

低点已过，静待复苏

——2020年家电行业中期策略报告

分析师：杨柳 执业证号：S0100517050002

2020年7月16日

风险提示：海外疫情反复，行业竞争加剧

守 民
正 生
出 在
新 勤



2020年初的疫情打断了行业正常运行节奏，同时对家电行业的消费需求、传统渠道以及购买习惯等均造成较大冲击，其中大家电在Q1业绩全面受挫前提下，积极推进渠道改革及新模式尝试，渠道库存与运营模式等均进入良性阶段，有望随后续需求的回暖及旺季的到来收获收入与盈利能力的双向复苏。同时疫情宅家需求也促进了消费者对小家电产品生活品质提升的认知和消费习惯的迁移，并带动小家电产品销售额增速在疫情之后不降反增，行业天花板有望进一步抬升。纵观2020年下半年，家电行业发展桎梏已逐步扫清，行业有望进入稳步复苏的需求回暖区间，业绩表现值得期待。

白电行业：内销需求稳步复苏，空调行业价格战及去库存周期步入尾声

白电行业需求疫情后走出V型反弹趋势，渠道库存已基本去化至2个月以下较低水平，进入去库存周期尾声。同时龙头品牌积极探索线上直播及线下渠道改革，份额强势提升，后续随新国标落地带来的成本端优势有望进一步提升行业集中度水平。同时随龙头份额的稳步提升及行业需求良好复苏，行业价格战已逐步边际好转，下半年龙头盈利能力修复值得期待。建议关注美的集团，格力电器。

厨电行业：竣工回暖逻辑逐步落地，工程渠道打开龙头向上天花板

竣工数据逐步好转成为行业需求稳定支撑，尽管期间受到疫情打断仍不改稳步复苏趋势。渠道方面，工程渠道已逐步成为行业主要增长动力之一，其较高的品牌背书要求和准入门槛使得市场集中度远高于零售渠道，工程渠道崛起有望助力龙头品牌份额强势提升。建议关注老板电器，华帝股份。

小家电行业：产品渠道双向变革打开上行天花板，行业发展步入快车道

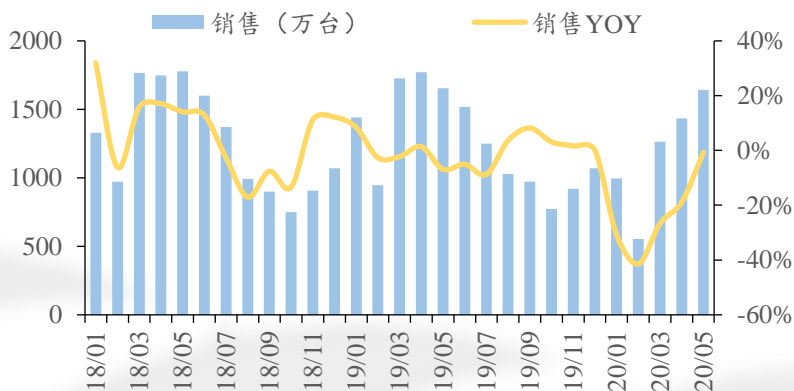
经历了疫情宅家期间消费习惯培育，小家电产品提升生活品质的属性认知得以强化，同时配合当前社交电商、直播带货等决策链条较短的销售渠道崛起，小家电行业全面进入产品端创造需求、渠道端完成快速变现的发展快车道，行业天花板不断推升，其间具备优质组织架构及研发推新能力、兼具拥抱创新渠道眼界，促进渠道间融合的公司有望脱颖而出。建议关注九阳股份，新宝股份、小熊电器。

代码	重点公司	现价 7月15日	EPS			PE			评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
000651.SZ	格力电器	58.68	4.11	4.18	4.94	13.8	13.5	11.4	推荐
000333.SZ	美的集团*	62.98	3.47	3.57	4.08	16.8	17.6	15.5	/
002508.SZ	老板电器	35.91	1.68	1.84	2.12	18.8	17.1	14.9	推荐
002035.SZ	华帝股份	10.92	0.85	0.91	1.02	13.0	12.2	10.9	推荐
002242.SZ	九阳股份	36.38	1.07	1.23	1.45	31.0	26.9	22.9	推荐
002705.SZ	新宝股份*	46.08	0.86	1.14	1.39	19.2	40.4	33.3	/
002959.SZ	小熊电器*	149.24	2.23	2.65	3.33	31.1	56.4	44.8	/

资料来源：Wind，民生证券研究院（标*公司盈利预测为Wind一致性预期）

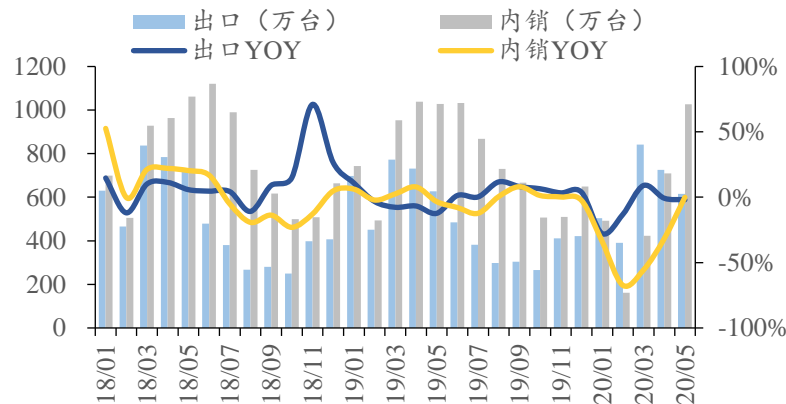
白电行业：内销需求稳步复苏，空调行业价格战及去库存周期步入尾声

2020年5月空调销量已恢复至同比持平



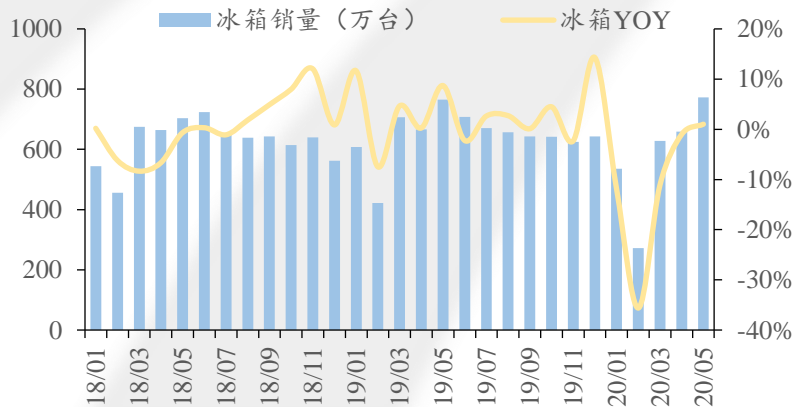
资料来源：产业在线，民生证券研究院

疫情过后空调内销回暖显著，外销相对平稳



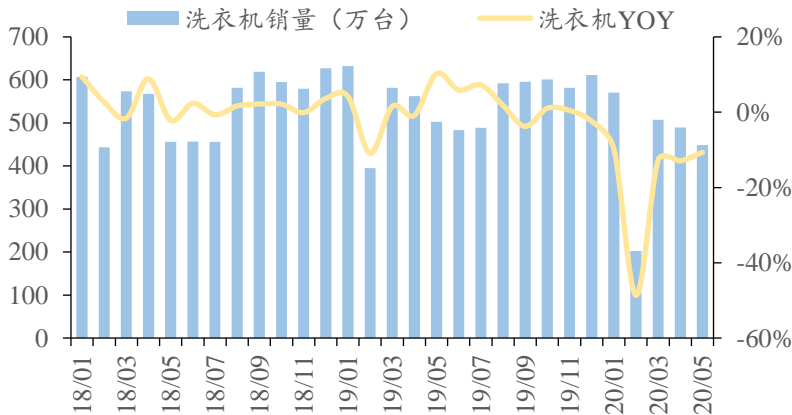
资料来源：产业在线，民生证券研究院

冰箱行业疫情以来经历了同比增速的V型反弹



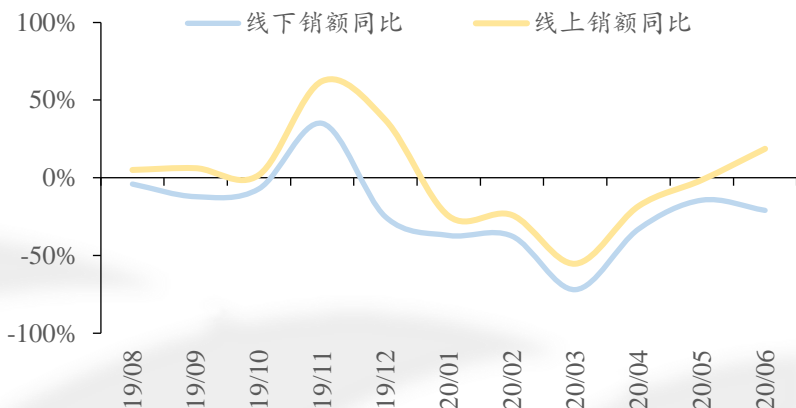
资料来源：产业在线，民生证券研究院

洗衣机销量依然同比负增，但已收窄至10%左右



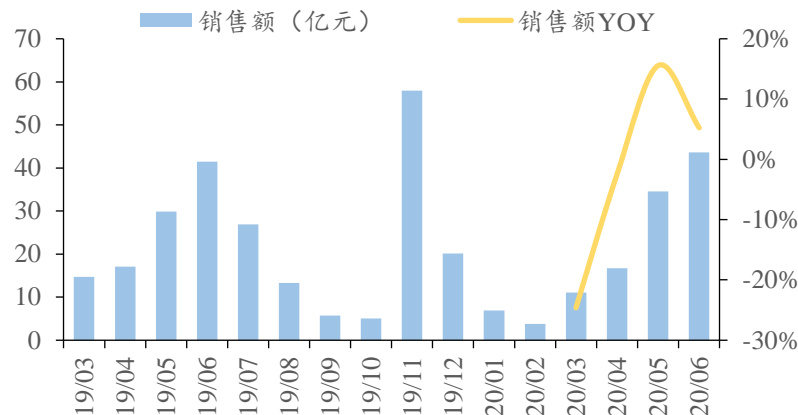
资料来源：产业在线，民生证券研究院

据奥维数据，空调线上销售额同比表现显著优于线下



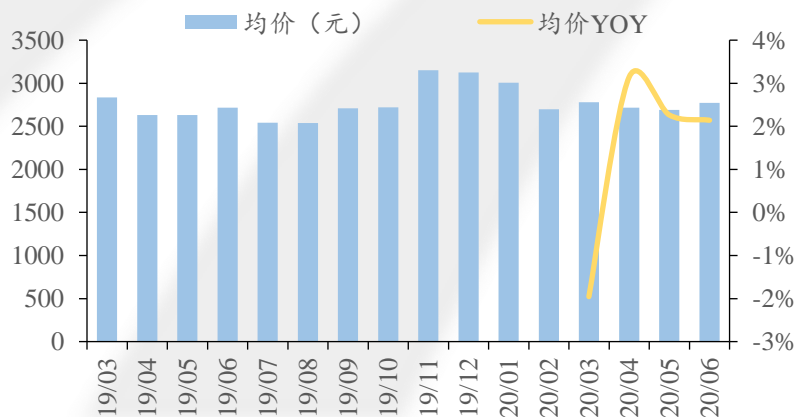
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

5月阿里系平台空调产品销售额已实现同比双位数增长



资料来源：淘数据，民生证券研究院

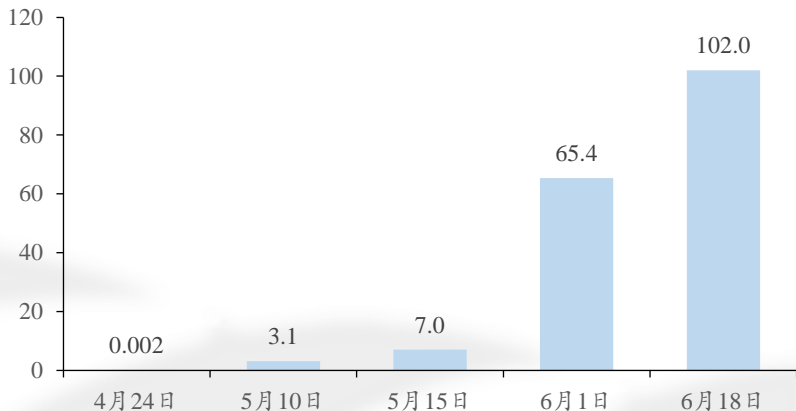
阿里系平台空调产品均价稳中微升，边际好转



资料来源：淘数据，民生证券研究院

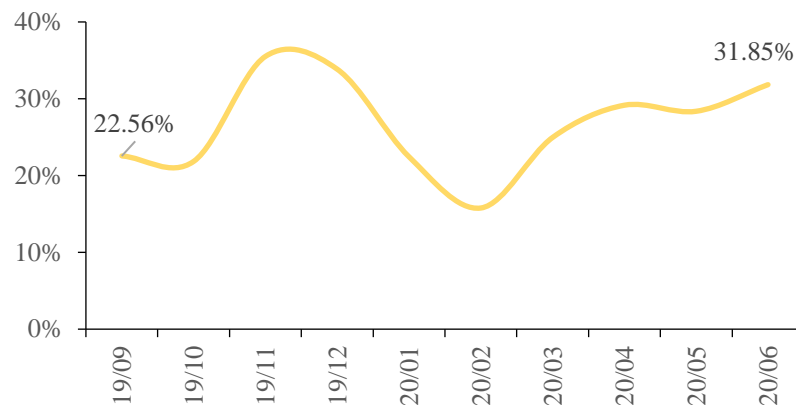
电商渠道受到疫情冲击相对较小，在疫情期间表现出一定韧性。同时受益于电商直播等新形式的崛起，电商渠道2019年以来实现二次崛起，并于疫情后率先实现同比正增长。据奥维云网，2020年6月空调线上渠道销售额同比增长18.6%，远超线下渠道表现。同时均价方面同比稳中微增，价格竞争边际有所好转，新型模式带动大白电电商渠道快速回暖。

格力今年以来直播带货销售金额（亿元）



资料来源：格力电器公司官网，民生证券研究院

探索直播带货模式以来，格力线上份额稳步提升



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

董明珠携手邓亚萍共同推进直播带货



资料来源：格力电器公司官网，民生证券研究院

2020年Q2以来，以格力为代表的传统龙头积极探寻直播带货等新型销售模式，直播销售收入共计逾200亿元，顺应渠道发展趋势，弥补此前电商渠道平淡表现。

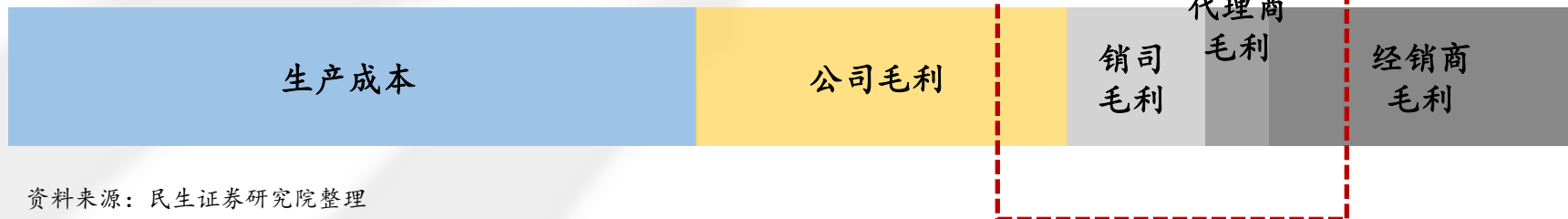
据奥维云网数据，2020年6月格力线上渠道市占率达31.85%，相比2019年9月提升超过9 PCT，直播模式带来的提振显著。

线上线下渠道由于渠道层级差异，渠道间价差超过20%

线上渠道



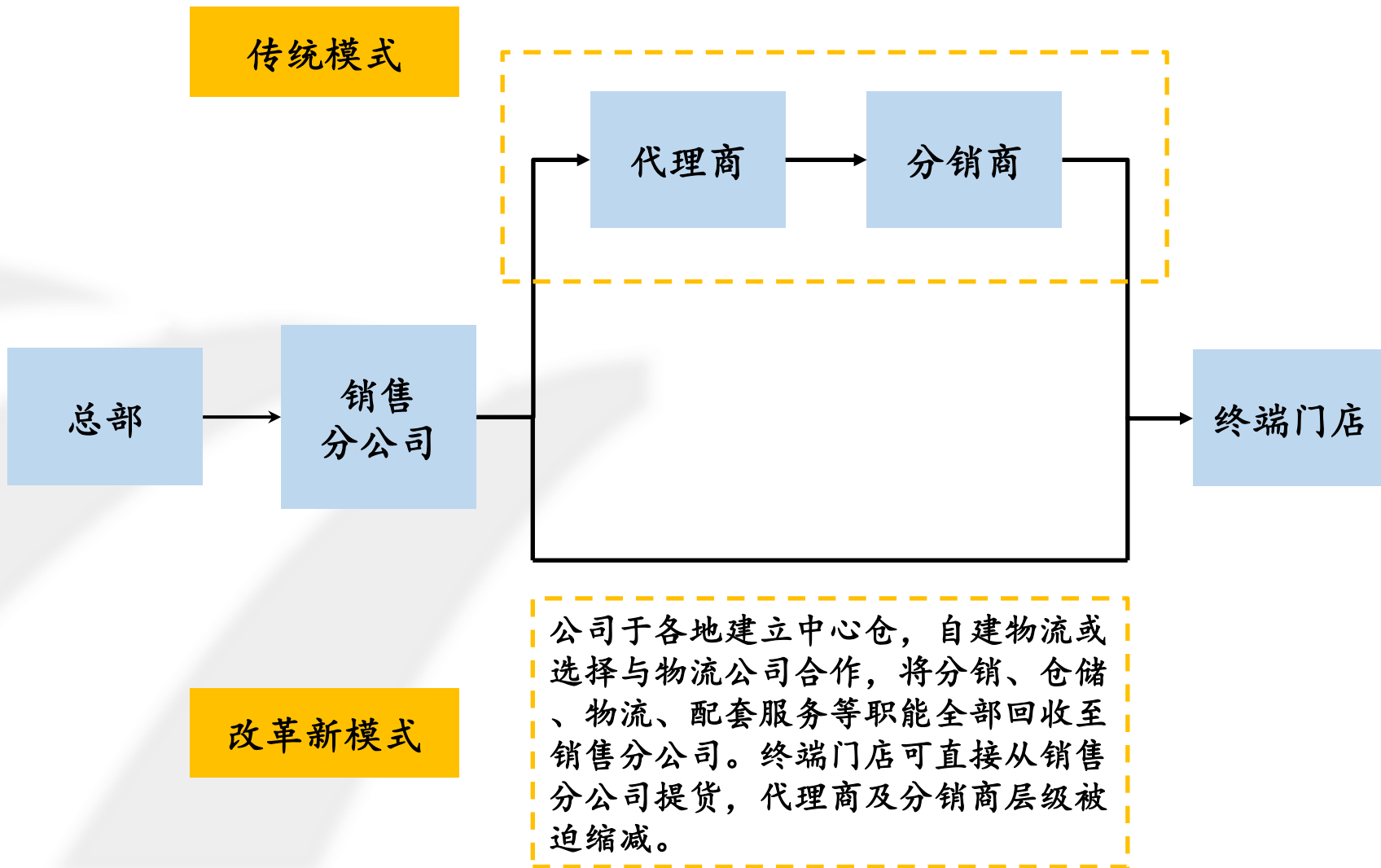
线下渠道



资料来源：民生证券研究院整理

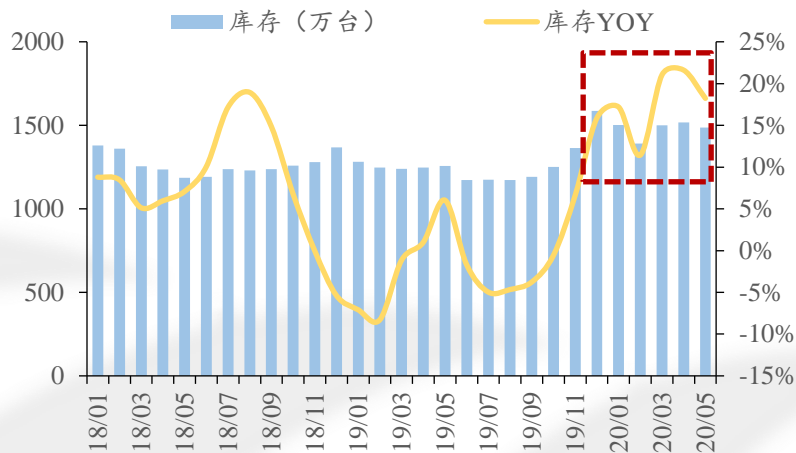
线下渠道由于经过销售公司、代理商、经销商等层层分销加价，加价倍率较高。同等情况下，线下渠道终端销售价格相较线上渠道高出2成以上，使得部分消费者更加倾向线上渠道消费，对原有线下渠道形成冲击。

电商渠道借由直播等新型模式的二次崛起，进一步凸显了线上渠道链条短、效率高、灵活变化的优势，同时倒逼品牌方积极提升线下渠道效率，压缩渠道层级。



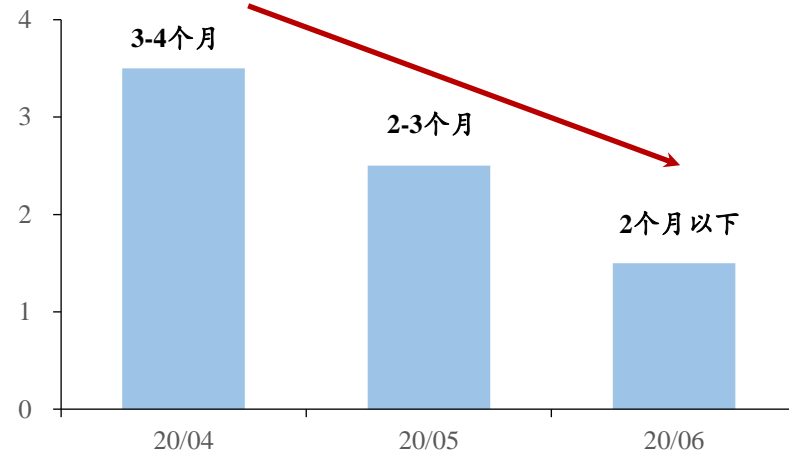
资料来源：民生证券研究院整理

疫情期间累积的空调高库存水平已自Q2开始逐步去化



资料来源：产业在线，民生证券研究院

疫情后品牌方暂缓出货，经销商库存逐步去化至2个月

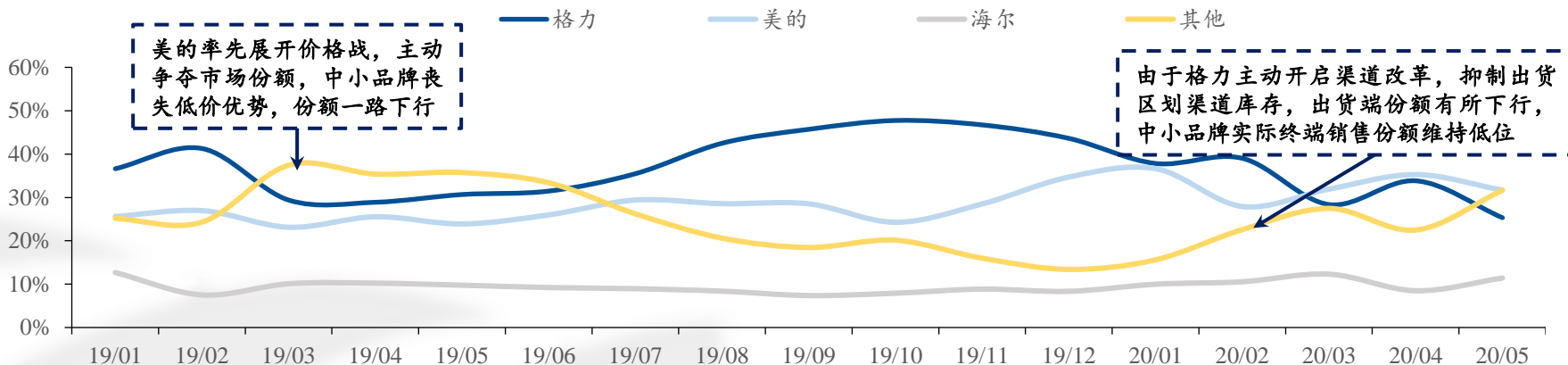


资料来源：民生证券研究院整理

纵观上半年空调渠道库存水平变化，疫情期间由于终端滞销，渠道库存快速累积，并于3月前后达到顶点3-4个月以上水平。同时品牌方为缓解经销商资金压力，暂缓压货事宜，仅以经销商热销型号的补货为主，帮助经销商积极去化库存。经过Q2终端销售的逐步复苏，截至2020年6月底，龙头品牌经销商渠道库存已基本去化至2个月以下较低水平，库存去化周期预计将步入尾声。

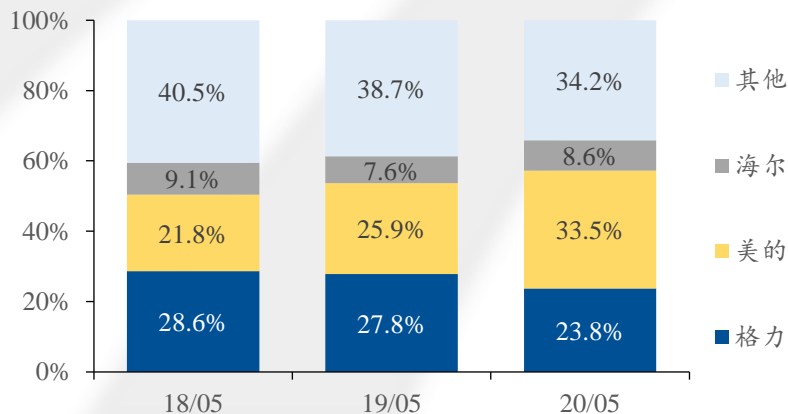
后续随夏季销售旺季的到来，零售端的进一步复苏以及公司出货端的同步优化值得期待。

价格战叠加疫情冲击，中小品牌份额持续下行，行业集中度进一步提升



资料来源：产业在线，民生证券研究院

空调行业总出货量CR3相比两年前提升6.3PCT

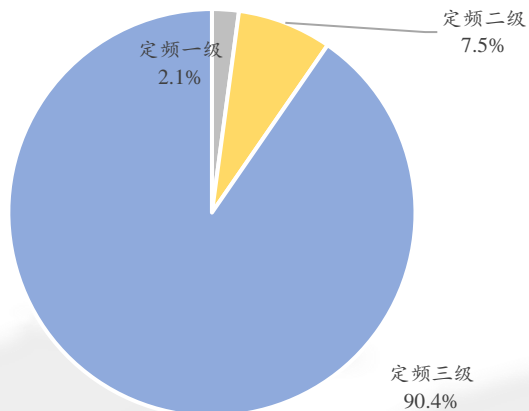


资料来源：产业在线，民生证券研究院

2018年以前，以格力、美的为首的空调行业龙头经历了5-10年的结构性提价区间，盈利能力稳步提升的同时也给了以低价优势为主的中低端品牌一定的生存空间，2019年3月前后行业CR3以外的中小品牌份额合计一度接近40%。

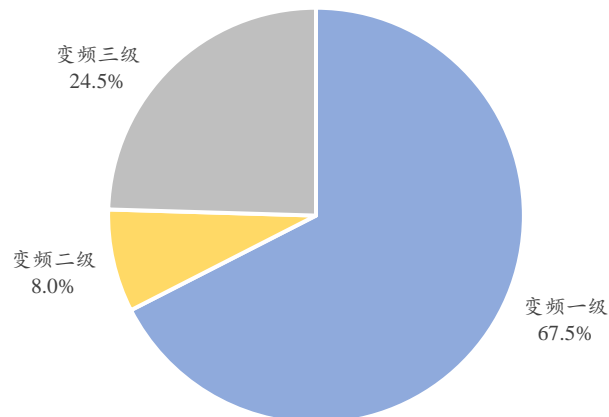
2019年3月，美的率先开展价格战主动争夺市场份额，格力等于19Q4跟进，中小品牌失去低价优势份额持续下行，截至2020年初，中小品牌份额已不足20%。此后由于格力主动渠道调整减少出货量，导致中小品牌出货端份额有所回升，但实际出货端份额仍然维持低位。

我国在售定频空调中约9成为三级产品



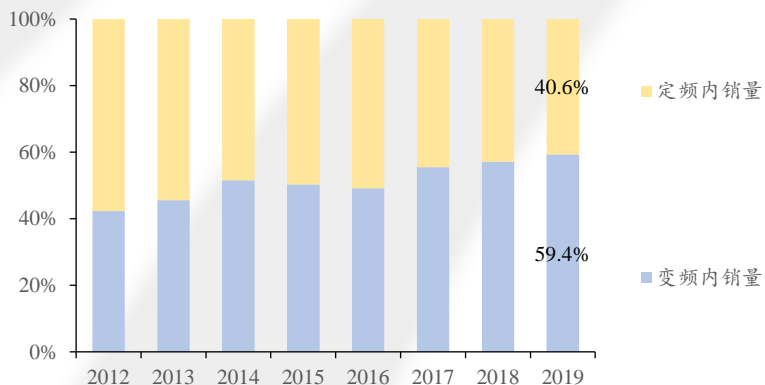
资料来源：中怡康，民生证券研究院

我国在售变频产品中约25%是三级产品



资料来源：中怡康，民生证券研究院

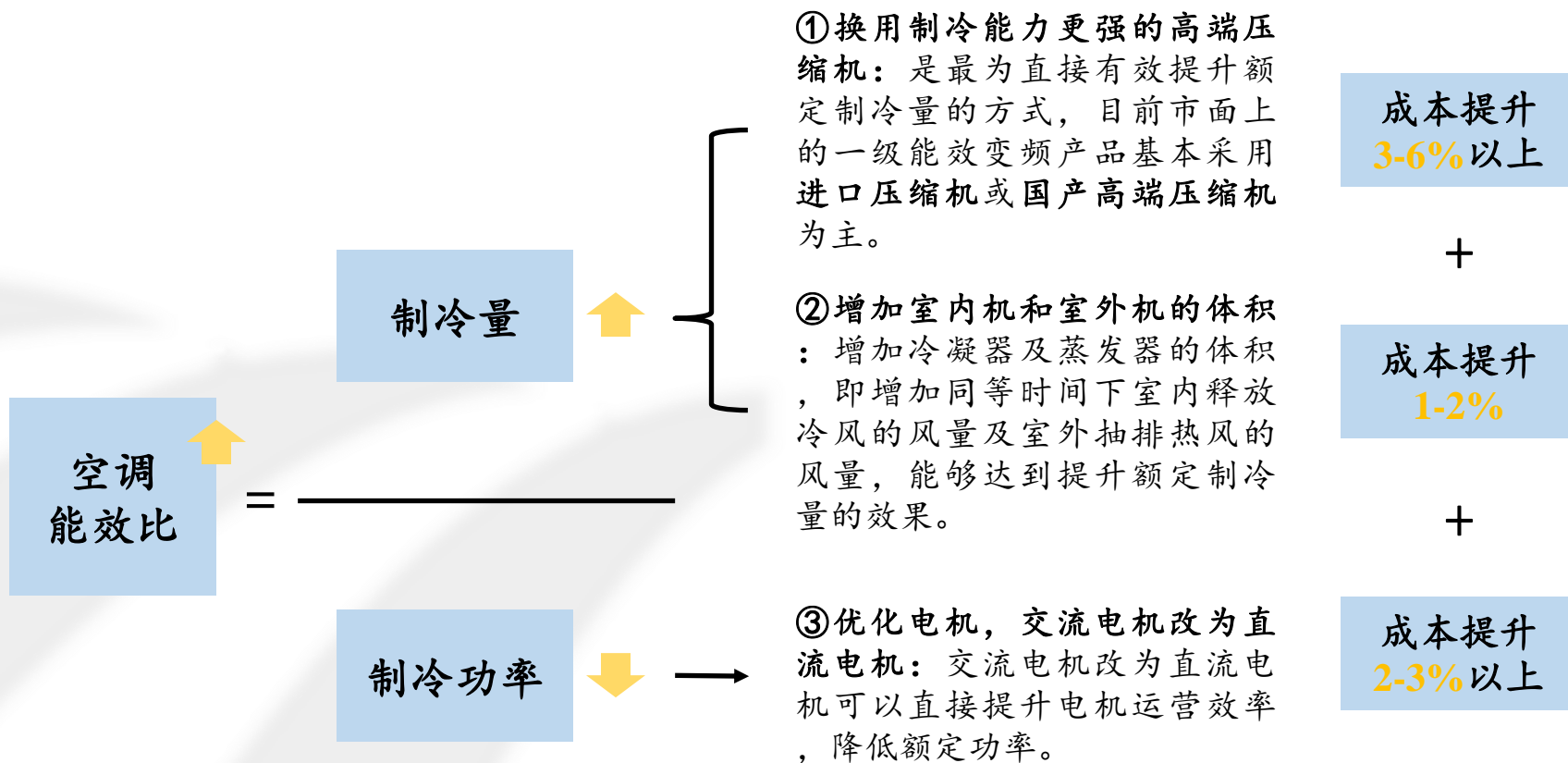
变频空调已占到市场销量的60%左右



资料来源：产业在线，民生证券研究院

2019年价格战叠加2020年初疫情对行业及中小品牌冲击已逐步告一段落，空调行业新能效标准等级的落地给品牌带来新一轮冲击。新国标已于7月1日正式实施，新国标大幅提升行业准入门槛，当前行业三级定频空调及部分三级变频空调产品在一年宽限期后将直接面临淘汰，合计约占到当前在售产品的4成左右。

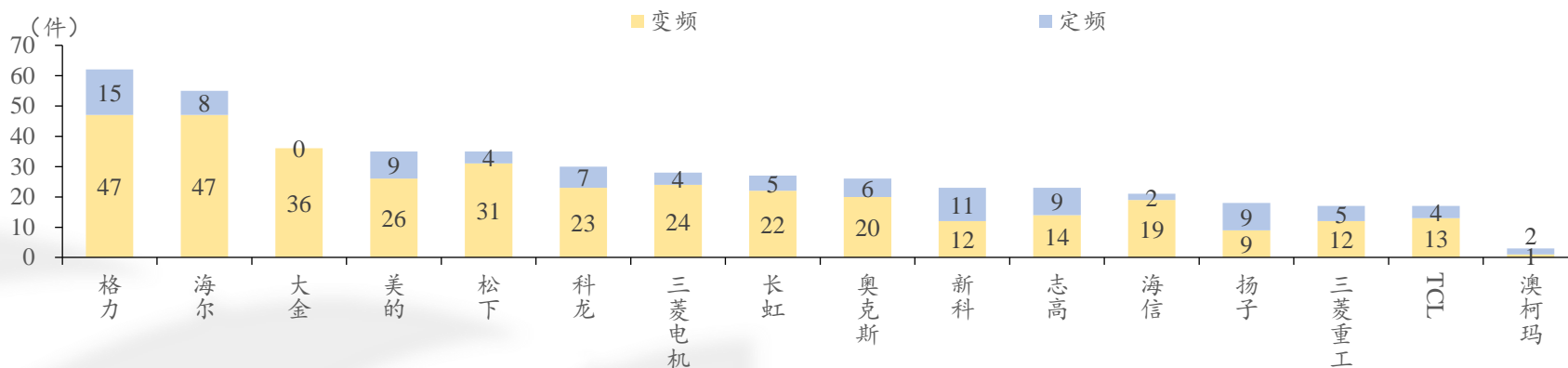
考虑到新国标市场准入门槛提升带来的硬性成本提升与技术要求，我们预计龙头品牌将进一步收益份额有所提升。



制冷量提升及制冷功率下降带来的硬件端成本提升共计6-8PCT

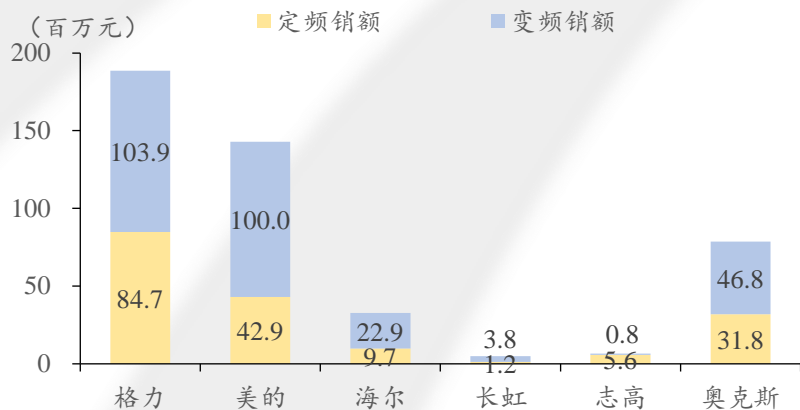
资料来源：民生证券研究院整理

龙头品牌在变频产品SKU布局显著优于长尾品牌



资料来源：淘数据，民生证券研究院

在售产品变频销售额占比中，龙头占比较高

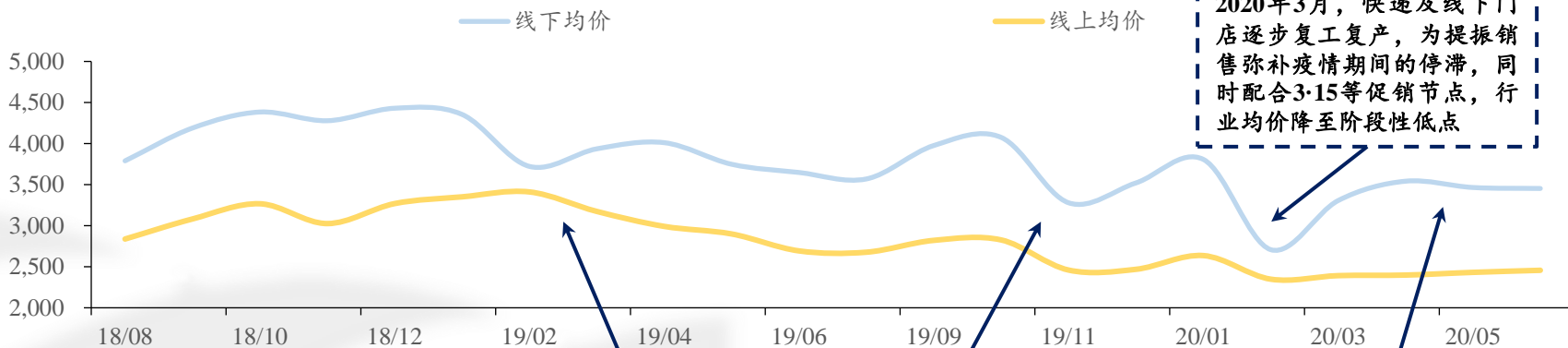


资料来源：淘数据，民生证券研究院

除硬件优化带来的硬性成本提升外，考虑到规模优势、产业链布局与议价能力等方面差异，龙头品牌的成本提升幅度或远小于中小品牌。

此外，根据当前各品牌在售产品结构，龙头品牌在变频等高效等级产品方面的布局显著领先，新标正式实施后面临的成本结构性提升压力远小于中小品牌，二者之间的成本差异或将超过此前测算6-8PCT，进一步推动中小品牌低价优势的丧失。

行业均价进入Q2以来已稳步好转，边际有所回升



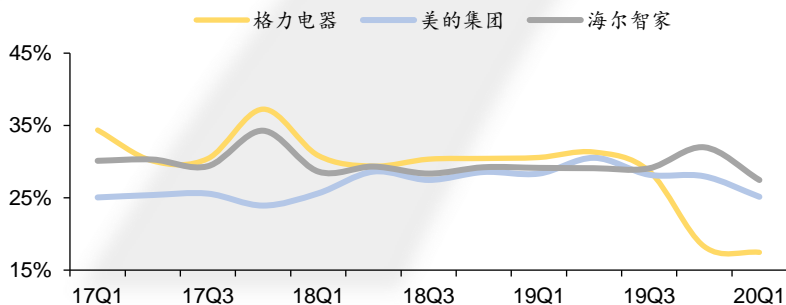
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

2019年3月前后，以美的为首的龙头品牌率先开展价格战，各品牌有所跟进，行业线上线下均价均开启下行趋势

双十一前后格力跟进“百亿补贴”活动，将三级定频等主销机型价格带降至2000元上下

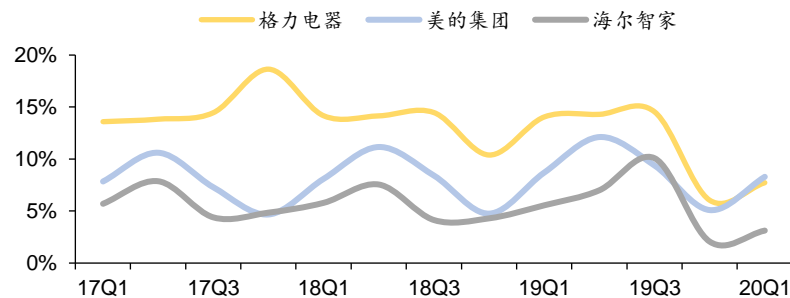
随龙头份额稳步提升，同时终端需求良好复苏，价格战幅度边际有所好转，5、6月年中大促节点对实际均价影响不大

三大白电19Q4以来毛利率水平承压下行



资料来源：Wind，民生证券研究院

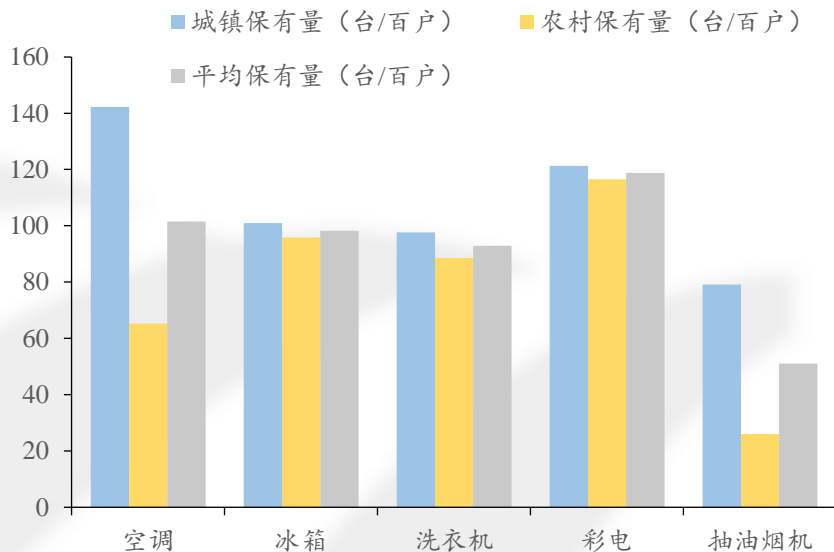
三大白电20Q1以来净利率水平有所回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

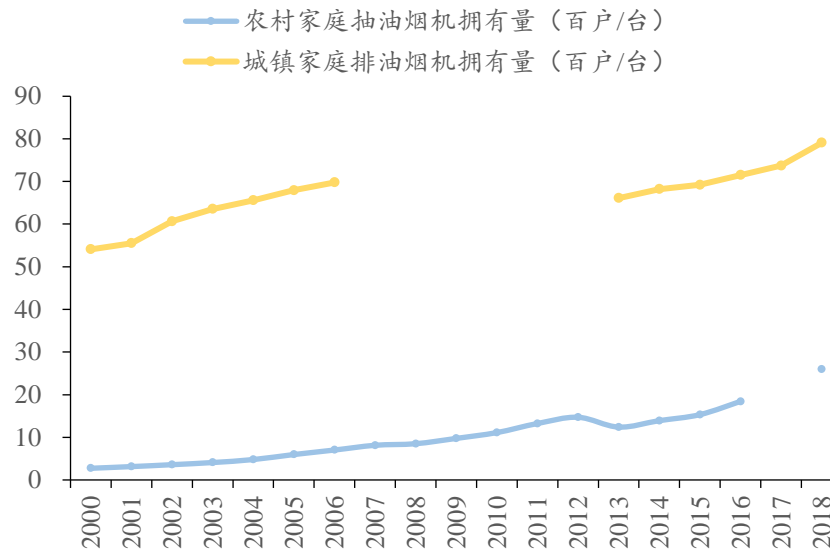
厨电行业：竣工回暖逻辑逐步落地，工程渠道打开龙头向上天花板

2018年我国各类家电每百户保有量



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

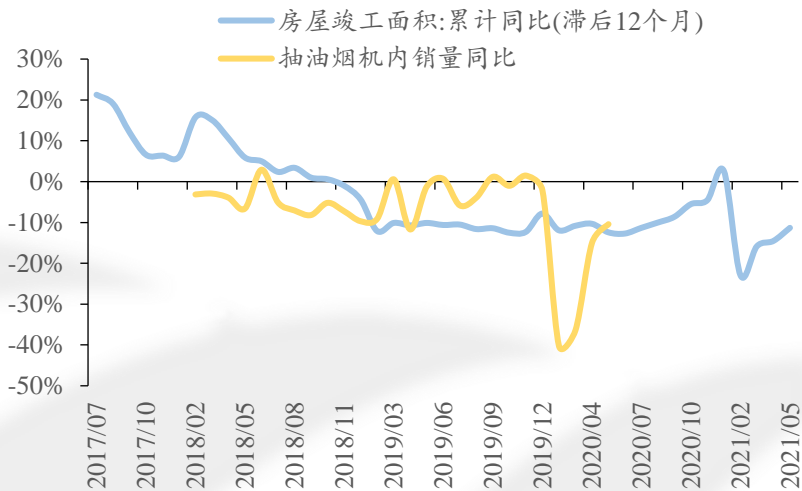
我国抽油烟机农村与城市保有量对比



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

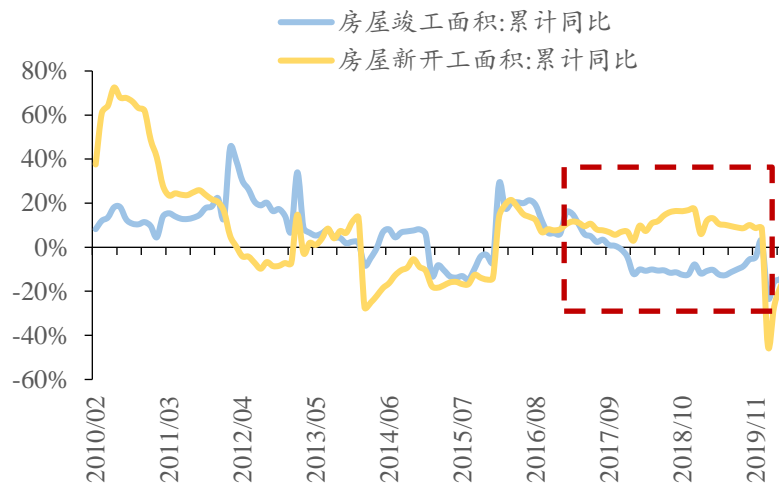
与空冰洗等传统白电相比，我国厨电户均保有量仍然偏低，由房屋装修带来的新增需求仍是行业增长主要动力；同时，农村家庭厨电保有量与城镇差距明显，未来随城镇化率提升及城乡居民生活习惯差距收窄，厨电行业将拥有显著的结构性提升空间。

抽油烟机销量同比与地产竣工累计同比呈正向相关



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

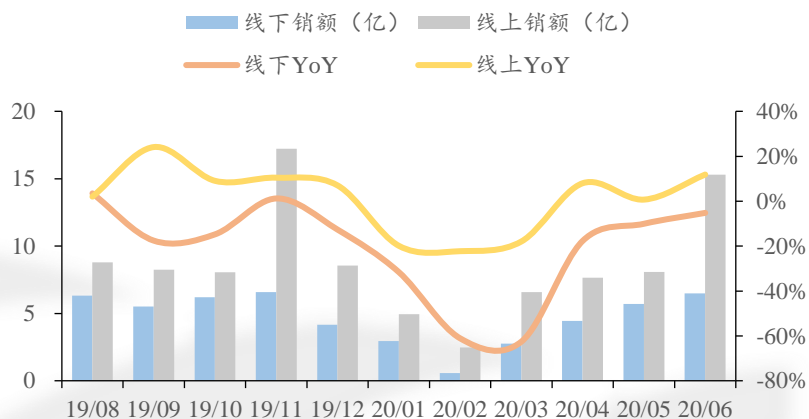
过去两年新开工与竣工的背离或积压大量需求待释放



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

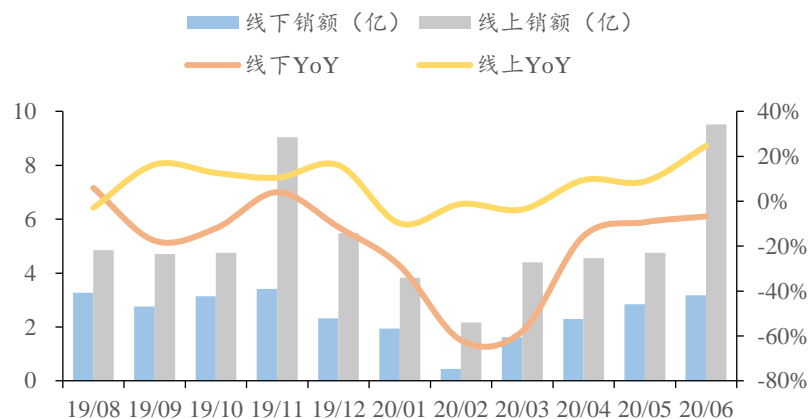
考虑竣工至交房至装修的系列滞后性，我国厨电销售与地产竣工数据呈正相关关系。2018年以来，我国地产竣工数据长期处于负增状态，叠加疫情冲击对当前厨电需求形成一定压制。不过，2019年6月开始竣工数据跌幅收窄，且2020Q2开始疫情亦逐步好转，厨电行业的滞压需求有望在2020H2稳步释放。2017年6月至今，我国地产开工数据景气度较高而竣工数据持续负增，两者出现明显背离，这表明大量竣工尚待释放。受资金面放松等利好因素拉动，2019年6月以来开竣工背离趋势已显著收窄，疫情后竣工项目增加将对厨电需求产生正向刺激。

抽油烟机销售额及同比增速



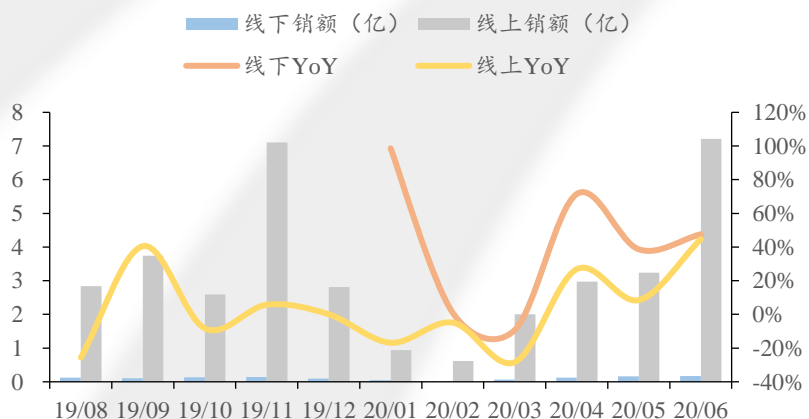
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

燃气灶销售额及同比增速



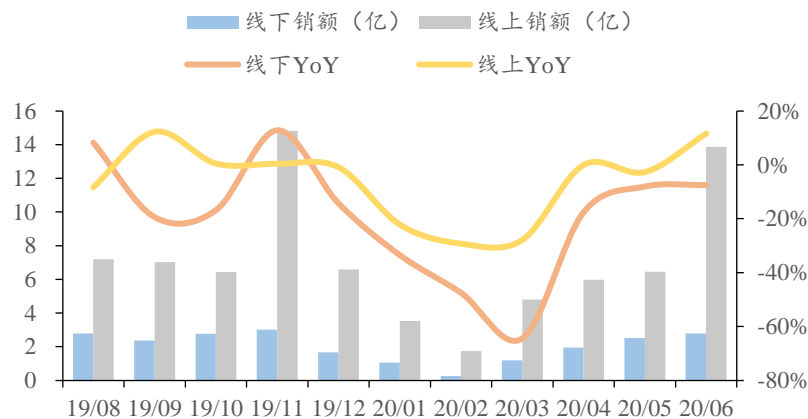
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

集成灶销售额及同比增速



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

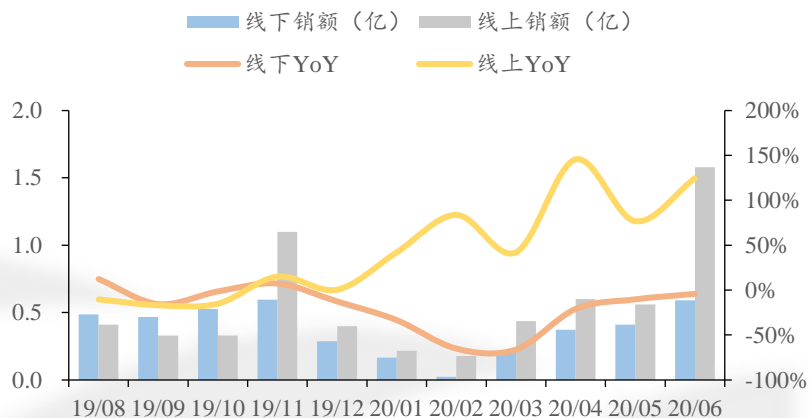
厨电套餐销售额及同比增速



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

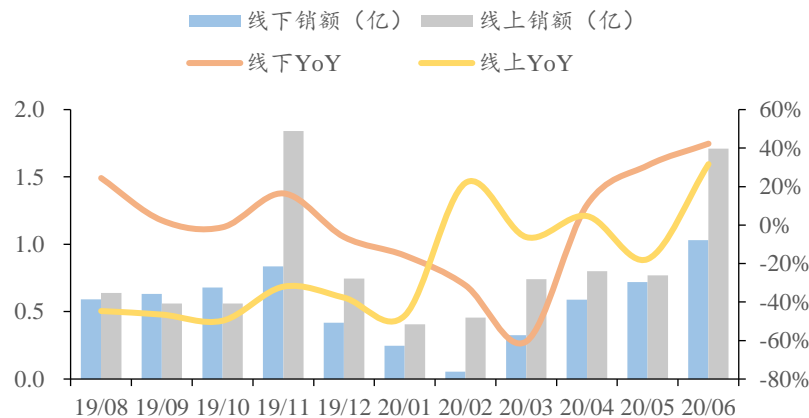
注：厨电套餐包括烟灶、烟灶热、烟灶消三种

嵌入式电蒸箱销售额及同比增速



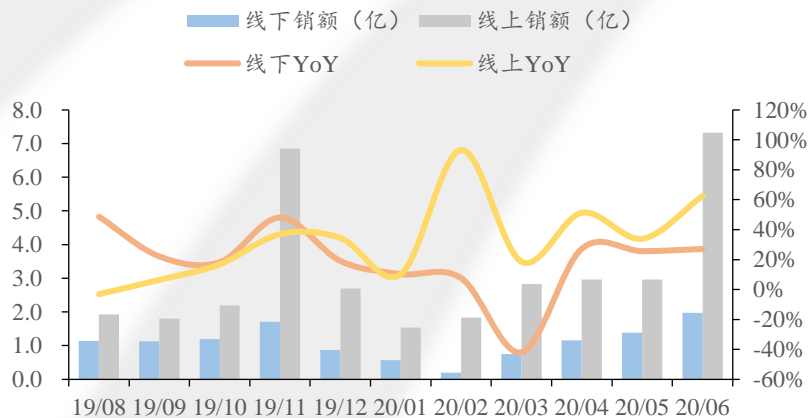
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

嵌入式电烤箱销售额及同比增速



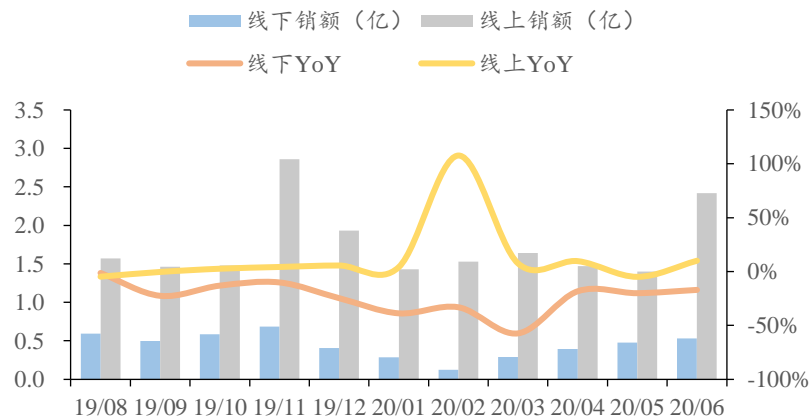
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

洗碗机销售额及同比增速



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

消毒柜销售额及同比增速

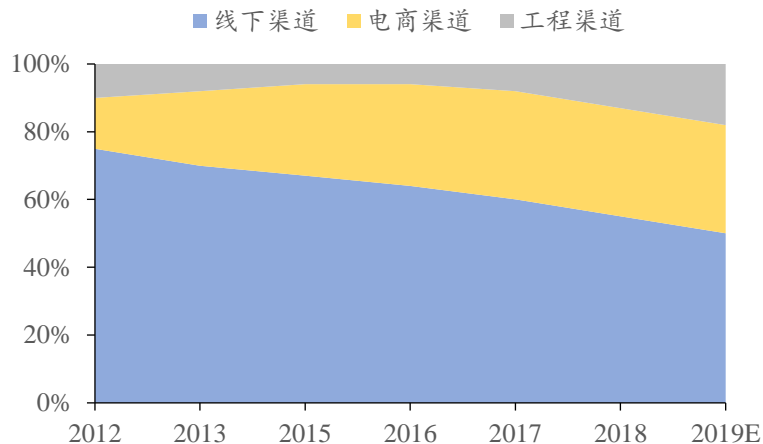


资料来源：奥维云网，民生证券研究院

当前传统电商红利已至尾声，而与此同时受益于政策扶持和精装房占比提升等利好，工程渠道逐步崛起，已成为厨电行业第三大销售渠道，并成为行业主要增长动力之一。

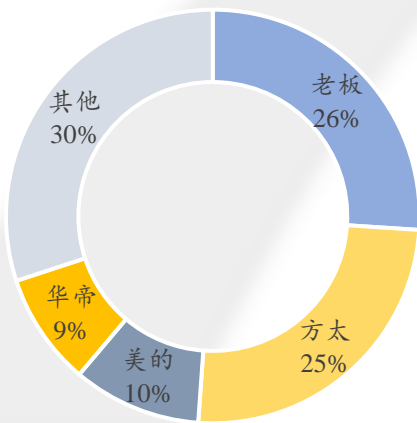
品牌背书、产品套系化和性价比等因素作用在工程渠道被放大，而较长资金周转周期和短期产能要求则进一步抬升渠道门槛，目前仅有西门子、老板、方太等少数厨电龙头拿到入场券，因此工程渠道集中度显著高于零售渠道。

我国抽油烟机行业渠道分布



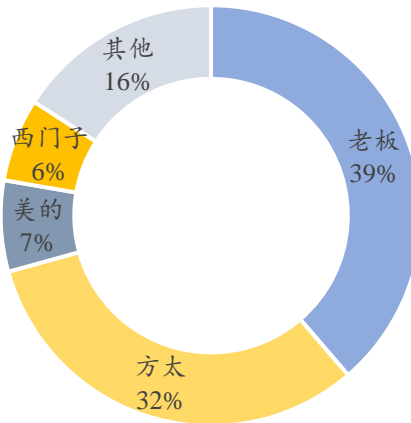
资料来源：民生证券研究院整理

我国抽油烟机零售渠道市占率分布



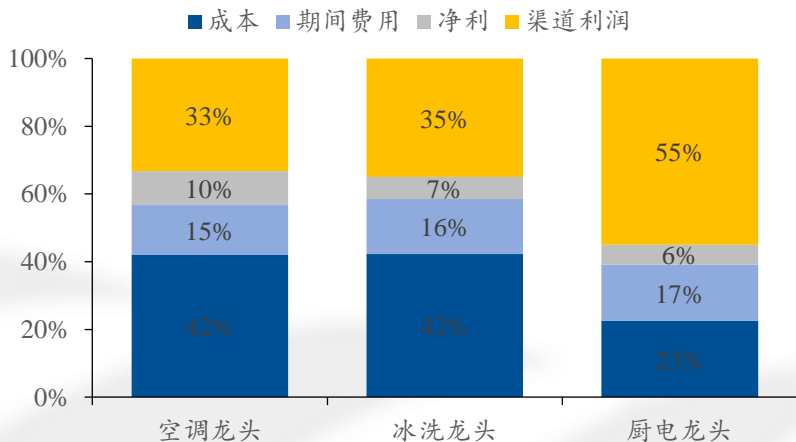
资料来源：中怡康，民生证券研究院

我国抽油烟机工程渠道市占率分布



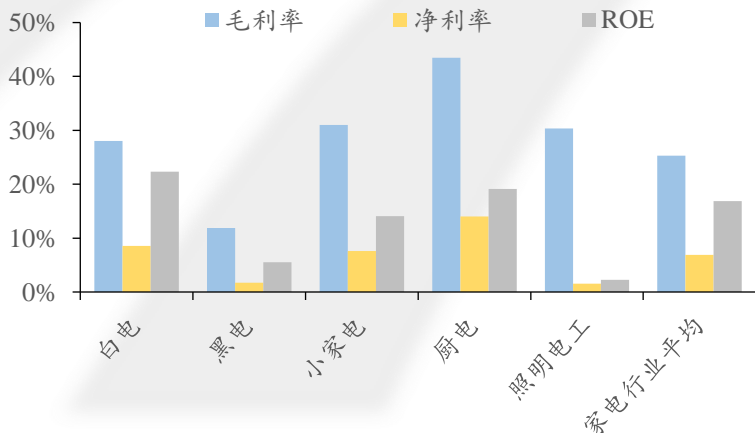
资料来源：中怡康，民生证券研究院

厨电行业利润率行业领先水平



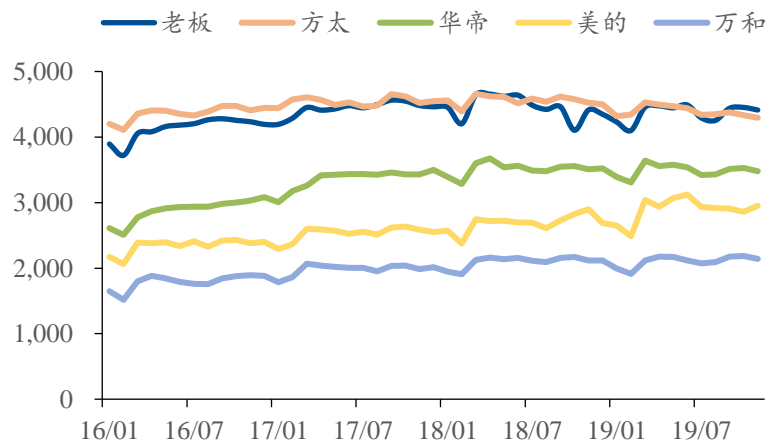
资料来源：Wind，民生证券研究院

厨电行业毛利率与 ROE 处于家电行业领先水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

厨电行业品牌间价格带差距相对较大

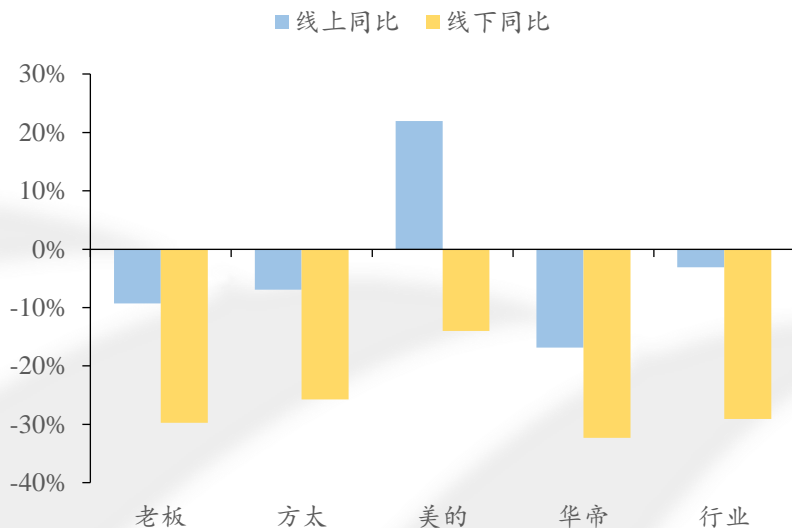


资料来源：中怡康，民生证券研究院

中西方饮食习惯差异使得国内厨电市场缺乏外资龙头品牌，也没有经历外资替代过程。故老板方太等品牌高举高打模式得以维持，也给予其他品牌一定溢价空间，行业价格体系相对稳固，受到疫情冲击较小。

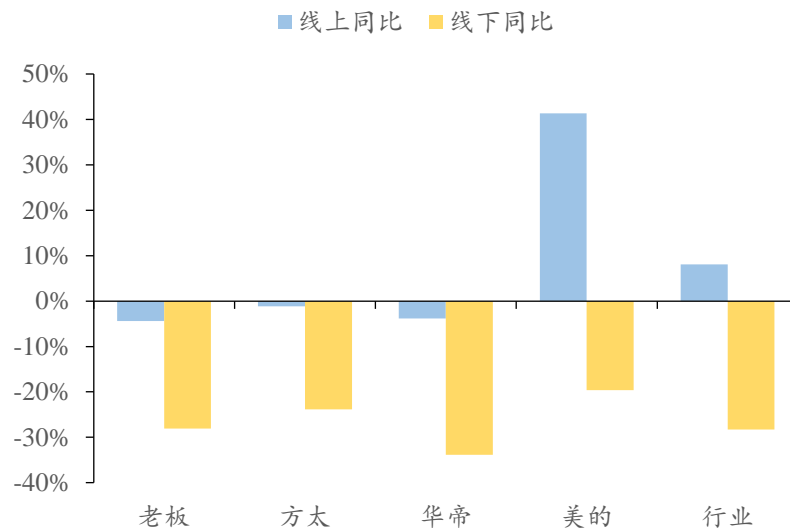
同时2019年厨电行业平均毛利率和净利率分别为43.5%和14.0%，远高于家电行业平均25.3%和6.9%，也优于其他子版块，赚钱效应显著。

我国抽油烟机行业2020年H1销售额同比增速



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

我国燃气灶行业2020年H1销售额同比增速

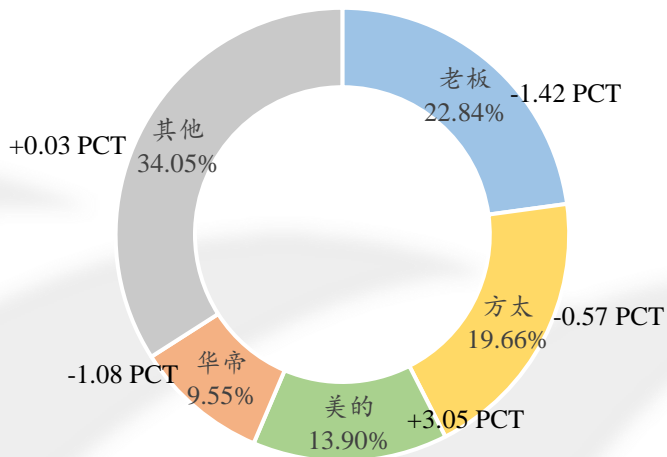


资料来源：奥维云网，民生证券研究院

从行业整体看，2020年H1抽油烟机线上线下载销售额分别同比-29.07%和-3.01%，燃气灶线上线下分别同比-28.32%和+8.09%，疫情对线下渠道冲击更加明显；分品牌来看，老板、方太和华帝均出现不同程度下滑，仅美的在线上渠道实现逆势增长。

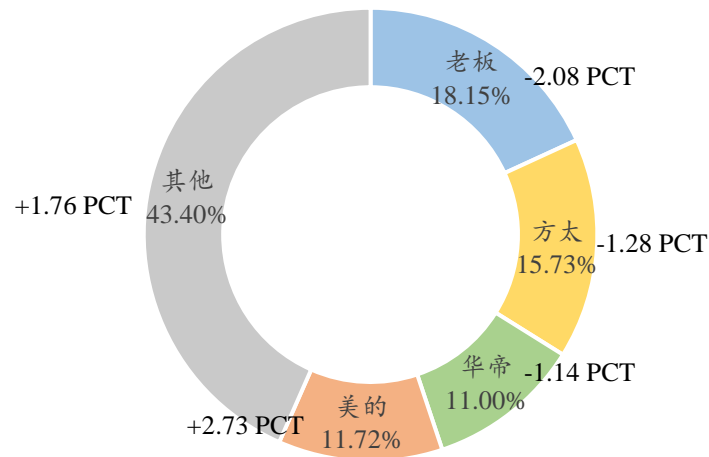
但随二季度以来竣工数据逐步回暖，叠加工程渠道订单逐步交付，行业需求进入稳步复苏阶段，2020H2工程及电商等多渠道复苏值得期待。

我国抽油烟机行业2020H1市占率分布



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

我国燃气灶行业2020H1市占率分布



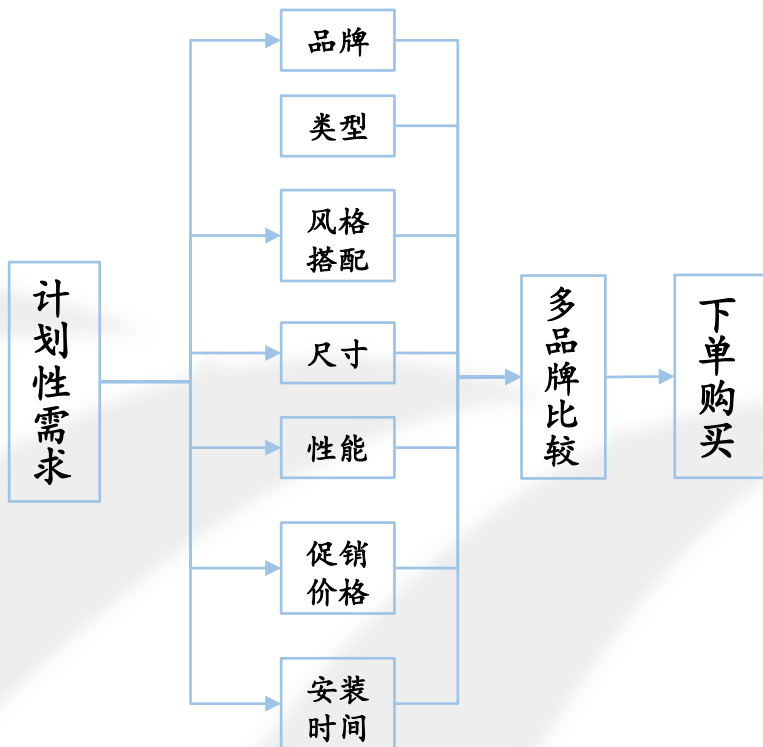
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

从2020年H1厨电行业表现来看，线下零售渠道和工程渠道由于受到销售与工程停滞冲击，需求受到显著压制，以老板等为代表的行业龙头品牌在其优势赛道受到一定影响市占率出现小幅下滑，部分中低端电商品牌收益份额小幅提升。

而随2020H2工程渠道和线下零售在Q2稳步复苏趋势的延续，叠加竣工数据回暖等利好因素逐步释放，龙头品牌有望收复失地，市场集中度进一步提升。

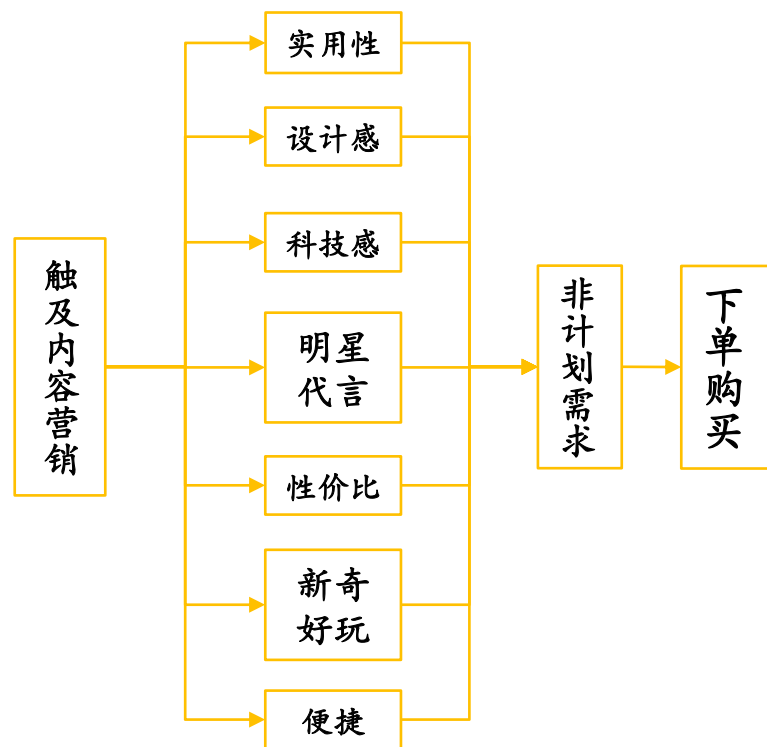
小家电行业：产品渠道双向变革打开上行天花板，行业发展步入快车道

传统大家电消费决策链条较长



资料来源：民生证券研究院整理

新兴小家电消费决策链条较短

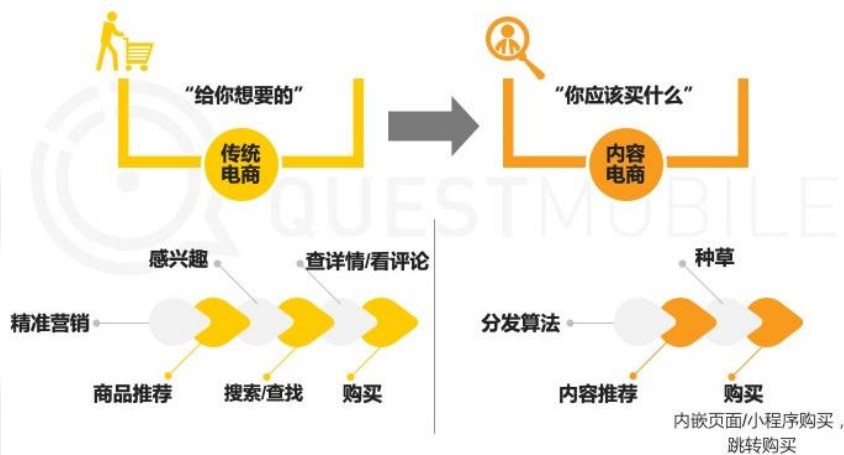


资料来源：民生证券研究院整理

传统大家电消费以计划性需求为主，因其价值量较大，消费者需综合考虑多方面因素，故决策链条长，不易产生冲动消费。

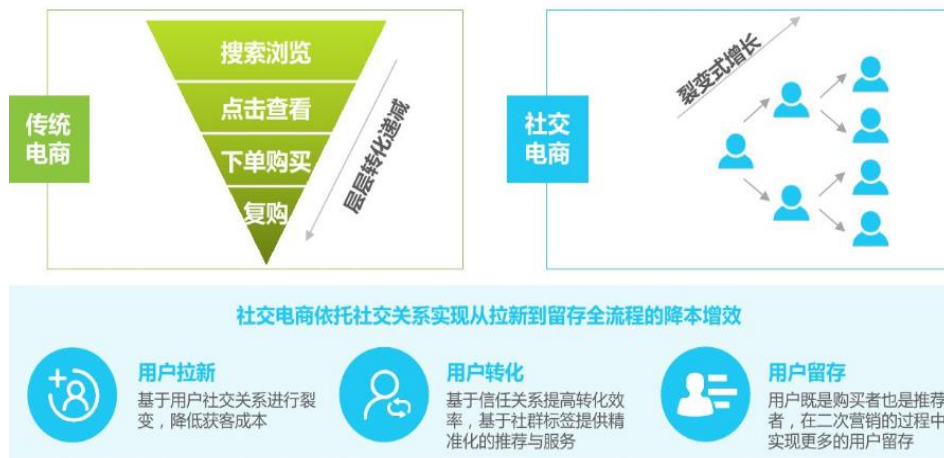
而小家电消费以非计划性需求为主，且其价值量低、试错代价小，消费者需求易被新奇功能、巧妙设计等单一因素触发，故小家电行业需要可视性更强的销售渠道。

传统电商和内容电商分别针对计划/非计划性需求



资料来源: QuestMobile, 民生证券研究院

社交电商实现从拉新到留存的全流程降本增效

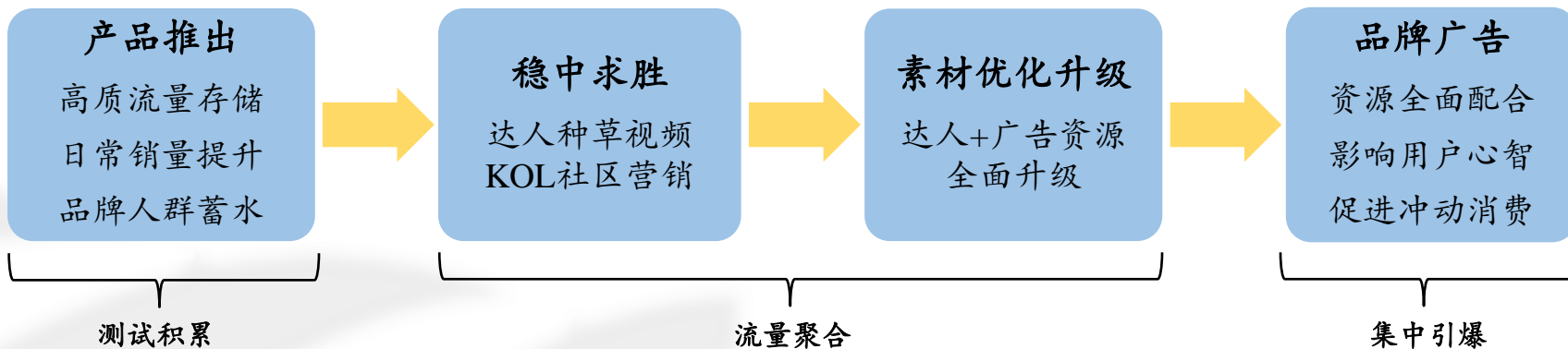


资料来源: 艾瑞咨询, 民生证券研究院

传统电商模式下, 消费者购买以“搜索”为主, 电商作为中心化平台提供“消费者想要的”, 以迎合需求为主, 且可视化程度较差, 效率偏低。

内容电商模式下, 消费者购买以“发现”为主, 渠道依托社交关系进行裂变增长, 以创造需求为主且可视化程度更高, 能够实现从拉新到留存全流程的降本增效。

网红爆品小家电营销流程：前期优质流量聚合，后期直播/大促引爆销售



内容电商模式下走红的小家电：摩飞榨汁杯、多功能锅，小熊酸奶机，北鼎养生壶，九阳料理机等

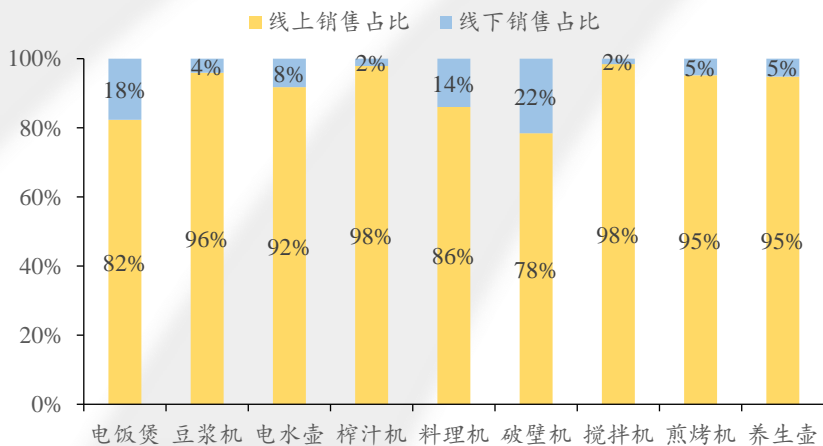


资料来源：民生证券研究院整理

疫情冲击使小家电消费进一步向线上转移，据奥维云2020H1数据，目前大多数品类线上销额占比均在80%以上，部分品类线上销额占比超过95%。

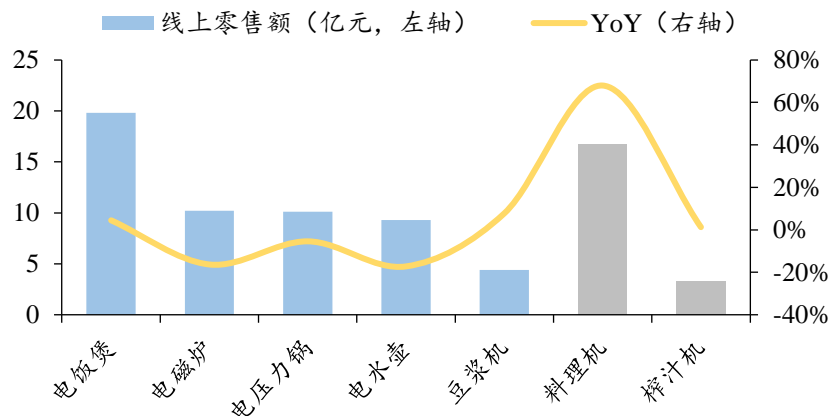
新品类小家电增长优于原有品类，且线上竞争环境更加缓和。故新品类小家电在打开行业上行空间的同时，也为新兴品牌发展提供了机会。

疫情冲击使小家电消费进一步向线上转移



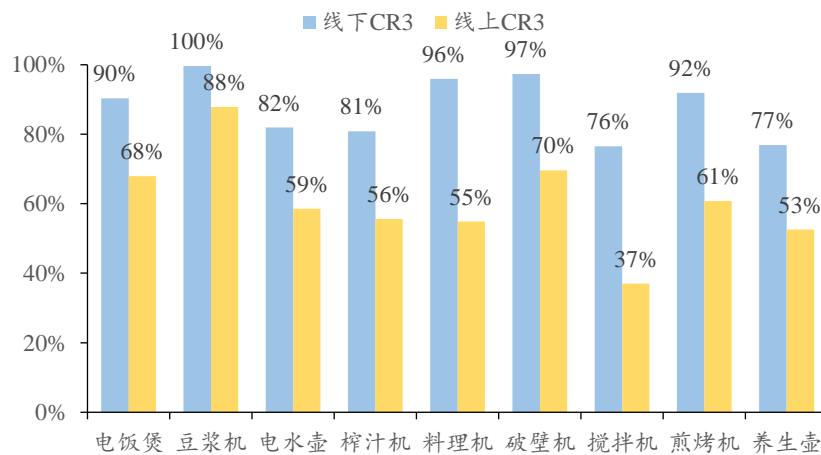
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

2020Q1疫情期间新兴品类增长出色



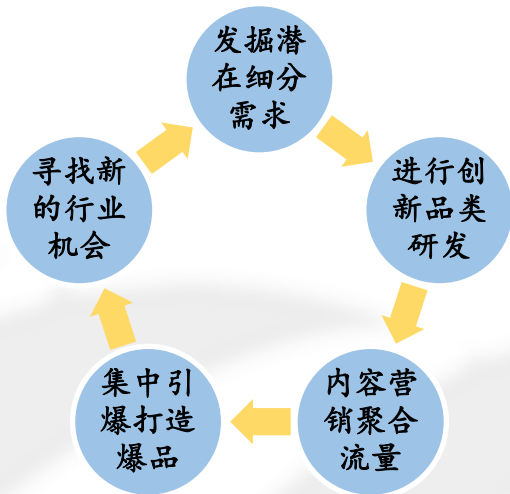
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

新品类小家电线上集中度低，竞争更加缓和



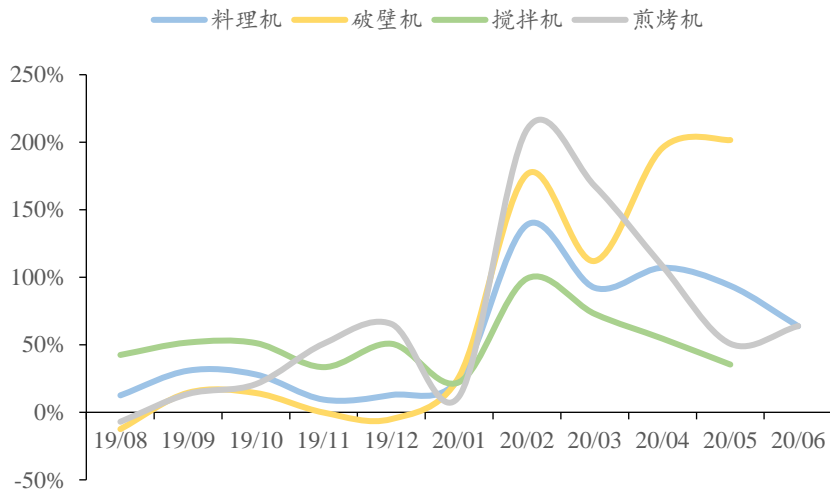
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

爆品小家电打造流程：挖掘细分需求，内容营销引爆



资料来源：民生证券研究院整理

疫情前后新品类小家电线上销售额同比增速



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

爆品小家电聚焦细分群体需求（如上班族、学生群体等），不断推出解决其需求痛点、改善生活品质的产品，通过内容营销打造网红爆品。

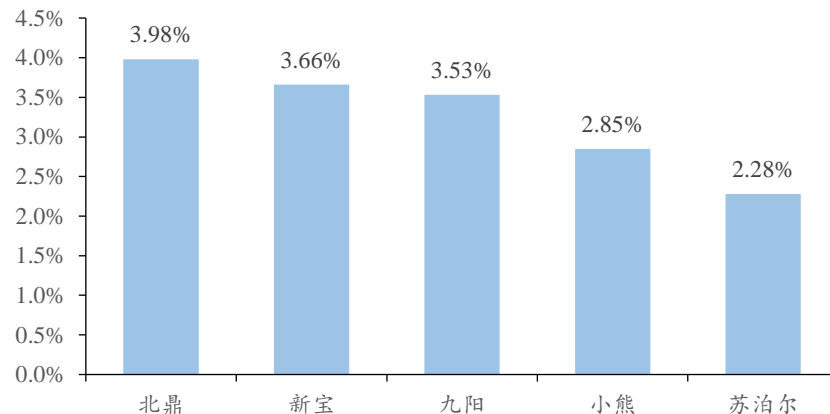
疫情期间小家电需求高涨，疫情相对缓和的5、6月份高增速依旧不减，这说明疫情只是小家电加速渗透的催化剂，消费者对品质生活的追求才是小家电长久景气的动力源。

“爆品经济”模式下，研发推新成核心竞争力

小家电传统品类和新品类对比

	代表产品	市场空间	集中度	需求稳定性	创新门槛
原有品类	豆浆机 电水壶	单品市场空间较大，但品类较少	较高	以长期稳定需求为主	以改进型创新为主，难度较大
新兴品类	煮蛋器 酸奶机	单品市场空间较小，但品类众多	较低	以短期爆发需求为主	以开发新品类为主，难度较低

创新小家电品牌研发费用较高



资料来源：Wind，民生证券研究院

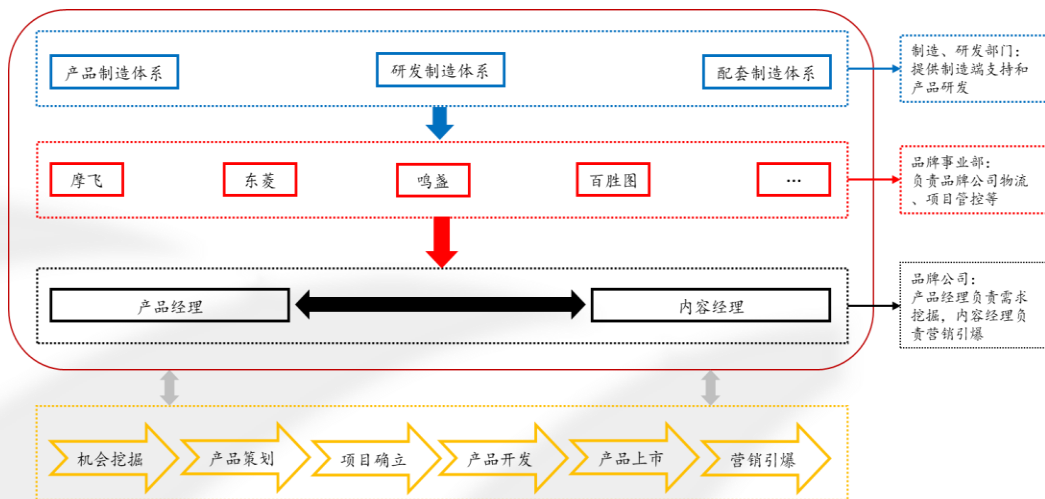
摩飞品牌保持较快的推新速度



资料来源：摩飞官网，民生证券研究院

新兴小家电品牌以开发新品类为主，虽创新难度较低，但新品类往往生命周期较短，故厂商需要及时出新以维持热度，其核心竞争力即为推新研发能力，需要厂商在推新研发方面持续投入。

新宝股份公司架构

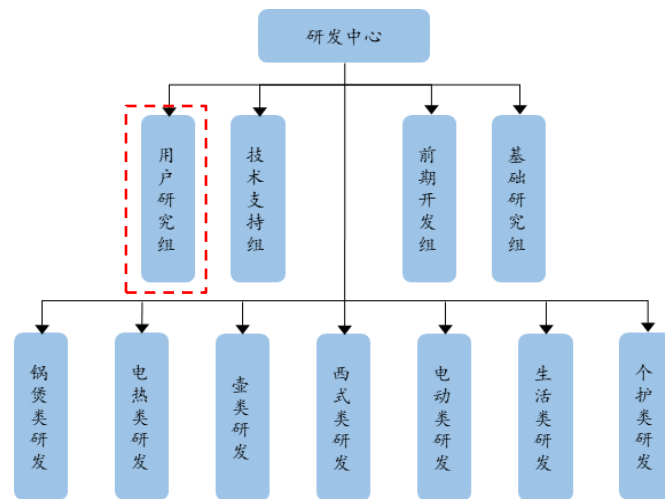


资料来源：新宝公司公告，机构调研公告，民生证券研究院

新宝股份的一体两翼：

- **一体：**产品经理进行细分需求挖掘和产品策划，内容经理负责营销引爆，两者深度合作、双向互动。
- **两翼：**强大研发制造体系提供新品研发设计支持，柔性供应链体系为短期销量爆发提供快速相应。

小熊电器研发体系



资料来源：小熊公司公告，民生证券研究院

小熊电器：

- 公司架构为事业部制，研发中心除各品类研发小组外还下设用户研究组，以快速掌握消费者喜好，推出解决消费者痛点的产品。

九阳线下门店员工参与直播



资料来源：九阳公司官网，民生证券研究院

小熊积极发展线下体验店



资料来源：小熊公司官网，民生证券研究院

北鼎利用线下体验店向线上导流

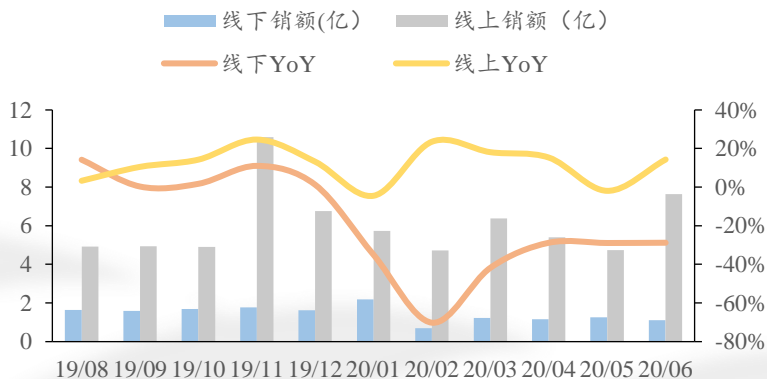


资料来源：北鼎公司官网，民生证券研究院

小家电企业不断推进渠道融合，致力于实现线上线下渠道的优势互补：一方面通过线上平台为线下引流，拓宽用户群体；另一方面通过完善线下销售和服务网点，为线上业务提供支持。

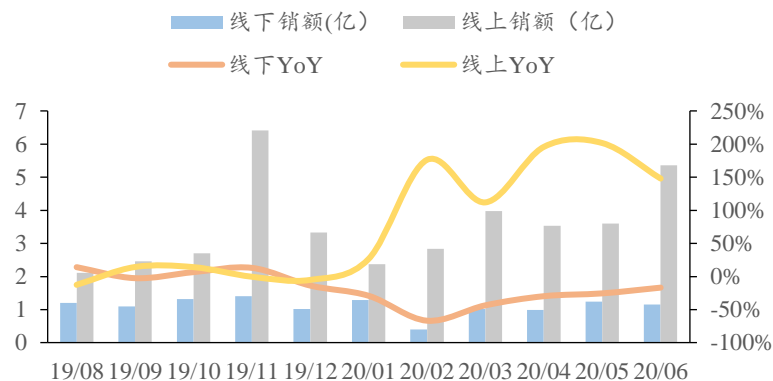
- 九阳在疫情期间为线下员工培训直播技能，使其参与到线上直播中，享受电商渠道红利。
- 小熊和北鼎充分发挥线下店铺的体验功能，通过线下为线上引流，推动渠道的融合发展。

电饭煲销售额及同比增速



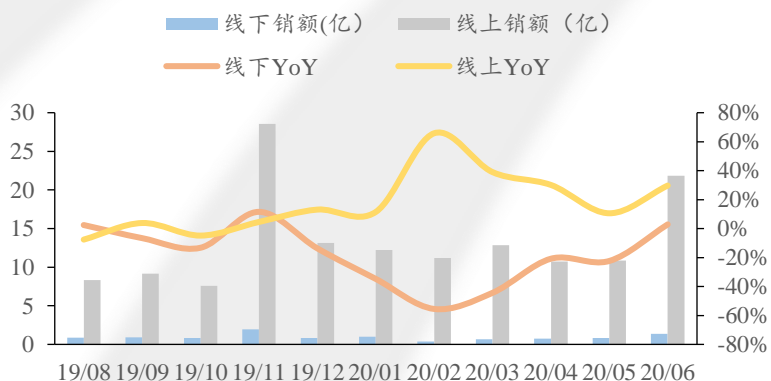
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

破壁机销售额及同比增速



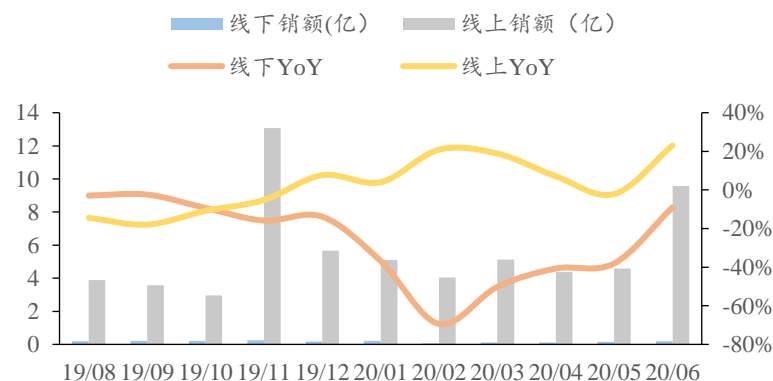
资料来源：奥维云网，民生证券研究院

吸尘器销售额及同比增速



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

扫地机器人销售额及同比增速



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

• 分析师简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

。

分析师承诺：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内 公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内 行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
 上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
 深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

本报告仅供民生证券股份有限公司（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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。