

行业研究/专题研究

2020年09月04日

行业评级:

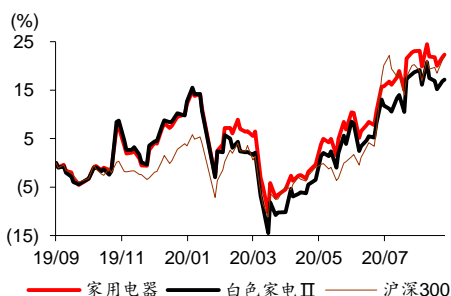
家用电器 增持(维持)
白色家电 II 增持(维持)

林寰宇 SAC No. S0570518110001
研究员 linhuanyu@htsc.com
王森泉 SAC No. S0570518120001
研究员 SFC No. BPX070
0755-23987489
wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1《美的集团(000333 SZ,买入): Q2 经营明显恢复, 高效渠道铸就优势》2020.08
- 2《格力电器(000651 SZ,买入): 主动稳步调整, 分红回报股东》2020.08
- 3《华帝股份(002035 SZ,买入): 线下、电商承压, H1 表现欠佳》2020.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

需求修复有望进入快车道

家电行业 2020 年中报总结

行业至暗时刻已过, 从报表修复及预期看投资价值, 维持增持评级

家电行业财务报表有望继续修复, 各子板块中财务报表修复预期较强, 且仍有行业发展空间的个股, 在修复期表现或更好。疫情冲击对于家电内销业务影响已经较充分消化, 且海外经济活动也逐步恢复, 后续疫情影响有望继续减弱, 我们预计 2020H2 各家电子板块景气度有望继续修复, 其中地产销售的恢复或进一步驱动地产后周期产品需求加速好转, 继续优选白电、小家电、厨电龙头。

行业景气回升, 2020Q2 收入同比持平

行业低景气周期下, 行业迎来部分低效企业出清, 行业生态优化, 短期来看 2020H2 地产需求预期回暖, 滞后影响有望逐步体现到家电零售端, 中长期来看, 国内人均消费实力的提升, 为优质家电继续普及和更新发展提供了广阔市场空间。2020Q2 家电板块收入规模已经基本持平 2019 年同期, 国内市场疫情冲击大幅减弱, 线下消费缓慢恢复, 而线上消费依然保持高位, 而外销市场由于海外工厂缓慢复工, 部分订单加速向中国优势家电代工企业集中, 海外销售表现较好。

净利润弹性更大, 2020Q2 归母净利润下滑幅度大于收入

面临频繁的线上促销、固定成本费用支出压力, 家电板块归母净利润增速表现大幅弱于收入。Wind 数据显示, 2020H1 申万家电板块共实现归母净利润 293.23 亿元, YOY-31.6%, 2020Q2 实现归母净利润 208.39 亿元, YOY-17.3%。随着收入恢复的预期增强, 2020H2 净利润或能恢复增长。龙头企业具备更强的风险应对能力, 部分企业以疫情为契机, 战略性进行企业内部变革、减少企业组织冗余, 有助于提升长期盈利能力。

成本出现回升压力

2020H1 原材料价格虽较低, 但家电需求偏弱, 部分子行业竞争格局有所恶化, 提升市场份额的压力明显增大, 企业更倾向于让利消费者, 进行大规模促销活动, 整体毛利率并未呈现出明显好转。2020 年 7-8 月部分原材料价格已经呈现同比回升, 我们认为后续让利促销活动或有所减弱。

2020H2 继续关注白电龙头、工程优势厨电、重点线上小家电

行业收入规模进入筑底回升阶段, 我们认为家电板块长期投资价值未发生变化, 维持行业增持评级。细分板块中, 关注主动调整积极、驱动渠道去库存, 且已经度过最暗时刻的格力电器; 具备产品、效率、全球优势, 且战略执行力突出的美的集团; 继续对内提效、聚焦主业, 有望实现更优组织效率和盈利能力的海尔智家。工程订单稳定、高端产品领先, 有望充分受益于地产后周期的老板电器; 海外需求提升, 国内“爆款产品+内容营销”策略清晰, 产品、渠道、营销均有优势的新宝股份。

风险提示: 疫情继续冲击及经济下行; 地产销售下滑; 原材料及汇率不利波动。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	目标价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000333 CH	美的集团	70.93	买入	83.82	3.45	3.81	4.24	4.67	20.56	18.62	16.73	15.19
000651 CH	格力电器	54.75	买入	67.86	4.11	3.77	4.29	5.36	13.32	14.52	12.76	10.21
600690 CH	海尔智家	21.30	买入	26.20	1.25	1.31	1.46	1.64	17.04	16.26	14.59	12.99
002508 CH	老板电器	38.69	买入	48.60	1.68	1.80	2.11	2.41	23.03	21.49	18.34	16.05
002705 CH	新宝股份	43.18	买入	49.60	0.86	1.24	1.49	1.70	50.21	34.82	28.98	25.40

资料来源: 华泰证券研究所

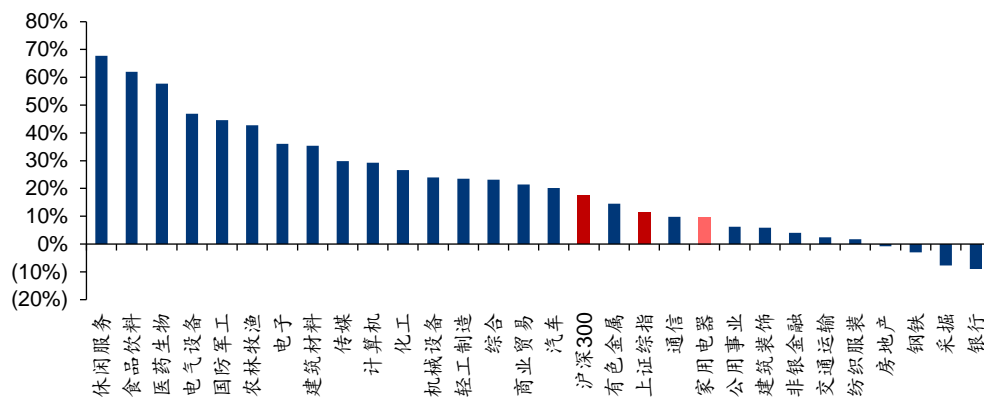
正文目录

需求筑底回升，Q2 收入态势积极	3
2020Q2 收入增速筑底回升	6
2020Q1/Q2 家电线上消费引领市场，终端及装修要求较低的产品率先恢复	7
2020H1 行业净利润表现弱于收入	9
疫情冲击考验行业韧性，2020Q2 小家电及黑电已恢复归母净利润同比增长	9
2020H1 毛利率均有所下滑	10
2020H2 原材料价格或面临压力	11
线上面临促销压力，产品均价均有明显下滑	12
外贸环境、汇率不确定性或仍将延续	13
期间费用率同比下行，准则及企业策略影响下，销售费用率大幅下降	13
2020H1 经营活动现金流净额大幅回落	15
2020H1 存货占比同比小幅提升，关注后续存货减值变化	16
2020Q2 龙头景气恢复，收入增速明显回升	17
2020Q2 家电龙头企业中，小家电及黑电收入及净利润表现继续领先	17
2020Q2 仅部分小家电及黑电龙头企业毛利率提升	17
2020Q2 受到净利润率及资产周转率影响，ROE 承压	18
后续家电展望，看好地产后周期以及线上优势企业表现	19
白电：空调关注新冷年情况，冰洗海外需求或成为主要拉动力	19
小家电：继续看好具备线上渠道优势企业	19
厨电：地产后周期需求有望带动厨电恢复	19
黑电：面板价格回升或对黑电企业盈利形成压力	20
重点公司观点	20
格力电器（000651 CH，买入，67.86 元）：主动稳步调整，分红回报股东 ...	20
美的集团（000333 CH，买入，83.82 元）：Q2 经营明显恢复，高效渠道铸就优	20
势	20
海尔智家（600690 CH，买入，26.20 元）：家电“大船”态势积极，Q2 收入同	20
比增	20
老板电器（002508 CH，买入，48.60 元）：新品表现优秀，Q2 恢复增长	21
新宝股份（002705 CH，买入，49.60 元）：爆款策略执行有效，H1 净利+79%	21
.....	21
风险提示	22

需求筑底回升，Q2 收入态势积极

2020 年初以来，家电板块（申万）股价表现落后，截止 2020 年 8 月 31 日，家电板块 2020 年累计上涨 9.7%，在 28 个申万子行业中排名第 19。板块营收及净利润增速表现均不突出，可选耐用品需求偏弱、消费延后，整体家电指数表现偏弱。

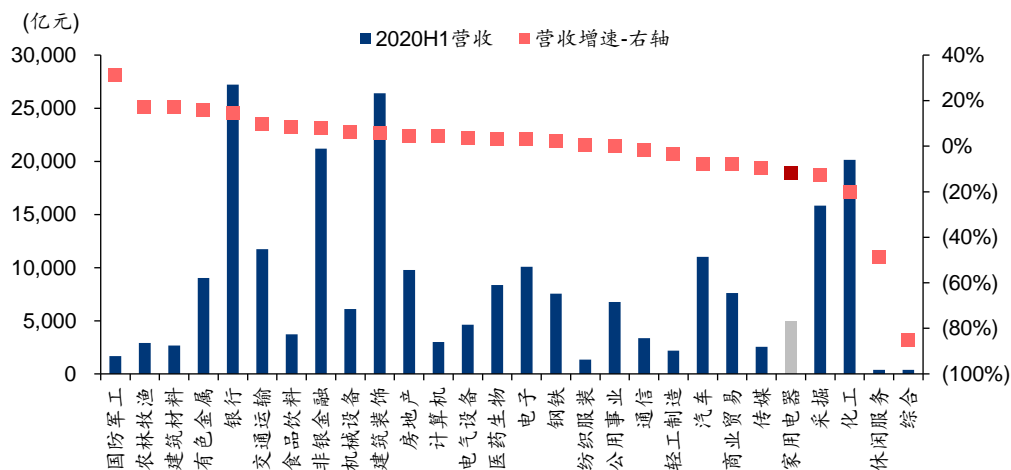
图表1： 2020 年以来（2020 年 1 月 1 日至 8 月 31 日），家电板块（申万）涨幅较低



资料来源：Wind、华泰证券研究所

依据申万一级行业分类，2020H1 家电板块营业总收入同比增速为-11.4%（排名 24 位），疫情下，可选耐用消费品需求（家电、休闲服务、汽车、轻工）大幅弱于必需消费（食品饮料、农林牧渔、纺织服装），且家电行业仍受到地产后周期影响，且线上促销频繁、部分产品（空调等）积极去库存，均价下滑明显，收入增速并不突出。

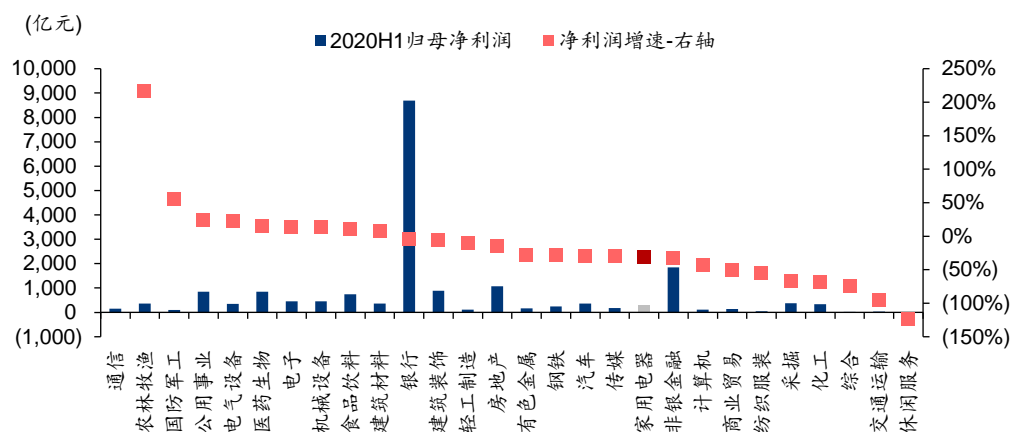
图表2： 2020H1 申万行业板块收入增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

依据申万一级行业分类，对比 28 个申万行业，2020H1 家电板块归母净利润同比增速为-31.6%，在 28 个行业中位列 19 位。家电板块收入同比大幅下降，部分费用开支固定，可选耐用消费品均呈现出净利润增速弱于收入增速的特点。

图表3： 2020H1 申万行业板块归母净利润增速

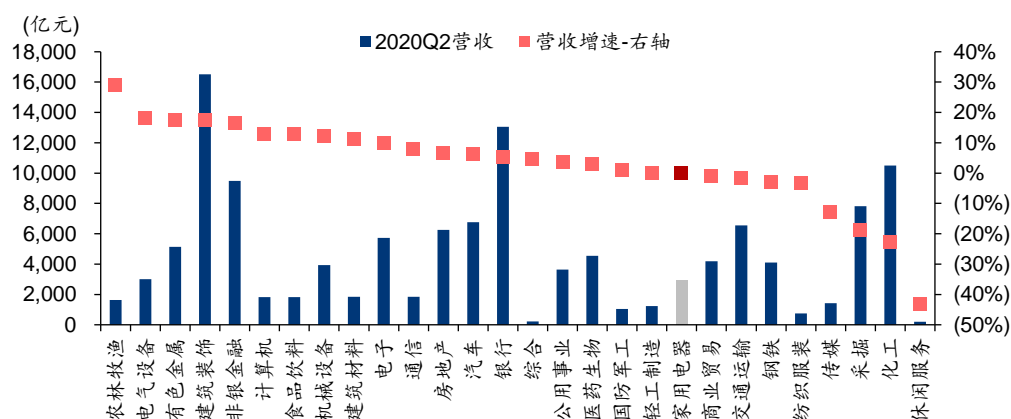


注：图中剔除极值，通信板块归母净利润同比增速分别为 1213.5%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

依据申万一级行业分类, 2020Q2 家电板块营业总收入同比增速为-0.02%, 降幅较 2020Q1 大幅收窄 (同比-24.1%), 整体申万行业中排名第 20 位。可选耐用消费品中仅汽车、轻工恢复同比增长, 必需消费中食品饮料、农林牧渔依然表现较为突出。

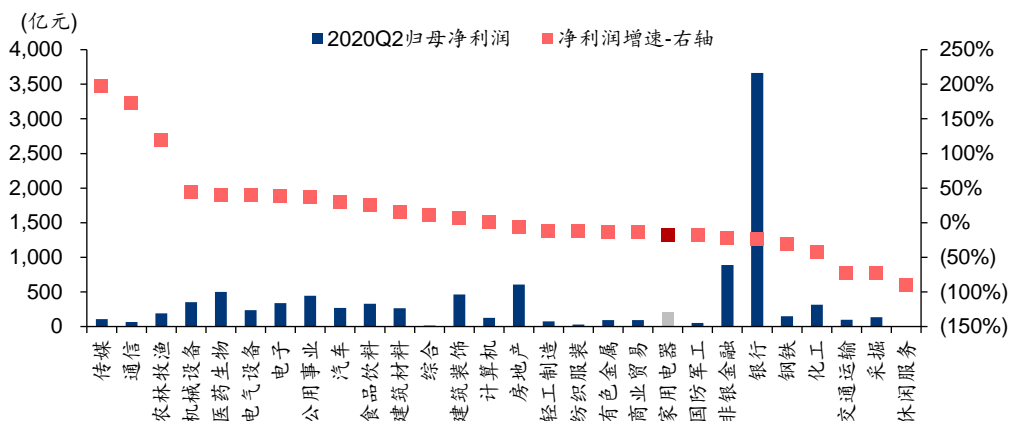
图表4： 2020Q2 申万行业板块收入增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q2 家电板块归母净利润同比增速为-17.3%, 整体申万行业中排名第 20 位, 消费品中仅农林牧渔、汽车、食品饮料实现归母净利润同比增长。

图表5：2020Q2 申万行业板块归母净利润增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

基于申万家电板块指数成分股（未包括 2020 年 6、7 月新纳入指数成分股的奥普家居及北鼎股份），我们将其中 58 家上市公司分为白电（9 家）、厨电（5 家）、黑电（10 家，主要包括电视机、机顶盒厂商）、小家电（13 家）、上游（21 家，主要包括家电零部件企业）。

图表6：申万家电板块上市公司行业分类表

行业	代码	公司	评级	目标价（元）	行业	代码	公司	评级	目标价（元）
白电	000333 CH	美的集团	买入	83.82	黑电	000016 CH	深康佳 A	无评级	-
白电	000521 CH	长虹美菱	无评级	-	黑电	000801 CH	四川九洲	无评级	-
白电	000651 CH	格力电器	买入	67.86	黑电	000810 CH	创维数字	买入	15.84
白电	000921 CH	海信家电	增持	18.56	黑电	002052 CH	同洲电子	无评级	-
白电	002668 CH	奥马电器	无评级	-	黑电	002429 CH	兆驰股份	买入	9.28
白电	600336 CH	澳柯玛	无评级	-	黑电	002519 CH	银河电子	无评级	-
白电	600690 CH	海尔智家	买入	26.20	黑电	002848 CH	高斯贝尔	无评级	-
白电	600854 CH	春兰股份	无评级	-	黑电	600060 CH	海信视像	增持	15.41
白电	600983 CH	惠而浦	无评级	-	黑电	600839 CH	四川长虹	无评级	-
厨电	002035 CH	华帝股份	买入	13.87	黑电	603996 CH	ST 中新	无评级	-
厨电	002508 CH	老板电器	买入	48.60	上游	000404 CH	长虹华意	无评级	-
厨电	002543 CH	万和电气	无评级	-	上游	002011 CH	盾安环境	无评级	-
厨电	002677 CH	浙江美大	买入	21.06	上游	002050 CH	三花智控	增持	25.58
厨电	603366 CH	日出东方	无评级	-	上游	002290 CH	*ST 中科	无评级	-
小家电	002032 CH	苏泊尔	买入	98.05	上游	002418 CH	康盛股份	无评级	-
小家电	002242 CH	九阳股份	买入	51.20	上游	002420 CH	*ST 毅昌	无评级	-
小家电	002403 CH	爱仕达	无评级	-	上游	002676 CH	顺威股份	无评级	-
小家电	002473 CH	圣莱达	无评级	-	上游	002860 CH	星帅尔	无评级	-
小家电	002614 CH	奥佳华	无评级	-	上游	300160 CH	秀强股份	无评级	-
小家电	002705 CH	新宝股份	买入	49.60	上游	300217 CH	东方电热	无评级	-
小家电	002723 CH	金莱特	无评级	-	上游	300249 CH	依米康	无评级	-
小家电	002759 CH	天际股份	无评级	-	上游	300342 CH	天银机电	无评级	-
小家电	002959 CH	小熊电器	买入	167.01	上游	300403 CH	汉宇集团	无评级	-
小家电	300247 CH	融捷健康	无评级	-	上游	300475 CH	聚隆科技	无评级	-
小家电	603355 CH	莱克电气	买入	35.84	上游	600619 CH	海立股份	无评级	-
小家电	603579 CH	荣泰健康	无评级	-	上游	603519 CH	立霸股份	无评级	-
小家电	603868 CH	飞科电器	增持	61.56	上游	603578 CH	三星新材	无评级	-
					上游	603657 CH	春光科技	无评级	-
					上游	603677 CH	奇精机械	无评级	-
					上游	603726 CH	朗迪集团	无评级	-
					上游	300272 CH	开能健康	无评级	-

注：评级与目标价为华泰预测

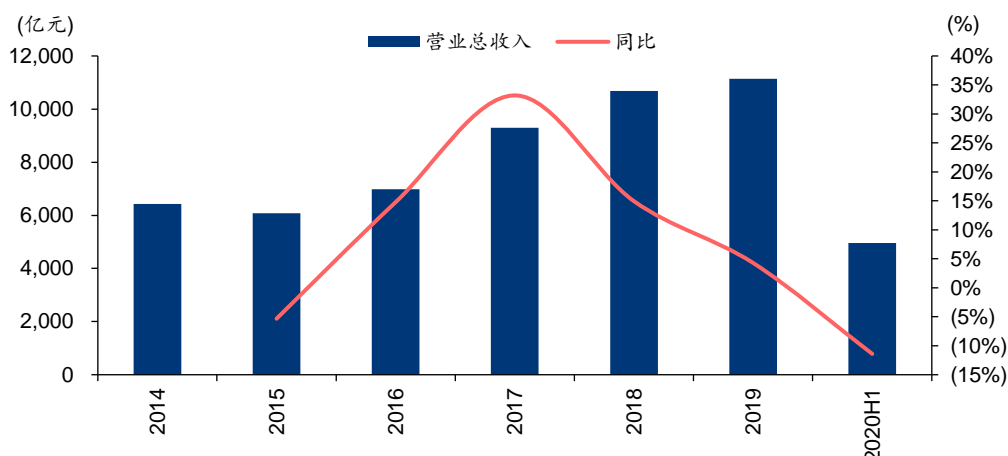
资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

2020Q2 收入增速筑底回升

2020H1 整体家电板块上市公司收入增速依然为双位数下滑，但 2020Q2 收入增速已经明显好转，国内市场疫情冲击大幅减弱，线下消费恢复，而线上消费依然保持高位，外销市场由于海外工厂缓慢复工，导致部分订单加速向中国优势家电代工企业转移，海外销售表现较好。Wind 数据显示，2020H1 申万家电板块实现营业总收入 4958.79 亿元，YOY-11.41%，2020Q2 实现营业总收入 2953.47 亿元，同比基本持平（同比-0.02%）。

2020Q2 家电消费流量向线上聚集，具备线上优势的企业，均实现收入同比增长。随着国内疫情得到控制，地产后周期影响逐步显现，板块内部来看，我们预计地产后周期属性更强的企业，2020H1 收入恢复情况或更好。

图表7： 疫情冲击下，2020H1 家电板块营业总收入同比增速回落

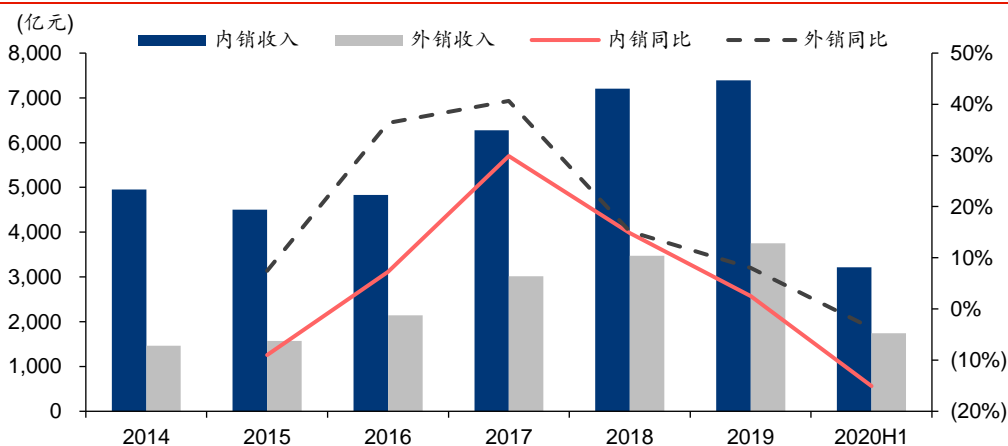


资料来源：Wind、华泰证券研究所

2015 年以来，家电板块上市公司内销收入同比增速持续弱于外销，虽然 2018 年以来外销订单受到贸易摩擦影响扰动加大，但国内代工企业的产业链优势依然明显，同时人民币贬值一定程度弥补贸易摩擦对外销竞争力的影响。

2020 年疫情下，家电外销复苏早于内销，全球疫情对家电需求均出现不利影响，但由于国内与国外疫情高峰存在时间差，且国内较快地控制住疫情的继续蔓延，国内家电工厂复工时间与复工节奏明显快于海外企业，进而带动部分海外订单向国内优势企业转移，维持了外销较稳定的规模（2020H1 家电板块外销收入占比达到 35.1%）。2020H1，申万家电板块内销收入同比-15.1%、外销收入同比-3.8%。

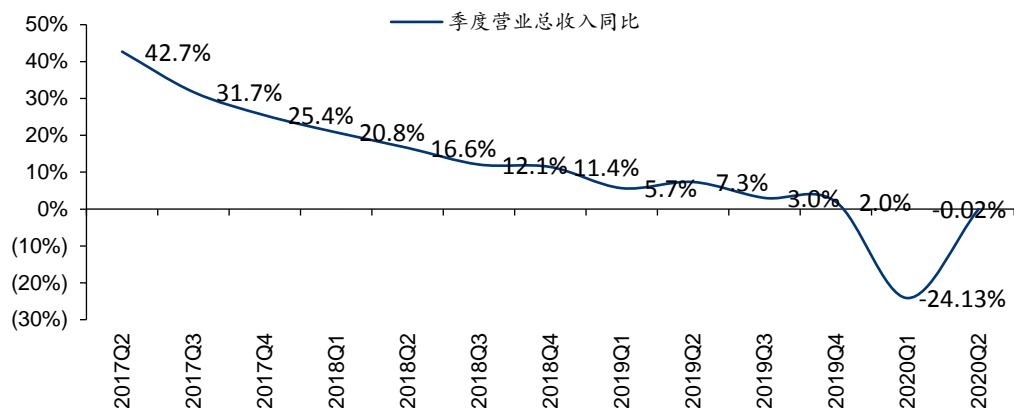
图表8： 近 5 年家电行业海外收入增速持续好于内销



资料来源：Wind、华泰证券研究所

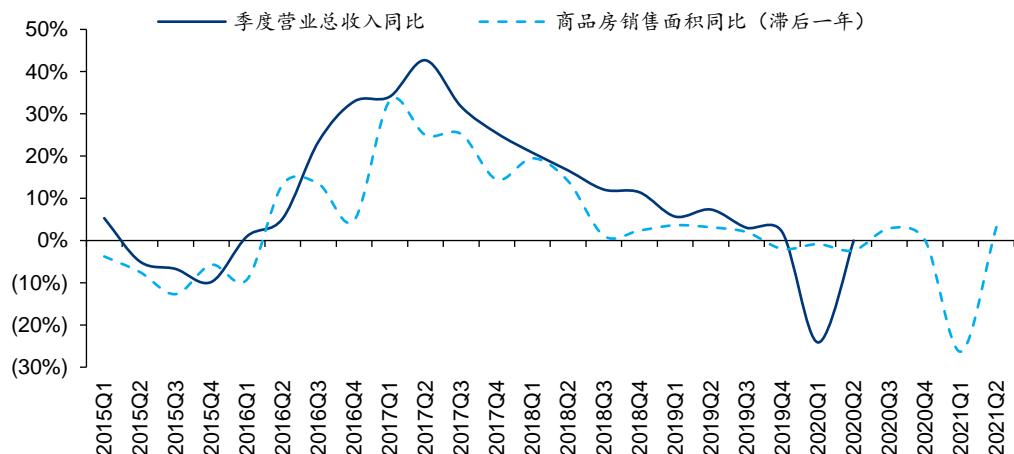
2020Q1/Q2 单季家电板块收入分别 YOY-24.13%/-0.02%，从 2017Q2 以来，整体板块分季度营业总收入同比增速面临持续下降，地产后周期的滞后影响仍将存在，由于 2019Q3-2020Q2（除 2020Q1，疫情外部冲击影响。由于滞后一年，图表 10 中显示为 2020Q3-2021Q2）期间商品房销售面积恢复正增长，后续家电板块收入恢复正增长的预期依然明显。

图表9： 家电行业季度收入同比增速尚未回升



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10： 家电板块收入同比增速与地产销售面积同比增速保持较强同步性，地产后周期影响显著



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q1/Q2 家电线上消费引领市场，终端及装修要求较低的产品率先恢复

分拆各子板块来看，Wind 数据显示，2020H1：

白电行业实现营业收入 3432.09 亿元，同比-12.0%，白电行业中冰箱、空调出口需求释放较好，而洗衣机内外销均偏弱。产业在线数据显示，2020 年 1-6 月，空调、冰箱、洗衣机产品出口同比增速分别为-3.8%、+1.5%、-15.1%（同期内销同比增速分别为-24.7%、-11.2%、-14.9%），空调及冰箱出口表现更佳。

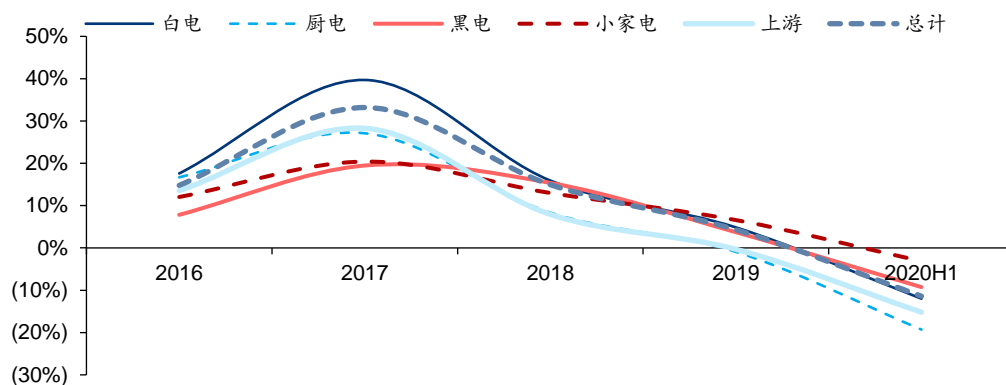
厨电产品装修属性较强，2020H1 居民装修需求偏弱，线上与线下零售渠道均承压，但精装房及配套需求在 Q2 快速恢复，工程渠道有突出表现，但工程渠道收入占比仍不高，厨电实现营业收入 98.73 亿元，同比-19.30%，表现在各个子板块中垫底。

小家电受益于消费流量向线上集中，且部分小家电企业线上收入占比较高，子板块实现营收 292.40 亿元，同比-3.14%，收入表现处于各个子板块领先位置。

黑电行业中上市公司多元化经营较多，且海外疫情期间黑电需求表现良好，实现营收 853.13 亿元，同比-9.27%。

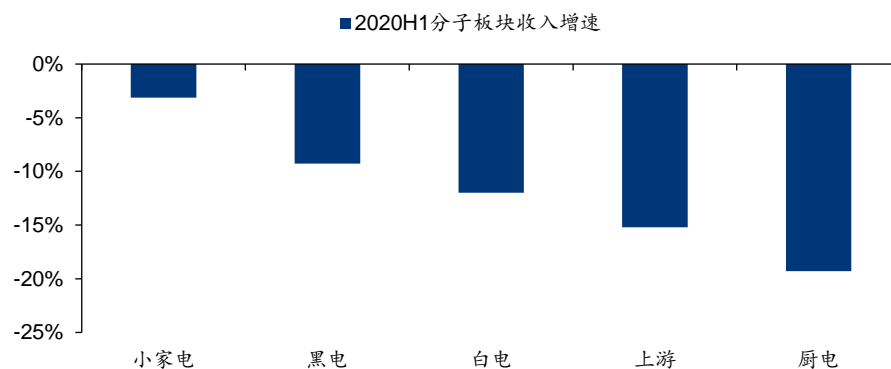
上游行业需求跟随其下游整机制造企业需求变化，且规模偏小、议价能力较弱，收入难以突出表现，实现营收 282.44 亿元，同比-15.20%。

图表11： 2020H1 家电板块各子行业营收及增长



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表12： 2020H1 小家电板块收入表现较好



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q2 小家电子板块收入已经恢复同比正增长，上游及厨电板块相对落后。全年来看，我们预计线上消费流量或将主导家电消费市场，具备线上优势企业，收入表现或持续领先，同时考虑到地产后周期影响将进一步显现，厨电子板块收入规模筑底回升预期有所增强。

图表13： 家电行业各子板块季度营收增速

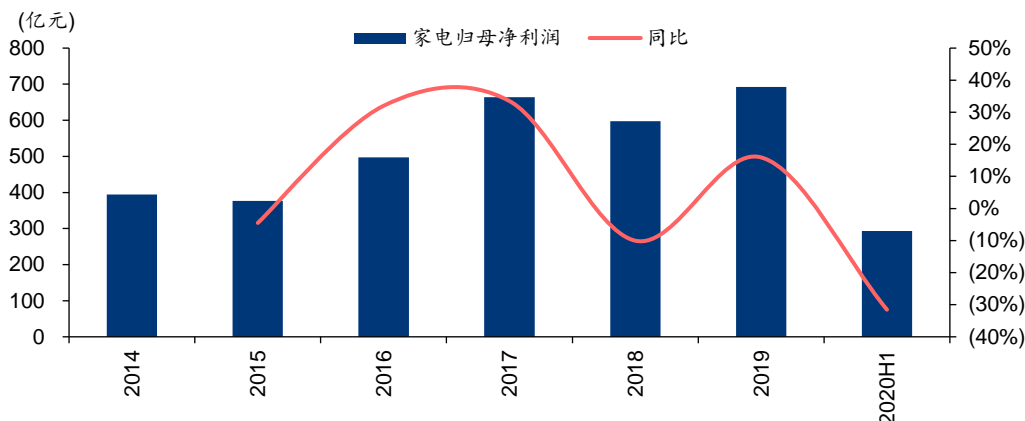
(单位：%)	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
白电	7.53%	2.87%	3.57%	-25.45%	-0.20%
厨电	-1.36%	-3.33%	2.09%	-33.66%	-5.74%
黑电	12.41%	4.70%	-4.74%	-18.71%	-0.69%
小家电	6.94%	7.08%	5.71%	-21.24%	15.29%
上游	-3.77%	-2.21%	7.74%	-23.52%	-7.26%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020H1 行业净利润表现弱于收入

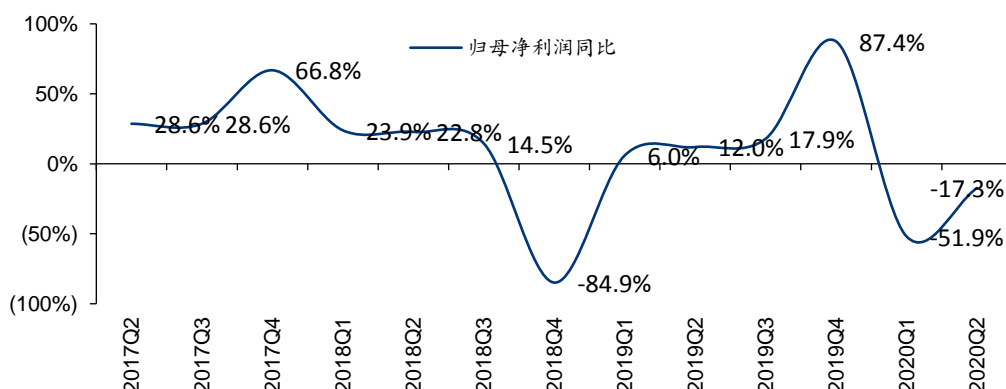
2020H1 家电板块（申万）归母净利润表现大幅弱于收入，虽有成本下降红利，但是收入规模下降，使得固定的费用支出影响增大。Wind 数据显示，2020H1 申万家电板块共实现归母净利润 293.23 亿元，YOY-31.6%，2020Q2 实现归母净利润 208.39 亿元，YOY-17.3%。

图表14： 2020H1，疫情冲击下，归母净利润表现弱于收入



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表15： 2020Q2 家电行业归母净利润同比依然下滑



资料来源：Wind、华泰证券研究所

疫情冲击考验行业韧性，2020Q2 小家电及黑电已恢复归母净利润同比增长

分拆各子板块来看，Wind 数据显示，2020H1：

白电行业，一方面面临消费流量向线上转移压力，进行频繁的线上促销，吸引流量；另一方面，空调产品库存压力下，线上线下均采取积极调整、价格灵活的策略，推动渠道去库存，空调产品盈利能力受到较大影响。白电子板块实现归母净利润 234.44 亿元，同比-33.9%。

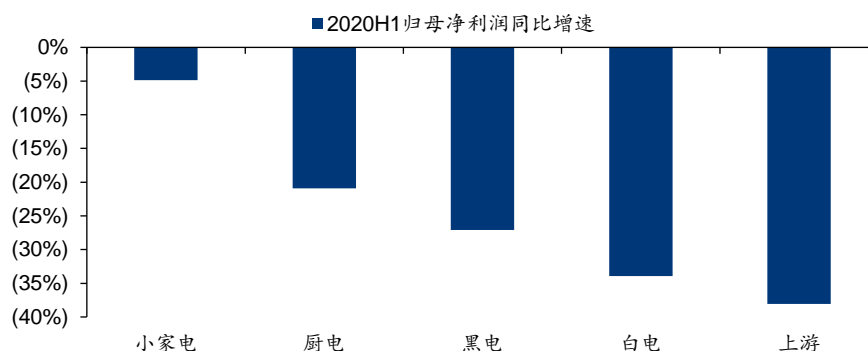
厨电行业保持较高的毛利率水平，但收入表现较差，放大了固定费用的影响，实现归母净利润 12.60 亿元，同比-20.9%。

小家电行业均采取积极的互联网营销模式，线上渠道的盈利提升部分弥补了线下渠道的亏损，实现归母净利润 26.59 亿元，同比-4.9%。

黑电行业 2020H1 主要依托海外需求拉动，整体海外销售净利润率较低，实现归母净利润 7.82 亿元，同比-27.1%。

上游行业净利润表现垫底，缺乏议价能力及规模优势，子板块归母净利润明显下滑。

图表16： 2020H1 小家电板块净利润表现依然领先



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q2 消费流量依然表现出线上聚集的态势，由于小家电产品天然更适合在线上销售（单价低、体积小），小家电板块收入及归母净利润均已恢复同比正增长。而黑电行业由于净利率率偏低，部分企业有较高的非经常性损益，2020Q2 归母净利润同比实现增长。

2020Q2 白电、厨电、上游子板块归母净利润下滑幅度收窄。

图表17： 家电行业各子板块季度归母净利润增速

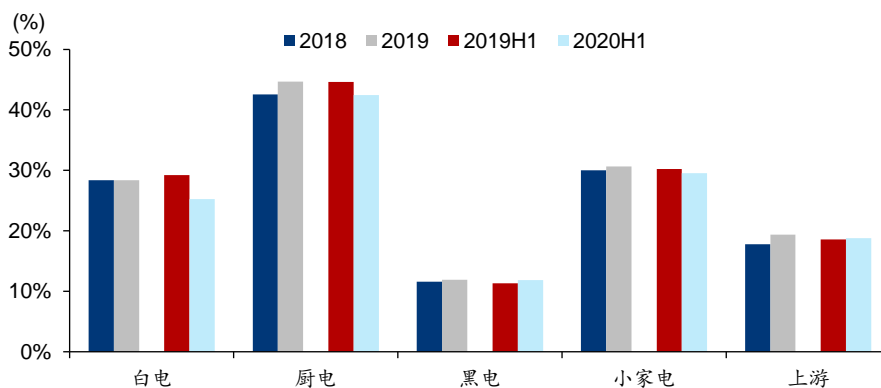
（单位：%）	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
白电	11.31%	16.42%	-10.64%	-50.94%	-22.11%
厨电	13.56%	30.17%	117.18%	-40.31%	-6.32%
黑电	-6.09%	75.35%	-13.27%	-159.01%	64.97%
小家电	15.14%	8.50%	-24.74%	-37.32%	23.42%
上游	32.64%	28.09%	-72.54%	-42.87%	-35.32%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020H1 毛利率均有所下滑

2020H1，原材料价格有所下降，其中，原材料成本占比较高且传导更为直接的黑电及上游子板块毛利率获得提升，分别同比+0.57pct、+0.19pct。但其他各个子板块竞争态势差异明显，产品价格有较大波动，白电、厨电、小家电子板块毛利率分别同比-3.95pct、-2.20pct、-0.67pct。

图表18： 家电板块各子行业毛利率变化



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表19： 家电行业各子板块年度毛利率

(单位：%)	2016	2017	2018	2019	2020H1	2020H1 YOY
白电	29.64%	28.25%	28.35%	28.38%	25.25%	-3.95pct
厨电	44.69%	42.29%	42.56%	44.69%	42.44%	-2.20pct
黑电	15.48%	12.80%	11.57%	11.90%	11.87%	0.57pct
小家电	30.56%	30.04%	30.02%	30.67%	29.55%	-0.67pct
上游	20.05%	19.59%	17.81%	19.38%	18.77%	0.19pct

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q2 黑电及小家电实现毛利率同比增长，分别同比+1.39pct、+0.08pct。

图表20： 家电行业各子板块季度毛利率及变化

(单位：%)	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q2 YOY
白电	29.66%	28.22%	26.69%	24.58%	25.69%	-3.97pct
厨电	45.60%	46.32%	43.34%	40.90%	43.47%	-2.13pct
黑电	11.01%	11.87%	12.88%	11.16%	12.41%	1.39pct
小家电	30.18%	30.71%	31.40%	28.53%	30.26%	0.08pct
上游	19.60%	19.32%	21.02%	18.30%	19.14%	-0.46pct

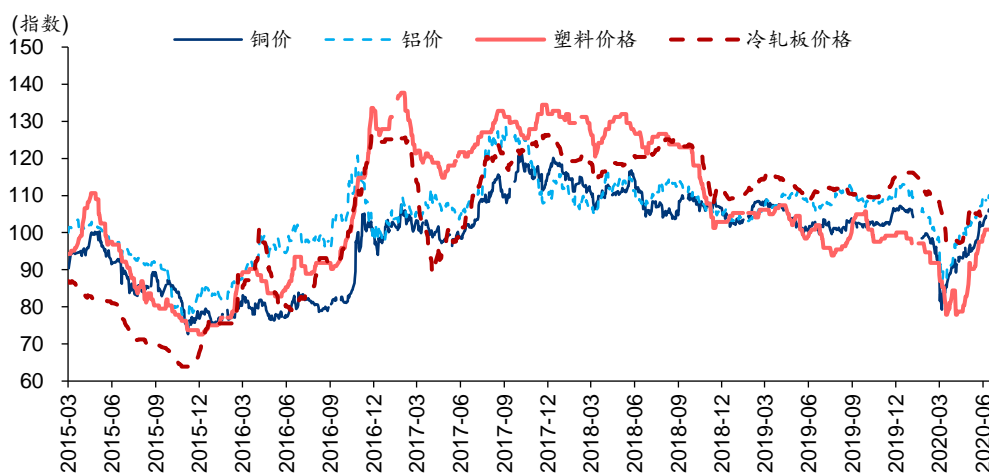
资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020H2 原材料价格或面临压力

2020H1 成本红利依然存在，2020H2 成本优势或有所减弱。在 2020H1 疫情影响下，家电主要原材料（铜、铝、塑料、冷轧板等）价格维持了 2019 年以来全面回落的态势，家电企业成本端红利不断缓解，2020 年 1-6 月，铜平均价、铝平均价、塑料 ABS、冷轧板均价分别同比-11.9%、-9.0%、-13.1%、-5.2%。

而由于需求端偏弱，部分子行业竞争格局有所恶化，获取市场份额的压力明显增大。虽然原材料价格较低，但企业更倾向于让利消费者，依托较低的成本进行大规模促销活动、获取市场份额。

考虑到 2020H2 原材料价格已经有所恢复，未来保持让利消费者的策略难以为继，零售价格回升态势或成为主旋律。2020 年 7-8 月，铜平均价、铝平均价、塑料 ABS、冷轧板均价分别同比+9.8%、+4.9%、+2.6%、-2.9%。

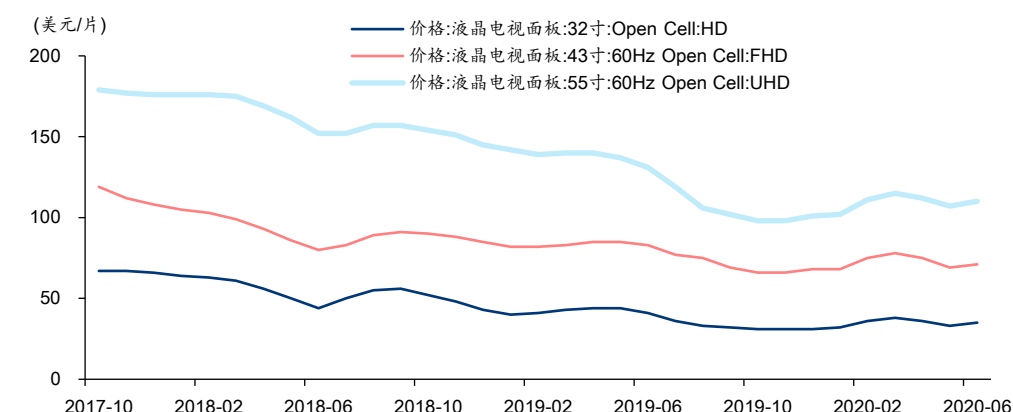
图表21： 主要原材料价格于 2019 年同比继续下降

注：以 2015 年 1 月为基期情况下，各个价格均做调整

资料来源：Wind、华泰证券研究所

对黑电企业而言，2020H1 电视面板价格维持较低水平，改善了 2020H1 黑电企业毛利率水平。2020 年 6 月以来，电视面板价格也进入回升通道，6、7、8 月均保持较大幅度的价格回升，我们认为 2020H2 黑电盈利或出现较大波动。

图表22： 2020H1 电视面板价格保持低位，黑电盈利能力有所改善

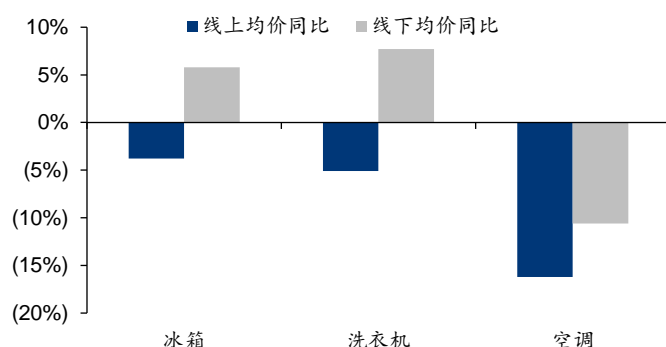


资料来源：Wind、华泰证券研究所

线上面临促销压力，产品均价均有明显下滑

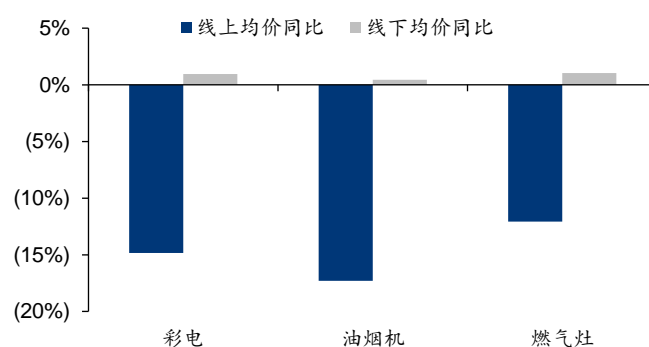
2020H1 家电行业消费流量大幅向线上聚集，各子行业也加大了线上促销投入，各个主要产品线上均价均出现明显的同比下滑。

图表23： 2020H1 空调线上线下均价均大幅承压



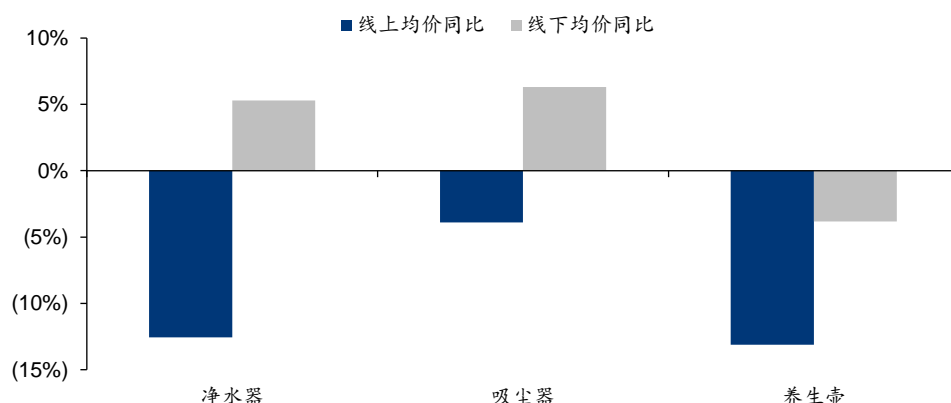
资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

图表24： 2020H1 黑电及厨电产品线上均价大幅下行



资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

图表25： 2020H1 部分小家电产品线上线下均价表现差异明显



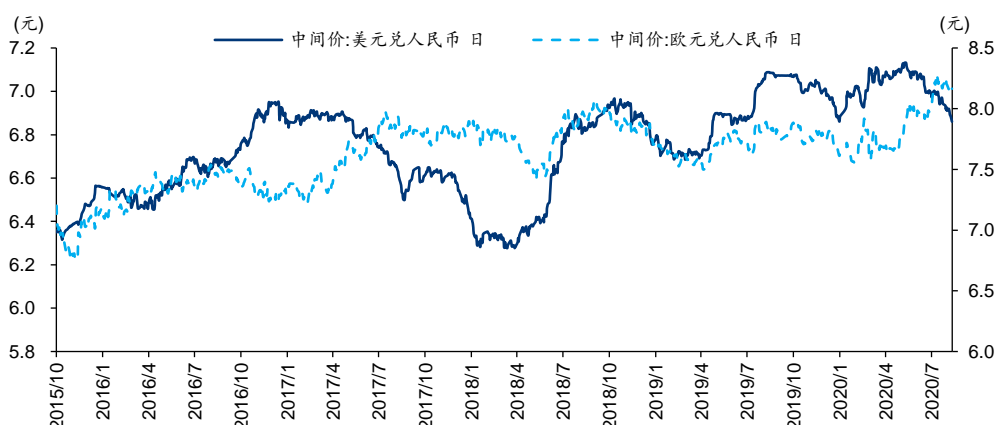
资料来源：奥维云网、华泰证券研究所

外贸环境、汇率不确定性或仍将延续

2020 年 1-6 月，美元兑人民币汇率和欧元兑人民币汇率平均价分别为 7.0314 元（人民币同比贬值 3.69%）和 7.7498 元（人民币同比贬值 1.14%）。疫情后的产能恢复，成为 2020Q1 家电外销最大制约因素，而 2020Q2 国内复工复产的加速恢复，且人民币贬值周期中，家电产品保持了较强的出口竞争力，海外订单的向国内转移趋势较显著。

展望 2020H2，华泰证券宏观团队预计，美元在实际利率降低、美联储加码宽松的预期下仍将持续承压，后续美元下、黄金上的格局或持续，人民币汇率在此基础上或继续保持稳中有升走势（《美国货币政策即将步入 3.0 版》，2020.7.30）。因此，我们认为人民币汇率在 2020H2 以稳定为主的情况下，家电企业外销毛利率或难有趋势性变化，而如果人民币汇率（兑美元）出现升值，对于家电行业外销毛利率及汇兑损益科目或有一定的负面影响。

图表26： 2019 年以来人民币汇率双向波动加大，2020H2 人民币或有升值压力



资料来源：Wind、华泰证券研究所

期间费用率同比下行，准则及企业策略影响下，销售费用率大幅下降

2020H1 家电板块（申万）期间费用率为 18.04%，同比-0.57pct，其中销售费用率下降贡献最大，而管理、研发、财务费用率均有所提升。

图表27： 2020H1 家电板块期间费用率同比-0.47pct



资料来源：Wind、华泰证券研究所

销售费用率大多数企业同比下降，一方面，新收入准则影响下，原部分计入销售费用科目调整为抵减收入，另一方面，原线下广告、促销费用有所降低。分拆各子板块来看，2020H1：

白电行业中出口占比以及线上销售占比提升，且受到新收入准则影响，销售费用有明显下降，同比-1.87pct。

厨电行业线下零售偏弱，主要以工程渠道收入增长为主（ToB 业务只有较少销售费用支出），销售费用率大幅下滑，同比-1.29pct。

小家电行业收入表现较好，且各企业加大在线上渠道资源投入，且受到新收入准则影响，销售费用率下降幅度较小，同比-1.09pct。

黑电行业以多元化收入增长为主，且海外销售拉动作用较强，销售费用率同比-0.42pct。

上游行业以 ToB 业务为主，销售费用支出较为固定，受到收入下降的影响同比+0.17pct。

图表28： 家电行业各子板块 2020H1 销售费用率变化

（单位：%）	2016	2017	2018	2019	2020H1	2020H1 YOY
白电	14.51%	13.12%	12.34%	12.86%	10.85%	-1.87pct
厨电	22.77%	21.62%	21.91%	21.94%	21.93%	-1.29pct
黑电	7.76%	6.75%	6.32%	6.33%	5.73%	-0.42pct
小家电	12.65%	12.13%	12.81%	13.41%	12.05%	-1.09pct
上游	3.76%	3.73%	3.93%	4.10%	3.81%	0.17pct

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q2 各子板块销售费用率依然维持同比下行。

图表29： 家电行业各子板块季度销售费用率变化

（单位：%）	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q2 YOY
白电	12.73%	12.26%	13.87%	10.99%	10.75%	-1.98pct
厨电	22.51%	23.99%	17.76%	23.70%	20.75%	-1.76pct
黑电	6.11%	6.27%	6.65%	5.73%	5.73%	-0.38pct
小家电	13.25%	12.45%	14.74%	12.00%	12.09%	-1.17pct
上游	3.82%	4.09%	5.02%	3.98%	3.68%	-0.14pct

资料来源：Wind、华泰证券研究所

管理及研发费用率分拆各子板块来看，2020H1：

各个子板块均受到收入下滑及管理研发费用支出相对刚性影响，2020H1 白电、厨电、黑电、小家电、上游管理及研发费用率分别同比+0.64、+0.32、+0.92、+0.31、+0.78pct。

图表30： 家电行业各子板块 2020H1 管理及研发费用率

（单位：%）	2016	2017	2018	2019	2020H1	2019 YOY
白电	5.88%	5.61%	6.43%	6.47%	6.38%	0.64pct
厨电	7.42%	7.05%	7.34%	7.36%	7.03%	0.32pct
黑电	4.22%	3.69%	4.00%	4.38%	5.03%	0.92pct
小家电	6.74%	6.49%	7.03%	7.40%	7.29%	0.31pct
上游	8.60%	7.84%	8.50%	8.70%	8.78%	0.78pct

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q2 各子板块管理及研发费用率同比有所下行（除黑电）。

图表31： 家电行业各子板块季度管理费用率变化

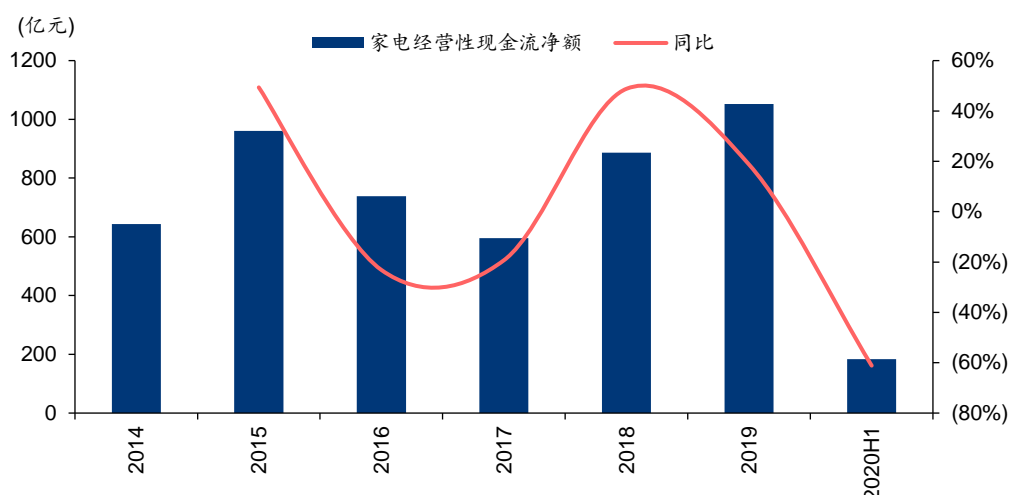
（单位：%）	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q2 YOY
白电	5.73%	6.28%	8.34%	7.41%	5.71%	-0.02pct
厨电	7.01%	7.47%	8.46%	8.00%	6.39%	-0.62pct
黑电	4.05%	4.12%	5.04%	5.62%	4.59%	0.54pct
小家电	7.44%	7.51%	8.01%	7.76%	6.95%	-0.49pct
上游	8.38%	8.57%	10.22%	9.40%	8.29%	-0.10pct

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020H1 经营活动现金流净额大幅回落

2020H1 家电板块（申万）收入承压，整体产业链资金流转面临较大压力，带来经营性现金流净额有明显下降。Wind 数据显示，2020H1 申万家电板块共实现经营性现金流净额仅 183.95 亿元，YOY-61.15%，随着国内疫情冲击减弱，经营活动快速恢复，2020Q2 实现经营性现金流净额 306.78 亿元，YOY+11.1%。

图表32： 2020H1，家电板块经营活动现金流净额表现较差



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020H1，除小家电行业外，其他各子板块经营性现金流净额基本呈现较大同比下滑。

图表33： 家电行业各子板块 2020H1 经营性现金流净额及增速

(单位: 亿元)	2016	2017	2018	2019	2020H1	2020H1 YOY
白电	553.64	567.69	745.07	865.54	144.34	-67.23%
厨电	37.14	30.45	26.51	40.66	9.13	-44.20%
黑电	75.85	-32.76	26.50	12.90	-15.00	-7.81%
小家电	55.12	35.60	52.38	72.69	33.39	105.33%
上游	16.45	-5.24	36.04	60.58	12.09	-27.30%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

家电电子板块经营活动现金流净额与净利润匹配度较高，其中仅黑电、上游比例变化较大。

图表34： 家电行业各子板块经营性现金流净额占净利润比例

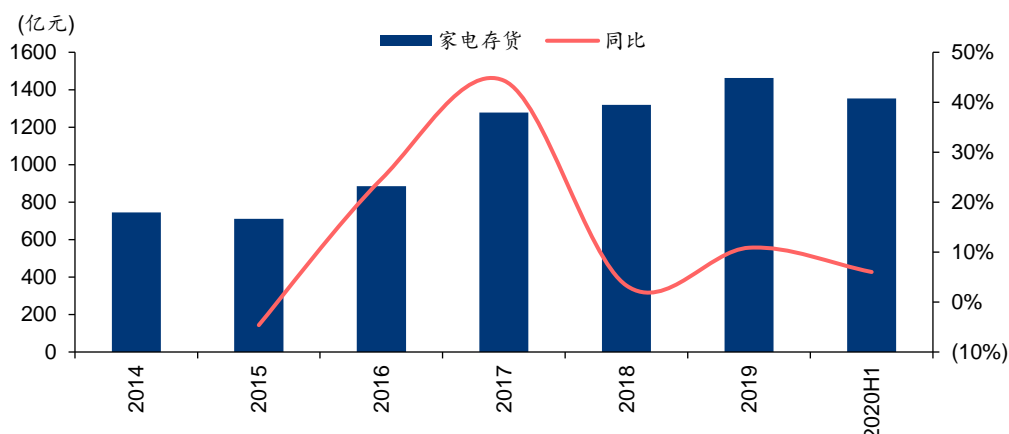
(单位: %)	2016	2017	2018	2019	2020H1
白电	149.33%	115.86%	138.59%	146.91%	61.57%
厨电	153.98%	110.97%	104.99%	116.89%	72.43%
黑电	227.23%	-44.02%	782.51%	202.67%	-191.77%
小家电	134.02%	78.65%	117.96%	150.57%	125.58%
上游	58.80%	-19.52%	-270.02%	437.35%	102.62%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020H1 存货占比同比小幅提升，关注后续存货减值变化

存货占营收比例已经环比明显改善，但存货减值依然可能影响行业后续净利润表现。Wind 数据显示，2020H1 申万家电板块存货为 1353.58 亿元，YOY+6.02%，占营业总收入比例为 13.65%(年化)，较 2019H1 同期同比提升 2.24pct，较 2020Q1 环比下降 4.12pct（疫情冲击下，2020Q1 存货占营业总收入比例达到 17.77%（年化））。存货已经逐步恢复至较为良性水平，但仍需关注后续存货减值变化。

图表35： 家电板块存货变化



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表36： 家电行业各子板块存货占营收比例

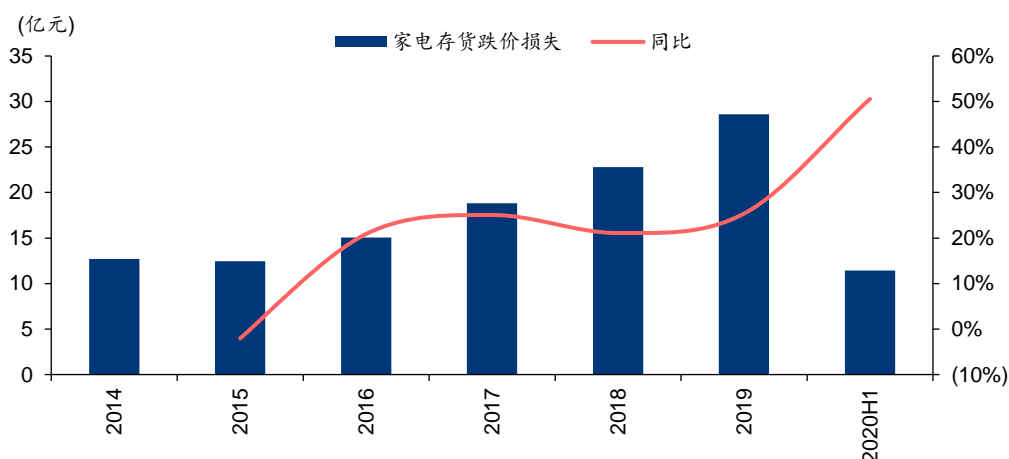
(单位: %)	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1 (年化)
白电	9.39%	10.74%	12.38%	11.12%	12.31%	11.80%
厨电	13.47%	13.66%	15.39%	15.49%	15.33%	16.54%
黑电	15.89%	16.87%	16.71%	14.25%	14.29%	19.07%
小家电	12.61%	13.45%	13.87%	13.87%	14.42%	14.34%
上游	17.43%	17.09%	18.58%	17.49%	16.85%	18.05%

注：2020H1 数据经过年化处理（2020H1 存货/2020H1 营收）/2

资料来源：Wind、华泰证券研究所

疫情下，存货跌价损失大幅增长，2020H1 家电板块存货跌价损失为 11.44 亿元，同比 +50.57%

图表37： 2020H1 家电板块存货跌价损失同比+50.57%



资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q2 龙头景气恢复，收入增速明显回升

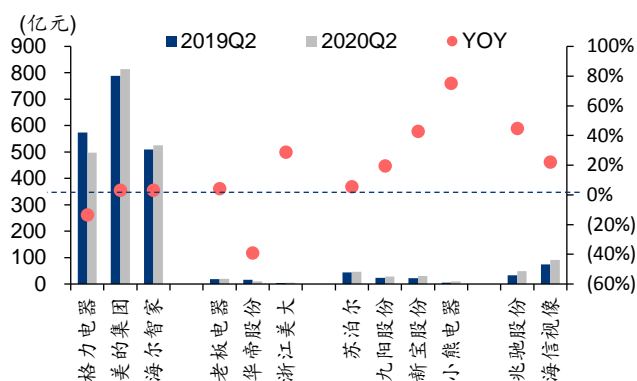
2020Q2 家电龙头企业中，小家电及黑电收入及净利润表现继续领先

分拆个股表现来看，综合性白电、工程渠道优势厨房、线上领先小家电、黑电龙头表现领先，且小家电与黑电延续了 2020Q1 的相对领先表现。

2020Q2 综合性白电龙头美的集团、海尔智家均已经实现营业总收入同比增长(美的集团、海尔智家分别同比+3.21%、+3.24%)，厨电个股分化明显，品牌及工程渠道占优(老板电器)、产品有较大渗透率空间(浙江美大)的个股实现营业总收入同比增长，线上优势更为明显的小家电企业实现营业总收入同比较快增长(新宝股份、小熊电器收入分别同比+42.79%、+75.23%)，黑电龙头受益于海外订单增长，收入有较好表现。

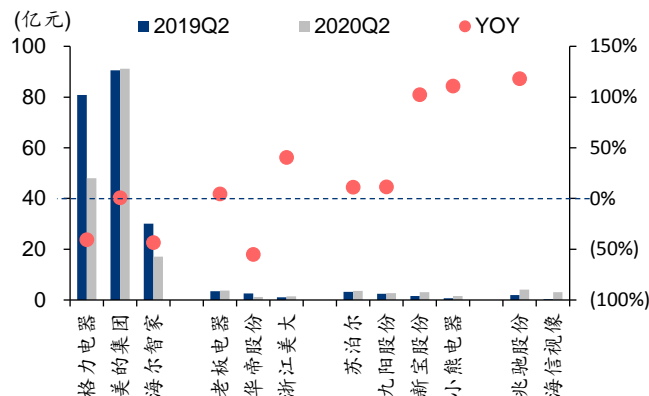
小家电及黑电净利润增速表现更为领先，其中，小家电线上销售占比较高，且产品盈利能力并未受到疫情冲击影响。黑电企业净利润弹性较大，面板价格低位运行，归母净利润增速表现领先其他各个子板块。

图表38： 2020Q2 家电龙头营业收入及增长



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表39： 2020Q2 家电龙头归母净利润及增长



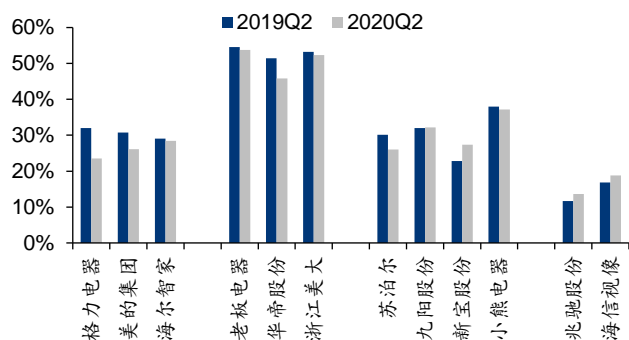
注：剔除海信视像归母净利润增速极值（2020Q2 归母净利润同比+787.78%）

资料来源：Wind、华泰证券研究所

2020Q2 仅部分小家电及黑电龙头企业毛利率提升

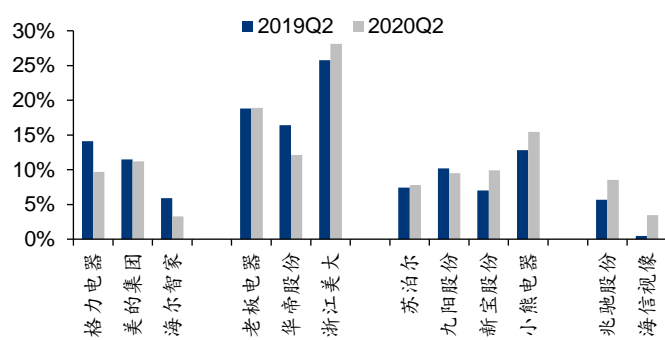
小家电企业线上销售占比提升，产品结构优化带来毛利率提升。其中，新宝股份毛利率同比+4.6pct 至 27.4%，增速较为领先。黑电企业依然受益于较低的面板成本，毛利率均有回升。

图表40： 2020Q2 家电龙头毛利率水平变动



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表41： 2020Q2 家电龙头净利率水平变动



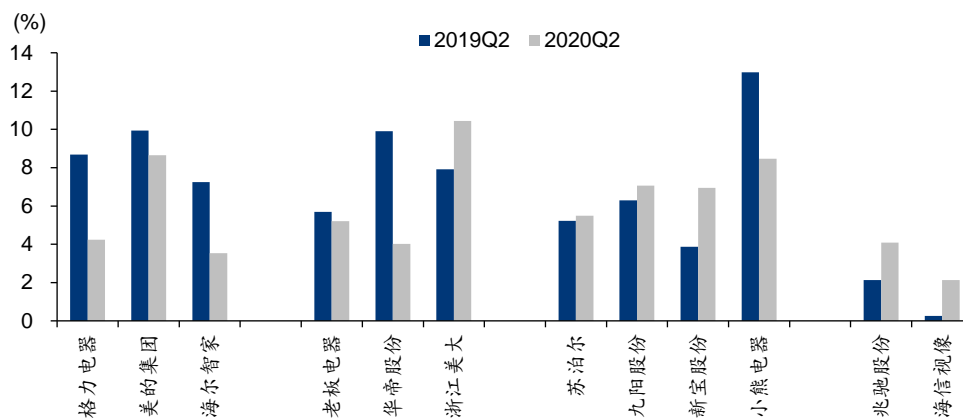
资料来源：Wind、华泰证券研究所

受到新收入准则影响，部分原销售费用改为计入营业成本后抵减营业收入，毛利率有较大影响，但综合毛销差表现，整体净利润率受到的影响小于毛利率。

2020Q2 受到净利润率及资产周转率影响，ROE 承压

仅部分龙头 ROE 水平获提升，Wind 数据显示，2020Q2 新宝股份 ROE 达到 6.94%，同比+3.07pct，浙江美大 ROE 达到 10.44%，同比+2.52pct，兆驰股份 ROE 达到 4.09%，同比+1.97pct，海信视像 ROE 为 2.13%，同比+1.88pct，提升水平领跑家电行业。

图表42： 2020Q2 家电行业龙头 ROE 水平变动



资料来源：Wind、华泰证券研究所

后续家电展望，看好地产后周期以及线上优势企业表现

国内疫情已经不构成主要风险，地产后周期影响下，大家电零售景气度有望逐步回升。

- 1、**线下需求继续释放。**地产后周期需求释放为下半年最重要的正向拉动因素，一方面，装修及配装家电，有望带动大家电消费提升，另一方面，装修过程中更需要消费者现场了解产品外观、尺寸以及安装等附加服务，有望带来线下流量回升，或减弱线上消费分流情况。
- 2、**积极拥抱线上渠道的策略短期难改变，线上活动或依然高发。**渠道变革仍将主导大家电企业的全年战略，积极主动的拥抱线上渠道、缩减渠道层级、提升线下产品竞争力的策略短期或不会发生变化，大家电高频零售数据显示，8 月各周（W32-W34，0803-0823）大家电线上累计销量依然保持较高增长，818 等促销活动依然保持了线上渠道的高热度。我们预计全年或保持线上高增长的态势，渠道格局继续向线上倾斜，拥有线上优势企业有望实现更高增长。
- 3、**出口需求有望保持较好增长。**海外复工复产进展偏慢，尤其是缺乏国内家电产业链配套基础，且中国出口家电产品性价比突出，更符合经济弱增长周期中消费者需求，出口后续订单增长态势或维持。
- 4、**原材料成本红利或明显减弱。**原材料供给侧逐步推动减产，2020 年 7、8 月部分原材料价格已经开始出现同比回升，成本红利或逐步减弱。
- 5、**销售费用支出或更为精准化，控制费用率增长或成为重点内部提效手段。**线上精准化营销或压缩销售费用支出比例，销售费用率全年或维持同比下降态势。

白电：空调关注新冷年情况，冰洗海外需求或成为主要拉动力

空调：8 月迎来空调新冷年开盘，基于需求较好表现，我们对空调 8 月内销出货依然较为乐观。海外短期补单需求较旺盛，一定程度反映出海外渠道库存货依然良性，我们认为下半年出口新订单表现有望延续增长。

冰洗：7 月冰洗表现差异明显，冰箱出货量继续回升，洗衣机出货量依然承压，其中 7 月冰箱总销量 YOY+20.3%（前值+11.0%）、洗衣机总销量 YOY-8.3%（前值-3.5%）。海外市场需求分化明显，冰箱外销补单需求旺盛，2020 年 7 月冰箱出口 YOY+29.8%，而洗衣机出口降幅扩大，洗衣机出口 YOY-20.6%（前值-10.7%）。

小家电：继续看好具备线上渠道优势企业

消费者消费习惯受疫情影响，明显向线上转移。互联网营销转型、获取线上消费流量，成为小家电企业的重点发力方向，而过去已经具备线上销售优势的企业在 2020H1 收入及净利润端已经呈现出较好表现。

下半年我们依然更为看好线上具备产品及品牌优势的小家电企业，有望保持较稳定订单水平，收入及净利润相对增速表现或继续领先。

厨电：地产后周期需求有望带动厨电恢复

地产销售增速环比继续改善，继续看好地产拉动作用。2020 年 1-7 月，我国房屋（住宅）竣工面积累计同比-10.2%（我们推算 7 月单月同比-12.8%），商品房（住宅）销售面积累计同比-5.0%（我们推算 7 月单月同比+9.9%），增速环比继续改善，且维持了 5 月以来的增长态势，我们依然看好地产销售数据的改善对后周期行业需求形成一定支撑。

黑电：面板价格回升或对黑电企业盈利形成压力

上游面板价格已经连续 3 个月回升，或对黑电品牌企业盈利产生压力。外销市场出现明显补单需求，且海外工厂短期产能不足，大量代工订单向中国优势企业集中，代工企业普遍采用成本加成方式定价，面板价格回升对代工企业盈利影响较小。

重点公司观点

格力电器（000651 CH，买入，67.86 元）：主动稳步调整，分红回报股东

公司披露 2020 年中报，2020H1 公司实现营业总收入 706.02 亿元，同比-28.21%，归母净利 63.62 亿元，同比-53.73%，其中，2020Q2 营收同比-13.33%，归母净利同比-40.53%。同时，公司拟向全体股东派发现金红利每 10 股 10 元（含税）。公司启动较大规模新零售模式改革、实施积极促销策略，驱动渠道去库存，提升产品竞争力，零售端表现好于出货端，且维持了零售市场的份额优势。在空调行业面临持续洗牌的情况下，公司主动调整，着眼长期可持续发展，仍有望维持市场份额领先。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 3.77、4.29、5.36 元的预测，提升至“买入”评级。

我们维持 2020-2022 年 EPS 预测为 3.77、4.29、5.36 元。消费流量的转移以及行业竞争压力下，公司以此为契机推动渠道及管理改革，加速渠道库存出清，为长期可持续发展做铺垫，且地产后周期影响逐步转正，行业发展的最暗时刻已经过去，需求有望逐步好转，经销商提货信心有望逐步恢复，我们认为公司仍具备长期价值。截至 2020 年 8 月 28 日，可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE18x，认可给予公司 2020 年 18xPE 估值，对应目标价 67.86 元（前值 62.16~65.92 元），提升至“买入”评级。风险提示：疫情冲击及宏观经济下行。地产影响或超出预期。

美的集团（000333 CH，买入，83.82 元）：Q2 经营明显恢复，高效渠道铸就优势

公司披露 2020 年中报，2020H1 公司实现营业总收入 1397.19 亿元，同比-9.47%，归母净利 139.28 亿元，同比-8.29%，其中，2020Q2 营收同比+3.21%，归母净利同比+0.65%。公司具备战略定力与执行力，产品领先、效率驱动、全球经营战略继续深化，并于 2020 年提出全面数字化、全面智能化转型，发掘公司在产品、供应链、生产、仓配环节的运营潜力，渠道变革继续深化，积极促销让利消费者，收入恢复速度较快。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 3.81、4.24、4.67 元的预测，维持“买入”评级。

我们维持盈利预测，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 3.81、4.24、4.67 元，截至 8 月 28 日可比行业 2020 年 Wind 一致预期 PE 24x。2020H1 公司内外销表现出较大韧性，公司家电主业领导地位得到强化，Q2 以来家电需求表现出回暖态势，高效渠道体系使得零售回暖快速传导到公司报表，但考虑到家电行业需求缓慢恢复，整体报表表现依然较弱，PE 估值被动抬升，基于公司历史 PE 估值区间中值 18x（2017/8/30-2020/8/30，估值区间 14~23x），认可给予公司 2020 年 22x PE，目标价格 83.82 元（前值 76.20~80.01 元），维持“买入”评级。风险提示：疫情冲击。家电行业竞争加剧。原材料等价格不利波动。

海尔智家（600690 CH，买入，26.20 元）：家电“大船”态势积极，Q2 收入同比增

公司披露 2020 年中报，2020H1 公司实现营业总收入 957.28 亿元，同比-4.29%，归母净利 27.81 亿元，同比-45.02%，其中，2020Q2 营收同比+2.11%，归母净利同比-22.06%。公司家电业务规模庞大，在复杂的经营环境下，Q2 仍恢复收入同比增长，展现出积极的经营态势与灵活的经营策略，在公司下一个生态品牌发展战略中，我们看好公司继续对内提效，期待公司继续聚焦主业，实现更优组织效率和盈利能力。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 1.31、1.46、1.64 元的预测，维持“买入”评级。

我们维持 2020-2022 年 EPS 为 1.31、1.46、1.64 元的预测，截至 2020 年 8 月 28 日，可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE 为 16.4x，随着疫情影响减弱，围绕海尔集团智慧家庭生态品牌战略，公司继续提升成长质量与运营效率的措施有望逐步显现效果，同时公司港股子公司私有化方案加速推进，并拟出售子公司卡奥斯部分股权并出表（预计实现投资收益约 23 亿元），进一步聚焦家电主业，期待公司调整后更优组织效率和盈利能力，认可给予公司 2020 年 20x PE 估值，对应目标价格 26.20 元（前值 23.58 元），维持“买入”评级。

老板电器（002508 CH，买入，48.60 元）：新品表现优秀，Q2 恢复增长

公司披露 2020 年中报，2020H1 公司实现营业总收入 32.11 亿元，同比-8.97%，归母净利润 6.12 亿元，同比-8.66%，其中，2020Q2 营收同比+4.20%，归母净利润同比+4.72%。2020H2 地产后周期影响有望继续好转，同时公司继续发力线上营销、维持工程渠道优势，有望继续保持收入及净利润同比增长态势。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.80、2.11、2.41 元，维持“买入”评级。

我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 1.80、2.11、2.41 元的预测，截至 2020 年 8 月 27 日，行业可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE 为 21x。我们看好城镇化、旧改提速及厨房新品潜力，公司品牌力领先，未来厨电存量博弈中有望保持优势。同时，考虑到公司品牌优势突出，在地产需求有望持续改善的情况下，公司或继续受益于线上与工程渠道的加速恢复，估值修复或先于业绩改善，认可给予公司 2020 年 27x PE，对应目标价格 48.60 元（前值 35.10~38.70 元），维持“买入”评级。风险提示：厨电市场竞争加剧。原材料等价格不利波动。地产周期影响大于预期。

新宝股份（002705 CH，买入，49.60 元）：爆款策略执行有效，H1 净利+79%

公司披露 2020 年中报，2020H1 公司实现营业总收入 50.45 亿元，同比+24.78%，归母净利润 4.31 亿元，同比+79.19%，其中，2020Q2 营收同比+42.79%，归母净利润同比+102.23%。1) 在海外厨房、家居小家电需求增长的情况下，Q2 公司出口收入恢复增长。2) 内销“爆款产品+内容营销”策略执行有效，线上优势带动收入继续较高增长。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.24、1.49、1.70 元，维持“买入”评级。

我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 1.24、1.49、1.70 元的预测，截止 2020 年 8 月 26 日，可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE 为 35x，国内疫情影响已明显减弱，但线上家电销售依然领先线下，公司聚焦内销线上市场，品牌爆款与渠道营销并举，稳定产品价格、绑定渠道利益，有望维持较高增速。公司产业链成本优势突出，海外需求提升、外销代工有望保持小幅增长。整体来看，公司盈利水平有望继续优化，且“爆款产品+内容营销”策略清晰，产品、渠道、营销均有优势，认可给予公司 2020 年 40x PE，对应目标价格 49.60 元（前值 47.12~48.36 元），维持“买入”评级。风险提示：海外需求下滑；国内市场开拓受阻；行业竞争加剧。

图表 43： 家电重点公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价（元）	目标价	市值	EPS（元）				PE（倍）			
			2020-09-03	（元）	（亿元）	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000651 CH	格力电器	买入	54.75	67.86	3,294	4.11	3.77	4.29	5.36	13.32	14.52	12.76	10.21
000333 CH	美的集团	买入	70.93	83.82	4,981	3.45	3.81	4.24	4.67	20.56	18.62	16.73	15.19
600690 CH	海尔智家	买入	21.30	26.20	1,360	1.25	1.31	1.46	1.64	17.04	16.26	14.59	12.99
002508 CH	老板电器	买入	38.69	48.60	367	1.68	1.80	2.11	2.41	23.03	21.49	18.34	16.05
002705 CH	新宝股份	买入	43.18	49.60	346	0.86	1.24	1.49	1.70	50.21	34.82	28.98	25.40

注：评级、目标价、EPS 为华泰证券家电团队预测数据

资料来源：Bloomberg、Wind、华泰证券研究所

风险提示

（1）疫情继续冲击及经济下行。

如果疫情影响继续延续，国内宏观经济增速大幅低于预期，居民人均可支配收入将受到大幅冲击，行业可能出现供大求的局面，可能导致竞争环境恶化、产业链盈利能力下滑，影响家电企业收入及盈利增长。

（2）地产销售下滑。

如果地产销售持续趋弱及价格出现不利波动，可能导致居民财富杠杆的反转，进而导致居民消费能力和消费意愿的下降，导致家电需求持续低于预期、行业增速低于预期。

（3）原材料及人民币汇率不利波动。

家电产品原材料占比较大，终端价格传导机制依托新产品的更新换代，因此原材料涨价速度过快或幅度过大时，成本提速高于价格提速，整体毛利率出现下滑，进而可能导致企业业绩增长受到明显影响。

龙头企业均开始拓展海外市场，海外资产逐步增多，面临的国际市场不可控因素也增多，可能出现复杂的市场和运营风险，同时受到人民币汇率影响，在汇兑损益、投资收益、公允价值变动损益科目出现较大的不利波动，或将导致企业业绩不及预期。

免责声明

分析师声明

本人，林震宇、王森泉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林震宇、王森泉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司