

松霖科技

2024 年归母净利润同增 27%，布局机器人新赛道



徐卓楠 分析员
轻工零售美妆
SAC 执证编号: S0080520080008
SFC CE Ref: BPR695
zhuonan.xu@cicc.com.cn



柳政甫 分析员
轻工零售美妆
SAC 执证编号: S0080521120007
SFC CE Ref: BTC661
zhengfu.liu@cicc.com.cn

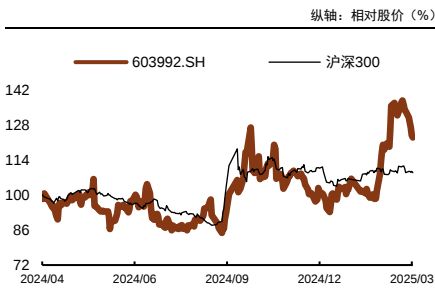


刘玉雯 分析员
轻工零售美妆
SAC 执证编号: S0080524070017
yuwen3.liu@cicc.com.cn

● 维持跑赢行业

股票代码 603992.SH
股票评级 → 跑赢行业
目标价 人民币 25.00

股票代码 603992.SH
最新收盘价 人民币 22.73
52 周最高价/最低价 人民币 25.99~15.25
总市值(亿) 人民币 97.4



(人民币 百万)	2023A	2024A	2025E	2026E
营业收入	2,983	3,015	3,622	4,200
增速	-6.2%	1.1%	20.1%	16.0%
归属母公司净利润	352	446	578	673
增速	35.0%	26.6%	29.5%	16.3%
扣非后净利润	358	416	538	626
增速	24.2%	16.2%	29.5%	16.3%
每股净利润	0.82	1.04	1.35	1.57
每股净资产	6.00	7.41	8.57	9.91
每股股利	0.19	0.18	0.24	0.28
每股经营现金流	1.11	0.00	1.68	1.98
市盈率	27.6	21.8	16.8	14.5
市净率	3.8	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	18.8	20.3	11.9	9.7
股息收益率	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%
平均总资产收益率	8.1%	10.4%	12.1%	12.0%
平均净资产收益率	14.9%	15.5%	16.9%	17.0%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

● 业绩回顾

2024 年业绩符合市场预期

公司公布 2024 年业绩: 全年实现收入 30.15 亿元, 同比增长 1.06%, 归母净利润 4.46 亿元, 同比增长 26.65%, 扣非归母净利润 4.16 亿元, 同比增长 16.22%。业绩符合市场预期。分季度来看, 公司 1Q/2Q/3Q/4Q24 分别实现收入 6.81/7.66/7.44/8.23 亿元, 同比分别+12.61%/-3%/-6.82%/+4.24%, 归母净利润 1.11/1.1/0.99/1.26 亿元, 同比分别+154.72%/+43.23%/-45.81%/+159.38%。

发展趋势

1、大健康产品和境外地区收入保持快速增长。①分产品, 24 年大健康(原美容健康类, 含智能健康硬件等)/智能厨卫营收分别 3.59/25.32 亿元, 同比+18%/-1.63%, 毛利率受财务口径营收品类调整影响, 同比-5.81/+0.71ppt 至 49.18%/33.90%。②分地区, 24 年境外/境内地区营收分别 22.64/7.51 亿元, 同比+16.69%/-28.02%, 境外地区高增主要得益于欧洲地区快速发展, 毛利率同比-2.35/+2.71ppt 至 37.99%/27.50%。

2、毛利率、净利率同比提升, 运营效率优化。公司 24 年毛利率 35.37%, 同比+0.35ppt。费用端, 公司 2024 年期间费用率 18.86%, 同比-0.46ppt, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.76%/9.4%/7.47%/-0.77%, 同比-1.22ppt/+0.68ppt/+0.64ppt/-0.56ppt。23 年度收购倍杰特公司产生公允价值变动损失导致低基数, 24 年公司加大存货管理和回款催收, 资产减值损失减少, 综合影响下 24 年净利率为 14.81%, 同比+2.99ppt。

3、布局机器人赛道, 有望打造新增长引擎。松霖科技微信公众号, 2025 年 2 月, 公司成立厦门松霖机器人科技有限公司, 通过“内生+外延”双轮驱动模式, 业务涵盖机器人技术研发、生产制造和市场销售, 同时计划开展并购业务, 实现规模快速扩大。2025 年 3 月, 松霖机器人与达闼公司达成联合研发合作, 双方合作重点方向是研发和推广“灵巧手”的洗护康养功能人形机器人。2025 年 3 月 27 日, 松霖机器人收购厦门威迪思智能运动系统有限公司 100%股权。公司积极布局机器人赛道, 我们认为有望在技术创新和市场拓展上取得突破, 打造新的增长引擎, 推动公司业绩持续稳健发展。

盈利预测与估值

我们维持 2025 年盈利预测不变, 新引入 2026 年盈利预测 6.73 亿元, 当前股价对应 2025/2026 年 17/14 倍 P/E。维持跑赢行业评级。考虑到公司布局机器人赛道有望带来估值提升, 我们上调目标价 14%至 25 元, 对应 2025/2026 年 19/16 倍 P/E, 对应 10%上行空间。

风险

原材料价格大幅波动, 汇率大幅波动, 海外需求下滑。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	2,983	3,015	3,622	4,200	营业收入	-6.2%	1.1%	20.1%	16.0%
营业成本	1,939	1,948	2,404	2,774	营业利润	12.9%	31.7%	29.3%	16.1%
税金及附加	31	29	29	34	EBITDA	14.3%	-6.7%	62.6%	17.6%
销售费用	119	83	101	118	净利润	35.0%	26.6%	29.5%	16.3%
管理费用	260	283	272	315	扣非后净利润	24.2%	16.2%	29.5%	16.3%
财务费用	-6	-23	-28	-32	盈利能力				
其他	150	174	151	187	毛利率	34.0%	34.4%	32.8%	33.1%
营业利润	380	500	646	751	营业利润率	12.7%	16.6%	17.8%	17.9%
营业外收支	-2	-7	-8	-8	EBITDA 利润率	16.9%	15.6%	21.1%	21.4%
利润总额	378	493	639	743	净利润率	11.8%	14.8%	16.0%	16.0%
所得税	-13	47	61	71	扣非后净利润率	12.0%	13.8%	14.9%	14.9%
少数股东损益	39	0	0	0	偿债能力				
归属母公司净利润	352	446	578	673	流动比率	2.63	3.33	3.40	3.30
扣非后净利润	358	416	538	626	速动比率	2.32	2.97	3.04	2.96
EBITDA	504	470	764	899	现金比率	0.90	0.62	1.01	1.18
资产负债表					资产负债率	39.5%	27.3%	29.0%	29.2%
货币资金	904	500	998	1,395	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
应收账款及票据	641	610	696	807	回报率分析				
预付款项	5	8	10	11	总资产收益率	8.1%	10.4%	12.1%	12.0%
存货	314	290	348	406	净资产收益率	14.9%	15.5%	16.9%	17.0%
其他流动资产	768	1,281	1,291	1,301	每股指标				
流动资产合计	2,632	2,689	3,344	3,922	每股净利润(元)	0.82	1.04	1.35	1.57
固定资产及在建工程	1,169	1,210	1,249	1,398	每股净资产(元)	6.00	7.41	8.57	9.91
无形资产及其他长期资产	451	465	584	680	每股股利(元)	0.19	0.18	0.24	0.28
非流动资产合计	1,620	1,675	1,833	2,078	每股经营现金流(元)	1.11	0.00	1.68	1.98
资产合计	4,252	4,364	5,177	5,999	估值分析				
短期借款	53	1	1	1	市盈率	27.6	21.8	16.8	14.5
应付账款及票据	841	727	897	1,081	市净率	3.8	3.1	2.7	2.3
其他流动负债	106	79	87	105	EV/EBITDA	18.8	20.3	11.9	9.7
流动负债合计	1,000	807	985	1,187	股息收益率	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%
长期借款和应付债券	595	311	361	411					
其他非流动负债	85	71	157	157					
非流动负债合计	681	382	518	568					
负债合计	1,681	1,190	1,503	1,755					
归母所有者权益	2,572	3,174	3,674	4,245					
少数股东权益	0	0	0	0					
负债及股东权益合计	4,252	4,364	5,177	5,999					
现金流量表									
净利润	352	446	578	673					
折旧和摊销	171	0	153	188					
营运资本变动	252	-81	47	58					
其他	-298	-366	-61	-68					
经营活动现金流	477	0	718	850					
资本开支	-151	0	-195	-323					
其他	-135	0	-10	-10					
投资活动现金流	-287	0	-205	-333					
股权融资	60	0	0	0					
银行借款	15	-337	0	0					
其他	-463	337	-15	-120					
筹资活动现金流	-388	0	-15	-120					
汇率变动对现金的影响	9	0	0	0					
现金净增加额	-188	0	498	398					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

松霖科技创立于 1995 年，是一家以 IDM（技术原创 Innovation、艺术化设计 design、数字化智造 manufacture）为内生驱动的专业制造商，致力于成为泛家居行业细分品类世界冠军的批量孵化与智造平台，公司以卫浴为核心，产品覆盖智能家居、美容健康等众多领域。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 1：盈利预测调整表

百万人民币	调整前	2025E 调整后	变化	2026E 新引入
营业收入	4,379	3,622	-17.3%	4,200
营业成本	2,867	2,404	-16.2%	2,774
毛利	1,466	1,189	-18.9%	1,392
销售费用	162	101	-37.4%	118
管理费用	350	272	-22.5%	315
财务费用	10	-28	-387.4%	-32
营业利润	642	646	0.6%	751
利润总额	642	639	-0.6%	743
归属母公司净利润	578	578	0.0%	673

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：业绩回顾表

(人民币百万元)	1Q23A	2Q23A	1H23A	3Q23A	1-3Q23A	4Q23A	2023A	1Q24A	2Q24A	1H24A	3Q24A	1-3Q24A	4Q24A	2024A	YoY
营业收入	605	790	1,395	799	2,194	790	2,983	681	766	1,448	744	2,192	823	3,015	1.1%
毛利	203	276	479	291	769	276	1,045	242	269	511	264	776	291	1,067	2.1%
营业利润	56	91	147	159	306	74	380	124	121	245	111	357	143	500	31.7%
净利润	44	77	120	184	304	48	352	111	110	221	99	321	126	446	26.6%
全面摊薄每股收益 (元)	0.10	0.18	0.28	0.43	0.71	0.11	0.82	0.26	0.26	0.52	0.23	0.75	0.29	1.04	26.6%
毛利率	33.5%	34.9%	34.3%	36.4%	35.1%	34.9%	35.0%	35.5%	35.2%	35.3%	35.5%	35.4%	35.3%	35.4%	0.4ppt
营业利润率	9.2%	11.6%	10.5%	19.9%	13.9%	9.4%	12.7%	18.2%	15.8%	17.0%	15.0%	16.3%	17.4%	16.6%	3.9ppt
净利率	7.2%	9.7%	8.6%	23.0%	13.9%	6.1%	11.8%	16.3%	14.3%	15.3%	13.4%	14.6%	15.3%	14.8%	3ppt

注：本表及正文中毛利率计算公式为（营业收入-营业成本）/营业收入，与 P2 中毛利率计算口径不同

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：季度拆分表

百万元	1Q24	2Q24	1H24	3Q24	1-3Q24	4Q24	2024	1Q24YoY	2Q24YoY	1H24YoY	3Q24YoY	1-3Q24YoY	4Q24YoY	2024YoY
营业总收入	681	766	1,448	744	2,192	823	3,015	12.6%	-3.0%	3.8%	-6.8%	-0.1%	4.2%	1.1%
营业成本	-439	-497	-936	-480	-1,416	-533	-1,948	-9.2%	3.4%	-2.2%	5.5%	0.6%	-2.8%	-0.5%
毛利	242	269	511	264	776	291	1,067	19.3%	-2.3%	6.9%	-9.1%	0.8%	6.9%	2.1%
税金及附加	-5	-7	-13	-20	-20	-29	-29	17.9%	6.4%	11.6%	-151.9%	11.4%	-220.2%	8.2%
销售费用	-19	-23	-42	-22	-64	-19	-83	34.6%	30.5%	32.4%	35.7%	33.6%	13.8%	29.9%
管理+研发费用	-112	-131	-242	-128	-370	-138	-509	-6.7%	-14.4%	-10.7%	-11.3%	-10.9%	-6.3%	-9.6%
财务费用	6	10	16	-10	5	18	23	N.M.	-47.1%	57.3%	N.M.	-35.0%	N.M.	270.5%
营业利润	124	121	245	111	357	143	500	123.2%	32.9%	67.1%	-29.9%	16.7%	93.7%	31.7%
营业外收入	0	0	0	0	1	1	2	-45.5%	N.M.	-61.7%	-50.6%	-57.9%	N.M.	66.4%
营业外支出	0	0	0	-3	-4	-4	-8	73.8%	49.1%	64.8%	N.M.	-130.3%	-373.1%	-217.0%
税前利润	124	121	245	108	354	140	493	124.1%	32.9%	67.4%	-31.9%	15.7%	92.9%	30.5%
所得税	-13	-11	-24	-9	-33	-14	-47	-182.4%	-83.8%	-125.9%	N.M.	N.M.	12.8%	N.M.
净利润	111	110	221	99	321	126	446	154.7%	43.2%	83.7%	-45.8%	5.5%	159.4%	26.6%
扣非净利润	102	103	205	91	296	120	416	156.9%	10.0%	53.7%	-42.2%	1.9%	77.7%	16.2%
毛利率	35.5%	35.2%	35.3%	35.5%	35.4%	35.3%	35.4%	2ppt	0.24ppt	1.02ppt	-0.88ppt	0.32ppt	0.88ppt	0.35ppt
期间费用率	18.4%	18.7%	18.6%	21.5%	19.6%	17.0%	18.9%	-5.29ppt	2.52ppt	-0.88ppt	2.66ppt	0.33ppt	-2.57ppt	-0.46ppt
销售费用率	2.8%	3.0%	2.9%	3.0%	2.9%	2.3%	2.8%	-2.01ppt	-1.2ppt	-1.56ppt	-1.33ppt	-1.48ppt	-0.48ppt	-1.22ppt
管理+研发费用率	16.4%	17.0%	16.7%	17.2%	16.9%	16.8%	16.9%	-0.91ppt	2.59ppt	1.05ppt	2.8ppt	1.68ppt	0.33ppt	1.32ppt
财务费用率	-0.8%	-1.3%	-1.1%	1.4%	-0.3%	-2.1%	-0.8%	-2.37ppt	1.12ppt	-0.37ppt	1.19ppt	0.13ppt	-2.42ppt	-0.56ppt
营业利润率	18.2%	15.8%	17.0%	15.0%	16.3%	17.4%	16.6%	9.02ppt	4.28ppt	6.42ppt	-4.92ppt	2.34ppt	8.02ppt	3.86ppt
净利率	16.3%	14.3%	15.3%	13.4%	14.6%	15.3%	14.8%	9.12ppt	4.63ppt	6.65ppt	-9.62ppt	0.77ppt	9.13ppt	2.99ppt
扣非净利率	15.0%	13.4%	14.2%	12.2%	13.5%	14.6%	13.8%	8.43ppt	1.58ppt	4.61ppt	-7.46ppt	0.27ppt	6.02ppt	1.8ppt

注：本表及正文中毛利率计算公式为（营业收入-营业成本）/营业收入，与 P2 中毛利率计算口径不同

资料来源：公司公告，中金公司研究部

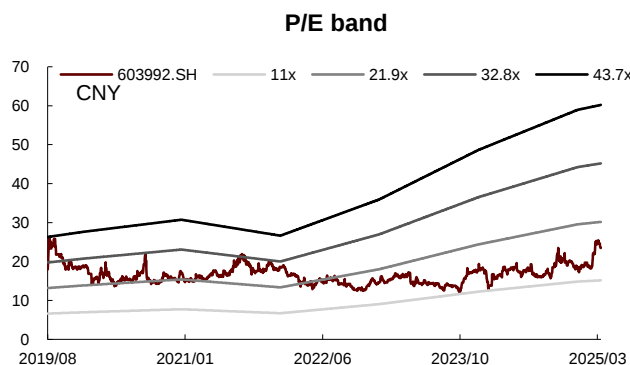
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 4：可比公司估值表

股票代码	公司名称	收盘价 03-28	净利润 (财报货币 百万)			每股收益 (财报货币)			市盈率			财报货币	交易货币
			2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2025E	2026E		
定制家居													
603833.SH欧派家居*		63.48	2,800	3,015	3,313	4.60	4.95	5.44	13.8	12.8	11.7	CNY	CNY
002572.SZ索菲亚*		16.45	1,418	1,564	1,737	1.47	1.62	1.80	11.2	10.1	9.1	CNY	CNY
603801.SH志邦家居*		11.98	603	673	728	1.38	1.54	1.67	8.7	7.8	7.2	CNY	CNY
603180.SH金牌家居		18.88	236	257	275	1.53	1.66	n.a.	12.4	11.4	10.6	CNY	CNY
300616.SZ尚品宅配		12.61	-88	45	105	-0.57	0.20	n.a.	N.M.	62.4	26.3	CNY	CNY
603898.SH好莱客*		9.84	197	220	259	0.63	0.71	0.83	15.5	13.9	11.8	CNY	CNY
603216.SH梦天家居		11.58	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	N.M.	CNY	CNY
002043.SZ兔宝宝		10.93	660	798	932	0.79	0.97	n.a.	13.8	11.3	9.8	CNY	CNY
603326.SH我乐家居		7.13	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	N.M.	CNY	CNY
成品家居													
01999.HK 敏华控股*		4.63	2,302	2,422	2,697	0.59	0.62	0.70	7.8	7.4	6.7	HKD	HKD
603816.SH顾家家居*		26.26	1,999	2,201	2,341	2.43	2.68	2.85	10.8	9.8	9.2	CNY	CNY
001323.SZ慕思股份*		32.90	807	890	965	2.02	2.23	2.41	16.3	14.8	13.6	CNY	CNY
603008.SH喜临门*		17.50	530	623	689	1.40	1.65	1.82	12.5	10.6	9.6	CNY	CNY
301061.SZ匠心家居*		77.45	545	654	798	3.27	3.93	4.79	23.7	19.7	16.2	CNY	CNY
301376.SZ致欧科技*		19.05	401	511	636	1.00	1.27	1.59	19.1	15.0	12.0	CNY	CNY
603313.SH梦百合		6.19	-101	292	366	-0.18	0.51	n.a.	N.M.	12.1	9.7	CNY	CNY
603818.SH曲美家居		2.90	-159	126	224	-0.23	0.18	n.a.	N.M.	15.8	8.9	CNY	CNY
688475.SH萤石网络*		38.60	665	810	856	0.84	1.03	1.09	45.7	37.5	35.5	CNY	CNY
地板、瓷砖卫浴及其他													
001322.SZ箭牌家居*		8.16	318	354	361	0.33	0.37	0.37	24.9	22.3	21.9	CNY	CNY
603551.SH奥普科技*		10.56	285	319	333	0.71	0.80	0.83	14.9	13.3	12.7	CNY	CNY
000910.SZ大亚圣象*		8.08	589	590	602	1.08	1.08	1.10	7.5	7.5	7.3	CNY	CNY
003012.SZ东鹏控股*		6.29	545	581	645	0.46	0.49	0.55	13.5	12.7	11.4	CNY	CNY
603385.SH惠达卫浴		6.58	n.a.	n.a.	168	n.a.	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	15.0	CNY	CNY
603992.SH松霖科技*		22.73	446	578	673	1.04	1.35	1.57	21.8	16.8	14.5	CNY	CNY
603408.SH建霖家居		13.39	514	606	698	1.15	1.35	n.a.	11.6	9.9	8.6	CNY	CNY
002791.SZ坚朗五金*		23.25	90	252	362	0.25	0.71	1.02	91.4	32.6	22.7	CNY	CNY
家装及家居卖场													
000785.SZ居然智家*		4.28	1,127	1,233	1,353	0.18	0.20	0.22	23.9	21.8	19.9	CNY	CNY
601828.SH美凯龙		3.03	-3,492	-192	189	-0.80	-0.04	0.04	N.M.	N.M.	75.8	CNY	CNY
消费电子包装													
002831.SZ裕同科技*		25.30	1,604	1,886	2,210	1.72	2.03	2.38	14.7	12.5	10.7	CNY	CNY
注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期													
资料来源：Wind、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部													

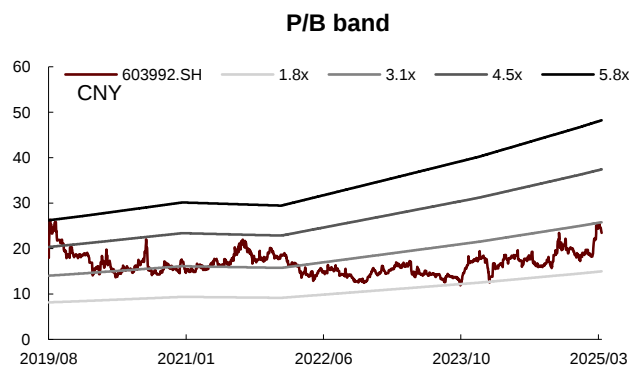
注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

图表 5：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 6：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街 1 号
国贸写字楼 2 座 28 层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 72 层、
73 层 01A 单元、74 层 0203 单元
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3
号 丸の内二重橋ビル 2 1 階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
280 Park Ave, 32F,
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融（国际）有限公司
香港中环港景街 1 号
国际金融中心第一期 29 楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1718

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560