



空调销量增速维持50%+，美的米家份额走强 ——家电行业2019年4月淘宝数据跟踪与解读

金星

执业证书编号：S0930518030003

甘骏

执业证书编号：S0930518030002

2019年5月12日

证券研究报告

1、淘系线上家电品类4月数据概览

- 在3月空调销量同比增速大幅超预期后（同比+87%），市场担心是否会对4月需求产生一定透支，但从淘宝数据来看，**19年4月空调整体销量增速小幅放缓，但仍同比+54%，保持良好态势**。我们判断主要品牌商积极促销固然有一定帮助，但更多来自于地产销售+交房回暖对需求的支撑。
- 主要品类中：1）冰箱单季销量同比+28%，但部分由中小型低价产品拉动，洗衣机销量同比+8%，表现平稳；2）烟灶等传统厨电（含套餐）销量分别同比+14%/+28%，电商渗透红利趋缓，烟机增速较18年放缓；3）小家电品类中，电动牙刷、干衣机等新品类保持快速增长，扫地机19年以来表现平淡，销量小幅下滑。
- 格局方面，随着大宗原材料进入弱周期，同时叠加竞争格局趋紧，主要品类均价提升速度整体收窄，但龙头品牌之间的产品价格策略间有一定分化。其中美的由于坚持低库存高周转模式，价格调整迅速，通过促销降价带动自身份额稳步提升。尤其在空调领域由于主要竞争对手格力定价保持高位，美的通过降价促销并借助天猫优品的市场下沉，获得份额显著增长。

- 1、数据概览：空调销量维持50%同比增速，扫地机线上增长承压
- 2、产品结构对比：线上结构升级进度相对滞后线下
- 3、淘系家电品牌跟踪：美的空调份额走强势，低价品牌扰动格局
- 4、风险提示

**1、淘系线上家电品类单月需求：
空调销量维持50%同比增速，扫地机线上增长承压**

1、淘系线上家电品类单月需求：需求未见透支，主要品类销量维持良好增长

淘宝4月主要家电品类销售情况

	品类	销量(万台)	销量YoY	均价(元)	均价YoY	销售额(亿元)	销售额YoY
白电	空调	65	54%	2,633	-9%	171,147	40%
	冰箱	48	28%	1,379	-7%	66,225	18%
	洗衣机	64	8%	1,059	9%	67,491	18%
厨电	油烟机	29	24%	653	2%	18,822	27%
	燃气灶	24	51%	423	-11%	10,143	34%
	烟灶消套餐	9	-9%	2,932	0%	25,461	-10%
	热水器	57	-5%	798	9%	45,407	4%
	集成灶	4	69%	4,233	-14%	15,025	46%
	洗碗机	2	66%	3,542	-11%	8,096	47%
	嵌入式电蒸箱	1	4%	4,250	0%	2,346	5%
	嵌入式电烤箱	0.3	-7%	5,245	10%	1,732	3%
小厨电	豆浆机	18	-14%	458	41%	8,153	22%
	破壁机	28		822		23,367	
	榨汁机	173	40%	128	-12%	22,184	23%
	料理机	12	-66%	293	-38%	3,482	-79%
	净水器	82	11%	415	6%	34,187	17%
	电饭煲	114	-4%	190	9%	21,717	4%
	微波炉	20	-2%	503	10%	9,865	8%
生活电器	吸尘器	47	12%	490	-4%	22,879	8%
	空气净化	11	-17%	960	-3%	10,133	-20%
	干衣机	9	87%	267	2%	2,394	91%
	擦窗机器人	1	-59%	2,066	9%	1,083	-55%
	扫地机器人	16	-18%	1,539	13%	25,314	-8%
	电动牙刷	240	107%	164	-10%	39,276	86%
	电吹风	139	-19%	110	20%	15,297	-2%
剃须刀	190	0%	118	4%	22,400	3%	

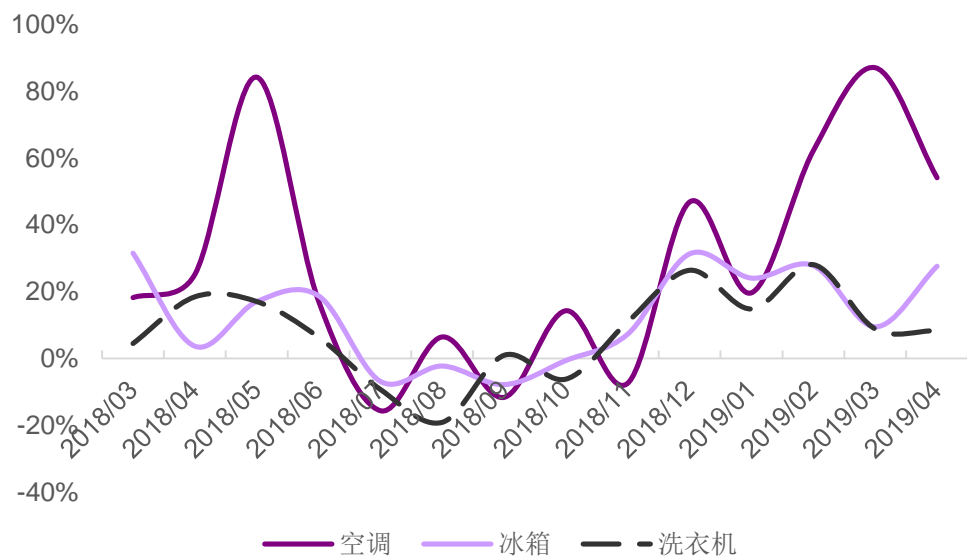
数据来源：淘数据，光大证券研究所

1.1、淘系白电需求：空调线上销量表现良好，维持50%+同比增长

- **促销+地产因素作用下，空调单月继续维持良好增长**：4月空冰洗单月销量分别同比+54%/+28%/+8%，虽然空调单月增速环比有一定放缓（3月销量同比+87%），但是整体看，产品积极促销叠加三四线城市交房回暖/一二线城市销售回暖，2018年末以来线上需求增速改善趋势延续。
- **结合奥维高频数据来看**：根据奥维周度高频数据的监测，4月空调线上线下零售额分别同比+17%/-2%（为了消除五一假期的同比影响，核算口径为4月1日到5月5日），而3月4日至3月31日线上线下空调采样零售额分别同比+51%/-9%。**整体看，4月整体销量增速仍保持良好基调，线下需求还有一定回暖，3月高速增长并未对4月需求有显著透支。**
- **需求仍有下沉空间**：19年以来，淘宝白电销量增速普遍高于奥维推总线上销量增速。主要系定位进一步下沉农村市场的天猫优品店铺在19年以来快速放量，其中尤以空调品类为主。故而淘宝平台整体增速快于线上推总销量。

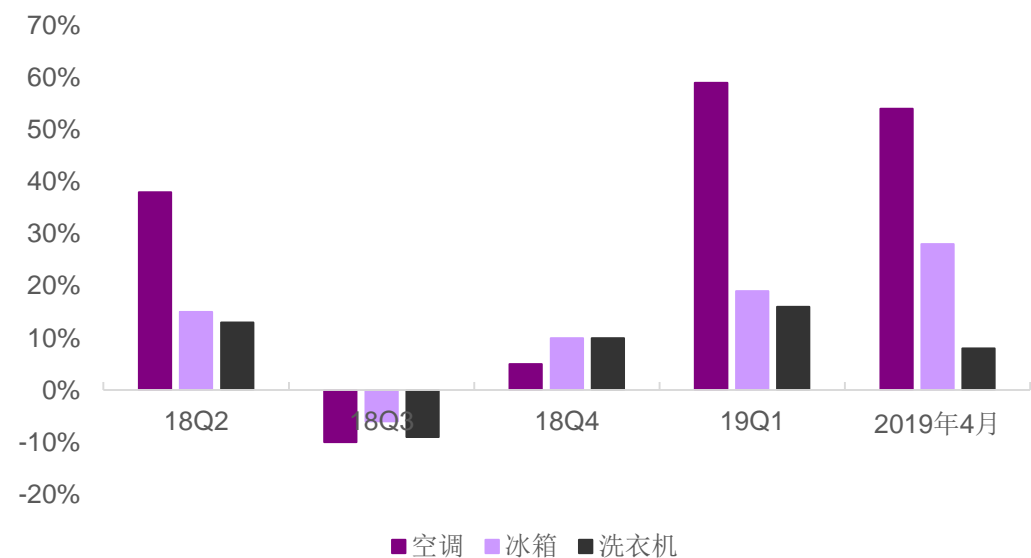
1.1、淘系白电需求：空调线上销量表现良好，维持50%+同比增长

空冰洗销量增速小幅回落但仍有较快增长



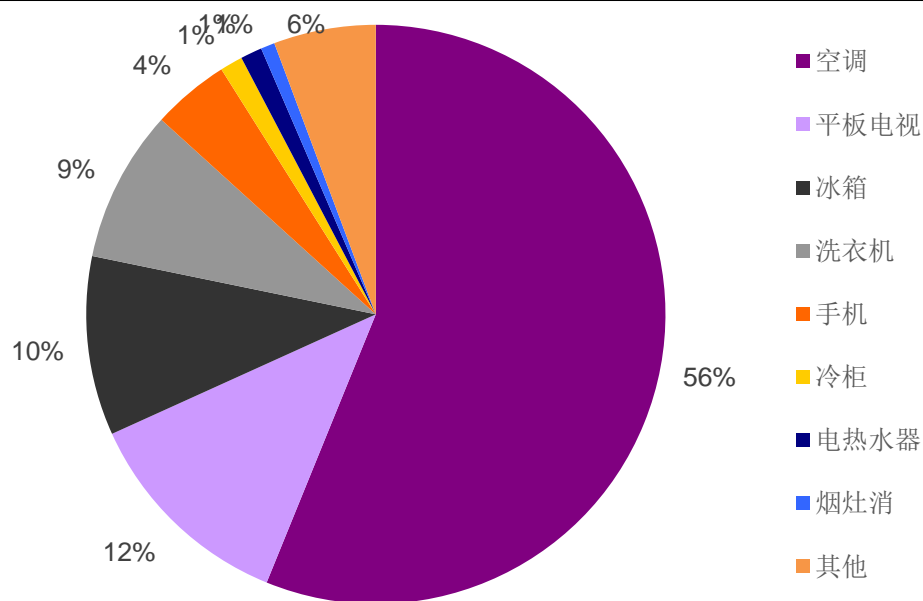
资料来源：淘数据，光大证券研究所

淘宝平台空冰洗分季度销量同比增速



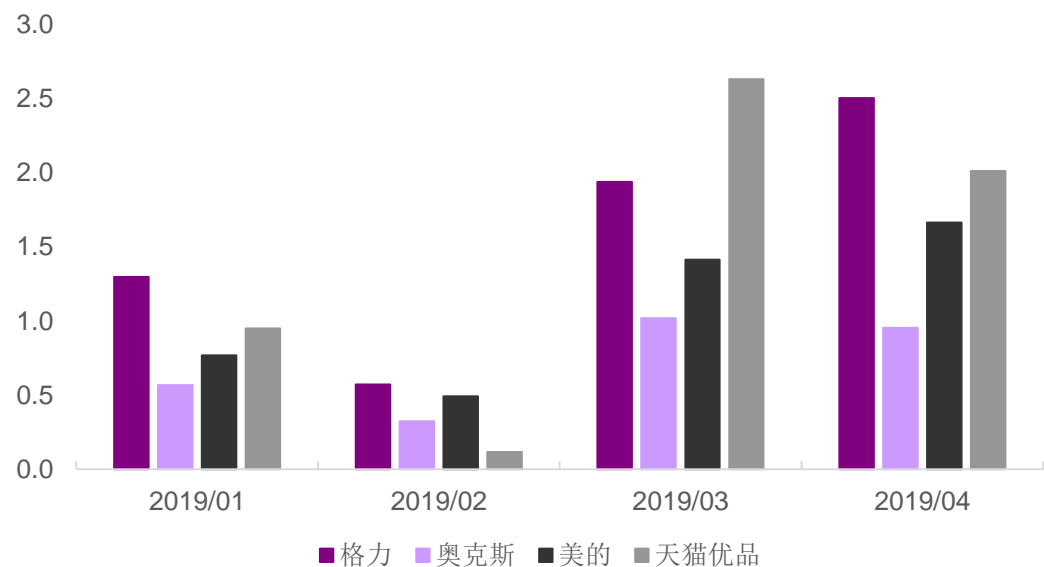
资料来源：淘数据，光大证券研究所测算

天猫优品4月销售额构成



资料来源：淘数据，光大证券研究所

部分店铺空调成交额情况 (亿元)

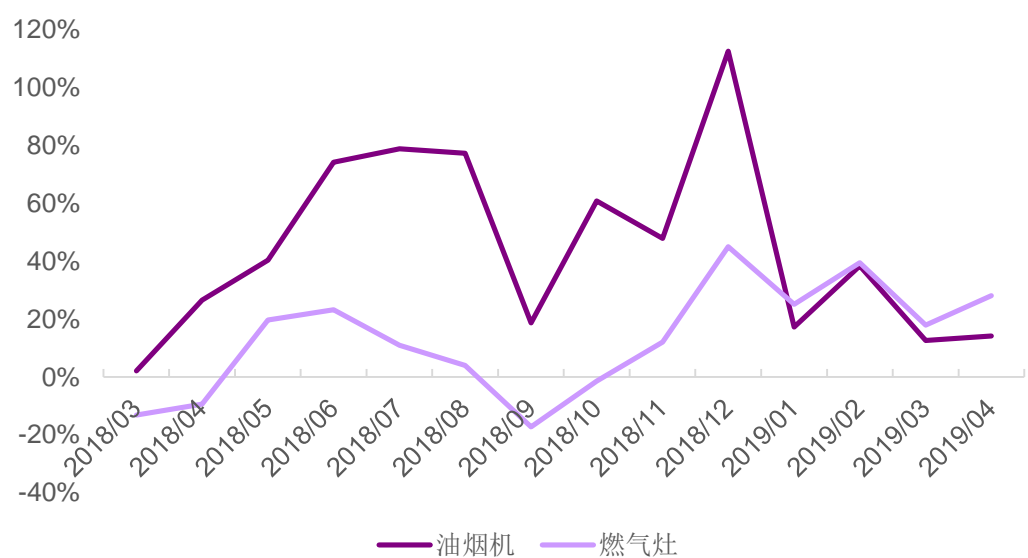


资料来源：淘数据，光大证券研究所

1.2、淘系厨电&小家电：烟灶需求未见透支，扫地机线上增长承压

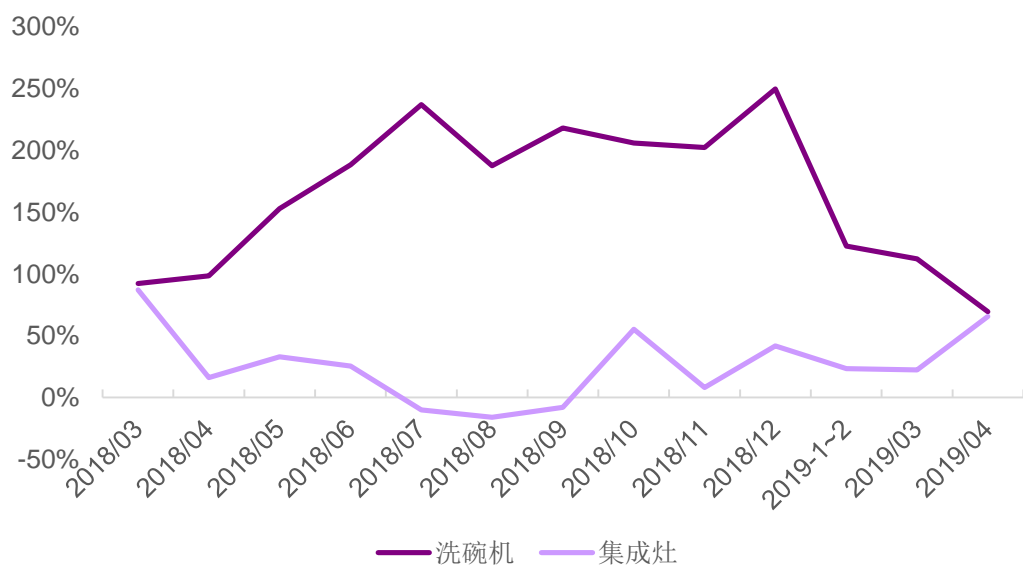
- **厨电方面**：油烟机随着线上渠道渗透速度的放缓，19年以来整体增速较18年放缓，而更新需求更多的燃气灶19年以来表现更佳，增速稳中有升。整体看，4月淘宝平台烟灶需求表现基本稳定，估计3月增速回暖未产生后续的透支。新品类中集成灶和洗碗机单月销量增速均为65%以上，动态来看，集成灶增速预计逐步从初期扩张逐步回归常态增长，而洗碗机增速在普及红利和地产逻辑支撑下，增速有一定环比提升；
- **小家电方面**：各品类表现分化较大。电动牙刷和干衣机等新兴品类销量领跑，而扫地机器人单月销量同比下滑18%，表现不佳。

4月烟灶淘系销量（含套餐）增长



资料来源：淘数据，光大证券研究所测算

洗碗机集成灶销量同比增长情况



资料来源：淘数据，光大证券研究所

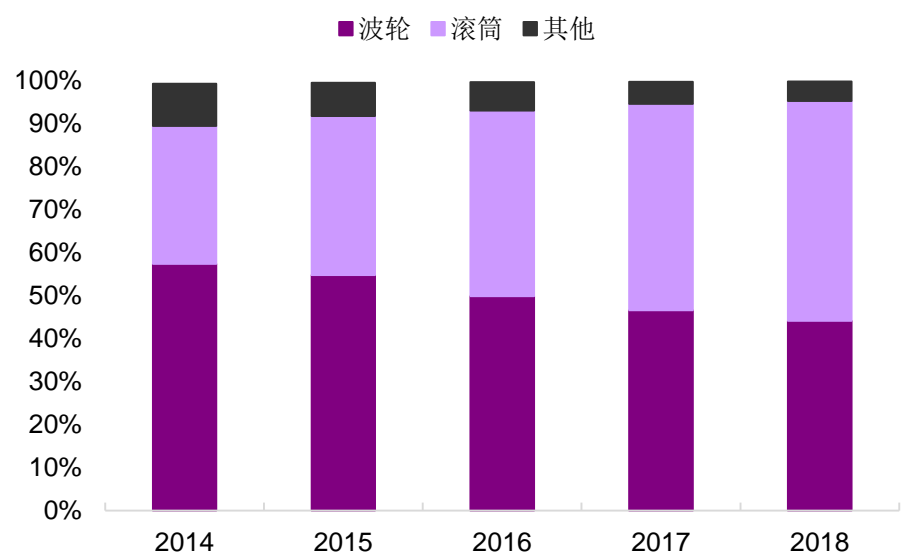
产品结构：低价品牌多+消费者结构差异导致线上结构升级进度滞后

2、产品结构对比：线上结构升级进度相对滞后线下

■ 洗衣机滚筒对波轮的取代、冰箱多开门大容量的升级是最近若干年来家电产品端较为重要的结构性变化。

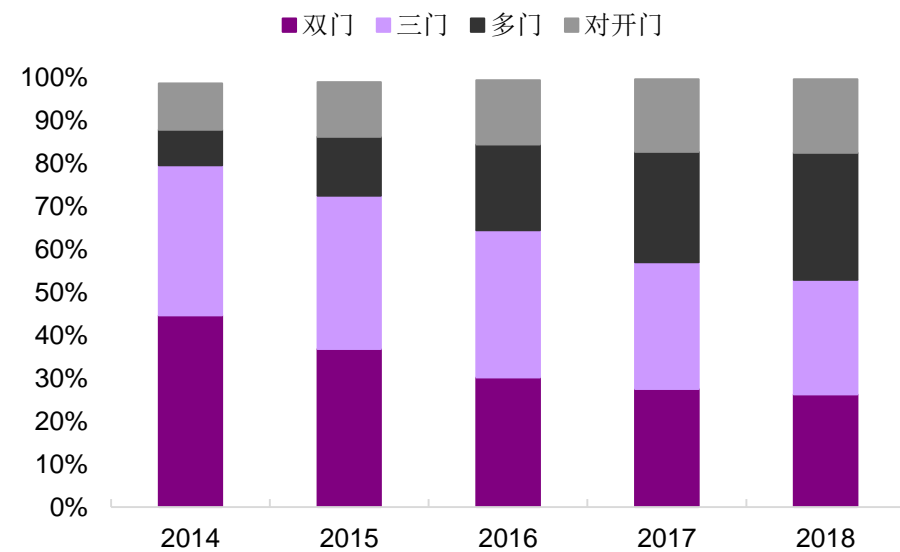
■ 对比线上线下的产品结构，消费结构的区别和线上更多的中小品牌使得线上产品整体的结构升级趋势慢于线下。

中怡康洗衣机销量结构



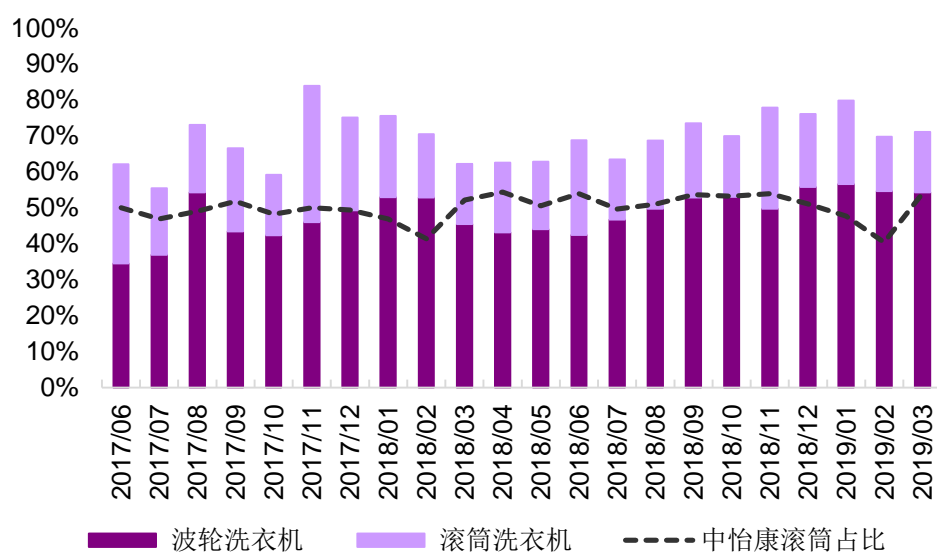
资料来源：中怡康，光大证券研究所

中怡康冰箱销量结构



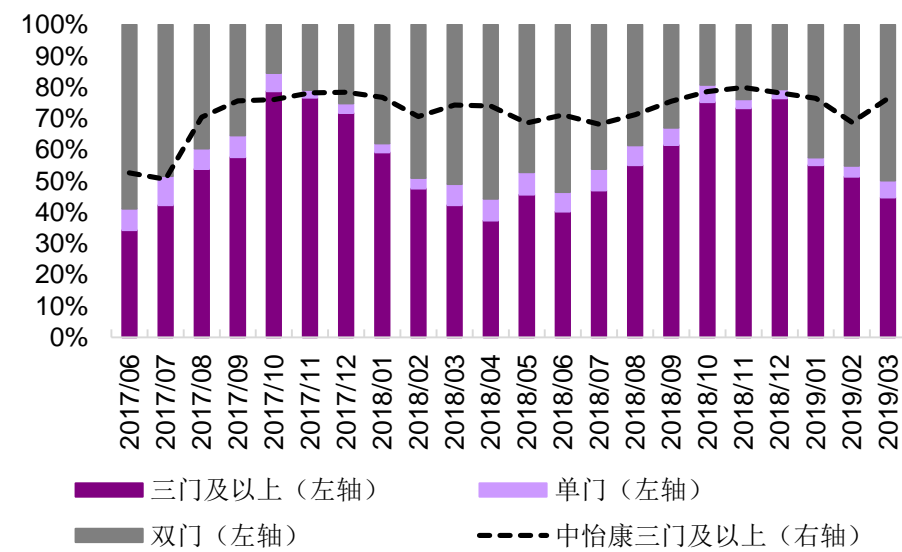
资料来源：中怡康，光大证券研究所

淘宝中怡康洗衣机销量结构对比



资料来源：中怡康，淘数据，光大证券研究所

淘宝中怡康冰箱销量结构对比



资料来源：中怡康，淘数据，光大证券研究所

淘系家电品牌跟踪： 美的空调份额走强势，低价品牌扰动格局

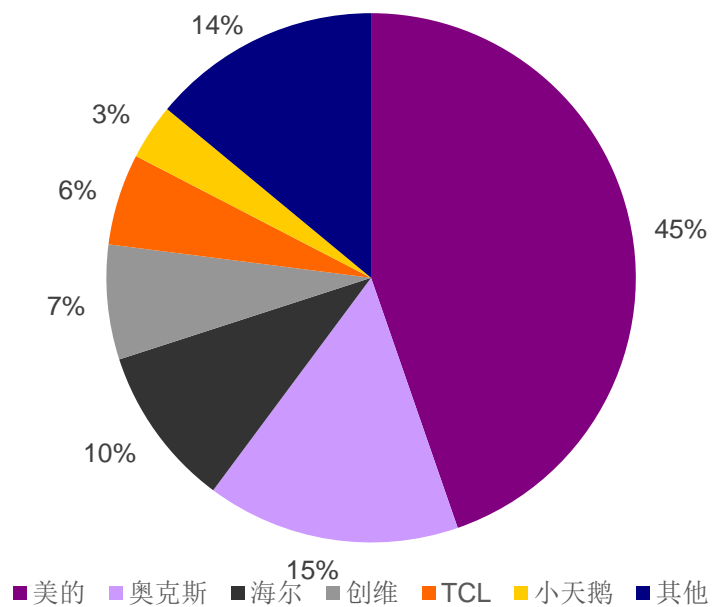
- 3.1、空调：美的份额表现强势，米家市占快速提升
- 3.2、冰箱：低价产品导致集中度波动，美菱保持较快提价节奏
- 3.3、洗衣机：小天鹅稳步提价，美的品牌支撑份额表现
- 3.4、油烟机&燃气灶：低价品牌导致集中度低位震荡，华帝均价稳步增长
- 3.5、品牌旗舰店监控：美的各产品线增速亮眼

3.1、空调：美的份额表现强势，米家市占快速提升

- **品牌份额**：由于空调销售规模很大的天猫优品店铺店铺主要面向农村市场，故而价格敏感度较高，美的热销产品降价促销的模式效果良好，店铺销售额占比达45%，淘系平台整体份额也继续较强的上升态势，达33%；受美的降价冲击，奥克斯在天猫优品店铺份额出现下降，整体市占也有一定环比下行压力；米家品牌虽未接入天猫优品，但凭借自身显著的低价优势，销量份额上升较快，4月单月已达8%；格力单月份额表现有所回暖，为18%，但仍弱于美的/奥克斯；二线品牌中，海尔/海信科龙表现承压。
- **均价对比**：原材料成本下行红利下，主要品牌定价策略有一定调整。其中，美的低库存快周转灵活经营，均价让利幅度较大，热销产品价格水平已经接近甚至低于奥克斯。格力整体均价增速保持领先，但4月亦有一定放缓，主要系推出部分定价更低的新品（如云锦系列，其1.5匹变频一级挂机较原同类型产品降价300元），并带动单月整体份额出现一定提升。

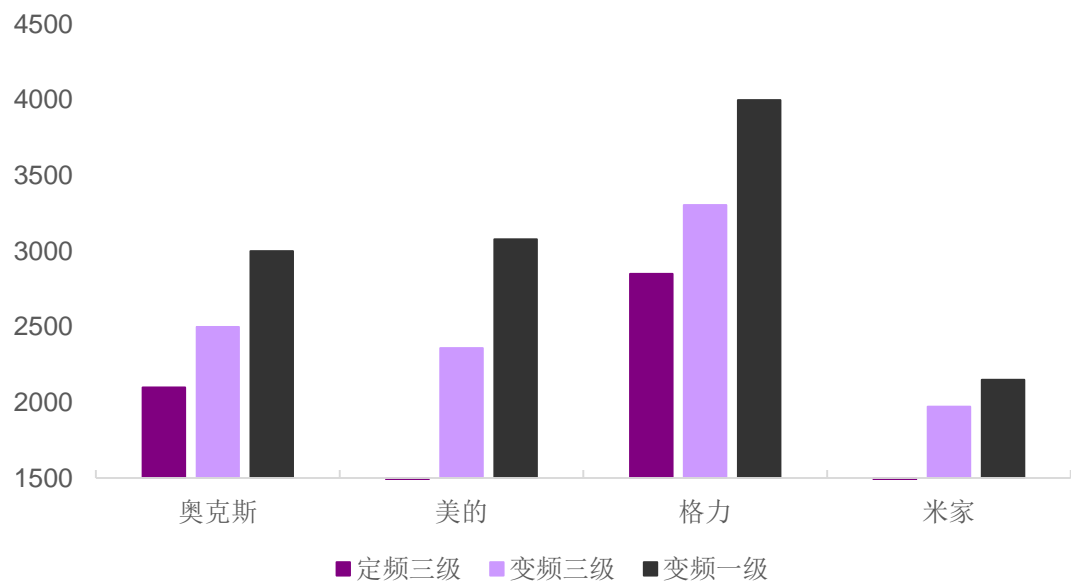
3.1、空调：美的份额表现强势，米家市占快速提升

天猫优品4月品牌销售额占比



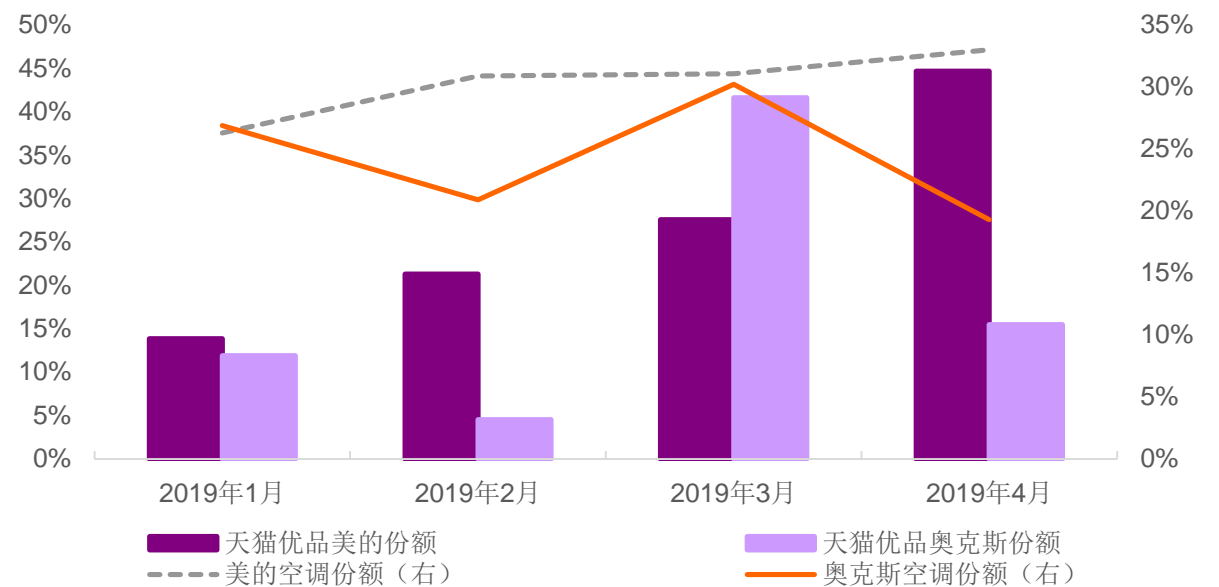
资料来源：淘数据，光大证券研究所

大1.5匹挂机旗舰店畅销款4月成交均价对比



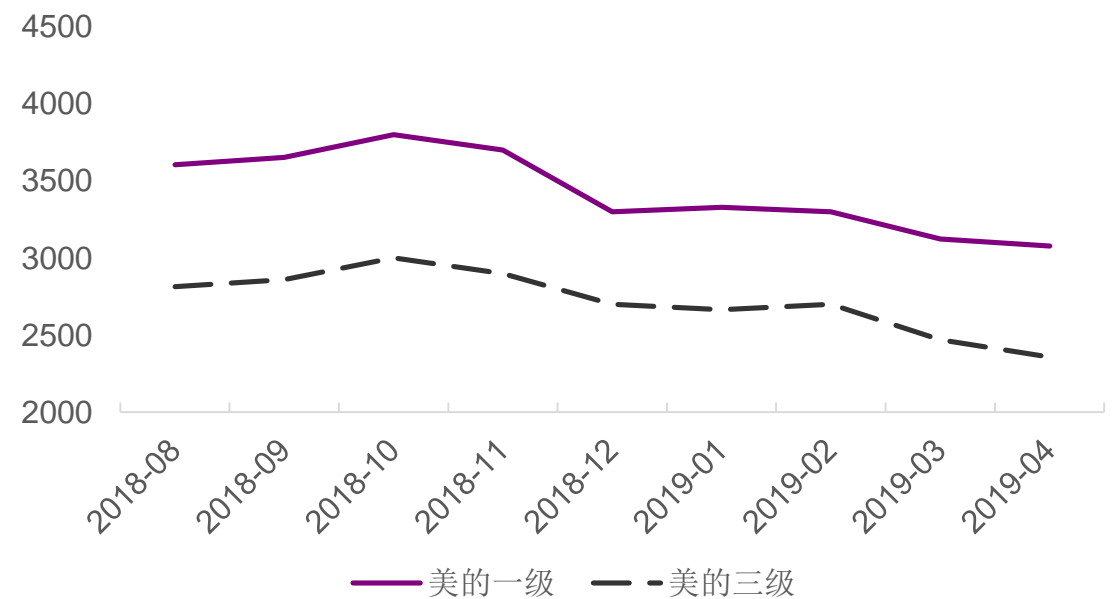
资料来源：淘数据，光大证券研究所

天猫优品销售额份额与各自空调份额表现相关度较高



资料来源：淘数据，光大证券研究所

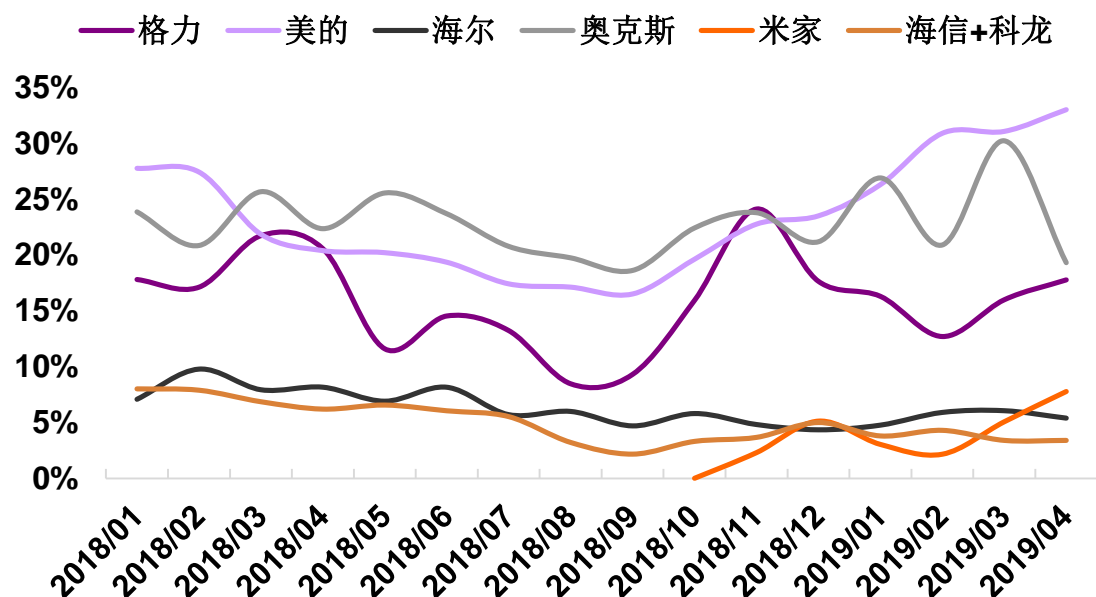
美的大1.5P挂机热销产品成交均价走势



资料来源：淘数据，光大证券研究所

3.1、空调：美的份额表现强势，米家市占快速提升

淘数据空调销量份额



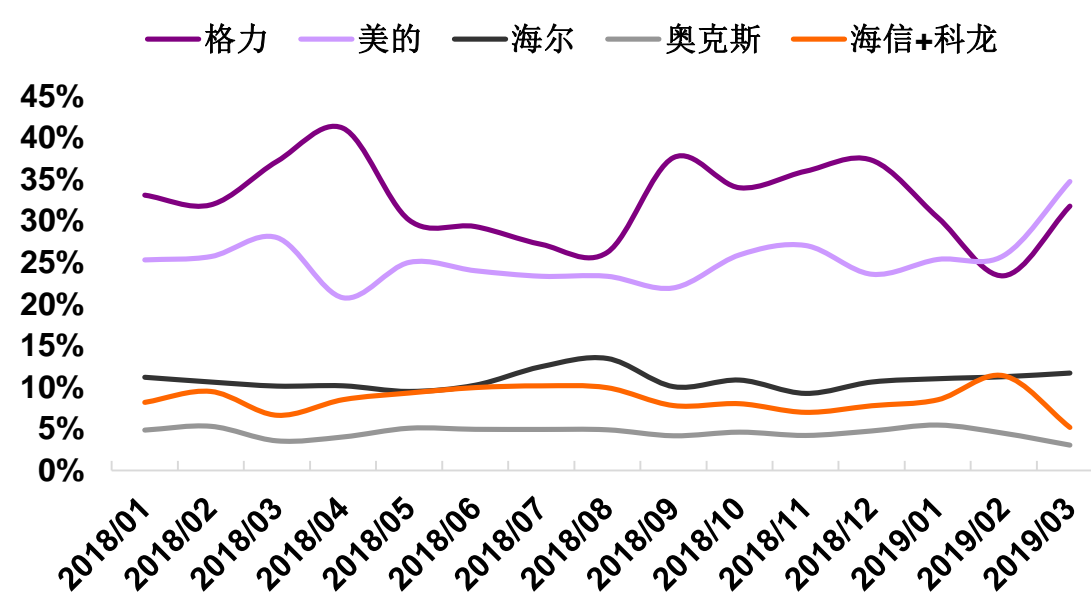
资料来源：淘数据，光大证券研究所

淘数据4月空调主要品牌均价情况（元）

ASP	格力	美的	奥克斯	海尔
2019年4月	3,913	2,635	2,645	3,402
均价yoy				
19年4月	4.7%	-10.5%	-5.2%	5.2%
19Q1	7.3%	-8.4%	0.4%	0.6%
18Q4	15.2%	5.1%	6.0%	21.9%
18Q3	-4.6%	-5.8%	-2.2%	-1.9%

数据来源：淘数据，光大证券研究所

中怡康空调销量份额



资料来源：中怡康，光大证券研究所

中怡康3月主要品牌均价情况（元）

ASP	格力	美的	奥克斯	海尔
2019年3月	4442	3622	3277	4322
均价yoy				
19年3月	2.1%	-8.4%	-2.5%	-2.4%
19Q1	2.0%	-7.4%	-2.5%	-3.8%
18Q4	7.2%	2.8%	-2.8%	2.2%
18Q3	6.7%	7.8%	-3.3%	6.7%

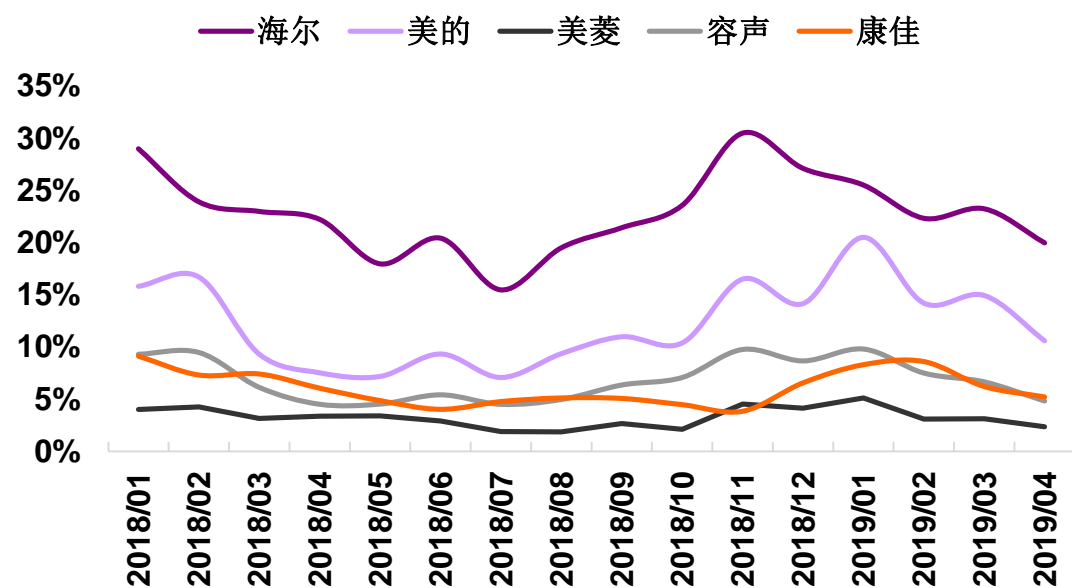
数据来源：中怡康，光大证券研究所

3.2、冰箱：低价产品导致集中度波动，美菱保持较快提价节奏

- **品牌份额**：线上份额集中度略低于线下，但同样呈现一超（海尔）多强的格局。二线龙头中，美的在电商渠道表现较为亮眼，销量份额相对领先。但4月单月龙头整体销量集中度出现波动下行，主要系部分低价产品（均价不足1000元的中小型冰箱）增长挤占较多份额。
- **均价对比**：整体看，冰箱大容量多门的产品升级趋势愈发显著，同时由于整体价格较高，所以价格弹性较大。主要品牌线上线下均价保持稳定提升，但原材料红利下，整体增速较前期有不同程度的放缓。其中美的在前期产品结构升级战略下，18Q3前ASP同比增速均维持在20%以上，领跑行业。但后续随着重新加大中低端产品布局，以及积极的价格促销让利，ASP增速回落幅度最为明显（线上渠道由于整体消费者特质和产品结构原因，价格增速波动更大）。美菱则由于自身高端化升级战略，整体均价提升节奏相对领先。

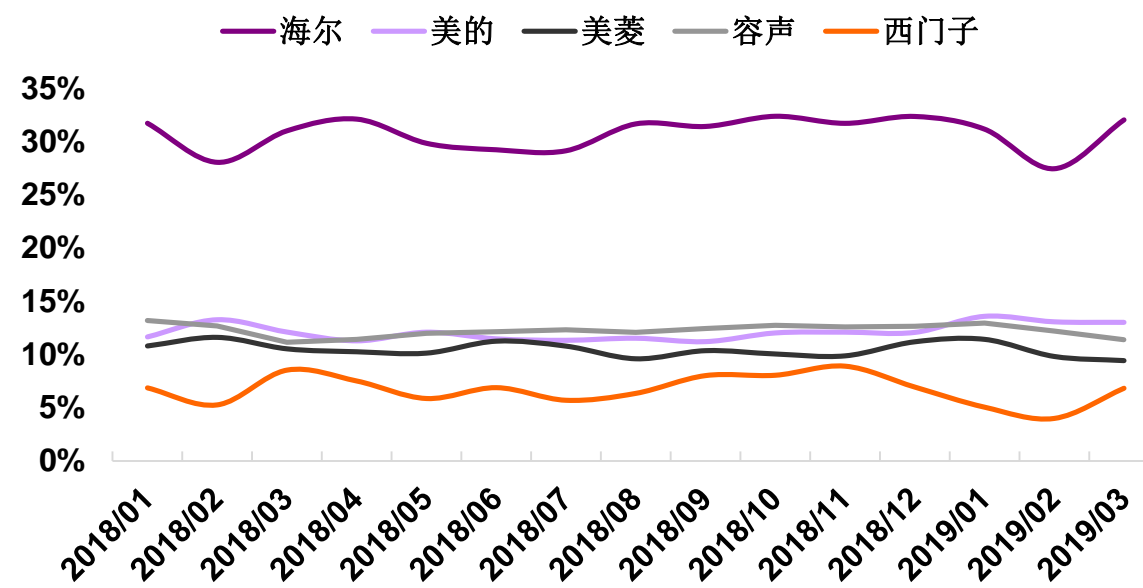
3.2、冰箱：低价产品导致集中度波动，美菱保持较快提价节奏

淘数据冰箱销量份额



资料来源：淘数据，光大证券研究所

中怡康冰箱销量份额



资料来源：中怡康，光大证券研究所

淘数据4月冰箱主要品牌均价情况（元）

ASP	海尔	美的	容声	美菱
2019年4月	2,474	1,955	2,387	2,375
均价yoy				
19年4月	7.8%	-15.4%	-0.3%	35.8%
19Q1	8%	-7%	4%	25%
18Q4	6%	5%	7%	15%
18Q3	11%	23%	25%	16%

数据来源：淘数据，光大证券研究所

中怡康3月冰箱主要品牌均价情况（元）

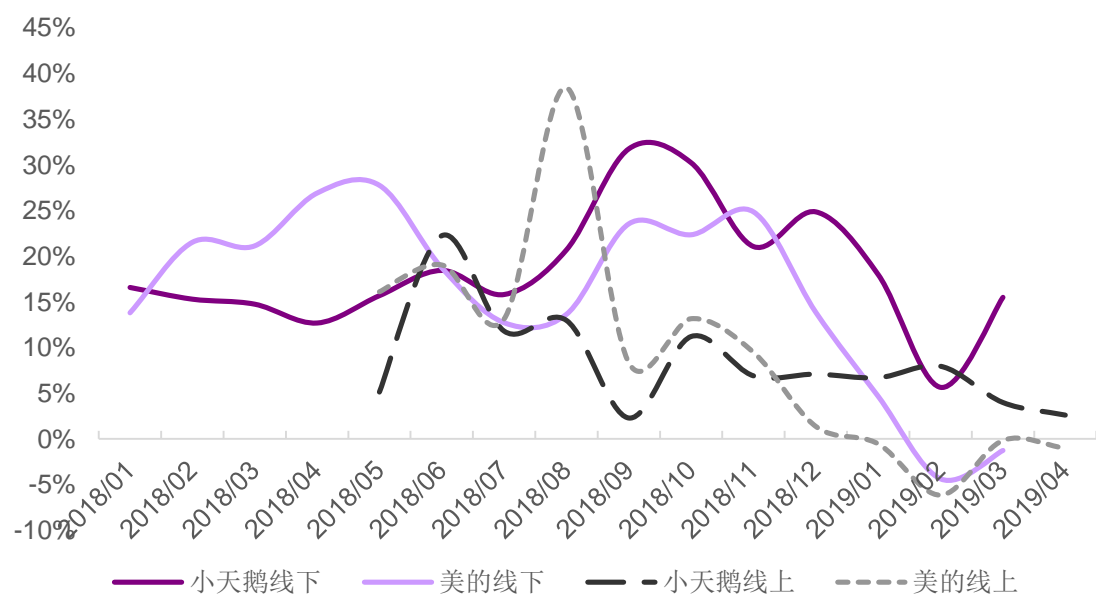
ASP	海尔	美的	容声	美菱
2019年3月	5,343	4,143	4,012	3,965
均价yoy				
19年3月	10.0%	7.0%	10.8%	13.1%
19Q1	7.5%	5.8%	9.0%	2.4%
18Q4	10.7%	16.4%	14.4%	10.4%
18Q3	16.3%	30.2%	15.2%	20.2%

数据来源：中怡康，光大证券研究所

3.3、洗衣机：小天鹅稳步提价，美的品牌支撑份额表现

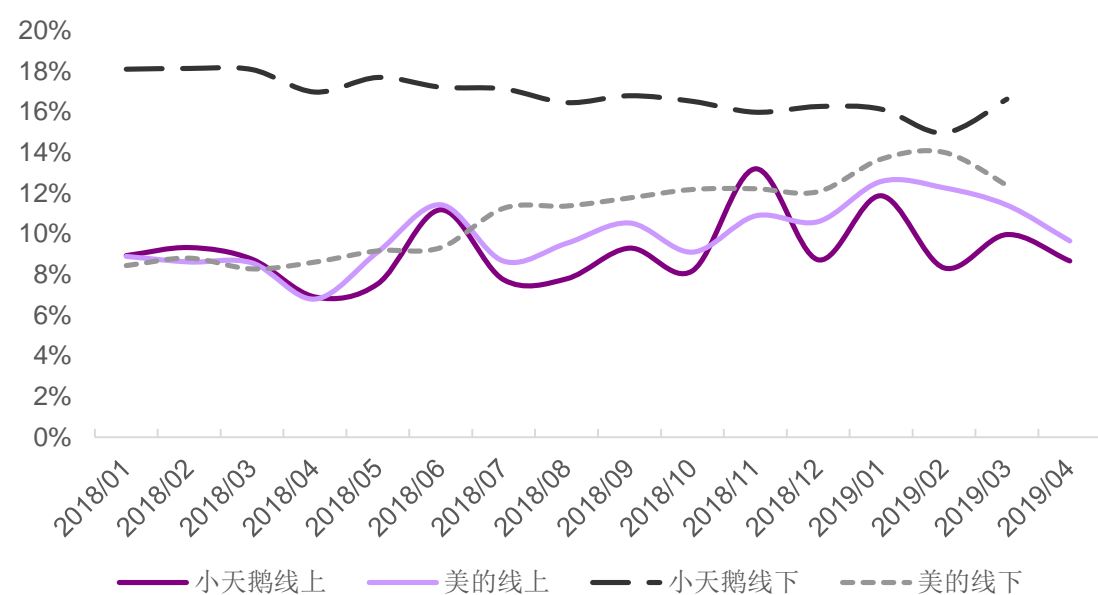
- **品牌份额**：19年4月海尔/美的淘宝销量份额分别为20%/18%，份额保持领先，但集中度水平与线下仍有一定的落差。主打低价产品（单价400-500元）的奥克斯单月销量份额为12%，继续保持低两位数。整体看行业双寡头格局较为稳固。
- **均价对比**：美的洗衣机领域双品牌战略逐步成型：小天鹅品牌着力产品结构升级和品牌定位提升，线上线下整体均价保持稳步提升，整体均价绝对值也基本与海尔接近。而中低端布局增多的美的品牌均价提升速度放缓甚至转负，整体均价水平与统帅接近。结合份额表现来看，美的系整体销量份额表现主要得益于美的品牌放量的贡献。

美的小天鹅均价增速走势出现分化



资料来源：中怡康，淘数据，光大证券研究所

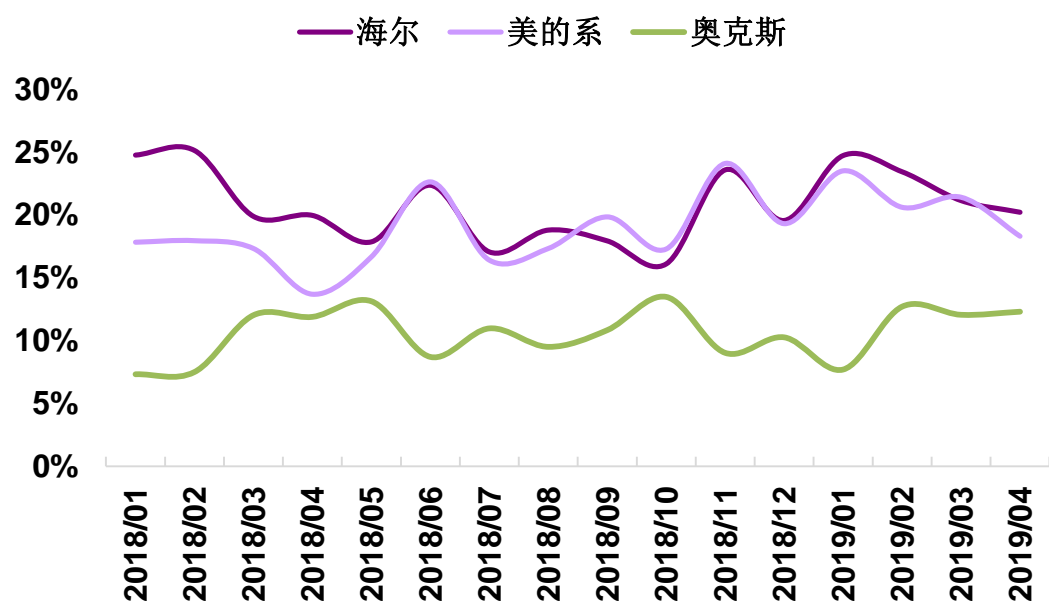
美的品牌份额提升趋势较为显著



资料来源：中怡康，淘数据，光大证券研究所

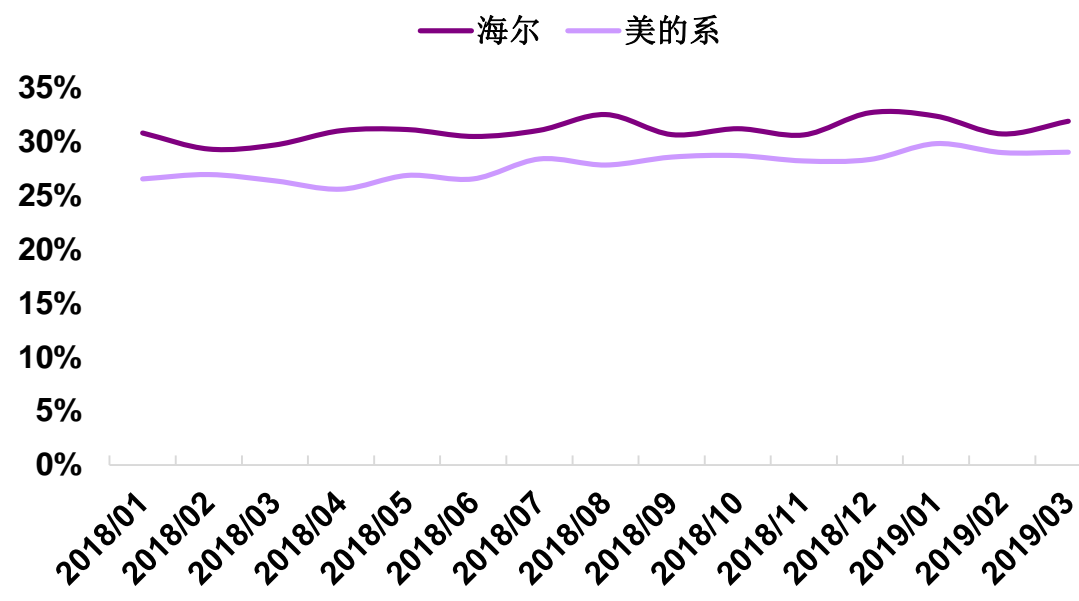
3.3、洗衣机：小天鹅稳步提价，美的品牌支撑份额表现

淘数据洗衣机销量份额



资料来源：淘数据，光大证券研究所

中怡康洗衣机销量份额



资料来源：中怡康，光大证券研究所

淘数据4月洗衣机主要品牌均价情况 (元)

ASP	海尔	小天鹅	美的	奥克斯
2019年4月	1,834	1,742	1,360	407
均价yoy				
19年4月	14.6%	2.6%	-1.0%	-11.5%
19Q1	2.8%	6.6%	-1.8%	-10.2%
18Q4	3.7%	8.5%	10.5%	-0.8%
18Q3	-2.5%	7.9%	24.3%	1.1%

数据来源：淘数据，光大证券研究所

中怡康3月洗衣机主要品牌均价情况 (元)

ASP	海尔	美的	小天鹅
2019年3月	3,565	2,026	3,406
均价yoy			
19年3月	10.9%	-1.3%	15.5%
19Q1	9.1%	-1.7%	15.3%
18Q4	13.8%	25.3%	20.2%
18Q3	12.9%	22.8%	16.6%

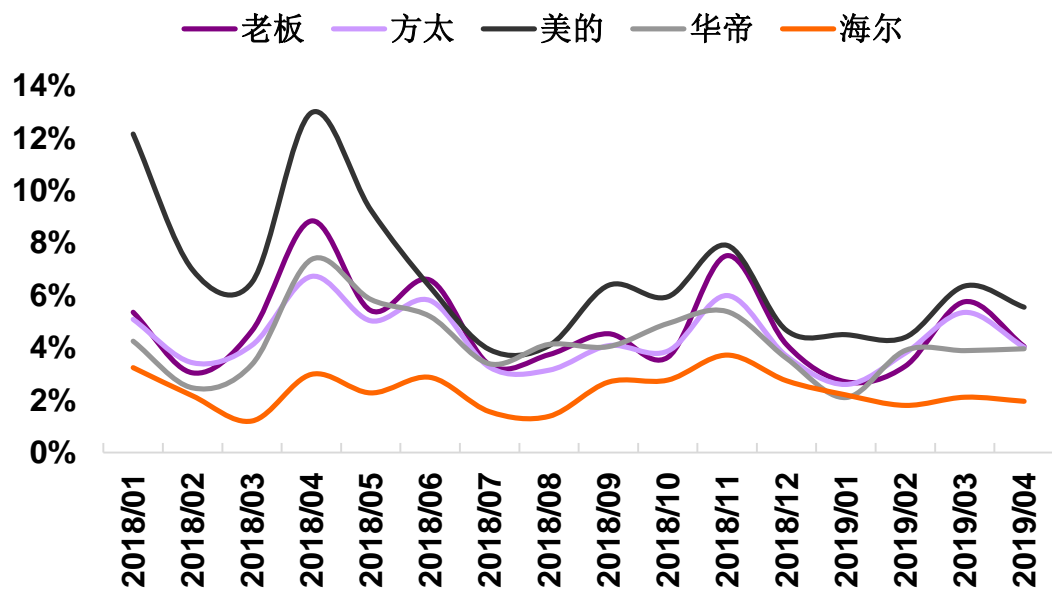
数据来源：中怡康，光大证券研究所

3.4、油烟机&燃气灶：低价品牌导致集中度低位震荡，华帝均价稳步增长

- **品牌份额**：龙头烟灶线上销量份额（含套餐）继续在个位数水平低位波动。分品类看，灶具价格敏感度更高，均价最低的苏泊尔销量份额领先，但在其余中低价品牌冲击下，份额有一定环比下行；美的/华帝份额其次，定位高端的老板方太则相对落后；主要品牌的烟机销量份额则相对接近，均为5%左右，美的单月相对领先。
- **均价对比**：由于竞争格局持续趋紧，叠加原材料价格回落，龙头品牌线上线下均价增速整体出现不同程度回落，但华帝由于自身新品更替速度较快，产品结构升级仍在持续，线上均价增速领先。美的单月线上均价增速转正，随着2018Q2以来的去库存周期逐步完成，整体经营节奏有望重回正轨。

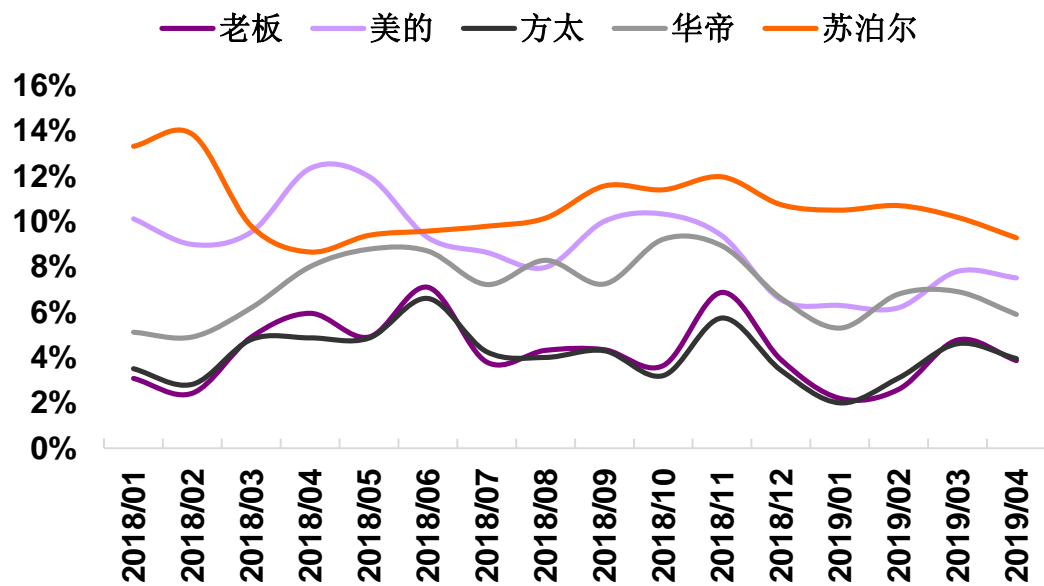
3.4、油烟机&燃气灶：低价品牌集中度低位震荡，华帝均价稳步增长

淘数据油烟机销量份额



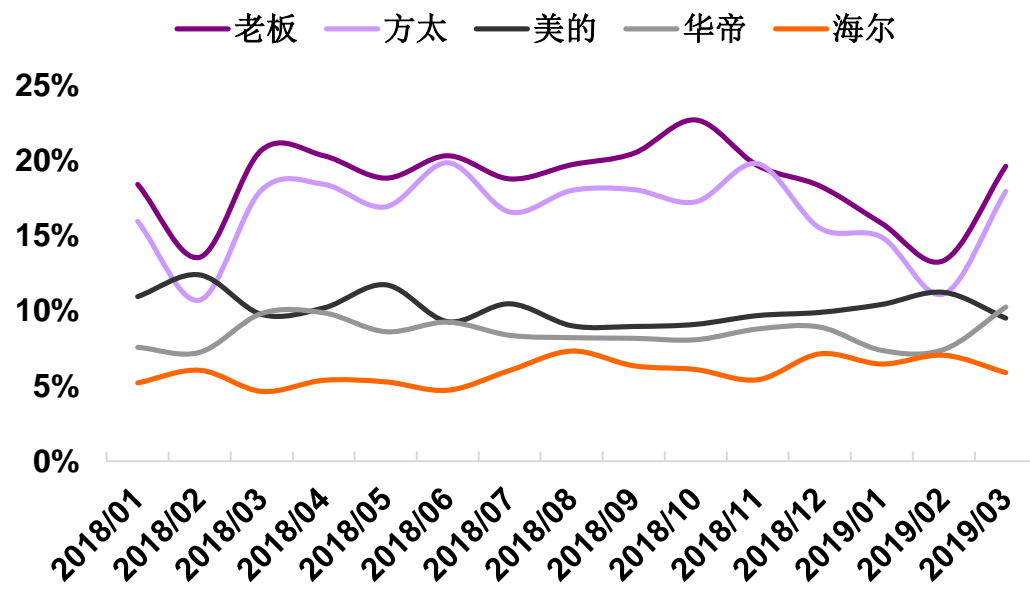
资料来源：淘数据，光大证券研究所

淘数据燃气灶销量份额



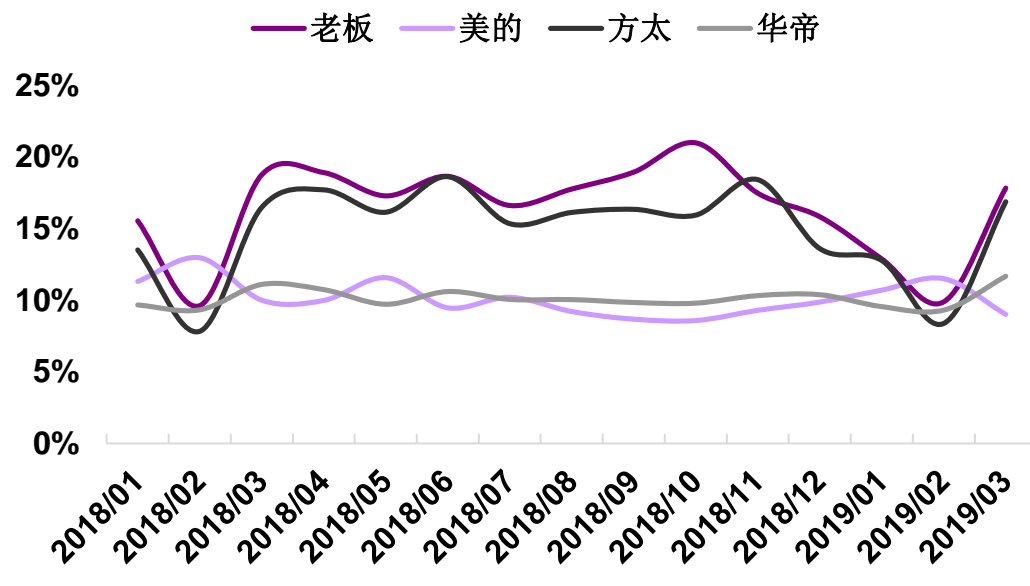
资料来源：淘数据，光大证券研究所

中怡康油烟机销量份额



资料来源：中怡康，光大证券研究所

中怡康燃气灶销量份额



资料来源：中怡康，光大证券研究所

3.4、油烟机&燃气灶：集中度低位震荡，华帝均价稳步增长

淘数据4月烟灶消套装主要品牌均价情况

ASP	老板	方太	美的	华帝
2019年4月	4,780	5,005	2,639	3,998
均价yoy				
19年4月	2.4%	-8.5%	1.8%	10.5%
19Q1	-2.2%	-13.1%	-5.9%	9.4%
18Q4	7.3%	-5.7%	-5.6%	7.4%
18Q3	-12.1%	-4.9%	-5.0%	3.6%

数据来源：淘数据，光大证券研究所

中怡康3月烟灶消主要品牌均价情况

ASP	老板	方太	美的	华帝
2019年3月	10,160	10,318	5,828	7,881
均价yoy				
19年3月	-3.3%	-3.0%	6.6%	3.5%
19Q1	6.4%	5.8%	11.6%	7.8%
18Q4	-4.6%	-0.7%	8.2%	2.2%
18Q3	-1.0%	1.0%	4.5%	1.9%

数据来源：中怡康，光大证券研究所

3.5、品牌旗舰店监控：美的各产品线增速亮眼

白电各品牌官方旗舰店4月零售额监控：

空调						
	销售量（万台）	销售额（万元）	ASP（元）	销售量yoy	销售额yoy	ASP yoy
GREE格力官方旗舰店	6.3	25,016	4,002	0.7%	3.0%	2.2%
奥克斯旗舰店	3.5	9,529	2,703	-30.2%	-31.5%	-1.9%
美的官方旗舰店	6.4	16,624	2,580	94.3%	69.6%	-12.7%
海尔官方旗舰店	3.0	9,194	3,025	10.2%	10.8%	0.5%
冰箱						
	销售量（万台）	销售额（万元）	ASP（元）	销售量yoy	销售额yoy	ASP yoy
海尔官方旗舰店	4.4	10,208	2,306	-1.4%	2.4%	3.9%
统帅官方旗舰店	0.4	599	1,567	2.1%	-11.3%	-13.2%
卡萨帝官方旗舰店	0.0	270	11,357	-12.5%	6.5%	21.7%
美的官方旗舰店	2.4	4,480	1,887	162.9%	116.9%	-17.5%
西门子家电官方旗舰店	0.2	1,198	5,231	145.2%	121.8%	-9.5%
美菱旗舰店	0.7	1,543	2,365	-20.4%	0.7%	26.5%
洗衣机						
	销售量（万台）	销售额（万元）	ASP（元）	销售量yoy	销售额yoy	ASP yoy
海尔官方旗舰店	6.2	10,838	1,747	-3.2%	5.1%	8.6%
统帅官方旗舰店	1.1	1,357	1,209	93.9%	97.5%	1.9%
卡萨帝官方旗舰店	0.0	114	10,434	41.6%	59.6%	12.7%
小天鹅官方旗舰店	3.4	6,057	1,759	55.1%	52.2%	-1.9%
美的官方旗舰店	2.2	3,010	1,372	45.6%	53.2%	5.2%
AUX奥克斯冰洗官方店	1.5	981	663	9	8	-0

数据来源：淘数据，光大证券研究所

3.5、品牌旗舰店监控：美的各产品线增速亮眼

厨电各品牌官方旗舰店4月零售额监控：

油烟机						
	销售量（万台）	销售额（万元）	ASP（元）	销售量yoy	销售额yoy	ASP yoy
老板电器旗舰店	0.3	830	2,728	-14.2%	-12.8%	1.6%
方太官方旗舰店	0.3	902	2,805	7.7%	-1.1%	-8.2%
格兰仕厨卫旗舰店	0.3	199	736	10.5%	11.1%	0.6%
海尔官方旗舰店	0.2	443	1,958	87.4%	195.7%	57.8%
美的官方旗舰店	0.2	311	1,677	155.1%	111.4%	-17.1%
华帝旗舰店	0.2	486	2,627	121.1%	120.9%	-0.1%
苏泊尔厨卫旗舰店	0.1	122	1,350	-20.8%	-24.0%	-4.1%
燃气灶						
	销售量（万台）	销售额（万元）	ASP（元）	销售量yoy	销售额yoy	ASP yoy
苏泊尔厨卫旗舰店	0.6	282	453	-0.5%	-18.7%	-18.3%
美的官方旗舰店	0.3	202	642	83.5%	74.6%	-4.9%
华帝旗舰店	0.2	275	1,490	25.1%	43.5%	14.7%
方太官方旗舰店	0.2	321	1,736	19.4%	15.6%	-3.2%
老板电器旗舰店	0.2	277	1,518	19.9%	12.0%	-6.6%

数据来源：淘数据，光大证券研究所

3.5、品牌旗舰店监控：美的各产品线增速亮眼

其他品类官方旗舰店4月零售额监控：

	其他					
	销售量（万台）	销售额（万元）	ASP（元）	销售量yoy	销售额yoy	ASP yoy
小米官方旗舰店	167.8	95,198	567	10.9%	68.4%	51.9%
欧普照明官方旗舰店	198.3	11,174	56	1.5%	31.7%	29.8%
九阳官方旗舰店	4.8	2,084	438	-59.6%	-39.2%	50.6%
lexy莱克官方旗舰店	0.4	562	1,588	13.4%	-19.9%	-29.3%
飞科官方旗舰店	84.8	6,170	73	10.8%	-1.1%	-10.7%
天猫优品官方直营	27.3	35,777	1,308			

数据来源：淘数据，光大证券研究所

4、风险提示

- **原材料价格大幅上涨**：原材料价格的大幅上涨会对行业整体毛利率带来负面影响；
- **地产销量大幅下滑**：作为地产后周期行业，地产销量若出现超预期下滑，会进而影响后续家电需求；
- **贸易争端进一步发酵**：贸易争端进一步发展会影响家电公司出口业务增长；
- **海外整合不达预期**：过去两年，龙头公司普遍进行了较多的海外并购，若整合低于预期会影响报表业绩表现。

谢谢观看!

THANK YOU!

光大证券研究所家电研究团队

金星

光大家电首席分析师

执业证书编号：S0930518030003

电子邮件：jinxing@ebscn.com

联系电话：021-52523878

甘骏

光大家电分析师

执业证书编号：S0930518030002

电子邮件：ganjun@ebscn.com

联系电话：021-52523877

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。