



精选小家电，布局白电复苏

—家电行业2020年中期投资策略

姓名 吕明（分析师）

证书编号：S0790520030002

邮箱：lvming@kysec.cn

2020年6月30日

投资要点

看好板块1: 小家电--扫地机器人龙头企业: 扫地机器人行业替代清洁工具空间较大, 行业规模仍有较大提升空间, 目前行业离价格战尚远, 行业龙头竞争格局良好, 龙头企业在2020Q2纷纷推出新品, 行业处于快速成长阶段, 在新技术新产品的引领下, 行业需求有望提升带动销售回暖。推荐标的: 石头科技、科沃斯;

看好板块2: 小家电—创意小家电龙头企业: 电子商务的蓬勃发展及消费者“个性化”需求提升, 造就小家电行业“长尾现象”, 创意小家电市场迎来快速增长。由于小家电产品线上渠道占比较高, 易于安装, 单价较低的特点, 使其上半年受疫情影响较小。2020H2随着店铺直播逐渐常态化, 线上销量首次超过线下, 创意小家电行业景气度有望维持全年。推荐标的: 新宝股份、小熊电器;

看好板块3: 积极布局白电业绩复苏: 从奥维云网零售数据、社零数据来看, 5月家用空调年累计销量同比降幅显著收窄, 随着空调旺季到来, 销量有望进一步提升。价格端, 空调价格已逐步企稳, 随着旺季去库存叠加新能效标准带来的产品升级, 空调均价有望在四季度出现回升, 龙头企业盈利能力显著提升。受益标的: 格力电器、美的集团、海尔智家;

看好板块4: 关注精装确定性带来厨电龙头企业增量: 精装市场的快速发展推动厨电公司工程渠道迎来显著增量。推荐标的: 老板电器;

风险提示: 1) 若疫情缓和不及预期或导致行业需求恢复滞后; 2) 全球经济衰退导致部分海外收入占比较高企业业绩压力提升; 3) 行业竞争格局恶化等; 4) 原材料价格提升;

目录

CONTENTS

1

行情回顾：家电行业2020上半年小幅跑输沪深300指数

2

小家电：积极关注扫地机器人、创意小家电行业龙头企业

3

白电：销量企稳、价格反转，下半年龙头企业盈利能力有望提升

4

厨电：精装市场快速发展，推动厨电工程渠道迎来增量

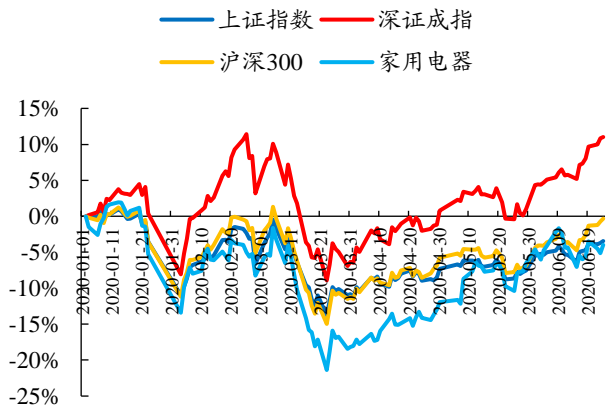
5

投资建议与盈利预测

1.1 行业交易数据复盘：家电行业2020上半年收盘下跌1.31%

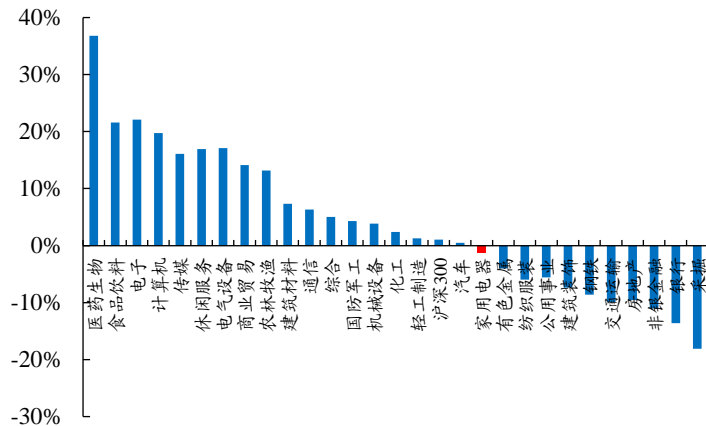
2020上半年（2020年6月24日）上证指数收于2979.55点，较年初（2020年1月2日）收盘变动-3.42%；深证成指收于11813.53点，较年初收盘变动11.04%；沪深300收于4138.99点，较年初收盘变动-0.32%；家用电器板块收于7677.59点，较年初收盘变动-3.97%。

图1：家电板块2020上半年跌幅高于上证指数0.55pct



数据来源：Wind、开源证券研究所（2020上半年指2020年1月2日~6月24日）

图2：家电行业2020上半年收盘下跌1.31%

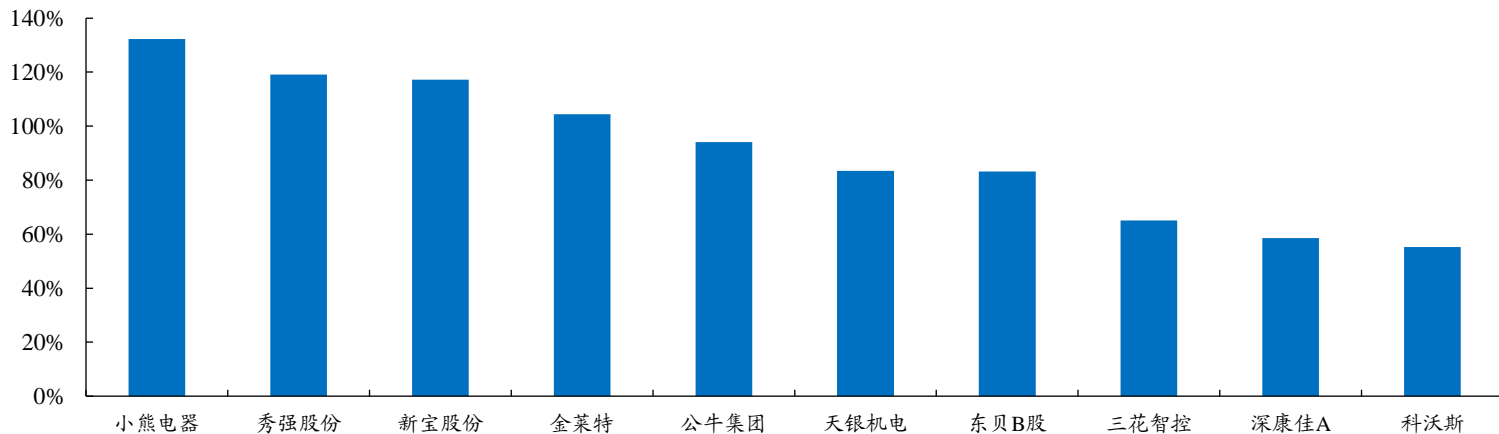


数据来源：Wind、开源证券研究所（2020上半年指2020年1月2日~6月24日）

1.2 行业涨跌公司及原因：小家电板块整体涨势良好

个股方面：小熊电器、秀强股份、新宝股份涨幅居前三。整体来看，我们关注的以小熊电器、新宝股份、科沃斯为代表的小家电板块均涨势良好，主要因2020上半年疫情发生，以线上渠道为主、易于安装、使用便捷、单价较低的小家电受疫情影响较小。

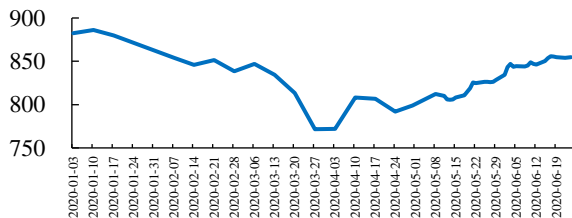
图3：家电板块上半年小熊电器、秀强股份、新宝股份涨幅居前三



数据来源：Wind、开源证券研究所（2020上半年指2020年1月2日~6月24日）

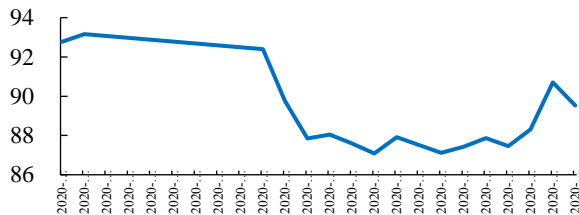
中塑指数2020年6月24日为854.83，较年初（2020年1月3日）下滑3.12%；钢材综合价格指数2020年6月19日为103.17，较年初（2020年1月3日）下滑2.98%；铝材价格指数2020年6月19日为89.52，较年初（2020年1月10日）下滑3.51%；铜材价格指数2020年6月19日为72.97，较年初（2020年1月10日）下滑3.81%。

图4：中塑指数较年初下滑3.12%



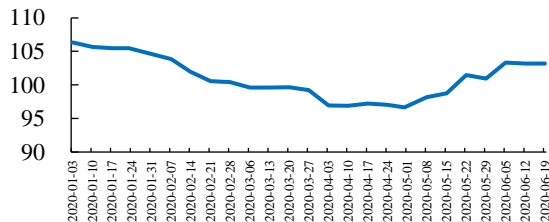
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：铝材价格指数较年初下滑3.51%



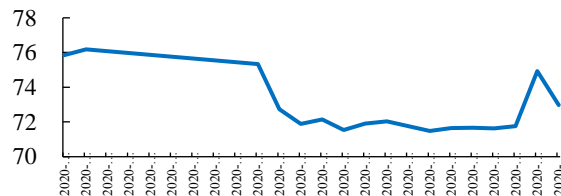
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：钢材综合价格指数较年初下滑2.98%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：铜材价格指数较年初下滑3.81%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1) 分品类看：根据奥维云网数据，在2020上半年（20W01~20W25）家电累计销售情况中，小家电品类实现量额双升，尤其扫地机器人品类在量额双升的条件下，均价也有所提升，表现较为优秀；大家电品类，除空调外均实现量升额降，空调品类则量额双降。小家电销售表现优于大家电主要系2020上半年疫情发生，线下渠道较多且需上门安装的大家电受影响较大，相比之下小家电因线上渠道占比较高、易于安装、单价较低等受影响较小，且在618等线上大促活动拉动下实现正增长。

2) 分渠道看：家电销售线上表现优于线下，主要因疫情下线下门店受挫较为明显，线上电商平台影响较小。

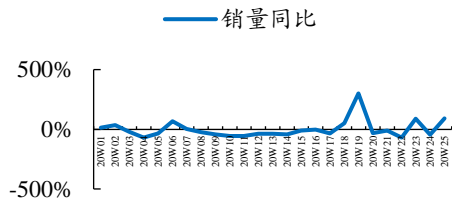
表1：2020上半年（20W01~20W25）家电行业累计销售情况：小家电销售较好，线上优于线下

一级分类	二级分类	销量	销额	均价	渠道表现
白电	空调	-0.64%	-17.64%	-16.63%	线上优于线下
	冰箱	6.62%	-1.53%	-6.96%	
	洗衣机	2.35%	-5.82%	-7.31%	
黑电	彩电	5.76%	-11.38%	-16.7%	
厨电	油烟机	7.55%	-11.95%	-17.31%	
	燃气灶	12.03%	-4.09%	-13.79%	
	厨电套餐	2.42%	-10.76%	-12.52%	
小家电	电饭煲	14.84%	0.68%	-10.64%	
	料理机	85.18%	55.10%	-15.60%	
	扫地机器人	4.28%	9.35%	5.06%	

数据来源：奥维云网、开源证券研究所

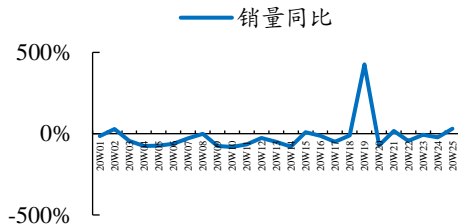
截至20W25，整体销量年累计2155.32万台（-0.64%）；销额年累计568.16亿（-17.64%）；均价年累计2636元（-16.63%）。
截至20W25，线下销量年累计455.67万台（-30.89%）；销额年累计154.8亿（-38.14%）；均价年累计3397元（-10.51%）。
截至20W25，线上销量年累计1699.65万台（10.32%）；销额年累计413.36亿（-7.93%）；均价年累计2432元（-16.54%）。

图8：整体销量年累计同比下滑0.64%



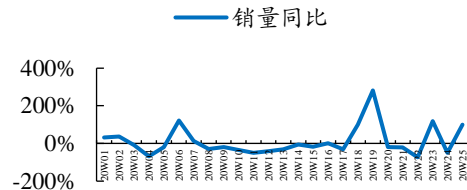
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图9：线下销量年累计同比下滑30.89%



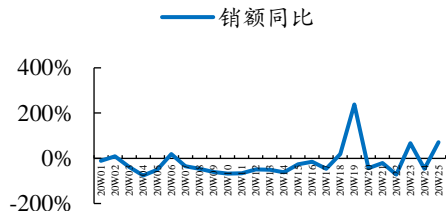
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图10：线上销量年累计同比上涨10.32%



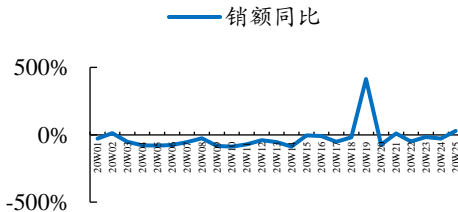
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图11：整体销额年累计同比下滑17.64%



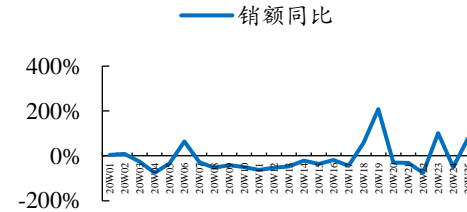
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图12：线下销额年累计同比下滑38.14%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

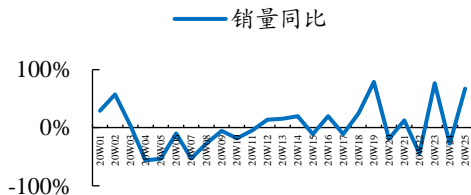
图13：线上销额年累计同比下滑7.93%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

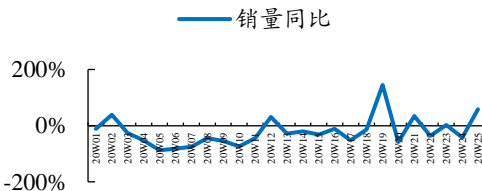
截至20W25，整体销量年累计1278.94万台（6.62%）；销额年累计304.48亿（-1.53%）；均价年累计2381元（-6.96%）。
截至20W25，线下销量年累计234.53万台（-24.99%）；销额年累计107.96亿（-20.28%）；均价年累计4603元（5.91%）。
截至20W25，线上销量年累计1044.14万台（16.06%）；销额年累计196.51亿（11.02%）；均价年累计1882元（-4.34%）。

图14：整体销量年累计同比上涨6.62%



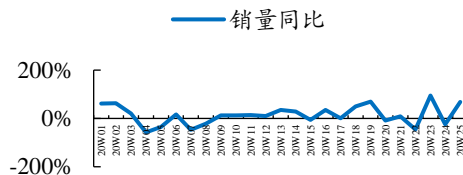
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图15：线下销量年累计同比下滑24.99%



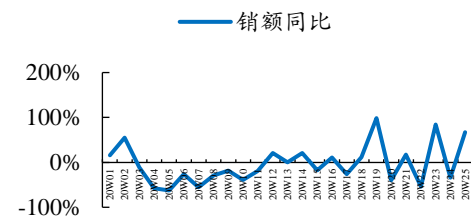
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图16：线上销量年累计同比上涨16.06%



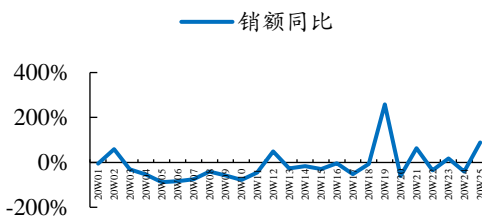
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图17：整体销额年累计同比下滑1.53%



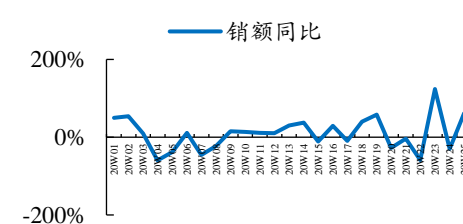
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图18：线下销额年累计同比下滑20.28%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

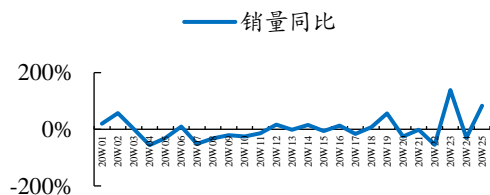
图19：线上销额年累计同比上涨11.02%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

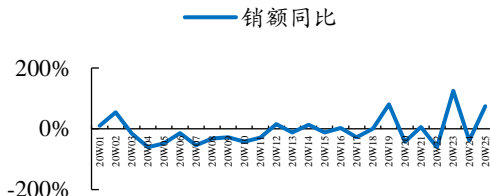
截至20W25，整体销量年累计1372.88万台（2.35%）；销额年累计238.9亿（-5.82%）；均价年累计1740元（-7.31%）。
截至20W25，线下销量年累计236.75万台（-32.68%）；销额年累计78.07亿（-26.54%）；均价年累计3298元（8.69%）。
截至20W25，线上销量年累计1135.98万台（12.88%）；销额年累计166.82亿（7.05%）；均价年累计1416元（-5.17%）。

图20：整体销量年累计同比上涨2.35%



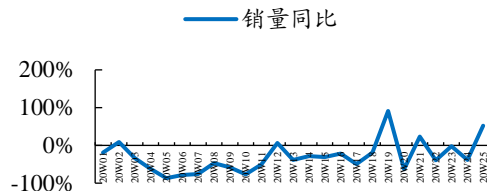
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图23：整体销额年累计同比下滑5.82%



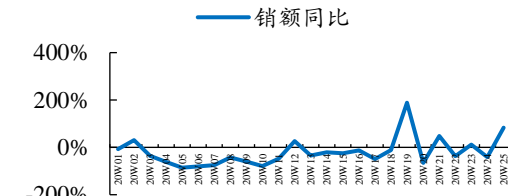
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图21：线下销量年累计同比下滑32.68%



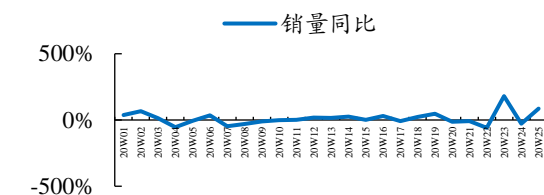
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图24：线下销额年累计同比下滑26.54%



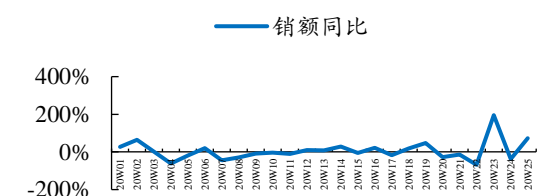
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图22：线上销量年累计同比上涨12.88%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

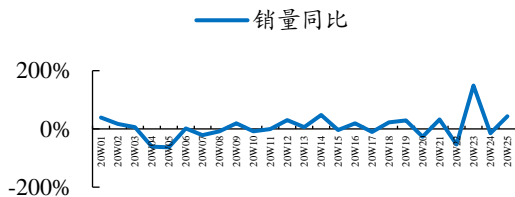
图25：线上销额年累计同比上涨7.05%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

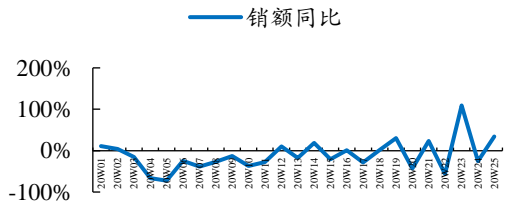
截至20W25，整体销量年累计1544.19万台（5.76%）；销额年累计344.93亿（-11.38%）；均价年累计2234元（-16.7%）。
截至20W25，线下销量年累计272.59万台（-32.42%）；销额年累计103.56亿（-31.93%）；均价年累计3799元（-0.87%）。
截至20W25，线上销量年累计1271.59万台（18.42%）；销额年累计241.37亿（0.45%）；均价年累计1898元（-15.17%）。

图26：整体销量年累计同比上涨5.76%



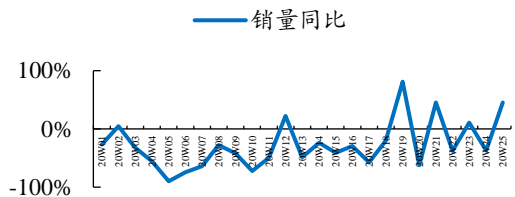
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图29：整体销额年累计同比下滑11.38%



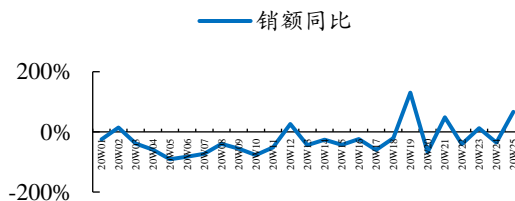
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图27：线下销量年累计同比下滑32.42%



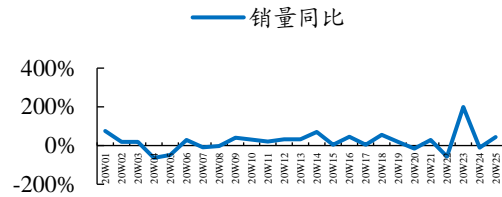
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图30：线下销额年累计同比下滑31.93%



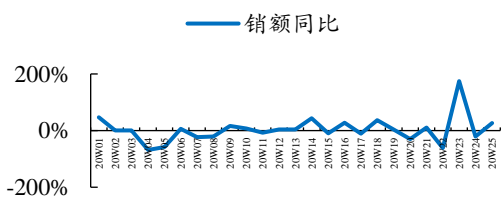
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图28：线上销量年累计同比上涨18.42%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

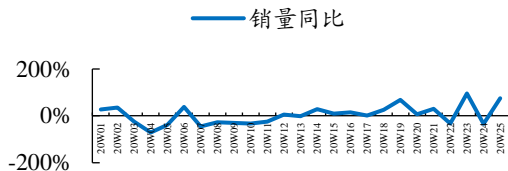
图31：线上销额年累计同比上涨0.45%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

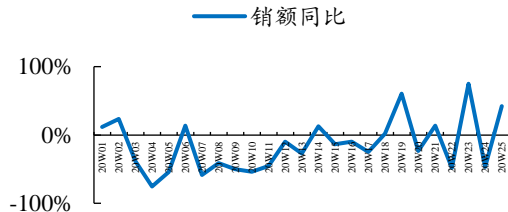
截至20W25，整体销量年累计391.26万台（7.55%）；销额年累计64.47亿（-11.95%）；均价年累计1648元（-17.31%）。
截至20W25，线下销量年累计62.67万台（-28.45%）；销额年累计20.68亿（-27.44%）；均价年累计3299元（1.83%）。
截至20W25，线上销量年累计328.43万台（17.28%）；销额年累计43.77亿（-3.42%）；均价年累计1333元（-17.65%）。

图32：整体销量年累计同比上涨7.55%



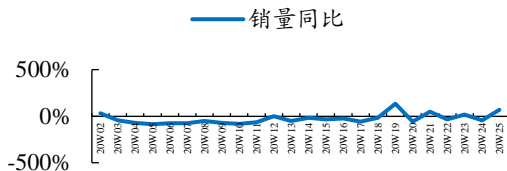
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图35：整体销额年累计同比下滑11.95%



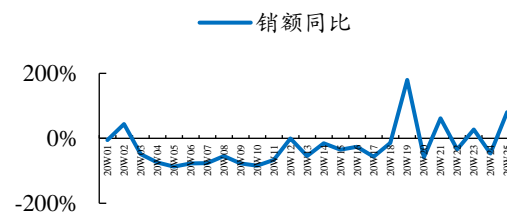
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图33：线下销量年累计同比下滑28.45%



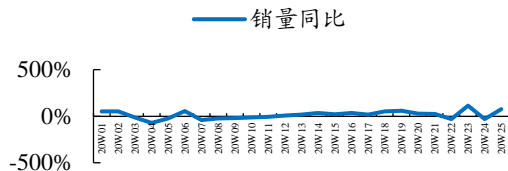
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图36：线下销额年累计同比下滑27.44%



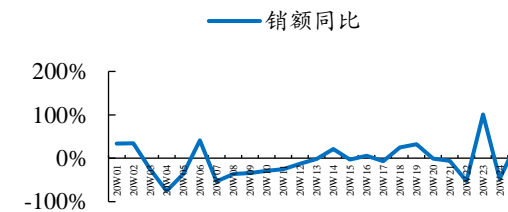
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图34：线上销量年累计同比上涨17.28%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

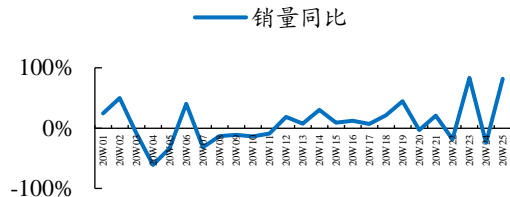
图37：线上销额年累计同比下滑3.42%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

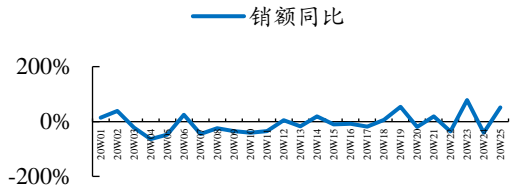
截至20W25，整体销量年累计515.44万台（12.03%）；销额年累计39.51亿（-4.09%）；均价年累计767元（-13.79%）。
截至20W25，线下销量年累计69.38万台（-28.68%）；销额年累计11.07亿（-27.04%）；均价年累计1595元（1.88%）。
截至20W25，线上销量年累计445.94万台（21.28%）；销额年累计28.44亿（7.47%）；均价年累计638元（-11.39%）。

图38：整体销量年累计同比上涨12.03%



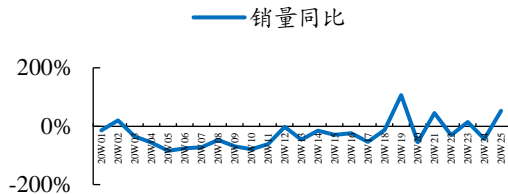
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图41：整体销额年累计同比下滑4.09%



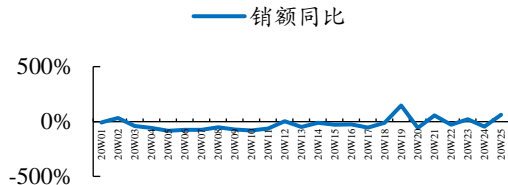
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图39：线下销量年累计同比下滑28.68%



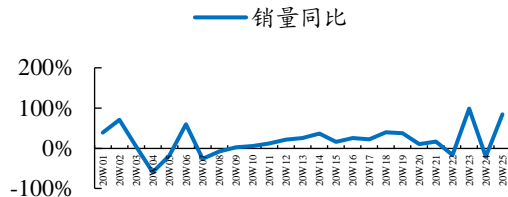
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图42：线下销额年累计同比下滑27.04%



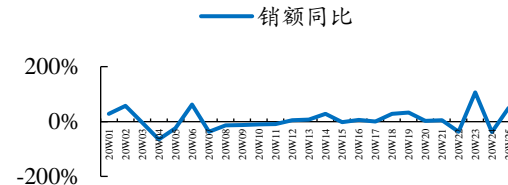
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图40：线上销量年累计同比上涨21.28%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

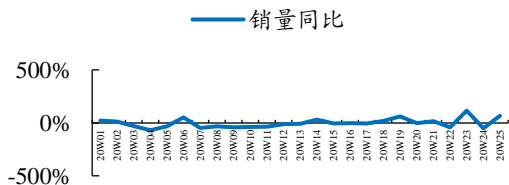
图43：线上销额年累计同比上涨7.47%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

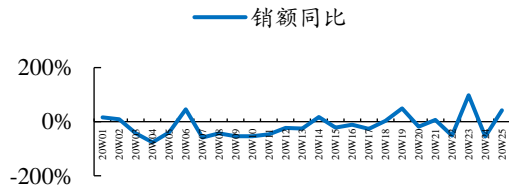
截至20W25，整体销量年累计146.14万台（2.42%）；销额年累计44.27亿（-10.76%）；均价年累计3029元（-12.52%）。
截至20W25，线下销量年累计16.38万台（-29.18%）；销额年累计8.75亿（-26.42%）；均价年累计5344元（4.17%）。
截至20W25，线上销量年累计129.57万台（7.50%）；销额年累计35.45亿（-6.60%）；均价年累计2736元（-13.11%）。

图44：整体销量年累计同比上涨2.42%



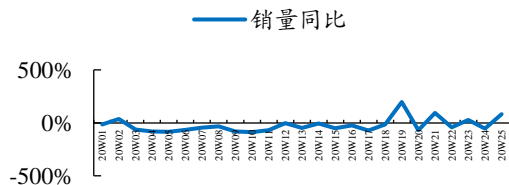
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图47：整体销额年累计同比下滑10.76%



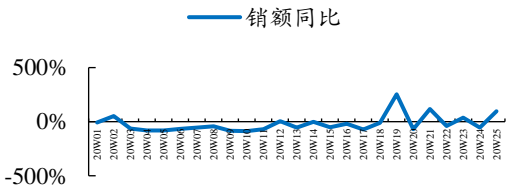
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图45：线下销量年累计同比下滑29.18%



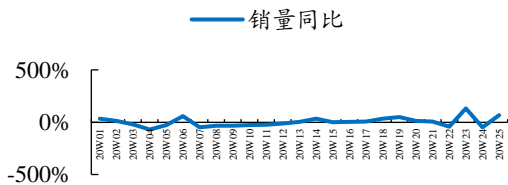
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图48：线下销额年累计同比下滑26.42%



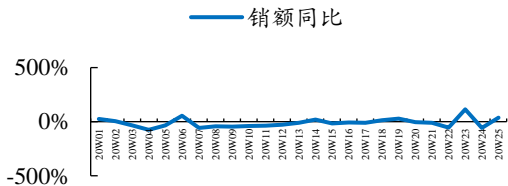
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图46：线上销量年累计同比上涨7.50%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

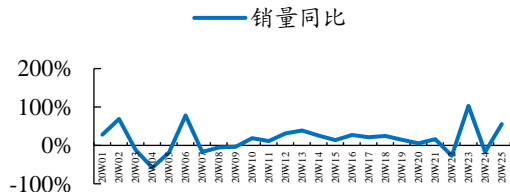
图49：线上销额年累计同比下滑6.60%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

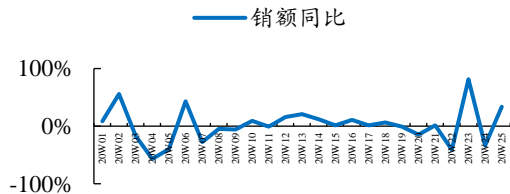
截至20W25，整体销量年累计1704.65万台（14.84%）；销额年累计41.14亿（0.68%）；均价年累计241元（-10.64%）。
截至20W25，线下销量年累计135.35万台（-43.30%）；销额年累计7.23亿（-38.45%）；均价年累计534元（0.08%）。
截至20W25，线上销量年累计1569.30万台（21.30%）；销额年累计33.91亿（10.61%）；均价年累计216元（-8.81%）。

图50：整体销量年累计同比上涨14.84%



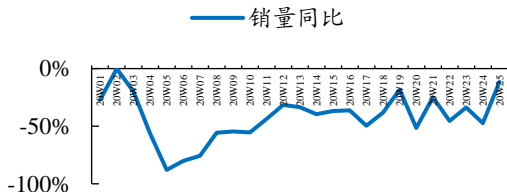
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图53：整体销额年累计同比上涨0.68%



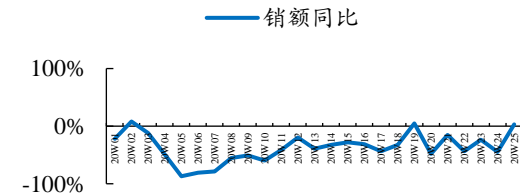
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图51：线下销量年累计同比下滑43.30%



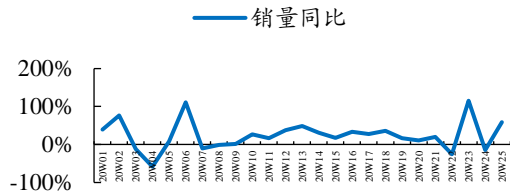
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图54：线下销额年累计同比下滑38.45%



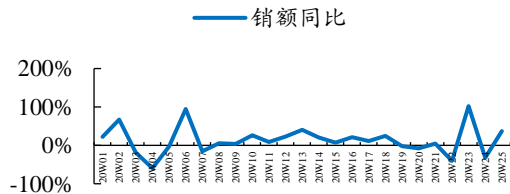
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图52：线上销量年累计同比上涨21.30%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

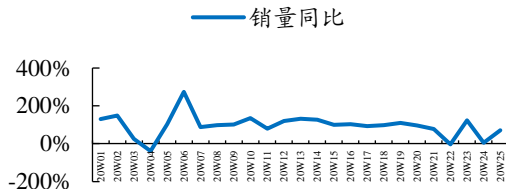
图55：线上销额年累计同比上涨10.61%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

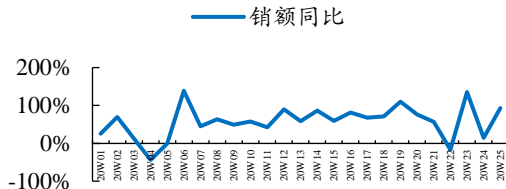
截至20W25，整体销量年累计2435.29万台（85.18%）；销额年累计42.97亿（55.10%）；均价年累计176元（-15.60%）。
截至20W25，线下销量年累计67.34万台（-22.73%）；销额年累计5.95亿（-33.61%）；均价年累计884元（-18.52%）。
截至20W25，线上销量年累计2366.89万台（90.22%）；销额年累计37.00亿（83.82%）；均价年累计156元（-3.36%）。

图56：整体销量年累计同比上涨85.18%



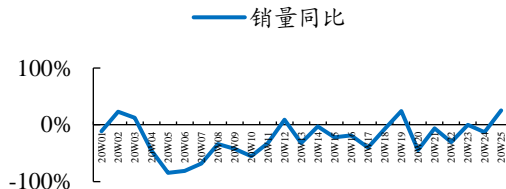
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图59：整体销额年累计同比上涨55.10%



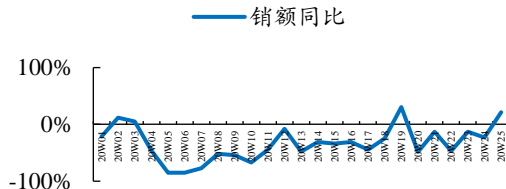
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图57：线下销量年累计同比下滑22.73%



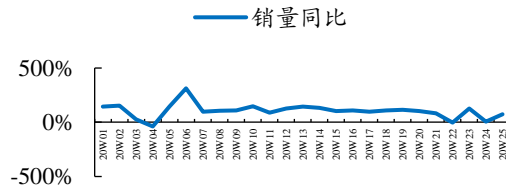
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图60：线下销额年累计同比下滑33.61%



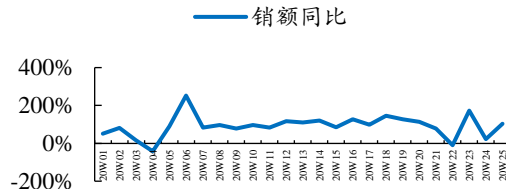
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图58：线上销量年累计同比上涨90.22%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图61：线上销额年累计同比上涨83.82%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

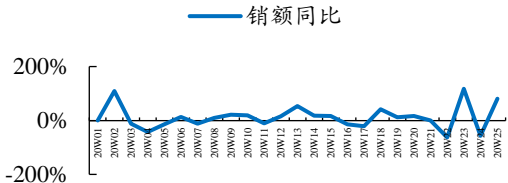
截至20W25，整体销量年累计206.61万台（4.28%）；销额年累计32.63亿（9.35%）；均价年累计1579元（5.06%）。
截至20W25，线下销量年累计4.24万台（-38.82%）；销额年累计0.81亿（-36.22%）；均价年累计1910元（3.66%）。
截至20W25，线上销量年累计202.38万台（6.39%）；销额年累计31.83亿（11.41%）；均价年累计1573元（4.36%）。

图62：整体销量年累计同比上涨4.28%



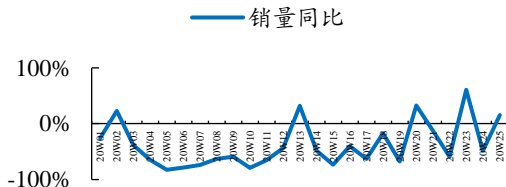
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图65：整体销额年累计同比上涨9.35%



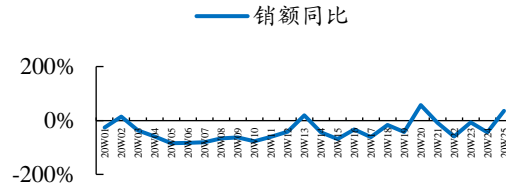
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图63：线下销量年累计同比下滑38.82%



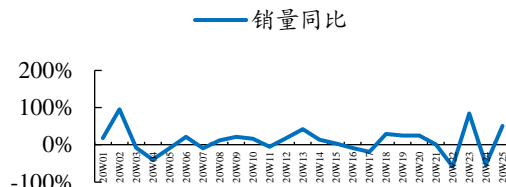
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图66：线下销额年累计同比下滑36.22%



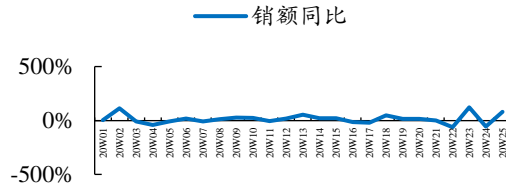
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图64：线上销量年累计同比上涨6.39%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图67：线上销额年累计同比上涨11.41%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

1.4 北上资金：2020H1北向资金有所增持

2020H1北向资金增持科沃斯、海信家电较多。截止2020年6月24日，科沃斯北向资金持股市值2.69亿，占总股本4.76%。（2020H1北向资金持股比例较年初提升3.79%），海信家电北向资金持股市值6.56亿，占总股本6.15%（2020H1北向资金持股比例较年初提升2.67%）。

表2：2020上半年北向资金增持科沃斯、海信家电较多

证券简称	沪深股通持股市值 (亿元)	沪深股通持股占总股本比例	2020H1持股比例变动
科沃斯	2.69	4.76%	3.79%
海信家电	6.56	6.15%	2.67%
九阳股份	23.45	8.25%	1.88%
美的集团	723.98	17.30%	1.80%
三花智控	54.72	6.96%	0.47%
莱克电气	0.91	0.93%	0.43%
华帝股份	3.11	3.50%	0.39%
飞科电器	1.91	0.93%	0.36%
奥佳华	0.47	0.82%	0.36%
创维数字	0.82	0.63%	0.30%
深康佳A	0.66	0.59%	0.24%
格力电器	533.63	15.50%	0.20%
新宝股份	3.33	1.17%	0.17%
兆驰股份	1.13	0.49%	0.16%
老板电器	44.22	14.66%	0.10%
四川长虹	0.05	0.03%	0.00%
银河电子	0.03	0.07%	0.00%
康盛股份	0.00	0.00%	-0.07%
万和电气	0.28	0.47%	-0.16%
海信视像	2.17	1.34%	-0.32%
荣泰健康	0.89	2.31%	-0.47%
浙江美大	1.41	1.93%	-0.53%
苏泊尔	34.34	6.00%	-0.57%
海尔智家	126.61	11.19%	-0.90%

数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

行情回顾：家电行业2020上半年小幅跑输沪深300指数

2

小家电：积极关注扫地机器人、创意小家电行业龙头企业

3

白电：销量企稳、价格反转，下半年龙头企业盈利能力有望提升

4

厨电：精装市场快速发展，推动厨电工程渠道迎来增量

5

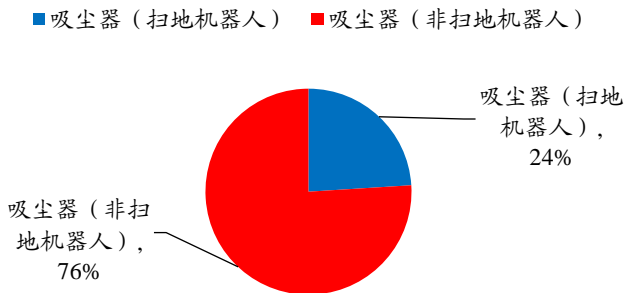
投资建议与盈利预测

2.1 2020年下半年配置方向：精选小家电—扫地机器人龙头企业

看好板块：扫地机器人行业，龙头企业竞争优势明显，建议积极关注扫地机器人龙头企业布局机会

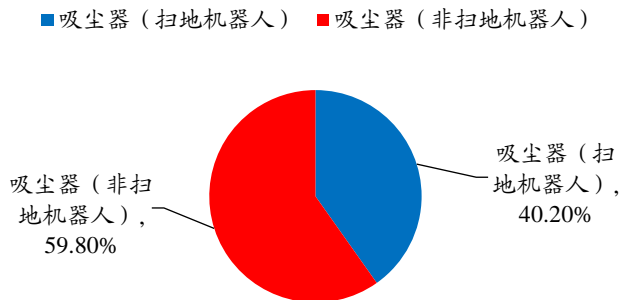
- 扫地机器人替代清洁工具空间较大，行业规模仍有较大提升空间。根据iRobot业绩简报，2019年全球吸尘器市场规模约110亿美元，其中扫地机器人仅占24%。根据国内奥维云网渠道推总数据，2019年国内吸尘器零售额约199.7亿元，其中扫地机器人占比40.2%。我们认为，扫地机器人随着性能持续优化，有望替代大部分地面清洁工具，而手持吸尘器通过吸头替换，可以对地面、床单、车内、衣柜等局部面积进行补充替代，这两种吸尘器搭配使用有望替代大部分传统清洁工具。

图68：2019年全球扫地机器人规模占吸尘器24%



数据来源：iRobot、开源证券研究所

图69：2019年国内线上扫地机器人规模占吸尘器40%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.1 2020年下半年配置方向：精选小家电—扫地机器人龙头企业

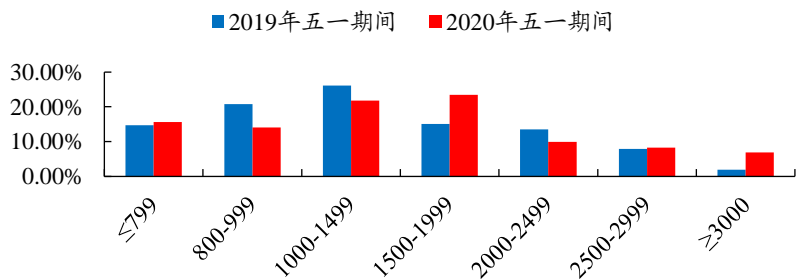
看好板块：扫地机器人行业，龙头企业竞争优势明显，建议积极关注扫地机器人龙头企业布局机会

• 扫地机器人行业离价格战尚远，龙头企业竞争格局良好。价格战多数情况下是由于行业发展到一定阶段，在差异化优势不明显的情况下，同质厂商为了获取更多市场份额而进行主动降价。目前来看，扫地机器人行业并不具备价格战的基础：

(1) 从行业来看，扫地机器人正处于快速成长期。尽管从2016年LDS导航出现后并没有颠覆性的技术出现，但龙头企业对于避障、清洁能力等细节的优化仍大幅领先，用户体验差异显著。如2019Q2石头科技、科沃斯分别推出“摄像头+AI应用”产品，大幅提升产品避障能力，云鲸利用自动清洗拖把的显性功能解决用户清洗拖把的痛点。此外，上述优化往往需要更高级的传感器、芯片、电池、电机等作为支撑，从成本上来看，旗舰机型也并不具备价格战的空间。

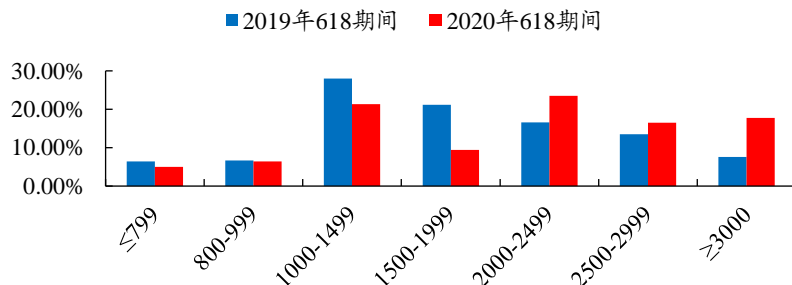
(2) 从企业来看，2020年来国内龙头企业分别推出3000元以上机型，带动行业整体价格上行。根据奥维云网数据，在2020年五一期间、618期间，高端机型销量、销售额出现明显提升，消费者开始愿意为附加功能更高的机型付费。

图70：五一促销期间，高端扫地机器人销售占比明显提升（零售量）



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图71：618促销期间，高端扫地机器人销售占比明显提升（零售额）



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

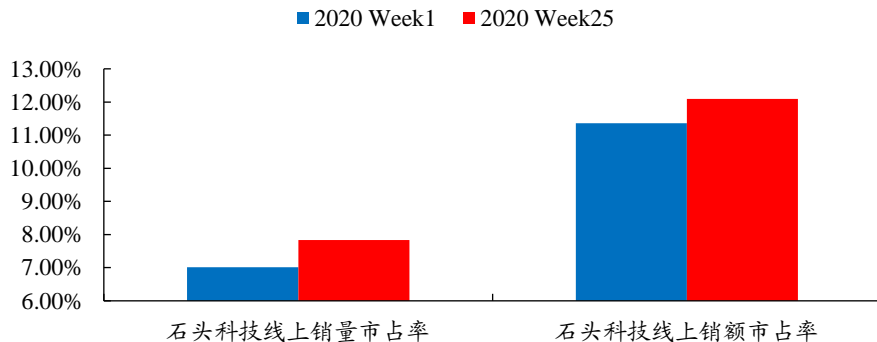
2.1 2020年下半年配置方向：精选小家电—扫地机器人龙头企业

石头科技：自有品牌国内市占率持续提升，继续深耕海外市场，盈利能力显著提升

持续扩品类，进行产品迭代，解决用户核心痛点，自有品牌占收入比重持续提升，国内市占率持续提升。根据奥维云网数据，截止Week25（6/21），石头品牌扫地机器人线上销量、销额市占率分别较2020年初提升0.83pct、0.74pct至7.84%、12.1%，未来随着产品用户体验持续提升，仍有上升空间。

- （1）2020/03/23，年度旗舰新品扫地机T7开启预售，内置全新算法更智能，同时对电机吸力、水箱进行全面升级，清扫体验更优。
- （2）2020/04/01，首款自有品牌手持无线吸尘器H6众筹上线，具有独立定价权的毛利率自有品牌占比有望进一步提升。
- （3）2020/05/20，新品扫地机器人T7Pro探索版开启预购，通过“AI+双摄像头”大幅提升避障能力。预售价格突破3000元。

图72：年初至今石头科技扫地机器人线上销量/销额市占率均有所提升



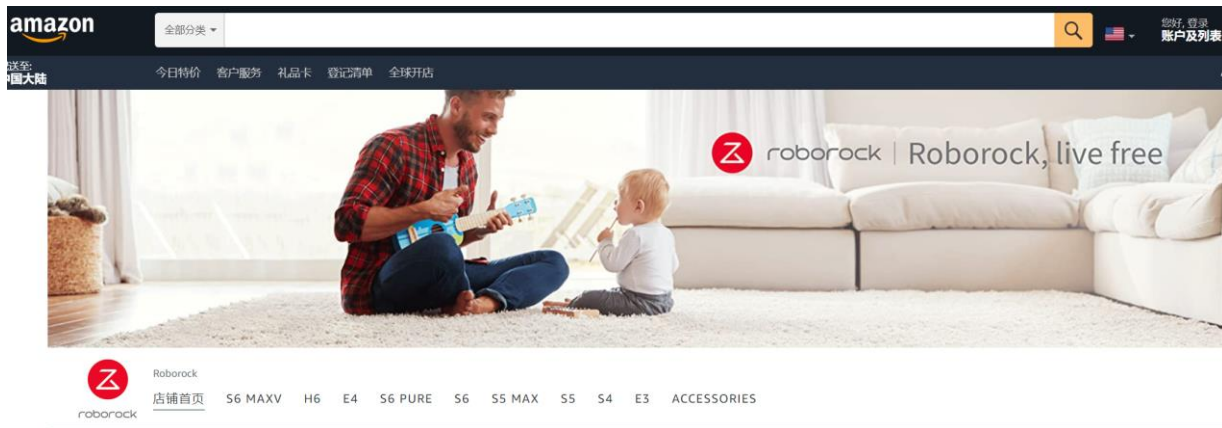
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2.1 2020年下半年配置方向：精选小家电—扫地机器人龙头企业

石头科技：自有品牌国内市占率持续提升，继续深耕海外市场，盈利能力显著提升

继续深耕高毛利率的海外市场。2019年公司实际海外收入占比较高，仅考虑前五大销售客户中出口海外的经销商，如慕晨、俄速通、紫光，估算实际海外销售占比约45%。2019年开始，公司开始逐步设立海外分公司，完善海外销售团队，并加强在海外亚马逊自营渠道的推广，填补空白市场。随着海外疫情逐步稳定，公司会继续加大对海外渠道的投入。

图73：石头科技在海外亚马逊自营渠道推广



资料来源：Amazon

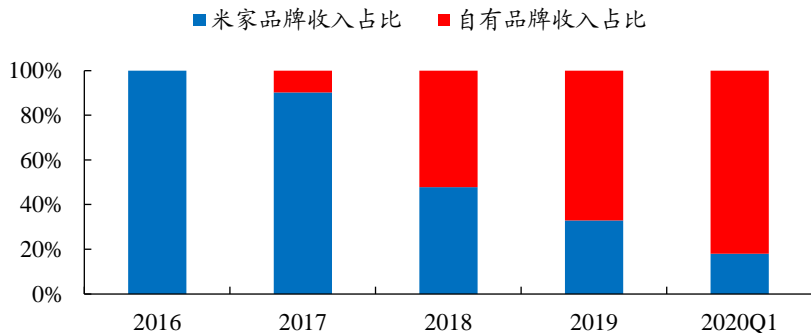
2.1 2020年下半年配置方向：精选小家电—扫地机器人龙头企业

石头科技：自有品牌国内市占率持续提升，继续深耕海外市场，盈利能力显著提升

自有品牌收入占比持续提升，盈利能力显著提升。拓品类、产品迭代、持续深耕海外渠道带来公司高毛利率的自有品牌收入占比持续提升，有望推动公司盈利能力持续提升。

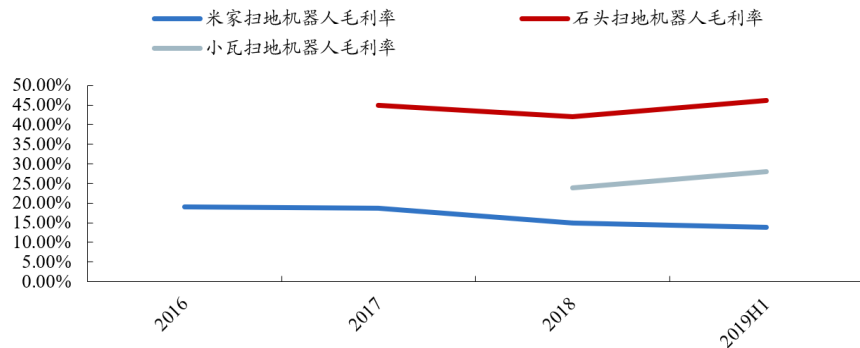
盈利预测：预计2020-2022年归母净利润9.01/11.34/14.51亿元，以最新股本计，对应EPS为14/17/22元，当前股价对应PE为27/22/17倍，长期投资逻辑不变，维持“买入”评级。

图74：石头科技自有品牌收入占比持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图75：自有品牌扫地机器人毛利率显著高于米家品牌



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1 2020年下半年配置方向：精选小家电—扫地机器人龙头企业

科沃斯：业绩拐点有望出现，携手iRobot共同推动行业发展

主动进行战略调整致2019年业绩下滑，全局规划类产品增速较高。由于2019年公司处于战略调整期，主动退出代工和低端随机类业务导致业绩下滑。剔除代工、低端随机类下滑业务后，同比增速为28%。另一方面，2019年公司全局规划类扫地机器人收入达20.3亿元（+89.0%），其中LDS产品收入增幅达114.1%，表现较为亮眼。

表3：2019年公司战略调整成果初显

战略调整方向	具体成果
主动退出代工业务	2019年代工占服务机器人业务收入比重从2018年的10.5%下降至1.2%，占总营收比例仅余0.8%。
主动退出低端随机类业务	2019年科沃斯品牌扫地机器人低端随机类收入同比减少5.38亿元（-53.8%）；公司国内低端随机类收入占比低于10%。
添可品牌投入初见成果	2019年添可品牌收入2.73亿元，同比增长134.4%。
研发投入加大	研发费用上，2019年公司研发投入2.77亿元（+35.2%），占收入的5.22%（+1.62pct）。 技术储备上，公司2019年在dToF等新型光学传感模组和算法研发上取得进展，并研发了新型清洁系统，为2020年新产品布局打下坚实基础。

表4：剔除代工、低端随机类业务后，增速为28%

	2018	2019
服务机器人剔除代工收入（亿元）	34.62	36.11
低端随机类收入（亿元）	10.00	4.62
低端随机类同比下滑	-	53.80%
低端随机类减少收入（亿元）	-	5.38
再剔除低端随机类后收入（亿元）	24.62	31.49
再剔除低端随机类后增速	-	28%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

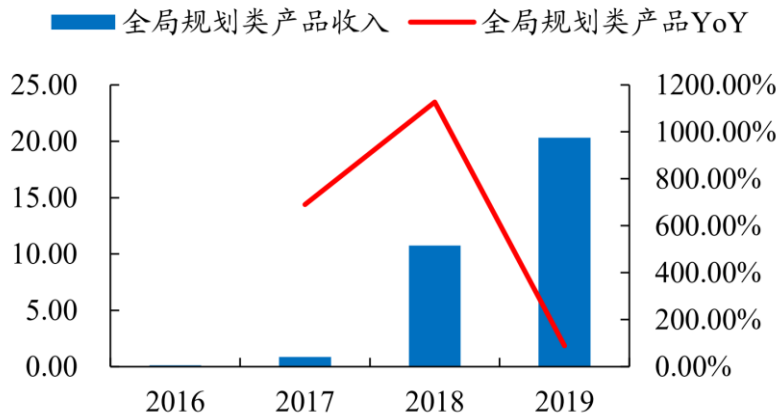
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1 2020年下半年配置方向：精选小家电—扫地机器人龙头企业

科沃斯：业绩拐点有望出现，携手iRobot共同推动行业发展

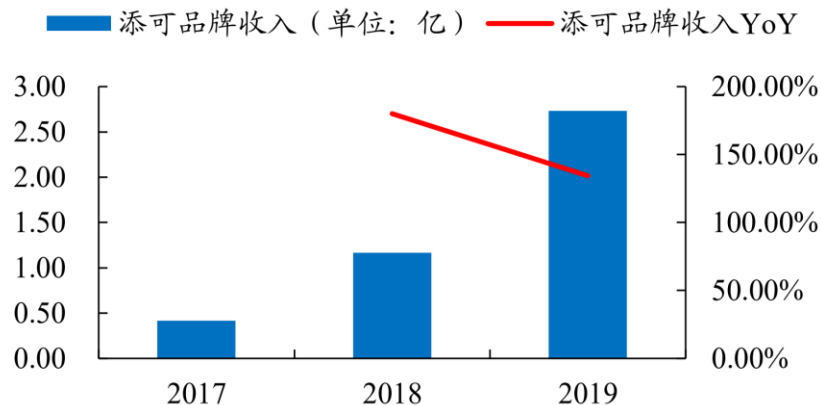
全局规划类扫地机器人及添可品牌有望推动营收快速增长。根据我们推算，2016-2019年高单价的全局规划类产品营收CAGR为467.99%。另一方面，添可品牌2019年实现收入2.73亿（+134.4%），其2017-2019年营收CAGR为156.21%。高增速叠加公司战略性提升全局规划类扫地机器人占比及添可在清洁小家电业务中占比，未来公司营收有望实现快速增长。

图76：高单价的全局规划类产品收入快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图77：添可品牌收入实现快速增长



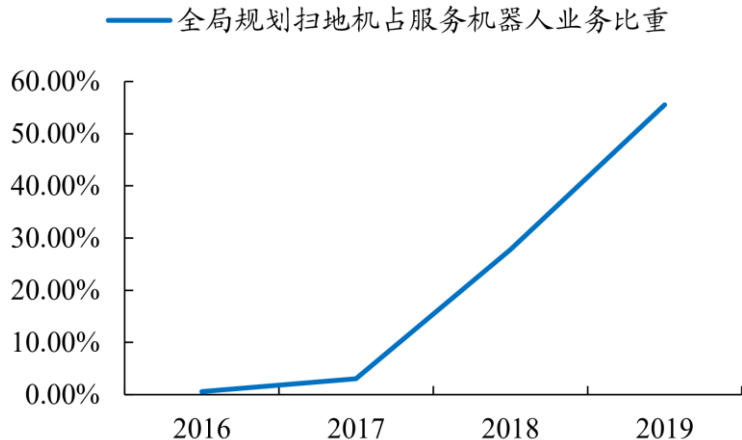
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1 2020年下半年配置方向：精选小家电—扫地机器人龙头企业

科沃斯：业绩拐点有望出现，携手iRobot共同推动行业发展

伴随业务结构优化，科沃斯毛利率仍有较大提升空间。2019年科沃斯销售毛利率为38.29%（+0.45pct），刨除渠道结构、关税对毛利率的负影响，2019年毛利率提升主要系高毛利率的全局规划类产品占服务机器人收入比重、添可品牌占清洁小家电业务收入比重双双提升所致。未来伴随公司策略性提升两块业务比重，公司整体毛利率仍有提升空间。

图78：全局规划类扫地机器人占服务机器人业务比重持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图79：添可占清洁小家电业务比重持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1 2020年下半年配置方向：精选小家电—扫地机器人龙头企业

科沃斯：业绩拐点有望出现，携手iRobot共同推动行业发展

费用端仍有较大优化空间，净利率有望在2020年迎来拐点。对比石头科技，公司2019年高销售费用主要系拓展海外业务，引进海外人才促进添可品牌发展、增加市场投入和职工薪酬所致，预计2020年变动费用增速有望得到控制。添可品牌也有望在2020年扭亏为盈。受益于费用端的优化，科沃斯净利率有望在2020年迎来拐点。

图80：618期间，添可洗地机位列天猫、京东、苏宁三个平台第一



资料来源：科沃斯公告

图81：618期间，添可总成交额突破7000万



资料来源：科沃斯公告

2.1 2020年下半年配置方向：精选小家电—扫地机器人龙头企业

科沃斯：业绩拐点有望出现，携手iRobot共同推动行业发展

科沃斯与iRobot签署合作协议，有望全面提升双方协同效应，并最终达到将扫地机器人市场规模共同做大的目的。

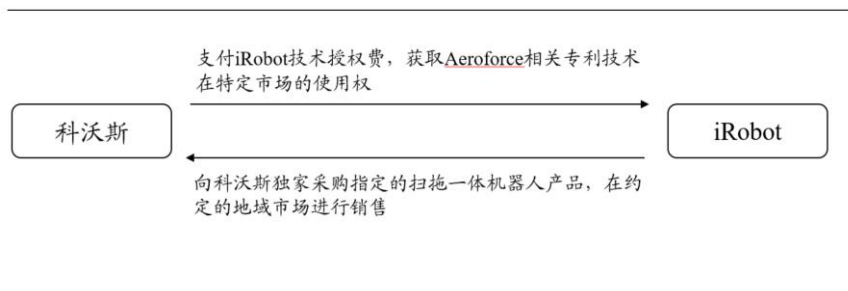
(1) 双方有望通过相互技术授权构建新的壁垒，实现技术平台标准化，未来扫拖一体机型有望成为行业主流标准。

(2) Aeroforce技术解决毛发缠绕核心痛点，带来科沃斯客户体验提升。

(3) 此次合作降低了科沃斯海外拓展的专利风险。根据Google Patents数据，目前iRobot全球布局700多项专利，其中美国区域专利300多项，欧洲区域100多项。此次合作大大降低了科沃斯进军海外所面临的专利风险。

2020年公司业绩拐点确定性增强，预计2020-2022年归母净利润3.71/5.98/7.87亿元，对应EPS分别为0.66/1.06/1.39元，对应当前股价，PE分别为46x/29x/22x，维持“买入”评级

图82：科沃斯与iRobot合作情况



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2 2020年下半年配置方向：精选小家电—创意小家电龙头企业

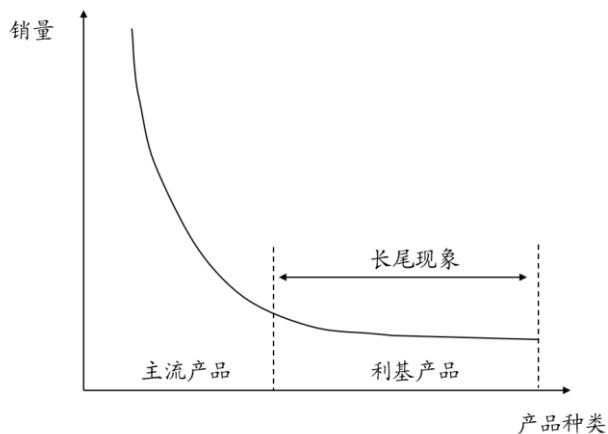
看好板块：渠道、消费者变革带来创意小家电行业快速发展，伴随线上渠道占比持续提升，创意小家电景气度有望维持全年

• 电子商务的蓬勃发展及消费者“个性化”需求提升，造就小家电行业“长尾现象”，创意小家电市场迎来快速增长。

(1) 对于商家来说，线上渠道的发展使商家不再受制于店铺面积、货柜大小，更愿意“摆放”利基产品。

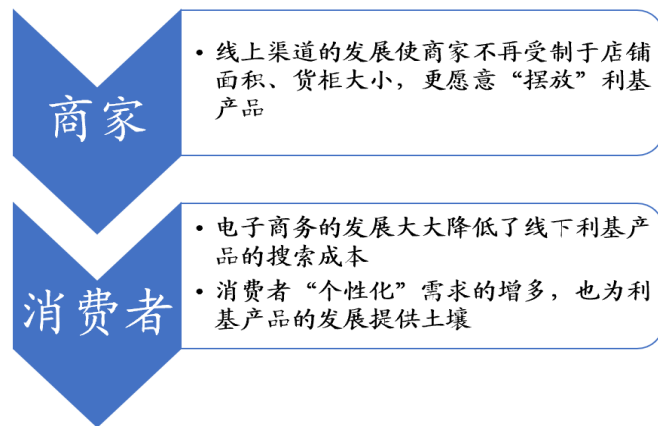
(2) 对于消费者来说，电子商务的发展大大降低了线下利基产品的搜索成本。此外，近年来消费者“个性化”需求的增多，也为利基产品的发展提供土壤。

图83：小家电行业出现“长尾现象”



资料来源：开源证券研究所

图84：线上渠道发展、个性化需求提升带来“长尾现象”



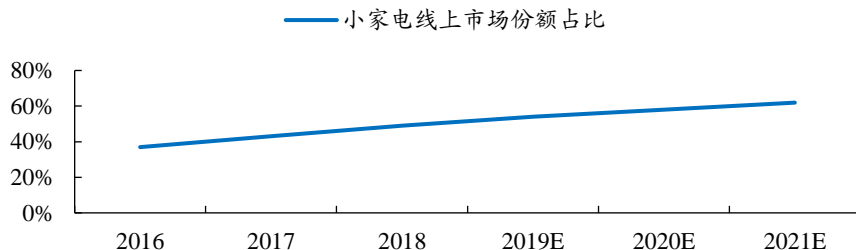
资料来源：开源证券研究所

2.2 2020年下半年配置方向：精选小家电—创意小家电龙头企业

看好板块：渠道、消费者变革带来创意小家电行业快速发展，伴随线上渠道占比持续提升，创意小家电景气度有望维持全年

- **2020上半年疫情对小家电行业影响较小。**由于小家电产品线上渠道占比较高，易于安装，单价较低的特点，使其受疫情影响较小。根据奥维云网数据，2020年上半年（Week1-Week25）小家电大部分品类基本实现量额双升。
- **店铺直播逐渐常态化，线上销量首次超过线下，创意小家电行业景气度有望维持全年。**近年来，线上渠道从过去单一的传统电商逐渐裂变为短视频、直播、社群平台等多种模式。从今年618来看，京东家电专卖店店主开播率超过90%，6月1日-18日，京东家电直播超过2.5万场。天猫方面，截止6月17日7时，淘宝直播引导成交额同比增长250%，13个直播间成交过亿。合计超过600位品牌、商家的总裁在天猫618参与淘宝直播。根据奥维云网估计，2021年小家电线上市场份额有望达到62%。另一方面，奥维云网董事长在接受央视采访时表示，2020年家电市场线上的增速明显快于线下，目前线上的销售量已经超过了线下，在过往几十年家电市场首次出现这样的趋势。

图85：小家电线上市场份额占比持续提升



数据来源：奥维云网、京东、天猫、开源证券研究所

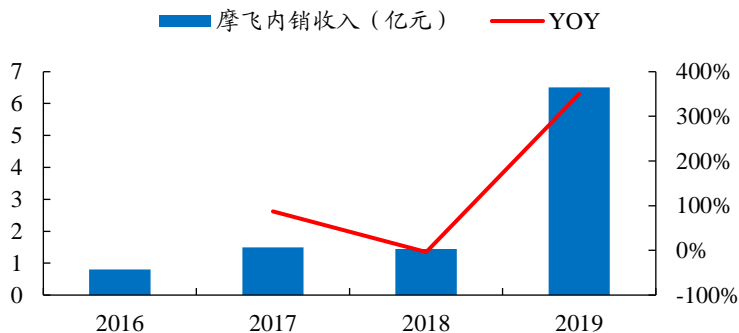
2.2 2020年下半年配置方向：精选小家电—创意小家电龙头企业

新宝股份：摩飞品牌业务有望维持高增长

摩飞品牌有望维持高增长，收入占比持续提升。由于产业附加值不同，公司内销业务毛利率显著高于海外OEM业务毛利率。摩飞尽管品牌源于英国，但在国内销售的产品由公司独家生产、设计、代理销售，高附加值也带来了相应的高毛利率。近年来，随着摩飞“单品爆款”的策略取得一定成功，其内销收入实现快速增长，根据公司投资者关系官网及年报披露的信息，2016-2019年摩飞内销收入由0.8亿元增长到6.5亿元，CAGR达101%。

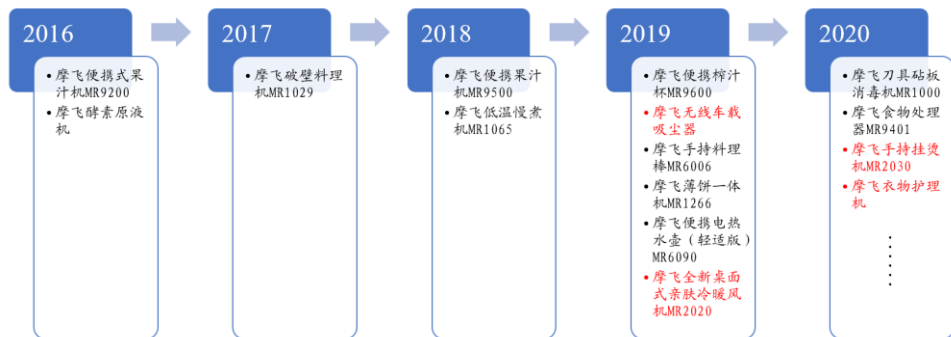
近年来摩飞加速产品更新迭代，品牌“爆款单品”周期有望延长。近年来摩飞持续进行品类扩张、产品更新迭代。品类的快速扩张一方面体现了公司强大的设计研发及供应链能力，另一方面也提升了出现“爆款单品”的概率。

图86：摩飞内销收入保持快速增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图87：近年来摩飞持续扩品类、加快新品推出速度



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2 2020年下半年配置方向：精选小家电—创意小家电龙头企业

新宝股份：摩飞品牌业务有望维持高增长

其他自有品牌有望再造摩飞。公司通过“产品经理+内容经理”的内部机制以及“爆款单品+内容营销”的打法，实现摩飞品牌收入快速增长。我们认为，公司有能力强将产品及内容营销的能力运用到其他自有品牌如东菱、百胜图等。

持续扩大代工业务优势，提高盈利能力。根据2019年年报，代工业务收入仍是公司主营业务。未来公司将继续从多个角度扩大代工业务原有优势，提升整体盈利能力。（1）加强代工业务上游原材料的自我配套能力。（2）加大代工业务自动化、信息化投入，提升重点产品线的国际竞争力。（3）加强代工业务与欧美高端品牌合作，加快新兴市场拓展，提升订单质量。（4）运用金融手段对冲海外代工业务汇率波动风险。

盈利预测：预计公司2020-2022年归母净利润为9.14/11.00/13.54亿元，对应EPS为1.14/1.37/1.69元，当前股价对应PE为32/27/22倍，维持“买入”评级

2.2 2020年下半年配置方向：精选小家电—创意小家电龙头企业

小熊电器：扩渠道、扩品类、扩产能带来全新成长空间

扩渠道从传统电商走向全渠道。线上渠道从传统的站内（淘宝、京东等）渠道逐渐向多元化发展。小熊电器的产品特性适合在新兴线上渠道进行推广。我们认为新兴线上渠道的推广需要满足以下三点：

（1）新奇产品：小熊电器作为创意小家电品牌，其产品如酸奶机、电热饭盒、煮蛋器等等往往是非刚需类“新奇产品”，在内容渠道更容易吸引消费者眼球，提升从流量到销量的转化率。

（2）高颜值设计：产品颜值越高，其推广深度和推广范围度也会变高，而小熊产品无论从“萌家电”的品牌定位还是重视外观的产品设计均符合“高颜值”的特性。

（3）品质可靠：由于新兴线上渠道中大量粉丝都可以参与讨论，如果产品功能性不够强，往往会得到很多粉丝的质疑，从而影响品牌推广。小熊电器卓越的产品品质及完善的售后服务也符合品类拔尖的特性。

新兴线上渠道及线下渠道有望迎来新增长点。根据招股说明书，目前公司线上销售渠道主要以第三方B2C平台（天猫商城、京东POP店）、电商平台入仓（京东、唯品会、苏宁易购、平安好医生等）、线上经销为主。新兴线上渠道占比较低，未来仍有较大增长空间。同时，公司未来将充分利用经销商、海外客户资源及经验优势，将产品渗透至线下流通渠道，实现全渠道运营，加速线上线下融合发展。

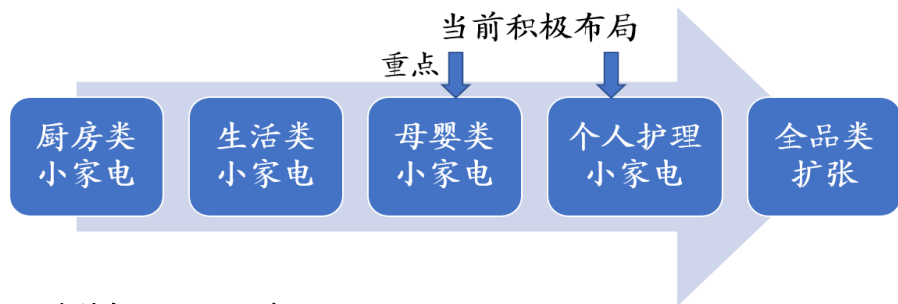
2.2 2020年下半年配置方向：精选小家电—创意小家电龙头企业

小熊电器：扩渠道、扩品类、扩产能带来全新成长空间

扩品类至母婴及个人护理小家电，当前母婴小家电为重点拓展领域，未来有望向全品类拓展。回溯公司品类扩张历程，从厨房类小家电起步，扩张至生活类小家电，目前将品类扩张至母婴及个人护理类小家电，其中母婴类小家电为当前重点布局领域，未来有望向全品类拓展。从发展趋势来看公司扩品类的节奏与行业发展趋势相匹配，同时也在一定程度上也代表着国内消费升级的方向。随着未来公司规模、资源逐步提升，有望实现全品类扩张。

年底有望迎来婴儿潮，小熊电器切入母婴赛道具备一定优势。根据天猫发布的《疫情后中国人生活的8个改变》，在2020年618期间，一些备孕产品销售同比大幅提升，2020年底有望迎来第四轮婴儿潮。与传统家电企业相比，小熊电器消费群体主要定位于伴随互联网成长的80后、90后。目前正处于生育的黄金年龄，与母婴家电的消费人群具有较高的匹配度。另一方面，“萌家电”的品牌定位也更贴近母婴家电。与母婴企业相比，小熊电器作为家电企业，在产品品质、质量上占有一定优势。

图88：公司品类扩张具有一定规划性，当前重点布局母婴类小家电



资料来源：开源证券研究所

图89：2020年618期间备孕产品销售同比大幅提升，年底有望迎来“婴儿潮”



资料来源：天猫、阿里健康、开源证券研究所

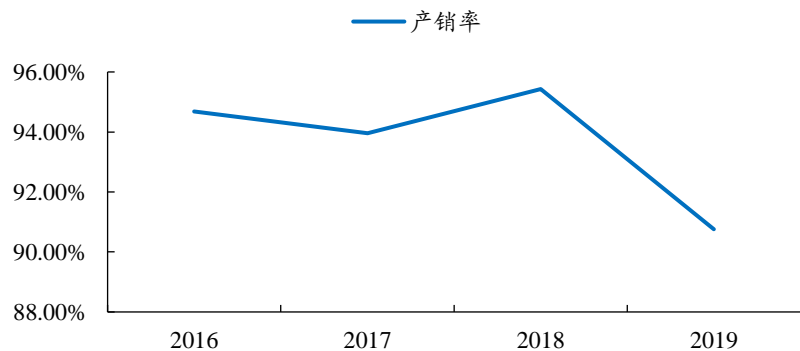
2.2 2020年下半年配置方向：精选小家电—创意小家电龙头企业

小熊电器：扩渠道、扩品类、扩产能带来全新成长空间

近年来产能基本已达上限，募资项目新增产能有望创造更高的经济效益。近年来产销率始终维持在90%以上，小熊电器IPO后募资用途主要用于生产建设项目、研发中心建设项目、信息化建设项目，项目建成后，公司产能扩大将有助于充分发挥公司的综合优势，提高公司市场占有率，创造更高的经济效益。

盈利预测：预计公司2020-2022年归母净利润为3.65/4.54/5.71亿元，对应EPS为2.34/2.91/3.66元，当前股价对应PE53x/42x/34x，维持“买入”评级

图90：近年来公司产销率始终维持在90%以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表5：小熊电器IPO后募集资金主要用于生产建设项目扩大产能

项目类型	项目名称	投资总额	募投资金金额	建设期(月)
生产建设项目	小熊电器创意小家电生产建设(大良五沙)项目	52729.18	40484.87	24
	小熊电器智能小家电制造基地项目	31313.02	31313.02	24
	小熊电器创意小家电生产建设(均安)项目	15877.96	15877.96	24
研发中心建设项目	小熊电器研发中心建设项目	3679.92	3679.92	24
信息化建设项目	小熊电器信息化建设项目	4325.42	2325.42	36
合并		107925.50	93681.19	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

行情回顾：家电行业2020上半年小幅跑输沪深300指数

2

小家电：积极关注扫地机器人、创意小家电行业龙头企业

3

白电：销量企稳、价格反转，下半年龙头企业盈利能力有望提升

4

厨电：精装市场快速发展，推动厨电工程渠道迎来增量

5

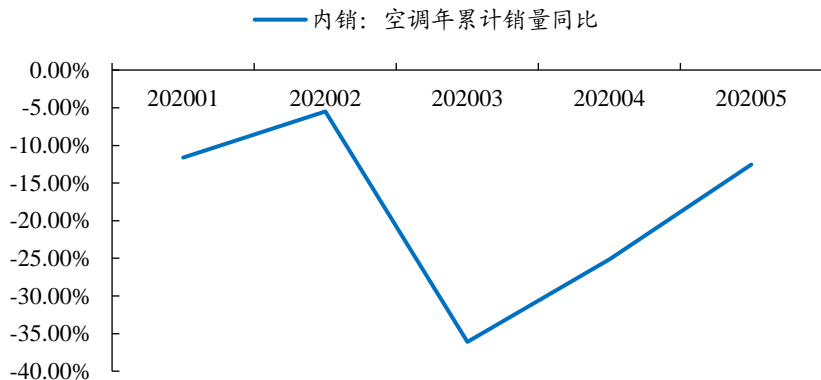
投资建议与盈利预测

3. 2020年下半年配置方向：积极布局白电龙头企业复苏

看好板块：多重因素利好下，白电龙头企业有望在下半年迎来业绩反转

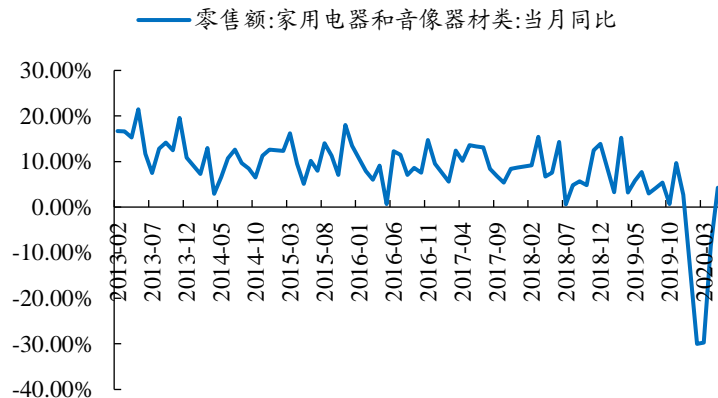
- 5月家用空调内销降幅显著收窄，随着夏季空调旺季到来，需求有望进一步提升。根据奥维云网数据，2020年1-5月空调年累计销量同比跌幅显著收窄，其中第25周销量同比提升91.16%。根据社零数据，5月家用电器和音像器材类零售额当月同比增长4.3%，环比提升12.8pct。我们认为，随着夏季空调销售旺季到来，空调销量有望进一步提升。奥维云网预计2020Q3国内空调零售量同比有望由负转正。

图91：空调年累计销量同比降幅显著收窄



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图92：5月家用电器社零总额同比增速由负转正



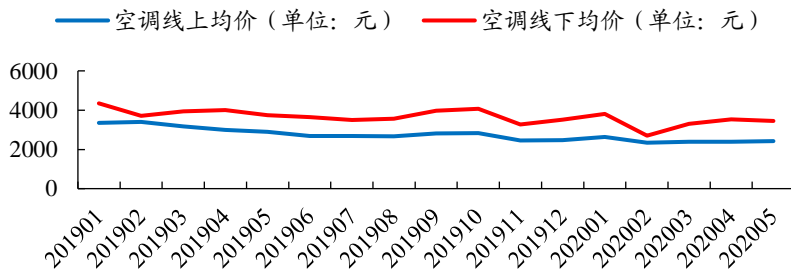
数据来源：Wind、开源证券研究所

3. 2020年下半年配置方向：积极布局白电龙头企业复苏

看好板块：多重因素利好下，白电龙头企业有望在下半年迎来业绩反转

- 空调价格企稳，竞争格局逐渐变好。由于疫情原因，2020Q1，空调价格出现明显下跌，二季度开始空调价格逐步回升，根据奥维云网Week22-25（618期间）数据，空调线上/线下均价分别为2441元/3432元，在大促期间仍未跌破一季度低点，我们认为空调价格已逐渐企稳。
- 产品升级加速，空调均价有望在四季度回升，龙头企业盈利能力显著提升。我们预计空调行业在旺季加速去库存，叠加空调新能效标准实施后，行业均价有望回升，龙头企业盈利能力出现提升。
- 建议积极关注白电龙头企业复苏：需求端有望在旺季迎来显著提升。考虑到空调行业均价已逐步企稳，未来随着新能效标准及产品加速升级，均价有望进一步提升，龙头企业盈利能力迎来显著提升。受益标的：格力电器、美的集团、海尔智家。

图93：空调价格逐步企稳，伴随产品升级，龙头企业盈利能力显著提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

行情回顾：家电行业2020上半年小幅跑输沪深300指数

2

小家电：积极关注扫地机器人、创意小家电行业龙头企业

3

白电：销量企稳、价格反转，下半年龙头企业盈利能力有望提升

4

厨电：精装市场快速发展，推动厨电工程渠道迎来增量

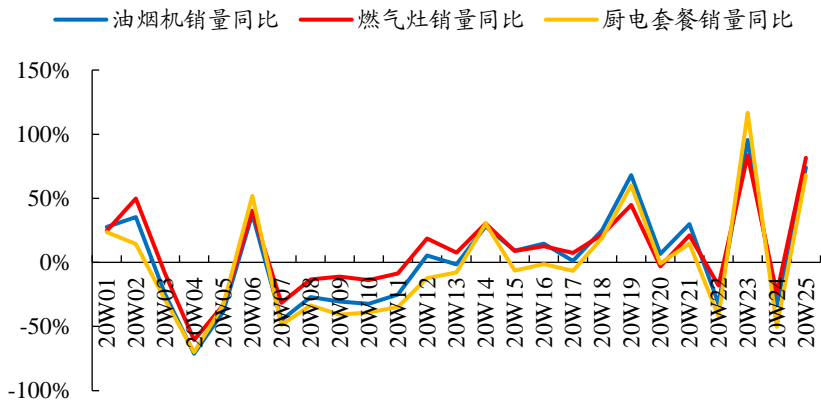
5

投资建议与盈利预测

4. 2020年下半年配置方向：厨电需求延后释放，销售表现有望改善

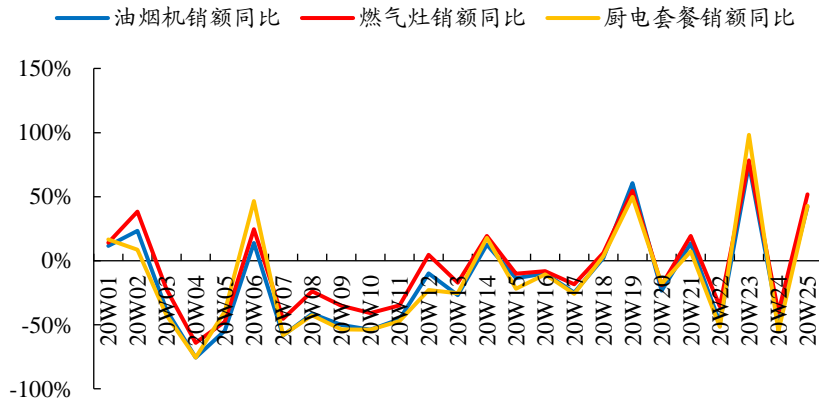
- **2020Q2厨电销量、销额均回暖趋势显著。**根据奥维云网数据，厨电中的油烟机、燃气灶、厨电套餐三个品类的销量和销额在Q2出现显著回暖迹象。2020Q1厨电销售表现不佳主要系疫情影响，需求被短期抑制，随着疫情的逐步控制，需求得以延后释放。
- **2020年下半年厨电需求延后释放，有望延续回暖趋势。**我们认为上半年被疫情抑制的厨电需求延后释放的趋势或将延续至2020下半年，预计2020年下半年厨电销售将有良好反弹。

图94：2020上半年厨电品类销量回暖趋势明显



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图95：2020上半年厨电品类销售额回暖趋势明显

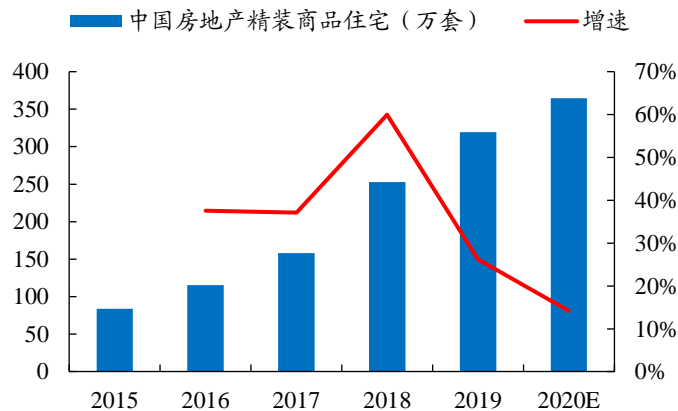


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

4. 2020年下半年配置方向：精装市场快速发展推动厨电工程渠道迎来增量

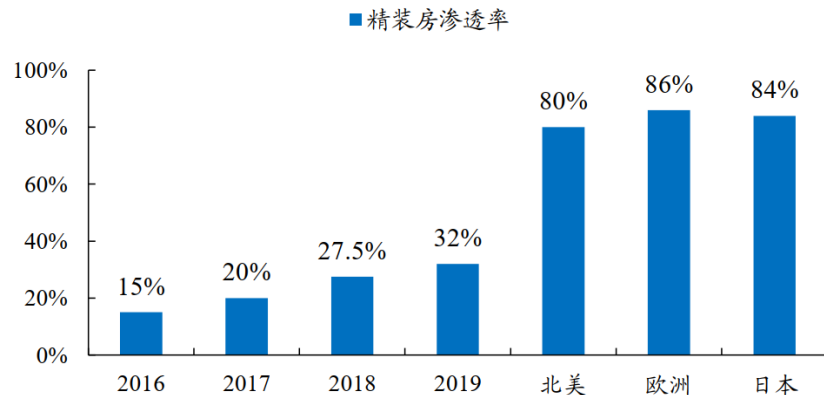
- 2020年预计精装房开盘量将保持增长，渗透率仍有较大提升空间。根据奥维云网，预计2020年精装房开盘量将达365万套，同比增长14.2%，此外国内精装房渗透率相对发达国家，仍有较大提升空间。
- 精装修市场快速发展带动工程渠道增长。根据奥维云网数据，2015~2019年我国精装修市场由83.9万套增长至319.3万套，CAGR达39.7%；而同阶段商品房住宅销售面积CAGR仅为7.5%，可见精装修市场发展较为迅速。

图96：预计2020年精装房开盘量仍将保持增长



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图97：对标发达国家，国内精装房渗透率仍有较大提升空间



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

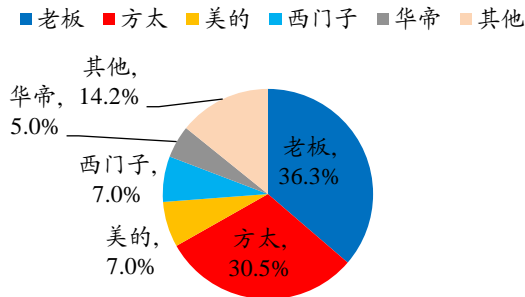
4. 2020年下半年配置方向：精装市场快速发展推动厨电工程渠道迎来增量

老板电器：高端厨电龙头地位稳固，工程渠道优势显著

工程渠道份额领先，地位稳固。根据奥维云网数据，2019年工程渠道市占率分为三个梯队：a. 老板、方太（市占率>30%）；b. 美的、西门子、华帝（市占率在5~10%）；c. 其他分散品牌（市占率<5%）。老板品牌以36.3%份额位居第一，且与合作地产商关系稳定，新进入者难以冲击，地位较为稳固。

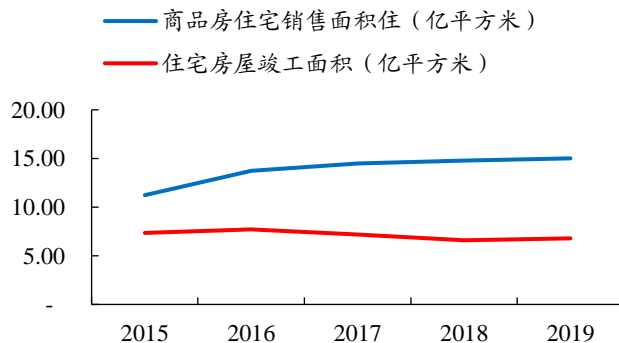
拓渠道：工程渠道有望推动业绩快速增长。2015~2019年的商品房住宅销售面积和住宅房屋竣工面积之差在不断扩大，即已销售未竣工房屋面积在扩大。预计2020年开始或将迎来碧桂园、万科等主要工程渠道合作方的地产交付高峰期。

图98：老板电器工程渠道份额领先



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图99：2016-2019年已销售未竣工房屋面积扩大



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

4. 2020年下半年配置方向：精装市场快速发展推动厨电工程渠道迎来增量

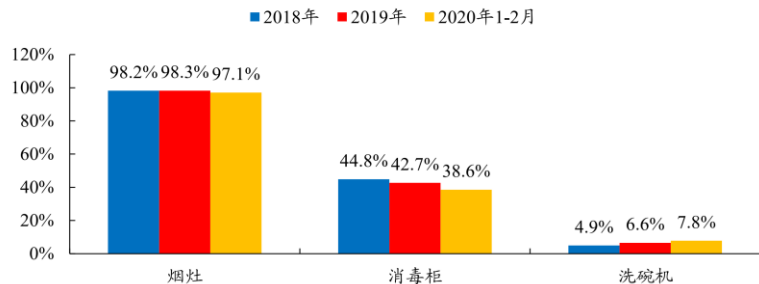
老板电器：高端厨电龙头地位稳固，工程渠道优势显著

扩品类：提升新兴厨电配套率来积极拓展新品类的销售。1) 零售方面，公司加强对消费者的教育，积极营销推广多件套以提高客单价，缓解客单量下行压力。2) 工程方面，加强与地产商合作，提高新兴品类配套率。根据奥维云网数据，精装修市场的厨电配套率呈三级“阶梯状”，即传统烟灶配套率较高（配套率>90%），而消毒柜、洗碗机等新兴品类配套率较低（消毒柜配套率在35~45%，洗碗机配套率<10%），未来空间较大。

疫情催化消毒柜销量提升。根据奥维云网数据，老板品牌消毒柜在疫情发生后销量快速提升，主要因疫情后消费者对消毒功能的关注度提升，这对于消毒柜品类的销售增长和渗透率的提升是良好机遇。

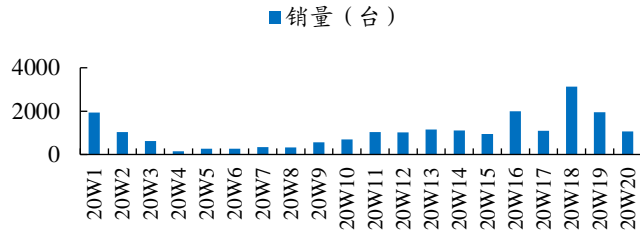
预计公司2020-2022年归母净利润为17.25/19.59/21.95亿元，对应EPS为1.82/2.06/2.31元，当前股价对应PE为17/15/14倍，维持“买入”评级

图100：精装市场传统烟灶配套率较高，消毒柜、洗碗机等新兴品类配套率较低



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图101：疫情发生后，老板品牌消毒柜销量提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

行情回顾：家电行业2020上半年跑输沪深300指数

2

小家电：积极关注扫地机器人、创意小家电行业龙头企业

3

白电：销量企稳、价格反转，下半年龙头企业盈利能力有望提升

4

厨电：精装市场快速发展，推动厨电工程渠道迎来增量

5

投资建议与盈利预测

表6: 重点推荐公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	收盘价 (元)			EPS			PE			投资评级
		2020/6/30	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E			
688169.SH	石头科技	376.90	14	17	22	26.92	22.17	17.13	买入		
603486.SH	科沃斯	30.21	0.66	1.06	1.39	45.77	28.50	21.73	买入		
002959.SZ	小熊电器	123.00	2.34	2.91	3.66	52.56	42.27	33.61	买入		
002705.SZ	新宝股份	36.48	1.14	1.37	1.69	32.00	26.63	21.59	买入		
002508.SZ	老板电器	31.11	1.82	2.06	2.31	17.09	15.10	13.47	买入		

数据来源: Wind、开源证券研究所

5. 盈利预测与风险提示

- 1) 若疫情缓和不及预期或导致行业需求恢复滞后;
- 2) 全球经济衰退导致部分海外收入占比较高企业业绩压力提升;
- 3) 行业竞争格局恶化;
- 4) 原材料价格提升;

分析师声明

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。

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R4（中高风险），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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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，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：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
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券