

家用电器行业

MSCI 提高 A 股权重，建议继续持有龙头

● 投资建议

我们建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头：**青岛海尔、美的集团、格力电器、苏泊尔**。同时建议关注与房地产相关度较低且今年上半年业绩有望维持稳定的小家电龙头**九阳股份、飞科电器**以及出口龙头**新宝股份**。

● 一周行情回顾 (2019.02.25-2019.03.01)

沪深 300 指数上涨 6.5%。本周家电板块表现不及大盘，申万家电指数上涨 4.7%，跑输市场 1.8 个百分点，其中白电指数上涨 4.7%，视听器材指数上涨 5.4%。

● 本周行业要闻

行业动态

➢ 中国电视厂商出货量大幅增长

据群智咨询显示，2018 年全球 TV 出货量为 2.398 亿台，同比增长了 4.3%。整体来看，2018 年全球 TV 市场呈现出高开低走的局面。五年间，中国 TV 厂商在全球的份额增长了 9 个百分点，达到 36%。

➢ 2018 年家电市场规模破 8000 亿元，国产品牌逆势抢份额

据中国家用电器研究院和全国家用电器工业信息中心显示，《报告》显示，2018 年中国家电市场规模达到 8104 亿元，同比增幅达到 1.9%；全年空调、冰箱、洗衣机市场，国产品牌份额分别达到 90.8%、76.8%、63.8%。

➢ 2018 年国内精装修市场热水器产品规模进一步增长

据奥维云网显示，2018 年精装修市场各热水器类型（电、燃、壁挂炉、空气能、太阳能热水器）规模均有不同幅度的增长。

● 行业月度数据回顾 (2019 年 1 月)

- 产业在线冰箱数据：外销表现强劲，内销微幅下降；美的内销优异，奥马外销突出
- 产业在线洗衣机数据：行业外销表现强劲；美的系外销表现优异
- 中怡康厨电数据：烟灶消零售规模同比下滑幅度减小；烟灶消行业均价均有大幅下滑

● 本周重点报告回顾

- 苏泊尔 2018 业绩快报点评：全年业绩保持良好增长
- 华帝股份 2018 业绩快报点评：地产影响下收入增长放缓，经营效率持续提升
- 九阳股份 2018 业绩快报点评：Q4 收入超预期，进入加速增长期
- 老板电器 2018 业绩快报点评：收入增长放缓，费用投入增加布局未来
- 三花智控 2018 业绩快报点评：收入增速环比放缓，盈利能力下降幅度收窄
- 小米家电专题研究 (5)：由绿米透视智能家居小组件背后的大生态

● 汇率跟踪：本周人民币兑美元汇率小幅贬值。

● 原材料价格：本周铝、铜、冷轧板卷价格上升，原油价格下降。

● 面板价格：截止 2019 年 2 月，面板价格继续下降。

● 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；市场竞争环境恶化。

行业评级

持有

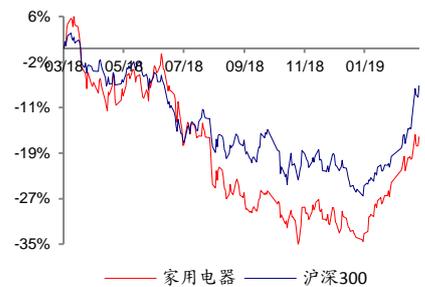
前次评级

持有

报告日期

2019-03-03

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

SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：

王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001



021-60750604



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：小米家电专题 2019-03-01

研究 (5)：由绿米透视智能家居小组件背后的大生态

家居小组件背后的大生态

九阳股份 (002242.SZ) :Q4 2019-02-26

收入超预期，进入加速增长期

联系人：黄涛 0755-82771936

s Zhuangtao@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS (元)		PE (x)		EV/EBITDA (x)		ROE (%)	
				2019/03/01	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
青岛海尔	600690.SH	买入	人民币	17.17	-	1.19	1.31	14.37	13.13	14.97	13.39	19.11	17.29
美的集团	000333.SZ	买入	人民币	48.57	46.24	3.11	3.39	15.69	14.39	12.89	11.21	24.23	23.53
格力电器	000651.SZ	买入	人民币	45.73	45.80	4.41	4.67	10.36	9.79	5.40	4.74	32.63	28.40
苏泊尔	002032.SZ	买入	人民币	64.56	-	2.00	2.36	32.89	28.03	28.78	24.32	26.55	26.64
九阳股份	002242.SZ	买入	人民币	18.67	21.60	0.98	1.08	19.44	18.00	22.47	18.21	19.93	20.93
飞科电器	603868.SH	买入	人民币	42.37	-	2.04	2.28	20.73	18.58	16.62	15.07	34.20	35.31
新宝股份	002705.SZ	增持	人民币	10.64	10.54	0.62	0.73	16.86	14.40	7.39	6.06	12.80	14.05

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

投资建议	5
一周行情回顾 (2019.02.25-2019.03.01)	6
行业回顾	6
本周行业要闻回顾	6
产业在线冰箱数据回顾 (2019 年 1 月)	8
产业在线洗衣机数据回顾 (2019 年 1 月)	11
中怡康厨电数据回顾 (2019 年 1 月)	12
原材料价格变动跟踪	14
汇率跟踪	15
本周重点报告回顾	15
苏泊尔 2018 业绩快报点评: 全年业绩保持良好增长 (2019-02-24)	15
华帝股份 2018 业绩快报点评: 地产影响下收入增长放缓, 经营效率持续提升 (2019-02-26)	16
九阳股份 2018 业绩快报点评: Q4 收入超预期, 进入加速增长期 (2019-02-26)	17
老板电器 2018 业绩快报点评: 收入增长放缓, 费用投入增加布局未来 (2019-02-27)	18
三花智控 2018 业绩快报点评: 收入增速环比放缓, 盈利能力下降幅度收窄 (2019-02-28)	19
小米家电专题研究 (5): 由绿米透视智能家居小组件背后的大生态 (2019-03-01)	20
风险提示	21

图表索引

图 1: 本周家电板块涨幅低于沪深 300	6
图 2: 冰箱月度内销及增速 (万台, %)	10
图 3: 冰箱月度外销及增速 (万台, %)	10
图 4: 冰箱月度销量及增速 (万台, %)	10
图 5: 洗衣机月度内销及增速 (万台, %)	12
图 6: 洗衣机月度外销及增速 (万台, %)	12
图 7: 洗衣机月度销量及增速 (万台, %)	12
图 8: 油烟机均价同比 (%)	14
图 9: 燃气灶均价 (%)	14
图 10: 消毒柜均价 (%)	14
图 11: 白电主要原材料价格一览: 本周铝、铜、冷轧板卷价格上升, 原油价格下降	14
图 12: 面板价格: 截止 2019 年 2 月, 面板价格继续下降	15
图 13: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅贬值	15
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值 (单位: 元)	5
表 2: 本周家电指数跑输市场 1.8 个百分点	6
表 3: 冰箱各品牌 2019 年 1 月销量情况及增速 (万台、%)	9
表 4: 冰箱各品牌 2019 年 1 月内销情况及增速 (万台、%)	9
表 5: 冰箱各品牌 2019 年 1 月外销情况及增速 (万台、%)	10
表 6: 洗衣机各品牌 2019 年 1 月销量情况及增速 (万台、%)	11
表 7: 洗衣机各品牌 2019 年 1 月内销情况及增速 (万台、%)	11
表 8: 洗衣机各品牌 2019 年 1 月外销情况及增速 (万台、%)	11
表 9: 厨电三件 2019 年 1 月销量、销售金额及增速 (万台, 亿元, %)	13
表 10: 油烟机各品牌 2019 年 1 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元)	13
表 11: 消毒柜各品牌 2019 年 1 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元)	13

投资建议

我们建议继续配置长期竞争力显著的白马龙头：**青岛海尔、美的集团、格力电器、苏泊尔**。同时建议关注与房地产相关度较低且今年上半年业绩有望维持稳定的小家电龙头**九阳股份、飞科电器**以及出口龙头**新宝股份**。

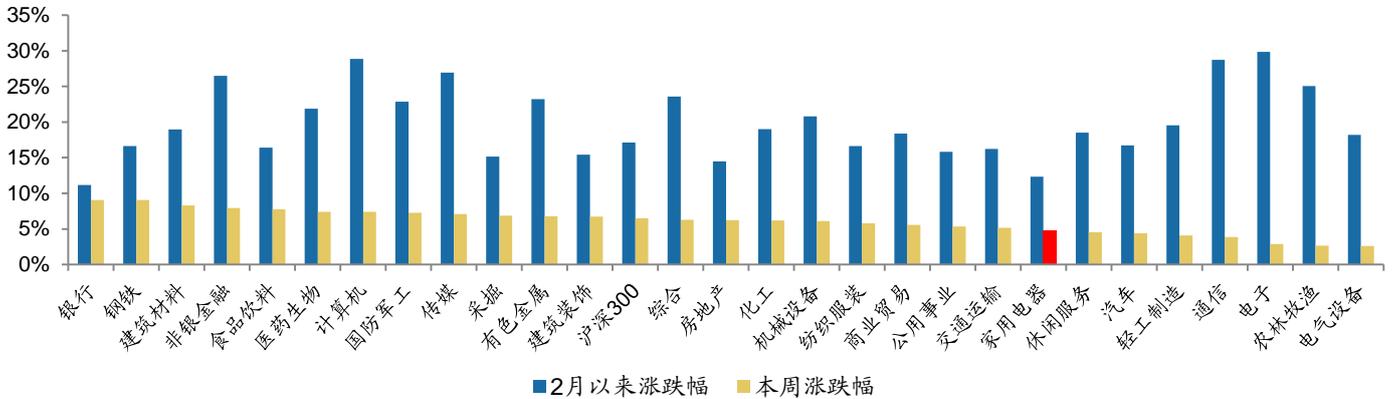
表 1: 覆盖公司盈利预测及估值 (单位: 元)

公司代码	公司简称	评级	股价 2019/03/01	EPS			净利润增速			PE	
				17A	18E	19E	17A	18E	19E	18E	19E
600690	青岛海尔	买入	17.17	1.09	1.19	1.31	38%	10%	9%	14.4	13.1
000333	美的集团	买入	48.57	2.63	3.11	3.39	18%	18%	9%	15.7	14.4
000651	格力电器	买入	45.73	3.72	4.41	4.67	45%	19%	6%	10.4	9.8
002032	苏泊尔	买入	64.56	1.59	2.00	2.36	21%	25%	18%	32.9	28.0
002242	九阳股份	买入	18.67	0.90	0.98	1.08	-1%	10%	10%	19.4	18.0
603868	飞科电器	买入	42.37	1.92	2.04	2.28	36%	7%	12%	20.7	18.6
002705	新宝股份	增持	10.64	0.50	0.62	0.73	-5%	24%	17%	16.9	14.4
002677	浙江美大	增持	12.77	0.47	0.59	0.69	51%	24%	19%	21.8	18.4
603579	荣泰健康	增持	32.78	1.54	1.87	2.27	5%	21%	21%	17.5	14.4
603355	莱克电气	增持	24.43	0.91	1.19	1.35	-27%	30%	14%	20.5	18.1
002508	老板电器	增持	25.35	1.54	1.56	1.63	21%	1%	5%	15.2	13.8
600060	海信电器	增持	9.69	0.72	0.90	1.09	-46%	26%	21%	10.7	8.9
002615	哈尔斯	增持	6.24	0.27	0.31	0.38	-8%	17%	22%	20.0	16.4
002050	三花智控	买入	14.71	0.58	0.61	0.70	25%	5%	15%	23.2	20.6
000418	小天鹅 A	买入	55.80	2.38	2.84	3.32	28%	19%	17%	19.6	16.8
000921	海信家电	增持	9.53	1.47	0.93	1.08	84%	-36%	16%	10.2	8.8
002429	兆驰股份	增持	2.79	0.13	0.17	0.21	61%	27%	27%	16.6	13.0
603515	欧普照明	增持	30.76	1.18	1.19	1.42	34%	33%	19%	25.8	21.6
002035	华帝股份	增持	10.93	0.88	0.78	0.85	56%	35%	9%	13.8	11.5
002403	爱仕达	增持	9.25	0.49	0.58	0.67	26%	18%	15%	15.9	13.8
603486	科沃斯	增持	56.69	0.94	1.24	1.47	636%	32%	19%	45.9	38.5
000100	TCL 集团	增持	3.29	0.20	0.26	0.28	66%	31%	9%	12.7	11.7

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

一周行情回顾（2019.02.25-2019.03.01）

图 1：本周家电板块涨幅低于沪深 300



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 2：本周家电指数跑输市场 1.8 个百分点

	一周涨跌幅	一周跑赢市场 (百分点)	2月以来涨跌幅
沪深 300	6.5%		17.1%
家用电器	4.7%	-1.8	12.3%
视听器材 (申万)	5.4%	-1.1	22.2%
白色家电 (申万)	4.7%	-1.8	11.3%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

行业回顾

本周行业要闻回顾

行业动态

中国电视厂商出货量大幅增长

据群智咨询 (Sigmaintell) 近日数据, 2018 年全球 TV 出货量为 2.398 亿台, 同比增长了 4.3%。2018 年上半年由于世界杯带动, 大幅增长了 8.1%, 第三季度开始增幅收窄, 仅增长了 3.8%, 第四季度微幅下降 0.6%。整体来看, 2018 年全球 TV 市场呈现出高开低走的局面。

三星电子 2018 年出货数量为 3995 万台, 数量基准同比下降了 5.0%, 但是 65 英寸、75 英寸、82 英寸等大尺寸出货方面显著增长。LG 电子和 Sony, 2018 年出货量都有所下降, 出货量分别为 2711 万台、1154 万台, 但是在大尺寸和 OLED 电视销售方面成绩显著。创维 2018 年出货量为 1488 万台, 2019 年 1 月份, 在 CES 期间, 创维发布了全球电视品牌计划, 2019 年开始将在全球各个市场积极推

广创维品牌，也将进入美国市场。

五年间，中国 TV 厂商在全球的份额增长了 9 个百分点，达到 36%，成为名副其实的**全球销售量第一的品牌**。随着中国本地面板产业链的逐渐完善，中国厂商在积极推动大尺寸化的同时，也推动着发展中国家 TV 市场的更新换代；韩国厂商则更加注重大尺寸，尤其是超大尺寸电视市场竞争力，积极提高营业额和利润；日本厂商（除 Sony 外）将专注本国市场。（新闻来源：国家电网）

➤ 2018 年家电市场规模破 8000 亿元，国产品牌逆势抢份额

25 日，中国家用电器研究院和全国家用电器工业信息中心联合发布了《2018 年中国家电行业年度报告》（简称“《报告》”）。《报告》显示，**2018 年中国家电市场规模达到 8104 亿元，同比增幅达到 1.9%**。除彩电之外，空调、冰洗、厨卫、生活小家电都实现了增长。

消费升级“大美舒智健”受宠

消费升级、产业升级成为行业发展引擎。全国家用电器工业信息中心研究部部长宋敬学在解读报告时表示，市场整体可以用“大美舒智健”五个字来概括：

“大”主要体现在，彩电屏幕尺寸增长，对开门、多门为代表的大容积冰箱市场份额增加，洗衣机、洗碗机大容量增大，油烟机大风量等。

“美”主要体现在家电产品的外观设计美学，如彩电曲面、超窄边设计，冰箱冷柜彩色面板，滚筒大视窗、创意小家电等。

“舒”主要体现消费者对家电舒适度的追求，如空调的无风感、洗衣机的烘干功能。

“智”主要体现在家电操作性上，更加便捷、轻松，加载 WIFI、语音交互、NFC 功能、摄像头、自动投放等功能的家电产品市场份额明显增高。以洗衣机为例，全国家用电器工业信息中心数据显示，2018 年，智能洗衣机（具有 WIFI 或者自动投放功能的型号），零售额份额从 36.6% 上升到 39.8%。

“健”反映了消费者对健康的追求，如，冰箱保鲜功能创新，洗衣机自洁、分筒洗，养生小家电、新风系统等热销。以破壁机为例，随着人们健康养生观念的日益加强，在 2018 年，破壁机在双线市场均保持了较高的增长速度。全国家用电器工业信息中心数据显示，2018 年破壁机市场规模超千万台。

国产品牌势头强劲

2018 年的家电市场，品牌整合加剧，传统大家电品类的品牌集中度持续攀升。以空调、冰箱、洗衣机为例，**线下市场 TO3、TOP5、TOP10 品牌的市场份额都在扩大**。

《报告》称，在传统大家电这样相对成熟且竞争激烈的行业，增长空间本就有限，品牌之间基本是此消彼长。市场份额持续向头部品牌集中，就是在不断压缩中小品牌的生存空间。在 2018 年，中小品牌的生存环境不容乐观，而在 2019 年会更加残酷。消费升级驱动下，品质消费理念深入人心，消费者越来越倾向于选购知名度高、服务口碑好的品牌，小品牌还将继续被边缘化，甚至被淘汰。在 2019 年的传统大家电市场，市场整合将更加激烈。

纵观 2018 年的家电市场，国产品牌表现出了旺盛的生命力。无论是传统大家电市场，还是在以洗碗机、破壁机等为代表的新兴市场，国产品牌份额都在迅速扩

张。传统大家电市场，如空调、冰箱、洗衣机市场，国产品牌份额分别达到了 **90.8%、76.8%、63.8%**。

线上线下深度融合成趋势

报告显示，2018 年，彩电产品线上市场零售额占比 36.3%，空调产品线上市场零售额占比 30.7%，冰箱产品线上市场零售额占比 35.2%，洗衣机产品线上市场零售额占比 40.4%，厨卫产品线上市场零售额占比 25.6%，生活电器由于自身的产品特性，线上市场零售额占比高达 59.1%。

目前线上市场品牌集中度较高，数据显示，苏宁、京东、天猫三家已经占据了 **93.9% 的市场份额**。

虽然线下市场受线上影响，整体规模虽然收缩，但仍是彩电、空调、冰洗、厨卫产品等家电销售的主流渠道。整体来看，线下市场仍然占据较大市场份额，但是线下的占比在进一步下降，2018 年线下渠道占比为 **63.7%**，线下市场全年零售额同比增长率为 **-4.4%**。

专家表示，从长远发展角度来看，线上线下两种渠道业态深度融合是大势所趋，电商平台纷纷布局线下实体店，而传统线下渠道也在尝试运用电商发展自身业务，线上和线下渠道的加速融合，逐步形成了相对稳定的渠道局面。特别是在家电销售中，线上线下融合的优势就更加明显。（新闻来源：中国家电网）

➤ 2018 年国内精装修市场热水器产品规模进一步增长

随着房地产市场精装修政策的不断加码以及落地实施，精装修市场规模不断扩大，2018 年国内精装修市场规模依然保持稳定增长，同时热水器产品规模也进一步增长。目前，精装修市场热水器分五大类型：**电、燃、壁挂炉、空气能、太阳能热水器**。2018 年精装修市场各热水器类型规模均不同幅度增长。

从热水器类型来看，2018 年精装修市场电热水器因公寓楼盘小幅释放同比略有增长，2018 年精装修市场电热水器规模同比增长 2.2%。燃气热水器因受到壁挂炉、太阳能热水器的冲击而市场份额收窄，2018 年精装修市场燃气热水器同比增长 35.2%。壁挂炉份额大幅增长，究其原因，壁挂炉已成临界供暖区域华东、华中地区新宠，华东区域作为主要贡献力量。2018 年精装修市场壁挂炉同比增长 174.8%。空气能热水器因其节能环保的特点市场份额逐年走高，前景利好，2018 年精装修市场空气能热水器同比增长 80.9%。太阳能热水器虽有政策扶持，但近几年市场份额较为波动，2018 年市场份额走高，2018 年精装修市场太阳能热水器同比增长 171.3%。

AVC 预测：2019 年精装修市场热水器产品持续高增，规模 85.4 万套，其中燃气热水器仍占主导地位，燃气热水器 25.6 万套，电热水器 14.5 万套，壁挂炉 19.6 万套，太阳能热水器 16.2 万套，空气能热水器 9.5 万套。（新闻来源：奥维云网）

产业在线冰箱数据回顾（2019 年 1 月）

外销表现强劲，内销微幅下降。行业，产量 651 万台，+9%（2018 年全年 7479 万，-1%）；销量 608 万台，+12%（2018 年全年 7519 万，+0.2%）；内销 333 万台，-1%（2018 年全年 4310 万，-4%）；外销 275 万台，+31%（2018 年全年

3209 万，+6%)。

美的内销优异，奥马外销突出。分公司：海尔内销 102 万台，+2%（2018 年全年 1358 万，+3%），外销 7 万台，-47%（2018 年全年 90 万，-31%）；美的内销 42 万台，+17%（2018 年全年 559 万，+0%），外销 38 万台，+50%（2018 年全年 494 万，+10%）；美菱内销 24 万台，-6%（2018 年全年 306 万，0%），外销 17 万台，+16%（2018 年全年 221 万，-12%）；奥马内销 12 万台，-24%（2018 年全年 132 万，-12%），外销 58 万台，+54%（2018 年全年 643 万，+12%）；海信科龙内销 40 万台，-5%（2018 年全年 521 万，-6%），外销 35 万台，+16%（2018 年全年 413 万，+9%）。

表 3: 冰箱各品牌 2019 年 1 月销量情况及增速 (万台、%)

项目	当月					财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
1 生产	651	8.5%	600	4.5%	574	651	8.5%	600	4.5%	574
2 销售	608	11.6%	544	0.2%	543	608	11.6%	544	0.2%	543
3 出口	275	31.2%	210	1.5%	207	275	31.2%	210	1.5%	207
4 内销	333	-0.6%	335	-0.6%	337	333	-0.6%	335	-0.6%	337
5 库存	406	-11.5%	459	8.2%	Feb/01	406	-11.5%	459	8.2%	424
6 产销率	93.4%	2.8%	90.8%	-4.1%	94.7%	93.4%	2.8%	90.8%	-4.1%	94.7%
7 内销比重	54.7%	-11.0%	61.5%	-0.8%	62.0%	54.7%	-11.0%	61.5%	-0.8%	62.0%

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 4: 冰箱各品牌 2019 年 1 月内销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	当月					财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
青岛海尔	102	2.0%	100	5.3%	95	102	2.0%	100	5.3%	95
美的集团	42	16.7%	36	25.0%	29	42	16.7%	36	25.0%	29
长虹美菱	24	-6.0%	25	-2.3%	26	24	-6.0%	25	-2.3%	26
奥马电器	12	-23.8%	16	-3.0%	17	12	-23.8%	16	-3.0%	17
海信家电	40	-4.8%	42	-7.7%	46	40	-4.8%	42	-7.7%	46

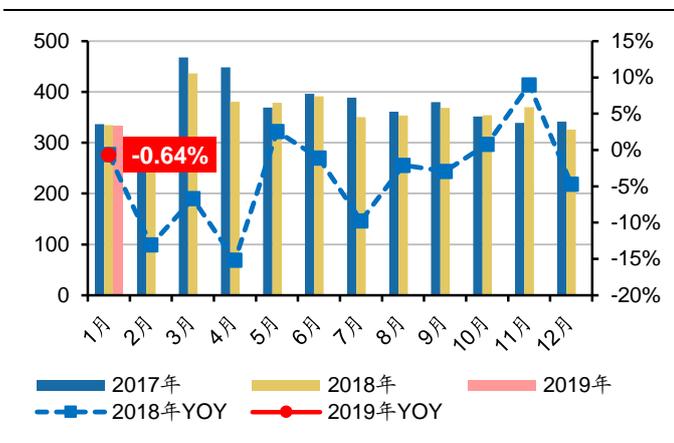
数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 5: 冰箱各品牌 2019 年 1 月外销情况及增速 (万台、%)

企业/项目	当月					财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
青岛海尔	7	-46.8%	13	15.1%	11	7	-46.8%	13	15.1%	11
美的集团	38	49.6%	25	-11.3%	29	38	49.6%	25	-11.3%	29
长虹美菱	17	16.4%	15	-16.1%	17	17	16.4%	15	-16.1%	17
奥马电器	58	53.9%	37	21.1%	31	58	53.9%	37	21.1%	31
海信家电	35	16.5%	30	-5.3%	32	35	16.5%	30	-5.3%	32

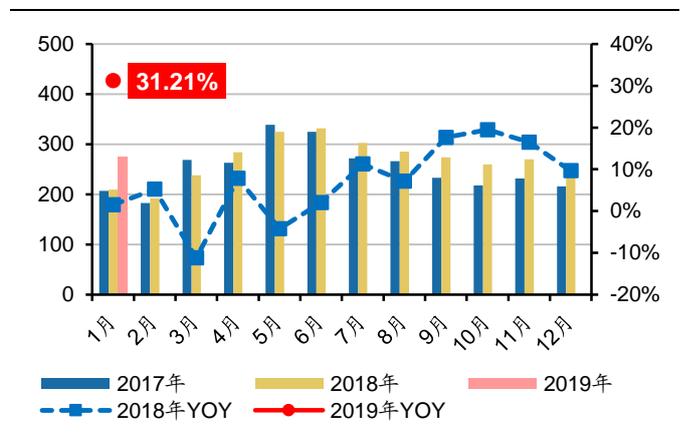
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 2: 冰箱月度内销及增速 (万台, %)



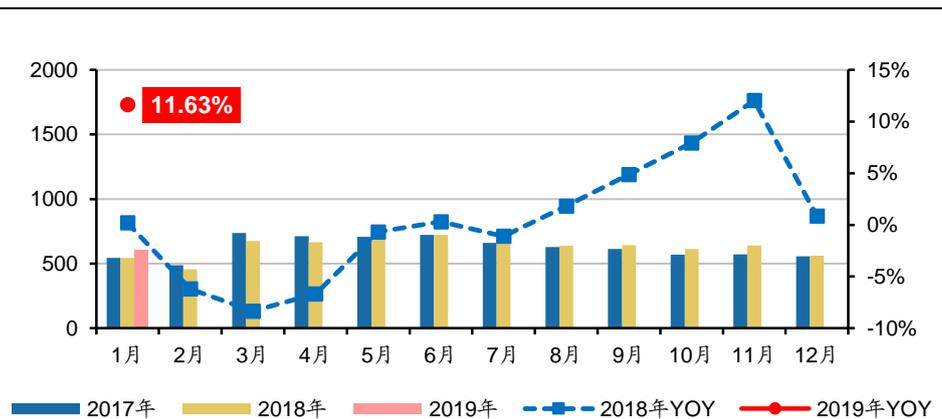
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 3: 冰箱月度外销及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 4: 冰箱月度销量及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

产业在线洗衣机数据回顾（2019年1月）

行业外销表现强劲。行业，产量 641 万台，+5%（2018 年全年 6471 万，+2%）；销量 632 万台，+4%（2018 年全年 6560 万，+2%）；内销 430 万台，-3%（2018 年全年 4532 万，+3%）；外销 202 万台，+24%（2018 年全年 2028 万，+2%）。

美的系外销表现优异。分公司：美的系内销 134 万台，+4%（2018 年全年 1422 万，+7%），外销 37 万台，+91%（2018 年全年 357 万，+1%）；海尔内销 166 万台，+1%（2018 年全年 1566 万，+6%），外销 28 万台，+34%（2018 年全年 243 万，+18%）；惠而浦系内销 22 万台，-0.5%（2018 年全年 236 万，-14%），外销 6 万台，+3%（2018 年全年 71 万，+13%）。

表 6：洗衣机各品牌 2019 年 1 月销量情况及增速（万台、%）

项目	当月					财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
1 生产	641.4	5.4%	608	7.3%	567	641	5.4%	608	7.3%	567
2 销售	632	4.2%	607	9.4%	555	632	4.2%	607	9.4%	555
3 出口	202	23.5%	164	-2.8%	169	202	23.5%	164	-2.8%	169
4 内销	430	-2.9%	443	14.7%	386	430	-2.9%	443	14.7%	386
5 库存	222	-26.7%	303	-16.0%	360	222	-26.7%	303	-16.0%	360
6 产销率	98.6%	-1.1%	99.7%	1.9%	97.8%	98.6%	-1.1%	99.7%	1.9%	97.8%
7 内销比重	68.0%	-6.9%	73.0%	4.9%	69.6%	68.0%	-6.9%	73.0%	4.9%	69.6%

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 7：洗衣机各品牌 2019 年 1 月内销情况及增速（万台、%）

企业/项目	当月					财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
美的集团	134	3.9%	129	27.7%	101	134	3.9%	129	27.7%	101
青岛海尔	166	0.6%	165	29.4%	128	166	0.6%	165	29.4%	128
惠而浦	22	-0.5%	22	-12.0%	25	22	-0.5%	22	-12.0%	25

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

表 8：洗衣机各品牌 2019 年 1 月外销情况及增速（万台、%）

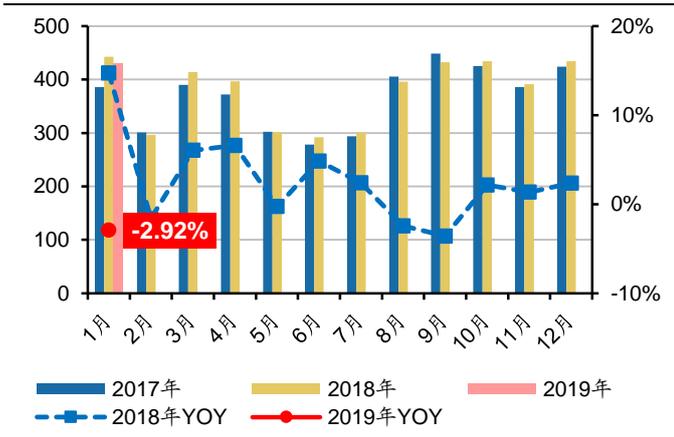
企业/项目	当月					财年累计				
	2019 年		2018 年		2017 年	2019 年		2018 年		2017 年
	量值	同比%	量值	同比%	量值	量值	同比%	量值	同比%	量值
美的集团	37	91.1%	20	-34.5%	30	37	91.1%	20	-34.5%	30
青岛海尔	28	33.9%	21	-2.7%	22	28	33.9%	21	-2.7%	22
惠而浦	6	3.0%	6	-8.8%	6	6	3.0%	6	-8.8%	6

数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

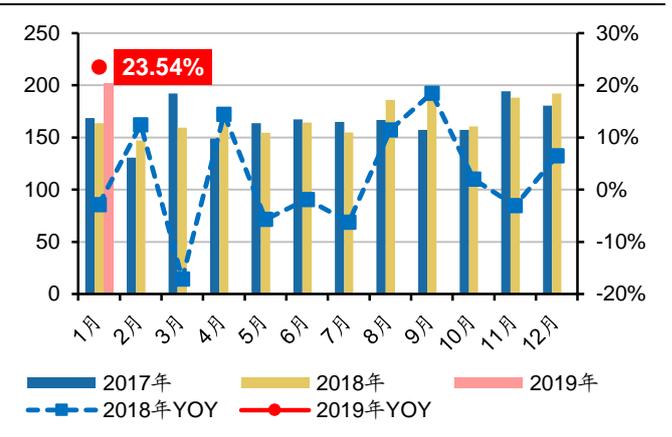
请务必阅读末页的免责声明

图 5: 洗衣机月度内销及增速 (万台, %)



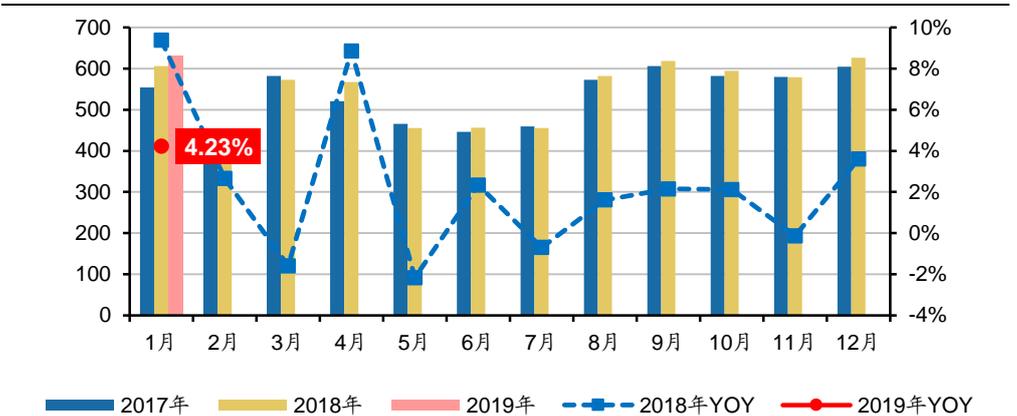
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 6: 洗衣机月度外销及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 7: 洗衣机月度销量及增速 (万台, %)



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

中怡康厨电数据回顾 (2019 年 1 月)

烟灶消零售规模同比下滑幅度减小。根据中怡康 2019 年 1 月的统计数据, 油烟机、燃气灶、消毒柜单月零售量同比分别下降 3.5%、2.9% 和 16.9%、零售额同比下降 9.4%、3.7% 和 23.9%, 对比上月降幅均有所减小。

烟灶消行业均价均有大幅下滑。烟灶消零售均价同比均出现下滑, 降幅分别为 6.3%、5.6%、9.7%, 烟灶消零售均价相比上月降幅均扩大。

表 9: 厨电三件 2019 年 1 月销量、销售金额及增速 (万台, 亿元, %)

项目	单月零售				累计零售			
	销量	YoY	销售金额	YoY	累计销量	YoY	累计金额	YoY
油烟机	16.5	-3.5%	4.8	-9.4%	16.5	-3.5%	4.8	-9.4%
燃气灶	20.0	2.9%	2.9	-3.7%	20.0	2.9%	2.9	-3.7%
消毒柜	2.8	-16.9%	0.5	-23.9%	2.8	-16.9%	0.5	-23.9%

数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表 10: 油烟机各品牌 2019 年 1 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元)

企业	零售量				零售额			
	当月	YOY	累计	YOY	当月	YOY	当月	YOY
老板电器	2.61	-17%	2.61	-17%	1.10	-21%	1.10	-21%
方太	2.45	-8%	2.45	-8%	1.06	-13%	1.06	-13%
华帝股份	1.21	-8%	1.21	-8%	0.41	-7%	0.41	-7%
美的集团	1.72	-8%	1.72	-8%	0.46	-5%	0.46	-5%
万和电气	0.80	-5%	0.80	-5%	0.16	-3%	0.16	-3%
西门子	0.36	-19%	0.36	-19%	0.17	-17%	0.17	-17%

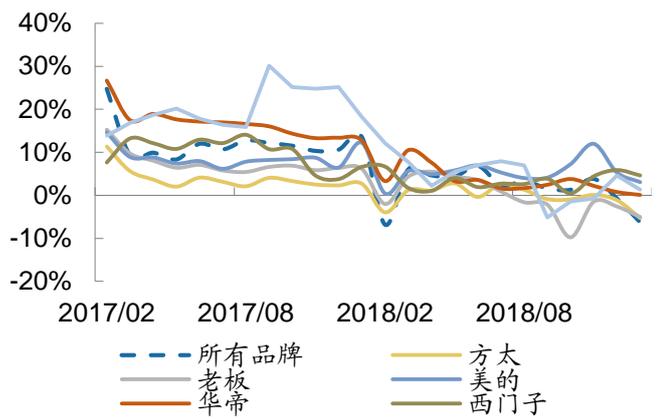
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

表 11: 消毒柜各品牌 2019 年 1 月累计销量、销售金额及增速 (万台、亿元、%、元)

企业	零售量				零售额			
	当月	YoY	累计	YoY	当月	YoY	累计	YoY
康宝	0.73	0%	0.73	0%	0.10	-1%	0.10	-1%
万和电气	0.22	-12%	0.22	-12%	0.04	-12%	0.04	-12%
老板电器	0.25	-40%	0.25	-40%	0.09	-41%	0.09	-41%
方太	0.28	-28%	0.28	-28%	0.10	-30%	0.10	-30%
康星	0.14	-9%	0.14	-9%	0.02	-4%	0.02	-4%
美的集团	0.23	-27%	0.23	-27%	0.04	-25%	0.04	-25%
华帝股份	0.12	-30%	0.12	-30%	0.03	-29%	0.03	-29%
西门子	0.08	-23%	0.08	-23%	0.02	-21%	0.02	-21%

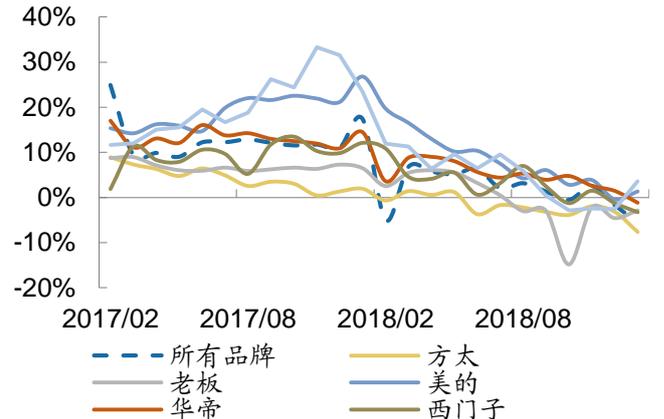
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 8: 油烟机均价同比 (%)



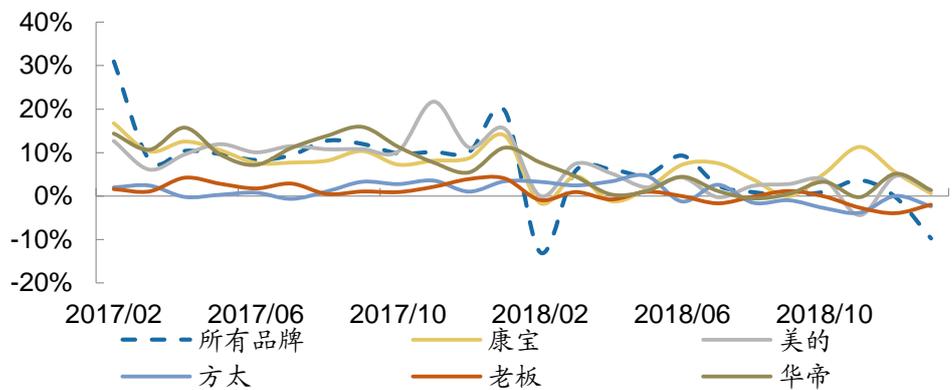
数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

图 9: 燃气灶均价 (%)



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

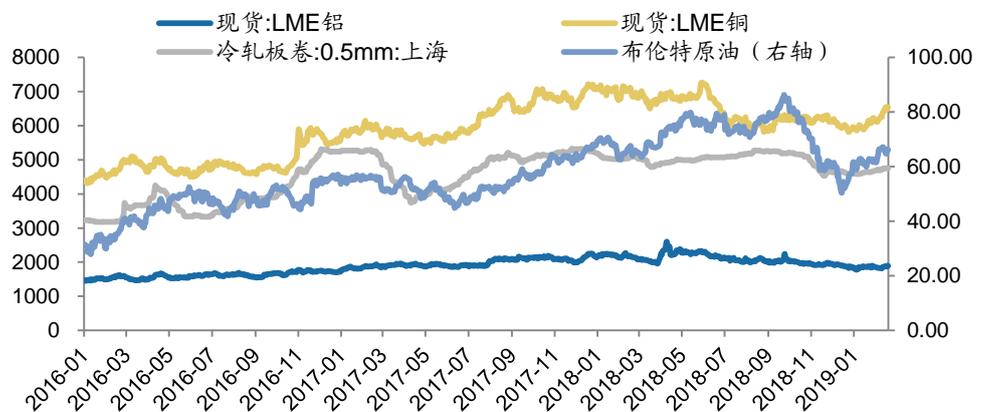
图 10: 消毒柜均价 (%)



数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

原材料价格变动跟踪

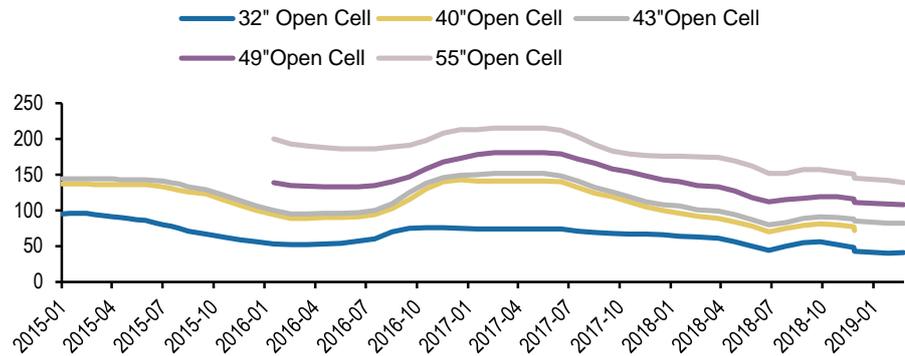
图 11: 白电主要原材料价格一览: 本周铝、铜、冷轧板卷价格上升, 原油价格下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 单位分别为美元/吨、美元/吨、元/吨、美元/桶

图 12: 面板价格: 截止 2019 年 2 月, 面板价格继续下降



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 单位为美元/片

汇率跟踪

图 13: 汇率跟踪: 本周人民币兑美元汇率小幅贬值



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

本周重点报告回顾

苏泊尔 2018 业绩快报点评: 全年业绩保持良好增长 (2019-02-24)

● 全年收入、利润良好增长

公司公告2018年业绩快报, 2018年全年公司实现营业收入178.5亿元 (YoY+22.8%), 归母净利16.7亿元 (YoY+25.9%), 净利率9.4% (YoY+0.2pct)。Q4单季营业收入44.6亿元 (YoY+17.2%), 归母净利5.7亿元 (YoY+34.8%), 净利率12.7% (YoY+1.7pct) (以上数据为公司公告的上海赛博并表后的数据)。Q4单季收入增速环比放缓, 我们认为主要因为内销收入增幅相对2018年前三季度有所

放缓。Q4利润总额6亿元，同比增长24.9%，归母净利润同比增速快于利润总额增速10pct，主要由于下属子公司获得政府补贴。

● **持续受益于消费升级，品类扩张、高端市场的发展值得期待**

苏泊尔在厨房小家电市场地位继续提升，具体来看，传统品类保持良好增长，同时烟灶、厨房用具、生活小家电等新品类快速增长，带动苏泊尔在小家电领域领跑行业。

我国小家电行业进入消费升级新阶段，苏泊尔作为小家电行业龙头，竞争优势明显，将长期受益于消费升级所带来的量价齐升。同时，未来公司在品类扩张、高端品牌布局方面，也将为公司持续贡献增长动力。

● **投资建议**

我们预计厨房小家电行业集中度持续提升，同时海外市场复苏，海外代工订单增加。根据以上假设，我们预计2018-20年公司归母净利润分别为16.4、19.4、22.8亿元，同比分别增长25.4%、18.2%、17.7%，最新收盘价对应2019年22.7xPE（以上数据未考虑上海赛博并表），小家电可比公司平均PE估值22.5倍，考虑公司是小家电公司龙头，消费升级中最为受益，未来业绩增长确定性高，所以给予公司一定溢价，给予公司2019年26倍PE估值，对应合理价值60.58元人民币，维持“买入”评级。

● **风险提示**

原材料价格上涨；消费升级不及预期；海外市场疲软；高端业务发展不顺利；多品类业务发展不顺利。

华帝股份 2018 业绩快报点评：地产影响下收入增长放缓，经营效率持续提升（2019-02-26）

● **收入增长略低预期，利润增长符合预期**

公司发布2018年度业绩快报：2018FY公司实现收入61.5亿元（YoY +7.3%），实现归母净利润6.9亿元（YoY +35.3%），对应净利润率11.2%（YoY +2.3pct）；其中Q4单季度实现收入15.0亿元（YoY -9.0%），实现归母净利润2.5亿元（YoY +24.8%），对应净利润率16.5%（YoY +4.5pct）。

● **地产影响下需求不旺致 Q4 收入略有下滑，降本增效盈利能力上行**

收入端：从2018FY全年的角度看，公司收入增速环比持续下降，相比上个季度Q4收入增速环比下降16.0pct。我们认为其主要的原因为两点：

（1）整体看，地产政策调控持续偏紧、行业内竞争力度有所增加。在这样的宏观大环境下，厨电行业景气度整体有所下降；

(2) 在终端需求相对萎靡的情况下，公司坚持良性经营理念，持续加强渠道效率建设，减轻了经销商拿货、库存与资金成本的压力。从财务报表可以看出公司降低了经销商打款要求，2018前三季度预收款项占公司营业收入比例持续下降至约3.1%，达到近年来最低点。

利润端：公司通过产品高端化、管理精细化为自身带来的降本增效仍在持续，整体盈利能力在毛利率持续上行的拉动下仍逆势提升。

(1) 中怡康数据显示，2018FY华帝油烟机、燃气灶均价分别达到3,536元(YoY +4.4%) / 1,784元(YoY +6.0%)，超越行业整体价格涨幅，前三季度实现毛利率46.4%(YoY +2.2pct)。

(2) 经营效率持续提升，前三季度实现销售费用率33.3%(YoY -1.1pct)

● 持续加码终端提效，改善逻辑仍将持续

在渠道方面，公司开始建立营销分销管理平台，加强对终端情况的把控能力，同时倡导一二级经销商从批发导向转为零售导向，取消三级以下经销商，减少加价层级、提升渠道效率。预计公司整体的改善逻辑仍将持续。

● 盈利预测

我们认为厨电在长周期的维度上仍是家电行业中成长空间较为确定的品种。华帝近年来在品牌建设与公司运营效率方面的改善已初见成效，也具备百尺竿头更进一步的能力。但短期地产偏紧的后周期影响仍在给予终端需求一定的压力。预计2018-2020年公司归母净利润分别为6.9、7.5、8.6亿元，同比增速分别为35.3%、8.9%、14.3%，最新收盘价对应2019年PE为12.8x，短期来看公司估值与家电行业平均估值基本持平，已接近合理水平；考虑到随着地产拉动部分需求的逐步稳定，长期的成长空间与公司经营效率的提升仍有望催生业绩增速逐步修复，维持“增持”评级。

● 风险提示

原材料价格上涨；新品开拓低于预期；房地产持续低迷；提效不及预期。

九阳股份 2018 业绩快报点评：Q4 收入超预期，进入加速增长长期 (2019-02-26)

● 2018Q4 收入同比增速大幅加快，产品端、渠道端调整效果明显

公司公告2018年业绩快报，2018年全年公司实现营业收入81.7亿元(YoY+12.7%)，归母净利7.5亿元(YoY+9.6%)，净利率9.2%(YoY-0.3pct)。

Q4单季营业收入27.3亿元(YoY+25.1%)，归母净利1.9亿元(YoY+23.5%)，净利率6.8%(YoY-0.1pct)。

Q4收入增速环比加快，主要原因：1) 公司产品端、渠道端的改善逐渐显现效

果；2) 电商渠道备货期发生调整，备货期相较往年延长一个月，所以2018年“双十一”的备货收入大部分在四季度确认，而2017年同期双十一的收入基本全部在三季度确认，收入确认有所错期，2018H2收入同比为14%，环比2018H1收入增速加快3pct。

2018年营业收入同比增速快于营业利润，主要由于公司在2018年通过央视国家品牌计划，以及新建和提升改造数百家终端门店，因而销售费用率提升1.8pct。归母净利润同比增速快于利润总额的增速，主要原因：本期收购的尚科宁家（中国）亏损，导致少数股东损益同比减少。

● 期待未来业绩持续改善

收入端：从2018FY全年的角度看，公司收入增速环比持续下降，相比上个季度Q4收入增速环比下降16.0pct。我们认为其主要的的原因有两点：

短期，我们期待业绩将进一步改善，原因：1) 线下经销商渠道精简后，有望持续实现恢复性、改善性增长；2) 通过推出业内第一款静音破壁机等新品，同时积极营销，有望促进食品加工机业务收入持续改善，同时西式类产品有望保持良好增长；3) 2018年7月12日，公司与Shark Ninja（香港）签署了《股权转让协议》，并与今年8月办理工商变更手续。Shark Ninja是美国蒸汽清洁类家电第一品牌，主营吸尘器 etc 家居类小家电，在品类上与九阳互补，同时外销收入也有望增加。

长期，公司作为小家电行业龙头，未来市场份额有望持续提升，同时公司激励良好，长期发展值得期待。

● 投资建议

我们预计小家电行业集中度持续提升，基于此，我们预测公司2018-2020年归母净利润分别为7.5、8.3、9.6亿元，同比增长分别为9.6%、9.7%、15.6%，最新收盘价对应2019年估值16xPE，公司作为小家电创新龙头，渠道、产品调整效果明显，业绩逐步改善，参考可比公司的平均估值2019年20xPE，给予公司合理价值21.6元人民币，维持“买入”评级。

● 风险提示

新品推广低于预期；原材料价格上涨；行业竞争环境恶化；消费升级趋势放缓，均价提升速度放缓，公司宣传投入过大。

老板电器 2018 业绩快报点评：收入增长放缓，费用投入增加布局未来 (2019-02-27)

● 收入与业绩压力逐季加大，整体增长符合预期

公司发布2018年度业绩快报：2018FY公司实现收入74.8亿元（YoY +6.6%），实现归母净利润14.8亿元（YoY +1.4%），对应净利率19.8%（YoY -1.0pct）；其中Q4单季度实现收入20.9亿元（YoY +2.9%），实现归母净利润4.7亿元（YoY

-6.3%)，对应净利润率22.5% (YoY -2.2pct)。

● **地产影响下需求不旺，费用投入加码或短期拖累盈利能力**

家电作为后周期行业受到地产的影响仍在继续。2018年以来厨电终端需求不旺、行业竞争逐步增强、产品零售均价的提升空间受到抑制，导致业内公司均出现了不同程度的增速放缓。从公司的角度来看，中怡康数据显示2018FY老板电器油烟机、燃气灶均价同比增速分别为0.4%、-0.4%，出现了近几年内罕见接近0增长，导致Q4单季度收入增速继续萎靡，环比下降近3.0pct；同时从前三季度的趋势来看，公司对嵌入式等新产品的重视程度仍在提升，研发费用投入逐步加大，前三季度达7,142万 (YoY +28.4%)，短期或对盈利能力形成拖累但有望在未来持续提升公司竞争力。

● **行业特征或逐步改变，龙头地位仍占优势**

预计2018-2020年公司归母净利润分别为14.8、15.5、16.7亿元，同比增速分别为1.4%、4.7%、7.9%，最新收盘价对应2019年PE为15.5x。短期看公司估值已接近合理水平，考虑到随着地产拉动的部分需求逐步稳定，厨电行业长期仍具备成长空间，同时在行业进入新常态的情况下公司龙头地位带来的马太效应仍将延续。预计估值切换至2019年后将有所修复，我们给予公司合理价值26.1元/股，对应2019年PE为16x，与2018年静态PE保持相同水平，维持“增持”评级。

● **风险提示**

原材料价格上涨；新品开拓低于预期；房地产持续低迷。

三花智控 2018 业绩快报点评：收入增速环比放缓，盈利能力下降幅度收窄 (2019-02-28)

● **高基数下收入增速环比继续放缓，盈利能力下降幅度收窄**

公司发布2018年度业绩快报：2018FY公司实现收入108.3亿元 (YoY +13.3%)，实现归母净利润12.9亿元 (YoY +4.5%)，对应净利润率11.9% (YoY -1.0pct)；其中Q4单季度实现收入25.7亿元 (YoY +7.4%)，实现归母净利润2.7亿元 (YoY +4.4%)，对应净利润率10.4% (YoY -0.3pct)。

● **库存压力下空调厂商排产节奏放缓，下游需求持续温和下降**

产业在线数据显示，2018Q4单季度空调产量、中央空调销售金额分别达到2,856万台 / 208.1亿元 (YoY -5.2% / -0.3%)，在这样的带动下电子膨胀阀、截止阀、四通阀内销量分别达到1306万只、5200万只、2713万只 (YoY +9.0% / -15.7% / -3.9%)。除电子膨胀阀在节能环保要求持续升级的背景下渗透率有所提升，其余均在空调行业的库存压力下维持负增长，对公司制冷业务板块的收入增长形成拖累，导致公司收入增速环比继续放缓。

● **竞争对手压价或有所缓和，盈利能力下滑幅度收窄**

前三季度公司毛利率在空调零部件竞品抢单压价的情况下有所下降，销售费用率与管理费用率略有上行，带动净利润率同比下降1.2pct；2018Q4单季度来看净利润率同比下降仅0.3pct，下降幅度环比收窄。考虑到压价的行为不可持续，Q4单季度或有所改善，毛利率与费用率压力也相应缓和。

● **盈利预测**

我们继续看好公司传统主业制冷元器件需求的长期稳健增长以及近年来增长势头良好的汽车零部件业务。预计公司2018-2020年业绩分别为12.9亿元、14.8亿元、17.4亿元，分别同比增长4.5%、14.6%、17.4%。最新收盘价对应2019年PE为21.1x，考虑到未来两年汽车零部件业务订单有望持续增长，以及空调行业长期看增长空间确定性高，我们预计估值切换至2019年后将有所修复，给予公司合理价值16.8元/股，对应2019年PE为24x，与2018年静态PE保持相同水平，维持“买入”评级。

● **风险提示**

行业景气度下降；原材料价格上升；人民币大幅升值；下游需求受库存影响持续低迷；新能源汽车渗透率提升不及预期。

小米家电专题研究（5）：由绿米透视智能家居小组件背后的大生态（2019-03-01）

● **绿米联创：智能家居基础设备供应商**

绿米成立于2009年，2014年成为小米生态链企业。绿米的创始人、现任CEO游延筠是资深的自动化和控制技术领域专家，绿米整体团队人数超过300人，其中产品研发和技术人员占比超过2/3，公司具备浓厚的技术基因。绿米从事智能家居行业，产品主要是网关、插座等智能家居基础设备，并依托这些小设备实现家居智能化，目前拥有SKU数量已经超过20个。公司致力于打造“硬件连接+数据+服务平台”的商业模式，是小米AIoT战略下重要的生态链公司之一。

● **发展历程：加入小米生态链转型 C 端完成崛起，发展自主品牌、线下渠道奠定长期竞争力**

绿米成立时主攻TOB端楼宇智能化改造，2014年嗅到智能家居行业技术门槛降低、行业关注度提升以及小米开启IOT战略的变化，果断转型C端主攻智能家居，并成为小米生态链企业。根据绿米官网数据，2015年与小米联合发布的米家智能家居套装上市1年销售量即突破百万套，由此奠定了绿米的崛起。

对绿米而言，过分依赖小米可能造成市场空间受限、口碑无法积累、盈利乏力等问题。因此，绿米在2016Q3开始发展自主品牌Aqara，并从产品、渠道与服务、生态构建出发，构造更丰富的产品线，提供更完善的服务，实现更开放的生态以实现长期增长。绿米的现阶段的核心竞争力包括三方面：（1）技术：丰富的软硬件技

术储备；（2）产品：功能全面且性价比突出；（3）渠道：依托小米的支持在线上C端优势明显，同时线下、B端市场稳步推进。

- **从绿米透视行业：基于海量多维度数据的衍生性，以小组件构建生态的模式将具备更大的发展潜力**

我们认为绿米作为相对低调的生态链公司，其价值未被市场充分认识。从协同角度，基于SKU拓展、多硬件设备及核心技术支持，绿米是小米AIoT战略的重要组成部分。绿米及其模式从当下来看，随着产品技术成熟、价格降低、市场教育加速、B端需求放量，行业有望迎来加速发展。而从长远来看，绿米可贡献的基础设备多，SKU扩展性强，应用场景丰富，海量设备背后的海量且多层次的数据，使绿米及相同模式的企业在未来更有望成为平台型企业或平台型企业的核心支柱。

- **投资建议**

通过绿米透视智能家居行业，我们认为家庭生态的构建将是智能家居的最大看点，我们认为绿米联创的未来发展值得期待。我们关注以AIoT作为未来10年发展战略、目前设备连接数量领先的小米集团（广发海外电子组覆盖）。我们同样关注现阶段在家电市场份额优势明显、对家庭场景理解更深入、已提出M-SMART双智战略的美的集团、U+战略的青岛海尔，两大龙头未来有望建成一个基于家庭场景的垂直应用平台以构建智能家居生态。

- **风险提示**

轻量化无线智能家居组件产品稳定性较差影响销售；房地产市场下行，导致B端市场空间缩小，智能家居组件渗透速度不及预期；智能家居平台不能发展出明确的盈利模式。

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 焯：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，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 袁 雨 辰：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，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。
- 王 朝 宁：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，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

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	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 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	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@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。

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）。

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。