

中联重科 (000157)

潜力业务快速突破，海外市场强劲增长

2023年04月04日

增持 (维持)

市场数据

日期	2023-04-03
收盘价(元)	6.43
总股本(百万股)	8677.99
流通股本(百万股)	7068.73
净资产(百万元)	54741.10
总资产(百万元)	123553.03
每股净资产(元)	6.31

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

郭亚男

guoyanan@xyzq.com.cn

S0190522120004

投资要点

- 2022年公司营收、归母净利润同比下滑，公司拟回购H股增强股东信心。2022年公司实现营收416.31亿元，同比减少37.98%；实现归母净利润23.06亿元，同比减少63.22%。2018~2022年公司营收复合增速9.75%，归母净利润复合增速3.37%。公司公告，拟在已发行H股股份总数10%的限额内回购，回购当日的回购价格不能等于或高于之前五个交易日在联交所的平均收市价105%。
- 下游开工下降影响主导业务，潜力业务多数实现增长，高机表现亮眼。主导业务方面，2022年公司起重机械实现营收189.79亿元，同比下滑47.99%，毛利率22.91%，同比下降0.38个百分点；混凝土机械实现营收84.60亿元，同比下滑48.35%，毛利率21.03%，同比下降3.20个百分点，主要受地产、基建下游开工下降影响。潜力业务方面，高机2022年实现营收45.96亿元，同比增长37.15%，毛利率20.81%，同比上升0.02个百分点；土方机械2022年公司实现营收35.12亿元，同比增长8.5%，毛利率23.48%，同比上升4.55个百分点；农业机械2022年实现营收21.38亿元，同比下滑26.43%，毛利率4.43%，同比下降9.49个百分点。其他机械和产品2022年实现营收34.44亿元，同比下滑15.21%，毛利率17.25%，同比下降7.05个百分点。金融服务2022年实现收入5.02亿元，同比减少28.40%，毛利率97.94%，同比上升0.84个百分点。
- 加速国际化步伐，海外市场强劲增长。2022年公司境外营业收入99.92亿元，同比增长72.60%，占比24.00%，同比增长15.38个百分点，毛利率22.02%，同比下降1.47个百分点。2022年公司出口收入每季度呈现爬坡式快速增长，重点产品与市场实现有效突破。印尼、印度、阿联酋、沙特、土耳其等重点国家本地化发展战略成效显著，销售业绩同比增长超过100%。工程起重机械出口收入规模超过30亿元。高空作业机械产品销售至海外80余个国家和地区，成功打入欧美高端市场。
- 毛利率小幅下滑，期间费用率被动增长。2022年公司毛利率为21.83%，同比减少1.78个百分点；净利润率5.73%，同比减少3.78个百分点；加权平均净资产收益率4.13%，同比减少7.43个百分点。2022年公司期间费用率为15.50%，同比增加2.03个百分点，主要系收入体量下降带来费用率被动增长，各项费用绝对值均同比下降。其中销售费率6.33%，同比上升1.16个百分点；管理费用率3.78%，同比上升1.29个百分点；财务费率-0.64%，同比下降0.69个百分点，主要系汇兑损益所致；研发费率6.02%，同比上升0.27个百分点。
- 我们调整盈利预测，预计公司2023-2025年实现归母净利润33.00/46.42/44.89亿元，对应PE为16.9/12.0/12.4倍(2023.04.03)，维持“增持”评级。
- 风险提示：国内市场竞争加剧；行业复苏不及预期；海外业务增速不及预期。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	41631	46038	55564	60676
同比增长	-38.0%	10.6%	20.7%	9.2%
归母净利润(百万元)	2306	3300	4642	4489
同比增长	-63.2%	43.1%	40.7%	-3.3%
毛利率	21.8%	23.0%	24.1%	23.2%
ROE	4.2%	5.9%	8.0%	7.7%
每股收益(元)	0.27	0.38	0.53	0.52
市盈率	24.2	16.9	12.0	12.4

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

事件

公司发布 2022 年年报：公司实现营收 416.31 亿元，同比减少 37.98%；实现归母净利润 23.06 亿元，同比减少 63.22%；扣非后归母净利润 12.93 亿元，同比减少 77.82%；经营活动产生的现金流量净额 24.25 亿元，同比减少 7.62%；基本每股收益 0.27 元/股，同比减少 64.47%；加权平均净资产收益率 4.13%，同比减少 7.43 个百分点。公司拟以实施权益分派股权登记日登记的总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 3.20 元（含税）。

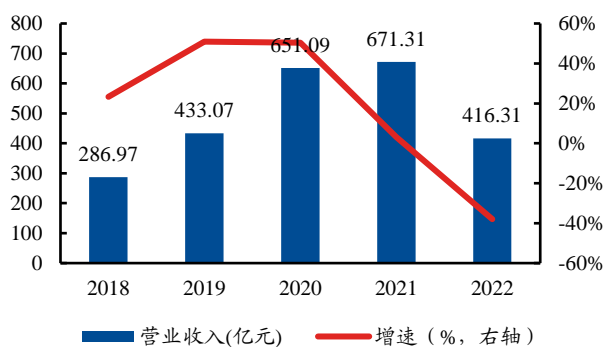
公司拟在已发行 H 股股份总数 10% 的限额内回购，回购当日的回购价格不能等于或高于之前五个交易日在联交所的平均收市价 105%。

点评

● 营收、归母净利润均有所下滑

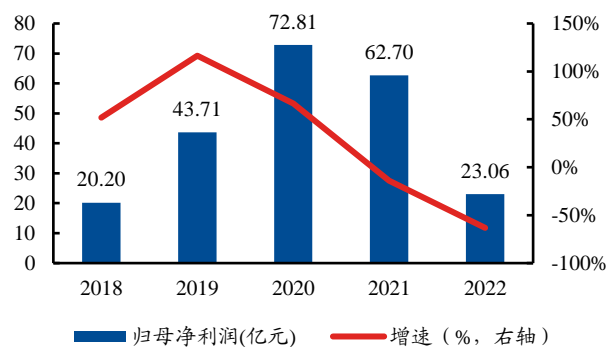
2022 年公司实现营收 416.31 亿元，同比减少 37.98%；实现归母净利润 23.06 亿元，同比减少 63.22%。2018~2022 年公司营收复合增速 9.75%，归母净利润复合增速 3.37%。分季度看，公司 2022 年四个季度分别实现营收 100.12 亿元（同比-47.44%，下同）、112.88 亿元（-51.76%）、93.49 亿元（-21.94%）、109.83 亿元（-13.55%）；公司 2022 年四个季度分别实现归母净利润 9.06 亿元（-62.48%）、8.09 亿元（-66.75%）、4.53 亿元（-49.72%）、1.37 亿元（-73.53%）。

图 1、公司营业收入及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公司近年分季度营收和归母净利润情况

年份	报告类型	毛利率(%)	营收(亿元)	单季度/全年营收(%)	归母净利润(亿元)	单季度/全年净利润(%)
2020	Q1	30.56	90.67	13.93	10.26	14.09
	Q2	28.81	197.61	30.35	29.92	41.10
	Q3	27.03	164.17	25.21	16.68	22.91
	Q4	28.77	198.65	30.51	15.94	21.90
2021	Q1	27.17	190.50	28.38	24.16	38.53
	Q2	23.25	233.99	34.86	24.35	38.83

	Q3	22.05	119.78	17.84	9.01	14.36
	Q4	20.42	127.03	18.92	5.19	8.28
2022	Q1	20.07	100.12	24.05	9.06	39.30
	Q2	21.41	112.88	27.11	8.09	35.10
	Q3	21.41	93.49	22.46	4.53	19.64
	Q4	24.23	109.83	26.38	1.37	5.96

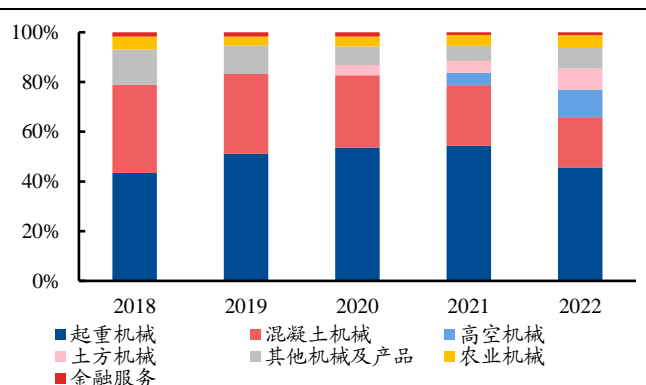
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 2022 年主导业务起重机械与混凝土机械降幅较大，潜力业务多数实现增长

主导业务起重机械与混凝土机械降幅较大，主要受下游开工下降影响。2022 年公司起重机械实现营收 189.79 亿元，同比下滑 47.99%，毛利率 22.91%，同比下降 0.38 个百分点。公司混凝土机械实现营收 84.60 亿元，同比下滑 48.35%，毛利率 21.03%，同比下降 3.20 个百分点。2022 年公司主导业务起重机械和混凝土机械营收降幅较大，主要受基建和房地产等领域项目开工下降影响。公司主导产品市场地位保持持续领先，其中混凝土机械长臂架泵车、车载泵、搅拌站市场份额仍稳居行业第一，搅拌车市场份额提升至行业第二。工程起重机械市场份额保持行业领先，200 吨及以上全地面起重机销量位居行业第一，建筑起重机械销售规模稳居全球第一。

潜力业务多数实现增长，其中高机表现最为亮眼。高机方面，2022 年公司实现营收 45.96 亿元，同比增长 37.15%，毛利率 20.81%，同比上升 0.02 个百分点，成为国内型号最全的高空设备厂商，国内销量行业领先。**土方机械方面**，2022 年公司实现营收 35.12 亿元，同比增长 8.5%，毛利率 23.48%，同比上升 4.55 个百分点，土方机械形成“渭南+长沙”双制造基地布局，长沙挖掘机械智能制造示范工厂实现全线投产，国内中大挖销量进入行业前列。**农业机械方面**，2022 年实现营收 21.38 亿元，同比下滑 26.43%，毛利率 4.43%，同比下降 9.49 个百分点。**其他机械和产品方面**，2022 年实现营收 34.44 亿元，同比下滑 15.21%，毛利率 17.25%，同比下降 7.05 个百分点。**金融服务方面**，2022 年实现收入 5.02 亿元，同比减少 28.40%，毛利率 97.94%，同比上升 0.84 个百分点。

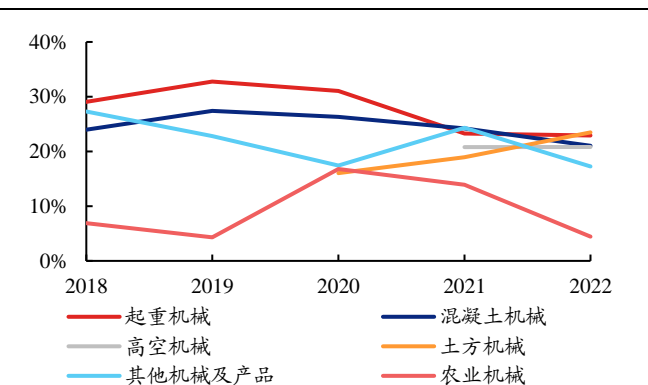
图 3、公司各项业务营业收入占比



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2018-2020 年“其他机械及产品”业务中包含“高空机械”业务，2021-2022 年“高空机械”业务单独统计

图 4、公司各项主要业务毛利率

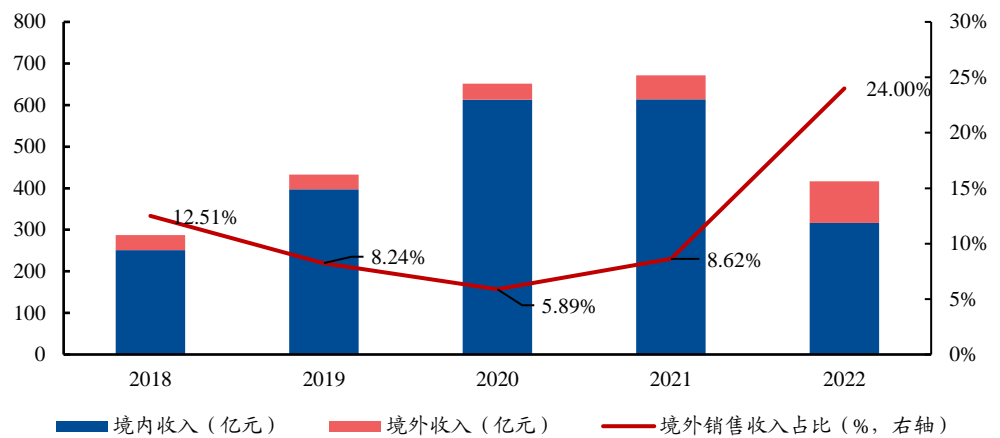


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 加速国际化步伐，海外市场强劲增长

分地区来看，2022年公司境内营业收入316.40亿元，同比下滑48.42%，在营业收入中占比76%，毛利率21.77%，同比下降1.85个百分点。公司境外营业收入99.92亿元，同比增长72.60%，占比24.00%，同比增长15.38个百分点，毛利率22.02%，同比下降1.47个百分点。2022年公司出口收入每季度呈现爬坡式快速增长，重点产品与市场实现有效突破。印尼、印度、阿联酋、沙特、土耳其等重点国家本地化发展战略成效显著，销售业绩同比增长超过100%。工程起重机械出口收入规模超过30亿元。高空作业机械产品销售至海外80余个国家和地区，成功打入欧美高端市场。

图5、中联重科境内外营收及境外营收占比

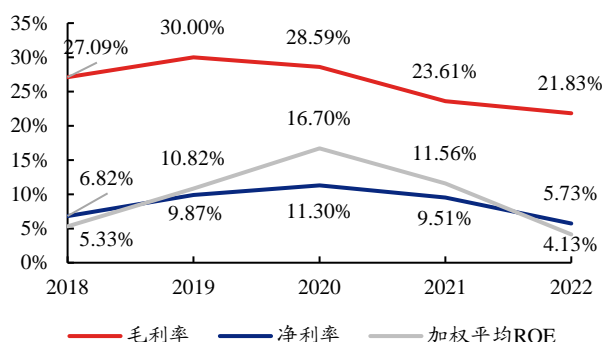


资料来源：中联重科公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 毛利率小幅下滑，期间费用率被动增长

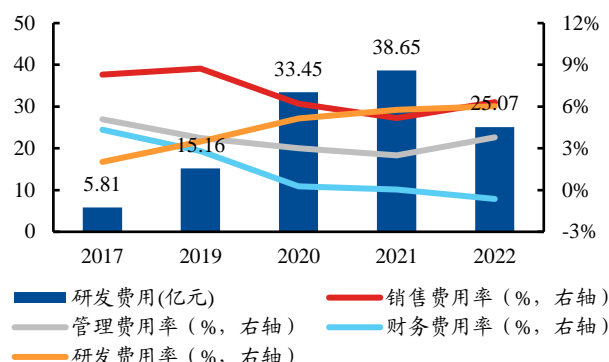
2022年公司毛利率为21.83%，同比下降1.78个百分点；净利润率5.73%，同比下降3.78个百分点；加权平均净资产收益率4.13%，同比减少7.43个百分点。2022年公司期间费用总额64.52亿元，同比减少28.65%，费用率为15.50%，同比增加2.03个百分点，主要系收入体量下降带来费用率被动增长，各项费用绝对值均同比下降。其中销售费用26.35亿元，同比减少24.12%，占营业收入的6.33%，同比增加1.16个百分点，主要系与销售相关的市场推广费等下降；管理费用15.74亿元，同比减少5.94%，占营业收入的3.78%，同比增加1.29个百分点，主要系与员工持股计划相关的股份支付费用减少；财务费用-2.65亿元，同比减少949.66%，主要系汇兑收益变动；研发费用25.07亿元，同比减少35.12%，占营业收入的6.02%，同比增加0.27个百分点，主要系研发消耗用材料减少。公司研发投入占营业收入比例由2018年的2.02%增长至2022年的6.02%，高额研发投入为公司的技术领先与创新提供了持续的动力。

图 6、公司毛利率、净利率及加权平均 ROE



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司研发费用及期间费率

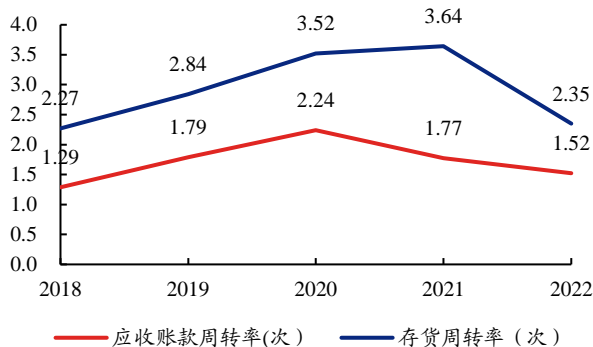


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 营运能力略有下降, 经营性现金流保持稳定

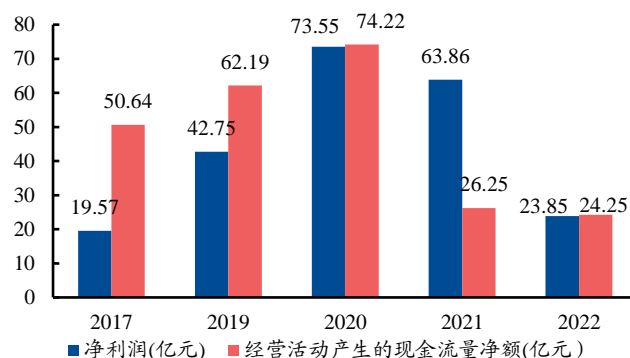
截至 2022 年底, 公司应收账款、应收票据、应收款项融资合计 291.54 亿元, 同比增长 1.54%; 存货 142.03 亿元, 同比增长 5.19%。公司应收账款周转率 1.52 次, 同比减少 0.25 次, 存货周转率 2.35 次, 同比减少 1.29 次。2022 年公司资产负债率 53.89%, 同比增加 1.66 个百分点。2022 年公司经营活动产生的现金流量净额 24.25 亿元, 同比减少 7.62%; 投资活动产生的现金流量净额 5.67 亿元, 同比增加 24.01 亿元, 由负转正; 筹资活动产生的现金流量净额 -24.94 亿元, 同比减少 203.05%。

图 8、公司应收账款周转率、存货周转率



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司经营性现金流量净额与净利润对比



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测与投资建议

我们调整盈利预测, 预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 33.00/46.42/44.89 亿元, 对应 PE 为 16.9/12.0/12.4 倍 (2023.04.03), 维持“增持”评级。

● 风险提示

国内市场竞争加剧; 行业复苏不及预期; 海外业务增速不及预期

表 2、公司分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	21-4Q	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	12703	10012	11288	9349	10983	-13.5%	67131	41631	-38.0%
营业成本	10109	8002	8871	7348	8322	-17.7%	51280	32543	-36.5%
毛利	2594	2009	2417	2001	2661	2.6%	15851	9088	-42.7%
销售费用	662	498	658	728	752	13.6%	3473	2635	-24.1%
管理费用	439	336	374	399	464	5.9%	1673	1574	-5.9%
财务费用	79	-6	-211	-331	282	256.8%	31	-265	-949.7%
研发费用	927	434	687	669	717	-22.7%	3865	2507	-35.1%
资产减值	3	-10	10	-2	-587	-21872.6%	-4	-589	-
公允价值	-92	59	75	48	-193	-	65	-11	-117.3%
投资收益	183	41	29	-35	274	49.8%	300	309	3.0%
营业利润	563	1026	1013	508	-161	-128.6%	7231	2386	-67.0%
利润总额	573	1042	1034	530	-134	-123.4%	7324	2471	-66.3%
归母净利润	519	906	809	453	137	-73.5%	6270	2306	-63.2%
EPS	0.060	0.104	0.093	0.052	0.016	-73.5%	0.722	0.266	-63.2%
销售费用率	5.2%	5.0%	5.8%	7.8%	6.8%	1.6%	5.2%	6.3%	1.2%
管理费用率	3.5%	3.4%	3.3%	4.3%	4.2%	0.8%	2.5%	3.8%	1.3%
财务费用率	0.6%	-0.1%	-1.9%	-3.5%	2.6%	1.9%	0.0%	-0.6%	-0.7%
研发费用率	7.3%	4.3%	6.1%	7.2%	6.5%	-0.8%	5.8%	6.0%	0.3%
所得税率	0.2%	10.1%	20.4%	13.7%	-225.5%	-225.7%	12.8%	3.5%	-9.3%
毛利率	20.4%	20.1%	21.4%	21.4%	24.2%	3.8%	23.6%	21.8%	-1.8%
净利率	4.1%	9.1%	7.2%	4.8%	1.3%	-2.8%	9.3%	5.5%	-3.8%

资料来源: 天软投资系统, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	73586	79653	90373	99819
货币资金	15499	24233	25864	29208
交易性金融资产	4011	4855	4832	4703
应收票据及应收账款	28202	25707	31813	35518
预付款项	2632	1741	2289	2655
存货	14203	12762	15609	17611
其他	9039	10356	9967	10123
非流动资产	49967	48798	48296	46737
长期股权投资	4476	4199	4290	4291
固定资产	10418	11078	10734	9909
在建工程	3373	1687	843	422
无形资产	5326	5404	5429	5402
商誉	2598	2296	2338	2367
长期待摊费用	16	11	7	2
其他	23760	24123	24656	24344
资产总计	123553	128451	138669	146556
流动负债	48391	45692	50672	53719
短期借款	6201	4698	4968	5083
应付票据及应付账款	21234	21300	25165	28302
其他	20957	19695	20539	20334
非流动负债	18186	24386	27633	32013
长期借款	10937	14627	18813	23141
其他	7249	9759	8821	8872
负债合计	66578	70078	78306	85732
股本	8678	8678	8678	8678
资本公积	19625	19625	19625	19625
未分配利润	24902	25316	27159	27453
少数股东权益	2234	2318	2445	2569
股东权益合计	56975	58373	60364	60824
负债及权益合计	123553	128451	138669	146556

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	2306	3300	4642	4489
折旧和摊销	1040	1312	1432	1492
资产减值准备	1035	-930	1310	760
资产处置损失	8	-103	-80	-73
公允价值变动损失	11	-27	-20	-17
财务费用	937	0	0	0
投资损失	-309	-388	-347	-354
少数股东损益	79	84	127	125
营运资金的变动	-2497	3346	-7051	-3405
经营活动产生现金流量	2425	6380	54	3016
投资活动产生现金流量	567	-918	544	227
融资活动产生现金流量	-2494	3272	1033	101
现金净变动	601	8734	1631	3345
现金的期初余额	13190	15499	24233	25864
现金的期末余额	13791	24233	25864	29208

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	41631	46038	55564	60676
营业成本	32543	35464	42183	46608
税金及附加	289	296	359	396
销售费用	2635	2762	3334	3641
管理费用	1574	1565	1667	1820
研发费用	2507	2670	3334	3641
财务费用	-265	0	0	0
其他收益	783	810	832	817
投资收益	309	388	347	354
公允价值变动收益	-11	27	20	17
信用减值损失	-446	-752	-649	-700
资产减值损失	-589	-250	-250	-250
资产处置收益	-8	103	80	73
营业利润	2386	3606	5068	4882
营业外收入	143	165	159	158
营业外支出	58	73	69	69
利润总额	2471	3698	5158	4971
所得税	86	315	389	357
净利润	2385	3384	4768	4614
少数股东损益	79	84	127	125
归属母公司净利润	2306	3300	4642	4489
EPS(元)	0.27	0.38	0.53	0.52

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-38.0%	10.6%	20.7%	9.2%
营业利润增长率	-67.0%	51.1%	40.5%	-3.7%
归母净利润增长率	-63.2%	43.1%	40.7%	-3.3%
盈利能力				
毛利率	21.8%	23.0%	24.1%	23.2%
归母净利率	5.5%	7.2%	8.4%	7.4%
ROE	4.2%	5.9%	8.0%	7.7%
偿债能力				
资产负债率	53.9%	54.6%	56.5%	58.5%
流动比率	1.52	1.74	1.78	1.86
速动比率	1.23	1.46	1.48	1.53
营运能力				
资产周转率	33.9%	36.5%	41.6%	42.5%
应收帐款周转率	128.4%	146.0%	165.4%	154.1%
存货周转率	226.7%	251.4%	286.3%	269.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.27	0.38	0.53	0.52
每股经营现金	0.28	0.74	0.01	0.35
每股净资产	6.31	6.46	6.67	6.71
估值比率(倍)				
PE	24.2	16.9	12.0	12.4
PB	1.0	0.9	0.9	0.8

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股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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%
		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