

美的集团 (000333.SZ) 2022Q2 业绩稳健增长，盈利改善展现经营强韧性

2022 年 09 月 01 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

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

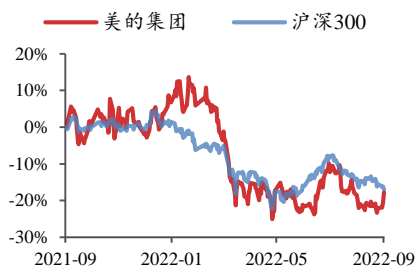
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2022/9/1
当前股价(元)	55.11
一年最高最低(元)	80.88/50.12
总市值(亿元)	3,856.61
流通市值(亿元)	3,774.68
总股本(亿股)	69.98
流通股本(亿股)	68.49
近 3 个月换手率(%)	29.67

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022Q1 盈利能力环比提升，第二增长曲线推进顺利——公司信息更新报告》-2022.5.2

《Q3 业绩符合预期，收入增速和净利率有望双升——公司信息更新报告》-2021.10.31

《2021H1 业绩符合预期，多元化业务齐头并进——公司信息更新报告》-2021.9.2

● 2022Q2 业绩稳健增长，盈利改善展现经营强韧性，维持“买入”评级

2022H1 实现营业总收入 1836.63 亿元 (+5.0%)，营业收入 1826.61 亿元 (+5.1%)，归母净利润 159.95 亿元 (+6.6%)，扣非净利润 156.92 亿元 (+7.2%)。2022Q2 实现营业总收入 927.25 亿元 (+1.0%)，营业收入 922.8 亿元 (+1.1%)，归母净利润 88.18 亿元 (+3.2%)，扣非净利润 86.98 亿元 (+8.9%)。在疫情反复、俄乌冲突、原材料价格上涨等因素扰动下，聚焦核心业务和产品保持业绩稳增，经营韧性较强。维持盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 315.7/349.0/385.7 亿元，对应 EPS 为 4.5/5.0/5.5 元，当前股价对应 PE 为 12.2/11.0/10.0 倍，维持“买入”评级。

● B 端业务多点开花、保持较快增长，C 端业务高端化拉动产品结构持续改善

分业务看，2022Q2 智能家居/工业技术/楼宇科技/机器人与自动化/数字化创新业务收入同比分别-2%/+20%/+29%/0%/+50%。2022Q2 公司暖通空调/消费电器/自动化/数字化业务收入分别同比+6%/-5%/+5.5%/+60%。分地区看，2022H1 内销/外销收入分别+4.98%/+5.24%。零售转型驱动外销自主品牌业务稳步拓展，东芝家电零售收入+25%。内销多品牌战略持续推进，2022H1 的 COLMO 品牌销售超 40 亿元 (+150%)，国内市场东芝销售超过 11 亿元 (+110%)。工业技术板块深耕消费电器领域，家用空调压缩机全球份额达 44%；楼宇科技板块热泵出口额增长超 200%；库卡中国机器人订单超 2 万台，与比亚迪、特斯拉、宁德时代等客户建立合作。

● 产品结构提升下 Q2 毛利率环比改善，看好原材料降价带动毛利率持续修复

2022Q2 毛利率为 24.0% (+0.6pct)，环比+1.9pcts。在大宗原材料价格仍处高位的情况下，Q2 公司毛利率逆势提升，主系内外销产品结构提升，带动均价提升贡献。2022Q2 销售/管理/研发/财务费用率同比分别-1.9/+0.8/+0.1/+0.9pcts。销售费用率改善明显，主系公司聚焦核心业务和产品，回归经营本质，费用投放效率有所提升。2022Q2 公司净利率 9.6%(+0.2pct)，环比+1.6pcts，我们预计在原材料价格下降趋势下，叠加内外销产品结构提升，以及控费提效驱动，公司净利率有望保持提升。

● 风险提示：原材料上涨风险；市场竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	284,221	341,233	363,392	400,095	436,503
YOY(%)	2.2	20.1	6.5	10.1	9.1
归母净利润(百万元)	27,223	28,574	31,572	34,904	38,573
YOY(%)	12.4	5.0	10.5	10.6	10.5
毛利率(%)	23.7	22.5	23.4	24.0	24.1
净利率(%)	9.7	8.5	8.8	8.8	9.0
ROE(%)	22.1	21.5	20.6	19.8	19.0
EPS(摊薄/元)	3.89	4.08	4.51	4.99	5.51
P/E(倍)	14.2	13.5	12.2	11.0	10.0
P/B(倍)	3.3	3.1	2.7	2.3	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 Q2 业绩稳健增长，盈利改善展现经营强韧性	3
2、 C 端业务稳健增长，B 端业务多点开花	4
3、 均价带动 Q2 毛利率逆势提升，原材料降价叠加产品结构提升有望带动净利率持续提升	7
4、 盈利预测与投资建议	8
5、 风险提示	8
附：财务预测摘要	9

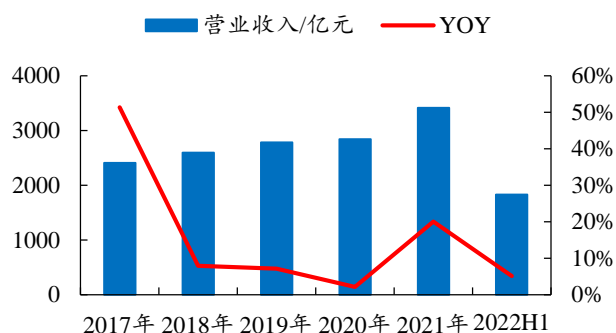
图表目录

图 1： 2022H1 公司实现营业收入 1826.61 亿元（+5.1%）	3
图 2： 2022Q2 实现营业收入 922.8 亿元（+1.1%）	3
图 3： 2022H1 公司实现归母净利润 159.95 亿元（+6.6%）	3
图 4： 2022Q2 实现归母净利润 88.18 亿元（+3.2%）	3
图 5： 2022 年 H1 公司智能家居板块营收为 1259 亿元	4
图 6： 2022 年 H1 公司楼宇科技收入同比增长 33.09%	4
图 7： 2022 年 H1 公司暖通空调营收占比为 45.57%	4
图 8： 2022 年 H1 公司数字化业务收入同比增长 40%	4
图 9： 2022H1 公司毛利率 23.1%（-0.1pcts）	7
图 10： 2022Q2 公司毛利率为 24.0%（+0.6pcts）	7
图 11： 2022H1 公司期间费用率为 12.9%（-0.5pcts）	7
图 12： 2022Q2 公司期间费用率为 13.0%（-0.2pcts）	7
图 13： 2022H1 公司净利率 8.8%（+0.1pct）	8
图 14： 2022Q2 公司净利率 9.6%（+0.2pct）	8
表 1： 公司在七大品类做到线上、线下零售额占比行业第一	5
表 2： 2022H1 公司针对四大主要智能家居场景推出多款产品和先进技术	6

1、Q2 业绩稳健增长，盈利改善展现经营强韧性

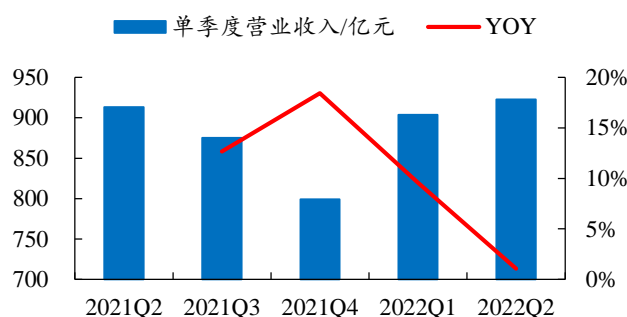
2022H1 公司实现营业总收入 1836.63 亿元 (+5.0%)，营业收入 1826.61 亿元 (+5.1%)；单季度来看 2022Q2 实现营业总收入 927.25 亿元(+1.0%)，营业收入 922.8 亿元 (+1.1%)。在疫情反复、俄乌冲突、原材料价格上涨等因素扰动下，聚焦核心业务和产品保持业绩稳增。

图1：2022H1 公司实现营业收入 1826.61 亿元 (+5.1%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

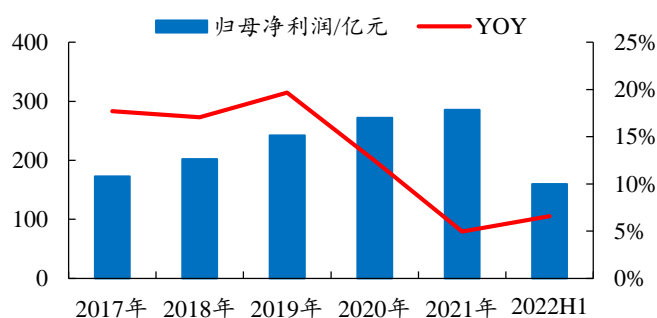
图2：2022Q2 实现营业收入 922.8 亿元 (+1.1%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

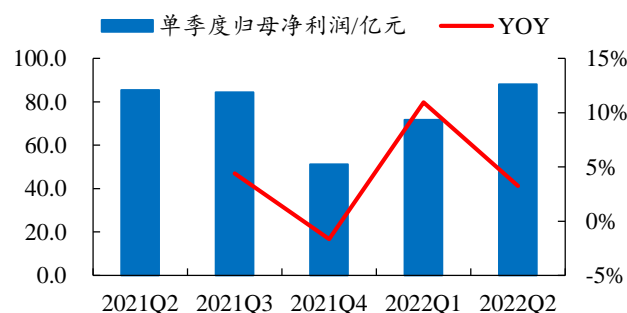
2022H1 公司实现归母净利润 159.95 亿元 (+6.6%)，扣非净利润 156.92 亿元 (+7.2%)。单季度来看 2022Q2 实现归母净利润 88.18 亿元 (+3.2%)，扣非净利润 86.98 亿元 (+8.9%)。公司 Q2 利润增速快于收入增速，主系公司“收入合理、盈利恢复”的年度经营原则，在 2022 年初快速调整布局，聚焦核心业务和产品，回归经营本质，产品结构提升带动均价提升明显。

图3：2022H1 公司实现归母净利润 159.95 亿元 (+6.6%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

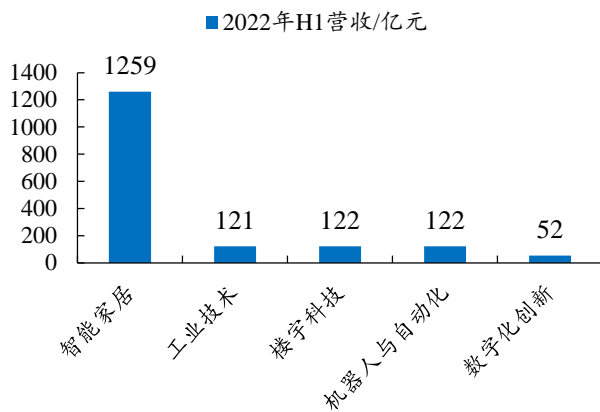
图4：2022Q2 实现归母净利润 88.18 亿元 (+3.2%)



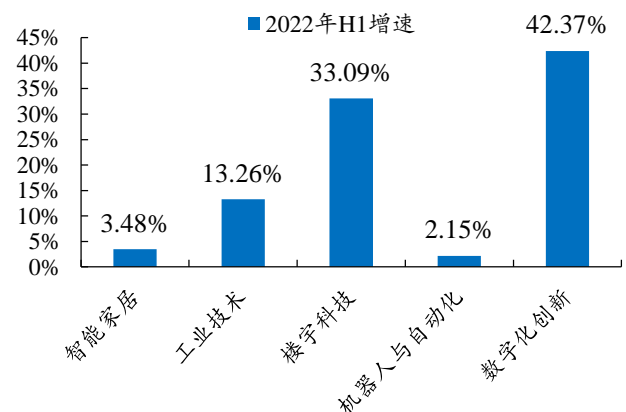
数据来源：Wind、开源证券研究所

营收分板块看，2022 年 H1 公司五大业务板块智能家居事业群/工业技术事业群/楼宇科技事业部/机器人与自动化事业部/数字化创新业务收入分别为 1259/121/122/122/52 亿元，同比分别增长 3.48%/13.26%/33.09%/2.15%/42.37%。其中楼宇科技、数字化创新业务增速较快。

2022 年 Q2 智能家居/工业技术/楼宇科技/机器人与自动化/数字化创新业务收入分别为 625/64.1/66.4/62.3/28 亿元，同比分别-2%/+20%/+29%/0%/+50%。受疫情和海外宏观局势波动，智能家居业务有所下滑，B 端业务保持较快增长。

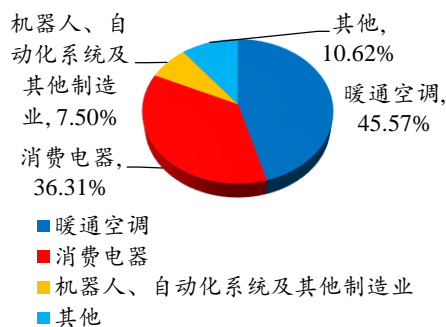
图5：2022 年 H1 公司智能家居板块营收为 1259 亿元


数据来源：公司公告、开源证券研究所

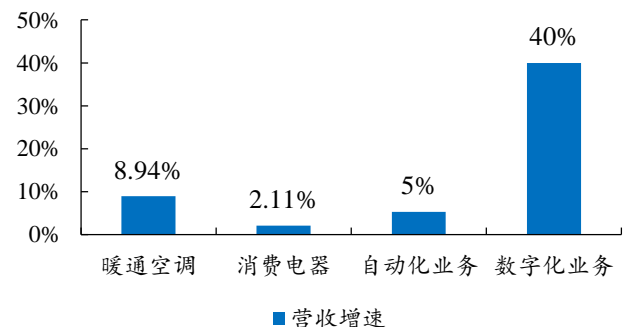
图6：2022 年 H1 公司楼宇科技收入同比增长 33.09%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

营收分产品看，2022 年 H1 公司暖通空调/消费电器/机器人、自动化及其他制造业分别实现收入 832.4 亿元/663.3 亿元/136.9 亿元，营收占比分别为 45.57%/36.31%/7.50%。2022 年 Q2 公司暖通空调/消费电器/自动化/数字化业务收入分别同比+6%/-5%/+5.5%/+60%。

图7：2022 年 H1 公司暖通空调营收占比为 45.57%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2022 年 H1 公司数字化业务收入同比增长 40%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、C 端业务稳健增长，B 端业务多点开花

营收分地区看，2022 年 H1 公司内销/外销收入分别为 1048.22/778.39 亿元，同比分别+4.98%/+5.24%。

在海外宏观环境波动下，公司外销保持增长，主系公司以用户为中心，推进海外渠道向零售终端转型，2022H1 新增活跃合作客户近 2600 个，新增海外自有品牌销售网点超过 2 万家。2022H1 日本家电零售市场整体规模较 2021 年增长 6%，东芝家电零售收入增长 25%，在六大品类合计市场份额提升至 14%以上。截至 2022 年 6 月，东芝家电业务已扩展覆盖超过 120 个国家和地区。

家电内销市场，公司深化渠道变革转型，持续提升渠道效率。2022 年上半年，美的电商销售占比继续保持在 45%以上，美的全网销售规模超过 440 亿元，在京东、天猫等主流电商平台连续 10 年保持家电全品类行业第一。公司在线下搭建起覆盖全渠道纵深的专卖店网络，在国内的建材、家装渠道累计建成逾 1300 家前装门店，在区县级市场布局超过 2600 家旗舰店，在乡镇级市场建成超过 14000 家多品类店。

公司针对内销市场，多品牌矩阵覆盖全价格带。高端品牌 COLMO 延续高增趋势。2022H1 COLMO 品牌整体销售突破 40 亿元，同比增长 150%，套系产品销售超过 13 万台，持续开拓高端全场景渠道，已累计布局近 170 家智感体验馆。在市场端，根据奥维云网数据，2022 年上半年 COLMO 产品在高端市场占比提升显著，其中空调挂机和净水产品均在 20% 以上，洗碗机则接近 13%。东芝品牌 2022H1 持续发力。市场端，2022H1 国内市场全渠道销售超过 11 亿元，同比提升超过 110%，‘618’期间东芝销售额突破 2 亿元（+74%），其中东芝冰箱销售额同比增长超过 160%。华凌品牌持续深耕年轻用户，2022 年‘618’期间，华凌品牌整体销售额接近 16 亿元，同比增长 80%，其中空调品类在京东、天猫、抖音等平台均排名前三，在拼多多自营店实现同比增长 1000%，华凌空调全网直播售出 9.5 万套。

2022 年 H1 公司在中国区域全面推进落实‘数一’战略，据奥维云网数据显示，在家用空调、微波炉、台式烤箱、电风扇、电暖器、电磁炉、电热水壶 7 个品类中，美的系产品在国内线上与线下市场份额均位列第一。

表1：公司在七大品类做到线上、线下零售额占比行业第一

品类	线下零售额份额	线下零售额市占率排名	线上零售额份额	线上零售额市占率排名
家用空调	34.27%	1	35.62%	1
洗衣机	25.66%	2	33.40%	2
干衣机	26.04%	2	35.47%	1
冰箱	13.91%	2	18.50%	2
电饭煲	40.76%	1	26.68%	2
微波炉	54.74%	1	47.11%	1
电暖器	50.88%	1	23.29%	1
电磁炉	46.57%	1	47.57%	1
电风扇	40.74%	1	20.94%	1
电水壶	36.96%	1	24.52%	1
饮水机	43.67%	1	13.84%	3
台式烤箱	35.76%	1	25.04%	1
电压力锅	39.54%	2	39.15%	1
破壁机	30.63%	2	12.02%	3
净水器	19.00%	2	19.79%	1
电热水器	16.93%	3	31.81%	2
洗碗机	—	—	29.37%	1
燃气热水器	—	—	15.97%	2
消毒柜	—	—	18.39%	2
燃气灶	—	—	12.15%	2
油烟机	—	—	12.58%	3

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

产品方面，聚焦场景化产品布局，发挥美的多品类优势。公司 2022H1 针对厅室、阳台、厨房、卫浴场景推出多款新产品，搭载公司自研的多项技术，在产品使用体验和产品性能上实现了较大突破。

表2：2022H1 公司针对四大主要智能家居场景推出多款产品和先进技术

领域	新产品
智能家居厅室场景领域	移动式空气净化消毒机“净击者”
	凉白开智能即热水瓶
	微电解水洗空气冷塔扇 AAF12PXJ
	甲醛数显空气净化器 KJ800G-H Pro
	多功能布艺清洗机 Ubox 先扫后拖的智能机器人 W11, 美的小白盒、M9、P8、A8、A8+等产品
智能家居阳台场景领域	COLMO 星际站干洗护理套装
	美的元气系列洗烘套装
	东芝 T15 系列滚筒产品
	面向美洲市场的 MA500 系列波轮产品
智能家居厨房场景领域	COLMO 全新 AVANT 系列冰箱
	东芝芝味系列冰箱
	COLMO CXSP927W-SS8 油烟机
	COLMO 星图净饮水机 X1500
	COLMO TURING 净热一体机 T2000
	超薄煎烤机
	美的 200XQ2 消毒柜
智能家居卫浴场景领域	COLMO 多联式厨房空调
	COLMO 燃气热水器 CE116
	美的电热水器 F6032-UD(HE)

资料来源：公司公告、开源证券研究所

工业技术业务持续深耕消费电器领域，不断巩固行业领先地位。据产业在线数据显示,2022 年上半年家用空调压缩机全球市场占比提至 44%,继续稳居全球第一；冰箱压缩机全球市场占比达到 14%，位居行业前列；家用空调电机与洗衣机电机全球销量份额分别为 42%和 18%，依旧保持行业领先优势。**深化新能源车核心部件布局**，聚焦解决行业低温制热痛点的前沿技术 CO₂转子式汽车电动压缩机、国内自主研发的辅助/自动驾驶的 EPS 电机以及各项性能处于前沿技术水平的主驱电机等产品技术。

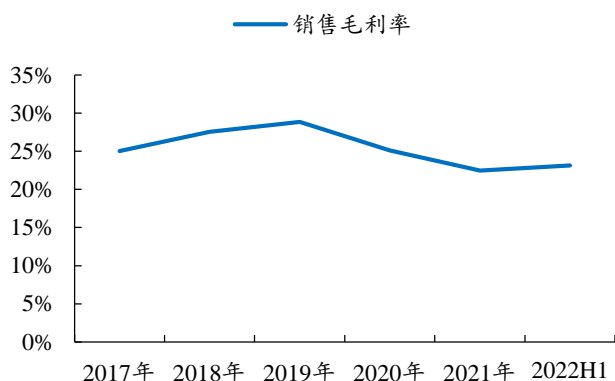
楼宇科技方面，2022 年上半年电梯业务实现收入 7 亿元，同比增长 40%。据产业在线监测的 2022 年上半年数据显示,美的中央空调国内市场占有率继续保持第一。根据产业在线数据显示，2022 年上半年美的热泵产品出口额同比增长超过 200%，出口规模位列中国热泵行业第一。

机器人业务方面,持续推进中国市场机器人业务整合与拓展,截至 2022 年 6 月,库卡中国获得超过 2 万台机器人订单，克服疫情和供应链等方面的困难，生产交付超过 1 万台，与比亚迪、特斯拉、蔚来汽车、宁德时代等新能源汽车行业头部客户建立合作关系。

3、均价带动 Q2 毛利率逆势提升，原材料降价叠加产品结构提升有望带动净利率持续提升

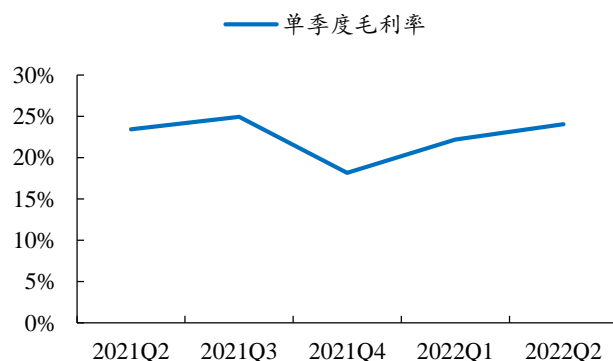
毛利率：2022H1 公司毛利率 23.1% (-0.1pcts)，2022Q2 公司毛利率为 24.0% (+0.6pcts)，环比提升 1.9pcts。在大宗原材料价格仍处高位的压力下，Q2 公司毛利率逆势提升，主系内销、外销的产品结构提升，带动均价提升贡献。

图9：2022H1 公司毛利率 23.1% (-0.1pcts)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2022Q2 公司毛利率为 24.0% (+0.6pcts)

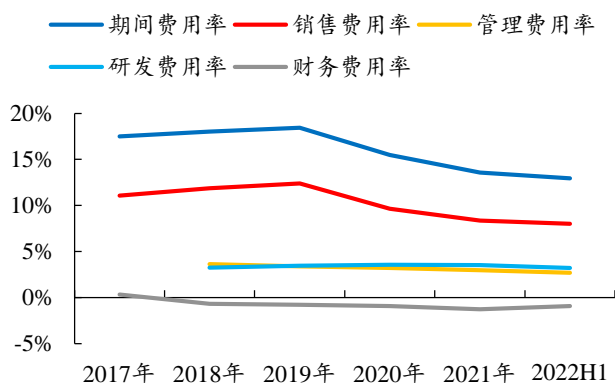


数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率分业务看，2022 年 H1 公司暖通空调/消费电子/机器人、自动化系统及其他制造业的毛利率分别为 21.05%/29.21%/21.84%，同比分别+1.33/+1.81/-1.10pcts。毛利率分地区看，2022 年 H1 公司内销/外销毛利率分别为 23.58%/22.50%，同比分别+1.43pcts/+0.92pcts。

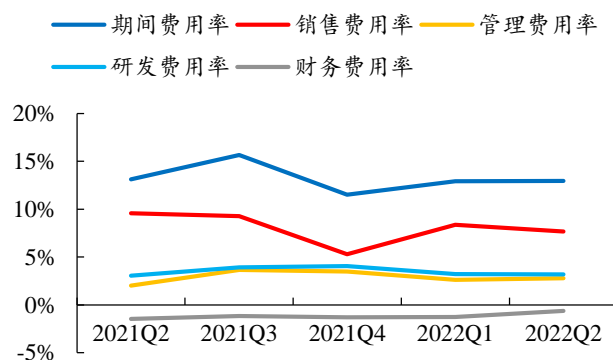
费用端：2022H1 公司期间费用率为 12.9% (-0.5pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.0%/2.7%/3.2%/-0.9%，同比分别-1.3/+0.3/+0.2/+0.4pcts。**单季度看，**2022Q2 公司期间费用率为 13.0% (-0.2pcts)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.7%/2.8%/3.2%/-0.6%，同比分别-1.9/+0.8/+0.1/+0.9pcts。销售费用率改善明显，主系公司聚焦核心业务和产品，回归经营本质，提升费用投放效率。

图11：2022H1 公司期间费用率为 12.9% (-0.5pcts)



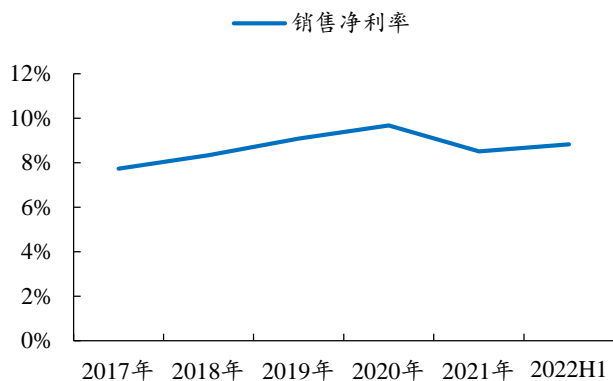
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2022Q2 公司期间费用率为 13.0% (-0.2pcts)

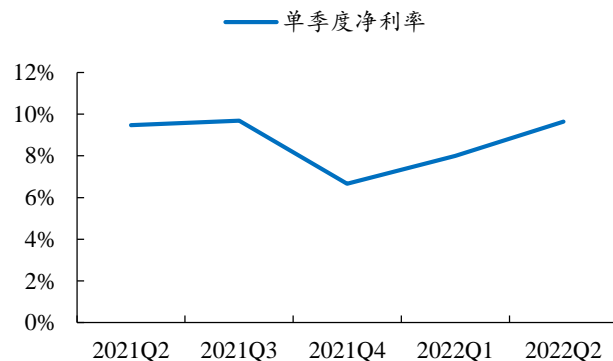


数据来源：Wind、开源证券研究所

净利率：2022H1 公司净利率 8.8% (+0.1pct)。单季度来看 2022Q2 公司净利率 9.6%，同比+0.2pct，环比+1.6pcts，我们预计在原材料价格下降趋势下，叠加产品结构提升，控费提效贡献拉动，公司净利率有望保持提升趋势。

图13：2022H1 公司净利率 8.8% (+0.1pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2022Q2 公司净利率 9.6% (+0.2pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

在疫情反复、俄乌冲突、原材料价格上涨等因素扰动下，公司聚焦核心业务和产品保持业绩稳增，经营韧性较强。B 端业务多点开花、保持较快增长，C 端业务高端化拉动产品结构持续改善。我们预计在原材料价格下降趋势下，叠加内外销产品结构提升，以及控费提效驱动，公司净利率有望保持提升。

我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 315.7/349.0/385.7 亿元，对应 EPS 为 4.5/5.0/5.5 元，当前股价对应 PE 为 12.2/11.0/10.0 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

原材料上涨风险；市场竞争加剧风险；渠道拓展不及预期风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	241655	248865	212299	241505	237787
现金	81210	71876	76543	84274	91943
应收票据及应收账款	28283	29421	0	0	0
其他应收款	2974	3104	3369	3758	4017
预付账款	2764	4353	3226	5118	3985
存货	31077	45924	35103	53409	43031
其他流动资产	95348	94186	94058	94946	94811
非流动资产	118727	139082	141733	143855	145299
长期投资	2901	3797	5152	6528	7921
固定资产	22239	22853	23011	23960	24464
无形资产	15422	17173	18272	18083	17814
其他非流动资产	78164	95259	95298	95283	95100
资产总计	360383	387946	354031	385360	383086
流动负债	184151	222851	172319	183584	158028
短期借款	9944	5382	77796	88815	62531
应付票据及应付账款	82180	98736	0	0	0
其他流动负债	92026	118734	94523	94769	95497
非流动负债	51995	30270	26790	22984	18874
长期借款	42827	19734	16255	12449	8338
其他非流动负债	9168	10536	10536	10536	10536
负债合计	236146	253121	199110	206568	176902
少数股东权益	6721	9957	10365	10861	11384
股本	7030	6987	6987	6987	6987
资本公积	22488	20517	20517	20517	20517
留存收益	95041	112433	131157	151863	174742
归属母公司股东权益	117516	124868	144557	167931	194800
负债和股东权益	360383	387946	354031	385360	383086

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	29557	35092	-23978	17784	53962
净利润	27507	29015	31980	35399	39096
折旧摊销	0	0	3429	3772	4156
财务费用	-2638	-4386	484	2502	1514
投资损失	-2362	-2366	-2285	-2324	-2380
营运资金变动	1574	4253	-56617	-21001	12472
其他经营现金流	5477	8575	-969	-565	-896
投资活动现金流	-35311	13600	-3039	-3298	-2686
资本支出	4657	6825	4725	4518	4208
长期投资	-34800	16281	-1355	-1376	-1392
其他投资现金流	4146	4144	3041	2596	2915
筹资活动现金流	-756	-31205	-40730	-17773	-17323
短期借款	4242	-4562	72415	11018	-26284
长期借款	1529	-23093	-3479	-3806	-4110
普通股增加	58	-43	0	0	0
资本公积增加	2848	-1971	0	0	0
其他筹资现金流	-9433	-1534	-109666	-24986	13071
现金净增加额	-6893	17002	-67747	-3288	33953

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	284221	341233	363392	400095	436503
营业成本	216798	264526	278358	304072	331306
营业税金及附加	1534	1609	2046	2193	2316
营业费用	23563	28647	29071	31607	34920
管理费用	9264	10266	9812	10402	11786
研发费用	10119	12015	11992	12803	14405
财务费用	-2638	-4386	484	2502	1514
资产减值损失	-705	-483	908	600	829
其他收益	1424	1308	1366	1311	1351
公允价值变动收益	1763	-166	798	316	557
投资净收益	2362	2366	2285	2324	2380
资产处置收益	-61	58	-42	-44	-22
营业利润	31493	33281	36731	40729	44991
营业外收入	385	625	505	565	535
营业外支出	215	188	249	255	255
利润总额	31664	33718	36987	41039	45271
所得税	4157	4702	5007	5639	6175
净利润	27507	29015	31980	35399	39096
少数股东损益	284	442	408	495	523
归属母公司净利润	27223	28574	31572	34904	38573
EBITDA	32656	33190	44897	51514	55306
EPS(元)	3.89	4.08	4.51	4.99	5.51

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	2.2	20.1	6.5	10.1	9.1
营业利润(%)	6.1	5.7	10.4	10.9	10.5
归属于母公司净利润(%)	12.4	5.0	10.5	10.6	10.5
获利能力					
毛利率(%)	23.7	22.5	23.4	24.0	24.1
净利率(%)	9.7	8.5	8.8	8.8	9.0
ROE(%)	22.1	21.5	20.6	19.8	19.0
ROIC(%)	51.5	45.3	29.7	28.9	34.1
偿债能力					
资产负债率(%)	65.5	65.2	56.2	53.6	46.2
净负债比率(%)	-14.9	-10.4	16.3	13.9	-6.4
流动比率	1.3	1.1	1.2	1.3	1.5
速动比率	0.9	0.6	0.6	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	13.7	14.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.5	4.4	8.4	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.89	4.08	4.51	4.99	5.51
每股经营现金流(最新摊薄)	4.22	5.01	-3.43	2.54	7.71
每股净资产(最新摊薄)	16.79	17.84	20.66	24.00	27.84
估值比率					
P/E	14.2	13.5	12.2	11.0	10.0
P/B	3.3	3.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	10.6	11.3	9.2	8.1	6.8

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

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的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，属于机密材料，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16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