

相关研究

《年报业绩超预期, Q1 收入利润持续高增》

《美的集团深度报告: 做大而美的百年企业》

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

营收业绩稳定增长, ToB 端初发力

2022 年 05 月 04 日

事件: 2021 年公司实现营业收入 3412.33 亿元, 同比+20.06%, 21Q4 实现营业收入 798.91 亿元, 同比+18.43%。22Q1 公司实现营业收入 903.81 亿元, 同比+9.55%。

点评:

➤ 22Q1 收入为何能保证持续稳定增长?

从出货端来看, 1-2 月美的空冰洗内销出货分别同比+0.00/+0.84/-3.03%, 外销出货分别同比-4.08/+2.56/+4.74%, 整体大家电出货量稳中有升。从零售端均价来看, 公司为应对原材料成本压力对产品进行了普遍提价, 根据奥维云网数据, Q1 美的空冰洗线上均价分别同比+555/+27/-89 元, 线下均价分别同比+688/+527/+324 元。空调线上市占率同比提升 3.28pct 达到 36.46%。我们认为, 随着海运费、汇率等因素改善, Q2 海外收入有望和内销一样实现稳定增长。

➤ 22Q1 实现毛利率 22.18%, 同比-0.82pct, 实现销售净利率 8.00%, 小幅提升 0.12pct, 22Q1 为什么盈利能力较 Q4 显著回暖?

一方面, Q1 公司根据成本端压力进一步调整终端零售价格改善毛利率水平; 另一方面公司全面推进数字化改革, 为公司盈利能力提供了更多挖潜弹性空间。我们认为, 美的作为国内家电龙头, 在经营、制造、物流等方面具有明确的产业优势, 其打造的具有制造业特色的数据中台、物联网技术中台等为公司在目前国内低迷的市场环境下提供更多弹性, 具备跨越周期的能力。

➤ 如何看待美的长期发展主线?

和公司的业务布局一样, 我们认为公司未来的发展动力分为 ToB 和 ToC 两大主线, ToB 业务对公司的增长贡献正在逐步显现。

国内和许多西方国家家用电器市场逐渐进入成熟期, 美的作为全球家电制造龙头, 虽然仍可通过全球化、高端的途径实现家电主业的稳定增长, 但从长期来看, 公司同样需要寻找新的增长支撑点。

美的近两年在工业技术相关领域动作频繁, 通过收购标的、加大投入研发推动公司工业技术储备和产品的推出。作为我国传统制造企业, 美的具有明确的制造、研发、管理、采购优势, 在向 B 端业务转型的过程中利用 C 端业务积累的技术、营销、渠道优势, 可加快推动公司 B 端业务产品在全球范围的推广。

目前, 公司已在工业机器人、新能源汽车、光伏等多领域进行布局, 工业技术事业部计划在五年内冲刺千亿营收目标, 将成为公司未来增长的重要支撑点。

➤ 盈利预测与投资评级: 我们预计公司 22-24 年收入为 3804.81/4149.23/4481.88 亿元, 同比+10.8/+9.1/+8.0%; 归母净利润

327.10/378.93/432.43，分别同比+14.5/15.8/14.1%，对应 PE 为 12.21/10.54/9.24 倍，维持“买入”评级。

- **风险因素：**原材料价格持续上涨、疫情反复导致销售生产停滞、海外市场开拓不及预期、To B 业务开拓不及预期等

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	285,710	343,361	380,481	414,923	448,188
增长率 YoY %	2.3%	20.2%	10.8%	9.1%	8.0%
归属母公司净利润 (百万元)	27,223	28,574	32,710	37,893	43,243
增长率 YoY%	12.4%	5.0%	14.5%	15.8%	14.1%
毛利率%	24.1%	22.9%	22.8%	23.5%	24.5%
净资产收益率ROE%	23.2%	22.9%	20.6%	19.2%	17.8%
EPS(摊薄)(元)	3.89	4.08	4.67	5.42	6.18
市盈率 P/E(倍)	25.30	18.07	12.21	10.54	9.24
市净率 P/B(倍)	5.86	4.14	2.52	2.02	1.65

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价

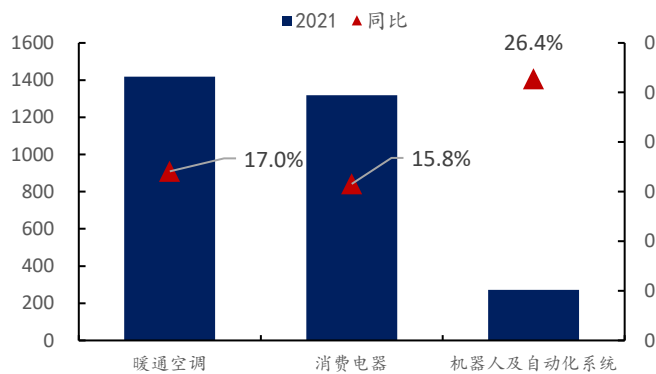
一：收入分析：业绩符合预期，“数一”战略成效显著

2021 年公司实现营业收入 3412.33 亿元，同比+20.06%，21Q4 实现营业收入 798.91 亿元，同比+18.43%。22Q1 公司实现营业收入 903.81 亿元，同比+9.55%。

Q1 公司营业收入增长稳定。从出货端来看，1-2 月美的空冰洗内销出货分别同比+0.00/+0.84/-3.03%，外销出货分别同比-4.08/+2.56/+4.74%，整体大家电出货量稳中有升。从零售端均价来看，公司为应对原材料成本压力对产品进行了普遍提价，根据奥维云网数据，Q1 美的空冰洗线上均价分别同比+555/+27/-89 元，线下均价分别同比+688/+527/+324 元。空调线上市占率同比提升 3.28pct 达到 36.46%。我们认为，随着海运费、汇率等因素改善，Q2 海外收入有望和内销一样实现稳定增长。

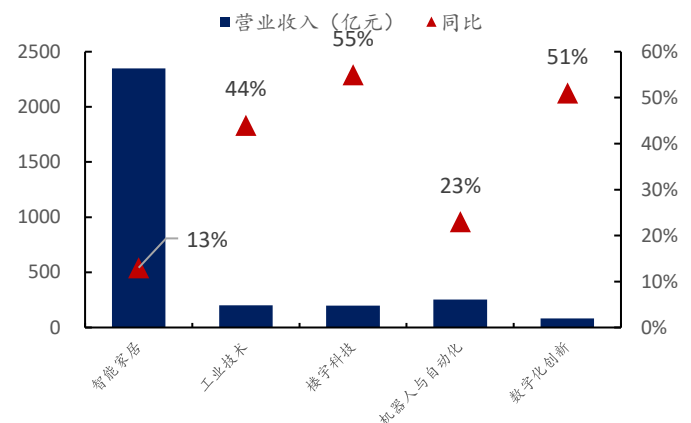
2021 年公司营业收入按业务来看：按行业来分，2021 年公司暖通空调/消费电子/机器人及自动化系统营业收入分别为 1418.79/1318.66/272.81 亿元，分别同比+17.0/+15.8/+26.4%。按照业务板块划分来看，2021 年公司智能家居/工业技术/楼宇科技/机器人与自动化/数字化创新实现营业收入 2349/201/197/253/83 亿元，分别同比+13/+44/+55/+23/+51%。

图 1：2021 年营业收入按行业分（亿元，%）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

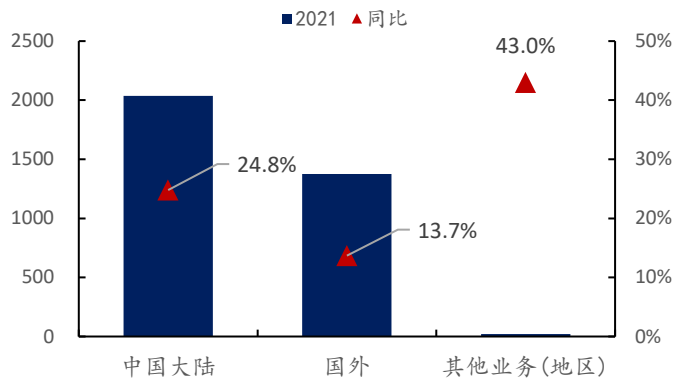
图 2：2021 年营业收入按业务板块分（亿元，%）



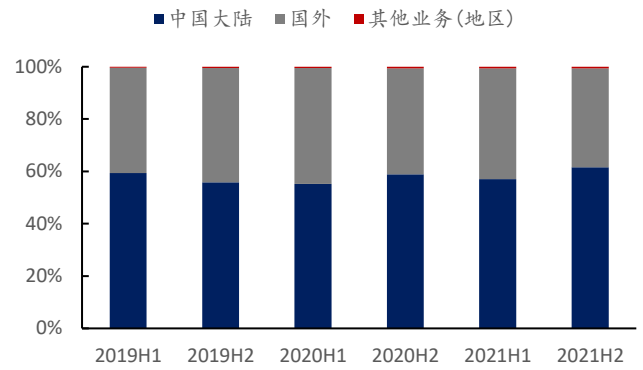
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

分地区来看，2021 年中国大陆/国外营业收入分别为 2035.79/1376.54 亿元，分别同比+24.8/+13.7%，H2 国内外收入分别同比+20.75/+7.51%。从地区收入比例来看，H2 国内收入占比小幅提升 2.71pct 至 61.56%，海外收入下滑 2.79pct 至 37.80%。

尽管从收入占比来看，公司海外收入占比略有下滑，但 21 年公司针对海外市场建立了以美国、巴西、德国、日本、东盟为突破口的全球战略，新增海外自有品牌网点超过 43000 家，21 年在日本家电零售下滑 3%的不利背景下，东芝家电零售收入逆势增长 9%，六大品类提升至 12.5%。持续加大海外电商业务投入，2021 年海外电商整体销售额同比+65%，东南亚电商年度大促期间实现同比增长 145%。

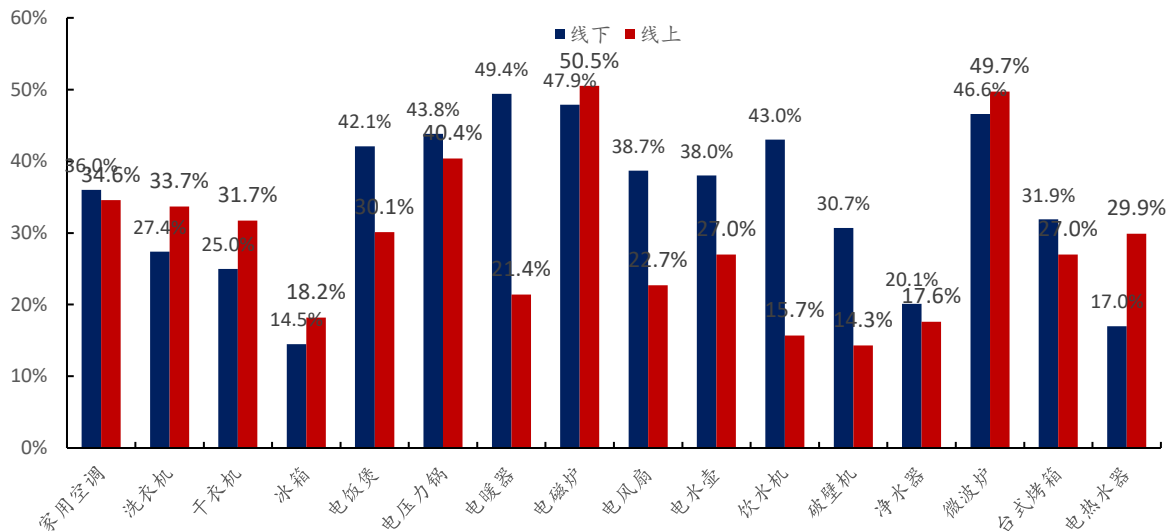
图 3：2021 年营业收入按地区分（亿元，%）


资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 4：各地区营收占比（%）


资料来源：WIND，信达证券研发中心

从细分品类市场份额来看，美的集团在中国区全面推进落实“数一”战略。家用空调、干衣机、电饭煲、电风扇、电压力锅、电磁炉、电暖器等 7 个品类在国内线上与线下市场份额均排名行业第一。

图 5：美的集团细分产品市场占有率（%）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、盈利能力分析：盈利端短期承压，费用率控制得当

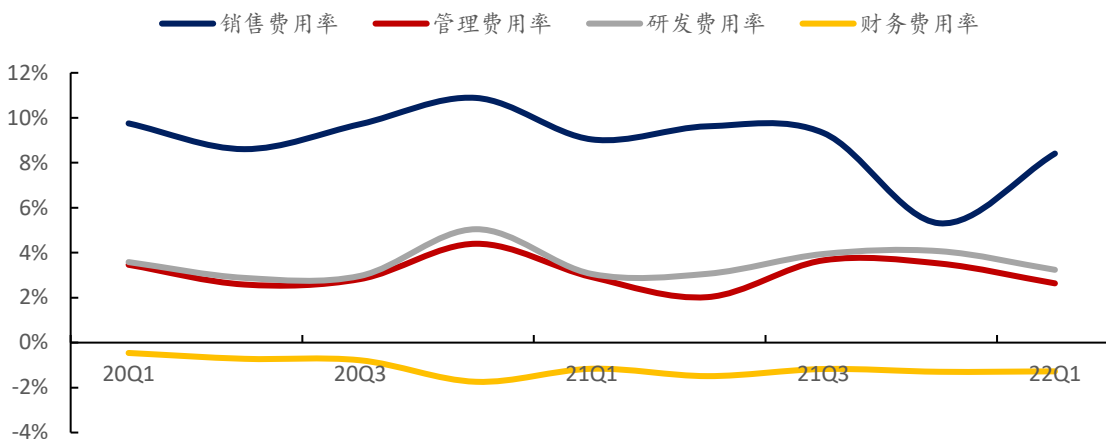
21 年公司实现归母净利润 285.74 亿元，同比+4.96%，Q4 实现归母净利润 51.18 亿元，同比-1.66%，22Q1 实现归母净利润 71.78 亿元，同比+10.97%。

受原材料成本维持高位、海运费高企、人民币大幅升值等不利影响，21 年公司毛利率明显承压。2021 年全年公司毛利率 22.48%，同比-2.64pct，21Q4 实现销售毛利率 18.15%，同比-6.40pct，22Q1 毛利率 22.18%，同比-0.82pct，毛利率降幅有所收窄。分产品来看，电器类产品受原材料价格等影响更加明显，暖通空调/消费电子/机器人及自动化系统类产品毛利分别同比-1.85/-0.66/+1.87pct，21H2 各品类毛利分别同比-1.56/-2.63/+0.12%；分地

区来看，21H2 国内外毛利率分别为 11.21/9.21%，分别同比-1.92/2.09pct，海外毛利受损更为明显。

从费用端来看，公司持续推进组织变革，提高生产、销售、周转效率，实现降本增效。Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.31/3.52/4.07/-1.30%，分别同比-5.57/-0.88/-0.98/+0.45pct，22Q1 公司各项费用率分别同比-0.63/-0.28/+0.18/-0.11pct。

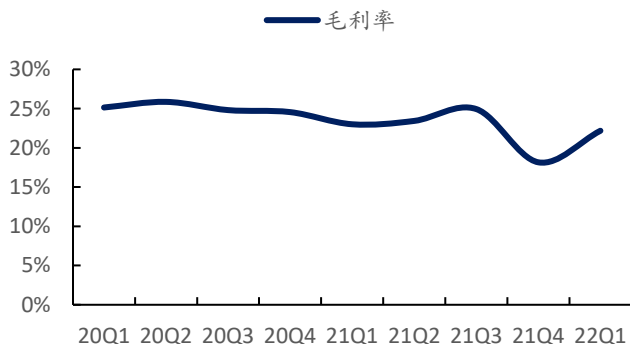
图 6: 美的集团费用率变化（单季）



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

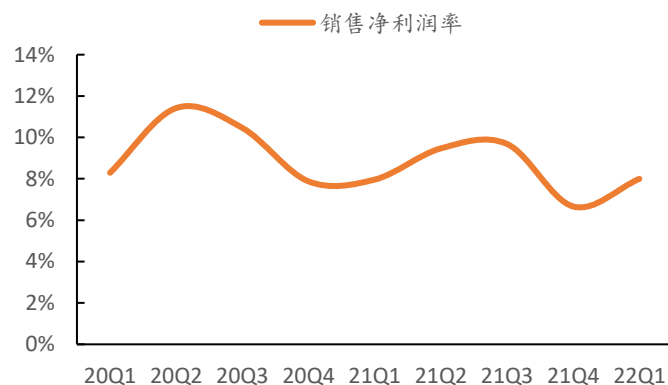
通过费用控制，公司销售净利率下滑幅度小于毛利下滑幅度。21Q4 公司实现销售净利率 6.66%，同比-3.80pct，22Q1 实现销售净利率 8.00%，小幅提升+0.12pct。

图 7: 美的毛利率水平变化 (%)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 8: 美的净利率水平变化 (%)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

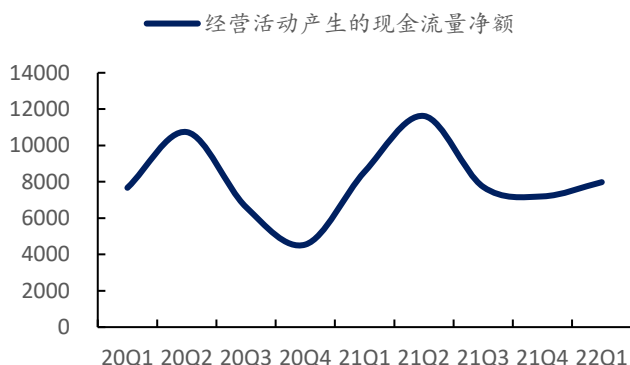
三、运营情况分析：未来收入增长潜力良好，周转效率略有下降

1、未来收入增长潜力良好，存货维持高位。22Q1 期末公司货币资金+交易性金融资产合计 756.06 亿元，较期初-2.76%，应收票据和应收账款合计 345.49 亿元，较期初+17.43%，体现出较好的收入增长能力；22Q1 期末存货合计 417.61 亿元，较期初-9.07%，但和 20 年相比存货水平仍处于高位。

2、从周转率来看，22Q1 公司存货/应收账款/应付账款周转天数分别+3.70/+1.92/+2.11 天，周转效率略有下降。

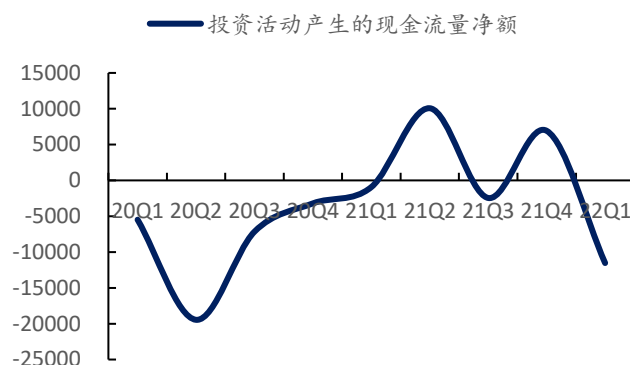
3、22Q1 公司经营活动产生的现金流量净额 79.79 亿元，同比-6.72%，投资性活动产生的现金流净额为-115.36 亿元，去年同期为 9.32 亿元，主要原因为投资活动支付的现金增加所致。

图 9：公司经营活动产生的现金流量净额（单季，百万元）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 10：公司投资活动产生的现金流量净额（单季，百万元）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

四、四大战略主轴，实现 ToC+ToB 业务并重发展

1、ToC：聚焦场景化产品布局，深化家居服务平台搭建

公司划分智能家居厅室场景、智能家居阳台场景、智能家居厨房场景和智能家居卫浴场景，基于用户生活方式搭建多元使用场景，结合美的自有产品，通过 IoT 技术全面深化家居服务，提供全屋智能综合解决方案。

在品牌方面：21 年公司将高端品牌 Colmo 作为重要发展战略，全年销售突破 40 亿，同比+300%。目前 Colmo 已经形成 BLANC、TURNING、EVOLUTION、AVANT 四大套系，结合公司场景化战略构建高端化智慧生活解决方案。在 Colmo 服务的超过 33 万用户中，套购 5 件及以上的用户约为 5%。在市占率方面，Colmo 在高端空调柜机/空调挂机/净水产品/滚筒洗衣机市场份额达到 36/20/20/15%。除了高端品牌，21 年华凌整体营收超 55 亿，同比+200%。多元化品牌战略有利于公司覆盖更多消费群体，结合公司场景化战略，可以为消费者提供更加多样化、个性化的智能场景家居服务。

2、To B 业务：科技驱动万物，工业驱动未来

工业技术事业群：21 年美的机电事业群更名工业技术事业群，致力于成为智慧交通、工业自动化、绿色能源、消费电器领域全球领先的解决方案提供商，5 年内冲刺千亿营收目标。

在消费电器领域，公司坚定投入数智化转型应对未来用工挑战，泰国日历亚司机公司收购项目顺利完成交割，提高冰箱压缩机产能，实现全球供应能力的进一步提升；

在智慧交通方面，21 年公司新能源车相关三大产品线投产，2022 年 4 月 27 日，美的工业技术收购天腾动力，进一步布局两轮出行领域。

新能源领域，公司以高压变频器为厨电，结合智能微电网、储能、SVG 等产品和服务，为客户提供低碳化、数字化、定制化的一站式能源解决方案。

楼宇科技事业群：美的作为国内中央空调市占率第一的龙头企业，从设备出发，利用“楼宇设备设施+数字化技术+产业生态布局”，打通楼宇交通流、信息流、体验流、能源流，提供 SMART IN ONE 的楼宇整体解决方案。21 年美的楼宇科技实现离心机累计下线超过千台，总冷量超过 120 万冷吨，标志着国产离心机突破外资壁垒。

机器人和自动化：库卡中国收入同比+48.4%，本土汽车客户同比增长超过 100%。21 年 9 月，可卡收到梅赛德斯 G 级车供应商 MAGNA 订单，总额达数百万欧元。2022 年初库卡收到福特汽车欧洲最大商用车生产商 Ford Otosan 订单，将提供超过 700 台机器人。库卡中国经过前期整合调整，目前已经受到众多电动车、工程机械、新能源、消费电子企业认可，我们认为未来有望实现订单加速增长。海外市场方面，发布了新操作系统 iiQKA.OS 极大程度简化机器人操控，发布智能仿真软件 KUKA.Sim4.0、工业化物联网平台 iiQoT 等软件产品，加速数字化领域布局。

五、未来公司发展动力在哪里？

和公司的业务布局一样，我们认为公司未来的发展动力分为 ToB 和 ToC 两大主线。

1) 面对零售端消费者：美的建立全屋智能解决方案 C2M 数字平台，为用户提供全屋智能解决方案服务，2021 年全屋空间场景方案销售达到 18 万单，实现交易额超过 140 亿元。在全屋智能场景中，公司不断拓宽新品类，满足消费者细分化需求。21 年公司推出出集吸尘、拖地、除菌三合一的 Eureka 智能杀菌洗地机和 W11 一体化家庭清洁机器人，补充智能家居厅室场景，美的还与华为、哈曼卡顿等多品牌合作，实现旗下产品智能互联、AI 互动，进一步提升消费者的使用体验。通过场景化、高端化、智能化的产品升级策略，美的有望实现客单价的快速提升，从而抬高公司的发展上限。

海外市场方面，美的凭借全球化的基础和将进一步强化全球制造布局和海外本地运营，深化与东芝家电的协同整合，加快自主品牌建设，到 2025 年美的外销自主品牌 OBM 业务占比目标达到 50%以上。

图 11： 公司发布洗地机、洗地机新产品



资料来源：美的生活小家电/Eureka 官方微博，信达证券研发中心

图 12： 美的与多品牌合作打造智能家居体验



资料来源：美的公众号，信达证券研发中心

2) ToB 端来看：国内和许多西方国家家用电器市场逐渐进入成熟期，美的作为全球家电制造龙头，虽然仍可通过全球化、高端的途径实现家电主业的稳定增长，但从长期来看，

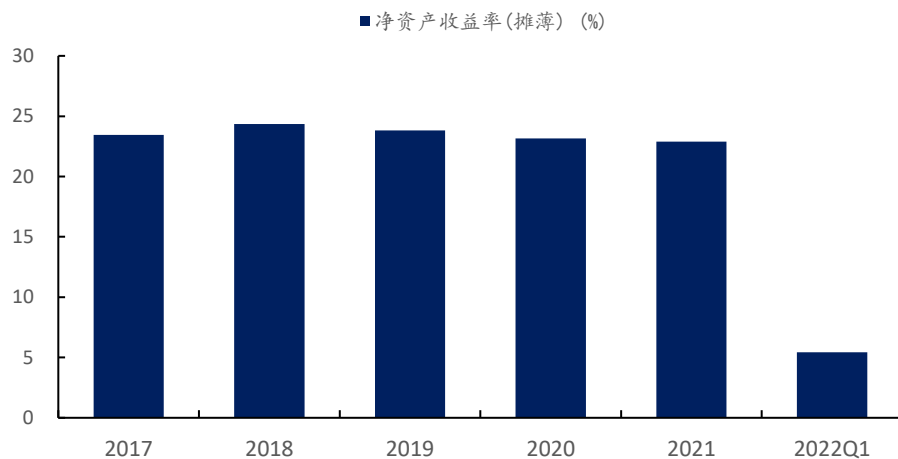
公司同样需要寻找新的增长支撑点。美的近两年来在工业技术相关领域动作频繁，通过收购标的、加大投入研发推动公司工业技术储备和产品的推出。作为我国传统制造企业，美的具有明确的制造、管理、采购优势。研发方面，2021 年公司研发投入达到 120 亿元，拥有三级技术委员和四级研发体系，技术战略与中长期产品规划相互衔接，实现双轮驱动，为公司长期保持技术优势奠定稳固基础。

除了工业技术、楼宇科技和机器人自动化等核心 ToB 业务，公司也在进一步推动安得智联、美云智数、万东医疗以及美智光电等数字化创新业务的转型升级，为美的提供更多可能性。

3) 自我赋能，不断实现效率提升：公司推动全面数字化变革目前已初有成效，生产方面通过自研智能混流排产算法，计划排程效率提升 75%，工厂资源效率提升 8%；仓储配送环节实行 T+3 策略；售后服务方面，全面推进套购套装便携服务，实现工单直派率超过 70%。美的所打造的全新具有制造业特色的数据中台致力于数据实时化，在部分领域已实现已实现超过 20% 的成本降低和超过 50% 的效率提升。物联网技术中台的落地实现内部系统技术平台建设效率提升 10%，服务器成本降低 20%。我们认为，美的“数智驱动”战略推进业务数字化，打造数据业务化体系未来将持续推进公司效率提升，有望推动公司盈利水平的进一步提升。

4) 股权激励计划推出：公司发布 2022 年限制性股票激励计划，考核目标为 22&23/24/25 年加权平均净资产收益率不低于 20%/18%/18%，我们认为公司将资产收益率作为考核目标体现了公司在接下来几年中进行业务版图扩张时对于投入产出的重视，体现公司长期发展信心。

图 13：公司历史净资产收益率水平（%）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

5) 美的积极践行绿色战略：2021 年公司可再生能源使用占比达到 10.1%，光伏发电项目装机总容量超过 160MW，累计完成 3.22 万台废旧家电的回收拆解。我们认为，美的积极践行绿色战略，推进环保生产，不仅有利于保护环境、节约能源，同时也将有效提升公司资源利用效率从而节省成本，推动社会层面家用电器回收迭代，拉动家电消费替换需求。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	241,65	248,865	295,120	344,957	398,059
货币资金	81,210	71,876	111,618	152,719	198,326
应收票据	5,305	4,785	6,088	6,531	6,959
应收账款	22,978	24,636	28,086	30,800	33,022
预付账款	2,764	4,353	4,219	4,694	5,049
存货	31,077	45,924	47,535	51,625	55,559
其他	98,322	97,290	97,574	98,588	99,144
非流动资产	118,72	139,082	141,307	144,386	147,939
长期股权投资	2,901	3,797	3,797	3,797	3,797
固定资产	22,239	22,853	24,196	25,873	27,758
无形资产	15,422	17,173	17,502	18,174	19,092
其他	78,164	95,259	95,813	96,541	97,293
资产总计	360,38	387,946	436,427	489,343	545,998
流动负债	184,15	222,851	237,137	250,308	261,392
短期借款	9,944	5,382	5,000	4,500	4,800
应付票据	28,250	32,752	36,834	39,887	42,386
应付账款	53,930	65,984	71,478	78,156	83,170
其他	92,026	118,734	123,824	127,765	131,036
非流动负债	51,995	30,270	30,170	30,220	30,408
长期借款	42,827	19,734	19,634	19,684	19,872
其他	9,168	10,536	10,536	10,536	10,536
负债合计	236,14	253,121	267,306	280,528	291,799
少数股东权益	6,721	9,957	10,559	11,169	11,893
归属母公司	117,51	124,868	158,562	197,646	242,306
负债和股东权益	360,38	387,946	436,427	489,343	545,998

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	285,71	343,361	380,481	414,923	448,188
同比	2.3%	20.2%	10.8%	9.1%	8.0%
归属母公司净利润	27,223	28,574	32,710	37,893	43,243
同比	12.4%	5.0%	14.5%	15.8%	14.1%
毛利率(%)	24.1%	22.9%	22.8%	23.5%	24.5%
ROE%	23.2%	22.9%	20.6%	19.2%	17.8%
EPS(摊薄)(元)	3.89	4.08	4.67	5.42	6.18
P/E	25.30	18.07	12.21	10.54	9.24
P/B	5.86	4.14	2.52	2.02	1.65
EV/EBITDA	27.55	19.06	10.03	7.76	5.68

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	285,7	343,36	380,481	414,923	448,188
营业成本	216,9	264,62	293,731	317,416	338,382
营业税金及	1,534	1,609	1,902	2,057	2,208
销售费用	23,56	28,647	31,580	33,816	36,303
管理费用	9,264	10,266	10,463	11,825	13,446
研发费用	10,119	12,015	11,833	14,107	15,911
财务费用	-2,638	-4,386	-2,036	-3,502	-5,184
减值损失合	-705	-483	-53	-67	-27
投资净收益	2,362	2,366	3,424	3,319	2,241
其他	2,879	816	1,476	1,717	1,051
营业利润	31,49	33,281	37,854	44,172	50,388
营业外收支	170	436	0	0	0
利润总额	31,66	33,718	37,854	44,172	50,388
所得税	4,157	4,702	4,543	5,670	6,421
净利润	27,50	29,015	33,312	38,502	43,967
少数股东损	284	442	602	610	725
归属母公司净利润	27,223	28,574	32,710	37,893	43,243
EBITDA	24,31	26,197	34,207	38,851	45,096
EPS(当年)(元)	3.89	4.08	4.67	5.42	6.18

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	29,557	35,092	42,654	44,523	49,414
净利润	27,50	29,015	33,312	38,502	43,967
折旧摊销	0	0	3,236	3,150	3,157
财务费用	-1,715	-3,120	1,171	1,146	1,146
投资损失	-2,362	-2,366	-3,424	-3,319	-2,241
营运资金变	7,676	12,014	8,154	4,935	3,288
其它	-1,549	-452	205	109	97
投资活动现	-	13,600	-1,269	-1,826	-3,150
资本支出	-4,383	-6,489	-4,694	-5,145	-5,390
长期投资	-	14,440	0	0	0
其他	4,875	5,648	3,424	3,319	2,241
筹资活动现	-756	-	-1,642	-1,596	-658
吸收投资	2,657	1,551	10	0	0
借款	43,71	808	-482	-450	488
支付利息或股息	-12,823	-12,894	-1,171	-1,146	-1,146
现金流净增加额	-6,893	17,002	39,743	41,101	45,607

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 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@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	李若琳	13122616887	liruolin@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	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。