

## 海尔智家

600690

买入 (维持)

高端引领逆势稳增，降本提效盈利改善

2022年08月05日

## 市场数据

市场数据日期	2022-08-04
收盘价(元)	23.30
总股本(百万股)	9448.71
流通股本(百万股)	6308.55
总市值(百万元)	205979.75
流通市值(百万元)	146989.28
净资产(百万元)	84082.61
总资产(百万元)	215409.45
每股净资产	8.89

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	227556	251381	276218	302818
同比增长	8.5%	10.5%	9.9%	9.6%
归母净利润(百万元)	13067	15026	17268	19842
同比增长	47.1%	15.0%	14.9%	14.9%
毛利率	31.2%	31.3%	31.8%	32.4%
净利率	5.8%	6.0%	6.3%	6.6%
净资产收益率	16.4%	15.7%	15.9%	16.1%
每股收益(元)	1.38	1.59	1.83	2.10
每股经营现金流(元)	2.45	0.78	2.00	2.25

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证家电】海尔智家 2022 年一季报点评: Q1 业绩超预期, 卡萨帝逆势高增》2022-04-29

《【兴证家电】海尔智家 2021 年报点评: 2021 年完美收官, 盈利改善持续进行》2022-03-31

《【兴证家电】海尔智家: H 股配售进一步增强公司凝聚力, 海外业务加速升级》2022-01-12

分析师:

颜晓晴

yanxiaqing@xyzq.com.cn

S0190521020002

苏子杰

suzijie@xyzq.com.cn

S0190522070005

研究助理:

王雨晴

wangyuqing@xyzq.com.cn

## 投资要点

- **复盘: 产品升级+高端放量, Q2 海尔增速稳健。收入端:** 公司持续推进产品结构调整, 高端化及套系化策略收效显著, 22Q1 内外销增速稳健。Q2 受疫情影响, 4、5 月内销增速放缓, 6 月需求回补; 海外自主品牌及本土产能支持下, 公司持续拓展高端市场, Q2 行业整体承压环境下, 海尔收入增速维持稳定。**盈利端:** 产品结构优化基础上, 公司优化供应链布局对冲成本压力, 数字化转型深化推动全流程经营效率提升, 22Q1 净利率同比+0.27pct 至 5.92%。
- **内销: 需求改善+成本优化, 内销盈利修复兑现。(1) 需求端:** 疫情缓解+政策扶持, 终端需求逐步改善。消费刺激及家电补贴政策陆续出台且力度加大, 叠加下半年国内疫情缓解, 线下渠道迎来复苏, 终端需求将逐步改善。海尔冰洗产品龙头份额稳固; 高温天气刺激空调需求, 产品升级叠加渠道维稳助推海尔空调业务快速成长。卡萨帝 Q3 坚持丰富产品矩阵, 并持续开拓前置市场及购物中心等渠道, 挖掘高端用户流量, 下半年有望恢复高增。**(2) 供给端: 原材料价格回落, 静待盈利拐点到来。** 22 年 6 月以来家电主要原材料价格回落, 成本端压力逐步消退, 预计 Q3 起公司内销盈利改善继续兑现。
- **外销: 高端稳增+产能优化, 外销逆势增长。** 22Q2 在海外高基数及通胀压力下, 行业整体需求承压, 海尔基于前期完善的自主品牌布局, 结合欧洲能源价格高企下对高能效产品的旺盛需求, 提升高能效产品占比, 优化产品结构, 攫取高端市场份额, 外销实现逆势稳增。下半年公司继续加强产品迭代及高端渠道拓展, 外销有望维持稳健增速。2021 年以来海外产能逐步完善, 本土供应链布局优化叠加原材料降本, 预计 Q4 起外销盈利有望改善。
- **盈利预测与评级:** 公司经营改善持续兑现, 外部环境承压下表现优于行业。冰洗优势夯实, 空厨起量补齐短板, 卡萨帝引领高端市场, 国内外营收与盈利均处良性上行通道。调整 2022-2024 年 EPS 预测为 1.59/1.83/2.10 元, 8 月 4 日收盘价对应动态 PE 分别为 14.7x/12.7x/11.1x, 维持“买入”评级。

**风险提示: 原材料价格持续上涨, 终端需求不及预期, 行业竞争加剧。**

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 目 录

1、复盘：产品升级+高端放量，Q2 海尔增速稳健.....	- 3 -
2、内销：需求回暖+成本优化，盈利改善持续兑现.....	- 4 -
2.1、需求端：疫情缓解+政策扶持，终端需求逐步改善.....	- 4 -
2.2、供给端：原材料价格回落，静待盈利拐点到来.....	- 6 -
3、外销：高端稳增+产能优化，外销逆势增长.....	- 7 -
4、风险提示.....	- 8 -

## 图目录

图 1、2017-2022Q1 公司营业收入及同比.....	- 3 -
图 2、2017-2022Q1 公司归母净利润及同比.....	- 3 -
图 3、2020Q1-2022Q1 公司单季度收入及同比.....	- 3 -
图 4、2020Q1-2022Q1 公司单季度归母净利及同比.....	- 3 -
图 5、2017-2021 年公司主要品类收入占比.....	- 4 -
图 6、2017-2021 年公司内外销收入及同比.....	- 4 -
图 7、22H1 龙头公司空调、冰箱、洗衣机内销销量份额及同比.....	- 5 -
图 8、2022 年卡萨帝推出白色套系拓展年轻消费群体.....	- 6 -
图 9、2020 年以来家电主要原材料价格.....	- 6 -
图 10、2020 年以来家电主要原材料价格同比增速.....	- 6 -
图 11、22H1 龙头公司空调、冰箱、洗衣机外销销量份额及同比.....	- 8 -

## 表目录

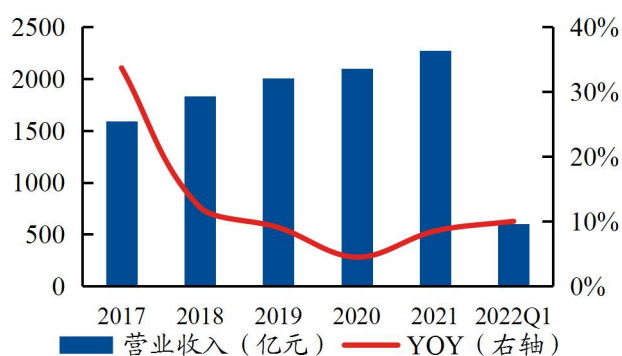
表 1、家电消费刺激政策频繁提出，政策力度从“鼓励有条件”到“全面开展”.....	- 4 -
表 2、海尔冰箱业务全球销量市占率（%）.....	- 7 -
表 3、海尔洗衣机业务全球销量市占率（%）.....	- 8 -

## 报告正文

## 1、复盘：产品升级+高端放量，Q2 海尔增速稳健

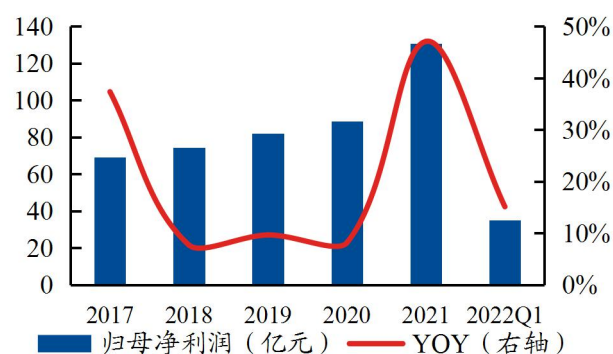
**收入端：**公司持续推进产品结构调整，高端化及套系化策略收效显著，22Q1 卡萨帝品牌收入同比+32.3%，内销收入同比+16%；北美高端品牌收入增速超 30%，海外收入同比+4.2%，增速稳健。Q2 国内受疫情影响，4、5 月内销增速放缓，6 月迎来需求回补，海外自主品牌及本土产能支持下，公司持续拓展高端市场，Q2 行业整体承压环境下，海尔收入增速维持稳定。**盈利端：**国内外产品结构优化叠加高端品牌放量基础上，22Q1 公司持续优化供应链布局对冲成本压力，同时继续深化数字化转型，全流程经营效率显著提升，费用率进一步优化，22Q1 毛利率/净利率分别同比+0.05/+0.27pct 至 28.5%/5.92%。

图 1、2017-2022Q1 公司营业收入及同比



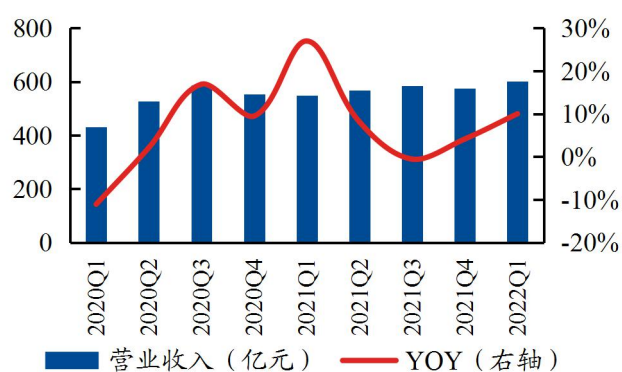
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2017-2022Q1 公司归母净利润及同比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、2020Q1-2022Q1 公司单季度收入及同比



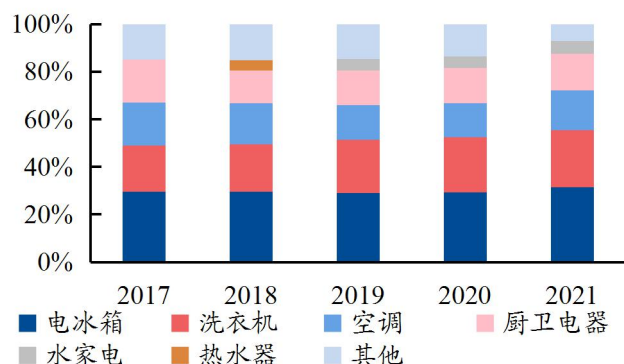
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2020Q1-2022Q1 公司单季度归母净利润及同比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

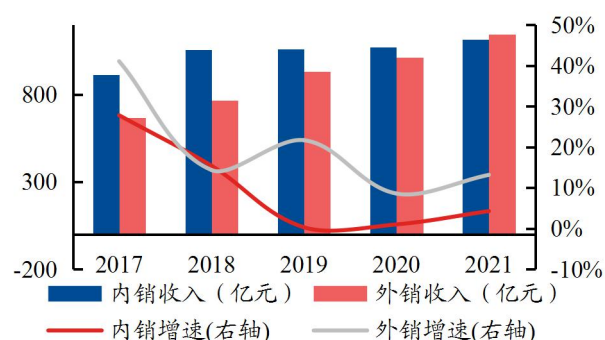
图 5、2017-2021 年公司主要品类收入占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2019 年起热水器并入水家电业务。

图 6、2017-2021 年公司内外销收入及同比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、内销：需求回暖+成本优化，盈利改善持续兑现

### 2.1、需求端：疫情缓解+政策扶持，终端需求逐步改善

**政策扶持+疫情缓解，家电终端需求有望逐步改善。**2022 年以来家电消费刺激政策频繁提出，且政策力度不断加强。2 月国务院印发《“十四五”推进农业农村现代化规划》，鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动、实施家具家装下乡补贴；7 月 13 日国务院常务会议定调在全国开展家电以旧换新和家电下乡，鼓励有条件的地方予以资金和政策支持，并完善绿色智能家电标准，推进安装、维修等全链条服务标准化。7 月 29 日商务部等 13 部门发布《关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知》，明确支持全国家电以旧换新，推进绿色家电下乡，并全面落实增值税留抵退税政策，减轻家电企业资金压力。预计随着政策端持续发力及补贴细则落实，叠加下半年国内疫情缓解，线下渠道迎来复苏，终端需求将逐步改善。

表 1、家电消费刺激政策频繁提出，政策力度从“鼓励有条件”到“全面开展”

日期	文件、会议	表述摘要
2/11	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	<b>鼓励有条件的</b> 地区开展农村家电更新行动、实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡。
5/19	2022 年《政府工作报告》	支持新能源汽车消费，鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。
4/25	《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	<b>鼓励有条件的</b> 地区开展新能源汽车和绿色智能家电下乡。
6/17	工信部等 5 部门《关于推动轻工工业高质量发展的指导意见》	<b>鼓励有条件的</b> 地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新行动。
7/13	国务院常务会议	加快释放绿色家电消费潜力。1) 在全国开展家电以旧换新和家电下乡， <b>鼓励有条件的</b> 地方予以资金和政策支持。2) 完善绿色智能家电标准，推进安装、维修等全链条服务标准化。
7/29	商务部等 13 部门《关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知》	<b>开展</b> 全国家电“以旧换新”活动， <b>推进</b> 绿色智能家电下乡。各地可统筹用好县域商业建设行动等相关资金，积极引导企业以县城、乡镇为重点，改造提升家电销售网络、仓储配送中心、售后维修和家电回收等服务网点。鼓励家电生产和流通企业开发适应农村市场特点和老年人消费需求的绿色

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

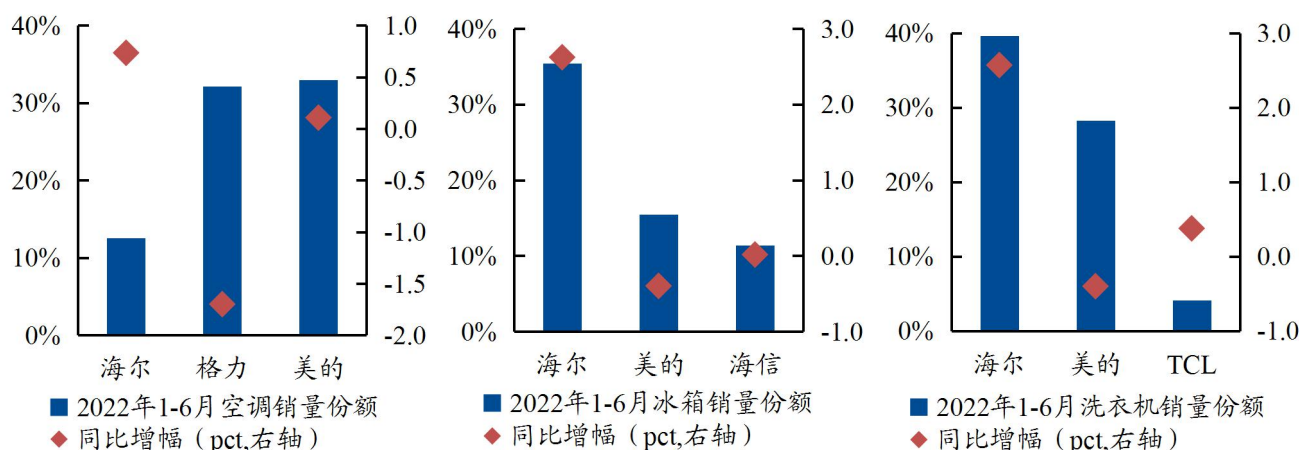
			智能家电产品。 <b>全面落实</b> 增值税留抵退税政策，切实减轻电流通企业资金压力。 <b>加大</b> 对符合政策的绿色家电政府采购力度，发挥示范引领作用。
家电 补贴	4/18-9/30	北京《关于实施促进绿色节能消费政策的通知》	面向在京消费者发放绿色节能消费券，鼓励消费者购买使用绿色节能商品。绿色节能消费券适用商品品类共计 20 类，包含 3C 电子产品、投影仪、洗碗机等。
	6/1-12/31	上海《上海市加快经济恢复和重振行动方案》	实施家电以旧换新计划，对绿色智能家电、绿色建材、节能产品等消费按规定予以适当补贴，支持大型商场、电商平台等企业以打折、补贴等方式开展家电以旧换新、绿色智能家电和电子消费产品促销等活动。
	5/1-8/31	深圳《深圳市关于促进消费持续恢复的若干措施》	在 5 至 8 月期间，对消费者购买符合条件的电视机、空调、冰箱、洗衣机、厨房家电、生活小家电等家用电器，按照销售价格的 15% 给予补贴，每人累计最高 2000 元。

资料来源：中国产业经济信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

**海尔冰洗优势稳固，内销份额持续增长。**上半年持续推新叠加疫情居家期间食材存储需求增加，海尔冰洗优势稳固，增速快于行业。出货端，据产业在线，2022 年 1-6 月海尔冰箱/洗衣机内销量份额分别同比+2.6pct/+2.6pct 至 35.5%/39.6%。零售端，海尔冰洗品类产品结构优化，均价持续提升，据 AVC 监测数据，1-6 月海尔冰箱线上/线下均价分别同比+3.5%/+15.9%，洗衣机线上/线下均价分别同比+9.2%/+6.2%，推动海尔冰洗终端销额增速快于行业。

**高温刺激需求，产品升级+渠道维稳助推海尔空调业务快速成长。**2022 上半年公司加强空调品类投入力度，产品升级改善用户体验，推动均价上行，精简 SKU 叠加渠道价格维稳，提升经销商盈利水平，出货端稳健增长，据产业在线，2022 年 1-6 月海尔累计内销量份额同比+0.7pct 至 12.5%。6 月末以来，全国持续性高温天气刺激空调需求，叠加疫情缓解，线下安装、物流及门店运营逐步恢复，国内空调终端销售显著回暖，海尔空调终端销售表现亮眼，据 AVC 监测数据，海尔空调第 26-30 周（6.20-7.24）线上/线下销额分别同比+89.7%/+26.2%，线上/线下均价分别同比+11.8%/+8.0%，双线市场份额均有提升，龙头品牌中表现相对突出。

图 7、22H1 龙头公司空调、冰箱、洗衣机内销销量份额及同比



资料来源：产业在线，兴业证券经济与金融研究院整理

产品升级+渠道优化,下半年卡萨帝有望恢复高增长。卡萨帝主要布局在线下渠道, Q1 空调补齐、新品放量,品牌实现高速增长, Q2 受疫情封控影响增速放缓。Q3 卡萨帝坚持高端价位段基础上,持续丰富产品矩阵,扩大受众范围,推出首套白色厨房套系产品触达年轻消费者。同时深化渠道拓展,发挥高端套系优势,结合三翼鸟平台持续推进家居建材市场等前置渠道的场景触点全覆盖,并逐步拓展购物中心渠道,夯实品牌形象,挖掘高端用户流量。产品及渠道持续升级下,下半年卡萨帝有望恢复高增。

图 8、2022 年卡萨帝推出白色套系拓展年轻消费群体

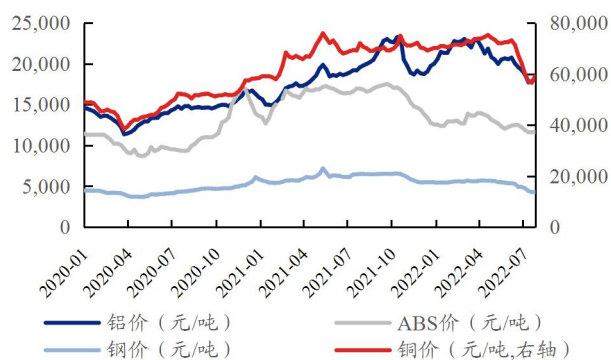


资料来源:公司官网,兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、供给端：原材料价格回落，静待盈利拐点到来

22 年 6 月以来家电主要原材料价格回落, 6-7 月铜/铝/钢/塑料均价分别环比 -12.79%/-9.12%/-13.71%/-7.24%, 同比-8.36%/+0.79%/-23.71%/-27.7%。随着成本端压力逐步消退, 公司内销盈利改善继续兑现, 预计三季度起在报表端有所体现。

图 9、2020 年以来家电主要原材料价格



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、2020 年以来家电主要原材料价格同比增速



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

注：铜价指标为长江有色市场:平均价:铜:1#；铝价指标为长江有色市场:平均价:铝:A00；塑料价格指标为市场价:丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物 ABS(注塑,2.6,上海高桥 275):余姚塑料城；钢价指标为冷轧板卷 1mm 北京、上海、广州三地均价。










注：申万白电指数为白色家电（申万）/1000。

### 3、外销：高端稳增+产能优化，外销逆势增长

**自主品牌布局完善，产品结构优化带动高端市场份额提升，海外实现逆势增长。**通过提前布局抢占优质标的，海尔目前拥有全球家电自主品牌集群，据欧睿，2021年全球主要市场中海尔冰洗销量份额多位居前五且持续提升。22Q2 在海外高基数及通胀压力下，行业整体需求承压，海尔基于前期完善的自主品牌布局，结合欧洲能源价格高企下对高能效产品的旺盛需求，提升高能效产品占比，优化产品结构，均价稳步提升，攫取高端市场份额；同时出口业务增速稳健，据产业在线，2022年1-6月海尔空调/冰箱/洗衣机出口量份额分别同比+1.8pct/-0.1pct/+6.1pct至7.0%/2.2%/26.4%。自主品牌及代工业务同步发力，外销实现逆势稳增。下半年公司继续加强产品迭代及高端渠道拓展，结合出口定制业务放量，外销有望延续稳定增长。

**本土供应链优化+原材料降本，Q4 外销盈利有望改善。**海尔加速海外产能建设，2021年以来海尔欧洲、南亚、北美等地区冰箱、洗衣机、厨电等工厂陆续投产，新增产能超千万台，供应链端布局优化叠加近期原材料价格回落，预计 Q4 起海外业务盈利逐步改善。

表 2、海尔冰箱业务全球销量市占率（%）

地区	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021 份额排名	趋势	
澳大利亚	20.0	19.6	20.5	20.3	19.9	20.1	2		
美国	19.2	19.2	20.7	23.5	24.5	26.3	1		
日本	17.8	19.0	22.8	22.6	23.4	23.6	1		
东欧	2.4	3.9	5.4	7.8	9.3	9.4	3		
西欧	4.5	4.4	4.8	8.0	7.9	8.1	4		
东南亚	越南	26.9	24.9	23.7	19.2	19.5	18.6	3	
	印尼	13.9	15.1	15.9	15.9	16.5	17.0	2	
	泰国	10.9	10.7	10.5	10.4	12.7	13.4	4	
	菲律宾	9.3	9.4	9.9	10.0	10.2	10.2	4	
	马来西亚	5.1	5.6	6.5	6.8	7.3	7.4	5	
	印度	5.5	5.3	8.8	10.1	10.4	10.5	4	

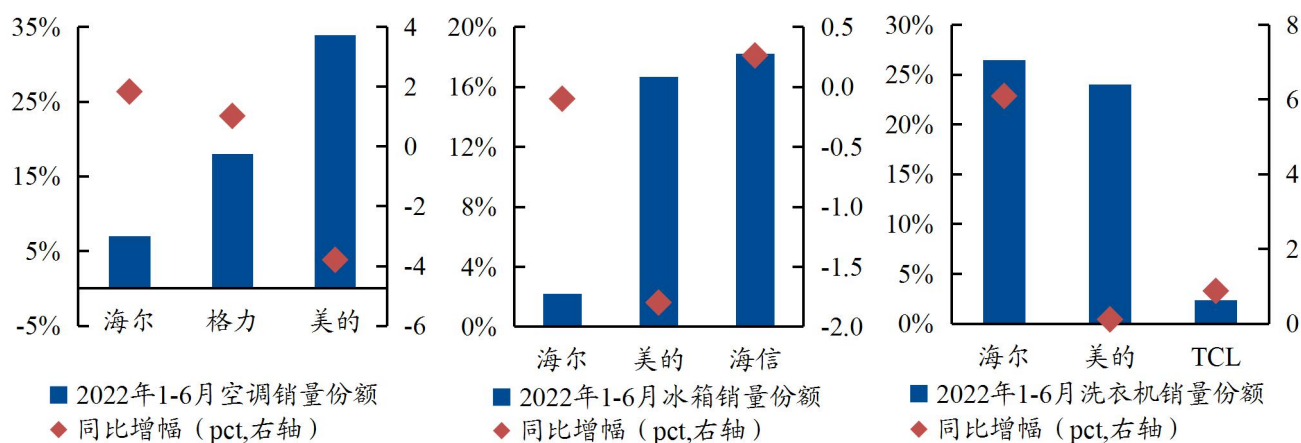
资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、海尔洗衣机业务全球销量市占率 (%)

地区	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021 份额排名	趋势
澳大利亚	25.0	26.1	27.1	27.4	28.0	28.0	1	
美国	13.7	13.6	16.7	19.1	20.9	23.5	2	
日本	18.0	18.2	18.7	18.8	18.9	19.1	3	
东欧	3.5	3.2	5.9	11.6	11.4	12.1	3	
西欧	2.7	2.3	2.5	12.5	13.0	13.5	4	
越南	23.0	21.0	19.2	16.9	17.6	17.5	3	
印尼	12.0	11.9	11.2	12.1	13.0	13.6	3	
泰国	6.3	6.0	6.1	6.7	6.7	7.0	7	
菲律宾	6.4	6.4	6.2	5.9	7.5	7.3	3	
马来西亚	8.1	7.4	6.4	5.8	5.9	7.5	6	
印度	6.1	5.4	4.7	4.2	4.0	3.8	6	

资料来源：Euromonitor，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、22H1 龙头公司空调、冰箱、洗衣机外销销量份额及同比



资料来源：产业在线，兴业证券经济与金融研究院整理

## 4、风险提示

(1) **原材料价格持续上涨**：若家电主要原材料铜、铝等大宗产品价格继续大幅上涨，公司盈利能力将受影响。

(2) **终端需求不及预期**：若 2022 下半年终端需求不及预期，公司收入增速将有波动。

(3) **行业竞争加剧**：若行业竞争加剧，公司盈利能力面临下行风险。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	123608	136857	160957	187223
货币资金	45857	51445	67608	86026
交易性金融资产	2786	2828	2856	2885
应收票据及应收账款	27986	38081	42133	46425
预付款项	857	1033	1070	1176
存货	39863	36552	39992	43290
其他	6258	6918	7298	7421
<b>非流动资产</b>	93852	88784	83710	78632
长期股权投资	23232	21322	21281	21294
固定资产	22307	20572	17473	13722
在建工程	4183	2092	1046	523
无形资产	9550	8862	8076	7368
商誉	21827	22690	22626	22640
长期待摊费用	589	522	444	374
其他	12164	12726	12764	12711
<b>资产总计</b>	217459	225641	244667	265856
<b>流动负债</b>	124797	119111	126682	134781
短期借款	11226	8172	8194	8254
应付票据及应付账款	67368	71,275	79,049	86,892
其他	46203	39663	39439	39635
<b>非流动负债</b>	11580	9518	7954	6307
长期借款	3039	1394	-193	-1796
其他	8541	8125	8147	8103
<b>负债合计</b>	136377	128629	134635	141088
股本	9399	9449	9449	9449
资本公积	22549	22499	22499	22499
未分配利润	47907	62271	74347	88098
少数股东权益	1272	1363	1467	1587
<b>股东权益合计</b>	81083	97012	110032	124767
<b>负债及权益合计</b>	217459	225641	244667	265856

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	13067	15026	17268	19842
折旧和摊销	5061	4897	5163	5283
资产减值准备	1939	-567	224	147
资产处置损失	-90	-243	-254	-266
公允价值变动损失	-119	-98	-112	-129
财务费用	1290	-363	-1053	-1890
投资损失	-2403	-1919	-1938	-1958
少数股东损益	150	91	104	120
营运资金的变动	3677	-5733	-608	175

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	227556	251381	276218	302818
营业成本	156483	172820	188313	204713
税金及附加	807	858	955	1043
销售费用	36554	40472	44982	49904
管理费用	10444	12431	14004	15837
研发费用	8357	8452	9466	10602
财务费用	686	-363	-1053	-1890
其他收益	958	866	857	876
投资收益	2403	1919	1938	1958
公允价值变动收益	119	98	112	129
信用减值损失	-520	-341	-371	-386
资产减值损失	-1419	-1344	-1478	-1508
资产处置收益	111	243	254	266
<b>营业利润</b>	15876	18152	20861	23943
营业外收入	199	225	236	260
营业外支出	159	209	204	202
<b>利润总额</b>	15916	18168	20893	24001
所得税	2699	3051	3520	4039
<b>净利润</b>	13217	15117	17373	19962
少数股东损益	150	91	104	120
<b>归属母公司净利润</b>	13067	15026	17268	19842
<b>EPS(元)</b>	1.38	1.59	1.83	2.10

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	8.5%	10.5%	9.9%	9.6%
营业利润增长率	16.7%	14.3%	14.9%	14.8%
归母净利润增长率	47.1%	15.0%	14.9%	14.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	31.2%	31.3%	31.8%	32.4%
净利率	5.8%	6.0%	6.3%	6.6%
ROE	16.4%	15.7%	15.9%	16.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	62.7%	57.0%	55.0%	53.1%
流动比率	0.99	1.15	1.27	1.39
速动比率	0.67	0.84	0.95	1.07
<b>营运能力</b>				
资产周转率	108.1%	113.5%	117.5%	118.6%
应收账款周转率	1433.7%	1556.7%	1543.6%	1525.2%
存货周转率	434.9%	436.1%	472.9%	472.5%
<b>每股资料(元)</b>				

经营活动产生现金流量	23130	7400	18853	21276	每股收益	1.38	1.59	1.83	2.10
投资活动产生现金流量	-8067	2455	2144	2026	每股经营现金	2.45	0.78	2.00	2.25
融资活动产生现金流量	-15641	-4267	-4834	-4884	每股净资产	8.45	10.12	11.49	13.04
现金净变动	-684	5588	16163	18418	估值比率(倍)				
现金的期初余额	45642	45857	51445	67608	PE	16.8	14.7	12.7	11.1
现金的期末余额	44958	51445	67608	86026	PB	2.8	2.3	2.0	1.8

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn