

# 家电行业：水大鱼大，空调行业格局稳固

## ——“见微知著”系列报告

2019年08月28日

看好 / 维持

家电 | 专题报告

分析师 闵繁皓 电话：010-66554036 邮箱：mfh83330700@sina.com 执业证书编号：S1480519070005

### 投资摘要：

宜观星辰辨南北，勿随萤火逐东西

——李洪林

奥克斯是“红利”的产物更是“机遇”的产物。直观来看，奥克斯市占显著提升，电商渠道为奥克斯提供了不断增加的客群和不断提升的客单价，是电商红利的产物。

与市场不同，我们认为：奥克斯快速增长的收入和业绩背后，其实是空调市场阶段性高景气度和消费市场下沉带来的结果，

一、**电商渠道让中小品牌得以覆盖全国市场。**线上渠道具有辐射广、扩散周期短等特点为奥克斯销售放量及市占率快速提升提供了前提条件。

二、**渠道“补库存”、房地产“竣工交付”叠加高温天气。**三重利好使得空调行业业绩整体上扬，行业景气度推高奥克斯2017年业绩的高速成长。

三、**市场下沉带来了消费者结构的变化。**低线市场期房交付占比提升，消费者结构变化也相应影响着市场价格区间的偏好，奥克斯低价策略受益。

空调行业出现市占率波动是短期的阶段性表现。长期看来，龙头品牌在消费者中的心智地位、产业上下游的议价能力、集约生产的价格优势以及上下游占款等优势难以颠覆，空调行业格局依旧稳固。

一、**市场竞争格局的实质是消费者的心智格局。**品牌在消费心智中的格局是基于长期的、持久的稳定的产品品质和量的积累，以及美誉度、知名度不断正反馈和正循环才最终构建。比起客观事实消费者更加相信自己的心智判断，**稳固的消费者心智格局带来的是稳固的行业市场格局。**

二、**产业链议价能力是市场竞争格局的正反馈循环。**盈利水平和上下游占款是上下游议价能力的直观表现，即对于其上游的供应商存在规模采购的低价优势，以及对下游渠道的**品牌溢价**的定价优势。**竞争格局带来的议价优势会加强格局的稳定性。**

**投资策略：**建议关注空调行业双寡头中**格力电器、美的集团、海尔智家。**

**风险提示：**行业整体需求下行、渠道调整不及预期、国际间贸易形式波动以及经济系统性风险。

### 行业重点公司盈利预测

| 简称   | EPS (元) |      |      | PE    |       |       | PB   |
|------|---------|------|------|-------|-------|-------|------|
|      | 18A     | 19E  | 20E  | 18A   | 19E   | 20E   |      |
| 格力电器 | 4.36    | 4.81 | 5.53 | 11.38 | 11.09 | 10.11 | 3.97 |
| 美的集团 | 3.04    | 3.43 | 3.74 | 12.11 | 14.46 | 13.26 | 3.83 |
| 海尔智家 | 1.17    | 1.30 | 1.51 | 11.85 | 12.23 | 10.53 | 2.52 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1. 奥克斯是“红利”的产物更是“机遇”的产物 .....        | 4  |
| 1.1 渠道变革，电商渠道让中小品牌得以覆盖全国市场（地利） ..... | 5  |
| 1.2 水涨船高，短期需求爆发助力奥克斯销量高速增长（天时） ..... | 6  |
| 1.3 市场下沉，低线市场带来的产品偏好（人和） .....       | 7  |
| 2. 水大鱼大，空调格局是充分竞争后的稳固结果 .....        | 9  |
| 2.1 市占率主观而波动，竞争格局客观而稳定 .....         | 9  |
| 2.2 市场竞争格局的实质是消费者的心智格局 .....         | 10 |
| 2.3 产业链议价能力是市场竞争格局的正反馈循环 .....       | 11 |
| 3. 风险提示 .....                        | 11 |
| 相关报告汇总 .....                         | 12 |

## 插图目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：奥克斯集团营业收入近年来快速增长 .....                | 4  |
| 图 2：奥克斯内销量激增 .....                        | 4  |
| 图 3：奥克斯空调出货端内外销市场份额稳步增长 .....             | 4  |
| 图 4：奥克斯空调各渠道占比 .....                      | 4  |
| 图 5：奥克斯线下份额萎缩 .....                       | 5  |
| 图 6：专业渠道高度覆盖 .....                        | 5  |
| 图 7：2017 年电商市场渗透率（%） .....                | 5  |
| 图 8：2007-2017 中国互联网用户数量及移动用户覆盖率 .....     | 5  |
| 图 9：京东线上活跃用户及订单占比 .....                   | 6  |
| 图 10：2013-2018 阿里移动月度活跃用户 .....           | 6  |
| 图 11：2017 年房屋竣工交付高峰期 .....                | 6  |
| 图 12：2015 年库存高峰和 2017 年补库存带来的库存高峰 .....   | 6  |
| 图 13：2015 年之后全国气温回升并屡创新高 .....            | 7  |
| 图 14：家电行业 2017 年销量同比爆发 .....              | 7  |
| 图 15：奥克斯空调销量与行业趋势相同 .....                 | 7  |
| 图 16：低线城市房屋销售好于一、二线城市 .....               | 8  |
| 图 17：城镇人口数量稳步增长，城镇化进程加速 .....             | 8  |
| 图 18：2300-3300 价格段的销量占比 2017 年内提升明显 ..... | 8  |
| 图 19：奥克斯在定价策略上更亲和大众市场 .....               | 8  |
| 图 20：生产力革命及社会发展图 .....                    | 9  |
| 图 21：市占率（量）波动长期存在，但总体格局从未改变 .....         | 9  |
| 图 22：我国空调市场竞争格局自 2007 年就已经形成 .....        | 9  |
| 图 23：品牌消费习惯产生过程 .....                     | 10 |
| 图 24：进入消费者头脑中的品牌数量 .....                  | 10 |
| 图 25：品牌心智金字塔和理论上市场份额的分布 .....             | 10 |

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 26：中国品牌力指数 SM（C-BPI®）空调品牌 ..... | 10 |
| 图 27：空调行业市占率变化 .....              | 10 |
| 图 28：空调业务毛利率结构化明显 .....           | 11 |
| 图 29：净利率差距明显 .....                | 11 |
| 图 28：应付账款来看龙头公司上游占款明显优于行业 .....   | 11 |
| 图 29：资金的占用能力及各品牌资产的营运能力格局稳定 ..... | 11 |

## 1. 奥克斯是“红利”的产物更是“机遇”的产物

搭乘电商渠道，奥克斯业绩爆发式增长。空调是奥克斯业绩快速增长的主要动力，2016、2017、2018年公司收入为168亿元、248亿元和326亿元，同比增速分别高达28.9%、47.1%和31.5%，其中空调业务收入2015年为85亿元，而2017年仅前三季度就高达162亿元，占总收入的比例也由65.5%上升到82.2%。电商渠道在奥克斯销售中占比快速提升，电商渠道占比也由2014年的16.2%增长到2018年Q3的66.2%。

图 1：奥克斯集团营业收入近年来快速增长



数据来源：wind，东兴证券研究所

图 2：奥克斯内销量激增



数据来源：网络资料整理，东兴证券研究所

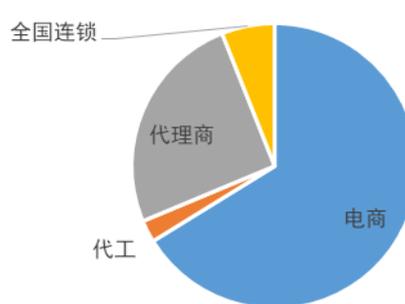
线上渠道具有辐射广、扩散周期短等特点为奥克斯销售放量及市占率快速提升提供了前提条件。奥克斯空调业务的线上收入由2014年仅10亿元增长至2017年前三季度就实现了63.3亿元的收入，各大品牌纷纷与各电商达成战略合作，例如在国内空调市场中，奥克斯在格力、美的和海尔占据了绝对优势的情况下，奥克斯搭上线上渠道的快车，迅速打开了全国市场。产业在线数据显示，奥克斯已连续三年增速超过行业，产业在线统计累计出货内销、外销市场份额由2015年全年的4.3%、4.7%上升至2018年6月的11.3%、8.5%。

图 3：奥克斯空调出货端内外销市场份额稳步增长



数据来源：产业在线，东兴证券研究所

图 4：奥克斯空调各渠道占比



数据来源：产业在线，东兴证券研究所

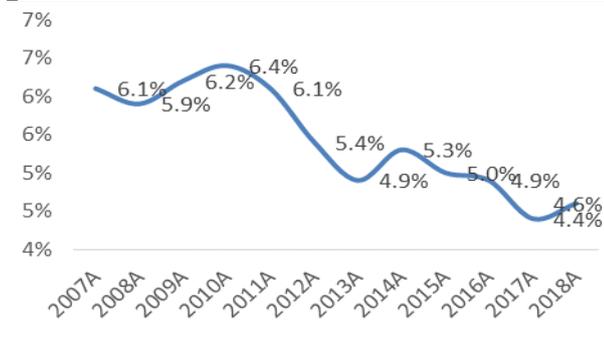
电商红利是指流量中新用户不断增加（更多消费者）和线上用户平均消费额持续增长（更高客单价）。直观来看，电商红利推动了奥克斯业绩的增长。

**我们与市场不同的观点：**一方面，客观事实上，电商为奥克斯提供了更大的消费者群体。另一方面，在奥克斯快速增长的收入和业绩背后，其实是空调市场阶段性的变化助力了奥克斯的成长。

## 1.1 渠道变革，电商渠道让中小品牌得以覆盖全国市场（地利）

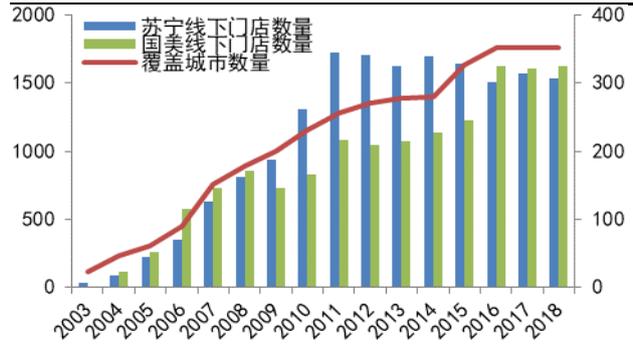
无论专卖店铺设还是专业渠道，龙头企业在\*\*线下渠道优势明显\*\*。实体店作为产品销售传统渠道，KA 渠道下沉已布局全国。初期产品通过批发商到百货商店，在 80 年代末，百货商场逐渐衰落后，KA 产品卖场和品牌自营专卖店相继增长。到 2015 实体店基本覆盖全国，线下渠道铺设愈发完善，行业龙头在线下渠道无论是自建渠道抑或是专业渠道都有较高的覆盖度和先发优势。

**图 5：奥克斯线下份额萎缩**



数据来源：wind，东兴证券研究所

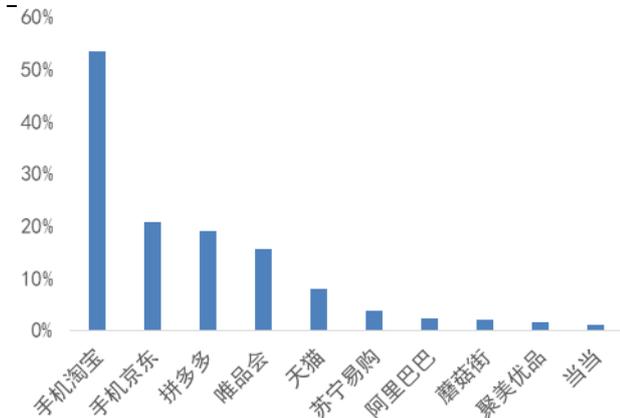
**图 6：专业渠道高度覆盖**



数据来源：公司公告，东兴证券研究所

**电商渠道迅速成长和普及，连接超八亿消费者。**电商平台缩减了供应链层级，降低产品的储存和展示费用，在初期成本优势显著。近十年涌现了大量互联网销售平台，电商体量和 B2C 市场份额呈爆发式增长。到互联网用户到 2018 年增长至 8.29 亿，移动宽带用户截至 2017 年增长到 11.3 亿。B2C 市场的领导者阿里巴巴集团旗下的淘宝和天猫在国内市场份额过半，其营业收入在 2018 财年达到 2502.66 亿元，同比增长 58%，其核心电商业务收入为 2140.2 亿元，市场规模持续扩张。

**图 7：2017 年电商市场渗透率 (%)**



数据来源：极光大数据，东兴证券研究所

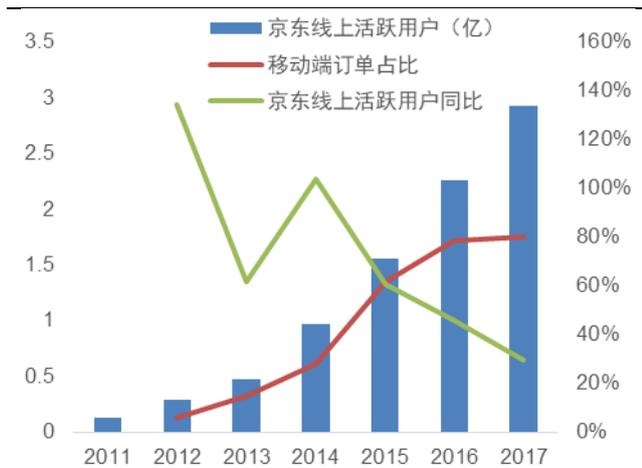
**图 8：2007-2017 中国互联网用户数量及移动用户覆盖率**



数据来源：国家统计局，东兴证券研究所

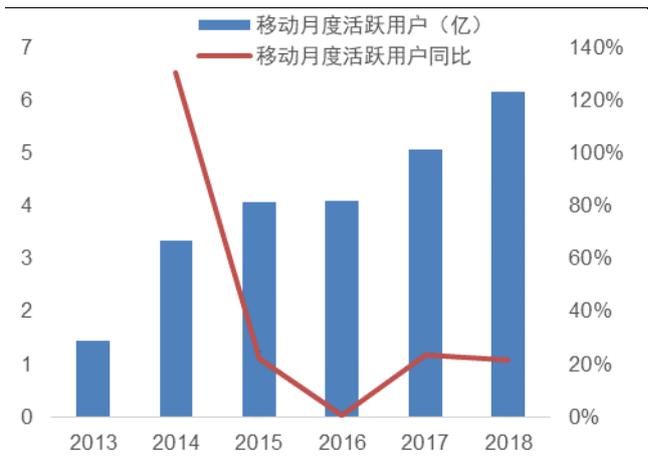
**我国互联网人口红利已经消退，红利提振业绩难持续。**2017-2018 年电商渠道部分企业增速出现明显的下滑。京东线上活跃用户从 15 年开始下降，2017 年同比下降 16 个百分点。线上订单 2011 年仅占总订单 6%，2014 到 2015 开始高速增长，从 118.5% 到 61.4%，从 2016 年开始线上订单增长速度放缓。淘宝的月度活跃用户已接近国内手机网民总数，基本饱和，不论是交易额还是 GMV 均为电商首位。从渠道布局上来看，中小企业如奥克斯可以依靠现阶段电商渠道可以最快速实现最大范围的市场覆盖，短期会有业绩上的迅速提振，长期凭借电商渠道维持增速难以为继。

图 9：京东线上活跃用户及订单占比



数据来源：企业年报、东兴证券研究所

图 10：2013-2018 阿里移动月度活跃用户



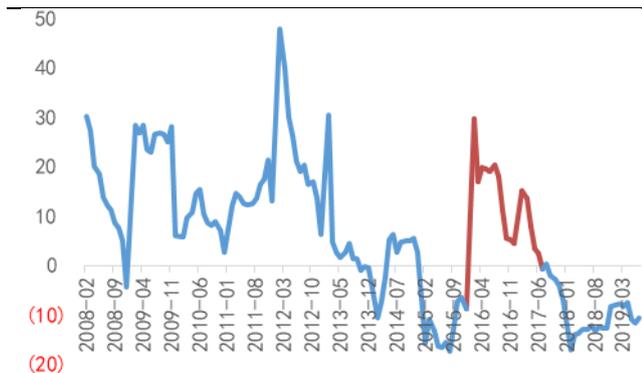
数据来源：企业年报、东兴证券研究所

从 20 世纪 90 年代开始，大型百货业开始没落，连锁超市成为主流，专业渠道兴起，经销网络也是在同一阶段快速铺设，龙头企业在这一时段建立了高质量的线下渠道，中国流通渠道领域开始进入深刻变革时期。美的推行美云销来实时终端监控，安得物流统一全国仓储提高配送效率，扁平化渠道。海尔在渠道信息化全网管理，链接营销、售后、物流、信息各个网络。当前渠道的发展走向了下沉三四线及农村市场和线上线下融合深挖已覆盖市场的阶段。

## 1.2 水涨船高，短期需求爆发助力奥克斯销量高速增长（天时）

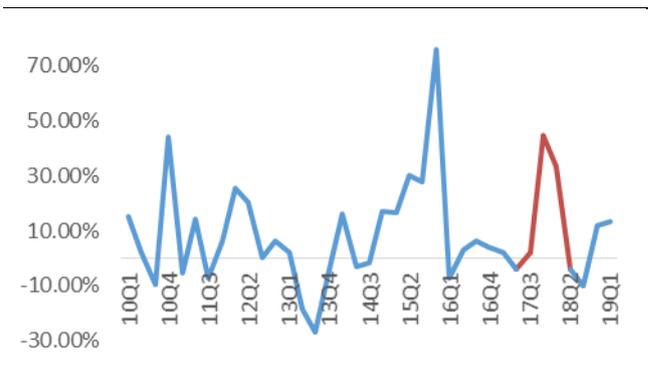
补库存叠加竣工交付，需求集中爆发。2015 年库存的高压状态之后，2016 至 2017 年初，空调行业经历的痛苦的去库存阶段，同一时期房地产的后周期表现基于 2015 年较低的竣工交付情况（滞后 1 个季度左右）整体家电企业的内销量严重承压。2016 年下半年房地产交付逐渐回暖，2017 年 Q1 之后，渠道开始补充库存，“补库存”叠加房地产“竣工交付”2017 年行业高景气。

图 11：2017 年房屋竣工交付高峰期



数据来源：国家统计局、东兴证券研究所

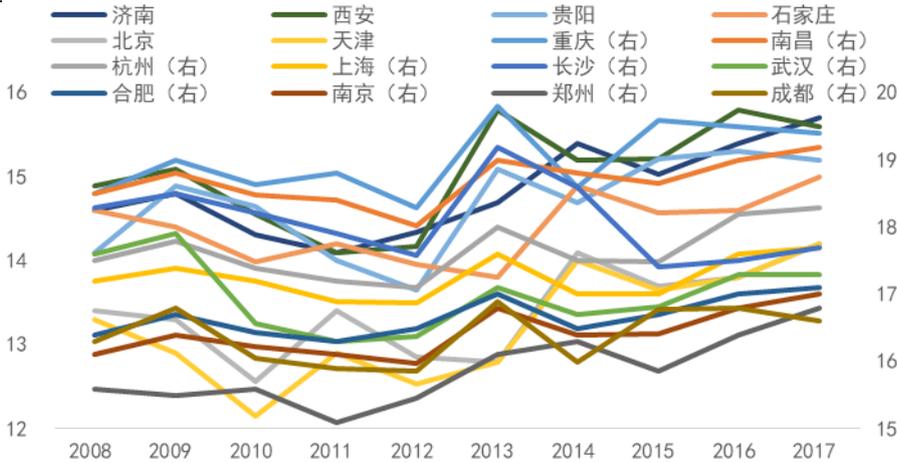
图 12：2015 年库存高峰和 2017 年补库存带来的库存高峰



数据来源：国家统计局、东兴证券研究所

高温天气也主推空调销量。2017 年夏天，全国平均高温（日最高气温 $\geq 35^{\circ}\text{C}$ ）日数 10.7 天，较常年偏多 3.8 天，东北、华北最早高温过程，南方地区出现大范围持续高温天气，为 1961 年以来之最。高温天气是空调销售的催化剂，在市场需求相对旺盛的情况下，高温天气会强化市场对空调的购买动力。

**图 13：2015 年之后全国气温回升并屡创新高**



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

三重利好使得板块业绩整体上扬。在 2015-2016 年渠道痛苦的去库存阶段后，2017 年的空调行业迎来了“补库存”+“竣工交付”+“夏天炎热”的三重利好。行业景气度推高奥克斯 2017 年的业绩。2017 年奥克斯营收同比增长 47.62%，2016 年到 2017 年奥克斯的国内市场渗透率从 6.9% 成长到了 6.95%，市场份额基本保持不变。

**图 14：家电行业 2017 年销量同比爆发**



数据来源：产业在线，wind，东兴证券研究所

**图 15：奥克斯空调销量与行业趋势相同**

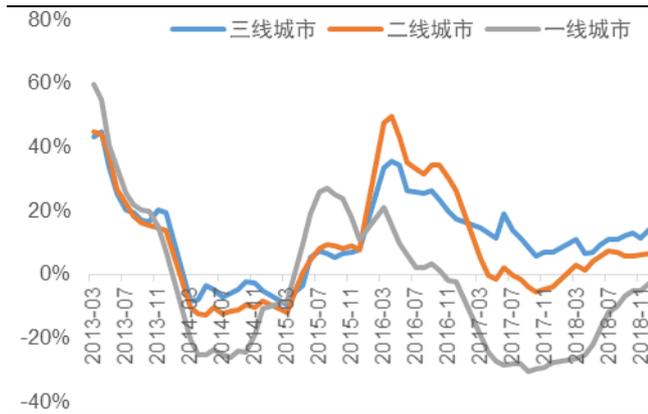


数据来源：艾肯家电，东兴证券研究所

### 1.3 市场下沉，低线市场带来的产品偏好（人和）

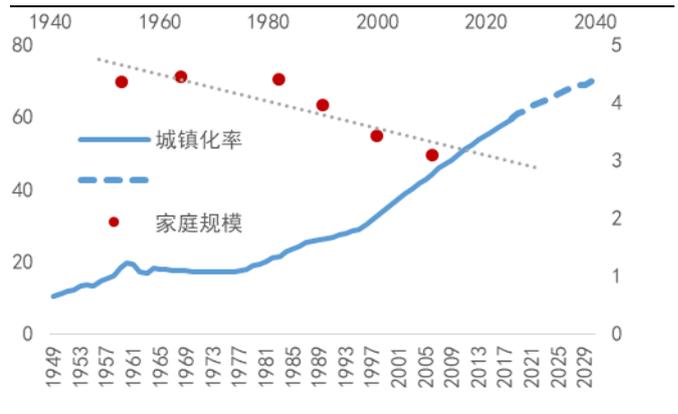
下沉三四线市场是消费升级以及棚户区改造（2014-2018）带来的市场机遇。城镇化的进程不断加速，这一加速过程主要是由农村向周边经济向好城镇迁移，不断扩大底线城市规模并刺激住房销售，这也创造了巨量大众市场、大众价位的需求。《投资蓝皮书:中国投资发展报告(2013)》认为,2030 年我国城镇化率已经达到 70%，与之相对应的是，我国家庭规模在逐渐下降。2015-2016 年房地产大销，三线城市期房累计销售同比较一、二线城市同比表现更优，低线城市直接受城镇化和棚户区改造利好，2015-2016 房地产销量优于大市。

图 16：低线城市房屋销售好于一、二线城市



数据来源：国家统计局、东兴证券研究所

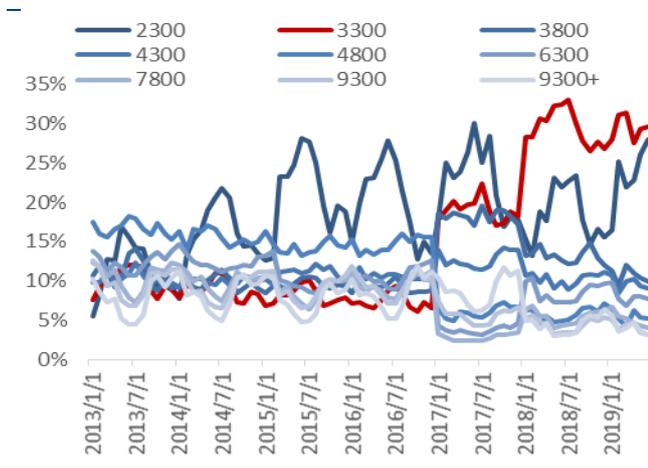
图 17：城镇人口数量稳步增长，城镇化进程加速



数据来源：国家统计局、东兴证券研究所

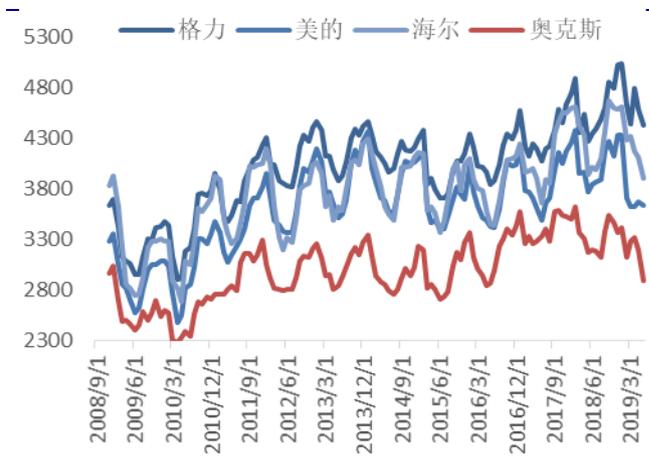
市场下沉带来了消费者结构的变化。房地产行业在 2015-2016 年经历了销售高峰，2017 陆续交付（滞后一年）。低线市场期房交付占比提升，消费者结构变化也相应影响着市场价格区间的偏好。自 2017 年后，2300-3300 区间的空调产品占比迅速提升至市场第一位，并维持市场占有率高位，大众市场在 2017 年的迅速崛起，并配合电商渠道消费者价格敏感的特性，2300-3300 元成为了空调销量最多的价格带。

图 18：2300-3300 价格段的销量占比 2017 年内提升明显



资料来源：产业在线、东兴证券研究所

图 19：奥克斯在定价策略上更亲和大众市场



资料来源：产业在线、东兴证券研究所

“奥克斯”们总会出现，空调行业格局却不会轻易颠覆

综上所述，我们能看到的，电商渠道带给中小品牌更快覆盖全国市场的途径，省去了线下渠道铺设的时间，也使得中小品牌避免了在线下抢夺优质经销商的阻力。另一方面，电商渠道在崛起的过程中为中小品牌提供了更多的消费者，随着电商红利的褪去，未来中小品牌的市场份额，更多取决于对终端需求的把控。

复盘行业我们认为，奥克斯的高速增长，首先得益于电商渠道带来的覆盖率提升，使得奥克斯能够享受到“补库存”+“竣工交付”+“夏天炎热”的三重利好带来的行业高景气，其次得益于地产销售的区域性结构性变化带来的大众消费者比例提升，对高性价比产品的偏好是奥克斯保持超行业增速。

综上，我们认为空调行业出现市占率波动是短期的阶段性表现。长期看来，龙头品牌在消费者中的心智地位、产业上下游的议价能力、集约生产的价格优势以及上下游占款等优势难以颠覆，空调行业格局依旧稳固。

## 2. 水大鱼大，空调格局是充分竞争后的稳固结果

### 2.1 市占率主观而波动，竞争格局客观而稳定

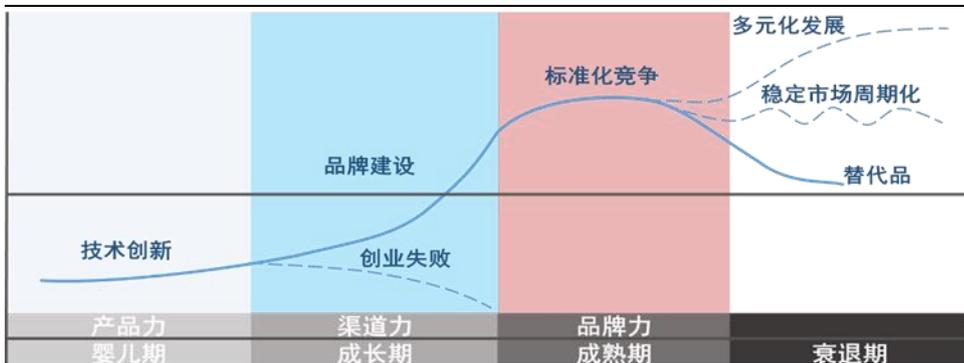
复盘当前空调竞争格局的形成，龙头企业在各个阶段抓住行业痛点积累并扩大优势，成就了今天的市场格局。从产业生命周期的角度来看，各个品类都会经历从产品力到渠道力再到品牌力为主的竞争时期。供求状态也从供不应求、供求并起到供大于求。

**产品力时代：“多、快、好、省的生产”是所有厂家的最优策略。**在上世纪八十年代，空调器仅限于一些特殊单位、部门使用，进口空调在内地几乎是一统天下的局面。同一时期正是海尔“砸冰箱”的时代，**质量和产量是所有厂家的痛点。**

**渠道力时代：“得渠道者得天下”是空调走进家庭生活后的行业的真实写照。**进入九十年代，我国人民生活水平提高，居住条件改善，空调器作为耐用高档消费品开始进入家庭。空调产品同质化在这一时期已经比较明显。二十世纪九十年代后期，诞生了对家电行业影响深远的两大KA渠道，国美和苏宁。**这个阶段的家电厂商，如何尽可能覆盖更多的市场是痛点。**

**品牌力时代：“得人心者得天下”是中国空调行业未来的竞争方向。**空调行业已经具有一定的保有量规模，线下电商渠道红利褪去，线下渠道持续下沉。对家电行业来讲，覆盖全国市场已经不是竞争差异所在，**如何站稳本品牌在消费者心目中的心智地位，并通过品类、品牌的扩张抢占更多的市场是这一时期厂家的痛点。**

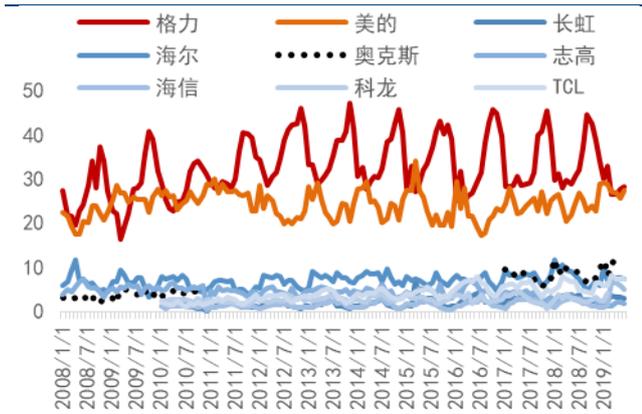
图 20：生产力革命及社会发展图



资料来源：定位理论-Al Rise、Jack Trout、东兴证券研究所

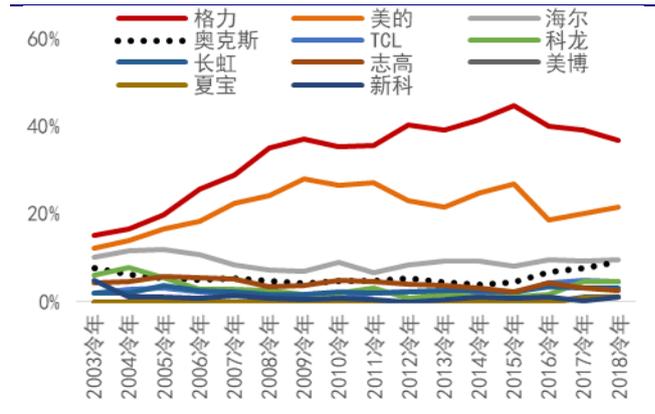
市占率是波动一直存在，空调格局依旧稳定。复盘空调行业市占率的变化可以看出，行业中市占率的一直处于变化之中，但空调行业始终是以格力、美的两大厂商长期保持 20% 以上的市场份额。从冷年销量来看，我们认为我国空调行业内销的竞争格局大约在 2007 冷年前后形成，2007 年之后格力和美的在市场整体份额上总和超过 50%，双寡头格局正式确立。

图 21：市占率（量）波动长期存在，但总体格局从未改变



资料来源：产业在线、东兴证券研究所

图 22：我国空调市场竞争格局自 2007 年就已经形成



资料来源：艾肯、东兴证券研究所

## 2.2 市场竞争格局的实质是消费者的心智格局

**心智格局需要长期的产品力、渠道力积累，难以轻易改变。**心智即人的各项思维能力，心智格局的形成是一个长期的且趋稳的过程，对于潜在消费者最大的影响体现在品牌认知和购买选择。人通过心智对已知事物的沉淀和分析来指导行为从而达成需求。同质化市场的终极竞争在于占领潜在消费者的心智，品牌经过长年的产品力积累和渠道宣传相互依托形成的品牌认知是消费者进行购买选择行为的基础。**基于长期的持久的稳定的产品品质和量的积累以及美誉度、知名度不断正反馈和正循环，品牌在消费心智中的格局才最终构建。**

图 23：品牌消费习惯产生过程



资料来源：东兴证券研究所

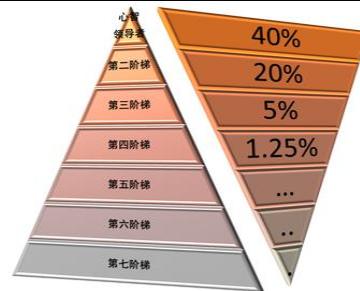
心智格局天然的趋于集中。艾·里斯在《定位》一书中详细阐述了心智格局的稳定性理论。一个品类消费者心智中的品牌通常不超过 7 个，高度成熟的同质化市场中，领导品牌市场份额是第二名的两倍，第三名是第二名的 1/4。这个顺序往往就是品牌进入心智的顺序，所以对于企业来说，抢先占领心智比抢占市场份额更易操作、更直接也更能创造先发优势。**单一品类的心智格局难以颠覆且愈发稳固。**

图 24：进入消费者头脑中的品牌数量



数据来源：Chinabrand、东兴证券研究所

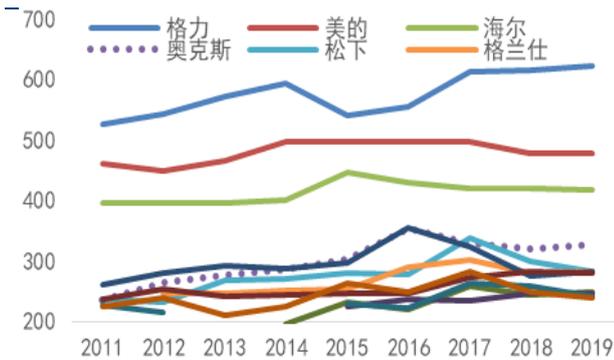
图 25：品牌心智金字塔和理论上市场份额的分布



数据来源：特劳特、艾·里斯、东兴证券研究所

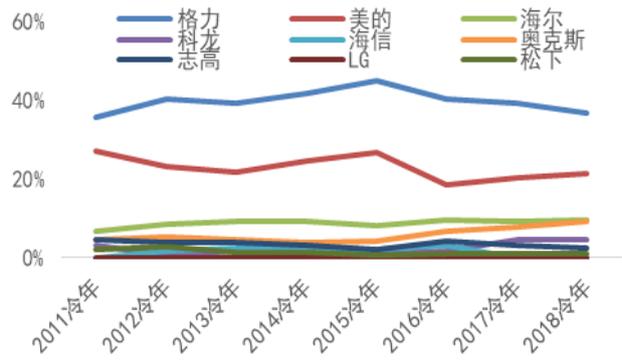
消费者的心智格局是市场格局的实质。比起客观事实消费者更加相信自己的心智判断，稳固的消费者心智格局带来的是稳固的行业市场格局。中国品牌力指数印证了艾·里斯关于心智格局的稳中趋集的理论，空调行业得市场占有率格局也证明消费者心智是市场终端需求格局的反应。

图 26：中国品牌力指数 SM (C-BPI®) 空调品牌



资料来源：Chnbrand 中国品牌力指数 SM (C-BPI®)、东兴证券研究所

图 27：空调行业市占率变化

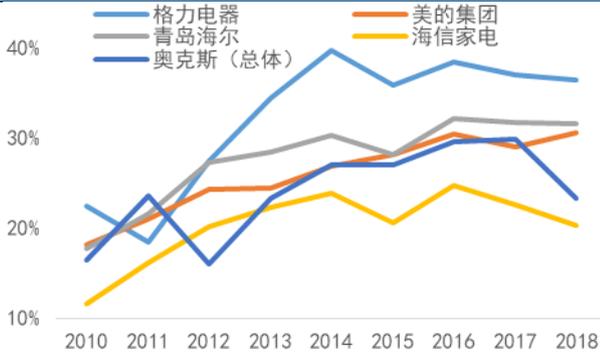


资料来源：艾肯、东兴证券研究所

### 2.3 产业链议价能力是市场竞争格局的正反馈循环

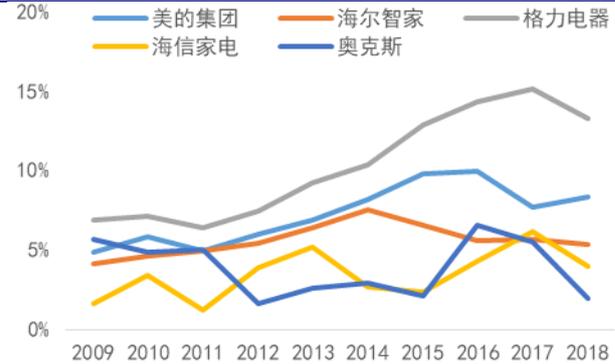
竞争格局中的优势方更容易获得超额收益。盈利能力是上下游议价能力的直观表现，即对于其上游的供应商存在规模采购的低价优势，以及对下游渠道的品牌溢价的定价优势。**竞争格局带来的议价优势会加强格局的稳定性。**

图 28：空调业务毛利率结构化明显



资料来源：wind、东兴证券研究所

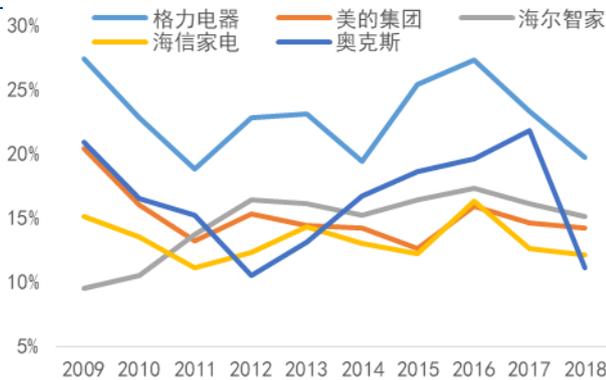
图 29：净利率差距明显



资料来源：wind、东兴证券研究所

对上下游往来资金的把控力进一步加强了公司的资金链强度。净营业周期用来衡量研产销一体化的企业的营运能力，净营业周期越短，公司的资产运营效率就越高，企业对上下游资金的占用能力及自身资产的营运能力就越强。**净营业周期=存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数**，体现的是一家企业从采购原材料进行生产、到销售产品、到最后收回现金的整个过程中所需要的天数。龙头企业通过上下游议价优势形成了较低的净营业周期，这一点又会反过来强化公司经营和公司的行业地位。

图 30：应付账款来看龙头公司上游占款明显优于行业



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 31：资金的占用能力及各品牌资产的营运能力格局稳定



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 3. 风险提示

行业整体需求下行、渠道调整不及预期、国际间贸易形式波动以及经济系统性风险。

## 相关报告汇总

| 报告类型 | 标题                         | 日期         |
|------|----------------------------|------------|
| 行业   | 东兴家电专题：低线市场二三事             | 2019-07-03 |
| 行业   | 政策刺激更新需求，利好多品类龙头           | 2019-06-11 |
| 行业   | 东兴家电专题：关于多品牌布局的一些思考        | 2019-06-03 |
| 行业   | LED照明产业：在集中中走向繁荣           | 2019-05-13 |
| 行业   | 家电行业事件点评：关于政策刺激家电更新需求的一些讨论 | 2019-04-18 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 闵繁皓

金融硕士研究生，2017年5月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。