

## 家电行业电商渠道四季度数据分析及总结

## 行业增速全面回暖，成本下行或为亮点

推荐（维持）

- 受地产调控及补库周期影响，2018年增速整体回落，Q4行业全面回暖。家电行业线上2017年整体保持高速增长，受到地产调控以及补库周期结束等因素影响，2018年开始增速呈现回落态势；Q4受益于“双十一”、“双十二”等线上促销活动，白电、黑电行业增速均出现一定程度的改善，其中洗衣机（-2%）、电视机（-14%）负增长幅度收窄，空调（+6%）恢复正增长，冰箱（+0%）与去年同期保持持平；厨房小家电（+24%）恢复至两位数正增长；新兴品类按摩器材（+68%）及电动牙刷（+137%）享受行业扩容及线上渗透率的持续提升，保持快速增长。
- 空调行业：Q4恢复正增长，实现量价同增。在地产周期以及去年高基数影响下，2018年空调行业同比增速出现逐季度下滑：18Q1：71%，18Q2：41%，18Q3：-19%；18Q4恢复正增长（+6%），其中销量同比增长4%，客单价同比增2%，行业环比改善。
- 厨房小家电：苏泊尔表现最优，九阳量价齐升。厨房小家电受到地产周期影响较小，Q4销量大幅提升（+18%），客单价同增5%，带动销售额恢复至两位数正增长（+24%）。品牌方面，苏泊尔和九阳在我们跟踪的公司中增长最为稳健，其中苏泊尔Q4销售额增速环比改善明显（+35%），表现最优；九阳受益于新品推出以及公司内部调整到位，Q4线上稳中有增（+27%），客单价同增9%，实现量价齐升。
- 原材料价格持续下行，行业盈利水平提升或成亮点。我们分别选取SHFE螺纹钢、SHFE铜、SHFE铝及DCE塑料期货结算价格作为原材料成本跟踪指标：其中铜价自2018年初开始下行，其余原材料自2018年三、四季度起均出现不同程度下滑，截至1月4日，铜、螺纹钢、铝、塑料相较于2018年各自价格最高点分别累计下降15.40%、18.01%、10.55%、10.98%。总体而言，上游成本端下行，有望提升2019年家电行业的盈利水平。
- 投资策略：家电行业受地产周期影响，收入端短期承压，增速放缓至平稳增长状态，近期地产政策有望逐步改善，中长期行业增长确定性较高；从我们跟踪的主要原材料价格来看，行业上游成本下行明显，2019年行业盈利端或成亮点，行业评级维持“推荐”。
- 风险提示：宏观经济下行；终端需求不及预期；地产调控影响。

## 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
格力电器	36.65	4.85	5.29	5.89	7.56	6.93	6.22	3.36	强推
美的集团	36.99	3.04	3.4	3.88	12.17	10.88	9.53	3.33	强推
青岛海尔	13.59	1.21	1.33	1.47	11.23	10.22	9.24	2.69	强推
老板电器	20.37	1.66	1.79	1.98	12.27	11.38	10.29	3.67	强推
华帝股份	8.73	0.81	1.05	1.32	10.78	8.31	6.61	3.52	强推
苏泊尔	50.07	1.97	2.36	2.83	25.42	21.22	17.69	7.91	强推
九阳股份	15.5	1.03	1.1	1.26	15.05	14.09	12.3	3.33	强推
飞科电器	36.24	2.0	2.17	2.43	18.12	16.7	14.91	6.55	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为2019年01月04日收盘价

## 华创证券研究所

证券分析师：董广阳

电话：021-20572598

邮箱：dongguangyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518040001

联系人：龚源月

电话：021-20572560

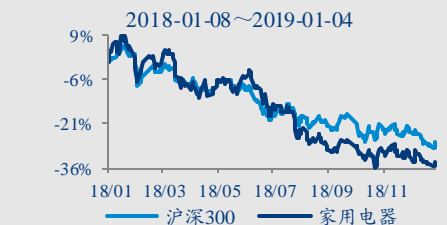
邮箱：gongyuanyue@hcyjs.com

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	65	1.83
总市值(亿元)	9,773.51	1.99
流通市值(亿元)	8,523.59	2.4

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-5.29	-13.99	-21.01
相对表现	1.36	-4.82	5.64



## 相关研究报告

《家电行业2019年度投资策略：短期景气承压需求弱增长，产业升级智能化发展大势所趋》

2018-11-19

《【华创家电】白电线上略有回暖，小家电加速增长——家电行业电商渠道十一月数据分析及总结》

2018-12-08

《家用电器行业周报（20181217-20181223）：空调出口为十一月亮点，成本下行有望提升行业盈利水平》

2018-12-23

# 目录

一、行业增速全面回暖，厨房小家电稳健增长.....	4
(一) Q4 增速全面回暖，厨房小家电恢复两位数正增长.....	4
(二) 客单价：Q4 增速出现分化，空调表现亮眼.....	5
(三) 四季度品牌表现：苏泊尔九阳稳中有增.....	5
二、行业风向标：空调行业量价同增，小家电增速稳定提升.....	6
(一) 厨房小家电：苏泊尔表现最优，九阳量价齐升.....	7
(二) 空调：Q4 恢复正增长，实现量价同增.....	8
(三) 洗衣机：美的系协同效应显现，Q4 增速表现亮眼.....	10
(四) 冰箱：美的海尔结构升级，创维实现放量增长.....	11
(五) 电视机：行业负增长幅度收窄，小米表现最优.....	12
(六) 吸尘器：收入增长开始加速，松下增速最快.....	13
(七) 按摩器材继续加速，电动牙刷高速增长.....	15
三、品牌表现：线上增速分化，苏泊尔九阳稳中有增.....	17
(一) 苏泊尔和九阳 Q4 稳中有增.....	17
(二) 浙江美大：集成灶线上增速提升，美大量增显著.....	17
(三) 科沃斯：线上增长出现回升，四季度增速环比改善.....	18
(四) 飞科电器：Q4 增速略有下滑，17 年以来首现负增长.....	19
四、成本分析：原材料价格持续下行，家电盈利水平提升或成亮点.....	20

# 图表目录

图表 1	家电各子行业线上收入增速对比（季度）	4
图表 2	家电各子行业客单价增速对比（月度）	5
图表 3	家电各子行业客单价增速对比（月度）	5
图表 4	苏泊尔、华帝、九阳表现最优	6
图表 5	电动牙刷和美发增速最快	6
图表 6	厨房小家电行业增长加速	7
图表 7	厨房小家电品牌客单价变化	8
图表 8	空调 Q4 量价同增	9
图表 9	空调品牌单价变化	9
图表 10	洗衣机 Q4 负增长幅度收窄	10
图表 11	洗衣机品牌单价变化	10
图表 12	冰箱 Q4 较去年同期持平	11
图表 13	冰箱品牌单价变化	12
图表 14	电视机 Q4 负增长幅度略有收窄	12
图表 15	电视机品牌单价变化	13
图表 16	吸尘器 Q4 增长开始加速	14
图表 17	吸尘器品牌单价变化	14
图表 18	按摩器材继续加速	15
图表 19	按摩器材品牌单价同比变化	15
图表 20	电动牙刷高速增长	16
图表 21	电动牙刷单价绝对值变化	16
图表 22	苏泊尔、华帝、九阳表现最优	17
图表 23	美大 Q4 线上同增 245%	18
图表 24	美大 12 月客单价同比增长 63%	18
图表 25	科沃斯 Q4 增速环比改善	19
图表 26	飞科 Q4 线上增速略有下滑	19
图表 27	家电各子板块成本拆分	20
图表 28	原材料钢结算价格走势图	20
图表 29	原材料铜结算价格走势图	20
图表 30	原材料铝结算价格走势图	21
图表 31	原材料塑料结算价格走势图	21

## 一、行业增速全面回暖，厨房小家电稳健增长

### （一）Q4 增速全面回暖，厨房小家电恢复两位数正增长

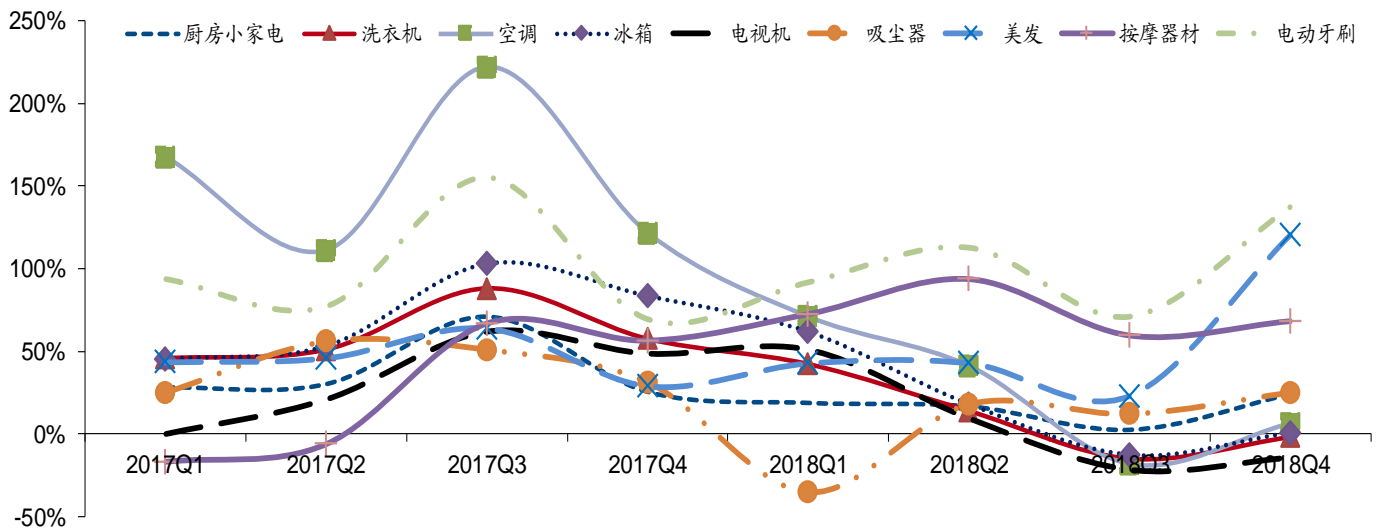
家电行业线上 2017 年整体保持高速增长，受到地产调控以及补库周期结束等因素影响，2018 年开始增速呈现回落态势，Q3 白电和黑电行业开始出现负增长；Q4 受益于“双十一”、“双十二”等线上促销活动，白电、黑电行业增速均出现一定程度的改善，其中洗衣机（-2%）、电视机（-14%）负增长幅度收窄，空调（+6%）恢复正增长，冰箱（+0%）与去年同期保持持平；厨房小家电（+24%）恢复至两位数正增长；新兴品类按摩器材（+68%）及电动牙刷（+137%）享受行业扩容及线上渗透率的持续提升，保持快速增长。

**空调行业：Q4 恢复正增长，实现量价同增。**在地产周期以及去年高基数影响下，2018 年空调行业同比增速出现逐季度下滑：18Q1：71%，18Q2：41%，18Q3：-19%；18Q4 恢复正增长（+6%），其中销量同比增长 4%，客单价同比增 2%，行业环比改善。

**厨房小家电：受到地产周期影响较小，Q4 销量大幅提升（+18%），客单价同增 5%，带动销售额恢复至两位数正增长（+24%）。**品牌方面，苏泊尔和九阳在我们跟踪的公司中增长最为稳健，其中苏泊尔 Q4 销售额增速环比改善明显（+35%），表现最优；九阳受益于新品推出以及公司内部调整到位，Q4 线上稳中有增（+27%），客单价同增 9%，实现量价齐升。

**其他：电动牙刷增速最快，同比增 137%；美发（+121%）、按摩器材（+68%）等新兴品类保持较快增长；吸尘器同比增速提升至 25%，冰箱（0%）、洗衣机（-2%）、电视机（-14%）负增长幅度收窄。**

图表 1 家电各子行业线上收入增速对比（季度）



资料来源：淘数据<sup>1</sup>，华创证券

<sup>1</sup> 本报告所用数据来源于第三方，样本选取淘宝以及天猫旗舰店数据，受数据来源和统计方法的限制，数据或有不够准确、不够完整的情况，因此仅供投资者做趋势参考之用。

## （二）客单价：Q4 增速出现分化，空调表现亮眼

家电各子行业 Q4 客单价同比增速出现分化，我们认为客单价的走势主要受到两方面因素影响：1) 活动优惠力度；2) 销售结构中高端产品占比。在我们跟踪的子板块当中，厨房小家电 Q4 客单价增速回落 (+5%)，空调 (+2%) 客单价增速上行，电视机 (-20%) 客单价负增长幅度略有所收窄，冰箱 (-8%) 增速保持稳定。单 12 月来看，客单价整体增速出现抬头态势。

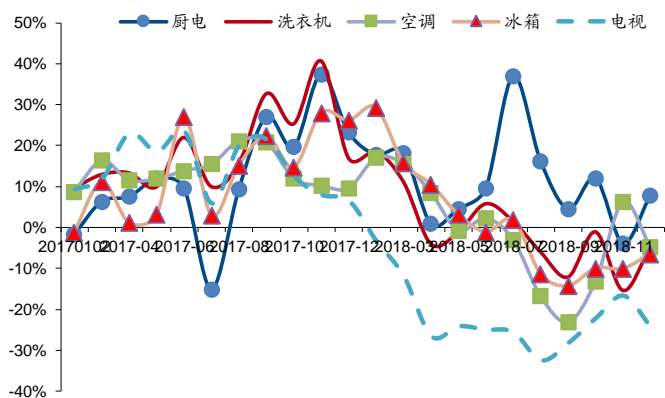
**电动牙刷：**在我们跟踪的子行业中收入增速最快。受益于口腔保健的消费升级以及对传统手动牙刷的替代，行业持续保持快速增长，Q4 增速加快至 137%。客单价方面，由于行业竞争较为激烈，近半年呈同比下滑状态，12 月客单价为 183 元，同比减 12%，负增长幅度环比略有收窄。

**按摩器材：**Q4 收入稳中有增，量价齐升推动按摩器材收入持续快速增长。按摩器材 Q4 销售额稳定增长 (+68%)，客单价同比增速 (+22%) 放缓但仍维持较高水平正增长，销量同比提升 38%。

**吸尘器：**是家电行业明显受益于消费升级、客单价持续提升的子板块之一。吸尘器行业客单价保持稳定增长，2016 年线上客单价为 397 元，2017 年同比提升 26% 至 498 元，2018 年客单价为 621 元，同比增长 25%。其中，客单价最高的品牌为戴森和莱克，2018 年客单价分别为 3002 元、1992 元。

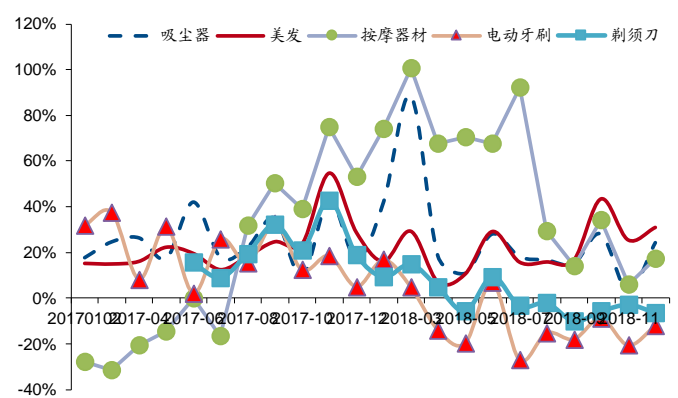
**其他：**厨房小家电 (+5%)、洗衣机 (-10%) 客单价增速均出现同比回落，美发 (+32%) 略有上涨。

图表 2 家电各子行业客单价增速对比（月度）



资料来源：淘数据，华创证券

图表 3 家电各子行业客单价增速对比（月度）



资料来源：淘数据，华创证券

## （三）四季度品牌表现：苏泊尔九阳稳中有增

2018 年家电品牌整体呈增速下滑趋势，Q4 受促销政策差异影响，各品牌增速表现分化。我们跟踪的公司里面增速最为稳定的品牌为苏泊尔和九阳，其中苏泊尔 Q4 增长显著提升至 35%，增速最快。九阳受益新品不断推出，在我们跟踪的公司里面表现最为优秀，一反家电行业自 7 月起整体出现负增长，三季度增速表现逆势上扬，四季度稳中有增，继续保持稳定两位数正增长，同比增速为 27%。由于促销政策影响，品牌增速 Q4 出现分化，华帝自 11 月增速提升显著，12 月略有回落，与去年同期保持持平，整体来看，华帝 Q4 扭转负增长态势，实现同比增长 29%；美的、海尔、荣泰、老板、方太在去年同期高基数（17Q4：161%、149%、73%、72%、69%）背景下，18Q4 增速均出现不同程度下滑。

**图表 4 苏泊尔、华帝、九阳表现最优**

单位: 百万元	美的	老板	华帝	方太	海尔	小天鹅	九阳	苏泊尔	东菱	荣泰
2018 年销售额	3,570	808	465	865	5,468	883	3,496	3,523	217	250
2017 年同比	160%	51%	68%	51%	127%	34%	29%	46%	33%	79%
2018 年同比	5%	0%	7%	-18%	28%	-3%	20%	31%	-8%	-3%
2017Q1	153%	23%	42%	47%	37%	40%	43%	46%	53%	60%
2017Q2	142%	9%	61%	14%	117%	57%	27%	43%	38%	54%
2017Q3	182%	94%	107%	68%	151%	28%	37%	83%	55%	140%
2017Q4	161%	72%	67%	69%	149%	25%	17%	27%	6%	73%
2018Q1	54%	14%	-31%	9%	204%	-12%	9%	46%	11%	34%
2018Q2	31%	33%	3%	23%	67%	-4%	12%	32%	-6%	18%
2018Q3	-7%	-22%	-11%	-30%	29%	-10%	26%	13%	-25%	-38%
2018Q4	-16%	-6%	29%	-37%	-17%	5%	27%	35%	-10%	-7%

资料来源: 淘数据, 华创证券整理 (注: 美的、海尔、老板、华帝、方太、小天鹅的样本数据来源天猫旗舰店; 九阳、苏泊尔、东菱、荣泰的样本数据来源于阿里全网渠道。)

## 二、行业风向标: 空调行业量价同增, 小家电增速稳定提升

**厨房小家电行业: Q4 恢复至两位数增长, 量增 (+18%) 为主要贡献因素。**分品牌来看: 苏泊尔 Q4 销售额增速环比改善明显, 同比增速增至 35%。九阳受益于新品推出以及公司内部调整到位, Q4 增速 (+27%) 稳中有增, 客单价同比增 9%, 实现量价齐升, 是我们跟踪公司里增长最为稳定的品牌。

**空调行业: Q4 扭转负增长态势实现增速回暖 (+6%)**, 在去年高增长基数背景下, 实现量价同增。具体来看, Q4 空调行业销量同比增加 4%, 实现价格增长 2%。

**洗衣机行业: Q4 负增长幅度继续收窄至-2%**, 美的系表现亮眼。客单价方面, 受到天猫购物节促销力度影响, 行业平均客单价同比下滑 10%, 但龙头企业美的 (+11%)、小天鹅 (+8%)、海尔 (+4%)、西门子 (+2%) 受益产品结构升级, 客单价出现不同程度上行, 行业集中度有望进一步上行。

**冰箱行业: Q4 量增价减, 销售额增速同比持平。**18Q4 行业平均客单价为 2322 元, 同比下滑 8%, 环比增长 68%, 价格下行带来的销量提升是行业维持稳定的主要因素。

**其他:** 电动牙刷增速最快, 同比增 137%; 美发 (+121%)、按摩器材 (+68%) 等新兴品类保持较快增长; 电视机行业由于竞争激烈客单价持续下行, 但负增长幅度略有收窄 (-20%), 销量略有回升 (+7%), 销售额同比下滑 14%。

**图表 5 电动牙刷和美发增速最快**

阿里渠道	厨房小家电	洗衣机	空调	冰箱	电视机	吸尘器	美发	按摩器材	电动牙刷
2017 年销售额 (百万元)	36,001	9,834	14,163	8,602	13,182	2,905	3,601	4,314	1,867
2018 年销售额 (百万元)	41,568	10,341	16,160	9,320	13,013	3,683	5,838	7,423	3,835

阿里渠道	厨房小家电	洗衣机	空调	冰箱	电视机	吸尘器	美发	按摩器材	电动牙刷
2017年同比	37%	60%	148%	74%	35%	39%	43%	22%	94%
2018年同比	15%	5%	14%	8%	-1%	27%	62%	72%	105%
2017Q1	28%	46%	168%	45%	0%	25%	44%	-17%	93%
2017Q2	30%	51%	111%	53%	21%	56%	46%	-6%	77%
2017Q3	71%	88%	222%	103%	62%	51%	64%	67%	155%
2017Q4	25%	57%	121%	83%	49%	31%	29%	57%	69%
2018Q1	19%	42%	71%	62%	51%	56%	43%	73%	91%
2018Q2	16%	14%	41%	18%	9%	18%	43%	94%	112%
2018Q3	2%	-15%	-19%	-13%	-22%	12%	23%	60%	71%
2018Q4	24%	-2%	6%	0%	-14%	25%	121%	68%	137%
平均客单价(元)	176	1125	2757	1725	2115	621	81	247	252

资料来源：淘数据，华创证券

### （一）厨房小家电：苏泊尔表现最优，九阳量价齐升

厨房小家电行业全年维持正增长，其中 Q4 增速最高，恢复至两位数正增长（+24%），是我们跟踪的子板块当中表现最好的行业。我们认为 Q4 实现快速增长主要受益于线上优惠活动带来的放量增长（+18%），同时在消费升级的大背景下，高端产品销售占比的提升拉动客单价上行（+5%），厨房小家电得以实现量价齐升。

分品牌来看：Q4 九阳（+27%）销售收入稳中有增，其中客单价同比增 9%，销量同比增 17%。在产品销售结构中，高端产品占比不断提升，根据九阳天猫旗舰店统计数据显示，破壁料理机 Y917 及真空破壁料理机 Y926 分别位列热销产品第三位、第六位。公司持续推进产品的“价值登高”结构升级，正从“九阳=豆浆机”向“九阳=品质生活小家电”进行战略与品牌提升转型。

苏泊尔 Q4 销售额增速环比改善明显，同比增速增至 35%，价格同比下滑 9%，量增（+49%）是其增长的主要贡献因素。其他品牌，飞利浦扭转负增长态势，实现 11% 正增长，东菱（-10%）、美的（-1%）Q4 负增速均出现一定程度的收窄。

图表 6 厨房小家电行业增长加速

单位：百万元	厨电行业	美的	九阳	苏泊尔	飞利浦	东菱
2017Q1	28%	37%	43%	46%	-7%	53%
2017Q2	30%	31%	27%	43%	-10%	38%
2017Q3	71%	65%	37%	83%	1%	55%
2017Q4	25%	43%	19%	29%	-8%	7%
2018Q1	19%	7%	9%	46%	16%	11%
2018Q2	16%	-2%	12%	32%	-2%	-6%
2018Q3	2%	-10%	26%	13%	-24%	-25%
2018Q4	24%	-1%	27%	35%	11%	-10%

单位：百万元	厨电行业	美的	九阳	苏泊尔	飞利浦	东菱
2017年销售额	36,001	4,897	2,924	2,690	385	236
2018年销售额	41,568	4,828	3,496	3,523	389	217
2018年同比增速	15%	-1%	20%	31%	1%	-8%

资料来源：淘数据，华创证券

图表 7 厨房小家电品牌客单价变化

同比	厨电行业	美的	九阳	苏泊尔	飞利浦	东菱
2017 均价	158	233	229	226	394	188
2018 均价	176	223	239	209	432	214
2018-11	239	263	326	228	505	211
2018-12	188	217	253	212	478	205
2017-10	20%	13%	24%	30%	24%	42%
2017-11	37%	21%	35%	0%	2%	57%
2017-12	23%	8%	12%	9%	17%	31%
20180102	18%	8%	15%	-1%	28%	55%
2018-03	18%	9%	3%	5%	27%	46%
2018-04	1%	6%	-4%	-6%	4%	24%
2018-05	5%	1%	-11%	-8%	-5%	44%
2018-06	10%	7%	-13%	-8%	18%	39%
2018-07	37%	-4%	16%	-15%	15%	31%
2018-08	16%	-9%	2%	-10%	-3%	-13%
2018-09	5%	-14%	2%	-9%	-1%	-19%
2018-10	12%	-12%	14%	-22%	-2%	-8%
2018-11	-4%	-19%	4%	-2%	1%	-18%
2018-12	8%	-8%	9%	-8%	8%	-14%

资料来源：淘数据，华创证券

## （二）空调：Q4 恢复正增长，实现量价同增

空调行业 2018 年上半年增长 46%，受益于终端需求超预期以及渠道补库，空调内销高景气延续，下半年催化因素逐步消退且受到地产影响，18Q3 首现负增长（-19%），Q4 扭转负增长态势实现增速回暖（+6%），在去年高增长基数背景下（17 年 10 月：96%；11 月：123%；12 月：133%），销量（+4%）及客单价（+2%）均出现正增长。

分品牌来看：Q4 奥克斯（+36%）增速最快，格力位居第二，同比增长 11%，美的（-10%）负增长幅度收窄，海尔、科龙同比增速略有下滑。

根据公司调研显示，格力电器的经销商层面显示线下亦销售稳定，库存在 1000 多万台，处于正常良性水平。美的集团在 T+3 模式的施行下，采取轻库存、直控终端、以销定产的运营模式，目前空调库存在 500 万台左右。



**图表 8 空调 Q4 量价同增**

销售额 (百万)	空调行业	美的	格力	奥克斯	海尔	科龙
2017Q1	168%	481%	344%	161%	106%	-28%
2017Q2	111%	223%	230%	118%	127%	-1%
2017Q3	222%	429%	431%	158%	226%	146%
2017Q4	121%	246%	117%	149%	80%	76%
2018Q1	71%	44%	84%	107%	50%	210%
2018Q2	41%	19%	50%	81%	-9%	82%
2018Q3	-19%	-31%	-18%	-3%	-46%	-30%
2018Q4	6%	-10%	11%	36%	-49%	-33%
2017 年销售额	14,163	3,519	2,826	2,618	1,376	421
2018 年销售额	16,160	3,447	3,416	3,740	1,014	474
2018 年同比增速	14%	-2%	21%	43%	-26%	13%

资料来源: 淘数据, 华创证券

**图表 9 空调品牌单价变化**

同比	空调行业	美的	格力	奥克斯	海尔	科龙
2017 均价	2761	2869	3568	2747	3088	2463
2018 均价	2,757	2,939	3,795	2,815	3,274	2,530
2018-11	3208	3052	4133	2970	4361	2809
2018-12	3082	3057	4294	3026	3947	2843
2017-11	10%	-3%	7%	4%	4%	10%
2017-12	10%	9%	-2%	7%	-5%	-13%
20180102	17%	32%	10%	10%	10%	-3%
2018-03	16%	14%	5%	19%	22%	1%
2018-04	9%	6%	10%	3%	14%	1%
2018-05	-1%	1%	3%	-1%	9%	-5%
2018-06	2%	2%	7%	4%	7%	7%
2018-07	-3%	-3%	-6%	0%	1%	5%
2018-08	-17%	-9%	1%	-6%	-3%	-3%
2018-09	-23%	-5%	-2%	-6%	-5%	-7%
2018-10	-13%	-2%	7%	-3%	2%	-9%
2018-11	6%	11%	17%	9%	27%	11%
2018-12	-5%	-9%	9%	3%	19%	18%

资料来源: 淘数据, 华创证券

### （三）洗衣机：美的系协同效应显现，Q4 增速表现亮眼

洗衣机行业从 18Q2 开始增速出现较明显下滑，18Q3 销售额增速继续下滑至-15%，Q4 负增长幅度收窄（-2%），行业客单价平均水平为 1201 元，同比减 10%，环比增 23%。就单月来看，12 月行业平均客单价为 1087 元，同比减 5%，负增长幅度有所收窄。

分品牌来看：美的、小天鹅的吸收合并方案通过后，双方进行深层次品类协同探索，协同效应逐步显现，Q4 美的（+23%）、小天鹅（+13%）扭转双位数下滑态势，实现正增长；西门子负增长幅度略有收窄至-52%。客单价方面，行业平均客单价同比下滑 10%，龙头企业美的（+11%）、小天鹅（+8%）、海尔（+4%）、西门子（+2%）受益产品结构升级，客单价出现不同程度上行，实现量价齐升，三星等其他品牌客单价下滑为行业整体下滑的主要原因，行业集中度有望进一步提升。西门子（客单价最高在 4000 元左右）在我们跟踪的品牌当中下滑最为明显，销量减少成为收入走低的主要原因。

图表 10 洗衣机 Q4 负增长幅度收窄

销售额（百万）	洗衣机行业	海尔	小天鹅	美的	西门子
2017Q1	46%	64%	61%	88%	31%
2017Q2	51%	108%	64%	65%	42%
2017Q3	88%	145%	80%	208%	76%
2017Q4	57%	113%	52%	52%	70%
2018Q1	42%	127%	8%	11%	44%
2018Q2	14%	41%	-5%	5%	-30%
2018Q3	-15%	-9%	-22%	-40%	-58%
2018Q4	-2%	-14%	13%	23%	-52%
2017 年销售额	9,834	2646	1538	1256	944
2018 年销售额	10,341	2,969	1,572	1,245	590
2018 年同比增速	5%	12%	2%	-1%	-38%

资料来源：淘数据，华创证券

图表 11 洗衣机品牌单价变化

同比	洗衣机行业	海尔	小天鹅	美的	西门子
2017 均价	1155	1735	1603	1173	3930
2018-11	1395	2128	2023	1534	4241
2018-12	1087	1751	1815	1417	3952
2017-11	41%	18%	19%	11%	12%
2017-12	17%	14%	25%	23%	7%
20180102	19%	22%	21%	25%	7%
2018-03	11%	8%	17%	19%	1%
2018-04	-4%	1%	13%	21%	1%
2018-05	-1%	4%	5%	16%	8%

同比	洗衣机行业	海尔	小天鹅	美的	西门子
2018-06	6%	16%	22%	19%	6%
2018-07	1%	3%	12%	13%	23%
2018-08	-6%	-5%	13%	38%	3%
2018-09	-12%	-3%	2%	8%	-1%
2018-10	-1%	8%	11%	13%	3%
2018-11	-15%	5%	7%	9%	2%
2018-12	-5%	4%	7%	1%	-4%

资料来源：淘数据，华创证券

#### （四）冰箱：美的海尔结构升级，创维实现放量增长

冰箱行业 Q4 量增价减，销售额增速同比持平，各公司均出现回暖态势。Q4 销量扭转负增长态势，同比增加 9%，客单价方面，18Q4 行业平均客单价为 2322 元，同比下滑 8%，环比增长 68%，价格下行带来的销量提升是行业维持稳定主要因素。

分品牌来看：部分品牌在二季度开始已经出现下滑，比如高端品牌西门子（客单价在 5000 元以上），受去年高基数影响，Q3 增速大幅下滑至-64%，自 10 月起略有回暖，Q4 增速降幅收窄（-48%）。另外，创维四季度以来增长持续加速，12 月实现 152% 的高速增长，带动 Q4 增速提升至 111%，整体表现最优；在客单价方面，创维同比下滑 4%，放量 119% 是其实现高速增长的主要贡献因素。康佳 Q4 逆转同增 5%，美的（+4%）、海尔（+2%）在去年高基数背景下，量微缩、价略增使其恢复正增长。

图表 12 冰箱 Q4 较去年同期持平

销售额（百万）	冰箱行业	海尔	美的	西门子	康佳	海信	创维
2017Q1	45%	60%	43%	40%	45%	20%	6%
2017Q2	53%	103%	48%	76%	8%	15%	30%
2017Q3	103%	173%	121%	117%	37%	64%	-6%
2017Q4	83%	113%	105%	87%	19%	65%	-49%
2018Q1	62%	82%	80%	71%	34%	18%	3%
2018Q2	18%	20%	7%	-37%	-3%	29%	-39%
2018Q3	-13%	-14%	-15%	-64%	-6%	-34%	-15%
2018Q4	0%	2%	4%	-48%	5%	-23%	111%
2017 年销售额	8,602	2,488	1,281	906	344	184	110
2018 年销售额	9,320	2,763	1,391	558	361	166	110
2018 年同比增速	8%	11%	9%	-38%	5%	-10%	0%

资料来源：淘数据，华创证券

**图表 13 冰箱品牌单价变化**

同比	冰箱行业	海尔	美的	西门子	康佳	海信	创维
2017 均价	1730	2304	1963	5490	1153	2211	1090
2018-11	2579	3130	2707	5753	1440	2570	1170
2018-12	2195	2807	2422	4973	1392	2410	1158
2017-11	28%	25%	9%	13%	2%	-6%	-24%
2017-12	26%	7%	16%	9%	6%	-2%	19%
20180102	29%	20%	20%	-3%	14%	-14%	5%
2018-03	16%	16%	44%	12%	0%	-14%	15%
2018-04	11%	14%	36%	7%	4%	-10%	26%
2018-05	3%	16%	33%	15%	6%	-14%	23%
2018-06	-1%	21%	40%	2%	5%	-25%	26%
2018-07	2%	20%	35%	1%	13%	-26%	18%
2018-08	-11%	8%	26%	-3%	6%	-15%	12%
2018-09	-14%	4%	11%	-10%	9%	-2%	-1%
2018-10	-10%	10%	9%	5%	17%	6%	-3%
2018-11	-10%	6%	4%	-2%	14%	9%	0%
2018-12	<b>-6%</b>	<b>8%</b>	<b>-1%</b>	<b>-8%</b>	<b>11%</b>	<b>7%</b>	<b>-11%</b>

资料来源：淘数据，华创证券

#### （五）电视机：行业负增长幅度收窄，小米表现最优

电视机行业 Q4 负增长幅度收窄至-14%，其中销量同比增长 7%，客单价下滑 20%，收入回落主要受到客单价走低的影响。18 年以来电视机行业由于行业竞争加剧、更新换代加速导致客单价下行明显，Q4 客单价下行程度较 Q3(-29%) 略有改善。

分品牌来看：Q4 小米表现最优，在去年同期高基数(17Q4: +248%)背景下，线上收入依然维持两位数增长(+48%)，客单价同比略降 5%，其增长主要来自于销量的提升(+56%)。小米市占率持续上行，从 16 年的 8% 提升到 17 年的 12%，再到 18 年的 20% 以上，已成为我们跟踪品牌里电视机行业市占率第一的品牌。2018 年 12 月 29 日，小米与 TCL 签订战略合作协议，双方将开展在智能硬件与电子信息核心高端基础器件一体化的联合研发；同时小米在二级市场购入 TCL 股份，截至 2019 年 1 月 4 日，小米共计购入 TCL 集团 0.48% 的股份。小米与 TCL 的战略合作将有望进一步增强小米在电视机行业的影响力。

**图表 14 电视机 Q4 负增长幅度略有收窄**

销售额 (百万)	电视行业	乐视	海信	创维	小米	海尔	夏普
2017Q1	0%	-32%	-3%	26%	-23%	131%	5%
2017Q2	21%	-39%	35%	8%	52%	134%	161%
2017Q3	62%	-54%	95%	46%	101%	174%	559%
2017Q4	49%	-77%	80%	30%	248%	102%	657%

销售额 (百万)	电视行业	乐视	海信	创维	小米	海尔	夏普
2018Q1	51%	-71%	67%	37%	334%	42%	201%
2018Q2	9%	-86%	26%	41%	133%	48%	19%
2018Q3	-22%	-83%	-20%	-1%	64%	18%	-60%
2018Q4	-14%	-74%	-10%	20%	48%	-37%	-83%
2017年销售额	13,182	961	1,542	1,047	1,586	549	1,893
2018年销售额	13,013	206	1,615	1,278	2,958	576	956
2017年同比增速	-1%	-79%	5%	22%	86%	5%	-49%

资料来源: 淘数据, 华创证券

图表 15 电视机品牌单价变化

同比	电视行业	乐视	海信	创维	小米	海尔	夏普
2017 均价	2651	2995	3127	2879	2379	2532	3585
2018-11	2409	3305	2730	2626	2108	2576	3845
2018-12	2019	2738	2681	2714	1797	2216	3639
2017-11	8%	-12%	-9%	9%	-33%	9%	-10%
2017-12	7%	-2%	0%	12%	-38%	13%	-37%
20180102	-3%	7%	-4%	8%	-45%	14%	-23%
2018-03	-12%	-15%	1%	-5%	-47%	-12%	0%
2018-04	-26%	-20%	-11%	-13%	-44%	-20%	-3%
2018-05	-24%	-6%	-17%	-8%	-47%	-22%	-8%
2018-06	-25%	3%	-23%	-14%	-51%	-29%	-18%
2018-07	-26%	-3%	-5%	-19%	-48%	-21%	-12%
2018-08	-32%	0%	-18%	-27%	-42%	-8%	-10%
2018-09	-28%	4%	-21%	-22%	-22%	-27%	-13%
2018-10	-22%	-2%	-22%	-12%	-9%	-20%	18%
2018-11	-17%	21%	-21%	-19%	3%	-2%	11%
2018-12	-24%	-7%	-16%	-9%	-13%	-12%	-10%

资料来源: 淘数据, 华创证券

#### (六) 吸尘器: 收入增长开始加速, 松下增速最快

随着吸尘器产品的持续更新升级, 家庭消费的客单价越来越高, 吸尘器行业线上销售额保持稳定较快增长。18Q3 同比增长 12%, Q4 实现量价齐升, 收入增长开始加速至 25%, 销量及客单价分别同增 11%、12%。我们认为行业不断扩容叠加线上优惠活动, 是带动吸尘器 Q4 销量加速增长的主要原因, 同时高端产品占比的提升拉动了客单价的上升。

分品牌来看: Q4 松下 (+55%)、飞利浦 (+37%) 表现最优, 其中松下受益于客单价的大幅提升, 销售额实现快速

增长, 其 Q4 均价为 1230 元, 同增 59%, 销量同比略有下滑 3%; 受益于销量增长 (+13%) 及客单价提升 (+21%), 飞利浦加速增长。戴森 Q4 略有回落, 主要原因系客单价受优惠活动影响而走低 (-6%), 单价下行带动了销量大幅增加 (+31%) 实现逆转。小狗 Q4 增速承压但负增长幅度收窄, 同比下滑 31%。

客单价: 行业 12 月平均单价在 626 元, 我们跟踪的品牌里面价格最高为戴森 (2688 元) 和莱克 (1919 元, 大约在戴森的七折), 单价最低的是美的 (428 元), 和其他竞品相比价格上仍有较大的提升空间。

**图表 16 吸尘器 Q4 增长开始加速**

销售额 (百万)	吸尘器行业	戴森	小狗	美的	飞利浦	莱克	松下
2017Q1	25%	90%	56%	33%	19%	28%	32%
2017Q2	56%	170%	84%	78%	20%	42%	21%
2017Q3	51%	47%	99%	58%	37%	82%	19%
2017Q4	31%	36%	36%	72%	1%	55%	2%
2018Q1	56%	121%	25%	75%	-18%	126%	-17%
2018Q2	18%	2%	-35%	11%	-23%	49%	5%
2018Q3	12%	24%	-65%	-12%	-9%	-27%	49%
2018Q4	25%	23%	-31%	-26%	37%	-32%	55%
2017 年销售额	2,905	863	399	265	196	131	56
2018 年销售额	3,683	1,139	287	273	197	140	70
2018 年同比增速	27%	32%	-28%	3%	1%	7%	26%

资料来源: 淘数据, 华创证券

**图表 17 吸尘器品牌单价变化**

同比	吸尘器行业	戴森	小狗	美的	飞利浦	莱克	松下
2017 年均价	498	3032	577	313	822	1656	718
2018-11	880	3007	1118	457	1106	2056	1180
2018-12	626	2688	1044	428	1018	1919	1162
2017-11	43%	1%	49%	4%	47%	47%	38%
2017-12	17%	-3%	44%	14%	45%	44%	11%
20180102	42%	4%	113%	33%	42%	53%	8%
2018-03	89%	3%	108%	44%	35%	71%	-3%
2018-04	18%	11%	130%	19%	17%	37%	-21%
2018-05	11%	2%	40%	33%	17%	39%	22%
2018-06	28%	8%	55%	72%	31%	31%	67%
2018-07	18%	-11%	23%	54%	24%	17%	63%
2018-08	17%	-11%	16%	55%	19%	9%	33%
2018-09	15%	-12%	32%	49%	13%	6%	55%
2018-10	28%	-14%	42%	20%	5%	9%	124%

同比	吸尘器行业	戴森	小狗	美的	飞利浦	莱克	松下
2018-11	3%	-1%	36%	25%	21%	5%	34%
2018-12	24%	-11%	42%	23%	10%	5%	62%

资料来源：淘数据，华创证券

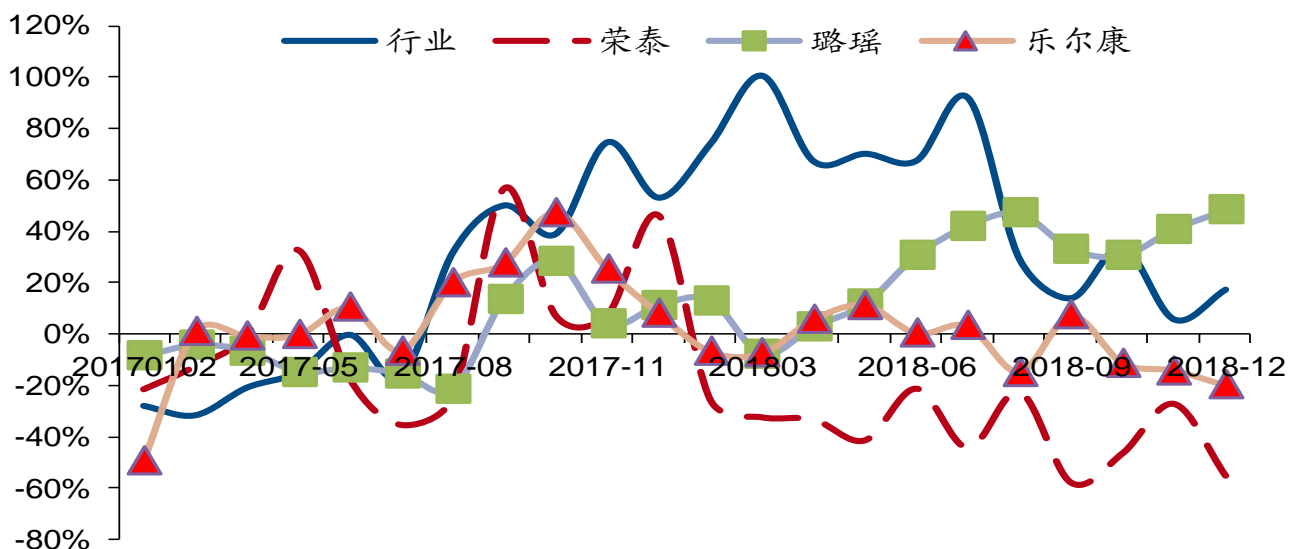
(七) 按摩器材继续加速，电动牙刷高速增长

图表 18 按摩器材继续加速

销售额 (百万)	行业	荣泰	璐瑶	乐尔康
2017Q1	-17%	60%	64%	15%
2017Q2	-6%	54%	36%	4%
2017Q3	67%	140%	-3%	20%
2017Q4	57%	75%	-16%	-12%
2018Q1	73%	34%	6%	-42%
2018Q2	94%	18%	20%	-18%
2018Q3	60%	-38%	235%	-41%
2018Q4	68%	-7%	251%	-56%
2017 年销售额	4,314	257	177	154
2018 年销售额	7,423	250	394	94
2018 年同比增速	72%	-3%	122%	-39%

资料来源：淘数据，华创证券

图表 19 按摩器材品牌单价同比变化



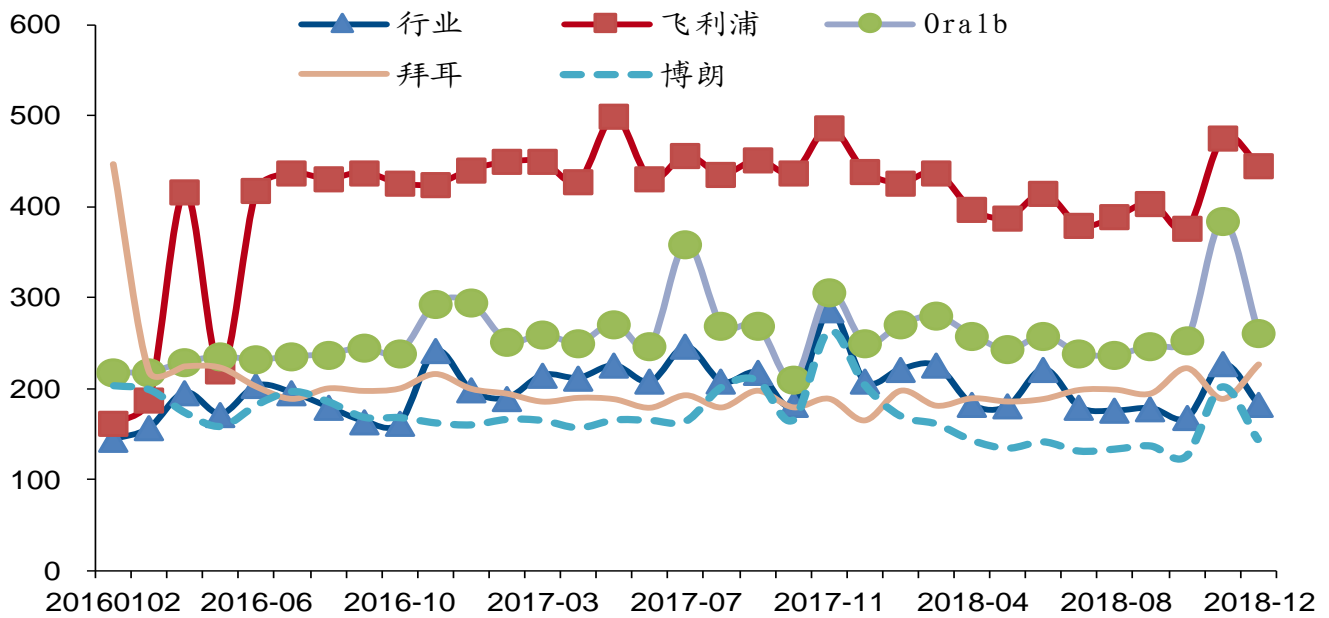
资料来源：淘数据，华创证券

图表 20 电动牙刷高速增长

销售额 (百万)	行业	飞利浦	Oralb	拜耳	博朗	松下
2017Q1	93%	83%	60%	512%	7%	63%
2017Q2	77%	54%	46%	265%	-10%	52%
2017Q3	155%	75%	350%	92%	23%	53%
2017Q4	69%	59%	33%	-12%	-19%	29%
2018Q1	91%	46%	38%	10%	-55%	21%
2018Q2	112%	39%	20%	57%	-59%	127%
2018Q3	71%	9%	-71%	20%	-57%	32%
2018Q4	137%	20%	20%	-23%	-29%	87%
2017 年销售额	1,867	727	425	129	26	31
2018 年销售额	3,835	919	354	145	13	52
2018 年同比增速	105%	27%	-17%	12%	-50%	69%

资料来源: 淘数据, 华创证券

图表 21 电动牙刷单价绝对值变化



资料来源: 淘数据, 华创证券



### 三、品牌表现：线上增速分化，苏泊尔九阳稳中有增

#### （一）苏泊尔和九阳 Q4 稳中有增

品牌方面，由于 Q4 受“双十一”、“双十二”促销策略影响较大，各品牌增速出现分化。我们跟踪的公司里面增速最为稳定的品牌为苏泊尔和九阳，其中苏泊尔 Q4 增长显著提升至 35%，增速最快。九阳受益新品不断推出，在我们跟踪的公司里面表现最为优秀，一反家电行业自 7 月起整体出现负增长，三季度增速表现逆势上扬，四季度稳中有增，继续保持稳定两位数正增长，同比增速为 27%。

其他品牌：华帝自 11 月增速提升显著，12 月略有回落，与去年同期保持持平，整体来看，华帝 Q4 扭转负增长态势，实现同比增长 29%；美的、海尔、荣泰、老板、方太在去年同期高基数（17Q4：161%、149%、73%、72%、69%）背景下，18Q4 增速均出现不同程度下滑。

图表 22 苏泊尔、华帝、九阳表现最优

单位：百万元	美的	老板	华帝	方太	海尔	小天鹅	九阳	苏泊尔	东菱	荣泰
2018 年销售额	3,570	808	465	865	5,468	883	3,496	3,523	217	250
2017 年同比	160%	51%	68%	51%	127%	34%	29%	46%	33%	79%
2018 年同比	5%	0%	7%	-18%	28%	-3%	20%	31%	-8%	-3%
2017Q1	153%	23%	42%	47%	37%	40%	43%	46%	53%	60%
2017Q2	142%	9%	61%	14%	117%	57%	27%	43%	38%	54%
2017Q3	182%	94%	107%	68%	151%	28%	37%	83%	55%	140%
2017Q4	161%	72%	67%	69%	149%	25%	17%	27%	6%	73%
2018Q1	54%	14%	-31%	9%	204%	-12%	9%	46%	11%	34%
2018Q2	31%	33%	3%	23%	67%	-4%	12%	32%	-6%	18%
2018Q3	-7%	-22%	-11%	-30%	29%	-10%	26%	13%	-25%	-38%
2018Q4	-16%	-6%	29%	-37%	-17%	5%	27%	35%	-10%	-7%

资料来源：淘数据，华创证券整理（注：美的、海尔、老板、华帝、方太、小天鹅的样本数据来源天猫旗舰店；九阳、苏泊尔、东菱、荣泰的样本数据来源于阿里全网渠道。）

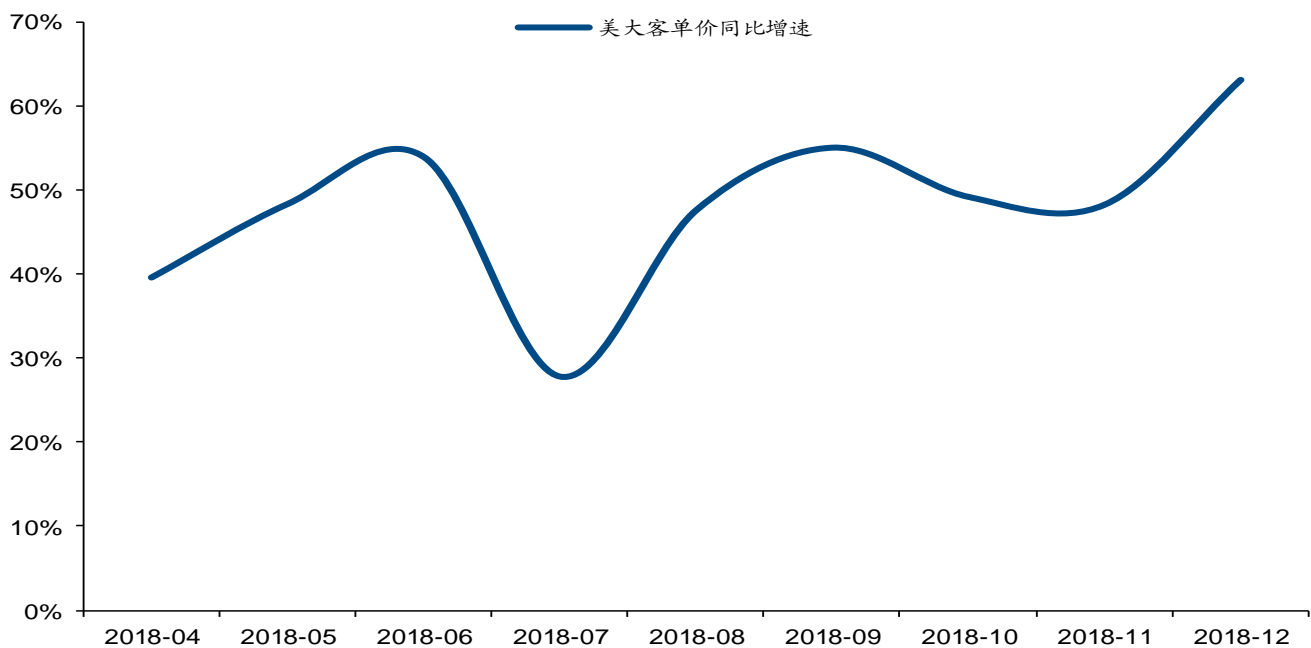
#### （二）浙江美大：集成灶线上增速提升，美大量增显著

集成灶行业线上收入 Q4 增速明显提升，今年以来维持翻倍以上增长。浙江美大作为集成灶行业龙头企业，享受创新灶具的增长红利，量价齐升，量增为业绩持续高增长的主要推动力。18Q2、18Q3 分别实现 926%、526% 的增速，Q4 增速虽略有回落（+245%），但仍维持高速增长。客单价方面，浙江美大 Q4 平均客单价为 12016 元，同比增长 53%，就单月来看，12 月客单价为 12518 元，同比增长 63%，客单价增速出现提升态势。

**图表 23 美大 Q4 线上同增 245%**

单位: 万元	美大	美大线上收入同比	线上行业收入	行业线上收入同比	市占率
2018Q2	3,708	926%	44,066	148%	8%
2018Q3	1,859	526%	50,356	143%	4%
2018Q4	<b>3,762</b>	<b>245%</b>	<b>81,504</b>	<b>162%</b>	<b>5%</b>

资料来源: 淘数据, 华创证券

**图表 24 美大 12 月客单价同比增长 63%**


资料来源: 淘数据, 公司公告, 华创证券

### (三) 科沃斯: 线上增长出现回升, 四季度增速环比改善

2018Q3 科沃斯线上零售额同比下滑 7%, 自四季度以来, 科沃斯线上增速开始回暖, 12 月增长继续加速至 15%, 整体来看, 科沃斯 18Q4 恢复正增长 (+4%)。

图表 25 科沃斯 Q4 增速环比改善

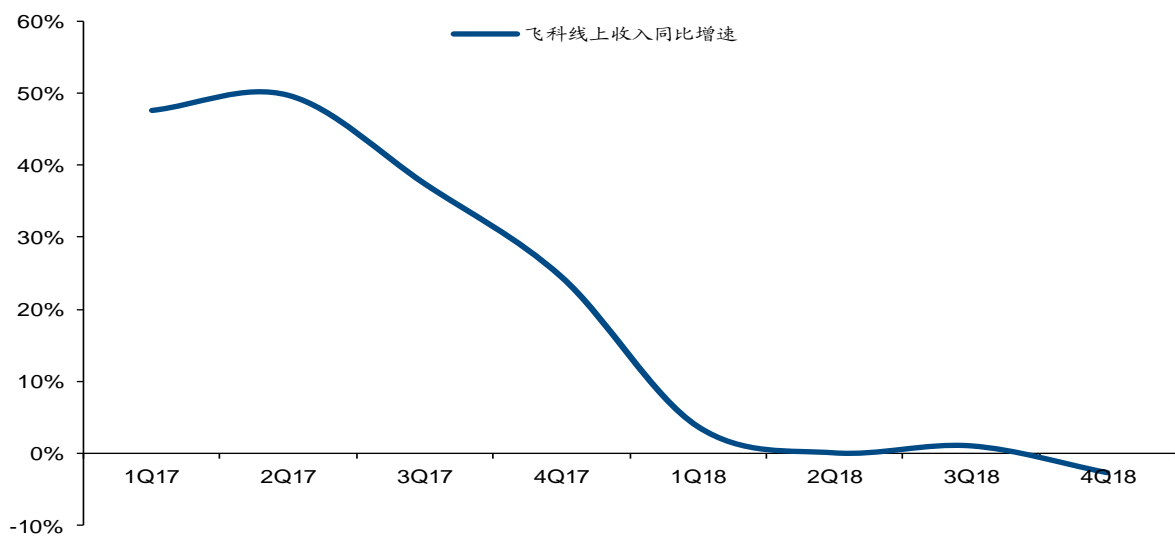


资料来源：淘数据，华创证券

**(四) 飞科电器：Q4 增速略有下滑，17 年以来首现负增长**

2018 年以来，飞科线上增速出现大幅度下滑，按季度来看，18Q1、18Q2、18Q3 分别同增 4%、0%、1%；18Q4 首次出现负增长，销售额同比下滑 3%。

图表 26 飞科 Q4 线上增速略有下滑



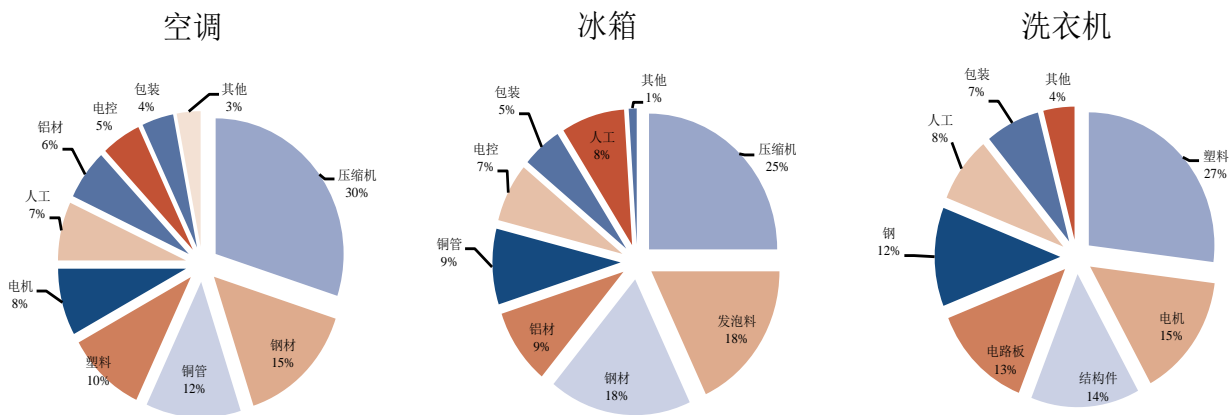
资料来源：淘数据，华创证券

#### 四、成本分析：原材料价格持续下行，家电盈利水平提升或成亮点

从成本端来看：家电产品中的主要原材料包括钢材、铝材、铜材及塑料等，合计占比约为 40%。

分品类来看：空调产品成本中除压缩机（30%）外，钢材、铜管、塑料及铝材分别占比 15%、12%、10%和 6%，该四者合计占比约 43%，是其原材料的主要构成部分。冰箱产品成本中钢、铝、铜及塑料合计占比为 39%。洗衣机产品中塑料为最为重要的原材料，占比高达 27%，钢材也是重要原材料之一，占比达 12%。

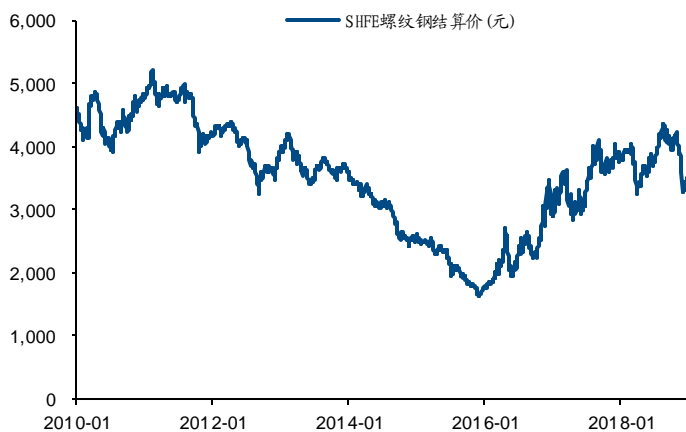
图表 27 家电各子板块成本拆分



资料来源：产业在线，华创证券

我们分别选取 SHFE 螺纹钢、SHFE 铜、SHFE 铝及 DCE 塑料期货结算价格作为原材料成本跟踪指标：其中 SHFE 螺纹钢自 10 月底出现下行拐点，至 1 月 4 日价格下调 18.01%；SHFE 铝价格相较 8 月底下滑 10.55%，DCE 塑料价格较 10 月初下降 10.98%；SHFE 铜价格相较于 2018 年年初下降 15.40%。总体而言，上游成本端下行，家电盈利水平有望提升。

图表 28 原材料钢结算价格走势



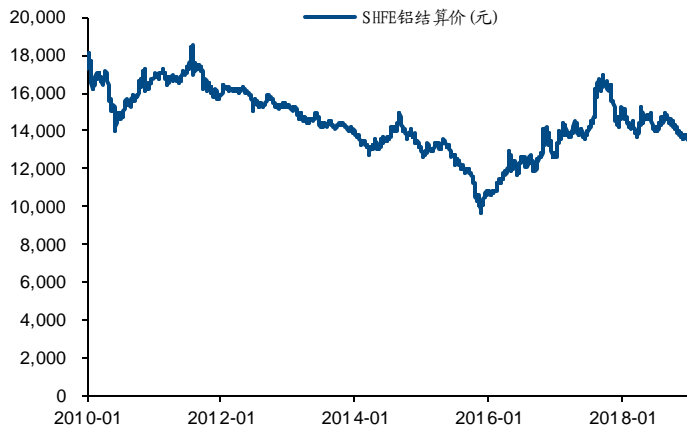
资料来源：wind，华创证券

图表 29 原材料铜结算价格走势



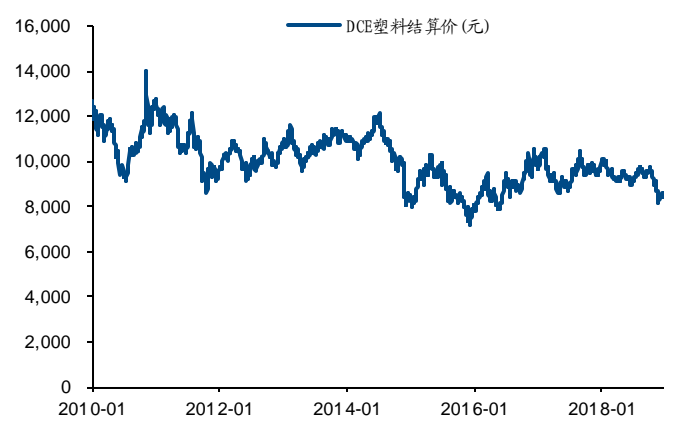
资料来源：wind，华创证券

图表 30 原材料铝结算价格走势图



资料来源: wind, 华创证券

图表 31 原材料塑料结算价格走势图



资料来源: wind, 华创证券

## 家电组团队介绍

组长、高级研究员：龚源月

法国 ESSEC 商学院硕士。曾任职于弘则研究。2017 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500