

## 家用电器行业

### Q3 前瞻边际改善持续，推荐白电和小家电龙头

行业评级

持有

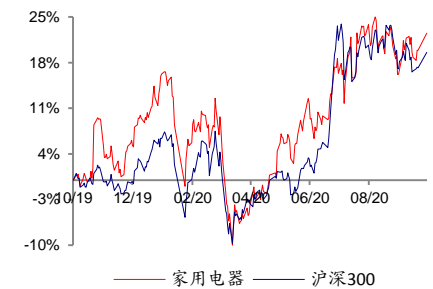
前次评级

持有

报告日期

2020-10-11

#### 相对市场表现



分析师:

曾婵



SAC 执证号: S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师:

袁雨辰



SAC 执证号: S0260517110001



021-38003640



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师:

王朝宁



021-38003640



wangchaoning@gf.com.cn

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

#### 相关研究:

家用电器行业:2020 年家电三 2020-09-29

季报前瞻: Q3 边际改善持续, 推荐白电和小家电龙头

联系人:

高润鑫

gaorunxin@gf.com.cn

#### 核心观点:

##### ● 投资建议: Q3 边际改善持续, 推荐白电和小家电龙头。

本周我们发布了《2020 年家电三季报前瞻: Q3 边际改善持续, 推荐白电和小家电龙头》报告。据统计局数据显示, 7、8 月家电及音响器材零售规模同比分别为-2.2%、4.3%, 增速逐步改善。据产业在线数据, 7、8 月空调、冰箱外销销量均实现同比正增长, 冰箱外销增长强劲。整体来看海外市场需求仍较为乐观, 国内企业有望持续受益海外产能转移。Q3 需求持续恢复, 内外销均改善。

白电内销保持正增长趋势, 外销复苏明显; 厨电线上销售优于线下, 地产利好或将逐步释放; 小家电在长期消费升级以及直播电商兴起趋势下, 年初以来的高景气度有望持续; 预计黑电将持续价格战。

**奥维云网(AVC)周度数据(W39):** 干衣机线下销量 YoY+98.8%, 线上销量 YoY+30.1%; 洗碗机线下销量 YoY+18.8%, 线上销量 YoY+30.1%; 破壁机线下销量 YoY-14.5%, 线上销量 YoY+83.0%。

**淘数据周度数据(W39):** 白电中海信增速最快, 销额同比增长达 66.8%, 格力、美的、海尔均保持平稳, 销额同比变化 0%、13.2%、-2.6%; 厨电中美大增速最快, 销额同比增长 177.1%, 老板销额同比上升 21.8%, 方太及华帝销额同比下跌 9.4%、11.1%; 小家电整体保持最快持续恢复, 增速分别增长 72.9%、273.5%、207.5%。

鉴于此, 我们建议继续关注业绩持续改善, 坚持技术革新、引领行业发展的白电龙头: 美的集团、海尔智家、格力电器; 以及受益消费升级和新渠道快速增长的小家电龙头: 小熊电器、新宝股份、九阳股份。

● 一周行情回顾 (2020.9.30-2020.10.09) 沪深 300 指数本周涨幅为 2.0%, 跑赢市场 0.1 个百分点, 家电板块表现处于全行业中上游水平, 上涨 2.4%, 其中白电指数上涨 2.2%, 视听器材指数上涨 2.8%。

- 2020W39 (2020.9.21-2020.9.27) 白电厨电主要品类线上线下数据
  1. 空调: 线下销量 YoY-12.0% (环比+2.3pct), 线上销量 YoY+52.1% (环比-17.2pct)。
  2. 冰箱: 线下销量 YoY-17.1% (环比-20.6pct), 线上销量 YoY+37.4% (环比-12.0pct)。
  3. 洗衣机: 线下销量 YoY-9.6% (环比-5.8pct), 线上销量 YoY+31.5% (环比-19.1pct)。
  4. 油烟机: 线下销量 YoY-14.6% (环比-30.6pct), 线上销量 YoY+35.2% (环比-10.7pct)。

● 原材料价格及汇率变动: 本周铜、铝、冷轧板卷、布伦特原油期货价格均下跌; 本周人民币兑美元贬值。

● 风险提示: 原材料价格大幅上涨; 汇率大幅波动; 行业需求趋弱。

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
美的集团	000333.SZ	人民币	73.39	2020/9/6	买入	81.67	3.57	4.08	20.54	17.99	14.70	12.26	21.10	21.21
海尔智家	600690.SH	人民币	22.10	2020/8/30	买入	24.59	1.01	1.23	21.93	17.97	12.08	8.62	12.35	13.10
格力电器	000651.SZ	人民币	54.75	2020/8/31	买入	63.04	3.06	3.94	17.88	13.90	10.92	8.02	16.03	18.35
新宝股份	002705.SZ	人民币	43.29	2020/8/26	增持	53.36	1.39	1.67	31.20	25.96	18.81	15.89	20.57	19.82
九阳股份	002242.SZ	人民币	42.54	2020/8/26	买入	48.10	1.19	1.34	35.67	31.84	33.96	30.29	23.26	24.65
小熊电器	002959.SZ	人民币	124.19	2020/8/27	买入	160.79	2.99	3.74	41.60	33.21	30.91	24.25	21.50	21.21

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中收盘价为 2020/10/09 收盘价。

## 目 录

一、投资建议：Q3 边际改善持续，推荐白电和小家电龙头 .....	5
二、一周行情回顾（2020.9.28-2020.10.02） .....	9
三、2020W39（2020.9.21-2020.9.27）行业主要品类线上线下单周及累计数据回顾 .....	9
四、行业回顾 .....	11
（一）行业动态：家装家电热有望延续至元旦；烘干市场逆势走强，健康、分区洗成洗衣机行业新“蓝海” .....	11
（二）公司动态：收购倍科常州工厂 康佳白电版图再下一城；TCL 白电：奔跑在变革的路上 .....	14
（三）原材料价格及汇率变动 .....	18
（四）外资流入动态跟踪 .....	19
五、重点报告回顾 .....	20
（一）2020 年家电三季报前瞻：Q3 边际改善持续，推荐白电和小家电龙头 .....	20
六、风险提示 .....	21

## 图表索引

图 1: 2020W39 (2020.9.21-2020.9.27) 大家电、厨房大电线上销量同比均优于线下 .....	6
图 2: 2020W39 (2020.9.21-2020.9.27) 厨房小家电销量线上优于线下 .....	6
图 3: 白电、厨电、小家电淘宝旗舰店周度销售额同比 (2020 年第 39 周) .....	7
图 4: 本周家电板块上涨 2.2 个百分点 .....	9
图 5: 2020W39 (2020.9.21-2020.9.27) 单周销量同比数据: 线下渠道持续转化线上 .....	9
图 6: 2020W39 (2020.9.21-2020.9.27) 单周线上线下均价: 空调线上线下价差最小 .....	10
图 7: 2020W39 (2020.9.21-2020.9.27) 单周线上线下均价同比: 油烟机线上价格承压明显 .....	10
图 8: 2020W1-W39 (2020.1.1-2020.9.27) 累计销量同比数据: 空冰洗烟线下销量同比均有所下降, 线上销量同比均有所上涨 .....	10
图 9: 2020W1-W39 (2020.1.1-2020.9.27) 累计线上线下均价: 空调线上线下价差最小, 冰箱最大 .....	10
图 10: 2020W1-W39 (2020.1.1-2020.9.27) 累计线上线下均价同比: 空调线下、油烟机线上价格承压 .....	10
图 11: LME 铜价格 (美元/吨) 本周下跌 3.3% .....	18
图 12: LME 铝价格 (美元/吨) 本周上涨 1.9% .....	18
图 13: 冷轧卷板价格 (人民币元/吨) 本周下跌 0.2% .....	18
图 14: 布伦特原油期货价格 (美元/桶) 本周下跌 0.2% .....	18
图 15: 2020 年 9 月截止主要尺寸面板价格 (美元/片) 较上月略有上升 .....	19
图 16: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率略有贬值 (本周末 1 美元=6.8202 人民币, 上周末 1 美元=6.7588 人民币) .....	19
A 股家电板块总市值占 A 股总市值比例 (%) .....	20

表 1: 覆盖公司盈利预测及估值 .....	8
表 2: 本周家电指数跑赢市场 0.1 个百分点 .....	9
表 3: 重点家电公司陆股通持股比例及变动 (%), 本周净流入金额 (亿元) ...	19

## 一、投资建议：Q3 边际改善持续，推荐白电和小家电龙头

本周我们发布了《2020年家电三季报前瞻：Q3边际改善持续，推荐白电和小家电龙头》报告。据统计局数据显示，7、8月家电及音响器材零售规模同比分别为-2.2%、4.3%，增速逐步改善。据产业在线数据，7、8月空调、冰箱外销销量均实现同比正增长，冰箱外销增长强劲。整体来看海外市场需求仍较为乐观，国内企业有望持续受益海外产能转移。Q3需求持续恢复，内外销均改善。

**白电内销保持正增长趋势，外销复苏明显。**出货端内销7、8月白电内销增速环比略有回落，但基本保持正增长；外销端，7月白电外销强势复苏，8月空调外销增速有所回落，冰洗持续回升。零售端，线下渠道，前三季度白电零售量仍同比下滑，但Q3单季度降幅环比收窄；线上渠道，前三季度空冰洗零售量均实现同比正增长，冰洗销售情况优于空调。盈利端受疫情叠加价格战影响，空调前三季度均价仍同比下滑；冰洗前三季度均价基本实现同比正增长。

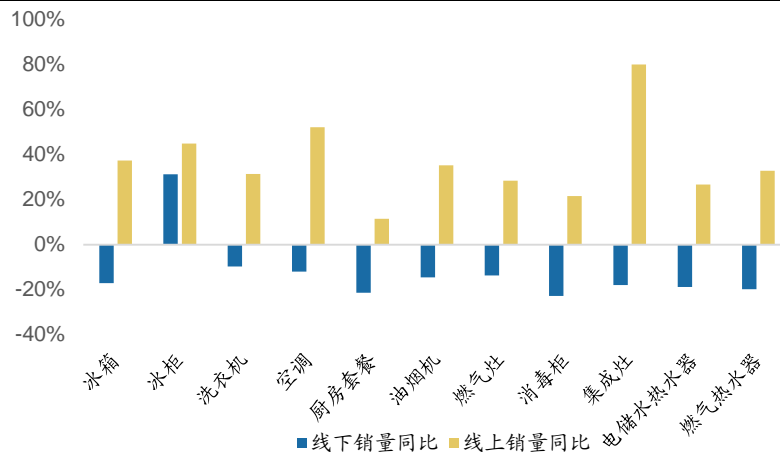
**厨电线上销售优于线下，地产利好或将逐步释放。**零售端，受疫情影响减弱，厨电行业逐步恢复。据奥维云数据显示，7、8月油烟机线下销额同比降幅收窄，线上销额实现正增长。伴随国内复工复产的逐步开展，8月地产销售、开工面积实现正增长，竣工面积降幅收窄，地产复苏对厨电板块的拉动作用或将在Q3显现。

**小家电在长期消费升级以及直播电商兴起趋势下，年初以来的高景气度有望持续。**零售端，破壁机、煎烤机、料理机等厨房小家电以及吸尘器、扫地机器人等清洁小家电线上同比增长明显；受益于良好的产品力、品牌力和渠道力，龙头线上销额增速较快。龙头抢占市场份额，市场集中度逐步提升。

**预计黑电将持续价格战。**出货端，7月内销有所回落，总体企稳；外销大幅回升，强势反弹。盈利端，行业低价竞争激烈，盈利能力或改善有限。

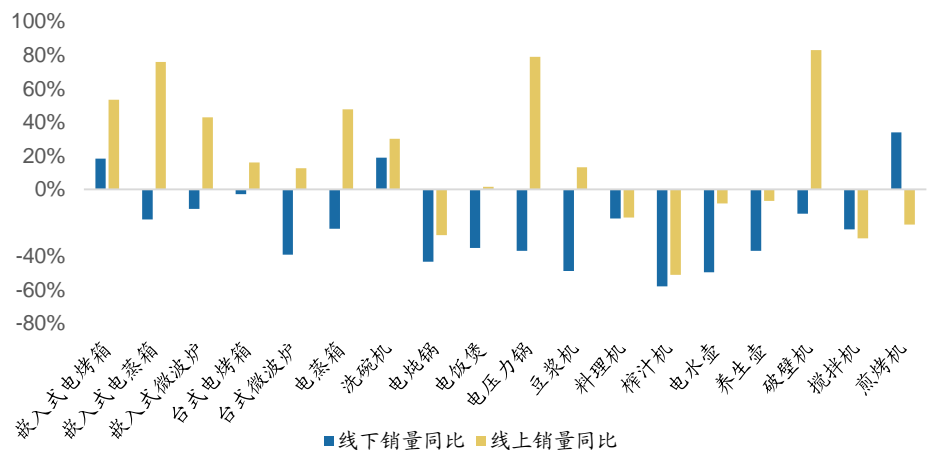
AVC) 周度数据奥维云网 (AVC) 周度数据显示, 2020年39周 (9.21-9.27) 空调线下YoY-12.0%, 线上YoY+52.1%; 冰箱线下YoY-17.2%, 线上YoY+37.4%; 洗衣机线下YoY-9.6%, 线上YoY+31.5%; 干衣机线下YoY+98.76%, 线上YoY+137.0%。厨房大电方面, 油烟机线下YoY-14.6%, 线上YoY+35.2%; 燃气灶线下YoY-13.6%, 线上YoY+28.5%。厨房微蒸烤方面, 台式电烤箱线下YoY-2.9%, 线上YoY+16.0%; 洗碗机线下YoY+18.8%, 线上YoY+30.1%。厨房小家电方面, 电蒸锅线下YoY-40.8%, 线上YoY+389.5%; 破壁机线下YoY-14.5%, 线上YoY+83.0%。

图1: 2020W39 (2020.9.21-2020.9.27) 大家电、厨房大电线上销量同比均优于线下



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

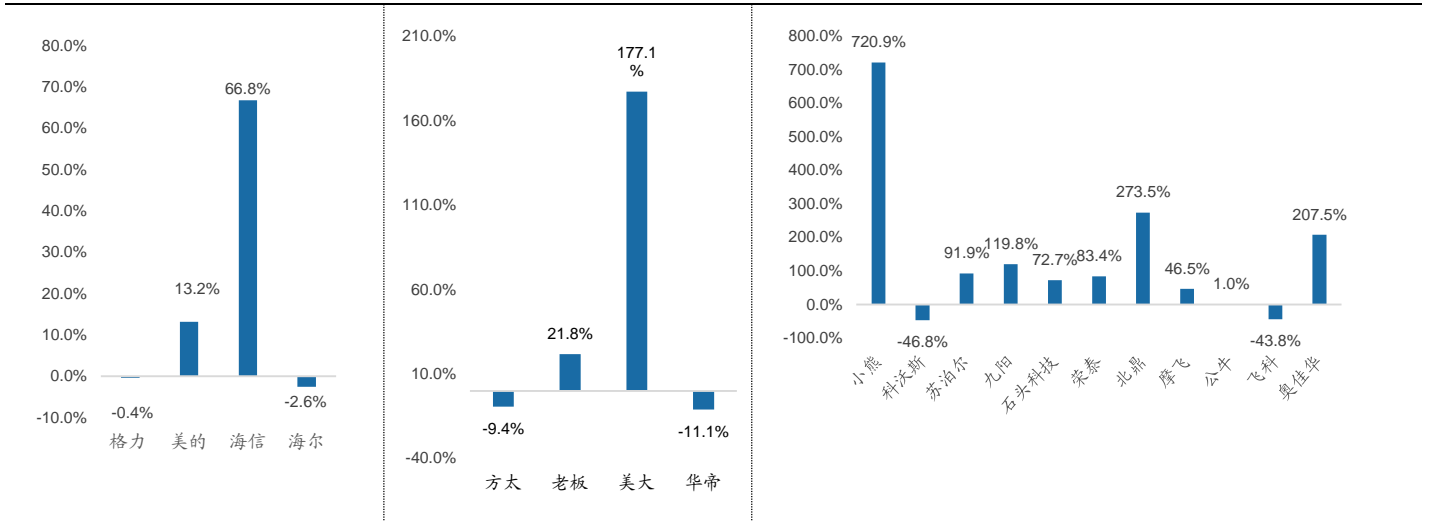
图2: 2020W39 (2020.9.21-2020.9.27) 厨房小家电销量线上优于线下



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

66.8% 淘宝旗舰店( )周度数据: 白电中海信增速最快, 销额同比增长达 , 格力、美的、海尔均保持平稳, 销额同比变化0%、13.2%、-2.6%; 厨电中美大增速最快, 销额同比增长177.1%, 老板销额同比上升21.8%, 方太及华帝销额同比下跌9.4%、11.1%; 小家电整体保持较高增速, 小熊、北鼎、奥佳华增速最快, 销额同比分别增长721.9%、273.5%、207.5%。

图3: 白电、厨电、小家电淘宝旗舰店周度销售额同比 (2020年第39周)



数据来源: 淘数据, 广发证券发展研究中心

鉴于此, 我们建议继续关注业绩持续改善, 坚持技术革新。引领行业发展的白电龙头: 美的集团、海尔智家、格力电器; 以及受益消费升级和新渠道快速增长的小家电龙头: 小熊电器、新宝股份、九阳股份。

表1: 覆盖公司盈利预测及估值

公司代码	公司简称	评级	股价		EPS (元/股)			净利润增速			PE (x)		
			(元/股)	货币	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
			2020/10/9										
000651.SZ	格力电器	买入	54.75	人民币	4.11	3.06	3.94	-6%	-25%	29%	15.7	17.9	13.9
000333.SZ	美的集团	买入	73.39	人民币	3.47	3.57	4.08	20%	4%	14%	16.33	20.54	17.99
600690.SH	海尔智家	买入	22.10	人民币	1.25	1.01	1.23	10%	-19%	22%	15.3	21.9	18.0
002959.SZ	小熊电器	买入	124.19	人民币	2.23	2.99	3.74	45%	74%	25%	23.7	41.6	33.2
002705.SZ	新宝股份	增持	43.29	人民币	0.86	1.39	1.67	37%	53%	19%	19.0	31.2	26.0
002242.SZ	九阳股份	买入	42.54	人民币	1.07	1.19	1.34	9%	11%	12%	23.0	35.7	31.8
002032.SZ	苏泊尔	买入	77.00	人民币	2.34	2.48	2.87	15%	6%	16%	32.2	31.1	26.9
002508.SZ	老板电器	买入	32.85	人民币	1.68	1.73	1.98	8%	8%	13%	19.9	19.0	16.6
002035.SZ	华帝股份	买入	9.91	人民币	0.86	0.71	0.81	10%	-18%	15%	15.2	14.0	12.2
002050.SZ	三花智控	买入	23.82	人民币	0.51	0.42	0.48	10%	7%	14%	25.7	56.5	49.4
603868.SH	飞科电器	增持	49.48	人民币	1.57	1.58	1.71	-19%	0%	4%	23.4	31.4	29.0
000921.SZ	海信家电	增持	12.51	人民币	1.32	1.08	1.22	30%	-18%	13%	9.4	11.5	10.2
00921.HK	海信家电	增持	9.64	港币	1.32	1.08	1.22	30%	-18%	13%	9.4	11.5	10.2
002677.SZ	浙江美大	增持	18.79	人民币	0.71	0.77	0.90	22%	3%	15%	17.9	24.3	21.0
603579.SH	荣泰健康												
603355.SH	莱克电气	增持	34.58	人民币	1.25	1.35	1.48	19%	10%	10%	18.7	25.7	23.4
600060.SH	海信视像	增持	13.33	人民币	0.42	0.50	0.55	42%	17%	11%	25.3	26.8	24.1
002615.SZ	哈尔斯	增持	5.63	人民币	0.31	0.37	0.43	28%	18%	17%	17.5	15.4	13.2
002429.SZ	兆驰股份	增持	6.43	人民币	0.25	0.34	0.42	155%	37%	23%	13.9	18.8	15.2
603515.SH	欧普照明	增持	26.67	人民币	1.18	1.19	1.37	-1%	1%	15%	23.4	22.4	19.4
002403.SZ	爱仕达												
002543.SZ	万和电气	增持	8.19	人民币	0.77	0.87	0.97	17%	13%	11%	11.9	9.4	8.4
603486.SH	科沃斯	持有	48.44	人民币									
000810.SZ	创维数字	增持	9.88	人民币	0.60	0.70	0.85	91%	17%	22%	19.9	14.1	11.6
603195.SH	公牛集团	增持	152.19	人民币	0.00	3.94	4.61	37%	3%	17%	38.6	33.0	

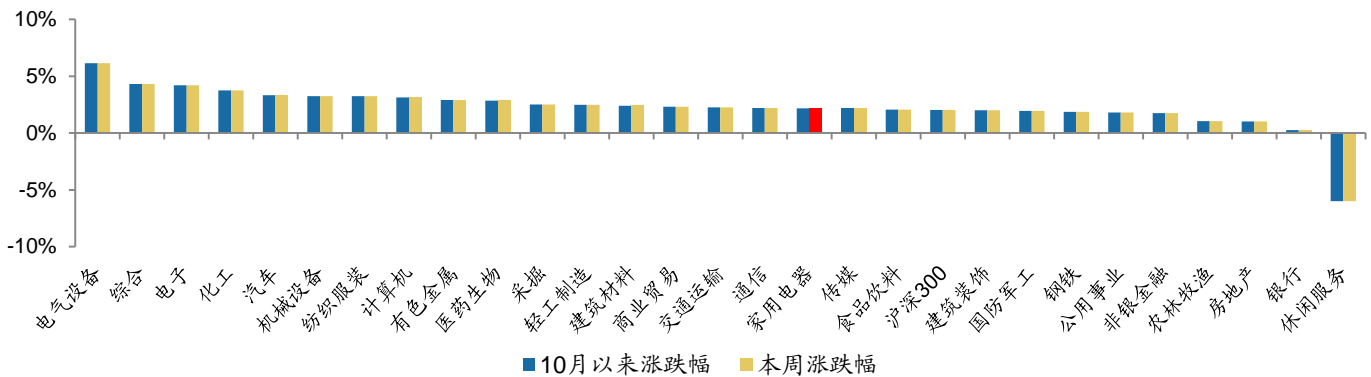
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心。

注: 盈利预测中所有公司2019年数据为年报数据, 2020年预测数据与广发外发报告一致。海信家电H股EPS由人民币转换成港币所得, 汇率取2020.10.09收盘价: 1港币=0.8761人民币。



## 二、一周行情回顾（2020.9.30-2020.10.09）

图4：本周家电板块上涨2.2个百分点



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：本周数据起止日期为2020年9月30日至2020年10月9日

表2：本周家电指数跑赢市场0.1个百分点

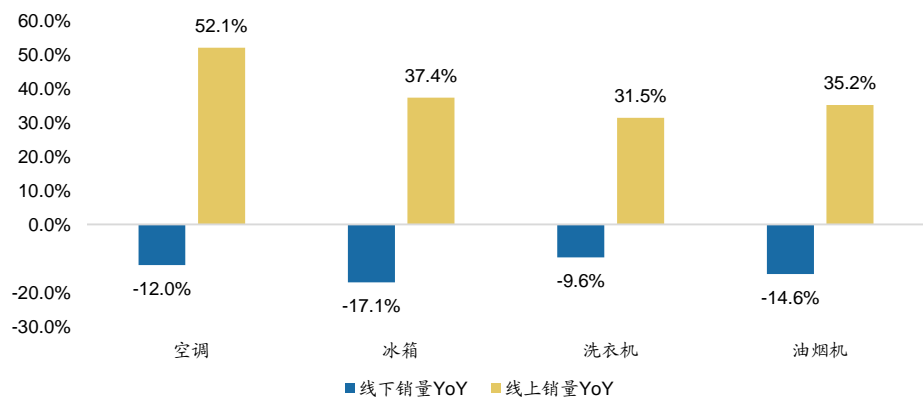
	本周涨跌幅	本周跑赢市场（百分点）	10月以来涨跌幅	2020年以来涨跌幅
沪深300	2.0%		2.0%	14.3%
家用电器	2.2%	0.1	2.2%	16.5%
视听器材(申万)	2.8%	0.7	2.8%	17.8%
白色家电(申万)	2.1%	0.1	2.1%	9.6%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：本周数据起止日期为2020年9月30日至2020年10月9日

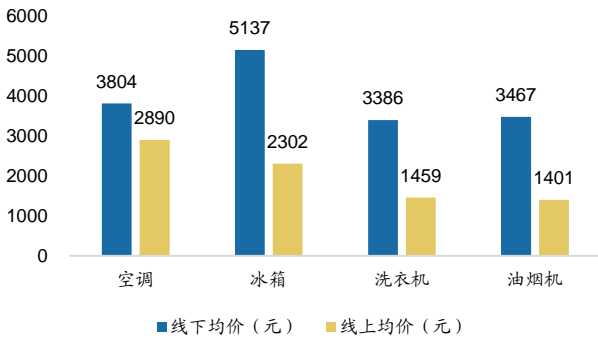
## 三、2020W39（2020.9.21-2020.9.27）行业主要品类线上线下上周及累计数据回顾

图5：2020W39（2020.9.21-2020.9.27）单周销量同比数据：线下渠道持续转化线上



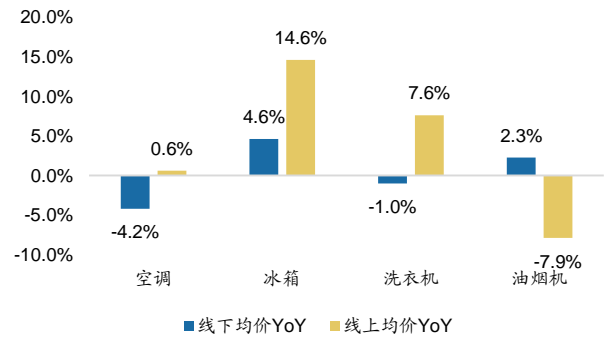
数据来源：奥维云网，广发证券发展研究中心

图6: 2020W39 (2020.9.21-2020.9.27) 单周线上  
线下均价: 空调线上线下车价差最小



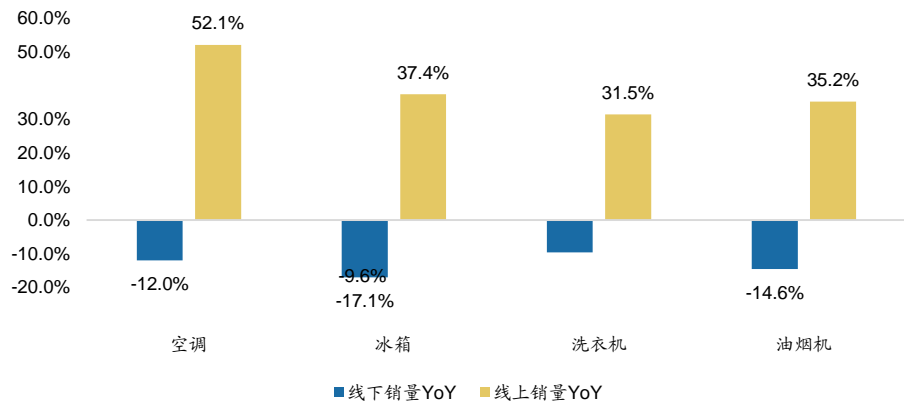
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图7: 2020W39 (2020.9.21-2020.9.27) 单周线上  
线下均价同比: 油烟机线上价格承压明显



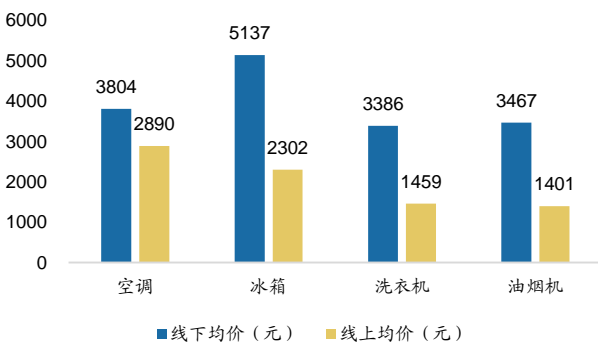
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图8: 2020W1-W39 (2020.1.1-2020.9.27) 累计销量同比数据: 空冰洗烟线下销  
量同比均有所下降, 线上销量同比均有所上涨



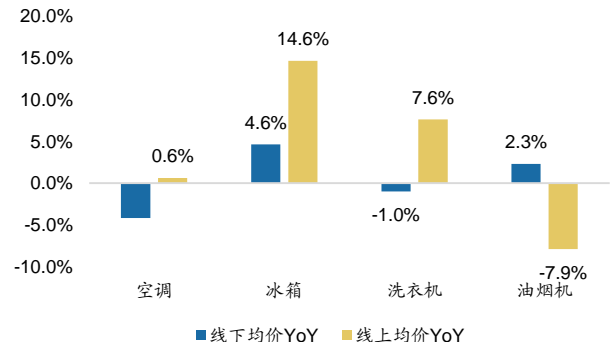
数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图9: 2020W1-W39 (2020.1.1-2020.9.27) 累计线  
上线下均价: 空调线上线下车价差最小, 冰箱最大



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图10: 2020W1-W39 (2020.1.1-2020.9.27) 累计  
线上线下车均价同比: 空调线下、油烟机线上价格承压



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

## 四、行业回顾

**(一)行业动态: 家装家电热有望延续至元旦; 烘干市场逆势走强, 健康、分区洗成洗衣机行业新“蓝海”**

### 1. 家装家电热有望延续至元旦

加长版黄金周让大家把这个假期过成“年”。一方面, 全民出行热潮堪比“春运”。另一方面, 宅家买买买不停, 上半年一度沉寂的装修市场正在开足马力“消化”累积的市场需求, 长假期间也继续带动家居家电相关行业的火爆销售。而高涨的消费需求又进一步拉动了国内消费活力释放, 加快经济复苏。专家指出, 随着复工复产, 消费者的可支配收入变宽裕, 假期前压抑的家电、3C电子消费品等需求会持续爆发。资深行业人士表示今年下半年的家装家电消费热潮有望延续至元旦前后。

#### 家装热带动大家电销售

10月1日~10月3日, 天猫线上家装品牌引导至线下门店的成交额同比提升50.5%, 其中新品牌占比35%。线上成交爆发强劲, 定制整体衣帽间同比增长2536%, 智能家居套装同比377%, 可视门铃同比1831%。9月京东家装节以来装修服务同比增长300%以上。“十一期间, 冰洗、手机通信、电脑是最热销的前三类产品。传统大家电例如冰箱、洗衣机、空调、彩电等, 今年以来, 平均客单价有所上涨”。

“报复性消费仍然持续火爆。”往年的传统家装五一前后是一个小高潮, 十月前后是一次中高潮, 元旦前后进入最高潮。但是今年因疫情推迟了, 所以十月叠加了五一的小高潮, 显得格外引人注目。十一长假结束马上又可以开工装修, 一直会延续元旦前后。

#### 年轻用户看重家电智能化

80后90后已成为家电市场的消费主力, 而他们对家电产品的“追求”不仅要耐用, 而且要智能化、设计感十足。虽然国内疫情已受到控制, 但是今年居家时间增加了不少, 因此对家装、家电更讲究: 家用电器智能化、外观设计亮丽, 支持手机的远程控制。

例如洗衣机, 现在有的是将烘干与洗衣单独区分, 有的是将儿童衣服洗涤和成人衣服洗涤区分, 这类上下双筒设计的洗衣机很受80后90后年轻家庭欢迎, 一个滚筒洗内衣或小孩衣服, 一个洗外套或大人衣服, 卫生健康。TCL、美的、卡萨帝、LG等都推出类似新品, 价格接近万元, 甚至万元以上。

据苏宁, 智能门锁、扫地机器人以及垃圾处理器, 是近年增长势头迅猛的智能化家电。为了迎合当下年轻用户的选品需求, 卖场专门开辟了智能化家电陈列和展示的区域, 并同时引入一些智能化家庭的新品牌。年轻家庭用户对家电的认知会更倾向智能化、时尚、舒适性, 疫情之后还加上健康元素。

#### 5G换新订单占比近九成

随着国内5G网络的不断完善与普及, 换5G手机成为手机消费主流。十一期间, 卖场通信类产品同比增长超过六成。“通过以旧换新升级5G手机的订单, 占比达到87%”。信通院最新报告显示, 截至今年8月, 国内市场5G手机出货量1617万部, 占

同期手机出货量的60.1%。1~8月，国内市场5G手机累计出货量9367.9万部、上市新机型累计141款，占比分别为46.3%和46.8%。随着越来越多品牌推出5G机型，或发布多于一款的5G新机，市场上5G手机出货量占比将持续上涨。

值得注意的是，由于进入5G红利期，我国智能手机的平均售价有所提升——今年第二季度的手机销售均价涨幅达13%，均价达到2115元。

艾媒咨询指出，5G的来临让智能手机成本上涨，导致了其售价增长。这波价格上涨期预计会持续到明年夏季，“参考3G、4G时代，同样对于5G，到2021年年终，手机终端的价格会下降。届时，市场竞争激烈，整体利润红利期会过去”。

#### 网课刚需带旺平板类产品

据了解，随着疫情防控常态化，中小学生、高校学生都已回校上课，不过，疫情期间催生的网课需求依然存在。

今年上半年因疫情热销的电脑、平板电脑等3C产品截至第三季度，市场依旧火爆。不仅是延续网课、居家办公的“刚需”，9月高校开学季以及十一期间的返乡需求，同样带动了这一轮销售高潮。广州线下大型卖场的数据显示，今年二季度至今，卖场电脑、平板电脑等3C产品的平均客单价达到4000~5000元。9月份开学季，电脑类产品销量同比增加18%。

据市场调研机构Canalys，全球PC市场在2020年第二季度出现了9%的增长。第二季度期间，台式机、笔记本和工作站的总出货量达到7290万台，同比大增9%。需求的激增主要是由笔记本电脑推动，其同比增长24%。

疫情期间，远程办公、远程教育等需求成为拉动PC增长的新动力。后疫情时期，企业借此加速数字化转型以解决生存问题。

(新闻来源：中国家电网)

## 2. 烘干市场逆势走强，健康、分区洗成洗衣机行业新“蓝海”

随着疫情阴霾渐退，洗衣机市场也逐渐升温，呈现回暖态势。4月份开始，洗衣机线上市场零售额数据实现由负转正，6月因618促销等因素，整体市场零售额实现12.0%的同比增长。除市场数据回暖迹象明显之外，经过疫情洗礼以及市场教育程度加深，洗衣机产品的升级趋势也逐渐明朗，健康洗、分类洗、洗干套装等在品牌商的助推下迎来新的发展机遇。

#### 线上量额均已由负转正

随着家电产业日渐成熟，家电尤其大家电行业逐渐陷入增长困境，在严峻的宏观经济环境下，相比不景气的空调、电视等，洗衣机行业去年交出了小幅增长的满意答卷。根据奥维云网数据显示，  
 年，洗衣机市场零售量 万台，同比增长3.9%;零售额764亿元，同比增长2.5%。

2020年，受疫情“黑天鹅”事件冲击，承压成为家电行业最大的基本面。疫情对于产业链、物流、渠道、安装等的影响使得上半年多数品类陷入负增长，其中占据主要规模的白电、黑电及厨卫电器市场均未能幸免。在白电市场，相较于跌幅最“惨”的空调品类，冰洗市场的表现相对稳健，整体呈现先抑后扬趋势，具体洗衣机市场前

3831

三个月的零售额增幅均为负值，在2月滑至谷底后逐渐回升，4月开始实现正增长，且增幅逐渐扩大。受五一小长假和618促销的拉动，洗衣机在5月和6月的零售额同比增长达到上半年最高点。中怡康数据显示，618期间，洗衣机零售量同比增长58.5%，零售额同比增长77.2%，产品均价同比增长11.9%。

整体1-7月，洗衣机市场零售量为1701万台，同比下滑14.3%；零售额为319亿元，同比下滑14.6%。其中，线上市场零售量为1069万台，同比增长0.0%；零售额为151亿元，同比增长2.5%。线下市场零售量为632万台，同比下滑31.0%；零售额为168亿元，同比下滑25.7%。相较于1-6月数据，洗衣机线下市场量额降幅有所收窄，线上在零售额之外，零售量也回暖向正增长发展。京东平台数据显示，今年1-8月，包括洗衣机在内的冰洗品类是京东家电大盘中增速最快的品类。

“尽管今年上半年受到疫情的严重冲击，但洗衣机市场需求的整体规模和基本盘没有发生改变，线上市场可观的增幅可以在一定程度上弥补线下市场受到的影响。”国家信息中心资深产业专家蔡莹判断，洗衣机国内市场将保持3500—3700万台的市场规模。除此之外，产品结构和消费结构调整迹象明显、消费质量提升，也是洗衣机市场2020年的另一大特点。

### 产品结构升级趋势明朗

从均价来看，洗衣机是为数不多在今年前7个月里线上线下载价都呈现正增长的家电品类。具体1-7月，洗衣机产品均价为1878元，同比下滑0.3%，相比1-6月超5%的同比下滑，跌幅进一步收窄。其中，线上市场均价为1414元，同比增长2.6%；线下市场均价为2664元，同比增长7.7%。论及促成均价上涨的原因，中高端跃升是必不可提的因素之一，根据奥维云网数据显示，上半年洗衣机线上市场，4000-5000元、5000-6000元、6000-8000元价格段产品分别同比增长1.4%、0.4%和1.7%。线下市场，8000-10000元以及10000元以上价格段产品分别实现3.7%、-0.6%和0.2%的同比增长。京东平台数据也显示，上半年其冰洗产品3000-6000价格

段销售额占比较去年同期均有大幅提升，其中4000元以上洗衣机流量同比增长124%，销售额同比增长50%。

产品高端化之外，如蔡莹所判断的，今年洗衣机产品结构和消费结构调整升级迹象十分明显。中国家电网记者观察各数据机构、电商平台对上半年洗衣机市场表现的总结分析。洗烘一体机+大容量是洗衣机市场升级的主要动力，具体上半年线上洗烘一体机零售额占比为28.9%，线下零售额占比为46.6%，相比于历年也一直处于上升态势。另外，干衣机以30.1%的同比增幅成为上半年白电市场最大黑马，尤其在6月干衣机线上线下零售额更是分别实现了168.6%和85.5%的大幅增长。奥维云网白电事业部总经理赵梅梅向中国家电网记者表示，消费者对洗烘一体机、干衣机的需求已经不仅局限于雾霾天、梅雨季等特殊天气，而正成为解决消费者衣物晾晒的一种选择。“并且，无论是线上还是线下，洗烘一体机、干衣机的均价水平都高于其他产品类型，其结构性增长拉动了行业均价整体提升。”

洗烘一体机+大容量、干衣机为洗衣机结构升级主要推动力的基础上，受疫情影响，人们对带有健康、清洁、杀菌等功能的家电产品有了更高的关注度，健康洗、分区洗也被推入风口，成为关注产品。上半年分区洗护市场线下零售量同比增长24.7%，零售额占比提升至4.5%左右。对应的，在过去8个月时间，各主流洗衣机品牌都先后推出了带有分区洗、健康洗等功能的洗衣机、干衣机或洗干一体机新品。

如美的在6月5日的发布会上推出了有快速烘干功能的美的初见干衣机洗衣机套装和独有晒被子功能、蒸汽免熨功能的小天鹅干衣机洗衣机套装，以及具备AI感知水地、16种材质空气洗等独有的功能COLMO干衣机洗衣机套装。海尔新推出的墨盒直驱洗衣机搭载墨盒式配给系统，能够检查当地水质、衣物重量，并根据监测数据精准投放洗衣液和助洗液，可将去污能力提升6倍。TCL推出的新品 P10复式分类洗衣机，上下双筒都搭载了热力除菌功能，可实现95°C高温煮洗，深层净衣减少病菌附着。惠而浦帝王H洗烘一体机在“智氧除菌”技术的基础上，首创“混动除菌”技术，将智氧科技和蒸汽程序相结合，一次洗涤可同时完成衣物的深层洁净和养护。西门子最新上市的轻颜系列洗烘一体机搭载西门子iSensoric智感系统，拥有多个高精度传感器，通过自动设置最佳转速和温度，精确感知洗护温度和强度，高效呵护衣物面料。松下联合京东推出的N5系列洗烘一体机主打Ag+光动银除菌技术，通过蓝光激活羟基的银离子溶于水，可以渗透衣物高效除菌，除菌率达98%以上。

“虽然短期来看，结构升级和容量升级仍是拉动行业均价的主要动力，但从长远看健康洗涤的附加值也在逐步提升。”疫情得以控制后，洗衣机市场有两大利好：一是下半年尤其第四季度作为洗衣机市场的销售旺季，在疫情得到控制之后有望释放更多的需求，市场有望延续去年Q4翘尾趋势，在大促销节点有所爆发；二是健康洗、分类洗、洗干套装等在品牌商的助推下有希望获得新的发展机遇，预计下半年全渠道零售量同比增长4.3%，零售额同比微降0.1%，其中，接下来的第四季度，洗衣机全渠道零售量、零售额将有可能实现6.8%、2.9%的同比增长。

（新闻来源：中国家电网）

## （二）公司动态：收购倍科常州工厂 康佳白电版图再下一城；TCL 白电：奔跑在变革的路上

### 1. 收购倍科常州工厂 康佳白电版图再下一城

9月30日，康佳集团旗下江苏康佳智能电器有限公司收购倍科常州工厂，并与土耳其制造业巨头Arcelik签署了战略合作协议。此次战略合作将有助康佳白电产能提升，并进一步打开国际市场，未来三年康佳洗衣机年总产销量将计划突破100万台。

据了解，BEKO(倍科)，是注册于英国并在英国家电市场处于领先地位的国际品牌，其母公司Arcelik为欧洲三大家电集团之一。倍科常州工厂，注册地址位于江苏常州洛阳镇，原隶属于土耳其KOC集团，拥有行业为数不多的滚筒洗衣机生产线。

而滚筒洗衣机的产能，一直是掣肘康佳白电洗衣机规模递进，结构优化的一大痛点。近年来，洗衣机行业消费升级加速，滚筒洗衣机更是风头正劲，占比持续走高。去年，康佳白电的洗衣机产销量突破50万台，创历史新高，但滚筒洗衣机占比相对较低。滚筒洗衣机自主生产缺位，是彼时康佳洗衣机亟待补齐的短板。

在这样的背景下，康佳集团旗下江苏康佳智能电器有限公司收购倍科常州工厂，加码滚筒洗衣机，也正在情理之中。此外，倍科常州工厂引进世界前沿的技术生产，产品口碑过硬，这也是苛求产品品质的康佳所看重的。

海外市场的开拓，也是康佳集团看中常州倍科的原因之一。通过和土耳其制造业巨头Arcelik签署战略合作协议，康佳白电也有望进一步打开洗衣机领域的国际市场。当然，此次洗衣机板块的产能加码，海外市场的扩展，只是康佳白电做大做强的一环。

近两年，康佳白电动作频频，并购不断：**2018年6月，康佳以4.55亿元收购新飞。**在保持新飞的相对独立运营同时，实施‘康佳白电+新飞电器’的双品牌协同运作策略，扩大白电版图。去年，康佳布局合资建立康佳的空调工厂，实现了自主制造，目前康佳空调新工厂，已进入全线投产，步入正轨，助力其空调规模快速增长。

而今，康佳集团通过旗下企业，收购倍科常州工厂，并与土耳其制造业巨头Arcelik签署了战略合作协议，在洗衣机板块也注入新的动能。自此，从冰箱到空调，再到洗衣机，一个康佳白电的布局版图，已经徐徐展开，轮廓清晰。而康佳集团做大做强白电业务的决心，也再次得到彰显。

**今年上半年，康佳集团白电业务营收达19亿元左右，占集团营收份额达10.95%，同比增幅超17%。**这一增长速度，不仅在白电行业，堪称逆势上扬，在康佳集团的业务板块中，也仅次于半导体业务。即使是疫情当前，康佳白电增长依然。而今随着版图的扩容，康佳白电也有望获得更为强劲的增长驱动。

艾肯(新博来源):

## 2. TCL白电：奔跑在变革的路上

“我们本来今年就要落实产品变革和渠道变革，疫情加速了我们变革的过程和决心。”这是TCL白家电事业部总经理张荣升为TCL白电在今年产品升级和渠道拓展工作上定下的基调。因为疫情，TCL白电启动了变革的加速键，但是奔跑的方向没有改变。

宅经济、健康理念等多重元素叠加作用下，驱动着冰洗行业存量产品更替，新品高端化、升级化的趋势正在加速。疫情过后，用户健康生活理念愈加成熟，对家电产品的健康类功能需求增加，两方面的共同作用，TCL白电更加坚定了产品升级的决心。而与此同时，TCL白电加速启动新的渠道变革，为全新产品升级后的TCL白电拓宽市场道路。

品质，张荣升将这两个字归结为 白电未来最核心的要素；精品战略，张荣升强调这是TCL白电三大战略首位；智能战略，这是三大战略另外一要点，同样是从产品角度出发。由此可见，产品在TCL白电发展中的重要性毋庸置疑。

今年上半年，疫情的阴霾笼罩在家电市场的上空。但随着整体环境的复苏，冰箱、洗衣机等重头产品率先吹响了反击的号角，颜值逆天、功能过硬的产品开始得到

消费者青睐，性价比已经不再是冰洗行业的“高频”词汇。白电企业纷纷寻求新的溢价点来提升市场销量，其中，“健康”元素成为冰洗市场中推动行业增长的机会点。

疫情让原本正在悄然发生的消费升级更加显山露水。“首先从国家层面来看，大规模的消费升级会带来很多机会，而且疫情后，肯定市场会出现反弹。”张荣升分析围绕用户需求和产品，整个白电行业产品结构性升级蕴含着丰富的机会。

疫情作用下，居民的健康防护意识快速提高，对健康洗涤更为关注，高温、紫外线、臭氧、银离子等多样化的除菌洗衣机获得新的发展机遇，健康洗衣机以内筒自清洁、免清洁以及除菌、除螨的产品为主；分区洗不仅提高洗涤效率，避免交叉污染，同时呵护婴儿、老人、病人等特殊群体的需求。冰箱则侧重于大存储、食材保鲜、净味的功能，冰箱企业集中围绕这些要素做文章，发新品。

### 抓准用户需求布局产品

“今年我们正在布局冰箱洗衣机的产品新领域，这些空白市场对于我们来说都是机会，我们的增长空间很大。”这半年，我们看到了一个焕发新生机的TCL白电，产品力正在全速升级。

随着智慧家电成为大势所趋，健康杀菌功能在冰箱洗衣机产品上的应用越来越智能。目前人们最关心的就是冰箱和洗衣机如何能更好地保护全家饮食健康，所以健康杀菌类的家电产品销售呈现爆发式增长，而TCL冰箱洗衣机产品的核心诉求就是为用户健康生活而创新。从免污洗衣机的迭代升级到健康分类洗，从一体变频风冰箱到极速制冷冰箱，TCL自进入白电行业起，就开启了冰箱洗衣机产品的差异化创新之路。

今年上半年，TCL洗衣机再次迎来产品的颠覆性升级，在推出多款免污式洗衣机随即把目光放在了分类洗功能的开发上。TCL复式分类洗衣机的诞生，是在TCL洗衣机健康战略的延长线上，经过大量的用户调研，城市走访，再加之在免污技术积累下的产物。TCL P10复式分类洗衣机是健康+技术+用户需求的合成物。

当人们越来越注重饮食的营养搭配，“健康生活”、“科学饮食”的观念深入人心，老百姓的饮食健康越来越成为刚需，科学推出了TCL急冷式冰箱，在锁住食材最初的新鲜上下功夫，树立TCL冰箱懂你的极速制冷专家形象。

TCL白电深入洞察用户需求，疫情过后，新品上市，完善了冰洗产品矩阵，产品升级在市场上收效明显。“今年五月开始，市场好转，尤其618期间，我们销售规模有了突破性增长，其中400L容积段十字产品中，我们行业排名第一。”

因此，今年TCL白电还在大量招募人才，谈及TCL白电众多板块中，最舍得投入的一块，张荣升强调是人才，尤其是研发人才。“疫情过后，不少品牌在裁员，而我们在不断的招人，研发人员增加了30%。”张荣升的一句话，让TCL白电未来产品升级有了更多的想象空间。

当前，5G、IOT、AI等为代表的前沿技术的快速渗透，给商业模式的变革提供了丰富的支撑。传统的大压货大分销模式在时下的物联网时代，较高的费用和较低的效率，显现出了太多的弊端，甚至是影响了企业产销效率、盈利水平等方面的提升，品牌与用户之间营销通路缩短是大趋势，大数据研究也使得营销更加精准。



**加快数字化转型、提高渠道效率是TCL渠道变革的核心。**“我们希望通过数字化转型，离用户更近，更贴近市场，让市场情况显性化、数字化，提高决策效率。”张荣升说道。电商在TCL白电的渠道构成中所占权重稍大，其中重要原因就是相对于传统渠道，电商数据更透明，利于品牌根据数据做分析、判断、决策。因此，未来TCL白电要在规模上获得突破，传统渠道的拓展至关重要。

“我们在一二三级城市的渠道还很薄弱，但也代表我们在这些市场有很大空间，未来我们会在这些城市发力，发展TOP客户，另外我们还会与地产、家居企业合作，进入家电连锁。”在张荣升披露的TCL白电渠道规划中，我们可以清晰地看到其多层次的渠道布局，空白市场和渠道的慢慢补足，将会带来大量的增量空间。

过往层层传导、压货分销的销售模式渐渐失效的背景下，TCL白电将零售驱动、用户导向、互联网化的营销模式确定为变革方向，建设网格化零售网络，通过T销客、TCL之家等抓手实现后台管理数字化转型，让数据更透明、渠道效率更高、链条更稳。

去年年初成立的TCL实业控股，也赋予了TCL白电在线下市场拓展广度和深度的力量。一方面T控聚焦智能终端业务，通过智慧科技把全品类链接起来，以智慧显示为核心，在产品技术上实现融合，推动全品类在智能领域的升级；另一方面，打通各品类的渠道通路，联合渠道开发，迸发出巨大的能量，带动全品类全球的增长。

“未来的竞争一定是全品类。”张荣升用“打群架”形容品牌争夺渠道资源之战。显然，TCL白电这方面的实力过硬。

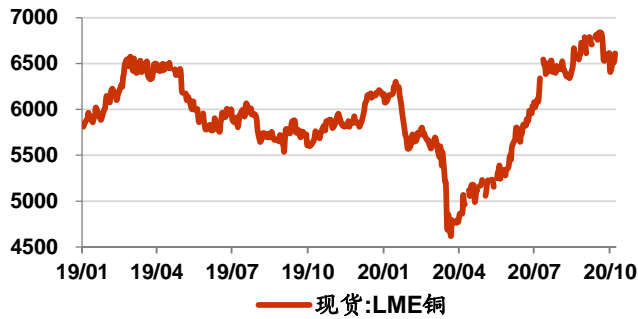
“打群架”不仅国内市场占有优势，同样在海外市场，TCL白电也正在起飞。在海外市场方面，TCL白电预计全年实现翻一倍以上的增长，TCL黑电的品牌影响力和销售通路，使得TCL白电更为容易地打开海外市场的局面，当然更离不开基于用户需求和产品品质的精品战略与智能战略。

“我们正全力追赶行业，快速进入第一阵营。”张荣升透露了TCL白电的目标。而TCL实业不久前发布的半年报显示，根据产业在线数据，TCL洗衣机位居行业第六位、冰箱位居行业第五，TCL白电正紧跟行业步伐，顺势而为，以产品赋能市场新阶段的竞争，打开品牌规模化发展新通路。

(新闻来源：艾肯家电网)

(三) 原材料价格及汇率变动

图11: LME铜价格(美元/吨)本周下跌3.3%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 本周数据起止日期为 2020 年 9 月 21 日至 2020 年 10 月 9 日

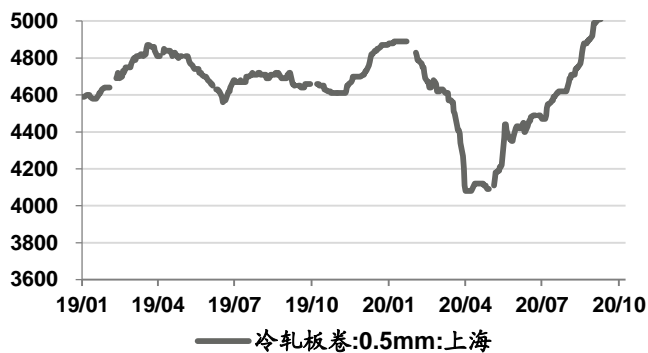
图12: LME铝价格(美元/吨)本周上涨1.9%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 本周数据起止日期为 2020 年 9 月 21 日至 2020 年 10 月 9 日

图13: 冷轧卷板价格(元/吨)本周下跌0.2%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 本周数据起止日期为 2020 年 9 月 21 日至 2020 年 10 月 9 日

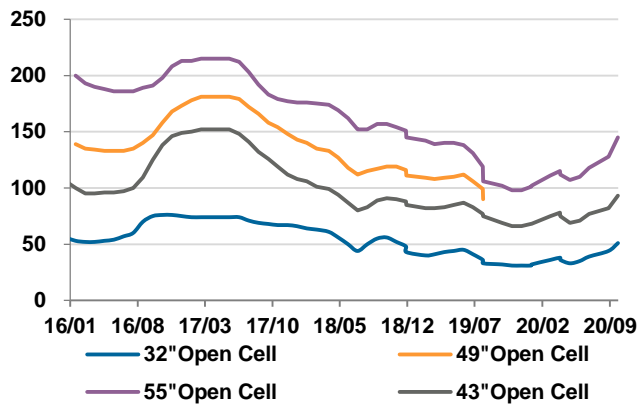
图14: 布伦特原油期货价格(美元/桶)本周下跌0.2%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 本周数据起止日期为 2020 年 9 月 21 日至 2020 年 10 月 9 日

图15: 面板价格: 截至2020年9月, 主要尺寸面板价格(美元/片)较上月略有上升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 本周数据起止日期为 2020 年 9 月 21 日至 2020 年 10 月 9 日

图16: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率略有贬值 (本周末1美元=6.8202人民币, 上周末1美元=6.7588人民币)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 本周数据起止日期为 2020 年 9 月 21 日至 2020 年 10 月 9 日

#### (四) 外资流入动态跟踪

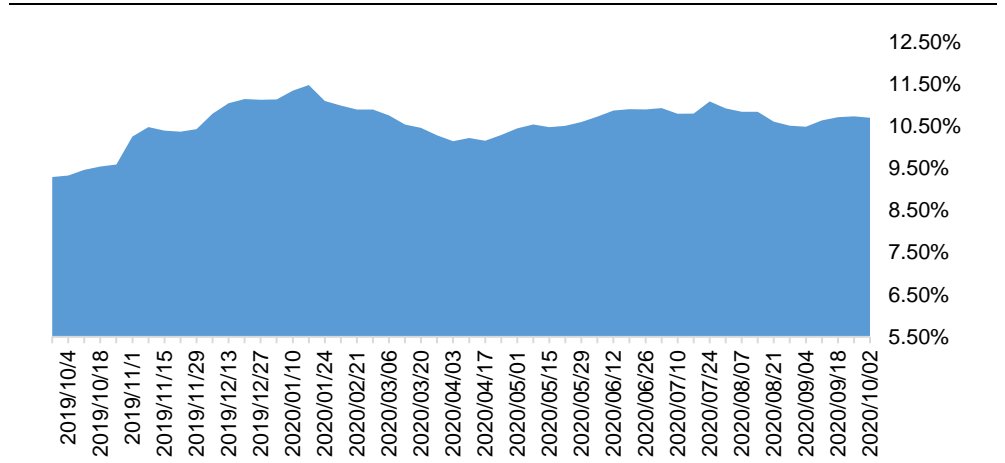
表3: 重点家电公司陆股通持股比例及变动(%)，本周净流入金额(亿元)

股票简称	2020年W39		(亿元)
	陆股通持股比例 (10月2日)	变动 (10月2日相对9月25日)	
美的集团	16.27%	-0.06%	-795.21
格力电器	16.88%	-0.04%	-551.52
海尔智家	8.48%	-0.06%	-117.87
老板电器	13.97%	-0.42%	-43.02
华帝股份	3.72%	-0.17%	-3.19
三花智控	6.08%	-0.18%	-50.71
飞科电器	1.66%	0.08%	-3.50
海信家电	4.69%	0.18%	-8.12
九阳股份	6.86%	-0.25%	-20.86
新宝股份	1.29%	0.01%	-4.05

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 重点家电公司陆股通持股比例=沪深股通持股市值/个股总市值

图17: 陆股通持有A股家电板块市值占家电板块总市值比例 (%)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

## 五、重点报告回顾

### (一) 2020 年家电三季报前瞻: Q3 边际改善持续, 推荐白电和小家电龙头

#### 1. 2020 年家电三季报前瞻: Q3 需求持续恢复, 内外销均改善

(1) 内销: 据统计局数据显示, 7、8 月家电及音响器材零售规模同比分别为 2.2%、2.2%, 增速逐步改善。分品类来看, 白电、厨电需求边际改善明显, 以厨房

清洁类为代表的小家电高景气度持续。分渠道来看, 依然是线上优于线下, 据奥

维数据显示, 破壁机、电蒸锅、吸尘器、扫地机器人等部分小家电品类 7、8 月线上销售额增速超过 30%。(2) 外销: 海外疫情持续发酵, 国外工厂无法及时开工, 而国内产能恢复情况良好, 部分海外订单向国内转移, 利好外销需求。据产业在线数据, 7、8 月空调、冰箱外销销量均实现同比正增长, 冰箱外销增长强劲。整体来看海外市场需求仍较为乐观, 国内企业有望持续受益海外产能转移。

#### 2. 三季报业绩预期: 主要家电前三季度业绩逐季改善, 优于预期

(1) 白电: 据产业在线, 格力电器 1-8 月空调内销 YoY-17.4%, 外销 YoY-0.6%。降幅逐月收窄, 回暖迹象明显; 美的集团白电、厨电业务降幅逐步收窄。从产业在线和奥维云网数据来看, 美的表现领先行业, 预计业绩也将优于行业; 海尔智家内销保持正增长趋势, 外销复苏明显。预计 Q3 公司收入增速 15%、利润增速 25%。(2) 厨电: 老板电器及华帝股份销售改善, 经营状况逐季改善; 浙江美大今年 1-8 月,

销售额 YoY+30.2%。公司作为集成灶龙头,

预计业绩也将充分享受行业红利。(3) 小家电: 苏泊尔线上, 电饭煲、电压力煲等小家电品类线上增速延续正增长趋势, 线下小家电行业也逐季改善。作为龙头, 苏泊尔整体表现优于行业; 九阳股份、飞科电器、新报股份、小熊电器 Q3 销售环比改善, 线上渠道优于线下渠道, 预计利润增速高于行业(4) 照明电工: 欧普照明: 线下渠道逐步恢复, 线上渠道销售情况优于线下。整体来看相对于上半年边际改善。

### 3. 厨电白电市场：白电内外销复苏，厨电销售线上优于线下，地产利好释放

**(1) 白电：内销保持正增长趋势，外销复苏明显。**出货端：7、8月白电内销增速环比略有回落，但仍保持正增长趋势；外销出货端增长良好。零售端：线下渠道，Q3单季度降幅环比收窄；线上渠道，前三季度空冰洗零售量均实现同比正增长，冰洗销售情况优于空调。盈利端：受疫情叠加价格战影响，空调前三季度均价仍同比下滑；冰洗前三季度均价基本实现同比正增长。随行业格局肃清及新能效落地，均价有望进一步回升，盈利能力有望维持稳定。**(2) 厨电：疫情影响减弱，厨电行业逐步恢复。**据奥维云数据显示，7、8月油烟机线下销额同比降幅收窄，线上销额保持正增长。伴随国内复工复产的逐步开展，8月地产销售、开工面积实现正增长，竣工面积降幅收窄，地产复苏对厨电板块的拉动作用或将在Q3逐步显现。**(3) 小家电：在长期消费升级以及直播电商兴起趋势下，年初以来的高景气度有望持续。**破壁机、煎烤机和料理机等厨房小家电以及吸尘器、扫地机器人等清洁小家电线上保持较快增长。我国小家电渗透率还处于较低水平，长期消费升级以及直播电商兴起趋势下，年初以来的高景气度有望持续。**(4) 黑电：预计价格战将持续。**7月内销有所回落，总体企稳；外销回升。行业价格战竞争激烈，盈利能力或改善有限。

### 4. 投资建议

8月新冷年开盘空调行业表现较为稳健，且龙头表现整体上优于行业。后续随新能效逐步落地、格局重固后有望迎来量价齐升。同时，海外疫情影响趋弱，冰洗等出口持续改善。鉴于此，我们建议继续关注业绩稳健、长期竞争力显著的白电龙头：**美的集团、海尔智家、格力电器**。关注受益消费升级的小家电龙头**小熊电器、新宝股份、九阳股份**。

### 5. 风险提示

行业竞争格局恶化、创新产品推出不及预期、原材料和汇率风险。

## 六、风险提示

#### 原材料价格大幅上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

#### 汇率大幅波动

汇率的大幅波动会导致公司产生汇兑亏损，影响公司利润。

#### 行业需求趋弱

家电行业整体需求趋弱将影响上市公司收入和利润的增长。

#### 行业竞争格局恶化

行业内竞争格局将影响公司的盈利能力，竞争格局恶化将导致盈利能力降低。

## 广发家电行业研究小组

- 曾 婫：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。  
袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。  
王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。  
高 润 鑫：研究助理，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

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

## 广发证券—公司投资评级说明

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

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大 厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

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

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

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

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

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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

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

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

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

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

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

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

## 权益披露

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

## 版权声明

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