



提前促销空调增速放缓，天猫优品影响品牌格局 ——家电行业2019年5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6月17日

证券研究报告

1、淘系线上家电品类5月数据概览

- **需求方面：**1) 5月空冰洗单月销量分别同比+19%/+19%/+17% ，空调增速较前期显著放缓（19Q1和19年4月销量分别同比+59%/+57%），一方面由于需求压力下，品牌商普遍促销前置，另一方面18年入夏较早，19年5月空调需求基数较高。全年来看，渠道下沉带来的增量需求以及交房改善的产业链逻辑维持不变。2) 烟灶等传统厨电（含套餐）销量分别同比+22%/+19%，增速水平基本维稳。新品类中，洗碗机19年以来表现亮眼，增速趋势性环比提升。3) 小家电中，扫地机单月销量同比+18%，较1~4月累计同比-17%出现显著改善，估计和近期密集推出的升级新品有一定关系。
- **格局方面：**一方面，天猫优品平台空调销售量占整体比重已达25%，成为影响线上格局走势的最重要因素。目前美的和奥克斯对该增量市场挖掘较好，带动自身份额走强。另一方面，大宗原材料进入弱周期叠加竞争格局趋紧，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出现差异（线上策略分化更显著）。由于线上价格敏感度更高，让利降价的品牌份额均有不同程度提升。格力等仍稳步提价的后续价格策略走势取决于空调旺季后行业库存的消化情况。

- 1、数据概览：高基数下空调单月增速放缓，短期波动不改趋势判断
- 2、产品结构对比：线上结构升级进度相对滞后线下
- 3、品牌跟踪：天猫优品已成影响格局重要因素，龙头定价策略继续分化
- 4、风险提示

1、淘系线上家电品类单月需求： 高基数下空调单月增速放缓，短期波动不改趋势判断

1、淘系线上家电品类单月需求：空调销量增速放缓，嵌入式蒸烤箱单月表现回暖

淘宝5月主要家电品类销售情况

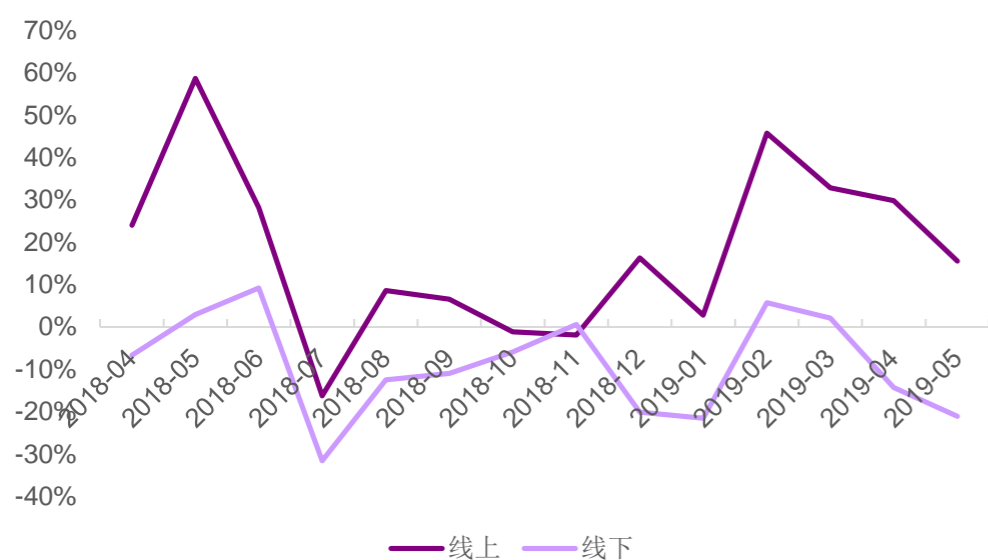
	品类	销量 (万台)	销量YoY	均价 (元)	均价YoY	销售额 (万元)	销售额YoY
白电	空调	114	19%	2633	2%	298804.3	21%
	冰箱	66	19%	1393	5%	91822.7	25%
	洗衣机	65	17%	1134	13%	73423.6	32%
厨电	油烟机	28	38%	707	-6%	19691.7	30%
	燃气灶	24	36%	437	-7%	10406.9	27%
	消毒柜	13	16%	554	-8%	7237.9	6%
	烟灶消套餐	9	-9%	2918	2%	27268.5	-8%
	热水器	60	7%	827	3%	49211.0	10%
	集成灶	5	68%	4166	-7%	20727.6	56%
	洗碗机	3	77%	3575	-6%	10238.6	68%
	嵌入式电蒸箱	0.4	21%	4250	-5%	1966.6	15%
嵌入式电烤箱	0.8	38%	5245	-2%	3152.3	34%	
小厨电	料理机	15	-53%	242	-26%	3618.5	-65%
	豆浆机	18	-11%	452	26%	7937.4	13%
	破壁机	29	—	865	—	25150.2	—
	榨汁机	194	58%	128	-11%	24911.3	41%
	净水器	93	15%	430	11%	40034.2	27%
	电饭煲	106	-3%	200	11%	21147.5	7%
	微波炉	18	0%	494	7%	9095.1	7%
生活电器	吸尘器	48	5%	556	18%	26887.0	24%
	空气净化	13	25%	1019	-5%	13253.0	18%
	干衣机	6	63%	256	-14%	1661.0	40%
	擦窗机器人	1	-37%	1920	-3%	1092.0	-39%
	扫地机器人	20	18%	1564	18%	30855.0	39%
	电动牙刷	315	133%	164	-10%	51453.0	111%
	电吹风	151	15%	121	6%	18191.0	22%
	剃须刀	215	11%	123	11%	26398.0	23%

1.1、淘系白电需求：促销前置+天气因素，空调单月销量增速回落

空调单月销量增速回落，但仍显著高于18Q3~Q4：5月空冰洗单月销量分别同比+19%/+19%/+17%，空调单月增速表现出现环比放缓（19Q1和19年4月销量分别同比+59%/+57%），但是仍显著好于18Q3~18Q4弱周期中增速水平。

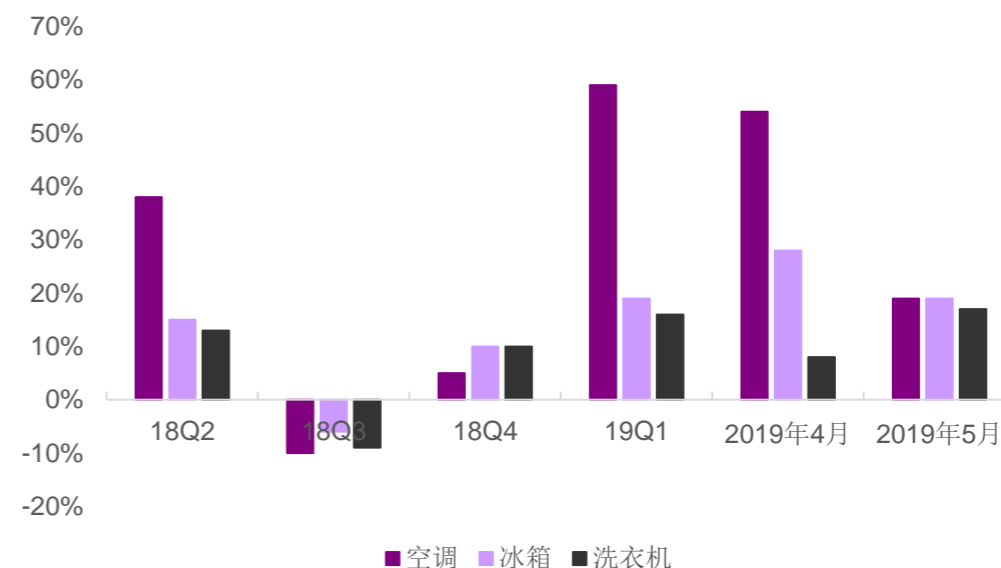
如何理解单月增速的回落？促销前置+天气为主要因素。1) 需求压力下，品牌商促销普遍前置（春节后就基本全面启动），对后续需求有一定影响。2) 2018年入夏较早，高温天气频发，根据气象局统计，2018年5月全国平均气温17.0℃（历史均值16.2℃），导致18年5月空调线上销量同比+59%（奥维采样），淘宝销量同比+84%（淘数据）。19年同期平均温度为16.1℃，略低于历史均值，故而在2018年5月的高基数压力下，整体增速出现回落。

分渠道空调销量同比增速



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

淘宝平台空冰洗分季度销量同比增速

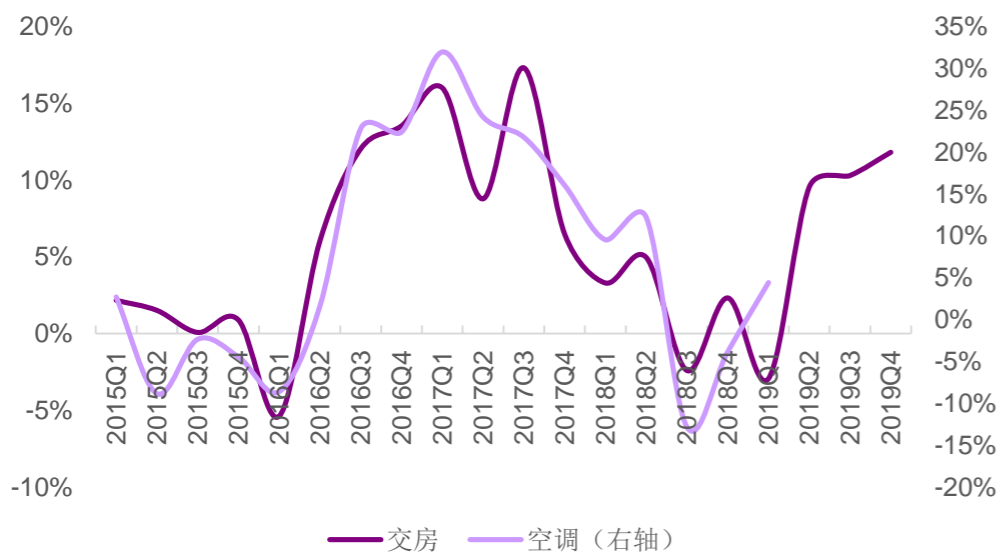


资料来源：淘数据，光大证券研究所

1.1、淘系白电需求：高温天气较少，空调单月销量增速回落

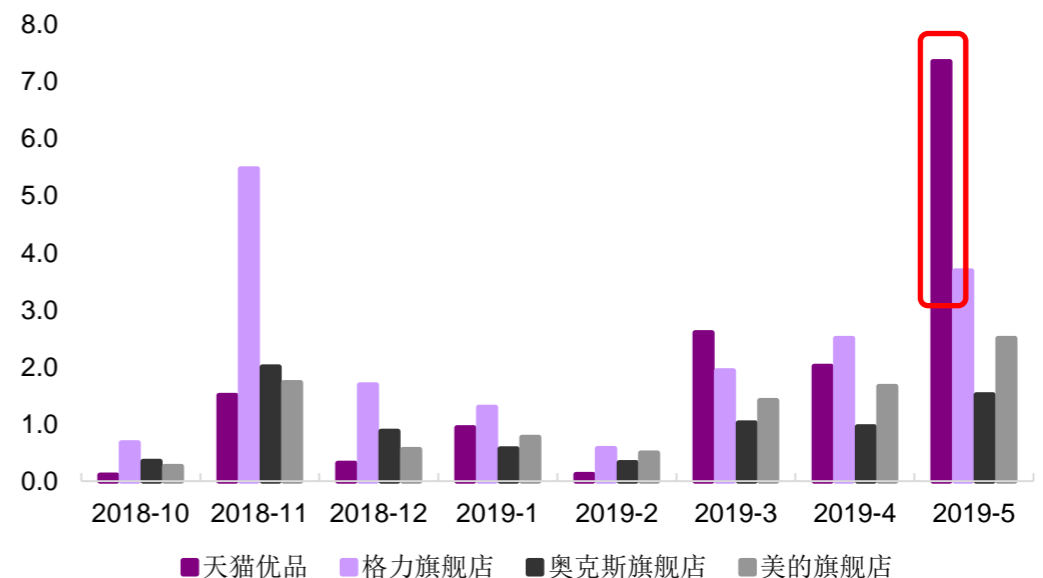
短期波动不改趋势判断，需求弹性有望逐步显露。19年以来空调需求（尤其是线上）增速出现显著回暖有着多方面的原因：交房+促销+渠道下沉。分别来看，一方面，天猫优品5月店铺表现一枝独秀，低线渠道仍在快速放量；另一方面，全年交房改善大趋势不变，随着逻辑兑现，需求弹性有望逐步展现。

推算交房面积与空调销量同比增速拟合



资料来源：国家统计局，奥维云网，光大证券研究所测算，其中19Q2~Q4数据为光大证券研究所预测

部分店铺空调成交额情况（亿元）

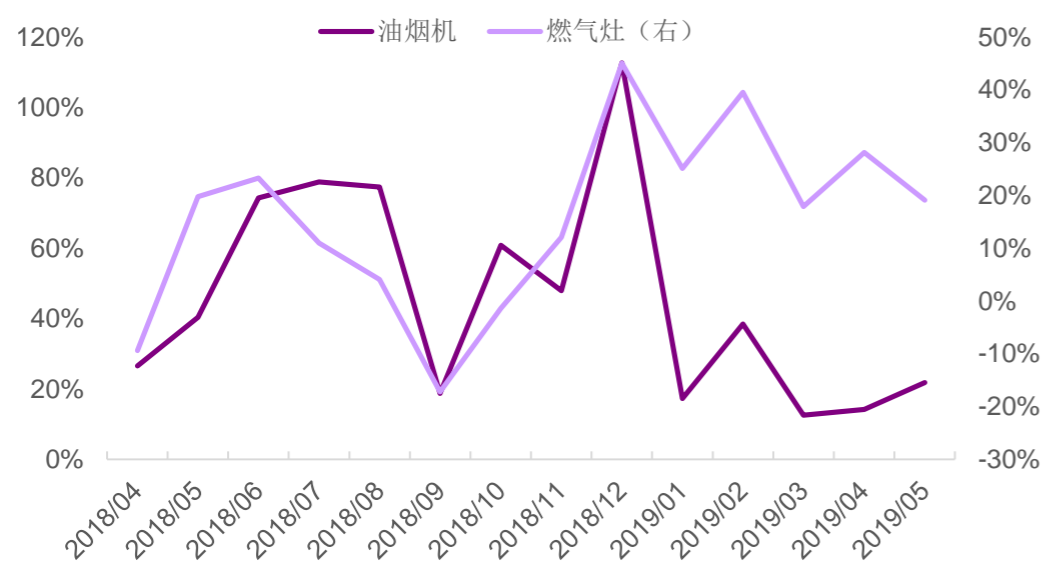


资料来源：淘数据，光大证券研究所

1.2、淘系厨电&小家电：洗碗机增速亮眼，扫地机单月表现回暖

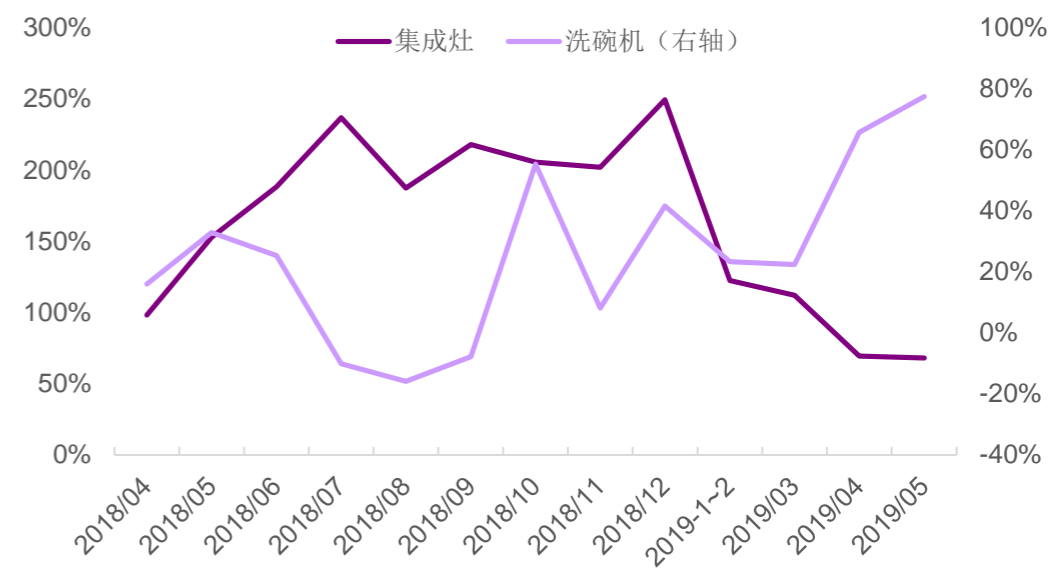
- **厨电方面**：单月烟机灶具销量分别同比+22%/19%，19年以来，油烟机/燃气灶整体销量增速波澜不惊，但较18年来看，油烟机随着线上渠道渗透速度的放缓，整体增速有一定放缓更新占比更多的燃气灶增速则有环比提升。新品类中集成灶和洗碗机单月销量增速均为65%以上，但集成灶增速预计逐步从初期扩张逐步回归常态增长，而洗碗机增速在普及红利和地产逻辑支撑下，增速有一定环比提升；嵌入式蒸烤箱单月增速出现回暖转正。
- **小家电方面**：电动牙刷保持100%以上同比增速，19年以来表现疲弱的扫地机器人回暖，受益多款新品发布、畅销，单月销量从今年以来一直的两位数下滑转为同比增长18%。

烟灶（含套餐）淘宝网销量同比增速



资料来源：淘数据，光大证券研究所测算

洗碗机集成灶淘宝网销量同比增速



资料来源：淘数据，光大证券研究所

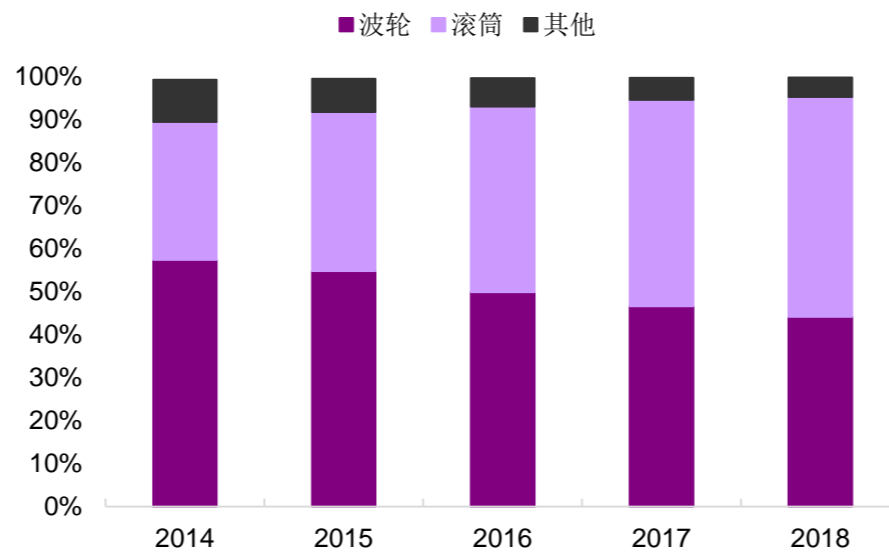
产品结构：低价品牌多+消费者结构差异导致线上结构升级进度滞后

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。

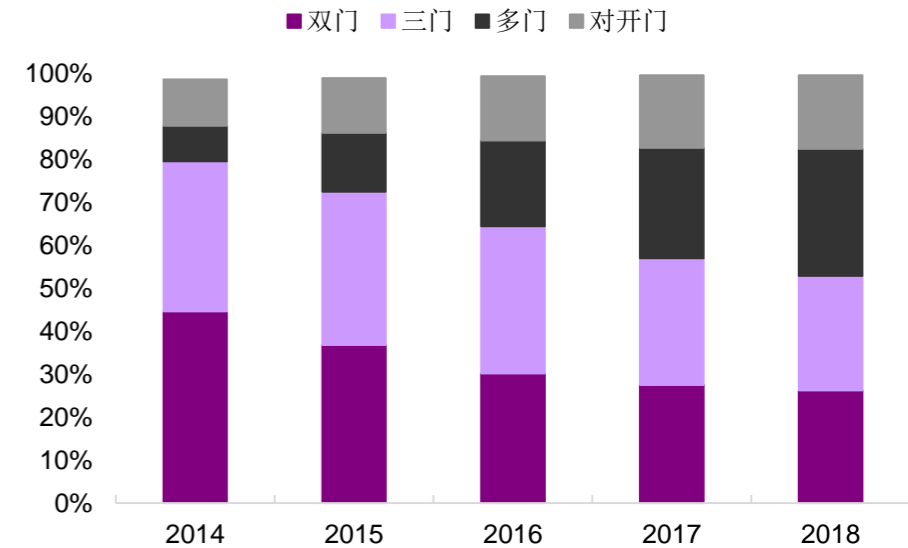
■ 对比线上线下的产品结构，消费结构的区别和线上更多的中小品牌使得线上产品整体的结构升级趋势慢于线下。

中怡康洗衣机销量结构



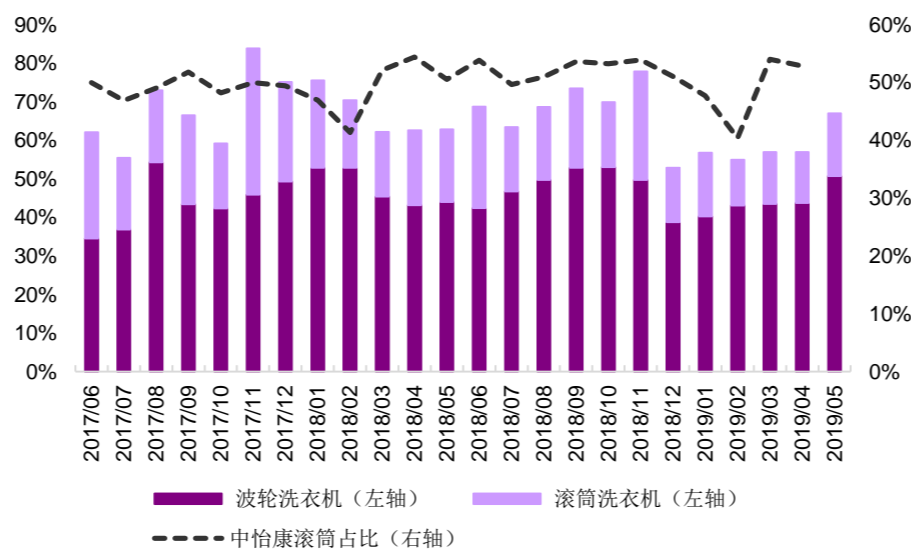
资料来源：中怡康，光大证券研究所

中怡康冰箱销量结构



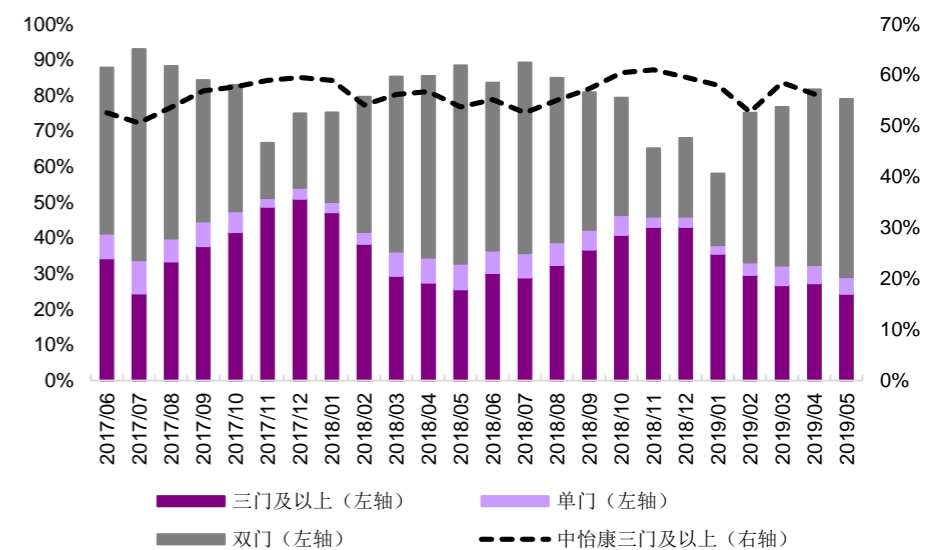
资料来源：中怡康，光大证券研究所

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：

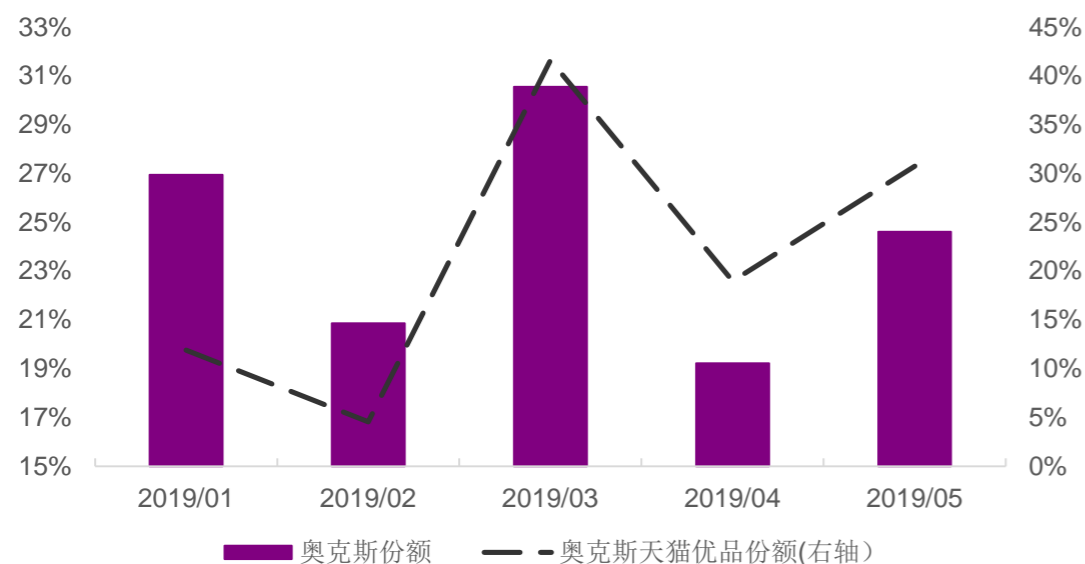
天猫优品已成影响格局重要因素，龙头定价策略继续分化

- 3.1、空调：天猫优品平台已成为影响格局的重要因素
- 3.2、冰箱：美的价格让利提升份额，美菱持续线上高端升级
- 3.3、洗衣机：美的双品牌战略明晰，整体份额稳步提升
- 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：美的旗舰店增速亮眼，天猫优品继续放量

3.1、空调：天猫优品平台已成为影响格局的重要因素

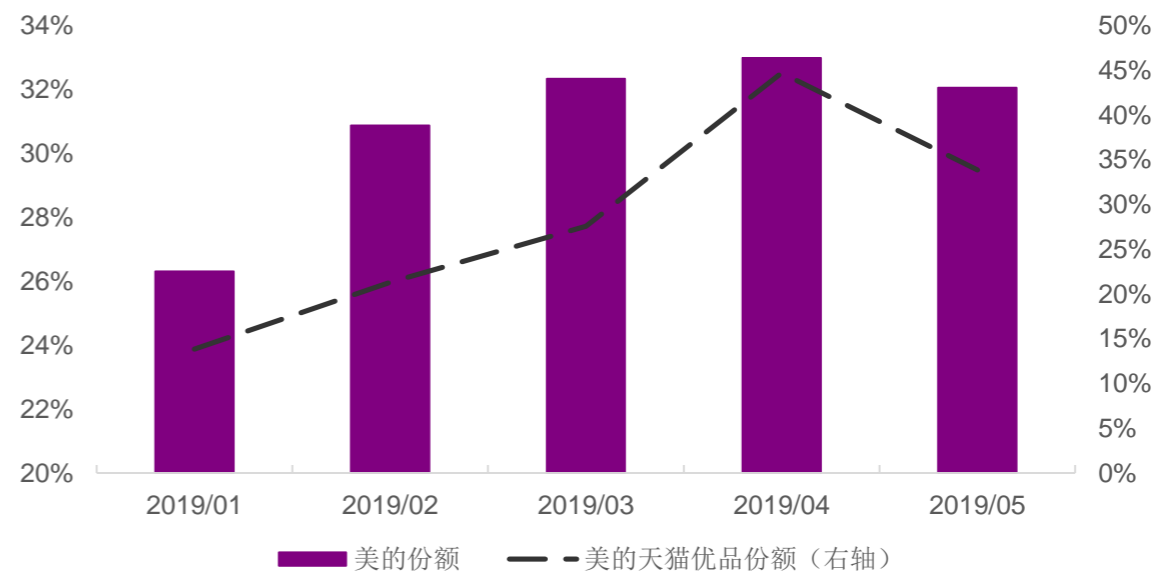
- **品牌份额：天猫优品平台已成为影响格局的最重要因素。**美的/奥克斯份额依旧相对领先，5月销量占比分别为33%/25%。考虑到单月天猫优品空调销售额已达淘宝平台25%，故而两者的份额表现与各自在天猫优品的销售额占比变动趋势的一致性较高，两者5月在天猫优品平台的销售额占比分别为34%/31%，显著领先其余品牌。
- 美的和奥克斯通过积极抢占天猫优品份额，带动整体份额上行。但未能获取增量市场的格力/海尔/海信科龙等品牌份额被一定程度摊薄，出现下降。而从美的淘宝平台空调销售额的结构来看，单月天猫优品渠道贡献比例持续上升，单月已达到30%。

天猫优品销售额份额与整体销量份额表现相关度较高



资料来源：淘数据，光大证券研究所

天猫优品销售额份额与整体销量份额表现相关度较高

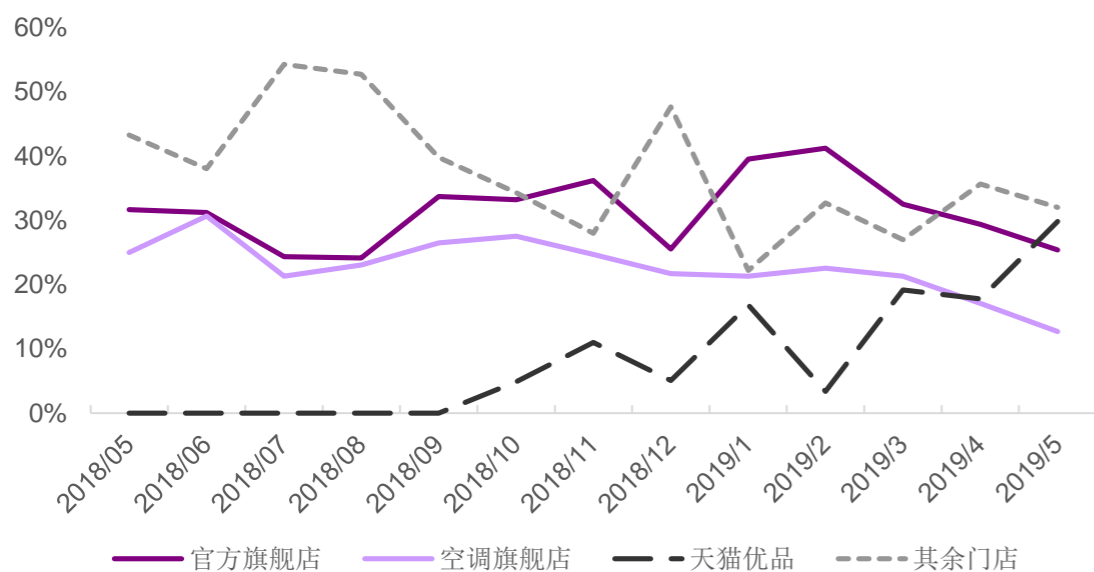


资料来源：淘数据，光大证券研究所

3.1、空调：天猫优品平台已成为影响格局的重要因素

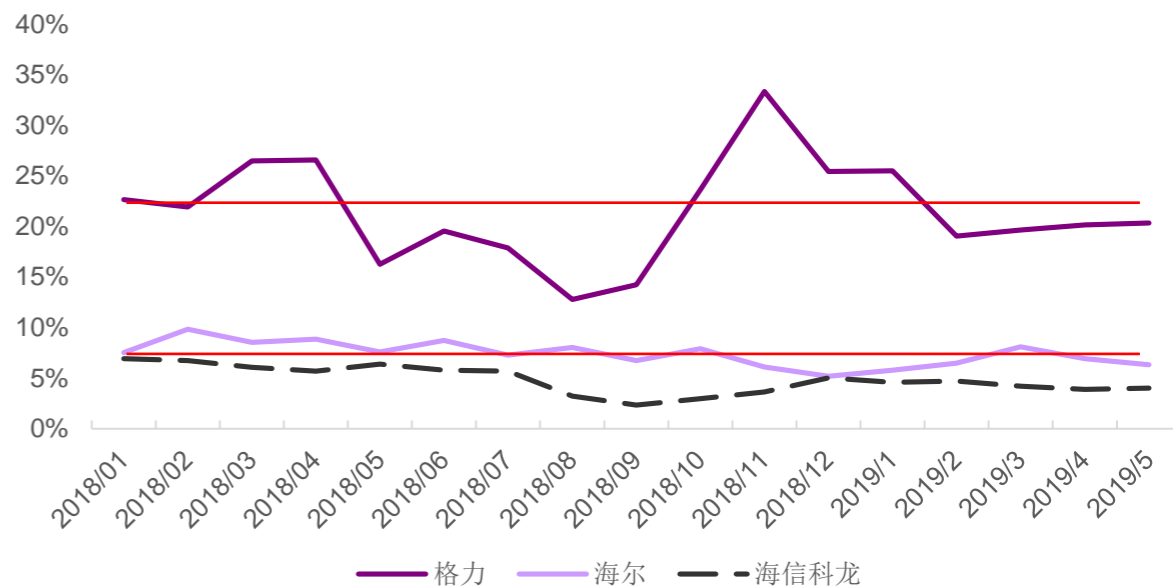
■ **均价对比**：主要品牌定价策略继续分化态势。其中，美的继续均价让利政策，在保障天猫优品份额的同时，官方旗舰店和苏宁、经销商等第三方店铺销量绝对值亦有稳步增长。格力/海尔等品牌整体均价依旧保持正增长，所以即使在剔除天猫优品这一增量因素后，整体份额仍有小幅度的波动下降。后续来看，格力是否采取促销跟进，很大程度取决于旺季的需求表现，若不足以消化渠道库存压力，预计定价亦会相应走弱。

美的淘宝平台空调销售额分店铺占比



资料来源：淘数据，光大证券研究所测算

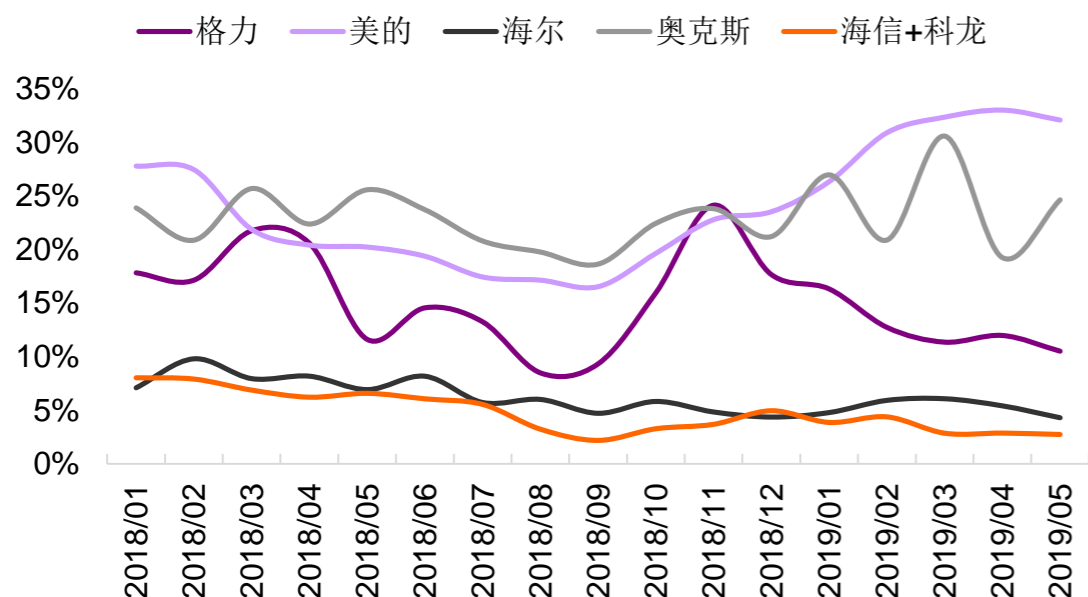
去除天猫优品店铺后，主要品牌份额变动



资料来源：淘数据，光大证券研究所测算

3.1、空调：天猫优品平台已成为影响格局的重要因素

淘数据空调销量份额



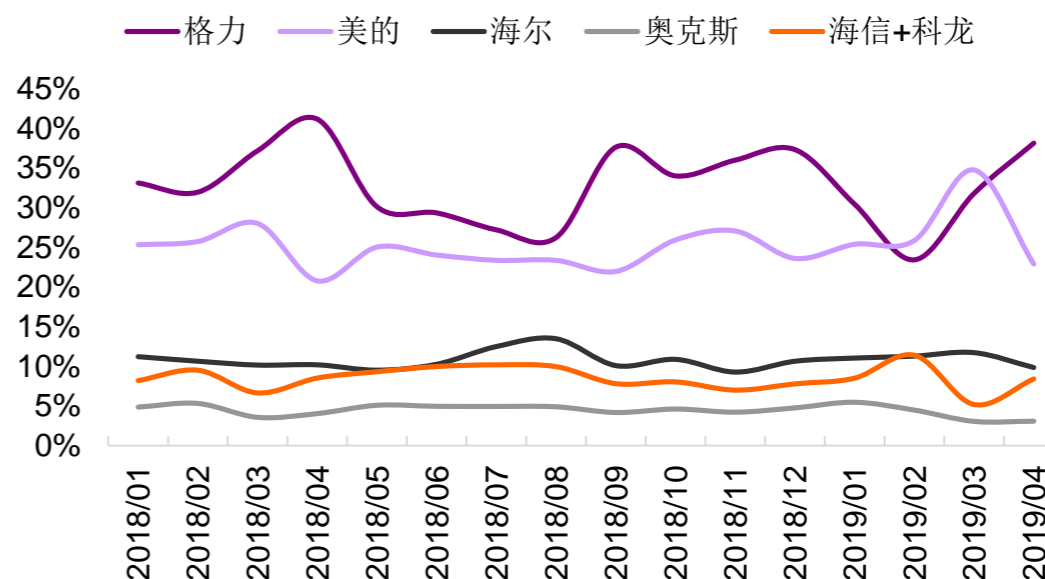
资料来源：淘数据，光大证券研究所

淘数据5月空调主要品牌均价情况（元）

ASP	格力	美的	奥克斯	海尔
2019年5月	3,849	2,706	2,718	3,253
均价yoy				
19年5月	6.2%	-4.1%	3.3%	13.9%
19年4月	7.8%	-15.4%	-0.3%	35.8%
19Q1	7.3%	-8.4%	0.4%	0.6%
18Q4	15.2%	5.1%	6.0%	21.9%

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4月主要品牌均价情况（元）

ASP	格力	美的	奥克斯	海尔
2019年4月	4,790	3,621	3,317	4,165
均价yoy				
19年4月	5.6%	-8.7%	0.4%	-3.7%
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

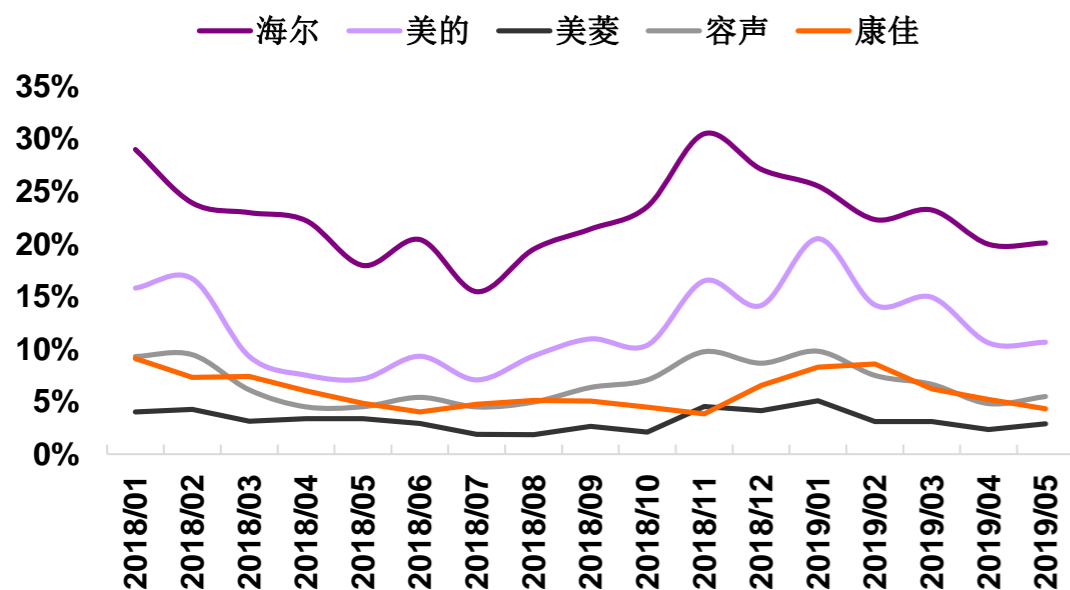
3.2、冰箱：美的价格让利提升份额，美菱持续线上高端升级

■ **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。虽然原材料价格持续回落，但主要品牌线下均价仍保持中高个位数增速水平，但较前期确有显著的回落。线上由于产品价格跨度更大，各品牌价格走势分化显著。其中美的19年以来线上有较多中低端产品的布局，并有积极的价格促销让利，ASP同比负增长，但份额在二线品牌中相对领先。美菱则高端化升级战略持续，整体ASP保持快速提升节奏。

■ **品牌份额**：由于存在较多低价产品的扰动，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。由于市场为较为稳定的存量市场，线下格局较为稳定；线上渠道则由于品牌定价策略有较大分化，美的通过价格优势和中低端布局，份额获得了一定同比提升。

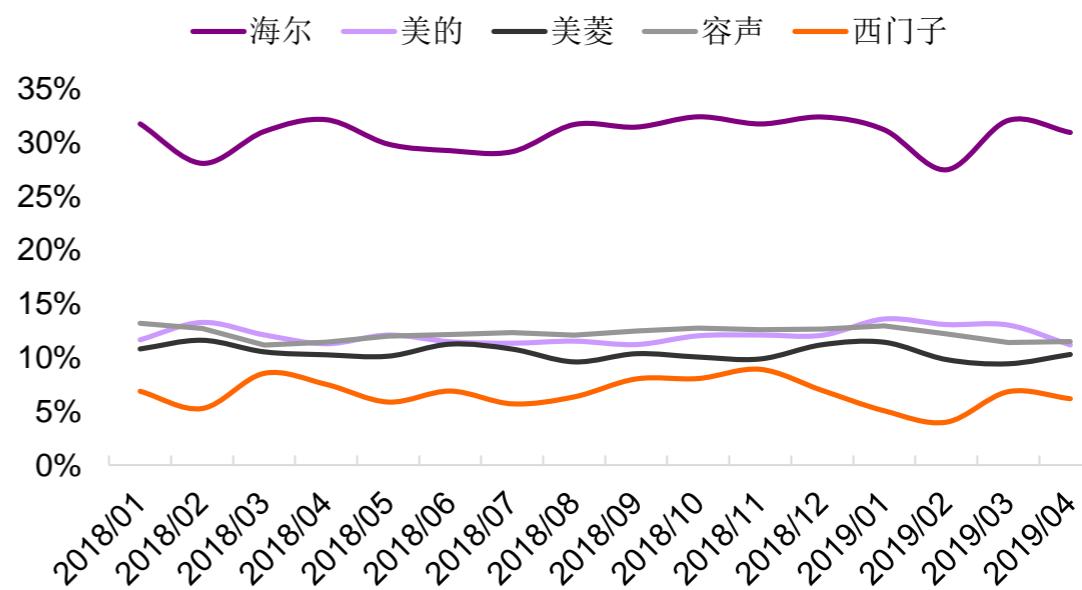
3.2、冰箱：美的价格让利提升份额，美菱持续线上高端升级

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5月冰箱主要品牌均价情况（元）

ASP	海尔	美的	容声	美菱
2019年5月	2,434	1,990	2,409	2,444
均价yoy				
19年5月	10%	-8%	6%	49%
19年4月	7.8%	-15.4%	-0.3%	35.8%
19Q1	8%	-7%	4%	25%
18Q4	6%	5%	7%	15%

数据来源：淘数据，光大证券研究所

中怡康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	5,058	4,040	3,843	3,832
均价yoy				
19年4月	4.5%	6.9%	5.1%	8%
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%

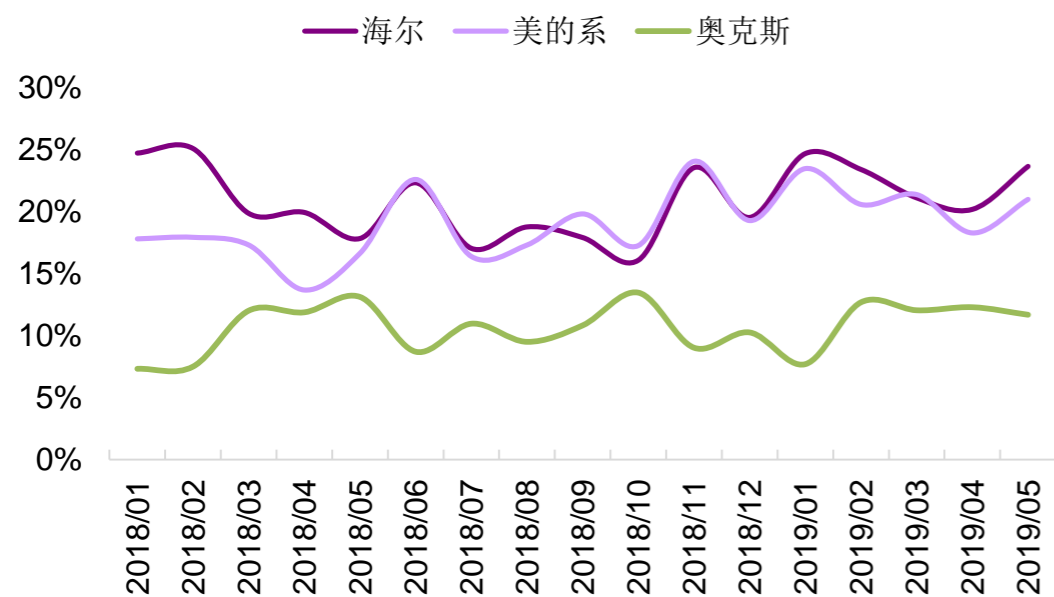
数据来源：中怡康，光大证券研究所

3.3、洗衣机：美的双品牌战略明晰，整体份额稳步提升

- **品牌份额**：19年5月海尔/美的淘宝销量份额分别为24%/21%，份额保持领先，但集中度水平与线下仍有一定的落差。主推低价产品（单价400-500元）的奥克斯单月销量份额为12%，份额基本稳定。整体看行业双寡头格局较为稳固，其中美的线上份额有3pct左右提升。
- **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，整体均价绝对值也与海尔基本趋同。而美的品牌则着力中低端产品线的布局均价走势相对较弱，品牌定位与统帅接近。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。

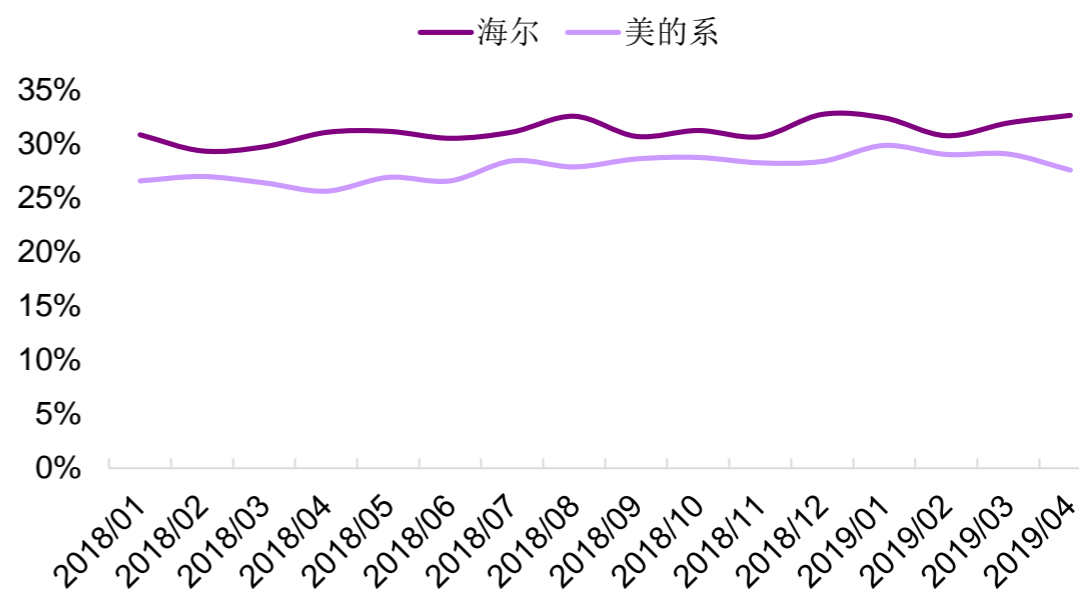
3.3、洗衣机：美的双品牌战略明晰，整体份额稳步提升

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5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5月	1,759	1,683	1,384	450
均价yoy				
19年5月	3.9%	2.1%	4.8%	-0.8%
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%

数据来源：淘数据，光大证券研究所

中怡康4月洗衣机主要品牌均价情况 (元)

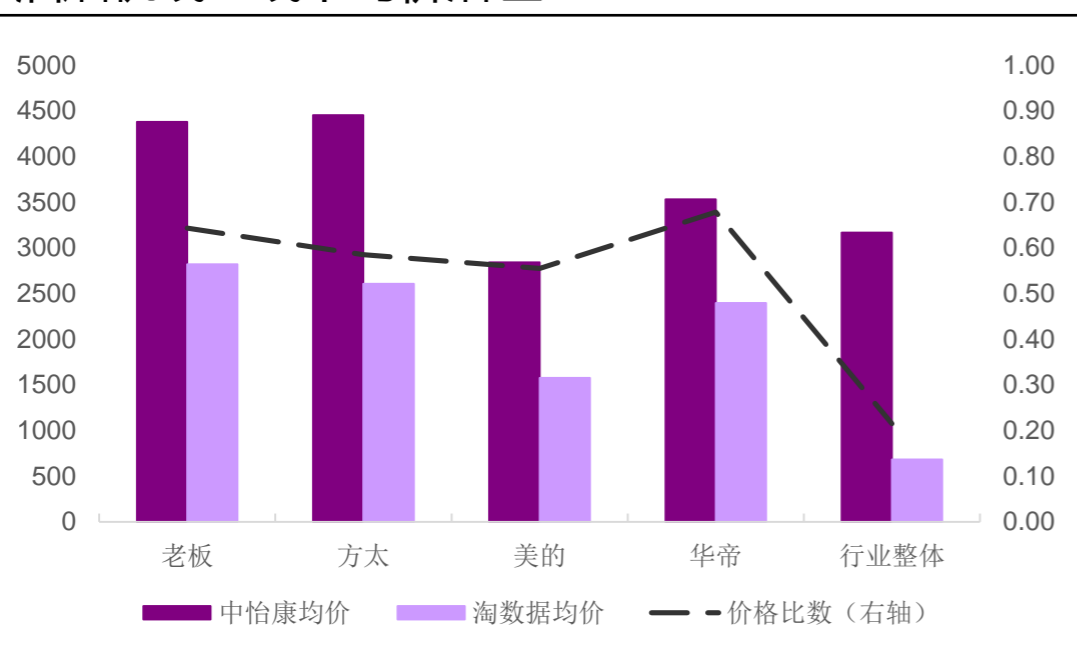
ASP	海尔	美的	小天鹅
2019年4月	3,387	2,122	3,376
均价yoy			
19年4月	2.9%	2.4%	14.1%
19Q1	9.1%	-1.7%	15.3%
18Q4	13.8%	25.3%	20.2%
18Q3	12.9%	22.8%	16.6%

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

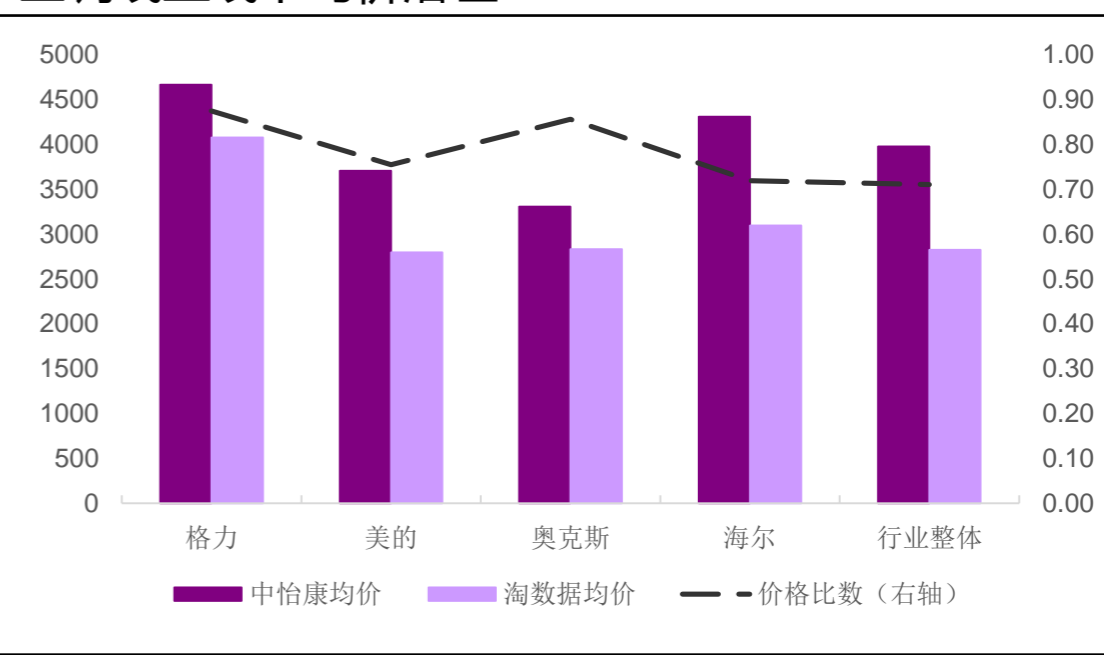
- **品牌份额**：龙头烟灶线上销量份额（含套餐）继续在个位数水平低位波动。其中灶具价格敏感度更高，均价最低的苏泊尔销量份额领先，美的/华帝份额其次，定位高端的老板方太则相对落后；主要品牌的烟机销量份额则相对接近，均为5%左右。
- **均价对比**：竞争格局持续趋紧，叠加原材料价格回落，龙头品牌线上线下均价增速整体出现不同程度回落，但华帝由于自身新品更替速度较快，产品结构升级仍在持续。

油烟机线上线下均价落差



资料来源：中怡康，淘数据，光大证券研究所，价格比数为线上均价/线下均价，下同

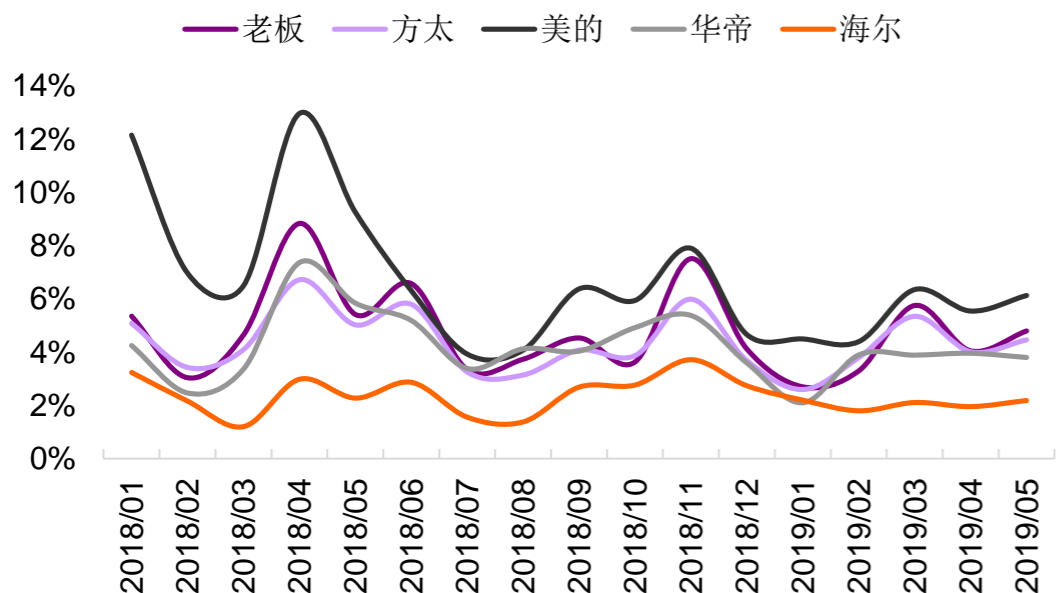
空调线上线下均价落差



资料来源：中怡康，淘数据，光大证券研究所

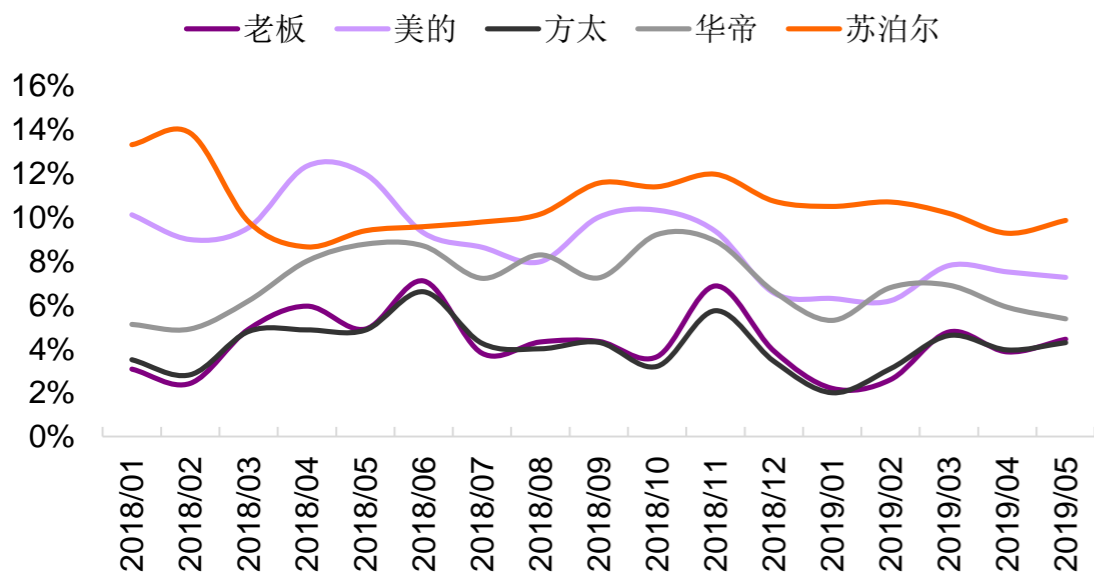
3.4、油烟机&燃气灶：低价品牌集中度低位震荡，华帝均价稳步增长

淘数据油烟机销量份额



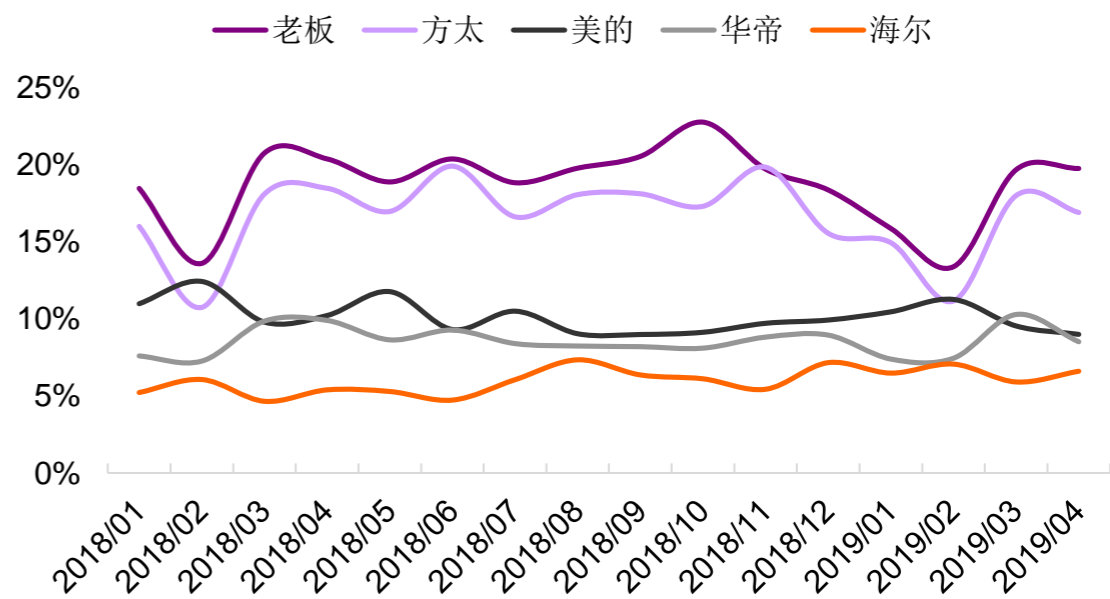
资料来源：淘数据，光大证券研究所

淘数据燃气灶销量份额



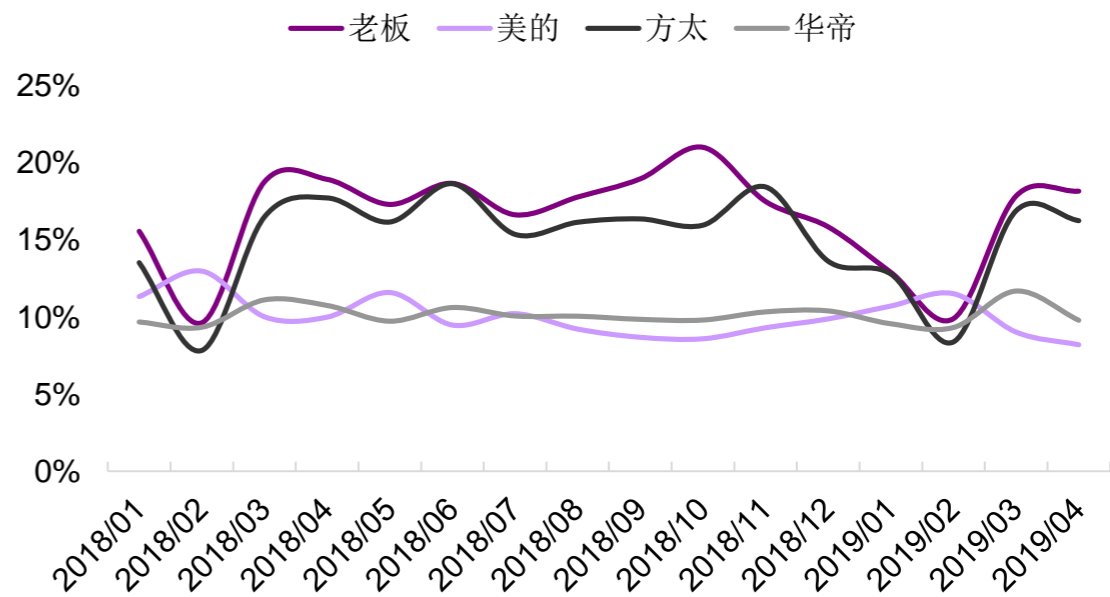
资料来源：淘数据，光大证券研究所

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5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5月	4,689	4,869	2,596	4,165
均价yoy				
19年5月	1.6%	-6.9%	-1.9%	19%
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%

数据来源：淘数据，光大证券研究所

中怡康4月烟灶消主要品牌均价情况

ASP	老板	方太	美的	华帝
2019年4月	10,261	9,363	6,991	7,988
均价yoy				
19年4月	-2.5%	-1.0%	2.3%	-2.7%
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：美的旗舰店增速亮眼，天猫优品继续放量

白电各品牌官方旗舰店5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	9.5	36,828	3,885	12.5%	15.1%	2.4%
奥克斯旗舰店	5.7	15,124	2,637	-55.2%	-53.1%	4.5%
美的官方旗舰店	9.2	24,994	2,709	56.6%	44.9%	-7.5%
海尔官方旗舰店	4.4	12,219	2,798	-4.0%	-2.0%	2.2%
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	5.9	12,343	2,089	14.3%	14.3%	0.0%
统帅官方旗舰店	0.4	576	1,486	4.4%	-17.2%	-20.6%
卡萨帝官方旗舰店	0.0	419	10,760	-24.5%	-12.3%	16.2%
美的官方旗舰店	2.7	5,060	1,907	131.7%	102.8%	-12.5%
西门子家电官方旗舰店	0.3	1,260	4,818	22.6%	5.6%	-13.8%
美菱旗舰店	0.9	2,295	2,498	-25.3%	4.0%	39.1%
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	6.5	11,063	1,700	24.1%	25.6%	1.3%
统帅官方旗舰店	0.8	916	1,201	137.1%	101.6%	-14.9%
卡萨帝官方旗舰店	0.0	157	10,312	40.7%	74.5%	24.0%
小天鹅官方旗舰店	3.3	5,801	1,776	52.9%	50.4%	-1.6%
美的官方旗舰店	2.0	2,912	1,438	32.4%	37.7%	4.0%
AUX奥克斯冰洗官方店	1.8	1,079	607	385.3%	349.9%	-7.3%

数据来源：淘数据，光大证券研究所

3.5、品牌旗舰店监控：美的旗舰店增速亮眼，天猫优品继续放量

厨电各品牌官方旗舰店5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	835	2,774	5.0%	10.6%	5.3%
方太官方旗舰店	0.3	979	2,821	18.1%	10.1%	-6.7%
格兰仕厨卫旗舰店	0.3	192	756	4.6%	6.8%	2.1%
海尔官方旗舰店	0.3	586	2,281	137.1%	330.7%	81.7%
美的官方旗舰店	0.2	335	1,657	128.7%	65.8%	-27.5%
华帝旗舰店	0.2	478	2,562	174.3%	174.6%	0.1%
苏泊尔厨卫旗舰店	0.1	142	1,294	6.4%	-1.2%	-7.1%
消毒柜						
	销售量（万台）	销售额（万元）	ASP（元）	销售量yoy	销售额yoy	ASP yoy
康宝旗舰店	0.8	847	1,044	60.3%	71.2%	6.8%
美的官方旗舰店	0.3	257	1,099	84.8%	54.3%	-16.5%
方太官方旗舰店	0.1	155	2,387	4.0%	6.0%	1.9%
老板电器旗舰店	0.0	81	1,100	-33.2%	-33.2%	0.1%
海尔官方旗舰店	0.1	81	1,073	93.8%	86.4%	-3.8%
华帝旗舰店	0.0	91	1,101	117.3%	97.3%	-9.2%
苏泊尔厨卫旗舰店	0.0	43	1,011	32.9%	34.5%	1.2%
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	0.8	395	515	58.9%	58.0%	-0.5%
美的官方旗舰店	0.3	187	673	76.9%	77.0%	0.1%
华帝旗舰店	0.2	285	1,488	41.9%	69.7%	19.6%
方太官方旗舰店	0.2	355	1,716	36.6%	32.4%	-3.1%
老板电器旗舰店	0.2	299	1,547	44.1%	40.4%	-2.6%

数据来源：淘数据，光大证券研究所

3.5、品牌旗舰店监控：美的旗舰店增速亮眼，天猫优品继续放量

其他品类官方旗舰店5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	180.7	92,117	510	49.4%	87.6%	25.6%
欧普照明官方旗舰店	197.1	11,280	57	9.5%	35.0%	23.3%
九阳官方旗舰店	6.3	3,283	517	-41.6%	-12.2%	50.3%
lexy莱克官方旗舰店	0.4	648	1,548	-62.4%	-37.0%	67.5%
飞科官方旗舰店	81.4	6,470	79	16.5%	11.5%	-4.4%
天猫优品官方直营	91.5	123,612	1,351	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：淘数据，光大证券研究所

主要旗舰店方面，美的19年以来对电商渠道的投入加大，旗舰店各品类销量继续保持较快增长；天猫优品则继续快速放量，单月空调销售额领先格力、美的等主要品牌旗舰店；厨电方面，苏泊尔燃气灶销量继续保持快速增长，海尔19年以来将厨电作为重点发力对象，烟灶消均有快速爆发式增长。

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、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的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，本公司的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，本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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述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述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的观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块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，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司2019版权所有。