

## 家用电器行业

### 行业景气持续回升，继续关注家电龙头

#### 核心观点：

- **投资建议：住宅销售、竣工面积同比增长，期待地产复苏。**根据国家统计局数据，2020年5月商品住宅销售面积同比上升9.3% (+10.8pct)，商品住宅竣工面积同比上升9.7% (+16.9pct)。(注：括号内数字为当月增速较上月增速环比变化值)

**空冰洗内销环比改善，外销表现有所分化。**据产业在线数据显示，2020年5月，空调：内销1027万台，YoY 0%；外销615万台，YoY -2%。冰箱：内销385万台，YoY 0%；外销388万台，YoY +2%。洗衣机：内销322万台，YoY -1%；外销127万台，YoY -28%。

**厨房微蒸烤线下、线上齐增长，厨房小电线上表现亮眼。**据奥维云网(AVC)销量数据，2020年第25周嵌入式电烤箱线下YoY+180.3%，线上YoY+140.0%；嵌入式电蒸箱线下YoY+75.6%，线上YoY+172.9%。同时厨房小家电延续线上销量高增长趋势，电蒸锅线上YoY+640.4%；破壁机线上YoY+335.9%；豆浆机线上YoY+114.0%；煎烤机线上YoY+93.4%。

鉴于此，我们建议继续关注业绩稳健、长期竞争力显著的白电龙头：**美的集团、格力电器、海尔智家**，关注受益消费升级和品类扩张带来成长空间的小家电龙头：**小熊电器、新宝股份、九阳股份、苏泊尔**；关注受益工程渠道红利、边际改善趋势明确的厨电龙头：**老板电器**。

- **一周行情回顾 (2020.6.22-2020.6.26)。**沪深300指数本周涨幅为1.0%，家电板块表现处于全行业中下游水平，下跌0.5%，其中白电指数下跌0.6%，视听器材指数上涨0.1%。

#### ● 2020W25 (2020.6.15-2020.6.21) 白电厨电主要品类线上线下数据

1. **空调：**线下销量YoY+30.6% (环比+54.0pct)，线上销量YoY+99.0% (环比+147.8pct)。
2. **冰箱：**线下销量YoY+58.8% (环比+100.4pct)，线上销量YoY+68.0% (环比+92.8pct)。
3. **洗衣机：**线下销量YoY+52.0% (环比+90.5pct)，线上销量YoY+85.7% (环比+113.8pct)。
4. **油烟机：**线下销量YoY+68.8% (环比+114.1pct)，线上销量YoY+74.7% (环比+106.2pct)。

#### ● 行业月度数据回顾 (2020年5月)

1. 产业在线月度冰箱数据回顾 (2020年5月)
2. 产业在线月度洗衣机数据回顾 (2020年5月)

- **原材料价格、汇率变动以及气温情况：**本周铜、冷轧板卷价格上涨，铝、布伦特原油期货价格下跌；本周人民币兑美元升值。

- **风险提示：**原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动；行业需求趋弱；行业竞争格局恶化。

#### 行业评级

持有

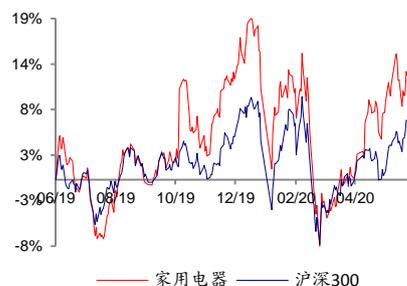
前次评级

持有

报告日期

2020-06-28

#### 相对市场表现



#### 分析师：

曾婵



SAC 执证号: S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

#### 分析师：

袁雨辰



SAC 执证号: S0260517110001



SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

#### 分析师：

王朝宁



SAC 执证号: S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

家用电器行业:5月数据点 2020-06-27

评：空调量价环比改善，行业拐点已现

家用电器行业:618顺利收官，家电表现靓丽 2020-06-21

家用电器行业:行业拐点已现，继续推荐家电龙头 2020-06-14

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
美的集团	000333.SZ	人民币	59.70	2020-4-30	买入	60.89	3.58	4.05	16.67	14.72	11.68	9.62	21.09	21.06
格力电器	000651.SZ	人民币	57.22	2020-4-30	买入	57.30	3.82	4.38	14.97	13.05	9.37	7.72	19.55	19.75
海尔智家	600690.SH	人民币	17.92	2020-4-30	买入	16.95	1.13	1.27	15.92	14.12	8.73	6.47	13.60	13.30
小熊电器	002959.SZ	人民币	123.00	2020-4-29	买入	117.20	2.93	3.70	41.95	33.27	31.03	24.25	17.45	18.04
新宝股份	002705.SZ	人民币	35.39	2020-4-28	增持	26.00	1.04	1.21	33.95	29.27	18.84	16.65	16.12	15.75
九阳股份	002242.SZ	人民币	37.04	2020-4-30	买入	37.42	1.17	1.30	31.67	28.39	30.14	26.99	22.92	24.32
苏泊尔	002032.SZ	人民币	69.61	2020-4-29	买入	78.40	2.48	3.02	28.12	23.06	21.65	18.68	24.91	24.35
老板电器	002508.SZ	人民币	31.77	2020-5-25	买入	36.32	1.82	2.05	17.46	15.50	14.07	11.87	20.00	18.40

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中收盘价为 2020/6/24 收盘价。所有公司 2020、2021 年预测数据与广发外发报告一致。

## 目录索引

一、投资建议：行业景气持续回升，继续推荐家电龙头 .....	6
二、一周行情回顾（2020.6.22-2020.6.26） .....	10
三、2020W25（2020.6.15-2020.6.21）行业主要品类线上线下单周及累计数据回顾 ....	10
四、行业回顾 .....	12
（一）行业动态：618 家电市场迎来复苏，线上销售额同比创新高；首个《空气源热泵冷暖两联供舒适节能白皮书》发布 .....	12
（二）公司动态：125 亿！未来有望打破美的这个 618 新纪录的还有谁；卡萨帝发力全场景高端生态方案 .....	14
（三）产业在线月度冰箱数据回顾（2020 年 5 月） .....	17
（四）产业在线月度洗衣机数据回顾（2020 年 5 月） .....	19
（五）原材料价格、汇率变动以及气温情况跟踪 .....	21
五、风险提示 .....	22

## 图表索引

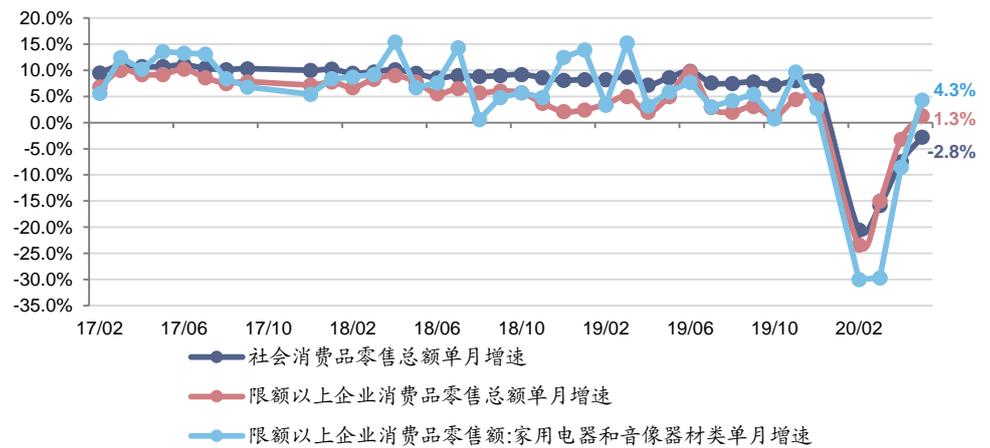
图 1: 5月家用电器与音像器材类单月零售额同比上升 4.3% .....	6
图 2: 5月商品住宅销售、竣工面积同比上升 9.3%、9.7% .....	6
图 3: 2020年5月空冰洗内销降幅进一步收窄 .....	7
图 4: 2020年5月洗衣机外销大幅下滑 .....	7
图 5: 2020W25 (2020.6.15-2020.6.21) 大家电、厨房大电线下、线上销量同比大幅增长 .....	8
图 6: 2020W25 (2020.6.15-2020.6.21) 厨房微蒸烤线下、线上齐增长 .....	8
图 7: 本周家电板块表现劣于沪深 300 指数, 处于全行业中下游水平 .....	10
图 8: 2020W25 (2020.6.15-2020.6.21) 单周销量同比数据: 空冰洗烟线上、线下销量均大幅增长 .....	10
图 9: 2020W25 (2020.6.15-2020.6.21) 单周线上线下均价 .....	11
图 10: 2020W25 (2020.6.15-2020.6.21) 单周线上线下均价同比 .....	11
图 11: 2020W1-W25 (2020.1.1-2020.6.21) 累计销量同比数据: 线下受疫情影响严重 .....	11
图 12: 2020W1-W25 (2020.1.1-2020.6.21) 累计线上线下均价: 空调线上线下价差最小 .....	11
图 13: 2020W1-W25 (2020.1.1-2020.6.21) 累计线上线下均价同比: 空调线上线下价格均承压 .....	11
图 14: 冰箱月度内销 (万台) 及 YoY (右轴) .....	18
图 15: 冰箱月度外销 (万台) 及 YoY (右轴) .....	18
图 16: 冰箱月度销量 (万台) 及 YoY (右轴) .....	18
图 17: 洗衣机月度内销 (万台) 及 YoY (右轴) .....	20
图 18: 洗衣机月度外销 (万台) 及 YoY (右轴) .....	20
图 19: 洗衣机月度销量 (万台) 及 YoY (右轴) .....	20
图 20: LME 铜价格 (美元/吨) 本周上涨 1.4% .....	21
图 21: LME 铝价格 (美元/吨) 本周下跌 2.7% .....	21
图 22: 冷轧卷板价格 (人民币元/吨) 本周上涨 0.7% .....	21
图 23: 布伦特原油期货价格 (美元/桶) 本周下跌 2.8% .....	21
图 24: 面板价格: 截至 2020 年 5 月, 主要尺寸面板价格 (美元/片) 较上月略有下降 .....	21
图 25: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率升值 (本周末 1 美元=7.0744 人民币, 上周末 1 美元=7.0780 人民币) .....	21
图 26: 2020 年 5 月至今全国大部分地区最高气温略高于去年同期 .....	22

表 1: 覆盖公司盈利预测及估值 .....	9
表 2: 本周家电指数下跌, 沪深 300 指数上涨 .....	10
表 3: 冰箱行业产量、销量、库存情况 (万台、%) .....	17
表 4: 冰箱各品牌 2020 年 5 月内销情况及同比增速 (万台、%) .....	17
表 5: 冰箱各品牌 2020 年 5 月外销情况及同比增速 (万台、%) .....	18
表 6: 洗衣机行业产量、销量、库存情况 (万台、%) .....	19
表 7: 洗衣机各品牌 2020 年 5 月内销情况及同比增速 (万台、%) .....	19
表 8: 洗衣机各品牌 2020 年 5 月外销情况及同比增速 (万台、%) .....	19

## 一、投资建议：行业景气持续回升，继续关注家电龙头

**家电社零数据：疫情后首次实现正增长。**根据国家统计局数据，2020年5月社会消费品零售总额单月同比下降2.8%（+4.7pct）；限额以上企业消费品零售总额单月同比增长1.3%（+4.5pct），家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售总额同比增长4.3%（+12.8pct）。（注：括号内数字为当月增速较上月增速环比变化值）

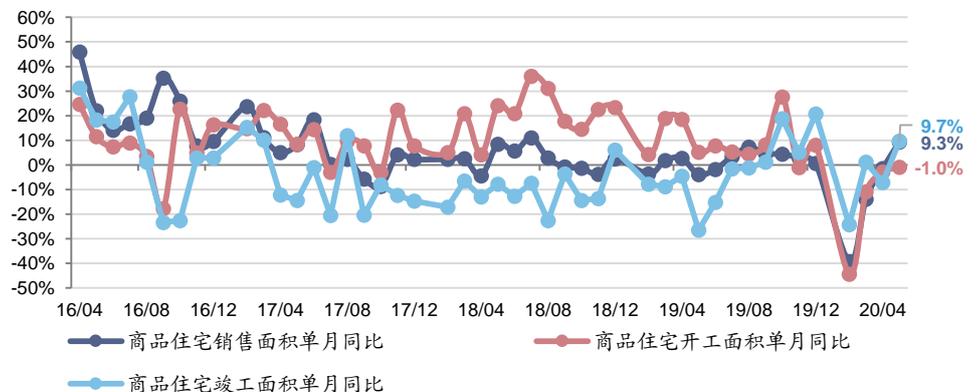
图1：5月家用电器与音像器材类单月零售额同比上升4.3%



数据来源：Wind，国家统计局，广发证券发展研究中心

**住宅销售、竣工面积同比增长,期待地产回暖复苏。**根据国家统计局数据，2020年5月商品住宅销售面积同比上升9.3%（+10.8pct），商品住宅新开工面积同比下降1.0%（+1.9pct），商品住宅竣工面积同比上升9.7%（+16.9pct）。5月商品住宅销售、竣工面积同比实现正增长，竣工缺口有望补齐，带动白电、厨电销售进一步回暖。（注：括号内数字为当月增速较上月增速环比变化值）

图2：5月商品住宅销售、竣工面积同比上升9.3%、9.7%



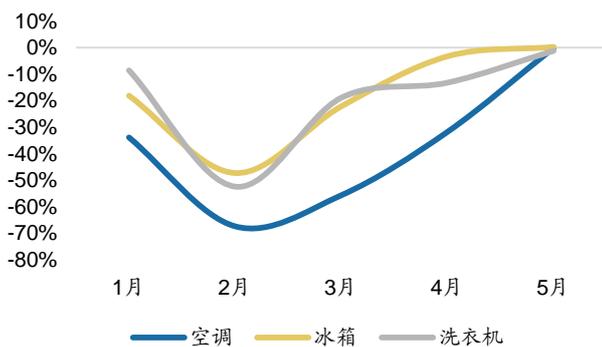
数据来源：Wind，国家统计局，广发证券发展研究中心

**空冰洗内销环比改善，洗衣机外销大幅下滑。**据产业在线5月出货端数据显示，空调：内销1027万台，YoY 0%（1-5月2812万，YoY-34%）；外销615万台，YoY -2%（1-5月3077万，YoY-6%）；冰箱：内销385万台，YoY 0%（1-5月1472万，YoY-16%）；外销388万台，YoY+2%（1-5月1394万，YoY-1%）；洗衣机：内销322万台，YoY -1%（1-5月1506万，YoY-17%）；外销127万台，YoY-28%（1-5月713万，YoY-16%）。

**内销方面：**受五一大促、6.18预热、部分地区“家电下乡”、“以旧换新”等政策影响，加上前期压抑的消费需求逐渐释放以及国内疫情相对稳定，5月白电内销市场好转，基本与去年同期持平。

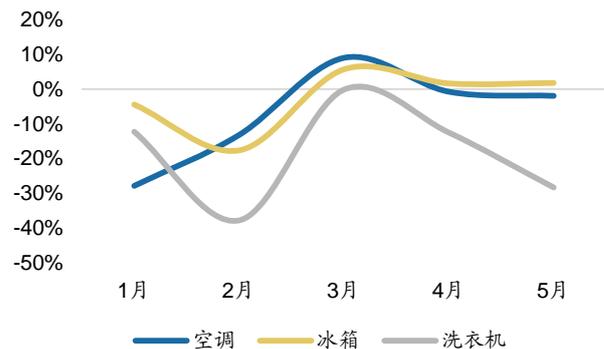
**外销方面：**海外疫情持续发酵导致空冰洗出口表现分化。其中，洗衣机出口同比下滑28%，降幅最大；空调外销较上年同期微弱下降但整体表现尚可；受益于国外冰箱停产以及海外居民囤积食物需求激增，冰箱企业新增大量海外订单，导致5月冰箱出口微弱增长。后期白电出口市场逐步进入淡季，外加疫情的不确定因素，企业需做好应对措施。

图 3：2020 年 5 月空冰洗内销降幅进一步收窄



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 4：2020 年 5 月洗衣机外销大幅下滑

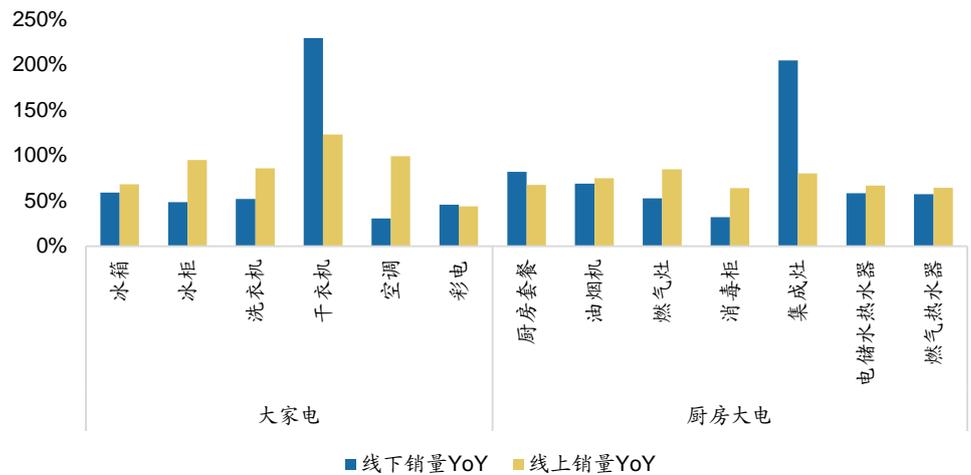


数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

**大家电、厨房大电线下、线上销量同比大幅增长。**据奥维云网（AVC）数据显示，2020年25周（6.15-6.21）白电、厨房大电线下、线上销量表现亮眼，均实现正增长且增幅较大。其中，冰箱线下YoY+58.8%，线上YoY+68.0%；空调线下YoY+30.6%，线上YoY+99.0%；洗衣机线下YoY+52.0%，线上YoY+85.7%；油烟机线下YoY+68.8%，线上YoY+74.8%；干衣机线下YoY+228.9%，线上YoY+122.9%；燃气灶线下YoY+52.5%，线上YoY+84.6%；集成灶线下YoY+204.5%，线上YoY+80.1%。销量显著增长主要系618期间各商家线上、线下同时推出大型促销活动以及居民消费热情高涨。

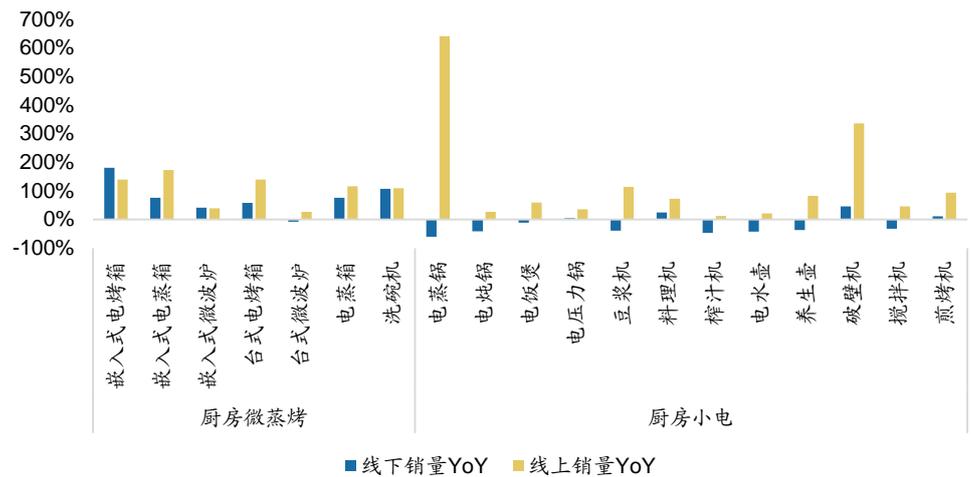
**厨房微蒸烤线下、线上齐增长，厨房小电线上表现亮眼。**据奥维云网（AVC）销量数据显示，2020年25周（6.15-6.21）嵌入式电烤箱线下YoY+180.3%，线上YoY+140.0%；嵌入式电蒸箱线下YoY+75.6%，线上YoY+172.9%。厨房小家电延续线上销量高增长趋势，电蒸锅线上YoY+640.4%；破壁机线上YoY+335.9%；豆浆机线上YoY+114.0%；煎烤机线上YoY+93.4%。

图 5: 2020W25 (2020.6.15-2020.6.21) 大家电、厨房大电线下、线上销量同比大幅增长



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 6: 2020W25 (2020.6.15-2020.6.21) 厨房微蒸烤线下、线上齐增长



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

鉴于此, 我们建议继续关注业绩稳健、长期竞争力显著的白电龙头: **美的集团、格力电器、海尔智家**, 关注受益消费升级和品类扩张带来成长空间的小家电龙头: **小熊电器、新宝股份、九阳股份、苏泊尔**; 关注受益工程渠道红利、边际改善趋势明确的厨电龙头: **老板电器**。

表 1: 覆盖公司盈利预测及估值

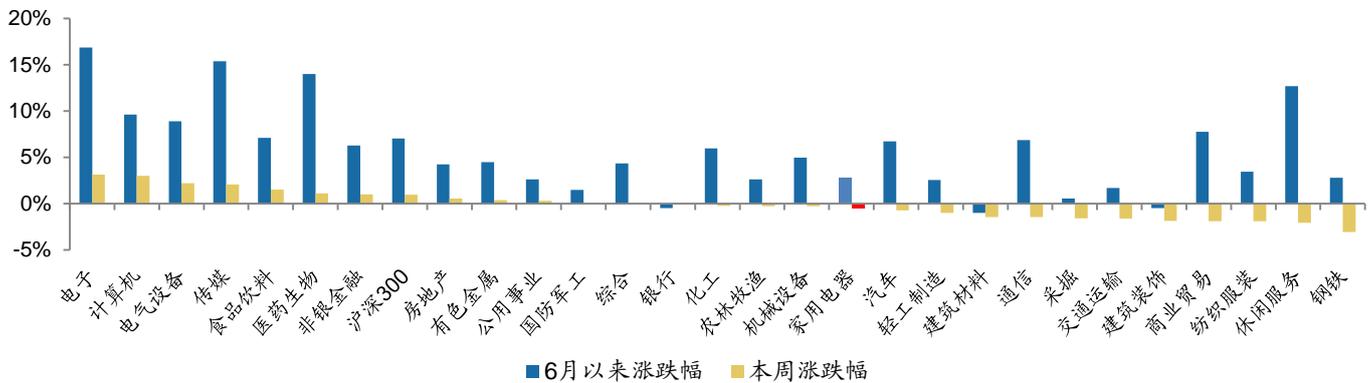
公司代码	公司简称	评级	股价 2020/6/24	货币	EPS			净利润增速			PE		
					19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
000651.SZ	格力电器	买入	57.22	人民币	4.11	3.82	4.38	-6%	-7%	15%	15.7	15.0	13.1
000333.SZ	美的集团	买入	59.70	人民币	3.47	3.58	4.05	20%	4%	13%	16.3	16.7	14.7
600690.SH	海尔智家	买入	17.92	人民币	1.25	1.13	1.27	10%	-10%	13%	15.6	15.9	14.1
002959.SZ	小熊电器	买入	123.00	人民币	2.23	2.93	3.70	45%	31%	26%	23.7	42.0	33.3
002705.SZ	新宝股份	增持	35.39	人民币	0.86	1.04	1.21	37%	20%	16%	19.0	34.0	29.3
002242.SZ	九阳股份	买入	37.04	人民币	1.07	1.17	1.30	9%	9%	12%	23.0	31.7	28.4
002032.SZ	苏泊尔	买入	69.61	人民币	2.34	2.48	3.02	15%	6%	16%	32.2	28.1	23.1
002508.SZ	老板电器	买入	31.77	人民币	1.68	1.82	2.05	8%	8%	13%	19.8	17.5	15.5
002035.SZ	华帝股份	买入	10.21	人民币	0.86	0.90	1.03	10%	5%	14%	15.2	11.3	9.9
002050.SZ	三花智控	买入	21.88	人民币	0.51	0.55	0.63	10%	7%	14%	25.8	40.0	34.9
603868.SH	飞科电器	增持	47.00	人民币	1.57	1.58	1.64	-19%	0%	4%	23.4	29.8	28.7
000921.SZ	海信家电	增持	11.80	人民币	1.32	1.00	1.15	30%	-24%	15%	9.4	11.8	10.3
00921.HK	海信家电	增持	8.98	港币	1.44	1.09	1.26	30%	-24%	15%	5.9	10.8	9.4
002677.SZ	浙江美大	增持	11.30	人民币	0.71	0.74	0.84	22%	3%	15%	17.9	15.3	13.4
603579.SH	荣泰健康	增持	27.49	人民币	2.11	1.91	2.10	19%	-10%	10%	14.0	14.4	13.1
603355.SH	莱克电气	增持	24.44	人民币	1.25	1.31	1.46	19%	5%	11%	18.7	18.6	16.7
600060.SH	海信视像	增持	12.33	人民币	0.42	0.50	0.55	42%	17%	11%	25.5	24.8	22.3
002615.SZ	哈尔斯	增持	4.77	人民币	0.31	0.37	0.43	28%	18%	17%	17.5	13.0	11.1
002429.SZ	兆驰股份	增持	5.01	人民币	0.25	0.29	0.33	155%	14%	17%	13.9	17.6	15.0
603515.SH	欧普照明	增持	27.50	人民币	1.18	1.19	1.29	-1%	1%	9%	23.9	23.1	21.3
002403.SZ	爱仕达	增持	7.72	人民币	0.43	0.47	0.53	1%	11%	11%	19.9	16.3	14.6
002543.SZ	万和电气	增持	8.03	人民币	1.00	1.14	1.27	17%	13%	11%	9.2	7.1	6.3
603486.SH	科沃斯	持有	31.49	人民币	0.21	0.65	0.74	-75%	206%	13%	94.9	48.2	42.6
000810.SZ	创维数字	增持	12.07	人民币	0.60	0.70	0.85	91%	17%	22%	19.9	17.3	14.2

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。

注: 盈利预测中所有公司2019年数据为年报数据, 2020年预测数据与广发外发报告一致。海信家电H股EPS由人民币转换成港币所得, 汇率取2020.6.24收盘价: 1港币=0.9128人民币。

## 二、一周行情回顾（2020.6.22-2020.6.26）

图 7：本周家电板块表现劣于沪深 300 指数，处于全行业中下游水平



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

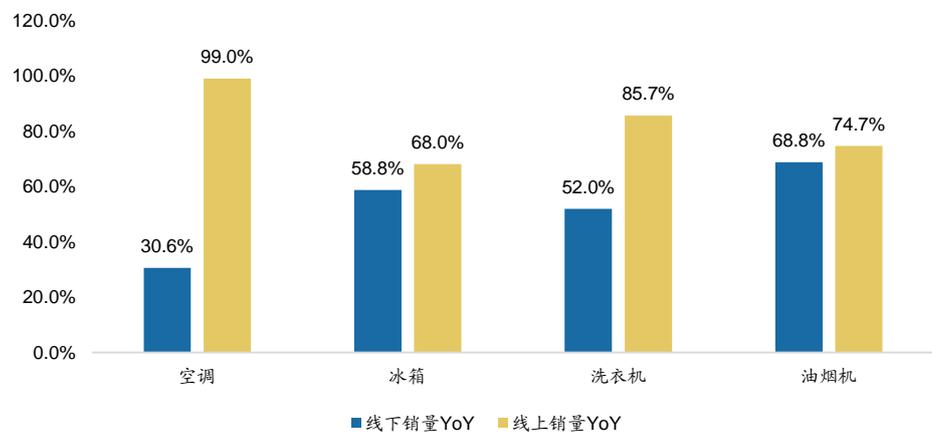
表 2：本周家电指数下跌，沪深 300 指数上涨

	本周涨跌幅	本周跑赢市场（百分点）	6月以来涨跌幅	2020年以来涨跌幅
沪深 300	1.0%		7.0%	1.0%
家用电器	-0.5%	-1.5	2.7%	-1.3%
视听器材(申万)	0.1%	-0.9	3.2%	12.1%
白色家电(申万)	-0.6%	-1.5	2.7%	-2.1%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

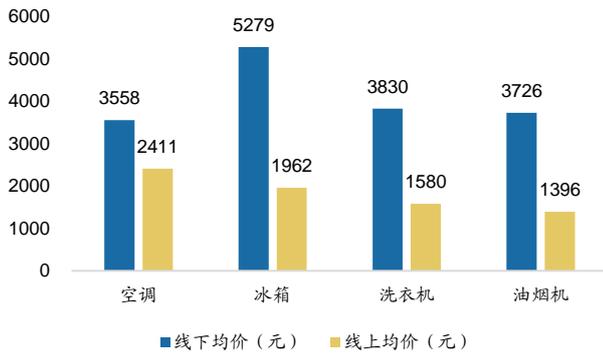
## 三、2020W25（2020.6.15-2020.6.21）行业主要品类线上 线下单周及累计数据回顾

图 8：2020W25（2020.6.15-2020.6.21）单周销量同比数据：空冰洗烟线上、线下销量均大幅增长



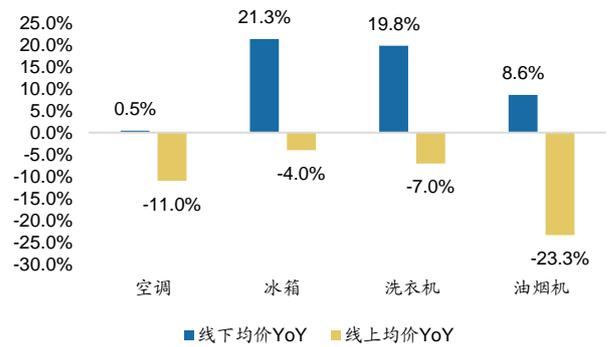
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图 9: 2020W25 (2020.6.15-2020.6.21) 单周线上线下均价



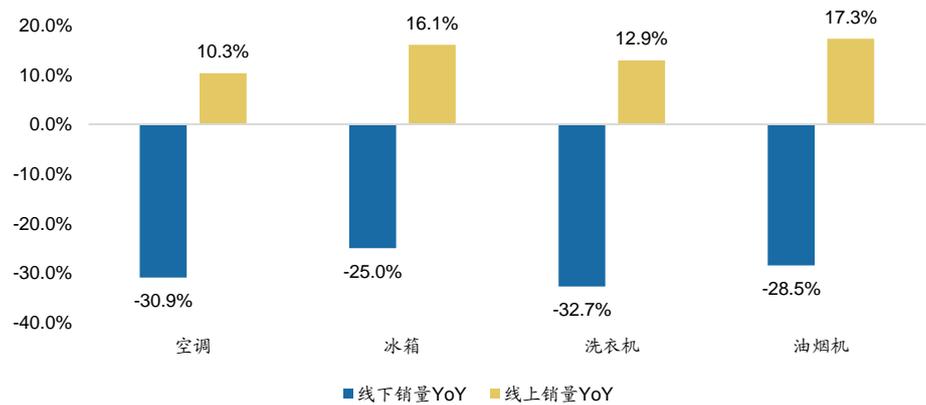
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 10: 2020W25 (2020.6.15-2020.6.21) 单周线上线下均价同比



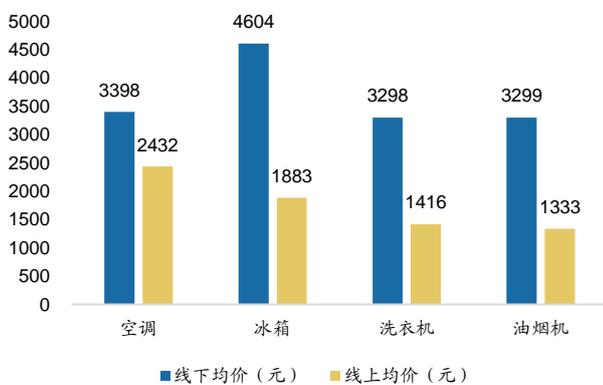
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 11: 2020W1-W25 (2020.1.1-2020.6.21) 累计销量同比数据: 线下受疫情影响严重



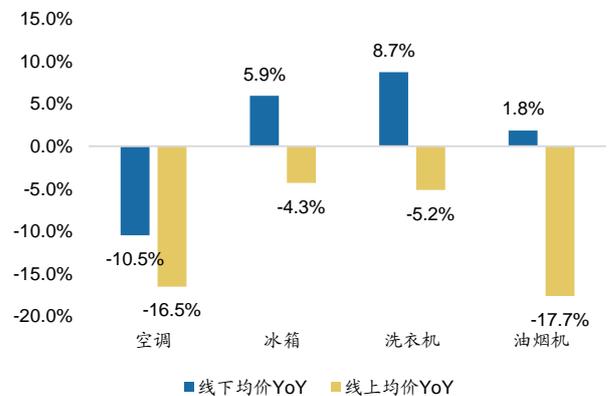
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 12: 2020W1-W25 (2020.1.1-2020.6.21) 累计线上线下均价: 空调线上线下价差最小



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 13: 2020W1-W25 (2020.1.1-2020.6.21) 累计线上线下均价同比: 空调线上线下价格均承压



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

## 四、行业回顾

### (一) 行业动态：618 家电市场迎来复苏，线上销售额同比创新高；首个《空气源热泵冷暖两联供舒适节能白皮书》发布

#### 1. 618家电市场迎来复苏，线上销售额同比创新高

在度过了长达近半年的疫情时期之后，家电市场逐渐复苏。日前，家电行业调研机构奥维云网发布数据，今年618电商促销期间，仅6月1日~14日，家电线上销售额就超过200亿元，同比增长18%。预计今年全国线上家电销售将创历史新高。

##### 美的居电商平台销售榜首

618过后，3个平台纷纷公布亮眼数据。苏宁方面表示，其直播秀5个半小时成交额破50亿元；618当天12个半小时，全渠道销售额超过2019年618全天的销售额。

京东方面表示，6月18日0点，电视机成交额31秒破亿元，空调机成交额2分钟破5亿元，冰洗品类成交额3分钟破5亿元。家电品牌中，海尔1分钟成交额就率先破亿元；美的紧随其后，在接近2分钟时破亿元。天猫则隐晦许多，没有公布具体的数字，只称“家电企业扎堆入驻，天猫618服务量翻倍”。

各家家电品牌排名上，根据成交金额，京东竞速榜上的前5名品牌为美的、海尔、格力、奥克斯、TCL；而苏宁悟空榜上排名前5品牌为美的、格力、海尔、惠而浦、海信。

白电品牌方面，美的和格力竞争激烈。格力电器的董明珠延续其对直播的热衷，在618当天直播带货并创下102.7亿元的销售纪录。而早前因创始人何享健风波而引发关注的美的，则比董小姐多卖了20多个亿。据美的公布的数据，618期间(6月1日~18日)美的系(包括美的、小天鹅、东芝等)总销售额突破了125亿元，其中618当天销售额突破35亿元，同比增长48%，在京东、天猫、苏宁易购三大平台都排名第一。

##### 健康家电类或成最大赢家

从品类看，换季时节，卖得最好的还是空调。根据苏宁悟空榜，销售额前5名皆是空调产品；京东数据表明，整个618期间，空调累计成交额同比翻倍。健康主题空调成为其主要推动力。受疫情影响，消费者提高了对环境健康的重视度，其中舒适风空调成交额同比增长320%，健康除菌空调成交额同比增长400%。

事实上，“健康”成了家电市场重要的关键词。京东数据显示，618期间健康除菌冰箱和洗衣机成交额同比增长500%，直击消费者痛点的母婴洗衣机成交额同比增长10倍。苏宁大数据显示，618当天具备自清洁、新风功能的健康空调产品销售暴增12.8倍，消毒柜1小时销售额超去年618全天，家电清洗服务订单量同比增长428%。国美数据显示，健康类智能冰箱销量同比增长110%；国美供应链定制商品美的M酷系列，具有健康、智能、自清洁功能，销量同比增长184%。

(新闻来源：中国家电网)

## 2. 首个《空气源热泵冷暖两联供舒适节能白皮书》发布，引领舒适节能新趋势

6月22日，首个《空气源热泵冷暖两联供舒适节能白皮书》(以下简称白皮书)在中国南京发布。在“智享·未来”舒适智能家居生态活动上，中国节能协会热泵专委会常务副秘书长赵恒谊、同济大学暖通空调研究所副所长周翔、艾默生商住解决方案亚太区家用及轻型商用空调市场副总裁谢滢等嘉宾为《空气源热泵冷暖两联供舒适节能白皮书》隆重揭幕。

此白皮书发布的背景是基于目前南方地区冬天潮湿阴冷，夏天潮湿闷热，老百姓对于舒适生活，尤其对舒适供暖的呼声越来越高。空气源热泵冷暖两联供系统具有突出的节能、舒适的技术特点，近年来快速发展，已经成为南方冬季舒适供暖和夏季舒适供冷的重要方式。

为了进一步提升空气源热泵冷暖两联供系统在南方地区的市场认知和普及，促进这一技术的广泛应用，由中国节能协会热泵专委会联合同济大学暖通空调研究所、上海交通大学溧阳研究院和艾默生环境优化技术有限公司等单位一起编撰白皮书，白皮书系统介绍了空气源热泵冷暖两联供系统的构成、主要特点及优势，白皮书分为技术篇、价值篇、市场篇和应用篇四个篇章。

### 空气源热泵冷暖二合一系统更加节能

空气源热泵冷暖二合一系统，通俗称作地暖空调一体机或者热泵两联供，目前结合市场反映，空气源热泵冷暖二合一系统比传统的中央空调和燃气壁挂炉的组合方式更加节能。由于节能、舒适的属性，市场飞速发展，越来越多的消费者开始接受这种节能环保、健康舒适的新的生活方式。

空气源热泵冷暖两联供系统是指以空气源热泵机组作为冷热源，供暖采用热水的辐射末端为主，供冷采用冷水或冷媒的对流末端为主，为单独用户提供供暖和供冷的联合系统。常见的空气源热泵冷暖两联供系统包括空气源热泵水系统和空气源热泵水氟系统。两种系统都使用水作为输配介质为地暖末端或低温散热器供暖。

### 空气源热泵冷暖两联供系统舒适度更高

根据实际测试数据表示，在地面辐射供暖应用中，作为热源空气源热泵相比燃气壁挂炉能节约50%以上的能源费用开支，同时还能减少二氧化碳等温室气体排放，减缓气候变暖和防治大气污染。空气源热泵冷暖两联供系统结合地面辐射供暖，通过热水管路加热混凝土和地板面层，再通过对流和辐射方式加热房间空气和壁面，房间的温度均匀性好，供暖的舒适度要明显高于一般的分体空调。

虽然空气源热泵冷暖两联供系统发展较快，但是相对于传统的供暖供冷产品，其市场份额有待提升，还有很大的发展空间。希望借此白皮书的发布，能够引导“南方舒适供暖”健康快速发展，在满足广大夏热冬冷地区及更大范围地区的人民美好生活需求的同时，也能够促进空气源热泵采暖技术进步和产业发展。

(新闻来源：中国电网)

## (二) 公司动态: 125 亿! 未来有望打破美的这个 618 新纪录的还有谁; 卡萨帝发力全场景高端生态方案

### 1. 125 亿! 未来有望打破美的这个 618 新纪录的还有谁?

企业盯着“6.18”而舆论媒体却盯着6月19日,任何一场重大商业节点的战绩也意味着一个阶段行业竞争秩序的再梳理,美的不出意外地再次登顶“6.18”家电行业销售榜单,全网125亿元的销售总额同比增长了53%,京东、天猫、苏宁易购三大平台美的已经是连续八年实现家电行业第一了。从国内市场近年来的竞争演变态势来看,能够打破由美的创下的这个记录恐怕也只有美的自己了。

#### 多品牌全品类全面突进

其实从4月份开始,国内家电市场其实已经进入了一个恢复性的增长阶段,之前被压制的消费快速释放,在线下人群暂时还不能聚集的状况下,以直播带货为代表的非接触式销售方法被广泛应用,从这一点也可以看到今年线上平台之于家电企业的关键作用所在,而“6.18”期间各种家电产品的需求集中爆发,这充分体现了在美的旗下各个产品上。

据笔者了解到,“6.18”期间美的空调销售量达到了254万台,位列京东和天猫两大电商平台首位,这一规模已经超过了很多空调企业整整一个年度的销售量。同期内,热水器销售量84.6万台,全网第一。

全网第一的还有很多产品,例如销量达18.6万台的燃气灶、42.7万台的净水器和饮水机、近200万台的电风扇、超过130万台的微波炉和电烤箱。其他家电产品的销售数据同样靓丽,“6.18”期间美的冰箱及冷柜产品的销售规模超过了66万台,其中19分钟急速净味冰箱全网销售额同比增长了963.8%,洗衣机的销售量更大,接近115万台,其中高端水魔方&直驱系列全网销售额同比增长了400%。

从上述数据可以看到,美的各个家电品类在“6.18”期间呈现出全面高增长态势的同时,中高端产品销售规模同比大幅增长。据了解,东芝全网销售突破5000万元,美的集团旗下的AI科技高端品牌COLMO全网销售额超过了去年全年。值得一提的是,今年“6.18”期间美的还斩获了智能大家电的销售冠军。

与产品结构不断升级并行不悖的是,美的精心布局的多品牌矩阵在“6.18”期间也是大放异彩,除了上述提到了东芝和COLMO之外,小天鹅品牌全网突破了8亿元,华凌品牌全网销售规模超过了3.6亿元,互联网品牌布谷实现了将近2万台的销售规模。另外,美的中央空调在“6.18”期间的销售量达到了7000套。

#### 产品领先是市场领先的基石

智能化产品是美的在此次“6.18”期间线上平台的一大亮点,“全面数字化、全面智能化”的战略得到了进一步的推进和落地。据了解,使用美的美居获取智能化服务的用户已经超过了千万,美的在今年“6.18”期间全系列智能化产品的销售额同比增长的幅度为53%,最受欢迎的智能家电为空调、冰箱和洗衣机。智能化不仅仅是体现在产品和服务上,美的智能供应链为142万个包裹整装齐发保驾护航。

美的以矩阵式品牌布局 and 全品类体系持续引领行业发展,智能化也正在深化美的多品牌多产品的场景内涵,但不得不提的是,这些都是建立在产品领先的基础上,没有足够强大的产品竞争力和技术创新能力,智能化的全面渗透和市场销售的扩大

就难以有持续性。

众所周知，产品领先早在八年前就被美的写入了战略主轴，美的每年的科技月活动已经连续举办了二十多年，这家企业在技术研发上的费用连年增长，是全球家电行业的研发大户。

据了解，仅2019年的研发投入就超过了100亿元，过去五年投入累计投入近400亿元，研发人员规模超过了13000人，其中外籍资深专家超500人。截至2019年底，美的集团累计专利申请量突破14万件，授权维持量5.7万件，连续4年全球家电行业排名第一；研发人员占比超过10%；其中，基础技术、数字化、智能化技术领域更是技术研发和产品创新的重中之重。

笔者进一步获悉，美的在2019年的研发费用金额同比增长了15.5%，相当一部分就投入在数字化、智能化建设上，仅2019年美的在数字化上的投入金额就达到了20亿元左右。从2012年至今，美的集团在数字化建设上的累计投入约为100亿元左右。“要么第一、要么唯一”已经成为美的产品和技术研发理念。

### 创新方法适应多变的环境

相比于往年，2020年因为新冠疫情的突如其来使得整个产业环境显得更为特殊，物联网元素对家电产供销乃至消费用户日常生活形成的丰富的解构效应在叠加疫情影响后，使得非接触式营销方法成为一种产业常态。

2019年，美的全网销售规模接近700亿元，对非接触式营销本已经有着深厚沉淀的美的，面对当下多变的产业环境显得更富竞争力，对环境的适应性变革一贯长袖善舞的美的在今年又呈现出很多的创新方法。

最为典型的一个举措就是在线直播，6月8日晚上，韩庚以“美的智慧生活体验官”的身份出现在了美的京东直播间；也是在这一天，佟大为和关悦也合体现身美的天猫直播间。两天之后的6月10日，人气偶像、青年演员程潇通过直播形式与华凌智能家电展开花式对话。6月15日美的集团还邀请吴昕化身美的智慧生活体验官，到访美的苏宁易购直播间。

据统计，在整个“6.18”活动周期内，李现、陈坤、潘粤明、韩庚、佟大为关悦夫妇、吴昕、程潇、吉克隽逸、辣目洋子、华少、李锐、李智楠、金靖、姬十三等在内的明星名人先后参与美的各个品牌及产品多个线上平台的直播活动。

如果仅仅是以直播来看美的的营销创新那就过于简单了，任何形式的线上营销方式都是以线下体系为支撑，直播的背后，是美的的数智驱动的高效全价值链，从2012年开始的数字化建设让美的实现了从研发、制造、物流、零售渠道到售后服务各环节端到端的打通及业务模式变革。

美的以用户为中心进行全价值链数字化改造，驱动各个产品单元的业务活动以数据为核心，通过软件、算法等作为决策依据，把内部运营和外部需求在数字层面匹配。这种方式改变商业竞争的基础和逻辑，充分体现了效率驱动的战略主轴。

（新闻来源：艾肯家电网）

## 2. 高端第一不是最高目标？卡萨帝发力全场景高端生态方案

6月24日，“为爱不凡·再创传奇”2020卡萨帝思享荟精致艺术体验会在重庆启动。卡萨帝现场发布衣食住娱全场景高端生态解决方案，揭开高端第一品牌背后的生态矩阵。海尔集团副总裁、首席体验官、中国区总经理李华刚与重庆商社集团有限公司董事长、重庆百货大楼股份有限公司董事长何谦共同出席，多位卡萨帝体验官也亲临现场。

### 生态战略，构建倒金字塔模型

其实单从市场业绩来看，卡萨帝在产品和品牌领域已经到达了金字塔尖，在外界看来，只要继续夯实领先地位即可。而卡萨帝却选择了更有挑战性的进阶之路：以高端品牌的第一为基石，向场景品牌、生态品牌迈进。从此，卡萨帝不再只通过产品来满足用户，而是通过场景创新、生态创新来为高端用户提供更新的解决方案。

这就是卡萨帝在本次思享荟上发布的全场景高端生态方案，包含智慧护理、健康饮食、舒适住居、娱乐互联在内的4维生态。就拿“健康饮食”这个生态来说吧，一开始，卖冰箱就是卖单独的产品，当时卡萨帝先发明了采用气悬浮无油压缩机的科技，用户用了卡萨帝冰箱能让食材细胞不破损，比在其他冰箱里延长保鲜时间8倍，也开启了细胞级养鲜时代；但现在不光是提供一个科技了，而是在厨房里的一个个场景，首先冰箱能主动提供健康饮食的完整建议，提供合适的饮食菜单，还能为您通过线上购买各种食材，全球生鲜都可以用一台冰箱来下单；而且这些场景是一站式的主动服务：点开冰箱屏幕有定制的食谱，不会做饭就问冰箱，没食材了可以一键下单，选好菜单，成套厨电也一块启动，厨电还能主动烹饪，火大火小都能主动调节……就是这些场景一步步串联起来，形成了一整个健康饮食生态。

### 衣食住娱，诠释高端生活方式进阶

首先，我们来看看智慧护理生态。它会为用户带来高端衣物护理与穿搭等体验。比如卡萨帝思享家现场分享了她的高端护理经验：“我的丝绸、貂皮等高端面料衣物都会交给卡萨帝洗衣机护理，衣帽间的智能穿衣镜提供智能穿搭建议，出门前为我定制完美造型”。

其次是上文提到过的健康饮食生态，在这里，冰箱管健康、厨电管烹饪：卡萨帝思享家、国宴主厨林述巍亲自上阵，从卡萨帝冰箱里拿出珍贵食材，联动厨电上演了一场厨艺秀；卡萨帝酒柜和冰吧提供了美酒和新鲜水果；餐后，用完的餐具可以直接交给卡萨帝洗碗机，蒸汽消毒后洁净如新。

再次，我们还提供了舒适住居生态，空调满足微风体验，并提供健康生态软风；热水器满足智慧全屋用水需求；以及娱乐互联生态，用钻石影院提供智能影音，同时，洗澡时可以追剧、做饭时能听歌……卡萨帝衣食住娱生态布局不仅能满足用户对家居生活的品质要求，同时带来健康、智慧的全场景高端体验。

从产品引领、品牌引领、方案引领到智慧引领，再到今天的生态引领，卡萨帝始终以领先时代的品牌战略诠释高端生活方式进阶，同时以海尔智家体验云平台为用户展示着高端生活体验。

（新闻来源：中国家电网）

## (三) 产业在线月度冰箱数据回顾 (2020年5月)

产销均实现正增长。行业：产量749万台，+2%（1-5月2780万，-13%）；销量772万台，+1%（1-5月2867万，-9%）；内销385万台，+0%（1-5月1472万，-16%）；外销388万台，+2%（1-5月1394万，-1%）。

美的内销表现亮眼，海信外销增速领先行业。分公司：海尔内销125万台，+3%（1-5月493万，-10%），外销5万台，-57%（1-5月30万，-25%）；美的内销62万台，+27%（1-5月241万，+3%），外销65万台，+17%（1-5月236万，+11%）；美菱内销28万台，+8%（1-5月91万，-21%），外销24万台，+29%（1-5月97万，+20%）；奥马内销7万台，-35%（1-5月30万，-40%），外销82万台，-5%（1-5月294万，-7%）；海信内销34万台，-11%（1-5月151万，-20%），外销60万台，+47%（1-5月202万，+12%）。

表 3: 冰箱行业产量、销量、库存情况 (万台、%)

项目	5月					财年累计				
	2020年		2019年		2018年	2020年		2019年		2018年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
1 产量	749	1.7%	737	4.8%	703	2780	-13.4%	3212	3.1%	3115
2 销量	772	1.0%	765	8.7%	704	2867	-9.5%	3167	4.0%	3044
3 出口	388	1.7%	381	17.4%	325	1394	-1.0%	1409	12.8%	1249
4 内销	385	0.3%	383	1.2%	379	1472	-16.3%	1758	-2.0%	1795
5 在库	340	-16.7%	408	-14.1%	475	340	-16.7%	408	-14.1%	475
6 产销率	103.1%	-0.7%	103.8%	3.7%	100.1%	103.1%	4.6%	98.6%	0.9%	97.7%
7 内销比重	49.8%	-0.7%	50.1%	-6.9%	53.8%	51.4%	-7.5%	55.5%	-5.8%	59.0%

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 4: 冰箱各品牌 2020年5月内销情况及同比增速 (万台、%)

企业/项目	5月					财年累计				
	2020年		2019年		2018年	2020年		2019年		2018年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
海尔	125	3.3%	121	0.8%	120	493	-9.5%	545	-1.3%	552
美的	62	26.5%	49	2.1%	48	241	2.6%	235	0.9%	233
美菱	28	7.7%	26	-1.5%	26	91	-21.3%	115	-5.8%	122
奥马	7	-35.0%	10	25.0%	8	30	-39.9%	50	-15.1%	59
海信	34	-10.5%	38	-15.6%	45	151	-20.4%	190	-9.3%	209

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 5: 冰箱各品牌 2020 年 5 月外销情况及同比增速 (万台、%)

企业/项目	5 月					财年累计				
	2020 年		2019 年		2018 年	2020 年		2019 年		2018 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
海尔	5	-57.4%	11	20.9%	9	30	-25.1%	39	-6.7%	42
美的	65	17.1%	55	20.6%	46	236	10.8%	213	19.3%	178
美菱	24	29.3%	19	-5.7%	20	97	19.9%	81	-1.3%	82
奥马	82	-4.9%	87	23.1%	70	294	-7.0%	316	35.1%	234
海信	60	46.5%	41	2.0%	40	202	12.0%	180	-0.2%	181

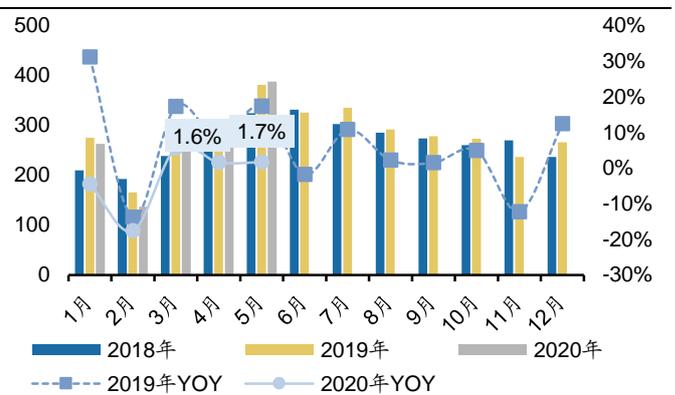
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图14: 冰箱月度内销 (万台) 及YoY (右轴)



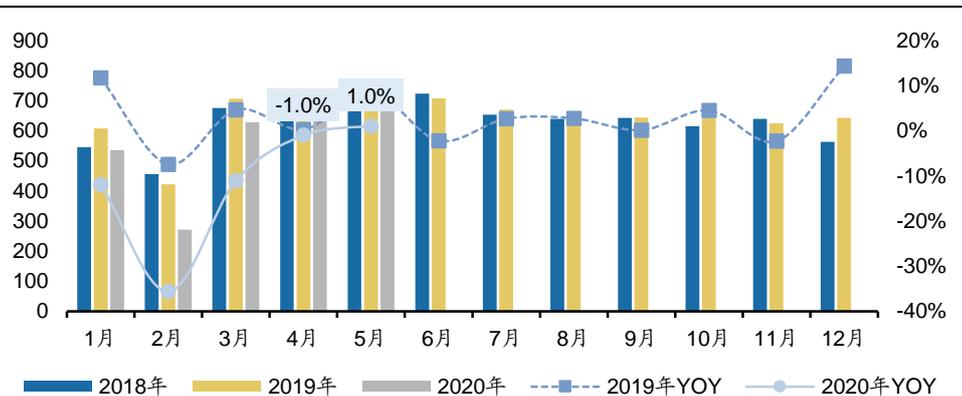
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图15: 冰箱月度外销 (万台) 及YoY (右轴)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图16: 冰箱月度销量 (万台) 及YoY (右轴)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

## (四) 产业在线月度洗衣机数据回顾 (2020年5月)

内销降幅持续收窄,外销环比下滑。行业:产量456万台,-9%(1-5月2196万,-17%);销量449万台,-11%(1-5月2219万,-17%);内销322万台,-1%(1-5月1506万,-17%);外销127万台,-28%(1-5月713万,-16%)。

惠而浦内销增速领先行业,美的外销相对较好。分公司:美的系内销85万台,-4%(1-5月440万,-19%),外销29万台,-13%(1-5月177万,+9%);海尔内销126万台,+1%(1-5月575万,-12%),外销9万台,-48%(1-5月69万,-31%);惠而浦系内销22万台,+22%(1-5月81万,-17%),外销4万台,-37%(1-5月37万,+30%)。

表 6: 洗衣机行业产量、销量、库存情况 (万台、%)

项目	5月						财年累计				
	2020年		2019年		2018年		2020年		2019年		2018年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值	
1 产量	456	-9.0%	501	9.0%	459	2196	-16.6%	2634	3.3%	2550	
2 销量	449	-10.7%	503	10.2%	456	2219	-17.0%	2674	1.0%	2646	
3 出口	127	-28.3%	177	14.5%	155	713	-15.9%	848	6.6%	796	
4 内销	322	-1.2%	326	8.0%	301	1506	-17.5%	1825	-1.4%	1851	
5 在库	171	0.2%	171	-16.2%	204	171	0.2%	171	-16.2%	204	
6 产销率	98.5%	-1.9%	100.4%	1.1%	99.3%	101.1%	-0.4%	101.5%	-2.2%	103.8%	
7 内销比重	71.7%	10.7%	64.8%	-2.0%	66.1%	67.9%	-0.6%	68.3%	-2.4%	69.9%	

数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表 7: 洗衣机各品牌 2020 年 5 月内销情况及同比增速 (万台、%)

企业/项目	5月						财年累计				
	2020年		2019年		2018年		2020年		2019年		2018年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值	
美的	85	-4.5%	89	11.3%	80	440	-18.6%	540	3.3%	523	
海尔	126	0.8%	125	0.8%	124	575	-11.7%	651	-2.1%	665	
惠而浦	22	22.2%	18	13.2%	16	81	-17.4%	98	-2.1%	100	

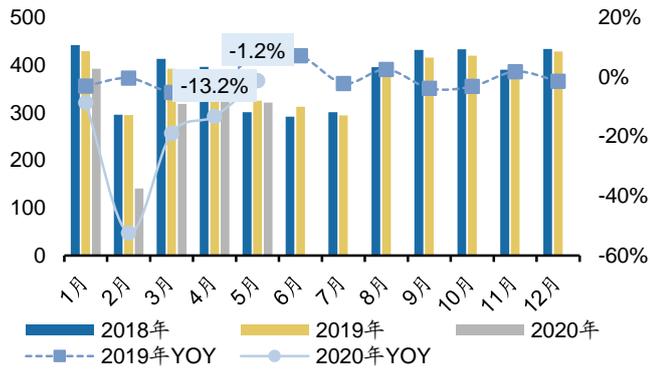
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表 8: 洗衣机各品牌 2020 年 5 月外销情况及同比增速 (万台、%)

企业/项目	5月						财年累计				
	2020年		2019年		2018年		2020年		2019年		2018年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值	
美的	29	-13.0%	33	0.6%	33	177	8.9%	163	13.2%	144	
海尔	9	-48.2%	17	-22.5%	21	69	-30.9%	100	12.1%	89	
惠而浦	4	-37.0%	7	50.1%	4	37	30.4%	29	-8.2%	31	

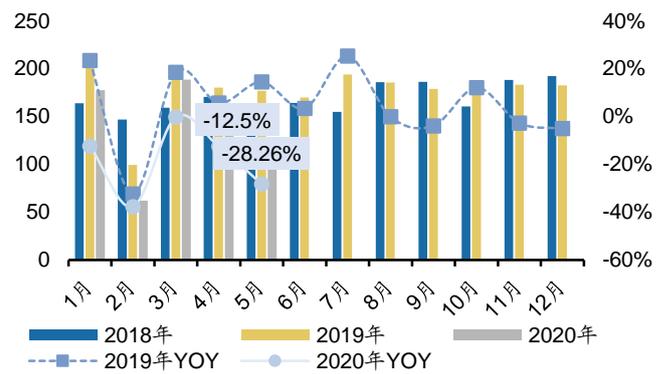
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图17: 洗衣机月度内销 (万台) 及YoY (右轴)



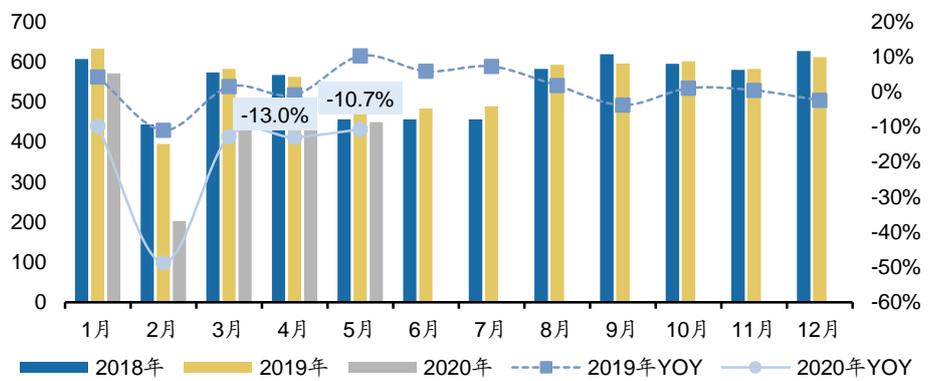
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图18: 洗衣机月度外销 (万台) 及YoY (右轴)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

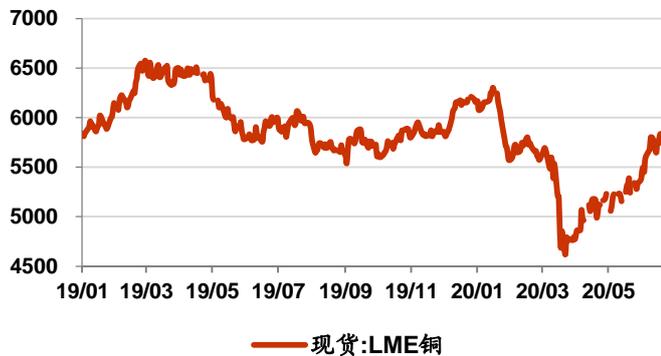
图19: 洗衣机月度销量 (万台) 及YoY (右轴)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

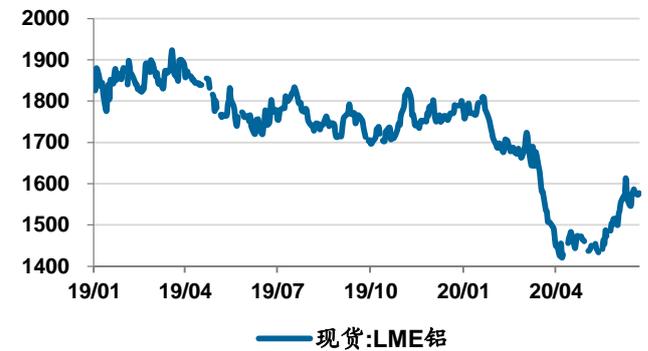
(五) 原材料价格、汇率变动以及气温情况跟踪

图20: LME铜价格(美元/吨)本周上涨1.4%



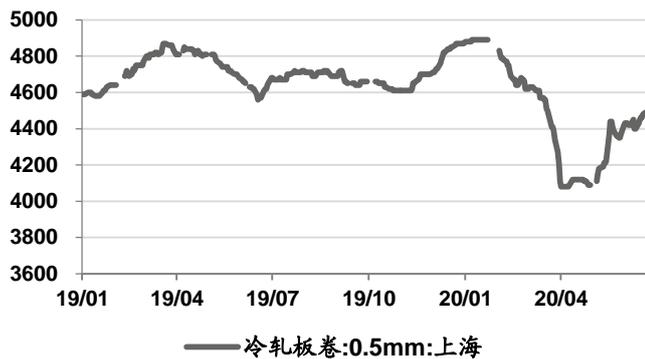
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心  
注: 本周指 2020.6.22-2020.6.26, 下同

图21: LME铝价格(美元/吨)本周下跌2.7%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图22: 冷轧卷板价格(人民币元/吨)本周上涨0.7%



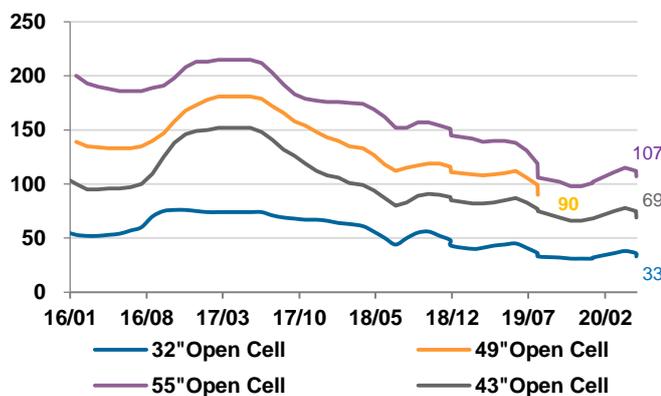
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 布伦特原油期货价格(美元/桶)本周下跌2.8%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图24: 面板价格: 截至2020年5月, 主要尺寸面板价格(美元/片)较上月略有下降



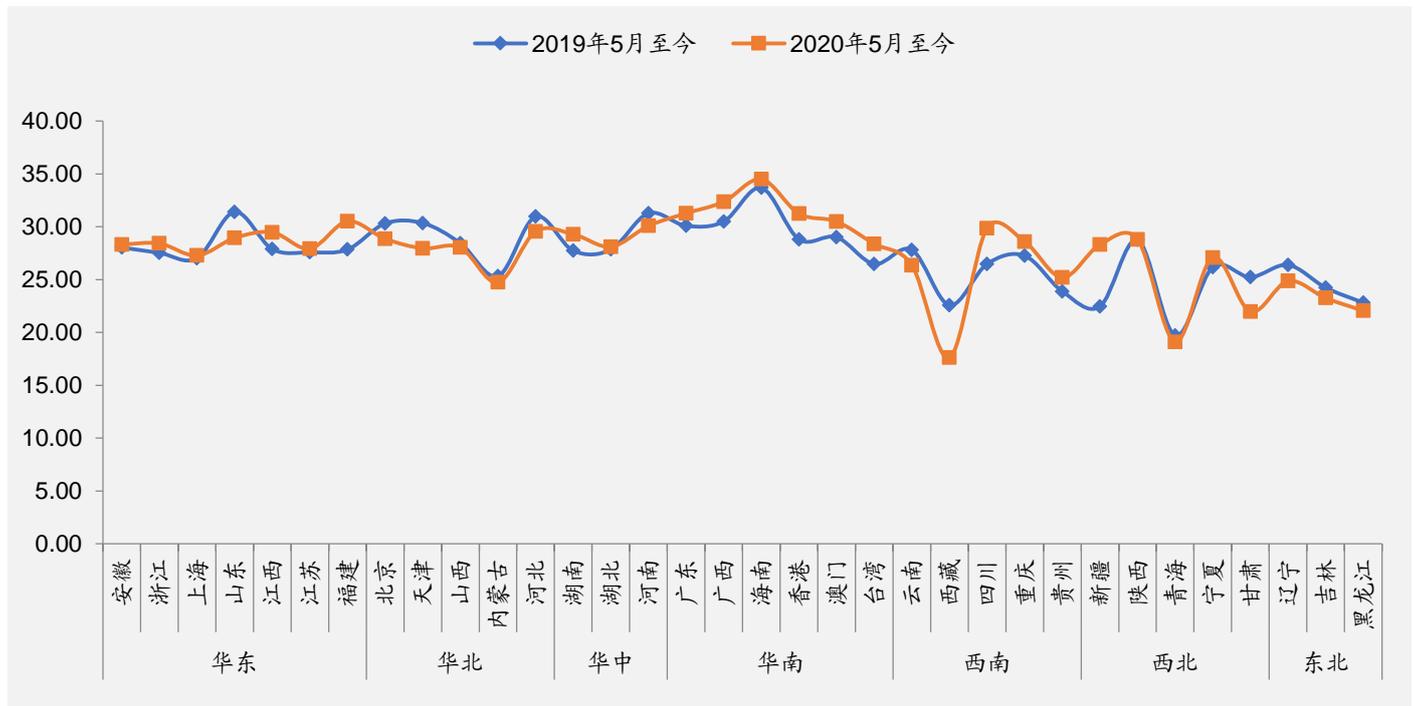
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图25: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率升值(本周末1美元=7.0744人民币, 上周末1美元=7.0780人民币)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 2020 年 5 月至今全国大部分地区最高气温略高于去年同期



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 5月至今指的是5.1-6.23期间。

## 五、风险提示

### 原材料价格大幅上涨

原材料价格上涨将提升制造成本, 公司盈利能力会下降, 从而影响公司业绩。

### 汇率大幅波动

汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑亏损, 影响公司利润。

### 行业需求趋弱

家电行业整体需求趋弱将影响上市公司收入和利润的增长。

### 行业竞争格局恶化

行业内竞争格局将影响公司的盈利能力, 竞争格局恶化将导致盈利能力降低。

## 广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，带领团队荣获2019年新财富家电行业第三名、II China 第一名。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019年新财富家电行业第三名、II China 第一名团队成员。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019年新财富家电行业第三名、II China 第一名团队成员。
- 高 润 鑫：复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。