头企业，金海高科紧抓行业发展趋势及客户需求，推动产品升级，深耕高端空滤材料，生产线已掌握生产过滤材料的核心技术，在中高端滤材市场实现“进口替代”。

表2: 2021 年进行产品升级的产品表

产品名称	适用场景	灭杀微生物	杀菌率	主要客户
PP/PET 抗病毒过滤网	适用于家用、中央、商用各类空调	1. 抑制 H1N1 病毒效率可达 99% 以上	抗病毒活性值 $\geq 3.0$	中津川三菱
		2. 抑制 H3N2 病毒效率可达 99% 以上	抗菌率 $\geq 99\%$	
		3. 抑制鸡冠装病毒效率可达 99% 以上	防霉等级 0 级	
抗病毒过滤器	空气过滤	1. 大肠杆菌	抗菌率 $\geq 99\%$	上海三菱、上海大金、泰国大金、泰国三菱、静冈三菱
		2. 金黄色葡萄球菌	抗菌率 $\geq 99\%$	
		3. 抗 H1N1 病毒	抗病毒活性值: 2.89	
			抗病毒活性率: 99.87%	
4. 抗冠状病毒 (HCoV-229E)	抗病毒活性值: 2.1			
	抗病毒活性率: 99.21%			
产品名称	适用场景	材质	特性	主要客户
全热交换	小型家用空调	核心器件是全热交换芯体。全热交换	通过回收排气中的余热对	上海大金

器	或 VRV 空调系统	器采用精密的薄膜和树脂材料，一体化成型，使新风和排风进行交叉流换热，高效的进行热量回收，达到节能的目的。	引入空调系统的新风进行预热或预冷，降低(增加)新风焓值。有效降低空调系统负荷，节省空调系统能耗和运行费用。	
中空板透湿膜全热交换器	空调新风系统	PP 中空板、高性能透湿膜	透湿膜纸是传统纸质薄膜的三分之一，可以有效地调动空气中的热量，在选择性地透过水蒸气的同时，提高细菌、病毒、二氧化碳等污染室内空气的物质的阻断性。	上海大金
洗地机过滤器	家用清洁	PP+无纺布	低阻高效、防水防油、耐高温、耐水解、耐 UV、抗霉防菌	添可智能科技

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2.3 空气治理、清洁家电、海外市场并驾齐驱，放量可期

### 2.3.1 空气质量关注度提高，空气新风系统成热点

**抗病毒滤网成热点，滤网更新带来增量市场。**空调过滤网作为耗材，需要每年定期更换。随着现阶段居民对健康、生活质量的关注加深，空调清洁需求也将受益，且中央空调或者多联机运用之后，预计滤网的更新率会进一步提升，为公司带来增量空间。公司在抗病毒滤网中技术实力强劲。2021 年江苏省疾病预防控制中心检测结果显示：金海植物抗病毒材料 5 分钟内对某冠状病毒的灭活率超 99.99%。同年，金海高科生产的纳米银抗毒空气过滤器顺利通过日本纺织产品质量技术中心（QTEC）的抗病毒活性试验，纳米银抗毒空气过滤器可以广泛应用于空调，空气净化器，新风系统过滤等产品中。

图21：金海高科产品与市面上其他产品对比

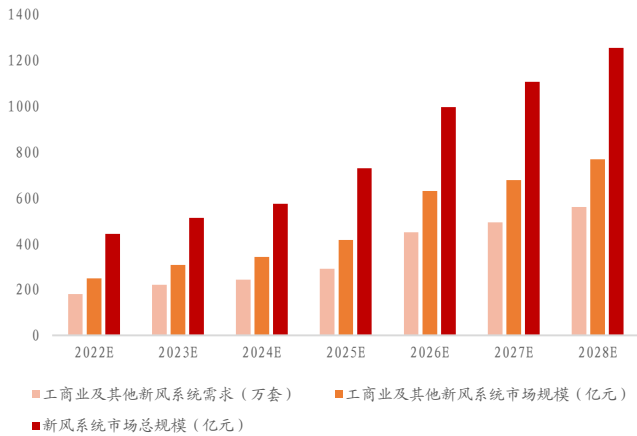
滤材等级	制造商	TS18130 数据 (32LMP, 0.3μm)		熔喷布克重 (g/m <sup>2</sup> )
		效率 (%)	阻力 (Pa)	
95% (H11)	金海	96.2	13.2	20
	厂商一	97.3	15.1	20
	厂商二	95.4	14.0	20
	厂商三	97.9	15.5	25
99.97% (H13)	金海	99.97	32.5	30
	厂商一	99.98	31.9	40
	厂商二	99.97	34.3	30
	厂商三	99.94	40.2	40

资料来源：公司官网、浙商证券研究所

**空气治理需求升级，新风系统渗透率稳步提高。**近年来，家用空调的自清洁、新风、净化、除菌等功能成为消费者关注的新热点，根据观研天下数据，中国新风系统普及率远低于欧美和日韩，未来增长空间巨大。根据 GfK 中怡康预测，2022 年家用新风空调量额同比增长率分别将达到 83.0%和 57.9%，2023 年新风空调仍将高速增长，量额同比增长率分

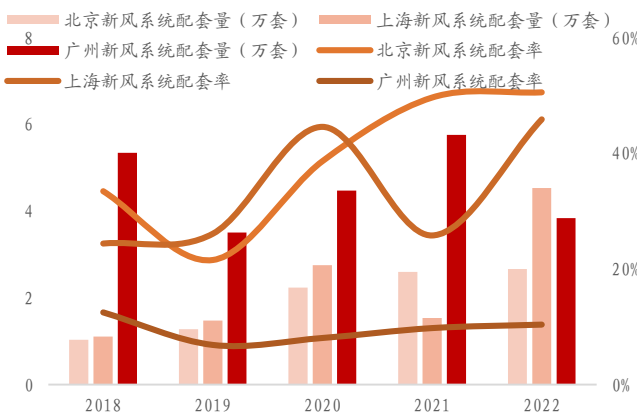
别达 54.0%和 41.7%。商用空调领域内，越来越多的企业开始安装空气净化设备，并将其作为一项公司福利用于吸引员工。根据智研咨询预测，预计到 2028 年我国新风系统市场规模将达到 1253.5 亿元，其中，商用新风系统规模 767.76 亿元，占比约 61.25%。新风系统使得空滤行业迎来产品升级机遇。

图22: 商用新风系统市场广阔



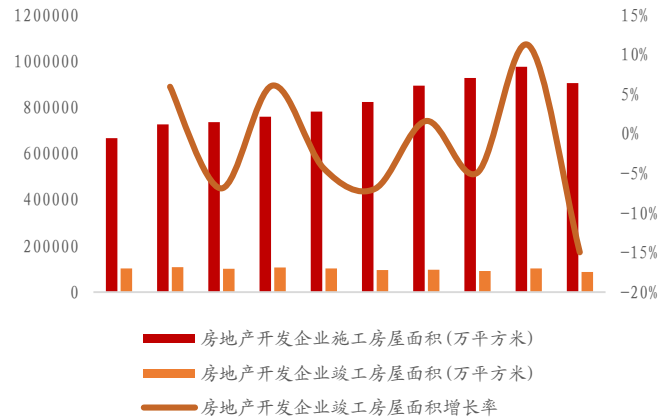
资料来源: 智研咨询、浙商证券研究所

图24: 北上广精装房新风系统配套量逐步提高



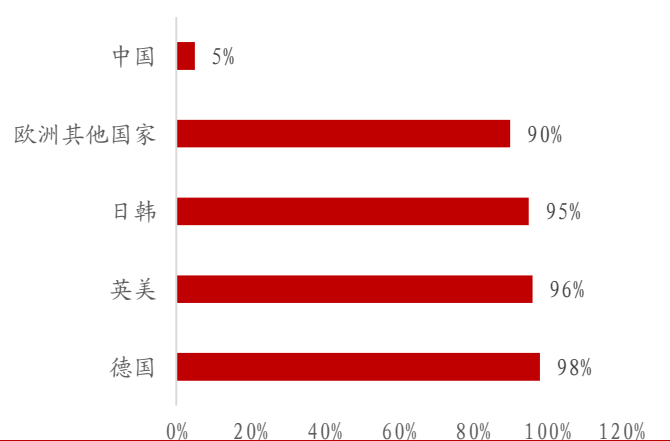
资料来源: 奥维云网、浙商证券研究所

图23: 中国房地产情况



资料来源: 国家统计局、浙商证券研究所

图25: 世界主要地区新风系统普及率

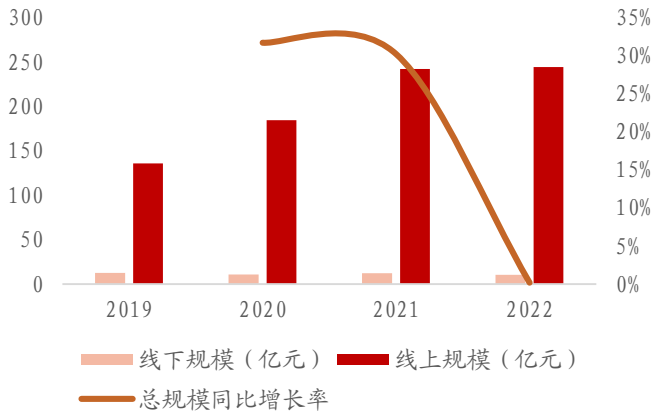


资料来源: 观研天下、浙商证券研究所

### 2.3.2 清洁电器成为滤材新增长点

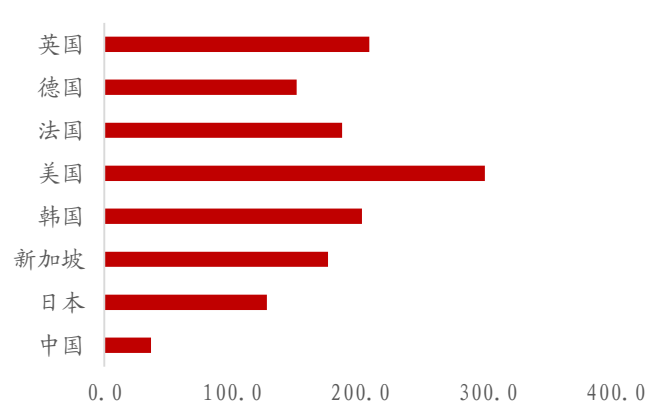
**清洁电器迅速崛起，带动滤材需求攀升。**中国清洁电器市场规模从 2019 年的 148.21 亿元快速增长至 2022 年的 254.53 亿元，年复合增速 20%。从产品销售额构成来看，吸尘器和扫地机器人构成清洁电器的主要销售来源。对比世界其他主要国家，中国 2022 年每千户家庭吸尘器保有量 36.5 个，相比于欧美和日韩有较大提升空间。金海高科积极入局，2022 H1 实现在清洁家电领域营收同比增长 78%。根据奥维云网数据，23Q1 添可在清洁电器市场中占有率高达 17%，公司与添可深度绑定，添可销量为公司带来增长机遇。

图26: 中国清洁电器市场概况



资料来源: 奥维云网、浙商证券研究所

图27: 主要国家每千户家庭吸尘器保有量情况

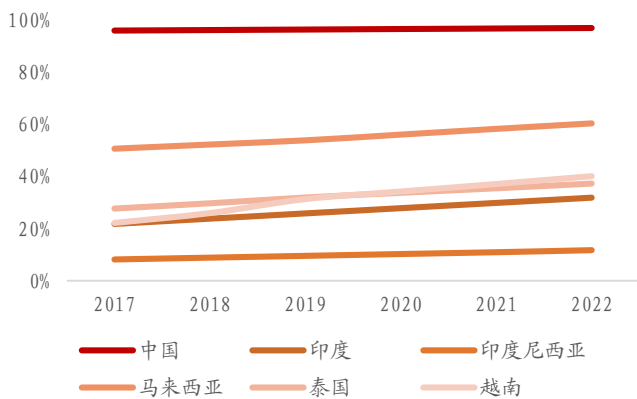


资料来源: Euromonitor、浙商证券研究所

### 2.3.3 东南亚市场前景可观

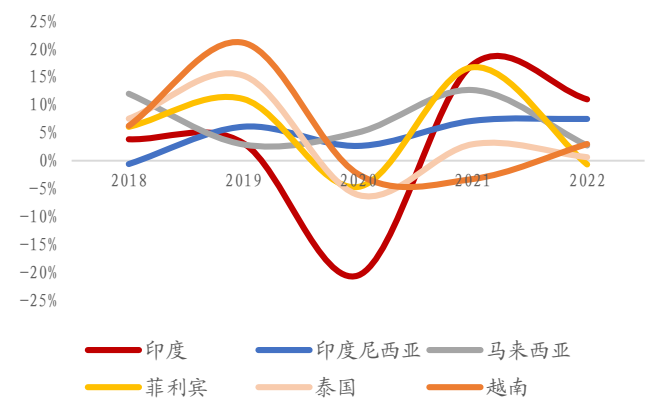
东南亚气候炎热、人口众多导致空调刚性需求高，经济发展潜力可期。2022年拥有空调家庭占比中东南亚国家普遍为30-40%，与中国相比存在广阔提升空间。经济上，东南亚多数国家人均GDP较低，但增速快。2010-2019年间，印度以及东南亚实际GDP、CAGR分别达到6.4%/5.0%。随着经济增长，居民消费水平有望逐步提高，空调消费也将随之受益。

图28: 东南亚主要国家及中国拥有空调的家庭占比情况



资料来源: Euromonitor、浙商证券研究所

图29: 东南亚国家空调市场规模增速 (2020年受疫情影响)

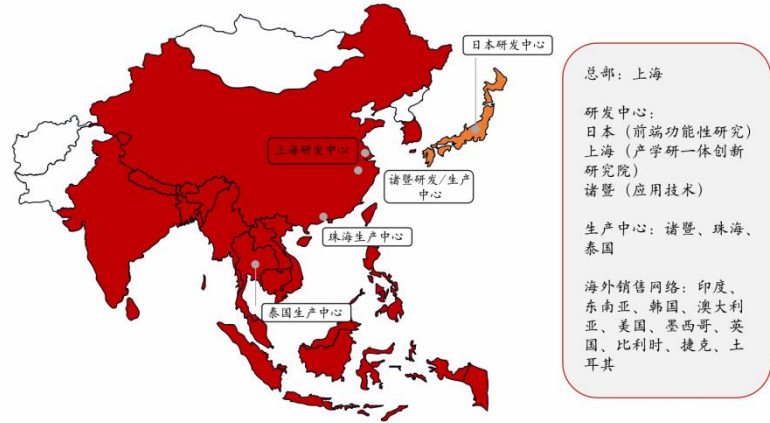


资料来源: Euromonitor、浙商证券研究所

金海高科深入布局东南亚十数年，立足泰国基地形成辐射效应。东南亚空调市场以日韩品牌为主，金海高科作为核心供应商与大金、三菱、松下深度绑定，有望从市场高增中受益。2022年，子公司金海三喜(泰国)有限公司净资产2.00亿元，实现净利润2831.75万元。此外，公司持续开拓新客户，2021年公司与泰国美的、泰国海信在家电领域展开合作。



图30: 打造上海-诸暨-日本三地一体全球研发中心, 在世界主要国家和地区建立了销售网络



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

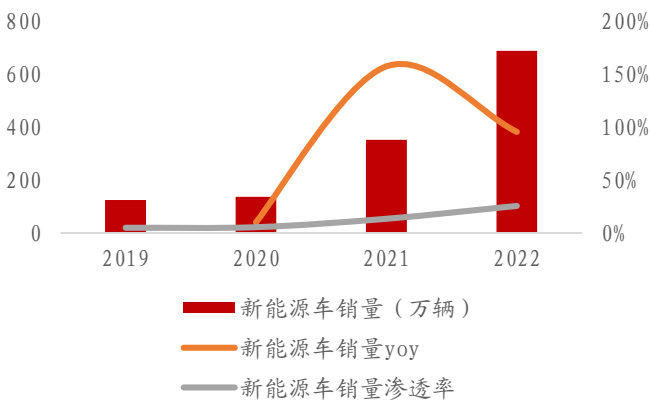
### 3 新能源汽车与航空领域带来全新增长曲线

#### 3.1 HEPA 上车引领汽车空滤产品升级

##### 3.1.1 新能源车空滤产品升级, HEPA 成未来消费新趋势

**新能源汽车快速发展, 空气过滤器需求快速升级。**政策面上,《乘用车空气质量评价指南》提出了严格的有害气体浓度限制和颗粒物阻隔能力要求。消费端来看, 舱内舱外空滤等日益丰富的车载健康功能成为车企新卖点, 推动空滤产品不断升级。随着新能源车渗透率持续提升, 产品升级、供应链变化将带来量、价、格局的变化。汽车空气滤清器市场成长空间广阔, 预计 2022-2025 年, 汽车空气滤清器市场空间共计 217/239/281/333 亿元, 4 年 CAGR 达 15% (公司公告)。其中新能源汽车领域, 2022-2025 年预计新能源汽车空气滤清器空间可达 11.3/24/46.2/79 亿元, 4 年 CAGR 达 91%, 新能源汽车销量的全面快速增长将为空气滤清器创造强劲的增量市场。

图31: 新能源汽车销量情况



资料来源: 中汽协、浙商证券研究所

图32: 中国车内污染物浓度要求

污染物	限值 (mg/m <sup>3</sup> )
苯	0.06
甲苯	1.00
二甲苯	1.00
乙苯	1.00
苯乙烯	0.26
甲醛	0.10
乙醛	0.20
丙烯醛	0.05

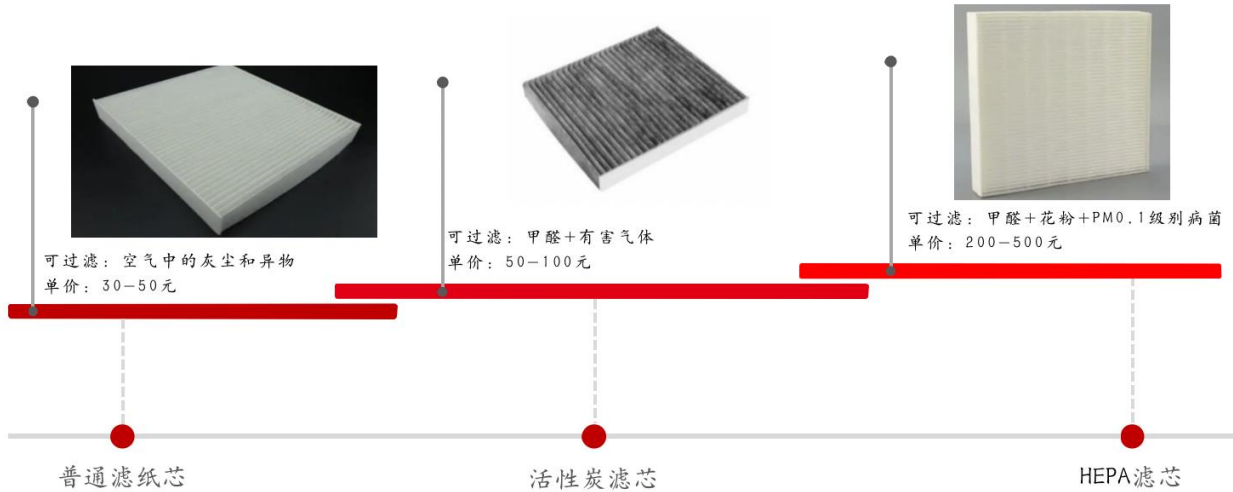
资料来源: 《乘用车内空气质量评价指南》、浙商证券研究所



当前，汽车空调滤芯直接关系到车内人员的呼吸健康问题，它的作用是过滤汽车尾气、花粉、挥发有机物、PM2.5 微粒等，主要包括普通滤纸芯、活性炭滤芯和 HEPA 滤芯三种滤芯。尽管 HEPA 车载空调滤芯的单价最高，但其在提供舱内舱外空滤等健康功能方面具有明显优势，成为新能源车企的新卖点。

分产品来看：1) HEPA 滤芯具有最高的过滤效率，HEPA 是高效粒子空气滤芯，大多是以折叠型为进风面，背面是大量的活性炭和除味剂，这种滤芯可以过滤甲醛、花粉等，能有效过滤直径为 0.3 微米的微粒，达到 99.97% 的过滤效果。这类滤芯能最大程度地保护车内人员的空气质量。2) 普通滤纸型空调滤芯具有价格优势。它主要由普通滤纸或无纺布制成，这类滤芯只能过滤空气中的灰尘和异物，不能过滤花粉、PM2.5 细微颗粒和甲醛等。3) 活性炭滤芯是在过滤层上增加活性炭层，两者形成折叠型。活性炭可以较好地吸附甲醛以及有害性气味气体，但不能过滤 PM2.5，价格也相对较高。

图33: 普通滤纸芯、活性炭滤芯和 HEPA 滤芯对比图



资料来源：淘宝网、懂车帝、浙商证券研究所

### 3.1.2 HEPA 需求旺盛，已成为不少车型采纳的方案

HEPA 上车潮开启，前装需求旺盛。2022 是 HEPA 爆发元年，已经成为新能源车未来的必备装车材料。2021 年，特斯拉宣布对 Model Y 车型安装 HEPA 过滤系统，并给空调系统增加“生化防御模式”，该模式可通过被动、主动两种方式实现对车载空气的高效净化。随后，国内高合率先增加 HEPA 功能，奔驰新款旗舰 EQS 也增加了 HEPA，比亚迪后续高端车款星空系列也将标配 HEPA 滤网。目前 HEPA 主要在高端车型中搭载，未来有望成为新能源车的标配。HEPA 受新能源车企青睐的原因：1) 新能源汽车内不需安装燃油发动机，有更充足的空间采用更大面积的空气过滤器。2) 新能源汽车的智能化可以实现车内空气质量智能管理系统及动态车内空气过滤等多种空气质量提升方案。3) 人们对汽车的需求定义从“单一的交通工具”向生活中的“第三空间”转变，汽车座舱已经成为了家和办公室之外，当代人停留最久的空间，所以对车内空气质量要求进一步提高。

表3: 已使用 HEPA 车型

品牌	车型	车辆售价	空气净化系统介绍
特斯拉	Model X/Y/S	27 万+	“生化防御模式”，理论上可有效过滤 0.1-0.3 微米以上的微粒。
小鹏	G3	14 万+	通过 HEPA 过滤网、电刷板与 HAF 过滤层 3 层净化，在 8 分钟内可以将 PM2.5 从 800ug/m 降到 35ug/m。
蔚来	ES8	45 万+	搭载由 HEPA 医疗级滤芯、活性炭滤网、负离子发生器等共同构建的一套智能空气净化系统
奔驰	EQS	107 万+	带有 HEPA 滤芯的“畅新空气护盾”，具备 3 重过滤，在实验室环境下，过滤效果达到 99.65%，吸附面积相当于 150 个足球场左右，让每一次呼吸都清新纯净。
高合	HiPhi X	57 万+	HEPA 生化级过滤装置，对 0.3 μm 的颗粒粉尘能达到 99.3% 的过滤效果，对超细颗粒的病毒飞沫核实现“物理阻隔+静电吸附”的双重保障。
合创	HYCAN 007	26 万+	HEPA 高效空调滤芯，能将空气中 ≥0.3 μm 的细颗粒物截留下来，过滤效率高达 95% 以上。

资料来源：汽车之家，百度有驾，界面新闻，奔驰官网，小鹏官网，浙商证券研究所

### 3.1.3 引领国产替代，开拓新客户版图

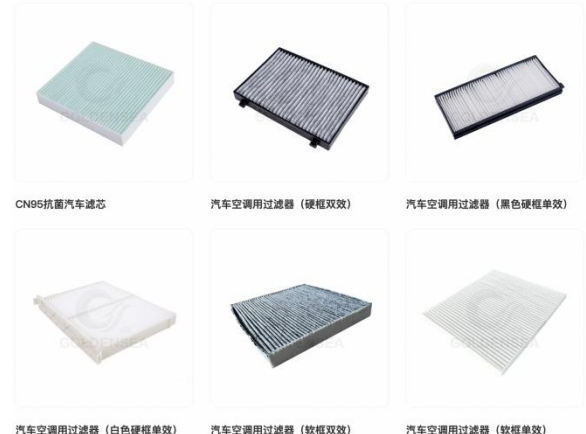
**前瞻布局汽车空滤技术，家电技术协同效应创优势。**公司早在 2005 年就与 3M 公司在汽车空气过滤领域开始合作，是 3M 在中国地区首家过滤器供应商。2006 年，金海与 3M 公司共同开发通用景程、别克 GL8 等原厂 OEM 汽车空调过滤器。之后双方继续在神龙标致，上汽罗孚等多品种原厂车型共同开发产品。金海与 3M 合作至今 10 多年，3M 公司已将其绝大部分原厂 OEM 滤芯业务委托公司制造，进行了全方面深度合作。此外，公司于 2008 年顺利通过 IATF 16949 汽车质量管理体系认证，主要涉及空调过滤器的设计和制造。之前的业务积累为公司向新能源车空气过滤器产品转型夯实基础。

图34: 金海与 3M 开发的汽车空调过滤器



资料来源：京东、浙商证券研究所

图35: 金海汽车过滤器产品

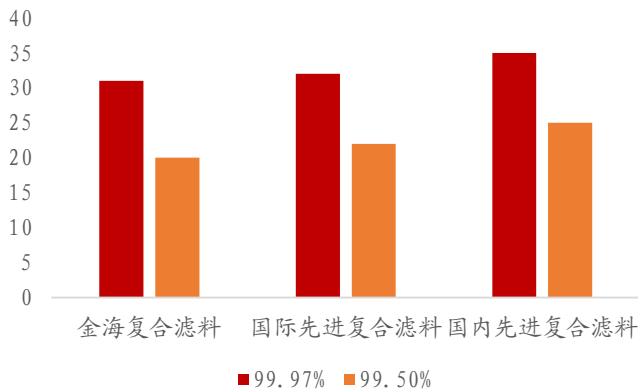


资料来源：公司官网、浙商证券研究所

**引领行业标准制定。**近年来，公司一直在密切关注汽车空净方面的相关动态，积极参与与相关标准的制定，已完成制定的标准包括 QC/T 1000.1-2015(乘驾室空气滤清器用)、QC/T 1000.2-2015(空气滤清器用); 2020-1736T-QC(汽车用空气滤清器滤芯); 2021年9月，金海高科还与中国汽车工程研究院股份有限公司达成项目合作协议，共同完成《车内颗粒物(PM)过滤测试方法》团体标准制定，共享标准制定过程中的相关研究成果。该标准组成员由17家单位组成，其中整车企业12家，包括上汽、特斯拉、比亚迪等。

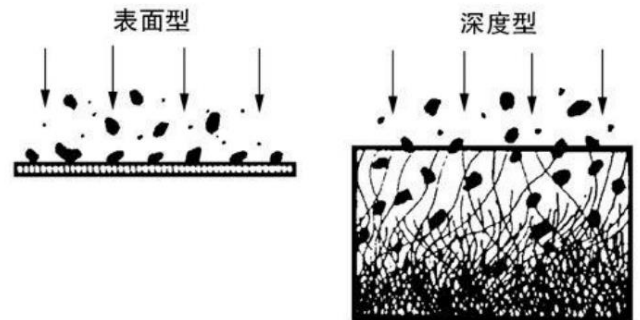
**深耕技术升级，壁垒高筑引领国产替代。**公司应用在新能源汽车上的技术领先产品有：  
1) 金海复合熔喷滤材，具有低阻力、高效率、多功能、寿命长的特点，在新能源车领域优势明显。  
2) 金海 PAF 静电过滤材料，高容尘解决方案。具有高效过滤、超低压损、结构稳定、抗菌防霉的特点。  
3) 使用 GS AVF 的加载功能化材料方案。传统过滤方案易导致二次污染。GS AVF 技术能够阻止病毒继续复制、物理阻隔+功能化防护（抗菌、防霉、杀灭病毒）、使细菌和病毒失去活性、降低二次传播风险极低、有效缓解异味。

图36: 复合滤材阻力性能对比 (Pa)



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图37: 颗粒污染物过滤机理



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

**打入国际新能源车产业链，开拓新客户版图。**金海高科打破国外品牌独供的局面，在相关领域实现了进口替代。同时，公司已经与国内外多家知名车企进行合作，包括 3M、三电、翰昂等全球知名品牌，和通用、现代、日产、马自达、本田等头部车企。

图38: 汽车领域国际客户



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图39: 汽车领域国内客户



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

**定增落地，产能进一步提升。**2022年，公司非公开发行的股票25,883,907股，引入财通基金、诺德基金等6家机构投资者，募集资金3.14亿元。主要投向：1) 诸暨年产555万件新能源汽车空气过滤器研发及产业化项目；2) 珠海年产150万件新能源汽车空气过滤器研发及产业化项目；3) 数字化管理平台建设项目。3) 诸暨年产555万件新能源汽车空气过滤器研发及产业化项目2025年竣工，2026年可以完成满产。珠海年产150万件新能源汽车空气过滤器研发及产业化项目2024年竣工，2025年可以完成满产。

### 3.2 国内民用航空市场起飞在即，牢牢把握国产替代机遇

**国产飞机量产序幕正在拉开，国产替代进行时。**2021年金海高科顺利通过AS9100D航空质量管理体系对飞机再循环过滤器产品认证，正式进入民用航空供方市场。金海高科目前已经签订C919和ARJ飞机的供货协议，根据上海市科学技术委员会数据，截止2022年底，C919和ARJ21已分别获得1035/690架订单，国产飞机市场放量在即。民用飞机市场有望形成国产飞机、波音、空客三足鼎立局面，公司作为产业链供应商有望受益。

图40: 飞机座舱空气环境控制示意图



资料来源：中华航空，浙商证券研究所



## 4 盈利预测及估值

### 4.1 预计金海 23-25 年收入分别为 8.76/10.62/12.18 亿元

预计 23-25 年金海分别实现营业收入 8.76/10.62/12.18 亿元，对应增速分别为 11%/21%/15%。

**空调风轮业务：**1) 根据产业在线数据，23Q1 空调产量已经恢复到 21 年同期的 106%，相比 2022 年同比+8%，考虑到公司在不断拓展新客户，我们预计 2023 年公司空调风轮业务收入略快于空调行业大盘增速。2) 考虑到全球空调市场保有量仍有提升空间，当下空调渠道库存周转良性，我们认为 24-25 年空调行业产量增速仍能保持 23 年水平。3) 下游空调客户大金、三菱在东南亚销售增长强势，格力、美的、海尔空调业务稳中有进，与下游头部客户的合作带动公司空调风轮业务收入成长，且公司 24 年东南亚投入的新产能释放带来更大的收入增量。4) 基于以上假设，预计公司 23-25 年空调风轮业务收入增速为 10%/25%/15%。

**空气过滤器业务：**1) 我们认为空调行业的景气度带动空气过滤器业务销售，公司的过滤器业务在空调之外也在拓展车载、飞机等应用场景，预计 2023 年公司空气过滤器业务收入快于空调行业大盘。2) 公司空调过滤网规模和技术优势明显，随着新工厂投产、新能源汽车 HEPA 配套产业需求旺盛，空调过滤网及挡板销量不断提升。我们预计公司过滤器业务的收入增速快于空调风轮业务。2) 公司深度绑定大金等日系空调客户，公司过滤器业务收入也将受益于下游客户在东南亚市场的拓展。4) 基于以上假设，我们预计 23-25 年公司空气过滤器业务收入增速为 12%/19%/15%。

表4：金海高科 23-25 年收入拆分及预测

(单位：百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>789</b>	<b>876</b>	<b>1,062</b>	<b>1,218</b>
<b>营业收入 yoy</b>	<b>4%</b>	<b>11%</b>	<b>21%</b>	<b>15%</b>
<b>空调风轮及周边产品</b>	347	382	477	549
收入 yoy	18%	10%	25%	15%
<b>空气过滤器相关业务</b>	416	468	558	641
收入 yoy	-4%	12%	19%	15%
<b>空调过滤网及挡板收入</b>	318	350	420	483
空调过滤网及挡板收入 yoy	10%	10%	20%	15%
<b>过滤器收入</b>	98	118	138	159
过滤器收入 yoy	21%	20%	17%	15%
<b>其他主营业务</b>	26	26	27	28
其他主营 yoy	-12%	3%	3%	3%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 4.2 预计 23-25 年金海实现归母净利润 0.94/1.28/1.60 亿元

预计金海 23-25 年实现归母净利润 0.94/1.28/1.60 亿元，对应增速分别为 25%/36%/25%，对应 EPS 分别为 0.40/0.54/0.68 元。

➤ **毛利率：**预计 23-25 年毛利率为 25%/27%/28%。

1) **空调风轮：**考虑到 22 年原材料价格保持高位，2023 年原材料成本下行，2024 年开始新产能投产带来规模效应，我们预计公司空调风轮毛利率在 22-25 年逐年上行。

2) **空气过滤器**: 公司加大新能源车载空气滤产品研发生产, HEPA 相关收入体量逐年上升, 2024 年开始新产能投产带来规模效应。我们预计公司空气过滤器 22-25 年毛利率水平逐年上行。

- **销售费用率**: 公司 2022 年销售费用率为 4.31%, 主要系公司新增业务领域开拓。考虑到公司部分业务在 2022 年处于前期投入阶段, 后续随着订单结转收入放量, 销售费用或相应下降, 预计 23-25 年销售费用率分别为 4.0%/3.5%/3.5%。
- **管理费用率**: 2022 年公司管理费用率为 8.5%, 预计随着公司收入的不断增长, 公司在东南亚等地新建产能降低平均人工成本, 预计公司管理费用率或被摊薄。预计公司 23-25 年管理费用率分别为 8.5%/8.0%/7.5%。
- **研发费用率**: 公司以技术立身, 目前正在开发用于车载、航天等领域的空气过滤产品, 公司加速自主研发创新的步伐。2022 年受到疫情等影响研发费用下降, 我们预计随着疫情防控优化等经营压制因素边际好转后, 公司研发费用率或提升以加速新领域开拓。预计公司 23-25 年研发费用率为 2.5%。
- **税率**: 公司税率常年稳定在 15%~16% 之间, 我们假设 23-25 年税收政策不会发生显著变化, 预计公司 23-25 年税率保持在 16% 的水平。

表5: 金海高科 23-25 年费用率及利润预测

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用	25	34	35	37	43
销售费用率	3.4%	4.3%	4.0%	3.5%	3.5%
研发费用	23	15	22	27	30
研发费用率	3.1%	1.9%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	65	67	74	85	91
管理费用率	8.6%	8.5%	8.5%	8.0%	7.5%
所得税	13	14	18	24	30
所得税率	15.4%	16.0%	15.7%	15.7%	15.8%
<b>归母净利润</b>	<b>72</b>	<b>76</b>	<b>94</b>	<b>128</b>	<b>160</b>
<b>归母净利润 yoy</b>	<b>-23.41%</b>	<b>5.76%</b>	<b>24.51%</b>	<b>36.10%</b>	<b>24.93%</b>

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

### 4.3 给予公司 24 年 30x 估值, 目标价 16.2 元

我们选取显示行业相关标的美的集团(全球暖通空调龙头)、盾安环境(空调上游零部件供应商)、三花智控(空调上游零部件供应商)作为可比公司。我们认为公司在新能源汽车空滤产品中具有独创性和高壁垒的特征, 远期想象空间大。从中期看, 公司空调相关业务稳中有进、业绩释放弹性, 公司未来三年业绩增速 CAGR 为 30%。结合 23-25 年公司的预期归母净利润增速, 我们给予公司 2024 年 30x (PEG=1) 估值, 对应目标价 16.2 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值

	归母净利润 (亿元)			EPS			P/E		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
三花智控	31	39	47	0.76	0.87	1.07	34.24	27.77	22.79
盾安环境	7	9	11	0.87	0.69	0.83	19.59	16.23	13.33
美的集团	332	367	403	4.33	4.73	5.22	12.61	11.43	10.39
<b>可比公司平均</b>	<b>125</b>	<b>138</b>	<b>154</b>	<b>2.10</b>	<b>2.38</b>	<b>2.69</b>	<b>22.15</b>	<b>18.48</b>	<b>15.51</b>
<b>金海高科</b>	<b>94</b>	<b>128</b>	<b>160</b>	<b>0.40</b>	<b>0.54</b>	<b>0.68</b>	<b>29.89</b>	<b>21.96</b>	<b>17.58</b>

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 估值时间为 2023 年 6 月 28 日。

## 5 风险提示

**下游客户订单不及预期:** 金海的下游客户是全球大型暖通空调制造商, 下游客户的订单和交付存在些许不稳定性。若出现订单转移或交付量不及预期的情况, 会对公司收入和业绩造成影响。

**核心技术被取代:** 公司新业务车用 HEPA 正处于渗透率提升的时期, 此时若有别的成本更低、过滤效果更强的产品面市, 或对公司中长期发展造成影响。

**新产能释放不及预期:** 公司海外产能布局受到当地宏观经济和政治形势影响, 且产能有爬坡期, 若产能提升速度缓慢则对公司收入造成影响。



## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1107	1188	1308	1423
现金	628	678	728	778
交易性金融资产	60	60	60	60
应收账款	212	203	238	280
其它应收款	6	7	9	10
预付账款	6	6	7	8
存货	172	185	219	247
其他	23	49	47	40
<b>非流动资产</b>	519	493	497	490
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	28	28	28	28
固定资产	319	328	327	322
无形资产	62	59	56	53
在建工程	44	30	33	31
其他	66	48	53	55
<b>资产总计</b>	1626	1681	1805	1913
<b>流动负债</b>	388	491	628	717
短期借款	160	248	342	396
应付款项	180	193	229	258
预收账款	0	0	0	0
其他	47	50	56	63
<b>非流动负债</b>	15	14	14	14
长期借款	2	2	2	2
其他	13	12	12	12
<b>负债合计</b>	402	505	642	731
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1224	1176	1163	1182
<b>负债和股东权益</b>	1626	1681	1805	1913

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	175	109	113	151
净利润	76	94	128	160
折旧摊销	39	26	28	29
财务费用	1	1	5	8
投资损失	(26)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	60	(9)	(1)	(10)
其它	26	12	(32)	(21)
<b>投资活动现金流</b>	(63)	(3)	(12)	(6)
资本支出	(17)	(16)	(24)	(17)
长期投资	0	(0)	0	0
其他	(47)	13	12	12
<b>筹资活动现金流</b>	229	(56)	(52)	(95)
短期借款	(42)	88	94	54
长期借款	2	0	0	0
其他	270	(143)	(146)	(149)
<b>现金净增加额</b>	340	50	50	50

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	789	876	1062	1218
营业成本	613	657	781	880
营业税金及附加	5	5	6	7
营业费用	34	35	37	43
管理费用	67	74	85	91
研发费用	15	22	27	30
财务费用	1	1	5	8
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动损益	(6)	(6)	(6)	(6)
投资净收益	26	15	15	15
其他经营收益	15	20	20	20
<b>营业利润</b>	91	113	153	191
营业外收支	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>利润总额</b>	90	112	152	190
所得税	14	18	24	30
<b>净利润</b>	76	94	128	160
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	76	94	128	160
EBITDA	128	139	185	227
EPS (最新摊薄)	0.32	0.40	0.54	0.68

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	4.18%	11.01%	21.25%	14.69%
营业利润	6.93%	23.65%	35.67%	24.87%
归属母公司净利润	5.76%	24.51%	36.10%	24.93%
<b>获利能力</b>				
毛利率	22.29%	25.00%	26.50%	27.79%
净利率	9.58%	10.74%	12.06%	13.14%
ROE	7.28%	7.85%	10.96%	13.66%
ROIC	5.37%	6.63%	8.74%	10.52%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.73%	30.03%	35.58%	38.23%
净负债比率	40.82%	49.69%	53.81%	54.63%
流动比率	2.86	2.42	2.08	1.98
速动比率	2.41	2.04	1.73	1.64
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.54	0.53	0.61	0.66
应收账款周转率	4.29	4.37	4.59	4.47
应付账款周转率	5.90	5.73	6.02	5.87
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.32	0.40	0.54	0.68
每股经营现金	0.74	0.46	0.48	0.64
每股净资产	5.19	4.99	4.93	5.01
<b>估值比率</b>				
P/E	37.22	29.89	21.96	17.58
P/B	2.30	2.39	2.42	2.38
EV/EBITDA	18.48	16.77	12.85	10.47

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>