

# 变革时代，再次启航

## ——2020年家电行业中期投资策略

行业评级：看好

2020年7月21日

|      |                        |
|------|------------------------|
| 姓名   | 吴东炬                    |
| 邮箱   | wudongju@stocke.com.cn |
| 电话   | 021-80106027           |
| 证书编号 | S1230519040004         |

|      |                     |
|------|---------------------|
| 姓名   | 陈曦                  |
| 邮箱   | chenx@stocke.com.cn |
| 电话   | 021-80106027        |
| 证书编号 | S1230516070003      |

## 1、核心观点：看好下半年家电板块股价表现，重点布局推进变革的龙头

- 我们对下半年板块股价相对乐观，有望跑赢大市
- 有别于市场的观点：我们认为龙头变革或超预期
- 综上，重点布局推进变革、基本面有 $\alpha$ 的龙头个股

## 2、下半年展望

- 需求恢复，下半年空调量价齐升，冰洗稳健增长
- 地产竣工改善在即，厨电B端与C端均将继续向好
- 看好下半年小家电电商表现，小家电继续高景气

## 3、重点推荐个股

- 格力电器：渠道变革有望超预期，看好份额回升、业绩改善
- 海尔智家：管理改善渠道优化与高端家电卡萨帝有望超预期
- 老板电器：竣工兑现有望超预期，公司B端、C端均受益
- 小熊电器：产品+渠道多点发力，下半年或超预期
- 新宝股份：享受社交电商红利，摩飞表现或超预期



## 风险提示

- 1、铜价等成本端大幅上涨
- 2、海外疫情进一步恶化
- 3、线上渠道竞争加剧
- 4、地产竣工表现不及预期

# 目录

C O N T E N T S

01

## 经营回顾

白电先抑后扬、Q2迅速恢复，线上表现较好  
厨电恢复良好，工程与线上是亮点  
小家电增长提速，线上表现优于线下

02

## 下半年展望

白电需求继续回暖，价格趋势向上  
地产竣工周期到来，厨电向好可期  
继续看好小家电电商赛道

03

## 渠道变革

渠道变革的三个核心方向  
变革推进，龙头再次启航

04

## 重点个股

格力电器、海尔智家、老板电器、小熊电器、新宝股份

# 01

## 经营回顾

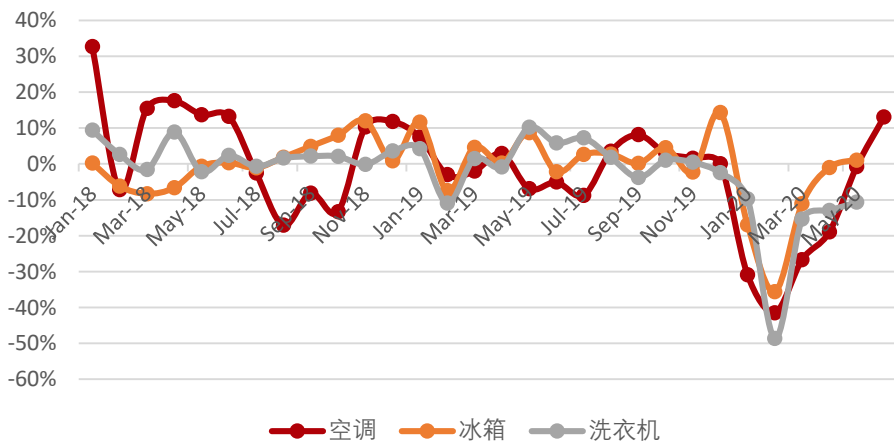
白电先抑后扬

厨电恢复良好

小家电表现抢眼

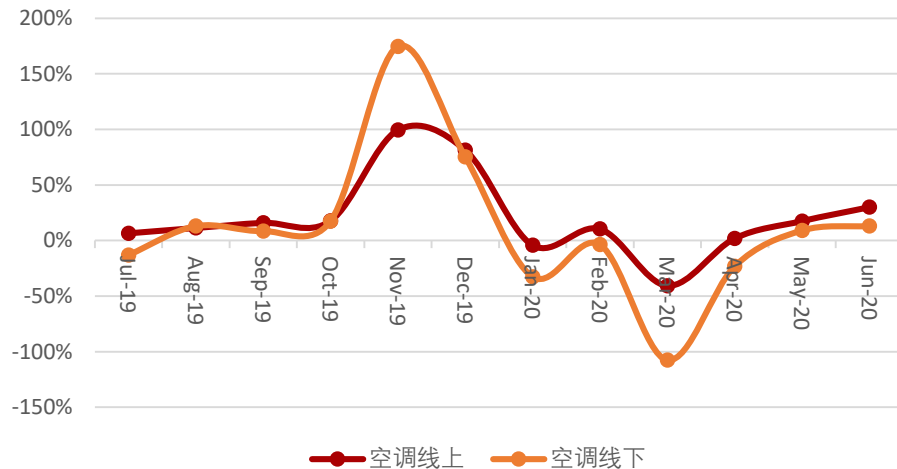
- 上半年白电板块先受疫情重创，Q2明显复苏，线上表现好于线下
- 上半年空冰洗零售层面呈先抑后扬态势，其中Q1空冰洗零售量同比分别为-51.3%/-22.6%/-27.4%，Q2同比分别为0.8%/6.6%/2.2%，空冰洗零售端迅速恢复至正常水平，表现超出此前预期；
- 受零售端恢复拉动，Q2空冰洗出货端也逐步改善，其中6月份空调总出货量更是实现13.1%的双位数增长，同时冰箱出货量也在5月份实现转正；
- 结构层面，线下零售活动持续受到疫情抑制，龙头纷纷通过直播等方式加大线上的投放力度，今年上半年白电线上表现明显好于线下，空冰洗线上销售占比分别提升至54%/64%/64%。

空冰洗总出货同比增长情况



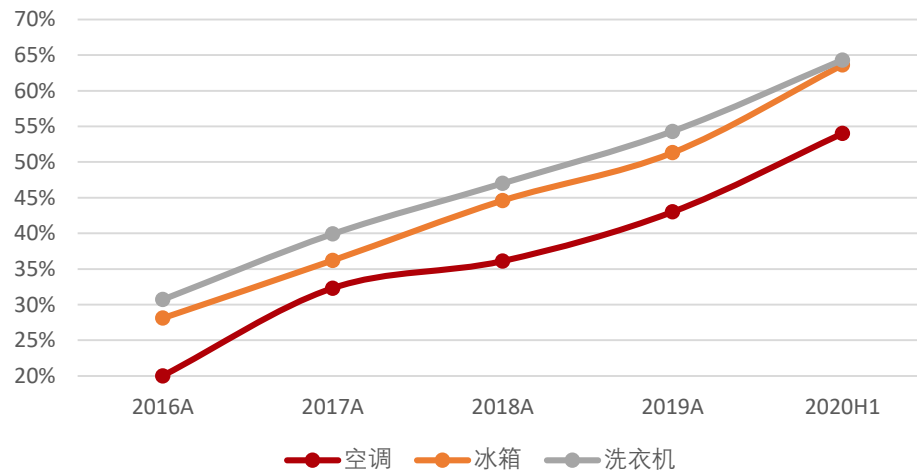
资料来源：产业在线，浙商证券研究所

空调线上线下零售量同比增长情况



资料来源：奥维，浙商证券研究所

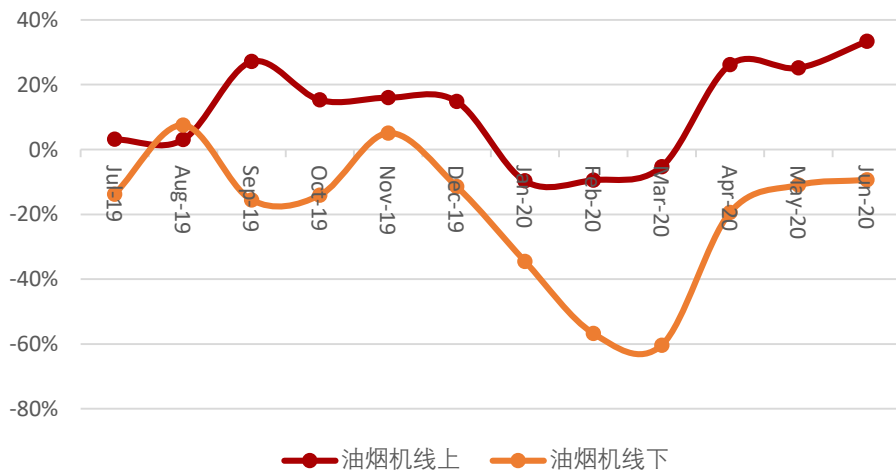
空冰洗线上销售占比



资料来源：奥维，浙商证券研究所

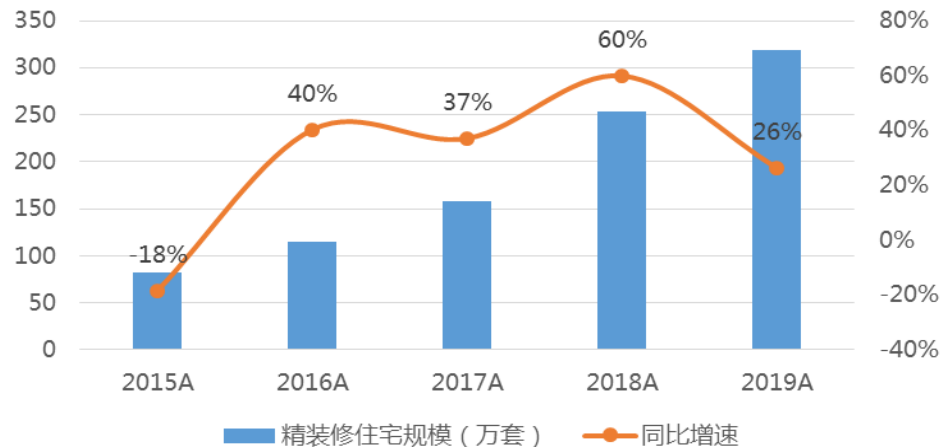
- 上半年厨电表现同样为先抑后扬、线上好于线下，亮点在于工程渠道
- 线上渠道受影响相对较小，Q1线上零售量下滑幅度仅为个位数，4月份开始大幅恢复至20%+增长，Q2线上渠道增长30%；线下渠道Q1下滑幅度较大，Q2下滑收窄至13%，其中6月份下滑幅度已收窄至个位数；
- 工程渠道方面，虽然受疫情影响今年精装修开盘规模有所下滑，但18-19年大量开盘的精装修楼盘逐步迎来厨电安装环节，受此拉动Q2厨电工程渠道实现较快增长，工程渠道依旧是今年增长最为确定的细分渠道；

厨电线上线下载零售量同比增长情况



资料来源：奥维，浙商证券研究所

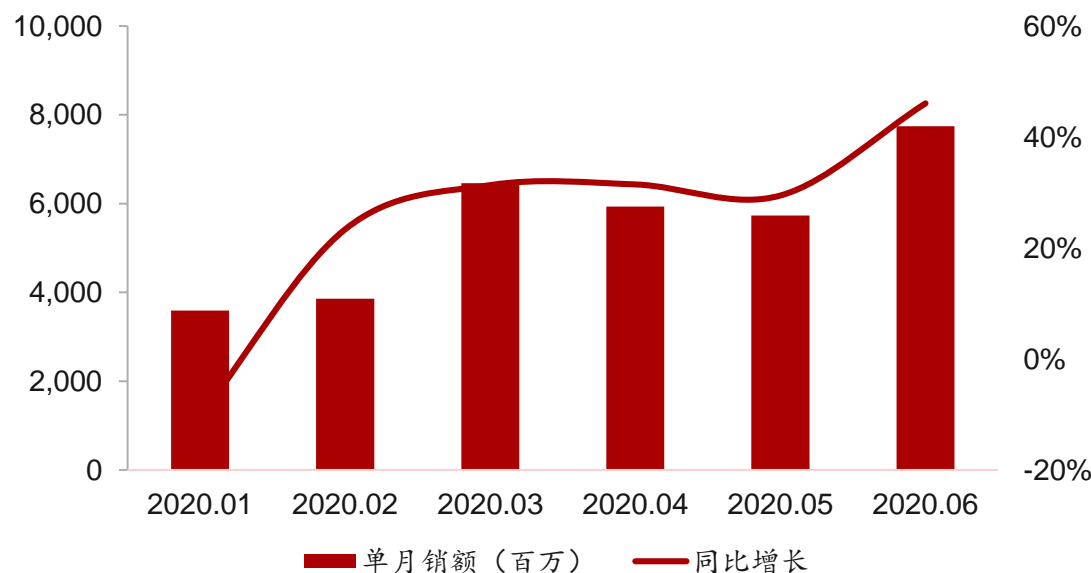
精装修住宅市场规模及同比增速



资料来源：奥维，浙商证券研究所

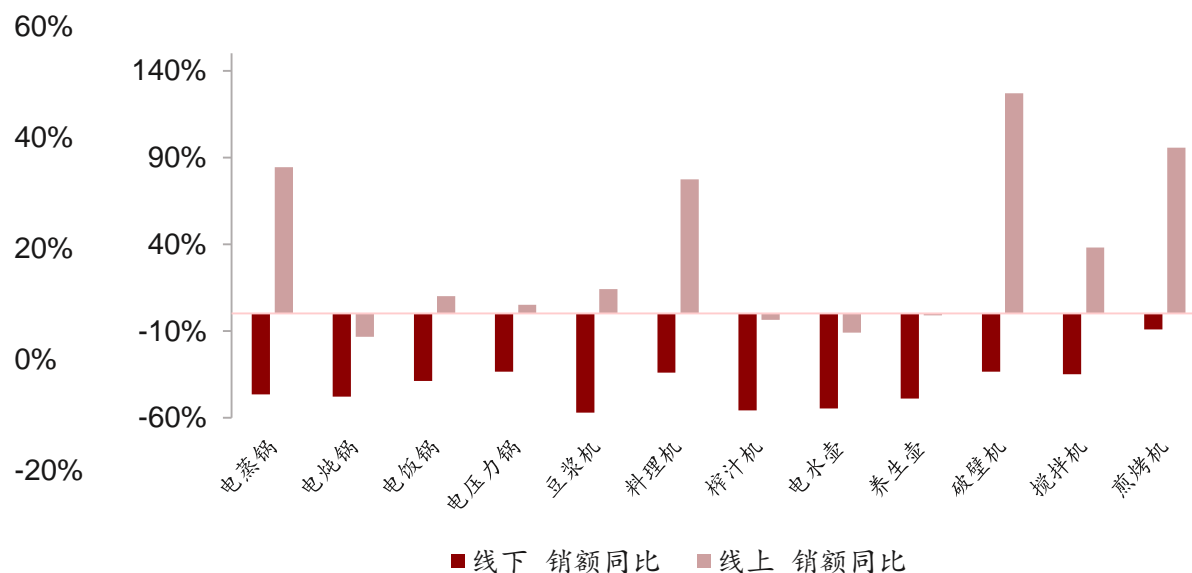
- **小家电规模增速超预期：**2020年1月受到春节和疫情初期的产能和物流隔断影响下，小家电行业同比增速短暂下滑；2月以来，疫情因素导致居民做饭需求逐渐增加，市场需求被释放。阿里电商平台厨房小家电类目4-6月份销售额分别同比增长31.5%、29.5%、46.1%。
- **厨房小家电线上超预期：**以破壁机、煎烤机、料理机为代表的新兴厨房小家电类产品，以线上销售渠道为主，2020年上半年销额同比分别为127.0%、95.6%、77.4%。此外，小熊等新兴厨房小家电品牌主打线上渠道，二季度收入端超预期，厨房小家电行业出现高景气度。

厨房小电行业上半年增长提速



资料来源：淘数据，浙商证券研究所

2020上半年厨房小电线上表现优于线下



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所



- **白电营收改善、利润仍有一定压力**，Q2白电龙头营收环比改善明显，预计H1格力美的海尔营收同比分别为-27.8%/-8.6%/-5%，利润层面，Q2空调终端均价下滑幅度持续收窄，但同比依旧为负，对利润端构成一定影响，预计H1格力美的海尔净利润同比分别为-50.9%/-8.7%/-29.5%；
- **厨电环比改善、表现有所分化**，Q2厨电工程渠道与线上明显复苏，受此拉动老板Q2业绩大概率转正，预计老板H1营收、净利润同比均为-8.5%，而华帝借疫情之机推动渠道调整，出货端受影响较大，Q2业绩仍有较大下滑，预计华帝H1营收、净利润同比分别为-38%/-54%；
- **线上小家电业绩高增长**，受益疫情小家电板块表现靓丽，线上迎来大幅增长，预计线上小家电小熊、新宝H1净利润同比分别为95%/65%，传统小家电龙头线下占比渠道偏高，表现相对弱于小熊新宝，预计H1苏泊尔九阳净利润同比分别为-23%/2%。

家电行业上市公司2020年中报业绩前瞻

|     |      | 2020H1       |        |               |        | 2020Q2       |        |               |        |
|-----|------|--------------|--------|---------------|--------|--------------|--------|---------------|--------|
|     |      | 营收预测<br>(亿元) | 营收增速   | 净利润预测<br>(亿元) | 净利润增速  | 营收预测<br>(亿元) | 营收增速   | 净利润预测<br>(亿元) | 净利润增速  |
| 白电  | 格力电器 | 710.0        | -27.8% | 67.5          | -50.9% | 500.9        | -12.6% | 51.9          | -35.7% |
|     | 美的集团 | 1,411.3      | -8.6%  | 138.7         | -8.7%  | 827.7        | 5.0%   | 90.6          | 0.0%   |
|     | 青岛海尔 | 940.8        | -5.0%  | 36.3          | -29.5% | 509.4        | 0.0%   | 25.6          | -15.0% |
| 厨电  | 老板电器 | 32.3         | -8.5%  | 6.1           | -8.5%  | 19.6         | 5.0%   | 3.7           | 5.0%   |
|     | 华帝股份 | 18.1         | -38.2% | 1.8           | -54.4% | 11.2         | -30.0% | 1.3           | -49.1% |
|     | 浙江美大 | 5.5          | -22.3% | 1.3           | -27.3% | 4.4          | 5.0%   | 1.1           | 5.0%   |
|     | 欧普照明 | 30.4         | -19.5% | 2.8           | -30.9% | 20.1         | -5.0%  | 2.9           | -10.0% |
| 小家电 | 苏泊尔  | 81.6         | -17.0% | 6.5           | -22.9% | 45.8         | 5.0%   | 3.4           | 5.0%   |
|     | 九阳股份 | 43.3         | 3.4%   | 4.1           | 2.0%   | 26.3         | 10.0%  | 2.7           | 10.0%  |
|     | 小熊电器 | 17.2         | 45.0%  | 2.5           | 95.0%  | 9.8          | 76.3%  | 1.5           | 103.9% |
|     | 新宝股份 | 50.5         | 25.0%  | 4.0           | 65.0%  | 31.0         | 43.2%  | 2.7           | 79.7%  |
| 零配件 | 三花智控 | 52.3         | -10.3% | 6.2           | -10.0% | 27.4         | -10.0% | 4.1           | -5.0%  |

资料来源：奥维，浙商证券研究所

# 02

## 下半年展望

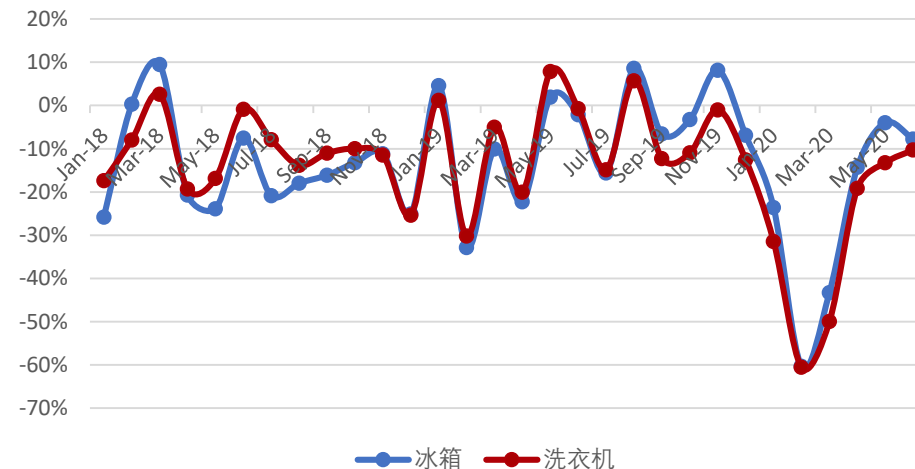
**白电继续回暖，价格向上**

**竣工兑现，厨电向好可期**

**继续看好小家电电商赛道**

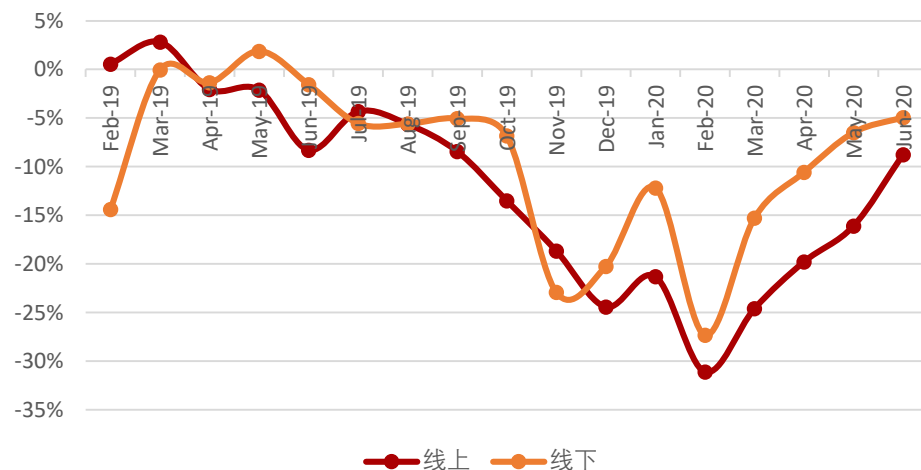
- **空调量价齐升。**6月份空调出货已实现两位数增长，随着生产生活恢复正常推动需求持续向好以及Q2渠道库存去化，预计空调出货端将持续改善；价格层面，在竞争格局重塑基本完成、龙头存在盈利压力的情况下，Q2空调线上线下均价下滑持续收窄，而近期成本端铜价有所上涨，叠加新能效实施，预计下半年空调均价同比转正是大概率事件；
- **冰洗稳健增长。**Q2冰洗零售量均实现正增长，预计下半年将保持稳健增长，将逐步拉动出货端同比转正；价格层面，上半年线上促销叠加占比提升，全渠道均价有个位数下滑，随着线下逐步复苏，预计均价有望逐步转正。

冰洗线下零售量同比情况



资料来源：中怡康，浙商证券研究所

空调线上线下均价同比趋势



资料来源：奥维，浙商证券研究所

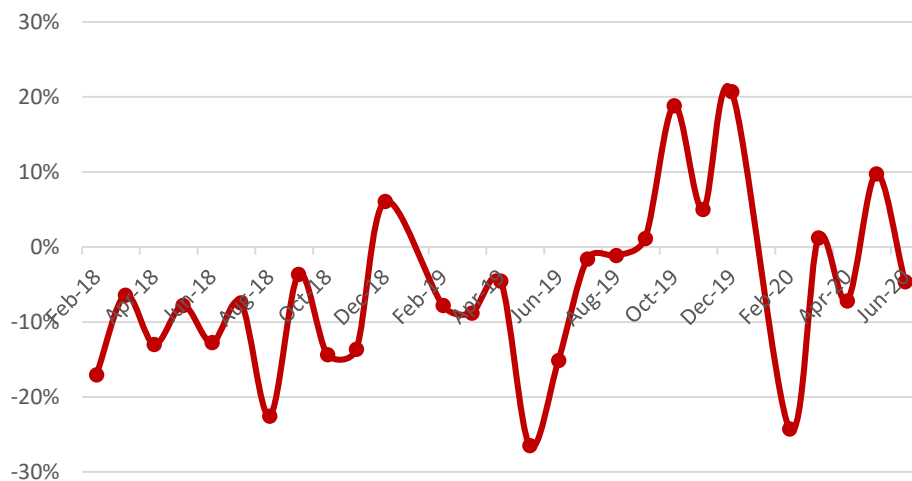
2019版空调新能效标准

| 版本    | 类型    | 计算方法 | 额定制冷量 | 能效等级              |     |     |     |     |     |
|-------|-------|------|-------|-------------------|-----|-----|-----|-----|-----|
|       |       |      |       | 1级                | 2级  | 3级  | 4级  | 5级  |     |
| 新标准   |       |      |       |                   |     |     |     |     |     |
| 2019版 | 定频与变频 | 单冷   | SEER  | CC≤4500W          | 5.8 | 5.4 | 5   | 3.9 | 3.7 |
|       |       |      |       | 4500W < CC≤7100W  | 5.5 | 5.1 | 4.4 | 3.8 | 3.6 |
|       |       |      |       | 7100W < CC≤14000W | 5.2 | 4.7 | 4   | 3.7 | 3.5 |
|       |       | 冷暖   | APF   | CC≤4500W          | 5   | 4.5 | 4   | 3.5 | 3.3 |
|       |       |      |       | 4500W < CC≤7100W  | 4.5 | 4   | 3.5 | 3.3 | 3.2 |
|       |       |      |       | 7100W < CC≤14000W | 4.2 | 3.7 | 3.3 | 3.2 | 3.1 |
|       |       |      |       |                   |     |     |     |     |     |

资料来源：浙商证券研究所整理

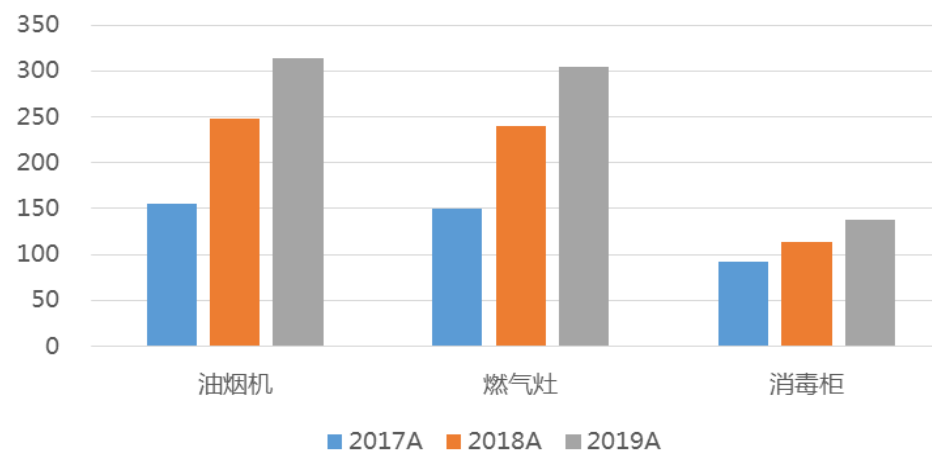
- **预计下半年地产竣工将有好转：**厨电关注点仍在于地产竣工，随着交付周期到来，19Q4住宅竣工面积增长明显，此后节奏被疫情打乱，今年上半年竣工面积同比下滑9.8%，预计下半年竣工口径将持续好转；
- **工程渠道继续高增长，零售渠道也将有改善：**在精装修比例持续提升的背景下，随着交付到来、住宅竣工持续改善，工程渠道有望持续高增长，成为厨电行业增长亮点；此外，零售端线上线下也将受益于竣工周期，预计下半年零售渠道增速将逐步转正。

住宅竣工面积同比情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

烟灶消精装修配套需求（万台）



资料来源：奥维，浙商证券研究所

- **看好下半年景气度延续：**2020年上半年小家电线上、线下表现分化的局面渐显，线上增长明显优于线下。我们认为这种行情会延续至下半年，疫情催化下，小家电依托电商赛道将延续当前的高景气度，市场规模高速扩张。拥有优质研发创新能力兼具拥抱电商赛道的小家电品牌，积极布局新兴电商平台，受益于社交电商的流量红利，抢占电商赛道快速扩张，我们预计未来几年高增长仍将保持。
- 看好小家电电子板块，个股方面看好依托社交电商新兴崛起的小熊电器、新宝股份。

厨房小电板块主要上市公司盈利预测和估值

|           |      |       | 每股收益EPS |      |      | 市盈率PE |      |      |
|-----------|------|-------|---------|------|------|-------|------|------|
| 代码        | 公司   | 收盘价   | 20E     | 21E  | 22E  | 20E   | 21E  | 22E  |
| 002242.SZ | 九阳股份 | 35.75 | 1.20    | 1.40 | 1.60 | 29.8  | 25.5 | 22.3 |
| 002032.SZ | 苏泊尔  | 78.88 | 2.42    | 2.79 | 3.10 | 32.6  | 28.3 | 25.4 |
| 002705.SZ | 新宝股份 | 43.72 | 1.15    | 1.40 | 1.70 | 38.0  | 31.2 | 25.7 |
| 002035.SZ | 小熊电器 | 153.4 | 2.67    | 3.35 | 4.13 | 57.5  | 45.8 | 37.1 |

资料来源：每股收益取自Wind一致预期，股价截至2020年7月17日

# 03

## 渠道变革

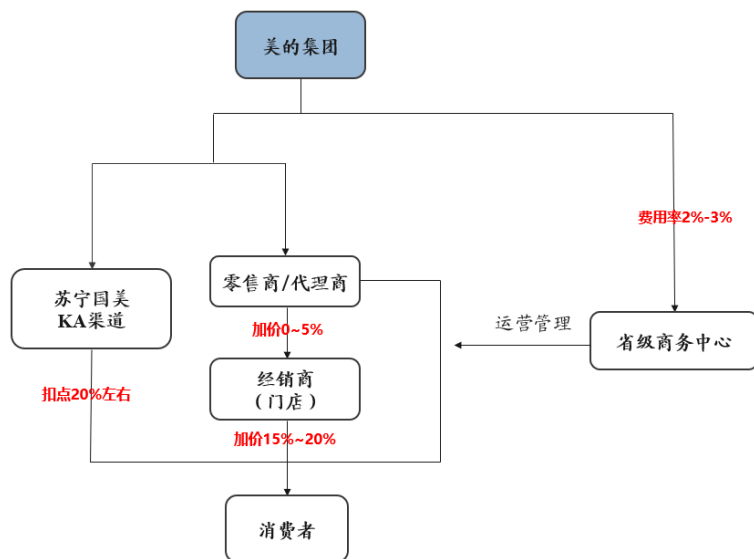
渠道推进调整的背景

渠道变革的三个方向

展望：龙头再次启航

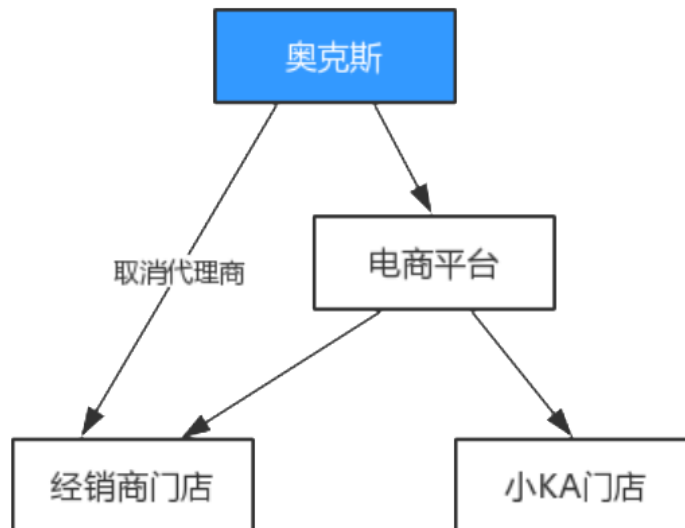
- **渠道正在起变化：**近几年家电行业增长放缓，竞争有所加剧，其中渠道成为竞争的重要手段之一，无论是龙头美的，还是奥克斯等小品牌，均借助渠道层面的变革抢占了先机，而格力海尔等龙头也开始跟进；
- **为什么渠道变革愈演愈烈？第一，存量时代到来，**经过16-17年的地产红利之后，18年以来白电厨电等品类进入低速增长阶段，无论是地产还是居民收入等因素，均难以支撑家电需求短期内重回高增长，企业只有通过抢份额才能实现增长；
- **第二，渠道新模式出现，**此前龙头渠道壁垒深厚，渠道覆盖度、渠道数量与质量均占据显著优势，而渠道互联网化打破了空间限制，电商、网批、新零售下沉等新模式不断涌现，导致龙头原有渠道优势被削弱；
- **第三，部分企业抢得先机，竞争加剧，**部分企业率先变革，通过T+3等渠道管理，提升渠道效率、压缩渠道加价率，另一方面，借助电商与新零售实现一定程度的弯道超车；**此外，疫情倒逼，**今年突发的疫情也使得渠道调整更加容易推进。

美的变革后的渠道体系



资料来源：浙商证券研究所

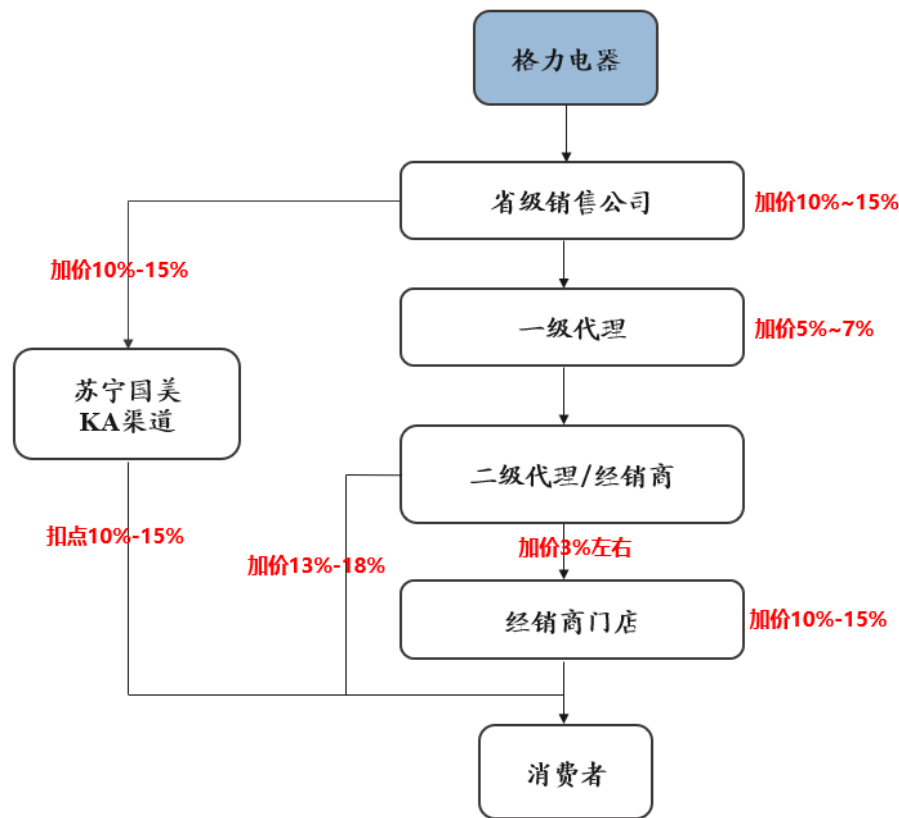
奥克斯网批模式一览



资料来源：浙商证券研究所

- **渠道变革核心方向是什么？** 我们看到，不同品类、不同公司渠道变革侧重点有所不同，总体而言我们认为渠道变革主要有三个层面：
- **第一，砍掉中间层级。** 过去家电渠道环节较多，在工厂与消费者之间，有3-4级渠道，导致渠道总加价率较高，因此，砍掉中间的批发环节、聚焦零售，进而削减渠道加价率，逐步成为渠道变革的重要方向之一，例如美的将省级销售公司转变为运营中心，厨电企业砍掉经销商批发职能等；
- **第二，提升渠道效率。** 此前家电渠道效率较低，尤其是以空调为代表的压货模式，渠道日常高库存运行，周转缓慢，而加快渠道周转，将推动经销商仓储、资金占用等费用下降，进而实现渠道总加价率下降；
- **第三，挤出跑冒滴漏。** 家电渠道存在管理不够精细、利益漏出的问题，例如格力省级销售公司层级存在一定跑冒滴漏现象，近期格力更换部分销售公司管理层，加强对主要销司的管理，未来销售公司层级将逐步透明化，漏出利益有望逐步回归总部。

格力传统渠道体系一览



资料来源：浙商证券研究所



- 展望未来，随着渠道变革的深入推进，我们认为以下几点值得期待：
- **首先，白电龙头夺回渠道优势：**通过渠道效率提升、削减中间层级，龙头渠道加价率将会压缩，节约的加价率将主要让渡给消费者，使得产品价差回归至正常水平，在品牌壁垒、成本优势这两大护城河保持稳固之下，渠道改革将推动龙头市占率进一步提升；
- **其次，漏出利益回归上市公司：**随着对渠道跑冒滴漏的管控加强，漏出利益将回归总部，格力等龙头公司利润有望得到增厚。
- **此外，关注厨电企业渠道变革进展：**部分厨电企业也开始推进扁平化的渠道改革，削减批发环节、聚焦零售端，其带来的渠道资源层面、产品价格竞争力层面的变化值得重视。

# 04

## 重点个股

格力电器

海尔智家

老板电器

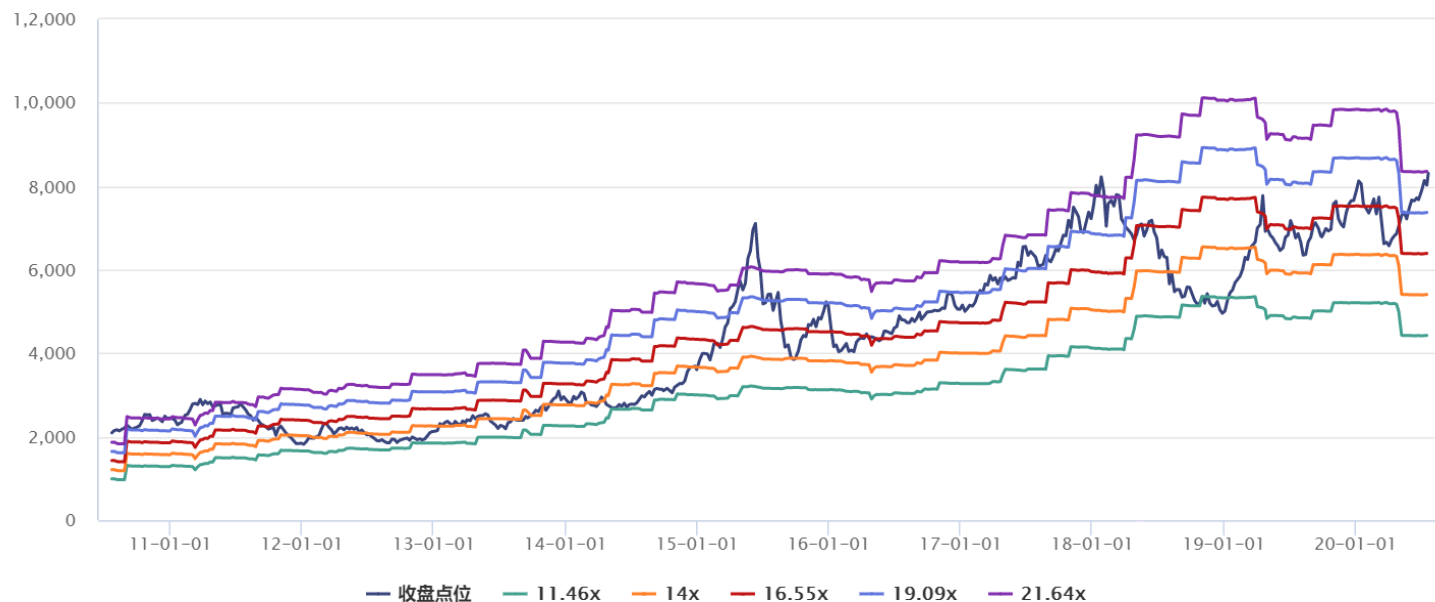
小熊电器

新宝股份

- **家电板块处于估值中枢70%水位**：从PE-band来看，当前家电板块估值处于估值中枢的100%，不过短期疫情影响Q1业绩，导致估值有所失真，对比19年业绩来看，当前板块估值处于估值中枢70%，板块估值相对便宜；
- **龙头估值有提升空间**：同样由于疫情影响短期业绩，使得20年估值偏高，对应当前股价格力、美的、海尔20年PE分别为15、19、16倍，而对应相对客观的21年业绩PE分别为12、17、14倍，其中格力、海尔估值仍有一定提升空间。

家电板块PE-band情况

家用电器(申万) (801110.SI) - PE/PB Bands

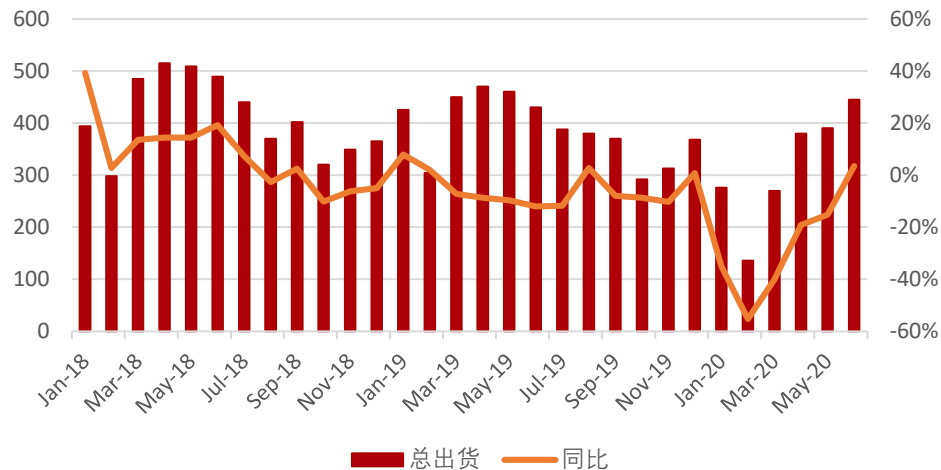


资料来源：Wind，浙商证券研究所

- **自下而上精选个股**：总的来看，下半年白电厨电基本面继续向好，但大幅超预期的概率不大，而部分龙头估值有提升空间，因此，下半年选股思路建议自下而上精选基本面有 $\alpha$ 的个股；
- **龙头推荐格力、海尔、老板**：白电板块重点推荐渠道变革推进的格力电器、管理改善的海尔智家，厨电板块重点推荐工程业务高增长的老板电器；
- **小家电依旧看好高成长**：疫情后期基本面需求回暖趋势明显，小家电下半年高景气度延续，我们对下半年小家电市场的供给端和需求端的判断较市场更为乐观。当前市场新需求叠加新流量，拥抱电商赛道的小家电品牌成长性强，盈利能力将继续提升，看好小熊电器、新宝股份；

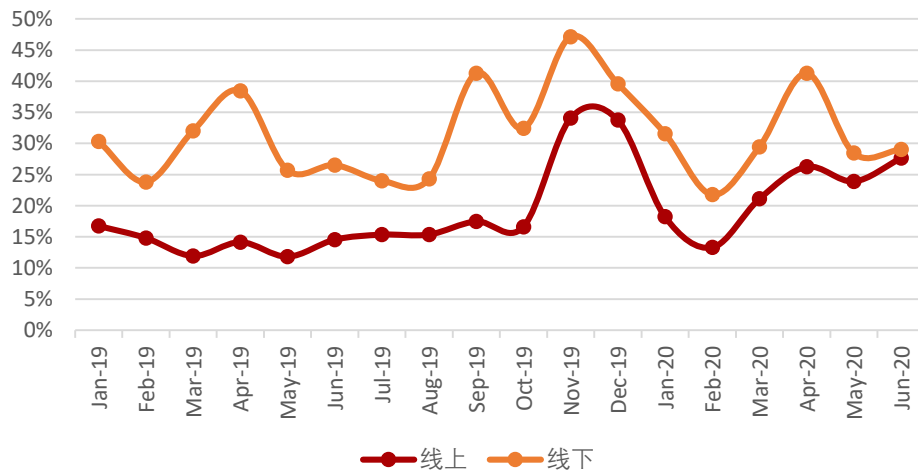
- **核心逻辑：渠道变革有望超预期，看好份额提升、业绩改善**
- **公司核心看点在于渠道变革带来的改善逻辑**，一方面，渠道效率提升、加价率下降将使得公司与竞品的价差回归正常水平，市场份额有望回升，另一方面，变革也将使得销售公司利益回归总部，增厚上市公司业绩；
- 全球低利率环境之下，格力高股息价值凸显，疫情导致19年度分红低于预期，不过存在中期分红可能性，根据混改方案格力分红最低50%，股息率将超过4%；预计20、21年EPS分别为3.83、4.83元，对应PE分别为15、12倍，“买入”评级。

格力空调出货及同比情况



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

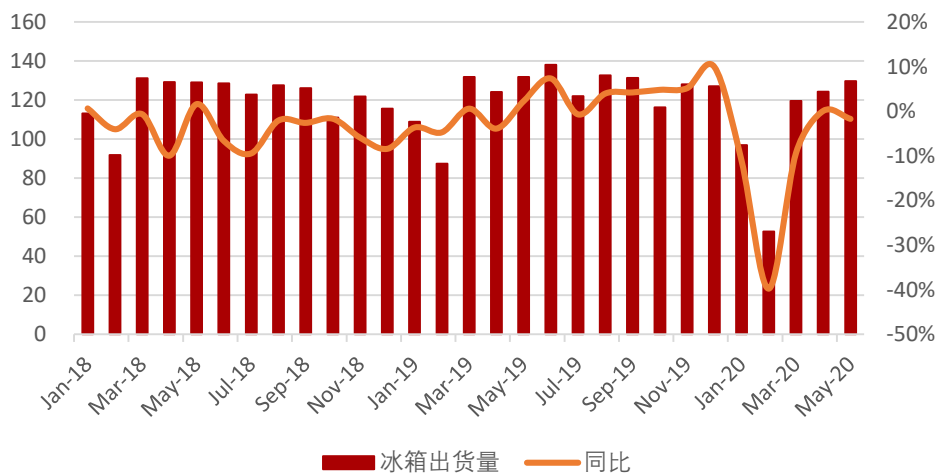
格力线上线下零售量市占率情况



资料来源：奥维，浙商证券研究所

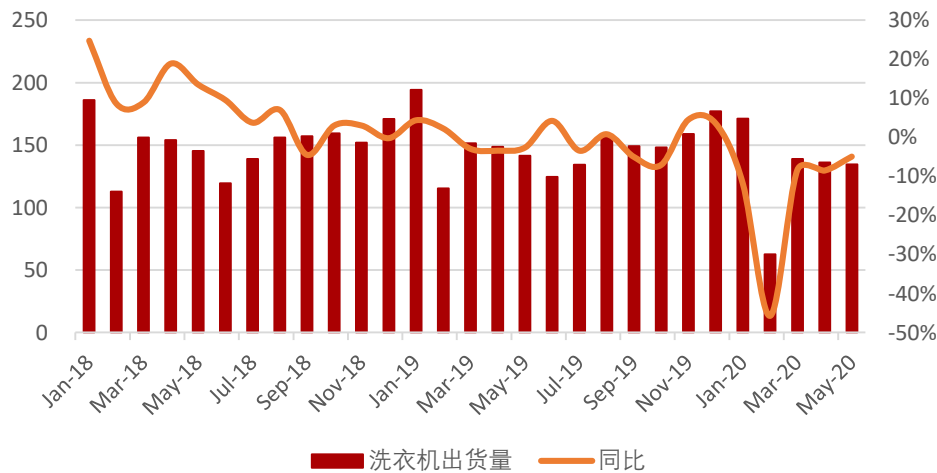
- **核心逻辑：管理改善渠道优化、高端家电卡萨帝表现有望超预期**
- 公司的核心看点在于：**第一，管理改善渠道优化**，一方面通过精简SKU有效降低总部成本，另一方面，通过统仓统配、聚焦零售的渠道优化战略，降低渠道竞争以及经销商层级的毛利空间，压缩渠道加价空间；
- **第二，高端卡萨帝业务的高增长**，过去三年卡萨帝复合增速35%-40%，表现抢眼，在高端消费持续增长背景下，借助全球领先技术，卡萨帝有望继续维持较好增长，并进一步蚕食外资品牌市场份额。
- 此外，随着疫情影响减弱，海外业务也有望逐步回归正常发展轨道；综上，预计20、21年EPS分别为1.08、1.25元，对应PE分别为16、14倍，建议积极布局。

海尔冰箱总出货及同比



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

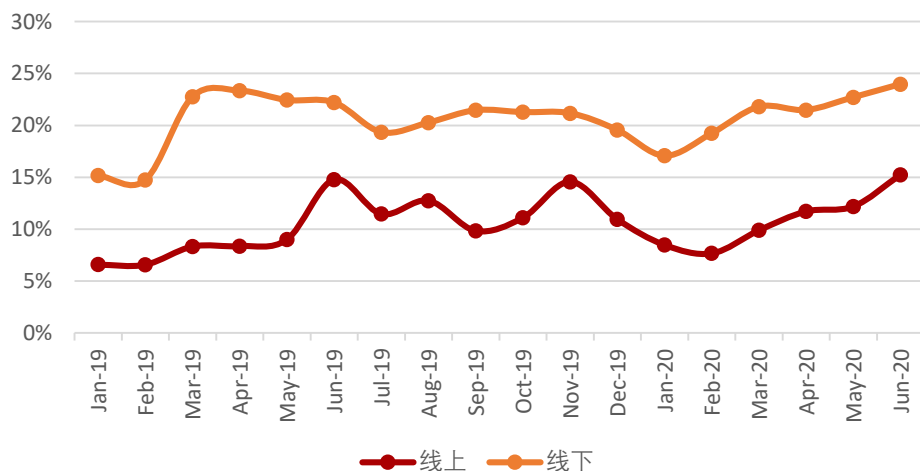
海尔洗衣机总出货及同比



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

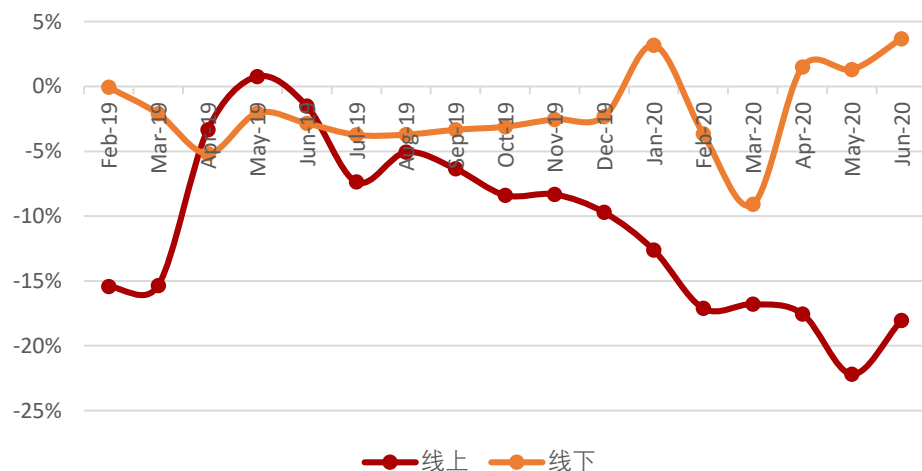
- **核心逻辑：竣工表现有望超预期，公司B端、C端均受益**
- 短期来看，随着过去两年开盘的精装修楼盘进入厨电安装环节，公司B端业务恢复较好，此外，电商渠道也有一定增长；展望下半年，地产竣工有望超预期，看好公司B端、C端业务进一步增长；
- 中长期来看，随着精装修比例持续提升，集中度更高的工程B端有望拉动公司规模增长、份额提升，同时凭借规模效应、品牌优势，公司盈利能力有望保持稳定，看好B端拉动公司进入新一轮增长。
- 预计公司20、21年EPS分别为1.76、1.97元，对应PE分别为22、19倍，增持评级。

老板油烟机线上线下零售量市占率情况



资料来源：奥维，浙商证券研究所

油烟机行业线上线上均价同比

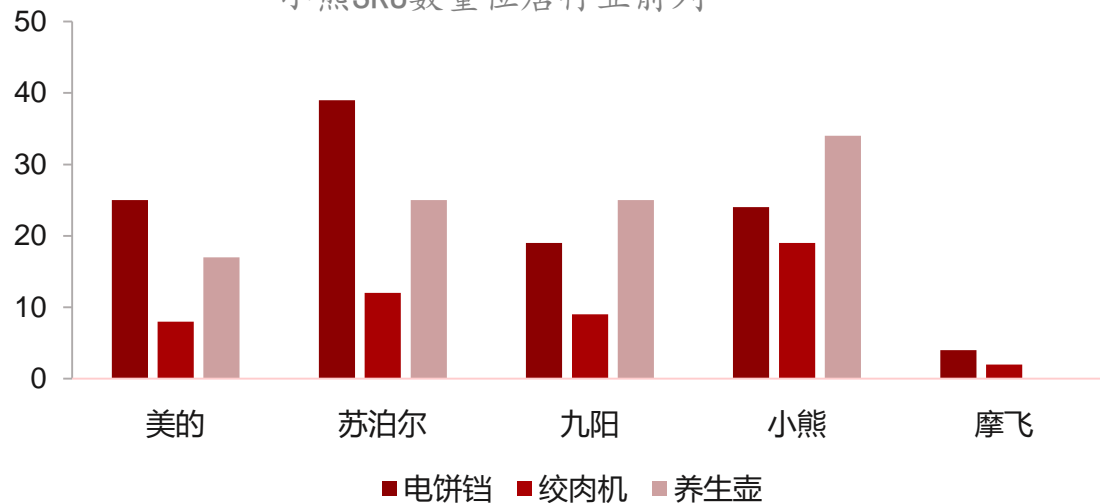


资料来源：奥维，浙商证券研究所

## 04 小熊电器：坚持产品多样化，电商赛道抢占市场

- **坚持产品多样化。**公司产品品类丰富，目前有400款以上型号产品对外销售，产品适用对象涵盖婴幼儿、青年、中老年人群，既有电火锅、榨汁机等传统厨具，也有三明治机、空气炸锅等网红新品，在长尾产品类覆盖全面，满足消费者在不同阶段和场景对创意小家电的需求。
- **电商赛道精准定位产品。**主攻线上渠道，性价比高，凭借创意设计、智能技术、高颜值等特点满足新消费需求，获得了非同凡响的市场反馈。

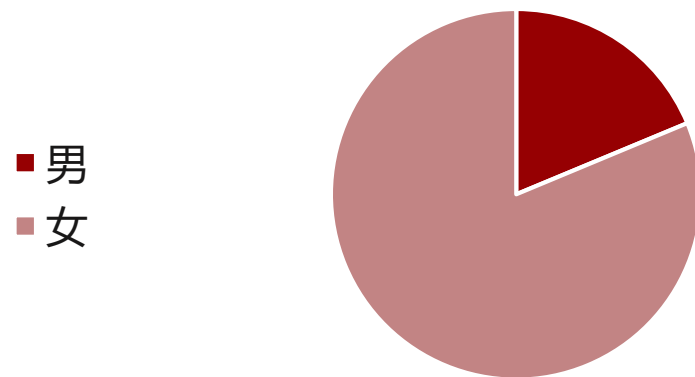
小熊SKU数量位居行业前列



在售品类繁多



小熊6月用户性别分布，受年轻女性白领青睐

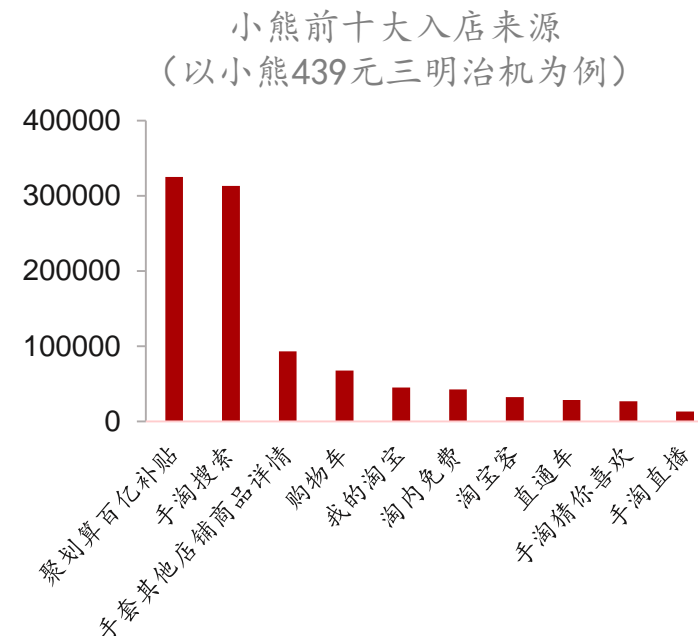


资料来源：淘数据，浙商证券研究所



# 04 小熊电器：千人千面精准定位，社交电商吸引流量

- **千人千面精准定位：**淘宝千人千面新算法利好小熊等新兴品牌。小熊电器定位多样，通过不同的差异化标签吸引到不同的用户画像，相比美九苏更清晰独立，而美的、九阳等大品牌用户画像比较单一，流量易被分流。
- **社交电商吸引流量：**营销拉动用户浏览概率，小熊在小红书等火爆的社交媒体上更加活跃，分享产品用户体验，安利种草给大众，结合千人千面的算法，用户在小红书等社交媒体上的浏览记录会影响淘宝的首页推荐，小熊被推荐的可能性大大增加。

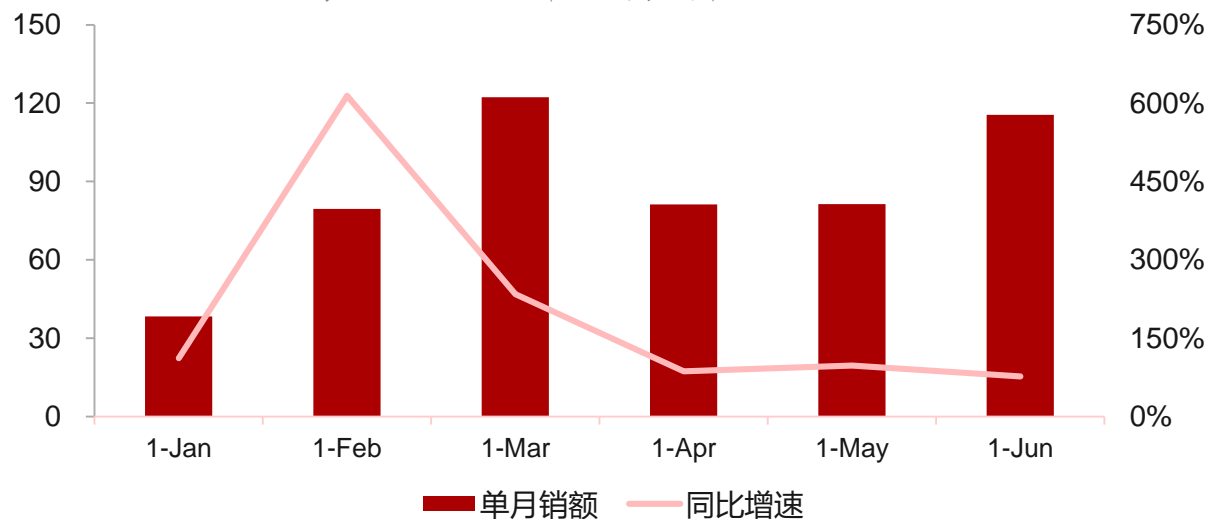


美九苏用户品牌偏好相似，小熊用户画像相对独立



- **从ODM到OBM的华丽转身，疫情催化保增长。**上半年新宝股份的自主品牌摩飞处在高速发展阶段。随着疫情的蔓延，欧美等国家对厨房、家居等小家电需求有所增加，国内居民也更加注重居家做美食，对多功能锅、烤箱、绞肉机、电热便当盒等小家电需求旺盛，加上公司采取“爆款产品+内容营销”的方法，快速推动公司品牌业务发展。上半年，公司预计海外销售收入同比增长约9%，国内销售收入同比增长约90%，下半年收入有望维持较好增长。
- **高毛利率，享受社交电商红利空间大。**摩飞在新兴小家电品牌中具有较高的经销毛利，且本身有较强的社交电商基因，更易享受社交电商红利。通过在线上直播与社交电商相融合，将线上购物体验沉浸化趋势又向前推进一步。下半年线下向线上转移的消费习惯逐渐稳定，线上渠道占比将进一步提升，直播转化率也会逐步提高，摩飞将得益于新型营销方式和渠道将继续在电商赛道上快速发展。

摩飞天猫2020年1-6月销售数据（百万）



资料来源：淘数据，浙商证券研究所

摩飞线上毛利空间更大，享受社交电商红利

|     | 线上经销商毛利空间 (%) |
|-----|---------------|
| 摩飞  | 40%-50%       |
| 美九苏 | 40%+          |
| 小熊  | 20%-25%       |

资料来源：浙商证券研究所

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>