

纵横交贯，透析家电行业投资机会

——家电行业专题研究系列一

强于大市（首次）

日期：2019年12月18日

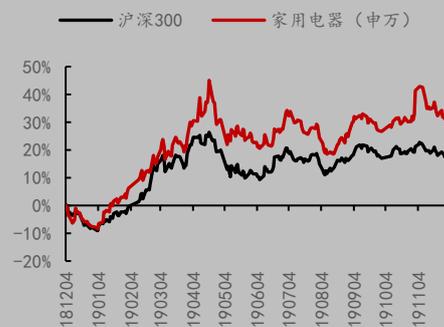
行业核心观点：

我国家电行业各品类集中度均偏高，各行业均具有一定品牌效应。细分行业有较为明显的差距，其中空调、厨电、小家电处于成长期，成长空间较大，冰箱、洗衣机、彩电均处于成熟期，具备结构性机会。地产竣工回暖促厨电需求上升，差异化需求叠加创新渠道开发小家电新市场。智能化、个性化、渠道创新成为未来家电行业趋势。建议重点关注厨电龙头及小家电企业。

投资要点：

- **家电行业增速下行，线上渠道、下沉市场、房地产后周期或成增长点。**2018年7月至今，国内家电市场月度零售额仅2019年3月实现2%的正增长，其余月份均呈现同比负增长态势。农村市场消费增速高于城镇市场，乡村社消零售增速长期高于城镇1-2个百分点。线上销售占比逐渐上升，2019年前三季度主要品类线上零售额已占国内零售35%比重。房地产开工竣工面积增速将结束为期2年的背离，预计竣工面积将逐渐放量，带动家电需求上涨。
- **产业链价值集中在中下游，品牌效应显著，消费需求关注细分品类保有量提升及房地产后周期。**家电产业链上游原材料及零部件集中度较低，话语权较弱。中游家电制造各品类集中度整体较高，除彩电行业高度竞争外，其余品类基本为2-3家龙头企业垄断格局，消费市场品牌效应较为显著。下游需求端增长点主要来源于房地产竣工面积或将提升，厨电、小家电及空调保有量仍有提升空间两个方面。
- **地产竣工回暖促厨电市场需求上升，龙头企业或受益，消费新趋势也具备看点。**以抽油烟机为代表的厨电保有量提升空间较大，2018年抽油烟机城镇及农村百户拥有量仅79.1台及26台，距离测算95台峰值仍有较大空间。竣工数据回暖叠加精装房渠道趋势，头部厨电或将先受益。同时集成灶及部分新兴品类的高速发展也值得关注。
- **创新渠道、差异化需求冲击小家电市场格局，新兴企业存在机遇。**2013年至今小家电市场规模增速保持10%以上。满足个性化需求成为小家电市场增长点。具备高研发能力的传统小家电企业，及以个性化需求及创新渠道开拓市场的新兴品牌均具备成长价值。
- **风险因素：**1、宏观经济下行及房地产回暖不及预期；2、跨行业竞争风险。3、国际形势不利出口风险。

家用电器行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019年12月17日

相关研究

万联证券研究所 20191212_行业策略 - 年报
_AAA_大消费行业 2020 年投资策略报告

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

目录

1. 前言	4
2. 行业整体下行，细分领域机会凸显	4
2.1. 消费数据增速放缓，下沉市场相对占优	4
2.2. 行业整体下行，线上渠道或成增长点	4
2.3. 房地产销售待释放，空调、厨电后周期或将受益	6
3. 产业链价值	8
3.1. 家电行业产业链	8
3.2. 上游零部件大而不强，毛利偏低	9
3.3. 中游品牌价值凸显，寡头垄断为常态	10
3.4. 下游需求空间与渠道创新共进，出口增速下滑	11
4. 不惧家电整体下行，细分领域机会犹存	14
4.1. 空调增速短期回暖，竞争格局利好龙头	14
4.2. 冰箱、洗衣机存量更新为主，高端化趋势明显	16
4.3. 彩电竞争格局不佳，创新品类有望成下一增长点	18
4.4. 地产后周期带动厨电反弹，新兴品类发展迅猛	19
4.5. 线上渠道及创新营销冲击传统小家电市场格局	21
4.6. 智能家电与智能家居，问题犹存但前景广阔	24
5. 投资建议	26
6. 风险提示	26
图表 1: 城乡社会消费品零售总额累计同比 (%)	4
图表 2: 消费者信心指数	4
图表 3: 国内家电市场月度零售额	5
图表 4: 国内商品房月度销售面积 (单位: 万平方米)	5
图表 5: 2019 年前三季度空冰洗、厨电、彩电线上线下零售额 (亿元)	6
图表 6: 2016 年至今住宅新开工面积及竣工面积同比增长率	6
图表 7: 城镇主要家电百户拥有量	7
图表 8: 农村主要家电百户拥有量	7
图表 9: 家电行业中游制造品类分类	8
图表 10: 家电产业链结构图	9
图表 11: 2019 年上半年家电行业三大需求渠道零售额出口额占比 (亿元)	9
图表 12: 2018 年全国空调线下市场市占率	10
图表 13: 2018 年中国冰箱市场网络零售市占率	10
图表 14: 2018 年中国洗衣机市场网络零售市占率	10
图表 15: 截止 2018 年 8 月智能电视市占率	10
图表 16: 2018 年小家电产品线上零售额占比	11
图表 17: 家电下游需求结构图	12
图表 18: 各品类家电线上市场零售额占比变化	12
图表 19: 家电行业主要品类出口规模及同比	13
图表 20: 2018 年出口至美国家电产品占总出口量的比例	13
图表 21: 全国家电行业市场规模变化	14
图表 22: 家电市场分品类零售额规模 (亿元)	14
图表 23: 空调销量及出口量同比	14

图表 24: 空调市场市场份额变化	15
图表 25: 国内空调零售额线上线下同比增长率	15
图表 26: 城乡居民冰箱平均百户拥有量	16
图表 27: 城乡居民洗衣机平均百户拥有量	16
图表 28: 冰箱市场品牌集中度变化	17
图表 29: 冰箱市场产品类别市场份额 (%)	17
图表 30: 洗衣机市场品牌集中度变化	17
图表 31: 洗衣机市场产品类别市场份额 (%)	17
图表 32: 彩电季度销量及同比 (万台)	18
图表 33: 城镇及农村彩电平均百户拥有量	18
图表 34: 城乡抽油烟机平均百户拥有量	20
图表 35: 城镇居民抽油烟机百户拥有量分地区	20
图表 36: 抽油烟机销量及同比	20
图表 37: 精装房占比	21
图表 38: 精装房厨电项目套数 (万套)	21
图表 39: 2 万房价以下 (79.3%) 精装厨电市场份额	21
图表 40: 2-5 万房价 (18.3%) 精装厨电市场份额	21
图表 41: 中国小家电市场规模 (亿元)	22
图表 42: 2019H1 线上市场分品类产品零售额同比	22
图表 43: 家电产品成长周期示意图	22
图表 44: 小家电市场需求转变示意图	23
图表 45: 直播、社区化及 KOL 营销示例	24
图表 46: 智能家电的发展示意图	24
图表 47: 近期与智能家电相关政策	25

1. 前言

消费升级发生在各个消费行业中，家电作为一个发展比较成熟的行业，虽然整体增速缓慢，但部分细分行业仍受益于消费升级，焕发出勃勃生机。本篇报告旨在为投资者解析家电行业的整体趋势，产业链剖析，以及各细分行业的投资机会。

2. 行业整体下行，细分领域机会凸显

2.1. 消费数据增速放缓，下沉市场相对占优

我国社会消费零售总额增速自 2011 年起至今均大致保持下降趋势。消费零售增速的虽然多年均呈现下降态势，但始终维持着约 8% 以上的高增速，在世界经济发达体横向对比中仍然位居前列。同时，我国社消零售体量巨大，30 年来的高速增长已经将零售总额推高至 2018 年 38 万亿的水平，其中 32.5 万亿由城镇居民贡献，其余 5.5 万亿来自农村。另一方面，从持续走高的消费者信心指数也可以看出，社会消费零售总额增速的放缓并不意味着居民消费力的日渐式微，其原因主要可能是当前消费市场已经进入结构化升级阶段，个性化、服务类消费渐渐成为重要支柱，但社会消费零售总额以商品消费为基准，不包含旅游、文化等消费类别。

整体增速下行，乡村市场自 2013 年起增速持续高于城镇。虽然乡村市场社消总额体量仅约为城镇总额的六分之一，但其增速近年来均显著高于城镇。2018 年全年城镇消费总额同比增长 8.79%，同期乡村市场增长 10.12%。这显露出市场正在向下沉领域转移。下沉市场基数较低，居民房价压力相对城市较小，生活节奏更慢。“有钱有闲”的下沉市场客户群体相对消费弹性更强逐渐成为市场共识。

图表1：城乡社会消费品零售总额累计同比 (%)



图表2：消费者信心指数



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

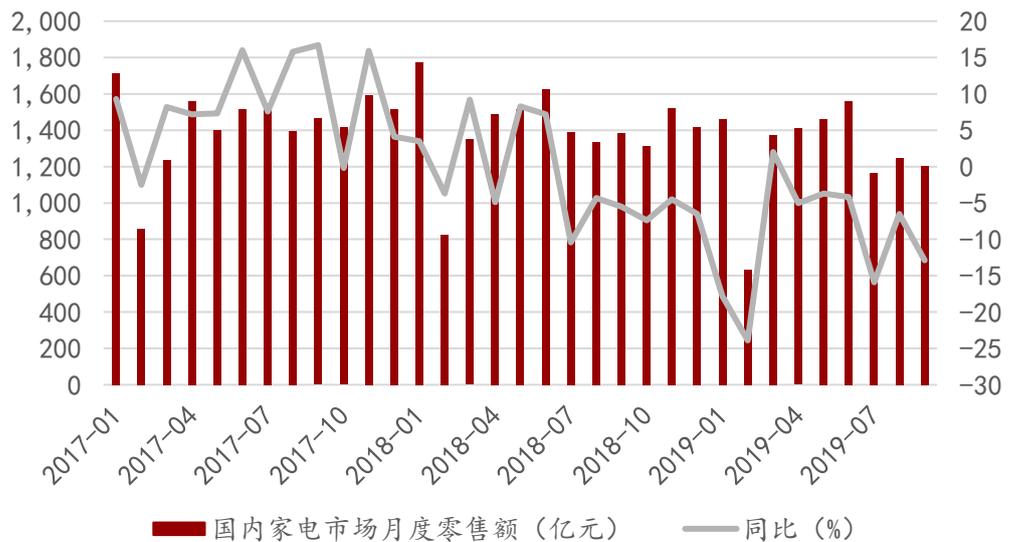
资料来源：Wind、万联证券研究所整理

2.2. 行业整体下行，线上渠道或成增长点

自 2017 年末至今，家电行业整体零售增速呈现下降趋势。2018 年 7 月至今，仅 2019

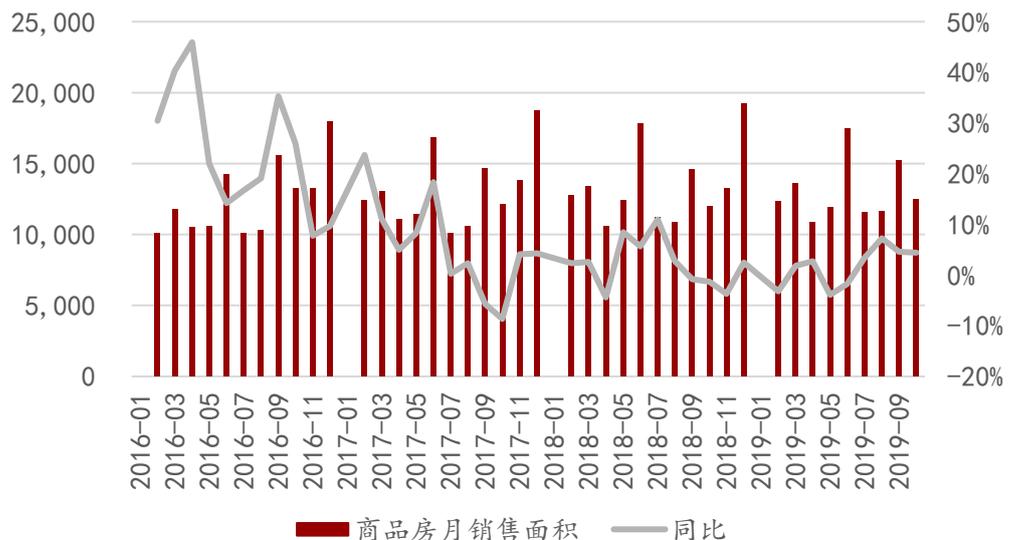
年 3 月实现 2% 的正增长，其余月份均呈现同比负增长态势。行业下行首先来源于宏观经济的持续下行，GDP 增速从 2018 年一季度 6.8% 持续下探至 2019 年三季度 6.0%。经济的下行带动社会消费零售总额增速的下降，家电作为可选类消费，零售额下滑符合预期。其次，房地产后周期的性质使得家电行业商品房销售的依赖较为明显，2016 年商品房销售面积增速维持在约 10%-40% 区间，造就了 2017 年家电至 2018 年上半年家电市场的景气，而随着 2017 年商品房销售逐渐降温，2018 年下半年起家电零售也随之呈现降档减速的市场表现。

图表3：国内家电市场月度零售额



资料来源：中怡康、万联证券研究所整理

图表4：国内商品房月度销售面积（单位：万平方米）

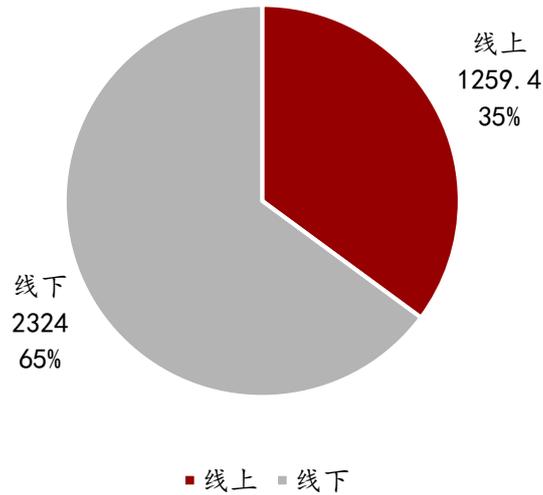


资料来源：Wind、万联证券研究所整理

线上渠道渐成主流。奥维云网统计数据 displays, 2019 年前三季度主要家用电器（空调、冰箱、洗衣机、厨电、彩电）线上零售额为 1259.4 亿元，占比线上线下总额的 35%。而据中国电子信息产业发展研究院发布的《2019 上半年中国家电市场报告》，今年上

半年线上渠道对家电销售的贡献率进一步加大，首次超过 40%。线上渠道的增长也渐渐成为业内共识。除此之外，据 TechWeb 报道，据拼多多方面透露的数据显示，截止 2019 年 6 月，拼多多空调类目销售额及订单数同比增长双双突破 200%。这一部分源于今年上半年拼多多力度较大的促销，另一方面也是因为下沉市场叠加线上市场双红利带来的业绩提振。

图表5：2019年前三季度空冰洗、厨电、彩电线上线下零售额（亿元）

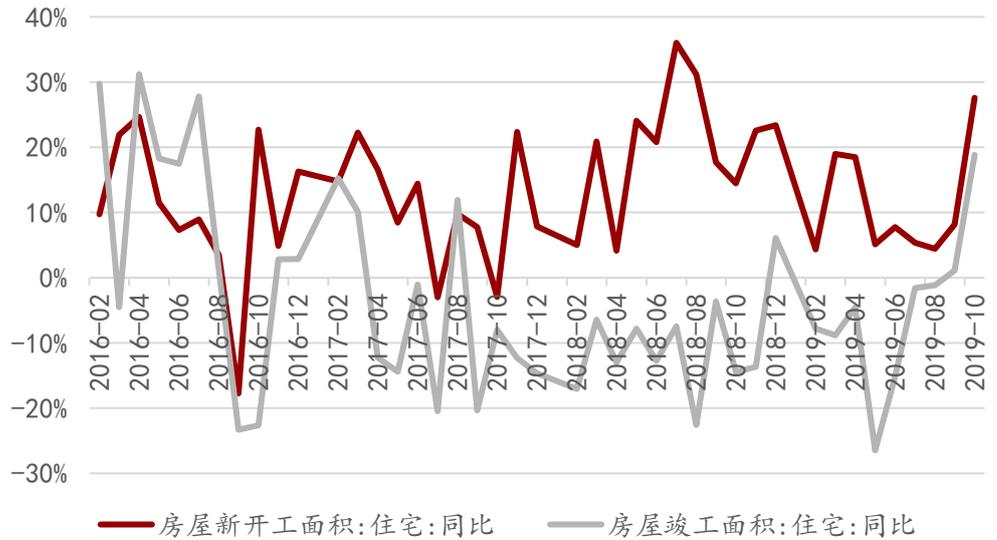


资料来源：奥维云网、万联证券研究所整理

2.3. 房地产销售待释放，空调、厨电后周期或将受益

房地产竣工面积有望改善，后周期行业或将受益。传统家电行业具有地产后周期行业的性质，新房竣工收楼后，将会对空调、冰箱、洗衣机、抽油烟机等耐用电器产生相对刚性的需求。根据国家统计局公布的房屋新开工面积及竣工面积计算，新开工面积与竣工面积增长率在 2017 年 10 月后产生背离，新开工面积增速显著高于竣工面积增速，这意味着房企推迟交楼以等待房地产调控变化。但背离实际上会受到房企资金趋紧的问题而不可持续，2019 年下半年起住宅竣工面积增速快速上升，背离现象逐渐消失，或将带动住宅竣工快速增长，从而推动后周期行业的景气。

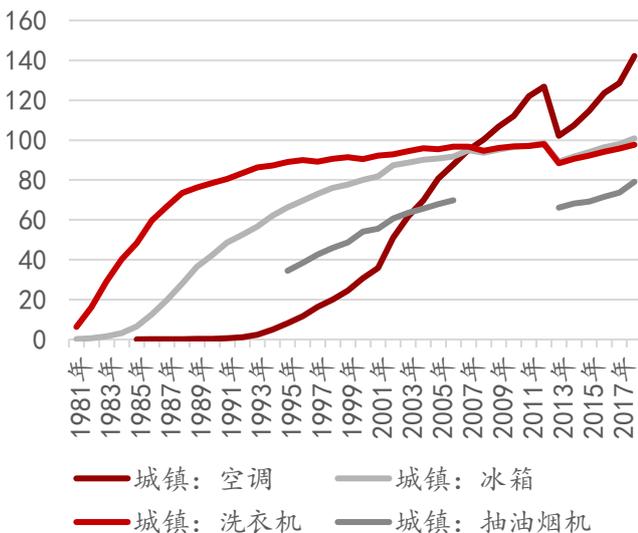
图表6：2016年至今住宅新开工面积及竣工面积同比增长率



资料来源：国家统计局、万联证券研究所整理

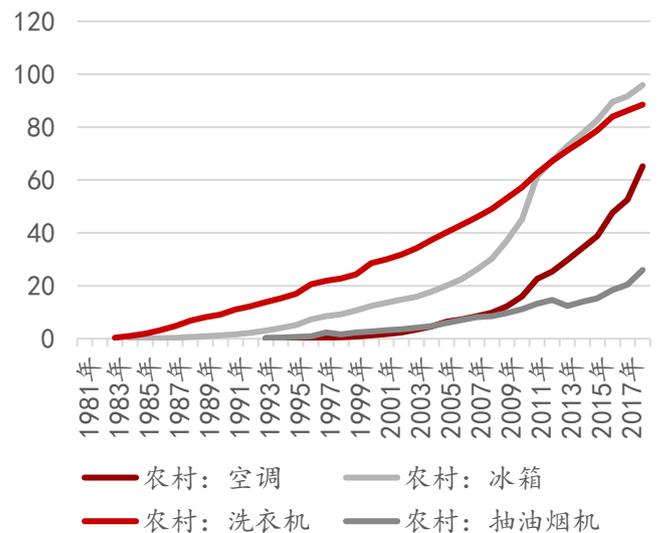
厨电、空调市场空间充足。据奥维云网数据显示，房产市场上目前精装及全装配置抽油烟机和灶具的比例超 95%，远高于当前渗透率，而精装全装又是当前市场的主流，厨电市场预计将在房地产后周期中有较好表现。从耐用品百户保有量数据来看，城镇冰箱洗衣机 2018 年百户保有量已达到 100.9 台及 97.7 台，近 10 年均没有显著增长，城镇冰洗市场已从增量市场转变为存量市场，而农村冰洗保有量也已上升至 95.9 台及 88.5 台，接近城镇水平。而抽油烟机与冰洗性质相似，都是一户一件属性的家用电器，但城镇 79.1 台/百户和农村 26 台/百户的保有量意味厨电仍有巨大的增长空间。而空调方面，我们对标生活方式相近的日本的数据，2018 年日本空调保有量高达 281.3 台/百户，而我国同期城镇仅 142.2 台，农村仅 65.2 台，结合我国相比日本更加靠近赤道，平均温度更高，保有量仍有巨大上升空间。

图表7：城镇主要家电百户拥有量



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

图表8：农村主要家电百户拥有量



资料来源：Wind、万联证券研究所整理

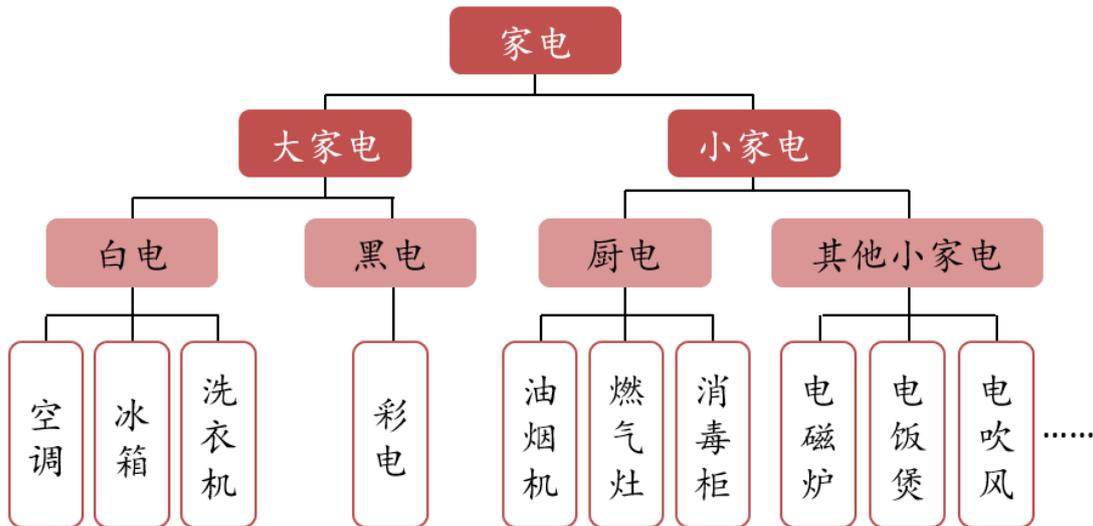
3. 产业链价值

3.1. 家电行业产业链

家电产业链相对较短，核心环节集中度较高。家电产业链的最上游主要是钢板、工程塑料、铜、铝等大宗原材料，大约占据最终产品 50% 的成本。随后环节是机械零部件及电子零部件，前者包括用于空调的阀门、用于冰箱的压缩机、冷凝器等等，后者包括电视的面板及芯片等。因为大宗商品原材料本身下游需求非常广阔，我们在研究家电产业链时不列为重点，但不可否认原材料价格的涨跌对下游生产销售也会造成较为明显的影响。上游零部件端代表公司有三花智控、顺威股份、海立股份、康盛股份等。除此之外，美的与格力选用自配套压缩机龙头美芝与凌达，占据近六成市场份额。

中游家电制造分为不同品类，每个品类内部市场集中度有所差别，但总体偏高。家电制造业主要分为大家电、小家电两大块领域，共 4 个细分类别，以空调、冰箱、洗衣机为核心的白电及以彩电为主的黑电属于大家电领域，而厨房电器及其他诸如电磁炉、电饭煲、电吹风等生活小家电类别统称小家电。白电领域主要由美的集团、格力电器、海尔智家垄断，而以彩电为主的黑电代表公司有海信家电、TCL 集团等。厨电代表公司包括老板电器、华帝股份、浙江美大等，小家电代表包括传统的美的集团、苏泊尔、九阳股份，以及后来者小熊电器、新宝股份等。

图表9：家电行业中游制造品类分类



资料来源：Wind，万联证券研究所

产业链下游面向经销商及消费者，三大支柱构成下游需求端。中国是一个家电大国，除国内传统线下销售及新兴线上渠道外，有相当一部分比例面向海外市场。以全国家用电器工业信息中心数据，2019 年上半年线下渠道零售 2656 亿元，占比 46%，线上渠道零售 1469 亿元，占比 26%，除此之外上半年累计出口 1636 亿元，占比 28%。传统线下销售渠道包括旗舰店、KA（国美、苏宁）、区域性连锁商店、乡镇专卖店等，在内销市场中占据约六成份额，仍占主流，但比例逐年被线上渠道削弱。线上渠道零售份额中，京东、苏宁、天猫三家独大，据全国家电工业信息中心数据，2018 年线上市场零售中，这三家占据了 93.9% 的份额。出口端，2019 年上半年 1636 亿元，同比增长 5.5%，同期国内家电零售额 4125 亿元，同比下滑 2.1%。受到贸易摩擦带来的不稳定因素影响，下半年出口端预计将有所下滑。

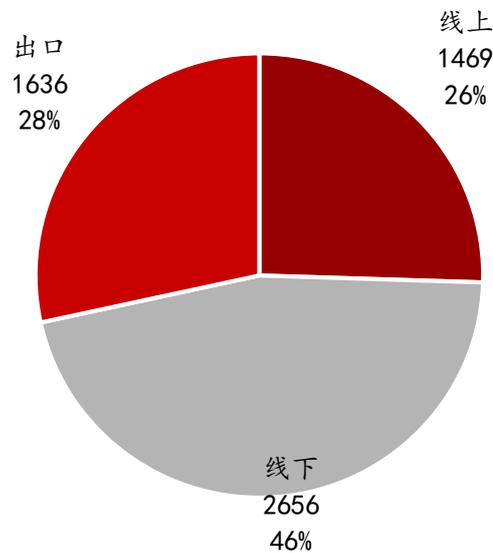
图表10：家电产业链结构图



资料来源：万联证券研究所

*其中奥克斯以奥克斯国际在港股上市；米家以小米集团在港股上市；方太厨电未上市。

图表11：2019年上半年家电行业三大需求渠道零售额出口额占比（亿元）



资料来源：全国家用电器工业信息中心、万联证券研究所整理

3.2. 上游零部件大而不强，毛利偏低

家电上游零部件环节因竞争充分，生产企业相对分散，导致产业链议价能力较弱，毛利普遍偏低。以空调为例，成本大致由压缩机、电机、其他配件构成，其中成本占比最大的压缩机约占据 30% 比重。虽然压缩机具备一定技术壁垒，行业进入门槛较高，但总体而言国内压缩机行业存在产能过剩的现象。长虹华意 2019 年中报披露其压缩机业务毛利率仅 12.51%，海立股份 2019 年中报披露压缩机及相关制冷设备毛利率

14.3%。虽然压缩机领域已经形成了较大的规模，但大而不强，毛利率低的行业背景削弱了业内公司的投资价值。

其他零部件领域，制冷配件我国主要的厂商包括三花智控、盾安环境和康盛股份等。上游零部件中仅有少数掌握核心技术，具备技术壁垒的公司有较好的持续盈利能力，例如以四通阀为核心产品的三花智控，能够长期维持 25% 以上的毛利率。

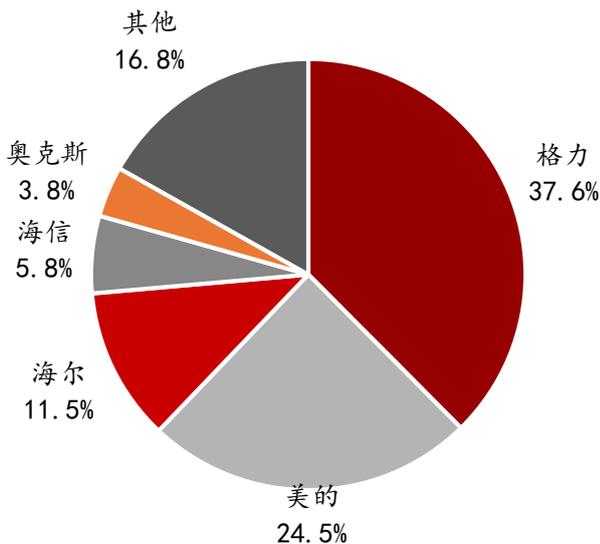
3.3. 中游品牌价值凸显，寡头垄断为常态

家电领域中游主要是家用电器整机厂。业界通用的方式将家电分为大家电与小家电两大类，其中大家电包括空调、冰箱、洗衣机为主的白色家电及以电视为代表的黑色家电，而小家电包括以抽油烟机、燃气灶、消毒碗柜、热水器为代表的厨卫小家电，和品类繁多的其他生活小家电，包括电热水壶、电压力锅、电饭煲、电磁炉、电风扇、电熨斗等。

传统的白电黑电大家电领域以耐用品消费为主，高行业壁垒主要来自于品牌价值。空调领域，根据奥维云网《2018 年家用空调市场分析报告》数据显示，2018 年空调市场总销售额达 2010 亿元，同比增长 4.1%，其中销量前三分别为格力、美的、海尔，三者合计市占率高达 71.17%，其中线下市场为 73.6%。全行业 CR10 约为 95.17%，市场呈现寡头垄断格局。

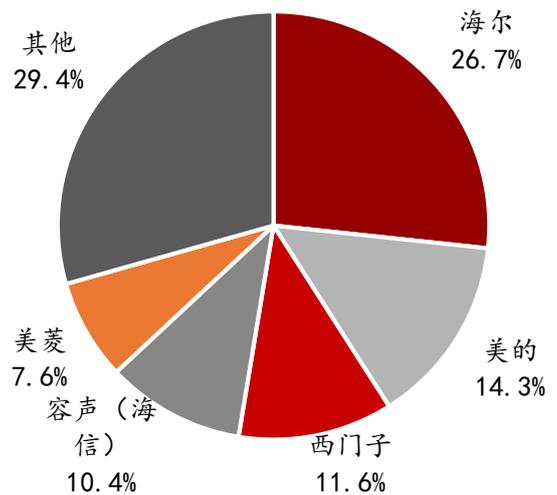
相似的市场竞争格局在冰箱、洗衣机领域同样存在，据智研咨询数据，2018 年海尔、美的、西门子、海信 4 家企业共占据了冰箱线上市场 63% 的市场份额，海尔、小天鹅、西门子、美的共占据了洗衣机市场 66.1% 的市场份额。电视领域垄断程度相对较低，但 CR4 仍高达 60.7%，CR10 为 93.2%，其中国内厂家前 4 名海信、创维、TCL、小米共计占有 41.1% 市场份额，国产化程度相对其他家电领域较低。白色家电领域呈现赢者通吃的现象，格力美的双寡头占据空调市场六成以上的份额，海尔、美的均在三个大白电领域都有相当强势的表现。品牌价值或许是行业竞争力的核心。

图表12：2018年全国空调线下市场市占率



资料来源：中怡康、万联证券研究所整理

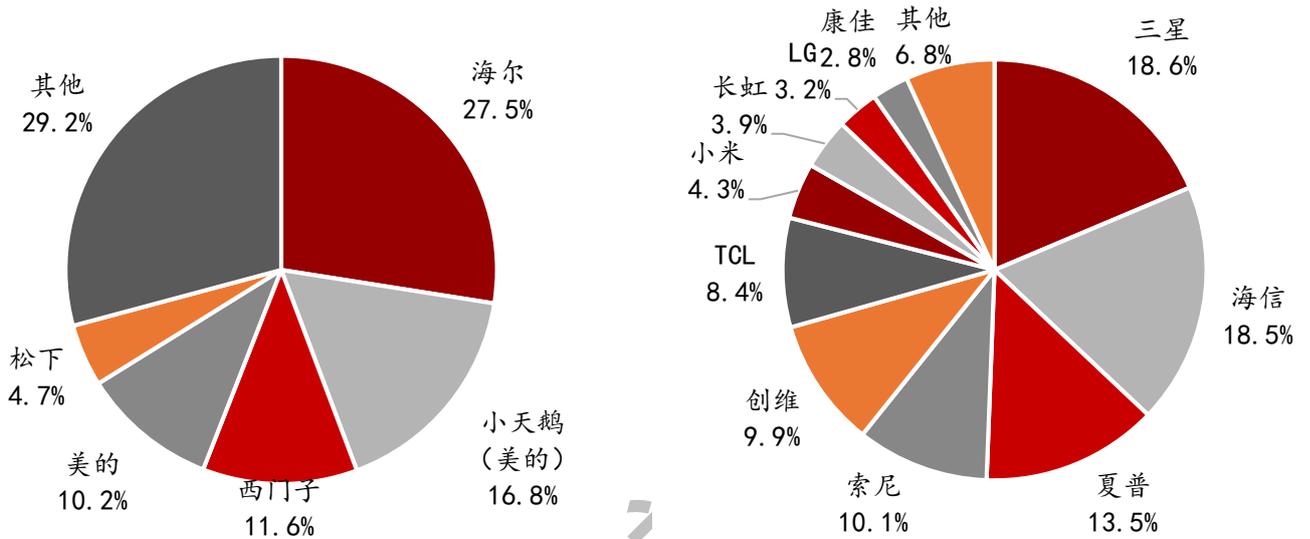
图表13：2018年中国冰箱市场网络零售市占率



资料来源：前瞻产业研究、万联证券研究所整理

图表14：2018年中国洗衣机市场网络零售市占率

图表15：截止2018年8月智能电视市占率

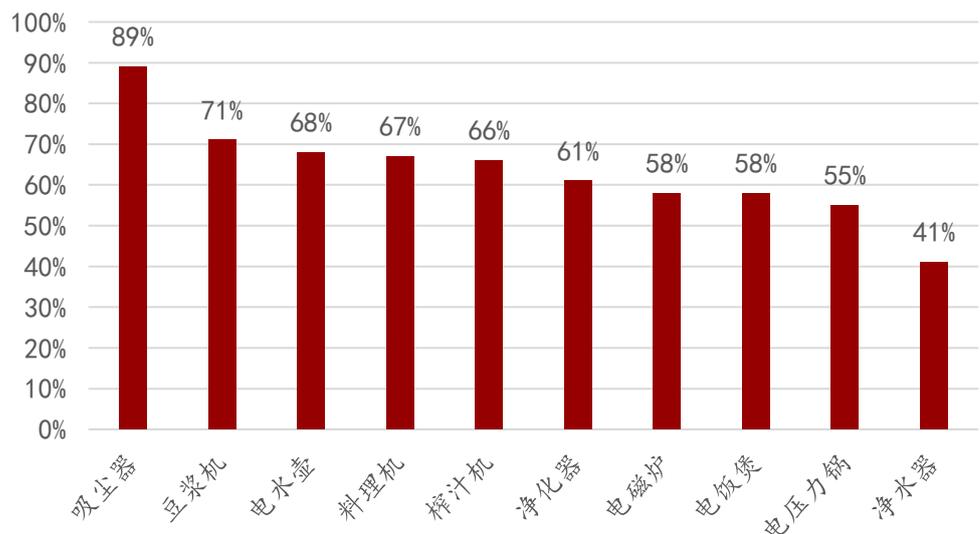


资料来源：前瞻产业研究、万联证券研究所整理

资料来源：前瞻产业研究、万联证券研究所整理

差异化需求打造小家电领域核心竞争力。有别于传统白电黑电，小家电领域品类繁多，除了传统的厨卫电器以外，厨房小电器、家居小电器、个护小电器三大小家电类别中又有多个不同产品。品类繁多叠加功能性而非品牌主导的市场，小家电不同细分领域的市场集中度有较大差别。其中进入中国家庭时间较早的产品市场集中度较高，例如抽油烟机、电饭煲、电磁炉等，在这些较为优质的赛道中，美的、苏泊尔、九阳卡位较早，占据了主要的市场份额。在线上渠道出现之前，小家电线下渠道基本由美苏九三家占据，而近年差异化打法叠加线上渠道，新兴品牌市场逐渐被打开，小熊电器、米家、摩飞（新宝股份）等通过捕捉差异化需求成功突破传统品牌与规模壁垒，个性化与非计划需求成为增长点。

图表16：2018年小家电产品线上零售额占比



资料来源：奥维云网、万联证券研究所整理

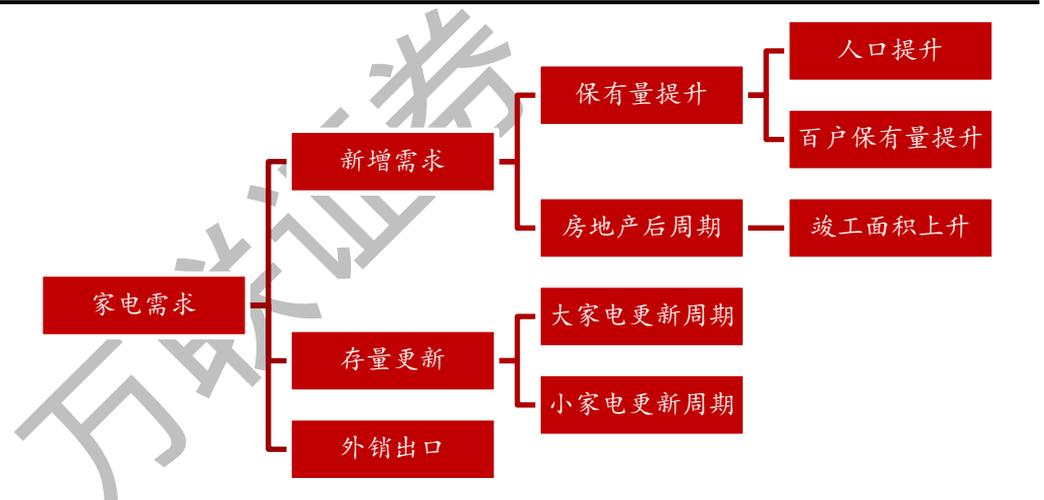
3.4. 下游需求空间与渠道创新共进，出口增速下滑

家电行业下游为零售端，包括内销及出口两大方面。从内销需求角度看，部分品类保有量提升及新增住宅派生的家电需求是家电消费需求的主要来源。家电的消费内需可

分为两大块，即新增需求与存量更新。传统的大家电包括厨卫电器领域具备更新周期长的特点，空调、冰箱、洗衣机、热水器和抽油烟机家电往往 10 年左右才会换新一次。而小家电领域更新周期估计只有 3-6 年。

新增需求方面，主要有两个来源，一是部分品类的保有量仍具有较大的提升空间，二是新房交付后带来的后地产周期效应。以卫计委 2017 年预测的中国人口总数看，人口峰值为 14.5 亿，到 2050 年下降到 13.8 亿，2018 年全国人口为 13.95 亿。由此看出，我国人口总数未来预计将维持在 14 亿左右，人口红利不再，家电行业不会从中受益。而从百户保有量提升的角度看，空调、厨电仍有较大的需求空间。另一方面，房地产竣工面积可能在中期释放，具备带动家电复苏的可能性。

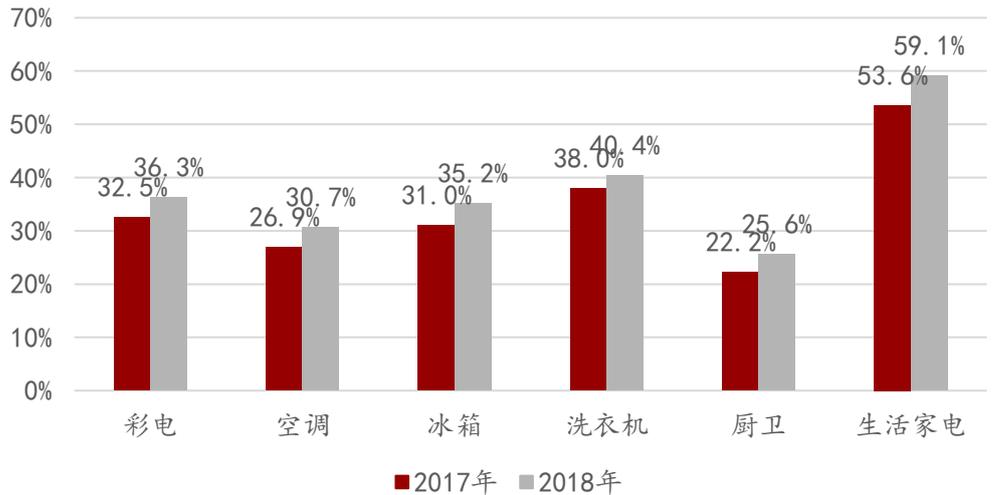
图表17：家电下游需求结构图



资料来源：Wind，万联证券研究所整理

渠道由线下向线上发展，传统市场格局改变。以空调领域为例，传统销售渠道中，格力、美的、海尔长期占据前三的市场份额，2006 年以前以低价策略攻占市场失败的奥克斯，2018 年以 26.02% 的线上零售额占比将格力、美的、海尔甩在身后，站稳行业第一。同样的市场格局变化也发生在家电领域。小家电领域，2017 年苏泊尔国内销售 62% 均由独立零售商、卖场、专营店贡献，第三方零售为主要销售渠道。而 2018 年不少小家电的品类线上零售额占比已经超过六成，子版块生活家电线上市场零售额 2018 年已上升至 59.1%。

图表18：各品类家电线上市场零售额占比变化



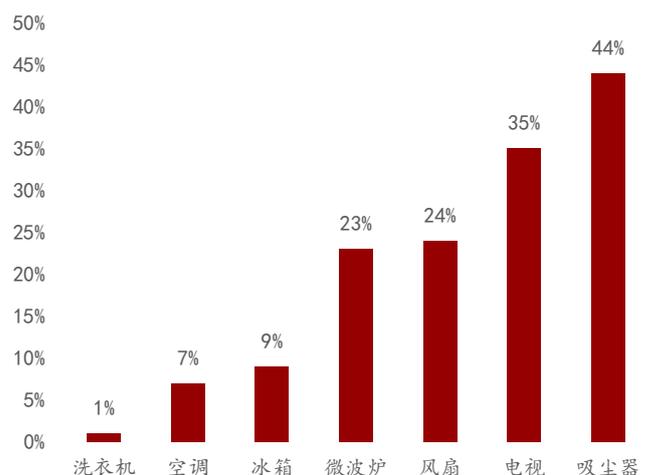
资料来源: Wind, 万联证券研究所整理

出口端下滑明显, 主要受黑电出口拖累。中国作为家电大国, 出口在行业中也占据不小的比例。但以空调、冰箱、洗衣机、彩电等几个主要出口品类统计, 家电行业出口规模自 2018 年一季度增速到达顶峰后开始下滑, 2019 年 10 月同比下降 10.2%。2019 年 8 月 2 日, 美国公布新的 3000 亿加征关税清单中, 家电产品主要包括榨汁机、吹风机、电视机、机顶盒、电热锅、电烤箱、洗衣机及的各种零部件, 将于 9 月 1 日起加征 10% 关税。而中国出口美国的所有商品中, 传统冰箱、空调、洗衣机占比分别为 1%、7%、9%, 占比较低, 影响较小, 微波炉、风扇、电视、吸尘器等品类占比较高, 均超过 20%。因此我们认为贸易摩擦对家电行业出口具有一定的负面影响。下图主要品类出口规模增速的下滑主要, 原因之一是 2017 年及 2018 年出口基数较大, 原因之二是出口份额中, 彩电、DVD、扬声器三个黑电代表品类占整体出口额约 40%, 受贸易摩擦影响, 黑电出口下滑明显拖累整体, 白电出口维持小幅增长, 影响不大。

图表19: 家电行业主要品类出口规模及同比



图表20: 2018年出口至美国家电产品占总出口量的比例



资料来源: 海关总署, 万联证券研究所整理

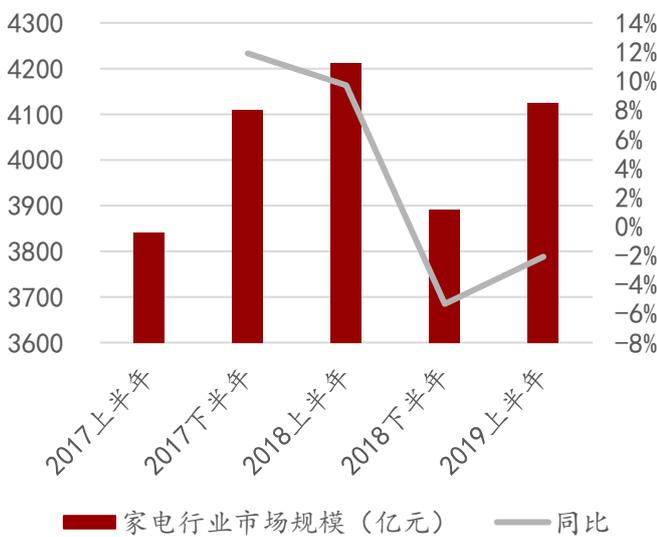
*细分品类仅包括电扇、空调、冰箱、洗衣机、微波炉、彩电、DVD播放机、扬声器

资料来源: 国家统计局, 万联证券研究所整理

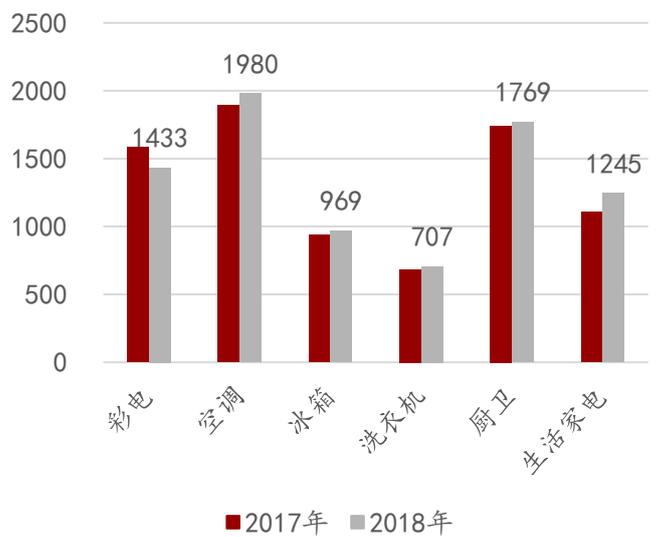
4. 不惧家电整体下行，细分领域机会犹存

家电行业市场规模整体下行，细分领域表现不一。根据国家家用电器工业信息中心数据，2018年全国家电市场规模为8104亿元，同比2017年增长1.9%。但2018年下半年及2019年上半年家电市场总规模均呈现同比下降趋势，2018年上半年全行业零售额3891亿元，同比下降5.3%，2019年上半年4125亿元，同比下降2.1%。除宏观经济下行及房地产表现较弱的原因之外，2017年零售额高基数也是增速下滑的原因之一。从细分品类看，除彩电外，其余各品类销售额均有上升，其中生活电器涨幅最为明显，2018年同比上升约12.5%。空调作为家电板块中份额最大的细分品类，2018年上涨4.5%。

图表21：全国家电行业市场规模变化



图表22：家电市场分品类零售额规模 (亿元)



资料来源：全国家用电器工业信息中心、万联证券研究所整理

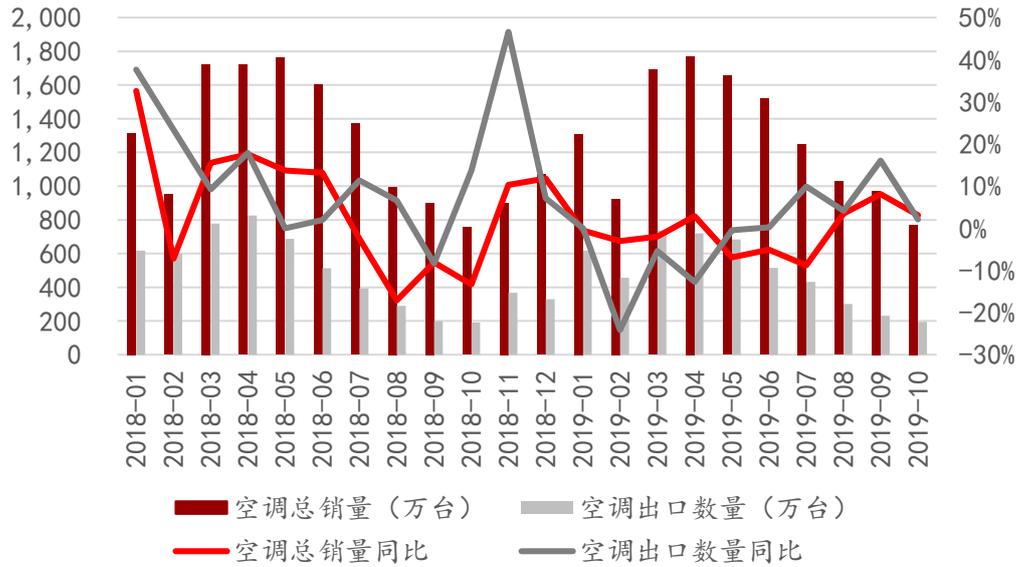
资料来源：全国家用电器工业信息中心、万联证券研究所整理

*2017年下半年同比增速为全年增速

4.1. 空调增速短期回暖，竞争格局利好龙头

空调销量整体下滑，但短期有所回暖。内销平稳，出口恢复较好。据产业在线数据，2018年家用空调总销量为15069.1万台，同比增长6.3%，相比于2017年31%增速有所放缓。2019年1-10月总销量12887万台，同比2018年1-10月下滑16.3%，整体销量有较为明显的下滑。原因可能包括今年南方凉夏及国内整体消费增速放缓等多方面的影响，但以市场空间代表的增长潜力看，空调仍是优质赛道之一。下半年增速回暖，8-10月连续正增长超市场预期，短期回暖明显。主要原因可能包括经销商乐观预期，提货积极性较强。从海关总署出口数据角度看，2019年下半年增速回暖明显，2019年9月出口数量同比增长16.1%，出口恢复较好。在整体看多的市场背景下，空调增速有望延续。

图表23：空调销量及出口量同比



资料来源：产业在线，海关总署，万联证券研究所整理

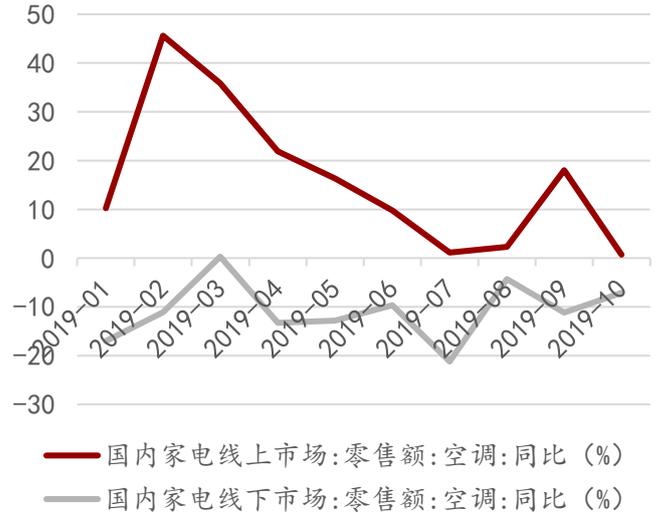
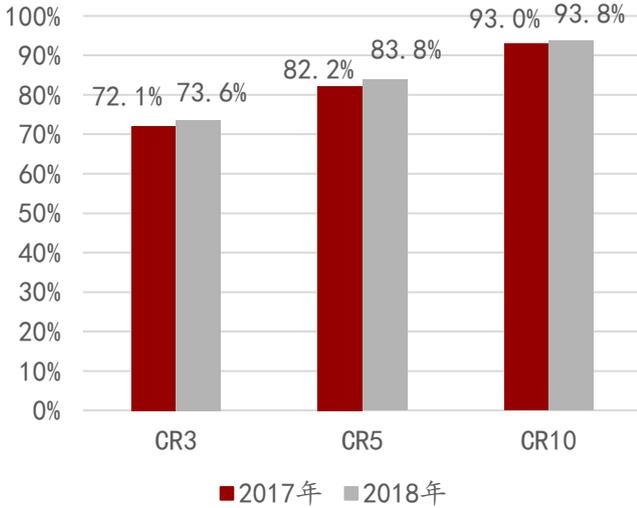
行业集中度提升，同时线上份额重要性显现。据家用电器工业信息中心数据，空调市场集中度近2年持续提升，品牌效应越加明显。传统龙头企业在供应链及品牌价值方面的竞争力相对于新兴厂家有优势是其中一点原因，另外传统龙头格力、美的、海尔纷纷在降低均价的同时布局线上渠道是直接原因之一。在线上零售增长速度远高于线下的背景下，任何忽视线上渠道的企业都很可能存在较大的市场风险。

龙头陆续降价保量抢占市场份额，2020年市场或继续利好龙头品牌。2019年空调行业较为明显的特征是企业纷纷降价保量。据中怡康渠道数据，2019年前三季度空调市场均价同比下降4.4%，其中美的均价下降7.8%，海尔均价下降3.5%，奥克斯均价下降6.7%，龙头品牌中仅格力未降价。而市场给出的反应也非常直接，10月零售额份额角度，美的市场份额同比上升4.31%达到29.74%，海尔空调同比增长1.76%至13.44%，格力空调下滑2.15%至35.76%。而在今年双十一期间，格力改变策略，借“让利30亿打击低质伪劣产品”大幅调低价格，三家龙头均价基本持平。以最近一次空调市场价格战为参考，2014年美的的降价提升市场份额，对格力产生压制，次年2015年格力反击降价，格力自身份额大幅反弹的同时并未伤及美的，而是形成了一次实质上的行业洗牌，中下游品牌受到明显压制。

基于上述逻辑，我们认为在当前市场竞争格局延续的前提下，空调市场后续集中度将继续提升，龙头企业可能将继续保持竞争优势。除此之外，十年家电下乡更新潮将叠加2020年炎夏预期，空调需求或将释放，空调市场后续复苏中受益可能更多偏向于龙头企业。

图表24：空调市场市场份额变化

图表25：国内空调零售额线上线下同比增长率

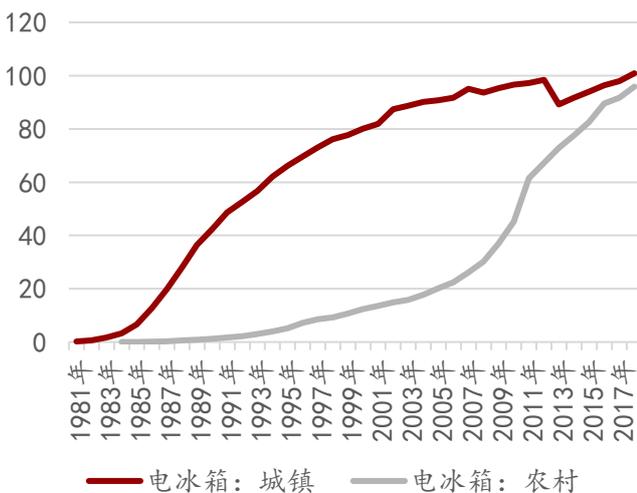


资料来源: 全国家用电器工业信息中心、万联证券研究所整理 | 资料来源: 奥维云网、万联证券研究所整理

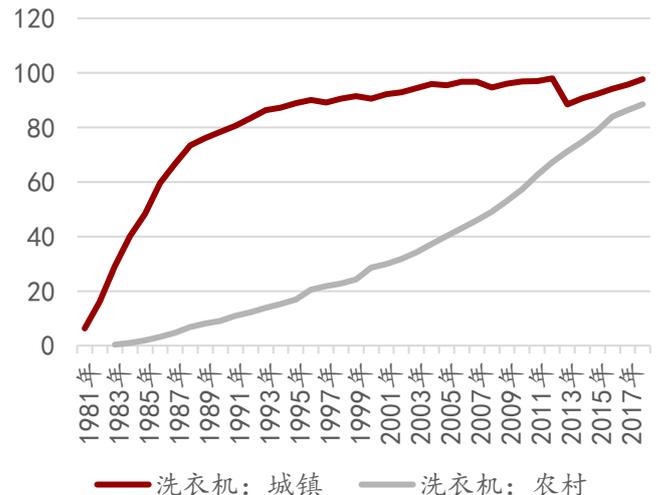
4.2. 冰箱、洗衣机存量更新为主，高端化趋势明显

冰箱洗衣机增量空间较小，出口带动维持需求。据国家统计局数据，2018年城镇冰箱和洗衣机百户拥有量分别为100.9台及97.7台，与“一户一台”的水平相当，而农村冰箱保有量也同样接近100台，洗衣机保有量88.5台，保有量预计也将停止快速增长。据全国家用电器工业信息中心及海关总署数据，2019年上半年国内市场冰箱整体零售额为658亿元，前两季度同比分别下降4.4%及1.0%，上半年同期出口金额约合人民币216.5亿元，累计同比增长10.9%。洗衣机市场相对较好但表现仍然较弱，2019年上半年国内零售总额358亿元，同比增长2.7%，同期出口额约合人民币97亿元，同比上升11.6%。出口成冰洗行业需求的增长引擎。

图表26: 城乡居民冰箱平均百户拥有量



图表27: 城乡居民洗衣机平均百户拥有量



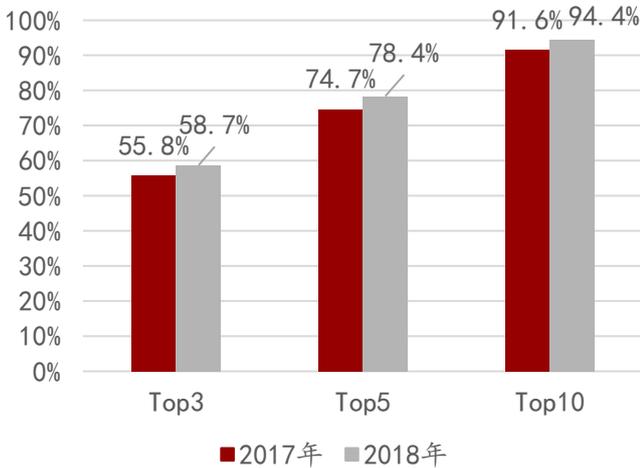
资料来源: Wind、万联证券研究所整理

资料来源: Wind、万联证券研究所整理

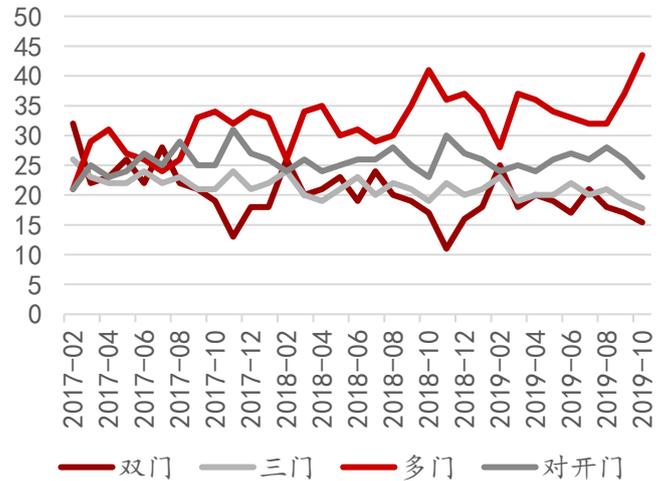
冰箱集中度持续提升，多门高端化趋势显现。冰箱市场品牌格局较为稳定，海尔冰箱位居市场份额第一，占据30%以上的市场份额，其后美的、西门子、容声、美菱均占据10%左右的份额。行业增速放缓，产品生命周期进入成熟期背景下，市场集中度持

续提升。同时，冰箱市场内部多门高端化趋势逐渐显现，多门冰箱市场份额逐渐上升并对双门、三门冰箱产生挤压。据家电工业信息中心数据，2018年冰箱行业在零售额同比增长的同事零售量同比下降，这意味着冰箱均价的上升，结合多门市场份额上涨，我们可以认为冰箱市场有向高端化发展的趋势。

图表28：冰箱市场品牌集中度变化



图表29：冰箱市场产品类别市场份额 (%)



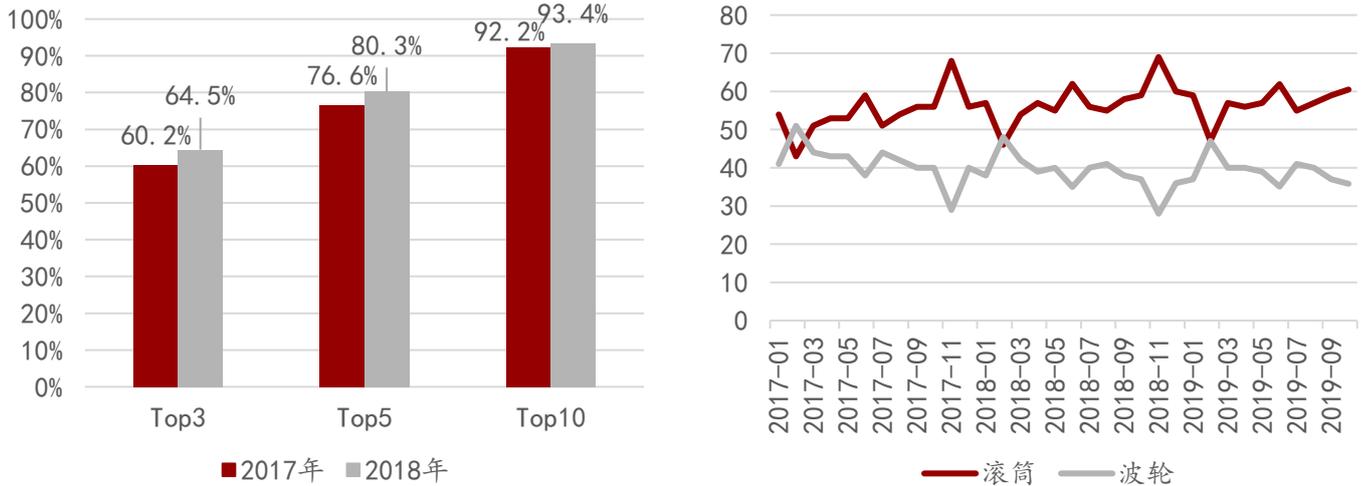
资料来源：全国家用电器工业信息中心，万联证券研究所整理

资料来源：中怡康时代，万联证券研究所整理

洗衣机市场集中度提升，滚筒、洗干一体、大容量成发展趋势。类似于冰箱市场，洗衣机市场竞争格局也相对稳定，海尔及美的(包括小天鹅)占据50%以上的市场份额，西门子、松下、惠而浦等厂家占据份额较小。洗衣机产品生命周期类似于冰箱，同样处于市场集中度持续提升的成熟期，预计集中度趋势仍将持续。从产品类别来看，洗衣机市场主要由滚筒洗衣机和波轮洗机构成，前者市场份额缓慢提升逐渐替代波轮洗衣机成为主流。同时在滚筒洗衣机内细分中，洗干一体机发展迅速，2019年上半年洗干一体机在洗衣机线下市场份额由去年同期31.2%上升至35.6%，市场份额持续扩大。从容量角度看，2019年上半年波轮8-9kg在波轮洗衣机线下市场的份额同比上升16%至39.7%，滚筒洗衣机10kg在滚筒洗衣机线下市场的份额同比上升17%至55.5%。滚筒洗衣机、烘干功能、大容量成洗衣机市场发展趋势。产品结构的优化也提升了市场均价，据全国家电工业信息中心数据，2019年上半年线下市场监测均价同比增长3.8%。

图表30：洗衣机市场品牌集中度变化

图表31：洗衣机市场产品类别市场份额 (%)



资料来源：全国家用电器工业信息中心，万联证券研究所整理
资料来源：中怡康时代，万联证券研究所整理

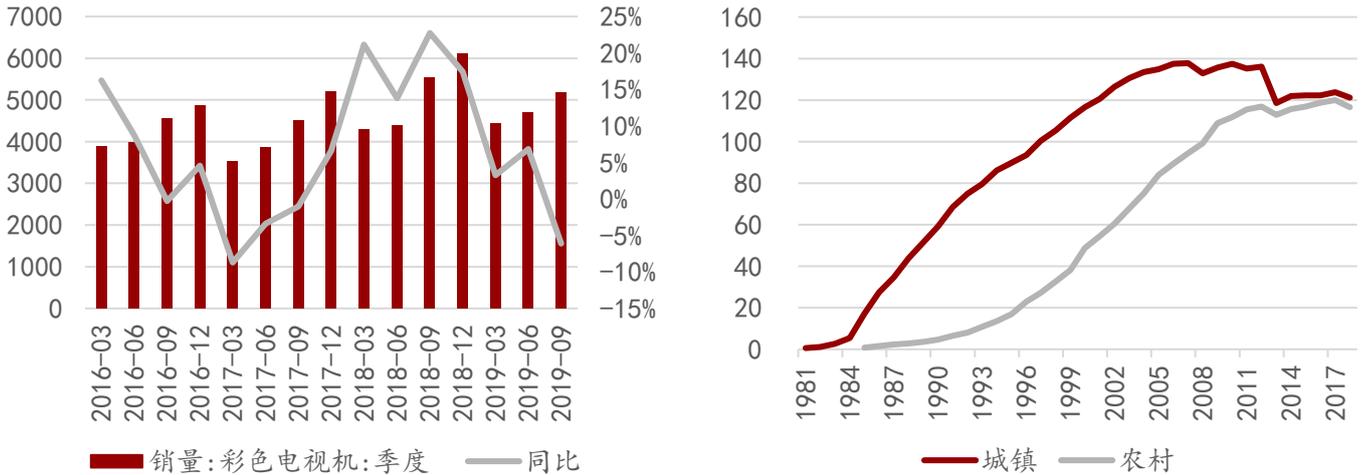
根据上述逻辑，市场集中度不断提升，功能升级趋势明显，出口份额重要性提升。市场多个变化均对企业的品牌力提出要求，在冰洗领域具备向高端化转移的技术能力的公司或能更多地受益。

4.3. 彩电竞争格局不佳，创新品类有望成下一增长点

彩电市场规模下降明显，竞争格局不佳。彩色电视机作为进入中国家庭最早的家电品类之一，其保有量水平早已进入饱和状态，2018年城镇与农村居民彩电百户拥有量分别为121.26和116.58，相比于2017年均略有小幅下滑。彩电渗透率较高，需求主要由更新需求为主。零售规模方面，据家电工业信息中心数据，2018年中国彩电市场零售量4705万台，零售额1433亿元，分别同比下跌1.10%和9.59%，2019年累计零售额637亿元，同比增长率为-11.0%。整体下滑趋势明显。市场规模的萎缩首要原因是互联网、手机等新兴娱乐方式对以电视为核心的传统家庭娱乐方式的替代，使得彩电需求从根源上收缩，其次高保有量及渗透率也意味着新增需求放量困难，存量更新市场竞争激烈。相比于空调、冰箱、洗衣机市场的高集中度而言，彩电市场集中度较低，市场竞争充分，三星、海信、夏普、创维、TCL、索尼多家厂商市场份额相当，而存量竞争市场导致厂家间价格战频繁，往往形成双输格局。彩电市场环境仍处于困境之中。

图表32：彩电季度销量及同比（万台）

图表33：城镇及农村彩电平均百户拥有量



资料来源：国家统计局，万联证券研究所整理

资料来源：Wind，万联证券研究所整理

大尺寸、高清为发展趋势，智能电视、激光电视成增长点。随着显示技术不断提升，彩电产品使用体验也在不断升级，其中尺寸是最为明显的趋势。彩电产品价格的不断下调使得消费者在家享受“私人影院”的梦想成真。电视屏幕的尺寸从 2018 年平均 49.5 英寸，上升至 2019 年二季度 52.1 英寸，并有不断上升的趋势。据家电工业信息中心数据，2019 年二季度 55 英寸彩电线下销售额占比 30.7%，去年同期为 34.9%，而 65 英寸二季度销售额占比 28.4%，去年同期为 25%，大尺寸消费倾向明显。与此同时，高清也是消费者在彩电领域的另一重要诉求，2019 年“6.18”活动中，苏宁渠道销售的 50 英寸以上的电视品类均为 4K 或 8K 电视，后者销量相比去年同期增长超 400%。

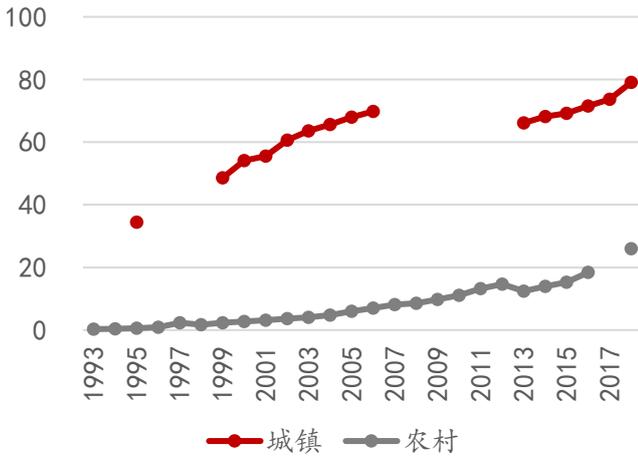
虽然彩电市场环境较差，但智能电视、激光电视两个增长点仍有望获取较好的收益。2019 年 8 月，海信、华为先后发布智能电视系统，将社交属性带入电视产品中，并搭载摄像头，嵌入多设备交互等功能。创新功能的加入有可能对传统彩电消费习惯产生变革从而以智能电视为突破点产生新的增长点。另一方面，以 80 英寸起步的激光电视逐渐走入消费者视线，以 20000 元以上的高单价占据 2019 年上半年彩电线下销售 2.2% 的市场份额。激光电视从技术上解决了现有彩电产品对消费者视力的伤害，抓住彩电消费的一大痛点，结合大尺寸屏幕的消费趋势，激光电视渗透率有望快速提升。

4.4. 地产后周期带动厨电反弹，新兴品类发展迅猛

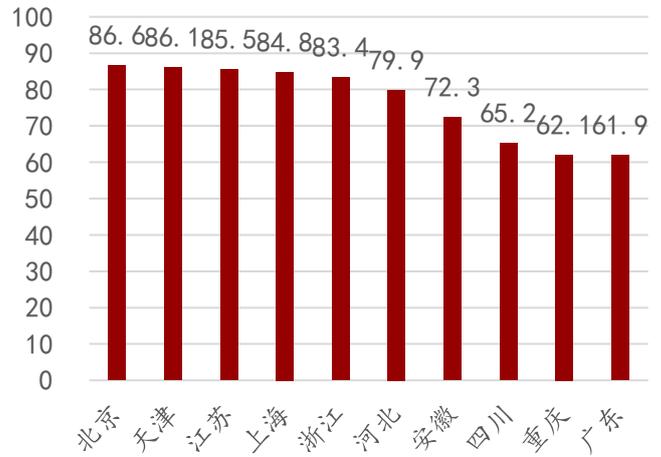
低保有量预示高成长空间，市场集中度仍有待提升。根据国家统计局数据，2018 年中国城镇抽油烟机平均百户拥有量为 79.1 台，农村为 26 台。若简单地假设抽油烟机“一户一台”符合中式烹饪习惯，城镇仍有约 25% 的提升空间，农村则还应该翻 3 倍。此前市场普遍采用烹饪习惯相近的日韩两国数据进行国际对比测算，日本油烟机保有量 92 台，韩国 112 台。但因统计口径的差别及烹饪习惯的不同，中日韩三国油烟机参考性并不强，中餐重油重盐的烹饪习惯导致抽油烟机需求相对刚性。因此我们以国内现有的发达城市油烟机百户保有量最高值为基准上浮 10% 作为城镇居民的稳态，可以认为北京 2017 年 86.6 台上浮至 95 台为最终峰值，与“一户一台”相近。因此我们可以认为抽油烟机仍有非常巨大的成长空间。而从市场集中度的角度看，我国厨电市场仍有上升空间。根据 Euromonitor 统计各国烹饪电器市场数据，2018 年中国厨电市场 CR3 为 32.6%，同期台湾、香港、日本 CR3 分别为 64.1%、64.2%、72.2%。集

中度的差距或将在未来的行业发展中逐渐收窄。

图表34: 城乡抽油烟机平均百户拥有量



图表35: 城镇居民抽油烟机百户拥有量分地区

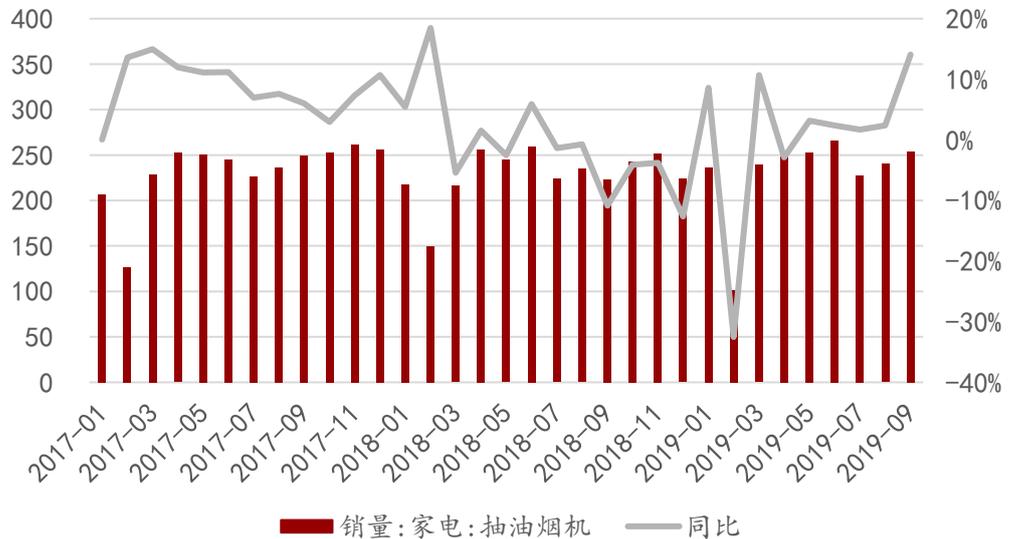


资料来源: 国家统计局、万联证券研究所整理

资料来源: 国家统计局、万联证券研究所整理

竣工数据回暖, 地产后周期有望带动厨电反弹。与前文表述一致, 厨电因其本身对装修的要求, 多半随房屋装修一同安装, 因此相对于其他家电, 与房地产的关联度更大。在房地产新开工与竣工面积增速收窄的背景下, 厨电行业有望迎来反弹。但竣工放量影响因素较多, 货币政策、房价走势、地产商资金回笼意愿等均可能产生较大的扰动, 因此对于地产后周期带动厨电反弹的判断应谨慎其不确定性。

图表36: 抽油烟机销量及同比

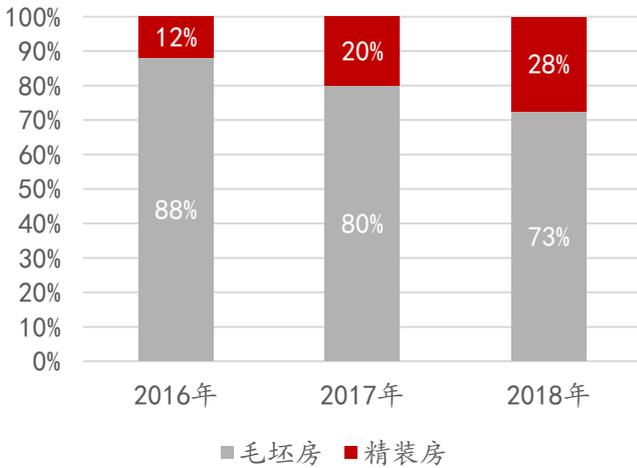


资料来源: 产业在线, 万联证券研究所整理

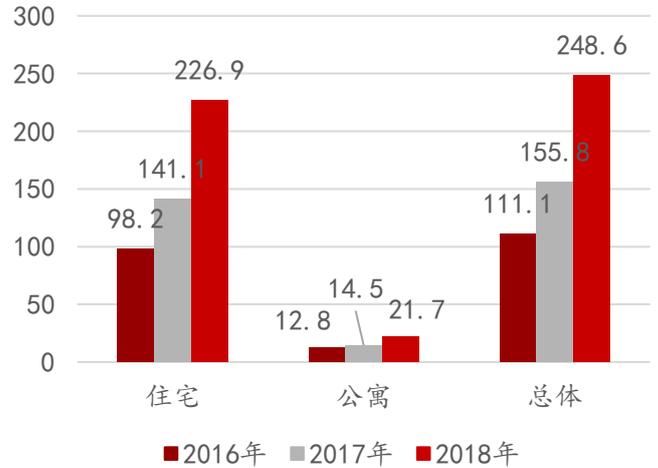
渠道端精装房成发展趋势, 头部厨电先受益。因厨电本身较为苛刻的安装属性, 其渠道端相对于其他电器类别有所不同, 工程渠道精装房是当前的重要增长点之一。受政策推动影响, 近年来精装房占比持续提升, 由此带来的厨电需求相对零售端也有其独特性。据奥维云网数据, 2018年总体市场楼盘售价结构中, 2万/平方米的楼盘占主力, 份额高达79.3%, 在这部分楼盘的厨电精装品牌份额中, 老板、方太、美的、海尔、西门子占领前5名, 份额占比共计88.8%, 而占据18.3%份额的2-5万房价段中, TOP5品牌市场份额也高达86.6%, 而同期厨电行业整体CR8也只有78%。因此, 在精

精装房带装修的厨电品牌中，龙头品类更受欢迎，或将在精装房持续增长中获利。

图表37：精装房占比



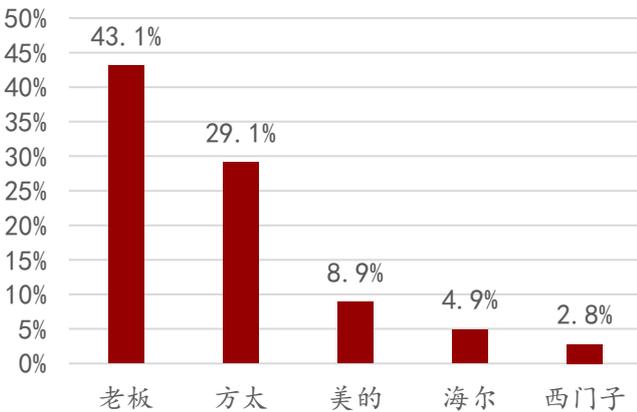
图表38：精装房厨电项目套数（万套）



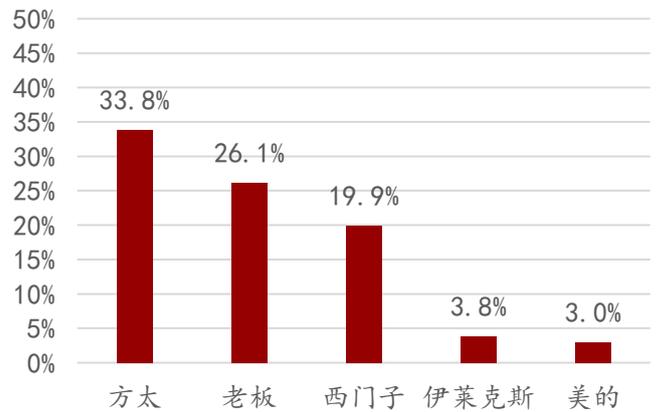
资料来源：奥维云网、万联证券研究所整理

资料来源：奥维云网、万联证券研究所整理

图表39：2万房价以下（79.3%）精装厨电市场份额



图表40：2-5万房价（18.3%）精装厨电市场份额



资料来源：奥维云网、万联证券研究所整理

资料来源：奥维云网、万联证券研究所整理

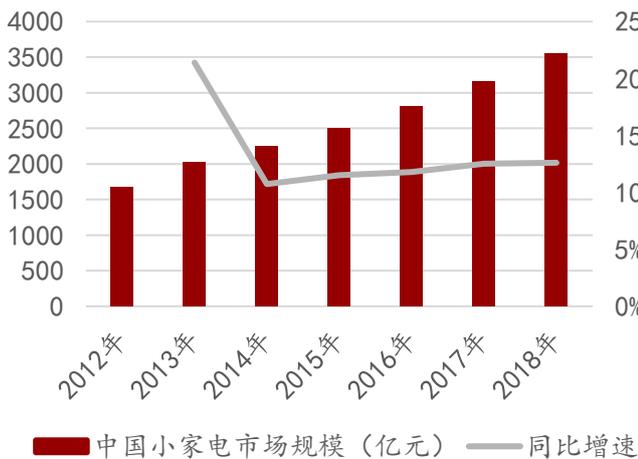
多元化需求引领厨电新品类快速增长。随着消费者多元、个性的市场需求逐渐释放，家电市场不同领域均诞生了新品类产品。厨电领域中洗碗机、集成灶、净水器是近年快速增长的主要品类。据全国家用电器工业信息中心研究数据，2019H1 洗碗机市场零售额为 29.5 亿元，同比增长 24.4%。2019 年上半年净水产品市场规模同比增长 5.9%，上升至 153.8 亿元。其中线上市场同比增长 10.6%，线下 4.6%。而集成灶市场 2019 年上半年市场规模同比增长 52.4%，规模同样超过百亿。集成灶单品价值高，对现有厨电有较大的替代效应，对中式烹饪有较强的适应性。而品类本身吹产品生命周期仍处于导入期，未来当更多人对集成灶有所了解后，或能迎来较大幅度的普及需求。

基于上述逻辑，房地产竣工复苏叠加精装房趋势的背景下，行业龙头相对受益，同时集成灶及其他新兴品类市场的高速增长也会利好具备先发优势的细分龙头企业。

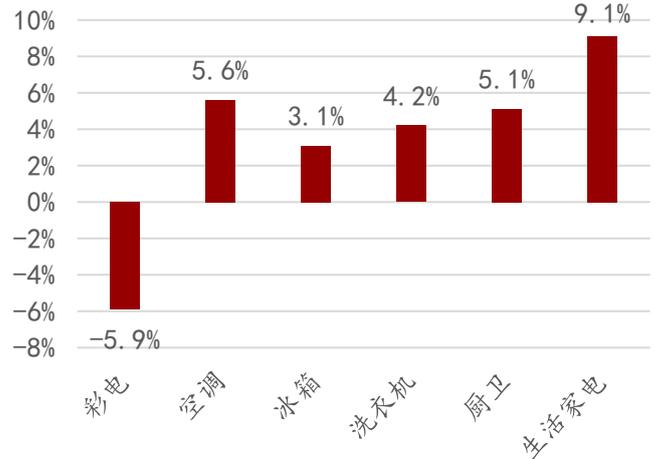
4.5. 线上渠道及创新营销冲击传统小家电市场格局

生活电器及小家电维持快速增长，线上渠道为新趋势。据前瞻产研数据，2013 年至今年中国小家电市场规模均保持 10% 以上的增速，2017 年小家电总规模达 3155 亿元。近期有所放缓，但从保有量的角度而言，小家电领域仍有巨大的发展空间。据智研咨询数据，目前欧美家庭户均拥有小家电超过 30 台，而我国城市户均小家电保有量仅在 10 台左右，农村户均保有量不到 5 台，差距相当明显。因此未来小家电领域仍有持续高速发展的潜力。从渠道端角度看，小家电因其免安装、体积小等特点，非常适合电商渠道，据全国家电工业信息中心数据，2018 年生活家电品类线上零售额占比上升至 59.1%，远高于其他品类约 25%-40% 的线上零售占比。从线上增速来看，2019 年上半年 9.1% 的零售额增速也位于所有品类的首位。

图表41：中国小家电市场规模（亿元）



图表42：2019H1线上市场分品类产品零售额同比

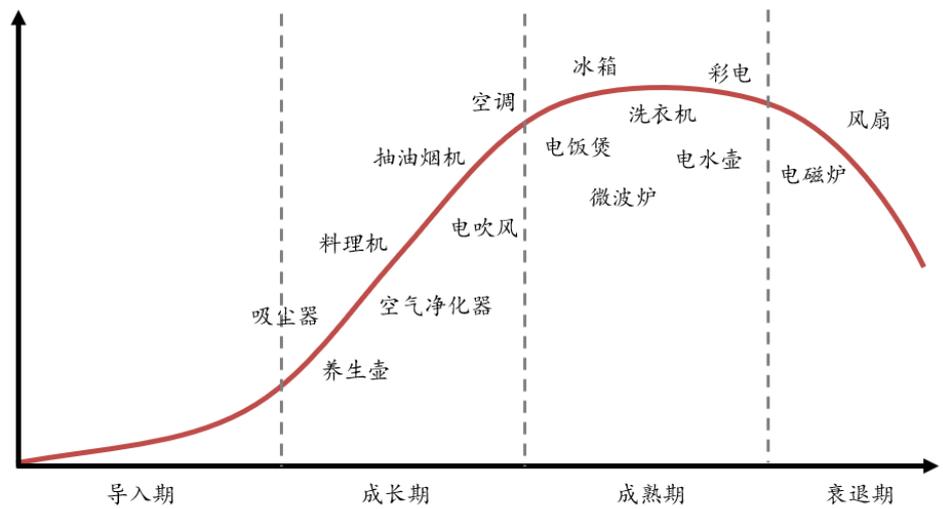


资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所整理

资料来源：全国家用电器工业信息中心、万联证券研究所整理

小家电行业细分品类格局差异大，细分行业生命周期各异。但相对于传统白电黑电领域的产品类别，小家电品类大部分处于靠前的成长期，例如 2019 年上半年零售额增速达 35.5% 的养生壶、零售额增速达 11.5% 的手持推杆式吸尘器以及增速达 41.4% 的美发系列产品。同时也存在进入成熟期甚至因替代品出现而进入衰退期的产品，例如风扇、豆浆机等产品受替代品兴起的影响进入衰退期，电磁炉受技术瓶颈制约逐渐停止增长，电饭煲、微波炉、电水壶相对进入市场较早，渗透率较高而进入成熟期。不同产品类别处于不同的发展阶段，结合产品普遍较短的更新周期，**创新产品研发能力成为小家电企业行业竞争不可不考虑的因素**。从市场竞争格局角度看，部分出现较早的产品类别集中度较高，例如微波炉，格兰仕与美的集团就占据了 90% 的市场份额。而小家电新兴品类普遍未形成稳定的市场格局，行业存在激烈的竞争，例如料理机行业线上市场 CR3 仅 49%，净水器则为 28%。**新兴品类市占率提升是新进入者的机会之一。**

图表43：家电产品成长周期示意图



资料来源：万联证券研究所整理

线上渠道及新营销方式冲击市场格局，差异化需求捕捉与创新营销模式共同构成小家电行业新趋势。根据奥维云网数据测算，2018年小家电领域吸尘器、豆浆机、电水壶、料理机、榨汁机、净化器线上销售占比均超60%，传统小家电领域美的、九阳、苏泊尔三巨头以线下第三方渠道为主的渠道战略逐渐失效，新兴品牌如米家、小熊、摩飞等均以上线渠道打开销量，对原有市场格局产生冲击。与此同时，随着人们消费水平的逐步提升，小家电的需求也从原有的普及性需求转变为个性化非计划性需求。例如厨房小家电中普及性最高的电饭煲渗透率较高，增速逐渐放缓，同时消费者开始对电炖锅、电火锅产生需求，类似的个性化差异化需求转变在豆浆机、电风扇等各个领域也在发生。

图表44：小家电市场需求转变示意图



资料来源：淘宝网，万联证券研究所整理

另一方面，传统的第三方渠道经销营销方式逐渐受到KOL、社区化、直播带货等新兴营销方式的冲击，由此产生了消费者的非计划性需求。例如在以小红书及直播平台等新兴方式营销的品牌摩飞，在料理锅及随行杯等品类上屡屡产生网红效应，从而带动了消费者非计划性需求。对于类似随行杯更新频率较高的差异化需求品，在创新能力

及营销能力多方面都对厂商提出了新的要求,能够投入足够的研发费用并紧抓创新营销风口的企业或能在小家电市场格局松动的背景下获得较好的业绩。

基于上述逻辑,能够在新市场趋势下投入高研发以加速小家电品类更新的老牌企业,以及能够抓住新型营销模式占据市场的新兴企业或许都能够在小家电行业渗透率不断提升的过程中获益。

图表45: 直播、社区化及KOL营销示例



资料来源: 凤凰网, 小红书, 万联证券研究所整理

4.6. 智能家电与智能家居, 问题犹存但前景广阔

智能家电是智能家居系统建设的基石,是未来所有家电品类的发展趋势。智能家电并不是家电行业具体的品类,定义上来说智能家电就是将微处理器、传感器技术、网络通信技术引入家电设备后形成的家电产品,它作为智能家居的组成部分,具备与所在住宅或其他住宅家电、家居系统等设施互通互联实现智能家居功能的能力。而智能家居则是通过物联网技术,将家中设备连接到一起,形成安防系统、照明系统、窗帘控制系统等多种智能系统,为用户构建安全、智能、高效的生活环境。从大众对智能家居与家电的定义上来看,就不难理解,家电智能化是一种趋势而非品类。

图表46: 智能家电的发展示意图



资料来源：网络图片，万联证券研究所整理

政策支持，智能家电市场规模快速增长。2019年1月及2019年6月，发改委两次在文件中提及对智能家电产品的支持，政策关注度较高。2018年我国智能家居渗透率为4.9%，相比于全球智能家居市场渗透率排名靠前的美国与北欧地区国家（均大于22%），中国智能家居仍有巨大的市场空间。根据《IDC中国智能家居设备市场季度跟踪报告》，2019年上半年中国智能大家电市场出货量约为2838万台，同比增长22.8%。据IDG预测，中国智能家居市场在2020年市场规模将有望达到5819亿元。智能家电市场空间广阔，在政策支持下有望延续快速增长。

图表47：近期与智能家电相关政策

出台时间	出台部门	出台文件	文件内容
2019年1月	国家发展改革委等十部门	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019年）》	支持绿色、智能家电销售，促进家电产品更新换代，积极开展消费扶贫带动贫困地区产品销售。
2019年6月	国家发展改革委	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020年）》	推动家电产品的更新换代，有条件的地方对消费者购置节能、智能型家电产品给予适当支持

资料来源：政府官网，万联证券研究所整理

问题犹存，但前景广阔。虽然智能家电消费需求不断提升，消费者及厂家均长期看好智能家电发展前景，但伪智能、高价格、没有统一的行业标准等问题仍然充斥市场。中怡康预测，到2020年，白色家电（主要是冰箱、洗衣机等）、生活电器、厨房电器的智能化率将分别达到45%、28%和25%，智能家电未来5年将累计带来1.5万亿元的市场需求。但通过新闻报道我们也能够观察到，部分智能化家电仅仅是挂着智能的名头，并没有推出真正实用的功能。例如智能洗衣机，使用时其实远程操控开启洗衣机的功能并不存在必要，洗衣过程中实时监控洗衣进度也产生不了实实在在的便利性。

而因为这一功能的增加，洗衣机的价格却大幅上涨。另外，缺乏行业统一标准也是智能家电推动的阻碍之一。于不同厂家产品的智能化程度不尽相同，同时厂家间的电器也无法通过统一控制中心互通，消费者若需要制备一整套智能家居，很可能只能使用一个厂家出品的家电及控制中心。这给智能家电的发展带来了明显的阻碍。但不可否认，智能家居是家电智能化未来发展肉眼可见的趋势，有能力克服种种困难，拥抱未来的企业大概率是能够吃到家电智能化的红利的。

5. 投资建议

我国家电市场规模庞大，多年高速发展下各细分行业均积累了丰富的技术与资源，促使中国成为世界家电大国。无论内销还是出口，市场规模均非常可观，这使得行业内百亿甚至千亿级公司出现存在可能。家电行业大部分品类均具备高集中度特点，头部企业凭借品牌优势、渠道优势占据显著的竞争优势，但在需求差异化、渠道线上化的冲击下，也诞生了不少新兴品牌对原有市场格局构成冲击。在面临部分行业渗透率较高、行业新增需求到达天花板的背景下，如何突破传统捕捉新的市场需求与发展趋势或将成为家电大厂延续竞争力，及新兴小企业扩大规模的关键所在。我们判断，家电行业未来的趋势主要可以用差异化需求、创新渠道、智能化发展趋势三个关键词概括。细分行业中，我们相对地产复苏带动行业集中度提升的厨电领域，以及创新与智能化发展的前线行业小家电领域，同时关注市场空间充足的空调领域。

6. 风险提示

- 1、**宏观经济下行及房地产竣工回暖不及预期。**家电作为可选消费品，增速受到宏观经济整体影响明显。宏观经济下行或将带动消费需求的下降，从而影响家电消费增速。同时房地产竣工不确定因素较多，回暖若不及预期也将影响家电消费需求回暖的判断。
- 2、**跨行业竞争风险。**家电行业各品类内部竞争格局较为稳定，但随着互联网行业及线上渠道的不断发展，米家、华为等新兴跨界企业以智能家居为切入点，或将对行业内企业竞争格局产生冲击。而互联网本身对于行业的颠覆往往较大，跨行业竞争风险值得注意。
- 3、**国际形势不利出口风险。**中美贸易摩擦短期内或有所缓和，但大国间根本利益冲突难以解决，后续贸易摩擦是否能尘埃落定尚未有定数，贸易摩擦对于家电行业是否有较大影响也值得商榷。作为家电大国，出口份额在行业内比重不低，国际形势如不利出口行业发展，家电行业可能也会受到较为明显的影响。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场