

## 优先配置龙头、首推清洁电器

家用电器行业

**推荐** (维持评级)

### 核心观点:

- **原材料、汇率波动凸显龙头优势。** 家电主要原材料快速上涨对家电企业造成了一定的冲击。整体来看影响主要在毛利端，影响幅度小于原材料价格上涨幅度，龙头费用控制能力强，净利受影响程度相对较小。由于我国白电市场格局稳定，白电龙头能够享受格局红利，在原材料价格下跌时盈利能力提升。人民币升值直接影响出口家电企业汇兑损益，导致我国家电出口产品价格竞争力减弱，但家电企业可以通过采用金融工具对冲汇率波动风险。
- **清洁电器发展强劲。** 2020年在疫情和清洁电器产品变革的背景下，居民健康意识提高，清洁产品精准解决用户痛点，使得清洁电器快速发展，产品需求大幅上升，2020年清洁电器市场规模达到240亿元，同比增长20%。2021Q1市场规模延续高增，同比增长40%。吸尘器和扫地机器人占比最大，2020年机器人与吸尘器线上渠道占比达75.3%；洗地机为清洁电器细分品类最大黑马，增长最快。2020年线上销额同比增长1885.0%，线下销额同比增长4632.0%，我们预测2021年中国洗地机市场规模为42亿元，到2025年有望达到132亿元。
- **年初至今板块表现较弱。** 截至2021年6月11日，家电指数年初至今下跌14.18%，排在申万28个一级行业27名。家电行业表现不佳主要原因为原材料价格上涨引发的盈利能力担忧。家电板块市盈率(TTM)为18.49，处于近五年来56.08%分位点。家电电子板块表现差异较大，白电板块下跌16.94%，小家电则上涨了25.27%。
- **投资建议：** 家电主要原材料价格大幅上涨、人民币汇率波动等因素引发市场对家电企业盈利能力的担忧，造成了家电板块整体回调，估值水平回落。中长期来看，原材料上涨压力趋缓，白电由于格局稳定，对产品价格形成了有效支撑，如原材料价格进入下跌区间，企业盈利能力将逐步向好。推荐白电龙头格力电器、美的集团。洗地机、带清洁桶电动拖把等产品能够解决消费者擦地的痛点，随着更多的新产品逐步推向市场，洗地机行业有望迎来爆发式增长。重点推荐布局洗地机行业的科沃斯和莱克电气。
- **重点推荐标的(6月11日)**

### 分析师

李冠华

☎: 010-80927662

✉: liguanhua\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519110002

### 相对沪深300表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

股票代码	股票名称	股价	EPS (元)			PE(X)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
000333.SZ	美的集团	74.00	4.16	4.66	5.31	18	16	14
000651.SZ	格力电器	54.62	4.24	4.84	5.32	13	11	10
603355.SH	莱克电气	54.21	1.95	2.58	3.11	29	22	18
603486.SH	科沃斯	193.19	2.38	3.62	4.78	75	50	37

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**风险提示:** 原材料价格变动的风险; 地产竣工回暖不及预期的风险; 海外疫情影响超预期的风险。

## 正文目录

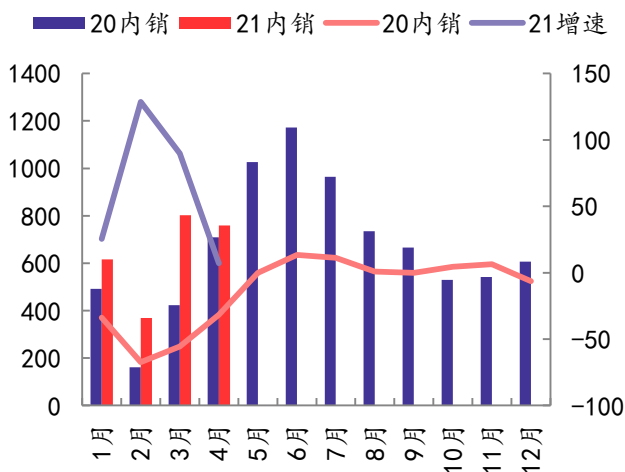
<b>一、原材料、汇率波动凸显龙头优势</b> .....	<b>3</b>
(一) 内销增速放缓，出口维持高增 .....	3
(二) 原材料价格、汇率对行业影响 .....	4
(三) 龙头优势凸显 .....	10
<b>二、清洁电器发展强劲</b> .....	<b>13</b>
(一) 清洁电器快速发展，产品需求大幅上升 .....	13
(二) 吸尘器占比最大，洗地机成为最大黑马 .....	15
(三) 新品牌入局，新兴市场潜力大 .....	17
(四) 我国清洁电器市场空间大 .....	20
<b>三、优先配置龙头，首推清洁电器</b> .....	<b>22</b>
(一) 家电子板块表现分化 .....	22
(二) 北上资金持股相对稳定 .....	23
(三) 投资建议 .....	23
<b>四、风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 一、原材料、汇率波动凸显龙头优势

### (一) 内销增速放缓，出口维持高增

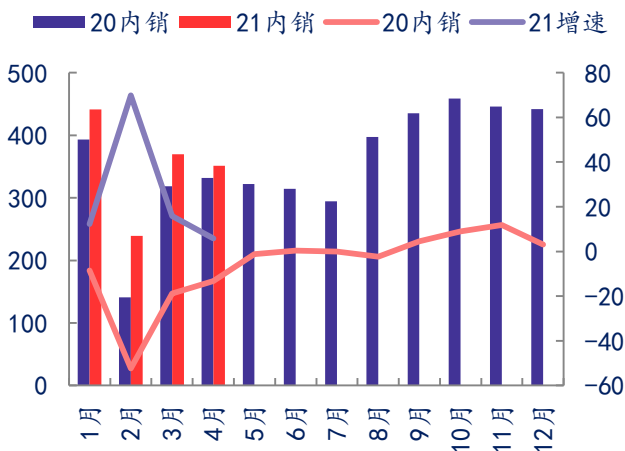
2021年1-4月，空调、冰箱和洗衣机内销量累计同比增长了42.69%、26.63%和18.31%，从单月增速来看，增速从2月份开始逐步降低，4月份单月空冰洗销量同比增速为7%、-5%、6%，但均未恢复到2019年水平，相比2019年下滑29%、8%、8%。空调、冰箱和洗衣机出口数量累计同比增长15.78%、44.51%和33.01%，从月度数据来看，冰洗出口维持高增长，空调出口增速有小幅波动。

图 1: 空调内销 (万台, 左轴) 及增速 (% , 右轴)



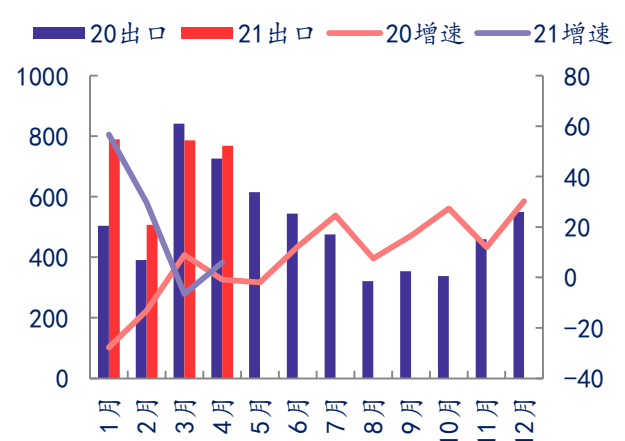
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图 3: 洗衣机内销 (万台, 左轴) 及增速 (% , 右轴)



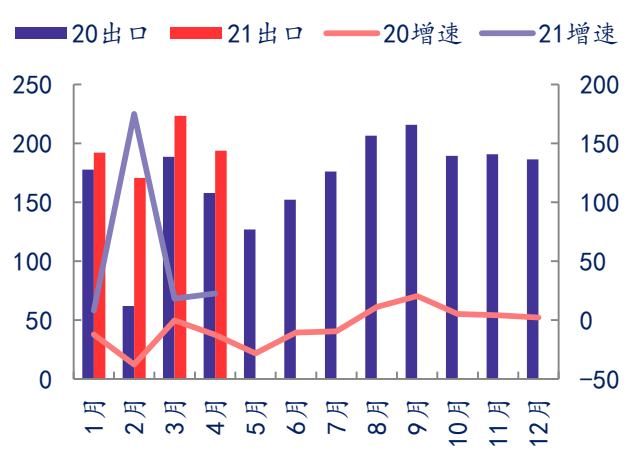
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图 2: 空调出口 (万台, 左轴) 及增速 (% , 右轴)



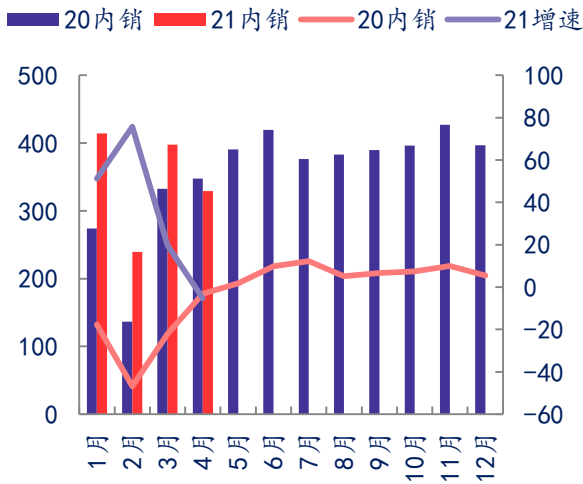
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图 4: 洗衣机出口 (万台, 左轴) 及增速 (% , 右轴)



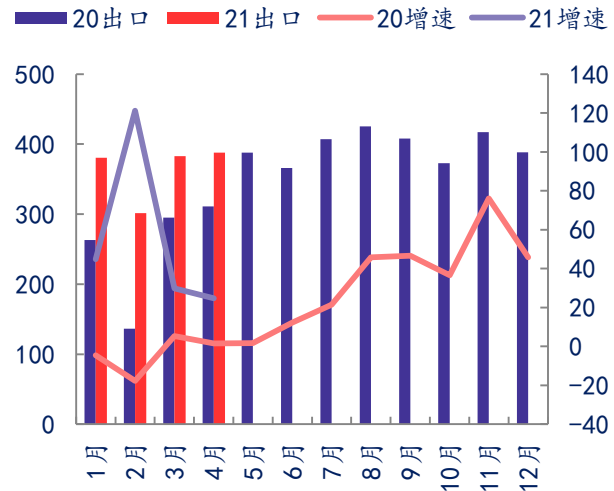
资料来源：产业在线，中国银河证券研究院

图 5: 冰箱内销 (万台, 左轴) 及增速 (% , 右轴)



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图 6: 冰箱出口 (万台, 左轴) 及增速 (% , 右轴)



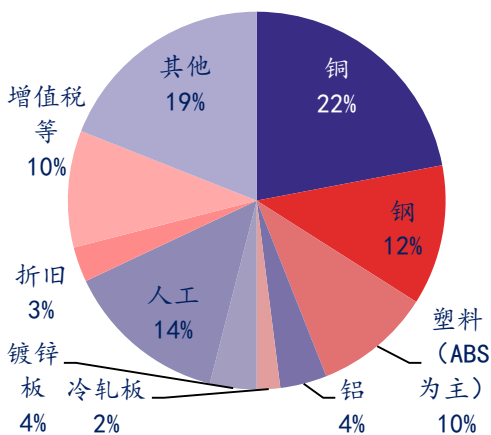
资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

## (二) 原材料价格、汇率对行业影响

### 1、原材料涨价影响主要在毛利

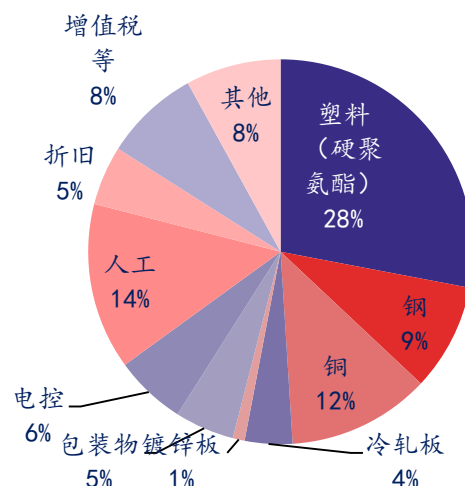
家电成本主要为原材料成本。产业信息网数据显示, 原材料成本为家电产品的主要成本, 其中铜、铝、钢材和塑料等大宗原材料为主要原材料, 占比较高。以空调为例, 铜、钢、塑料和铝分别占成本比例为 22%、12%、10%、和 4%。

图 7: 空调成本拆分



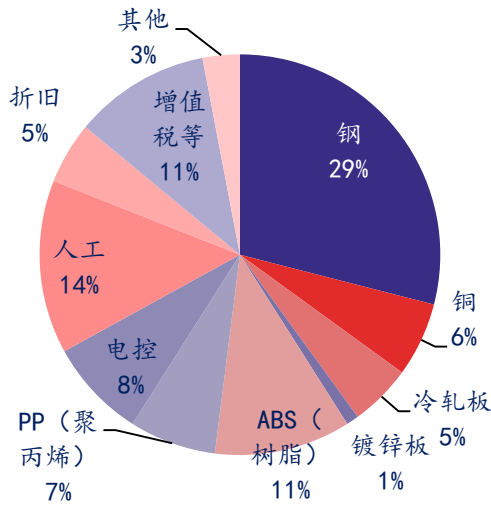
资料来源: 产业信息网, 中国银河证券研究院

图 8: 空调成本拆分



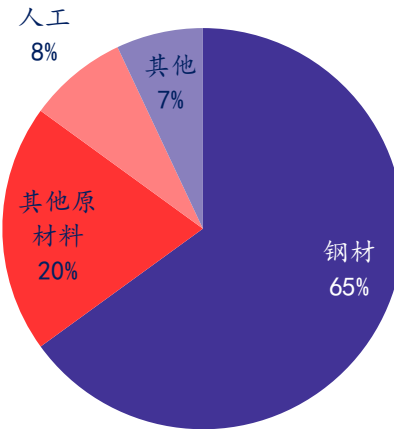
资料来源: 产业信息网, 中国银河证券研究院

图 9: 洗衣机成本拆分



资料来源: 产业信息网, 中国银河证券研究院

图 10: 小家电成本拆分



资料来源: 产业信息网, 中国银河证券研究院

2020 年 4 月份开始, 家电主要原材料开始环比上涨, 2021 年 5 月铜、铝、螺纹钢、塑料的均价同比上涨了 95%、67%、55%和 30%。

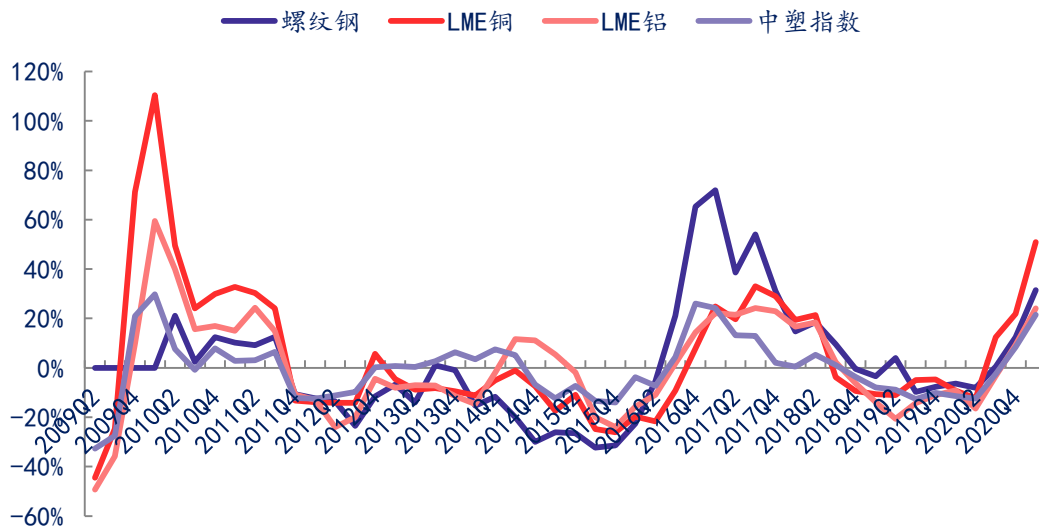
图 11: 原材料价格变动



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院。以 2009 年 3 月 27 日价格为基准, 计算变化率

原材料价格走势受宏观经济、社会供需等多种因素影响, 回顾历史, 从 2009 年至今, 铜、铝、钢等原材料价格同比主要经历了三轮快速上涨周期, 分别为 2009Q4-2011Q3 年、2016Q4-2018Q2 年、2020Q3 年至今, 虽然原材料价格上涨原因不尽相同, 但对家电企业的盈利能力造成了一定的影响。

图 12: 原材料季度平均价格同比变动



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

我们分别统计了 2009Q3-2012Q2、2016Q1-2018Q4 上市公司毛利和净利的同比变动情况, 从变动情况可以看出, 毛利率同比变动基本和原材料价格呈现反向变动, 上市公司在原材料价格上涨期间毛利受损, 但会有一定滞后, 在原材料价格涨价下降后, 毛利率回逐步回升, 相对来看, 原材料涨价对净利率影响较小。

2010Q1 原材料价格同比涨幅较大, 其中铜、铝的价格涨幅超过了 50%, 三大白电中除了海尔毛利没受影响外, 格力和美的的毛利率均受到了影响, 之后的两个季度影响更加明显, 从净利角度来看, 影响明显偏小, 甚至还能实现提升。

表 1: 2009Q3-2012Q2 原材料价格及上市公司毛利、净利、销售费用率同比变动情况

		2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2
原材料	螺纹钢				21.06%	2.38%	12.39%	10.22%	9.11%	12.57%	-10.66%	-12.34%	-13.49%
	LME 铜	-24.73%	71.27%	110.43%	49.55%	24.09%	29.92%	32.70%	30.29%	24.02%	-13.24%	-13.85%	-14.13%
	LME 铝	-35.86%	9.82%	59.43%	39.96%	15.64%	16.94%	15.06%	24.29%	14.92%	-10.74%	-13.01%	-24.05%
	塑料	-27.48%	21.03%	29.85%	7.57%	-0.80%	7.87%	2.85%	3.10%	6.51%	-12.24%	-12.44%	-11.22%
毛利率	美的集团	0.68	4.91	-3.23	-5.33	-6.15	-2.51	-0.42	-1.61	6.86	1.88	3.86	4.40
	格力电器	4.48	-0.40	-2.72	-13.56	0.24	1.78	-4.95	2.06	-4.73	-4.93	6.04	8.32
	海信家电	4.43	5.37	-9.23	-0.62	1.34	-5.57	1.55	0.59	0.02	6.89	3.53	2.39
	海尔智家	11.36	-3.39	2.89	-2.97	-5.42	-4.74	-3.33	-0.95	2.53	2.03	-0.46	1.26
净利率	美的集团	-0.53	0.92	-0.14	0.65	2.30	1.21	-1.30	-2.29	-1.00	3.19	2.32	1.55
	格力电器	2.72	0.37	0.20	0.04	-0.27	0.74	-0.84	-0.68	-0.29	-0.86	0.49	0.50
	海信家电	2.08	22.22	1.30	-0.55	2.00	4.89	0.50	-1.46	-2.11	-6.28	0.95	1.66
	海尔智家	0.04	2.83	1.68	-1.60	1.15	1.53	0.64	0.65	0.43	-0.70	0.29	1.10
销售费用率	美的集团	3.06	0.69	-0.55	-3.60	-4.19	-3.63	-1.30	-0.98	1.78	-0.60	-0.98	0.83
	格力电器	1.79	1.40	2.22	-8.18	4.06	2.11	-5.31	0.26	-6.03	-5.19	2.34	4.49



海信家电	3.65	-4.28	-6.36	3.08	3.71	-0.06	2.17	0.47	-1.69	1.19	0.15	0.01
海尔智家	8.02	-2.52	3.88	-0.25	-2.72	-9.39	-2.78	-2.40	0.54	2.10	-0.57	-0.33

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

16年-17年情况与09年相类似,其中2016Q4-2017Q3,原材料价格同比上涨幅度较大,三大白电中除海尔外,格力和美的的毛利均受到了一定的影响,净利方面,美的净利变动较大主要原因为美的并购库卡所致,受原材料影响较小。

表 2: 2016Q1-2018Q4 原材料价格及上市公司毛利、净利、销售费用同比变动情况

		2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
原材料	螺纹钢	-22.57%	-5.32%	21.11%	65.25%	71.87%	38.66%	54.07%	31.03%	14.75%	18.53%	9.57%	-0.45%
	LME 铜	-19.70%	-21.75%	-9.26%	7.88%	24.82%	19.73%	33.03%	29.02%	19.36%	21.38%	-3.84%	-9.35%
	LME 铝	-15.78%	-10.97%	1.83%	14.38%	22.13%	21.49%	24.15%	22.93%	16.63%	18.34%	2.24%	-6.26%
	塑料	-3.83%	-7.26%	4.36%	26.04%	24.15%	13.15%	12.97%	1.98%	0.44%	5.25%	1.14%	-3.67%
毛利率	美的集团	2.99	0.58	2.49	1.42	-4.77	-3.25	0.12	-1.57	0.57	3.25	1.90	4.66
	格力电器	1.04	14.01	-6.77	-5.95	1.12	-8.04	-1.36	9.07	-3.51	-0.72	-0.08	-6.80
	海信家电	2.81	2.77	2.89	-1.94	-3.98	-5.71	-3.03	-2.45	-1.21	0.73	-1.18	-0.08
	海尔智家	0.92	1.29	1.56	7.34	1.51	1.07	0.08	-1.49	-1.49	-0.97	-1.02	-5.05
净利率	美的集团	2.26	2.26	-0.92	-1.69	-3.03	-4.87	-1.78	-0.28	0.25	0.55	1.13	0.08
	格力电器	1.51	1.70	1.06	0.29	0.71	0.51	-0.14	2.33	0.57	0.32	0.01	-8.25
	海信家电	-0.64	1.77	5.53	1.42	0.67	-1.41	7.96	0.31	-0.21	0.29	-7.87	-0.65
	海尔智家	2.95	-2.50	-3.21	-0.08	-3.07	0.25	1.73	-0.26	0.09	-0.32	-0.26	-0.55
销售费用率	美的集团	0.30	-0.85	1.68	0.76	-1.52	0.45	1.38	0.05	-0.74	4.24	-0.23	-0.24
	格力电器	2.42	10.52	-8.17	-3.48	-2.86	-9.79	-5.83	3.47	-3.91	-3.16	0.45	-0.61
	海信家电	0.58	0.04	-1.70	-4.97	-3.40	-3.89	-2.72	-1.98	-0.38	0.48	-0.34	-1.07
	海尔智家	-0.29	1.58	3.06	6.79	3.23	2.61	0.63	-4.57	-3.04	-0.79	-2.99	-1.91

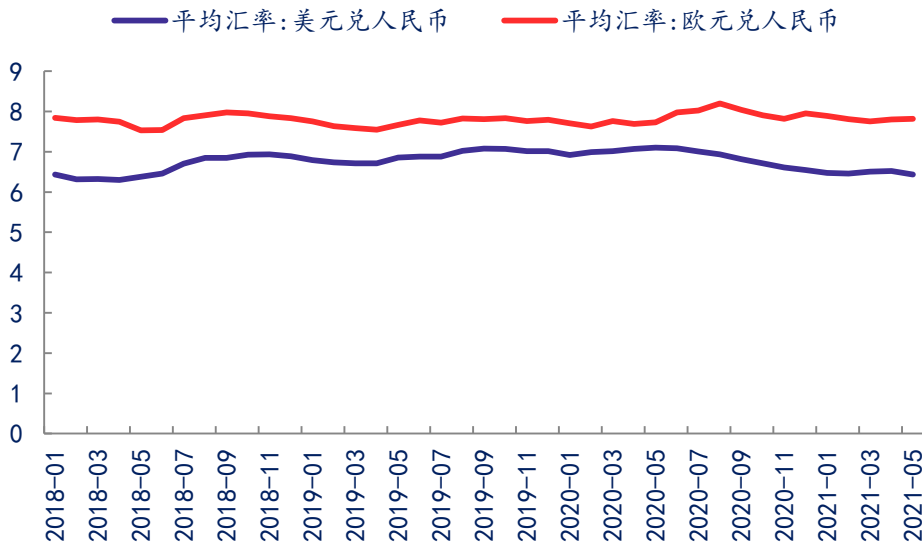
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

综合来看,家电企业的毛利不同程度的受到原材料价格上涨的冲击,但毛利下滑幅度小于原材料价格上涨,从净利来看,受影响程度相对较小,主要原因为家电龙头企业具有强大的费用控制能力,在毛利受影响时主要通过调整销售费用来平缓盈利压力。

## 2、金融手段能够对冲汇率波动风险

人民币汇率处于高位。从2020年6月美元及欧元兑人民币汇率高点回落,2021年略有波动,但自4月份以来人民币处于持续升值的状态,5月末美元兑人民币突破6.4元。银河宏观团队认为人民币受全球风险偏好影响,只要美元不大幅贬值,人民币大幅升值的可能性不大。中国虽然经济表现较好,同时疫情控制的较为成功,但是人民币作为非可自由兑换的货币,中国和美国的经济对比并不能说明人民币汇率变动。

图 13: 人民币汇率波动



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

我们认为, 短期内汇率对家电产品的出口竞争力影响不大。第一, 我国家电产业链完整, 从上游零部件到下游整机制造都具有强有力的出口竞争力; 第二, 我国电商发展迅速, 推动跨境电商稳健增长, 成为家电出海的重要支柱渠道; 第三, 中国家电自主品牌影响力正在逐步扩大, 白电龙头已经成为逐渐成长为具有世界影响力的中国家电品牌。

但从公司财务费用和长期战略来看, 人民币升值将会一定程度上从企业汇兑损益和未来收益等方面直接或间接影响家电企业。

(1) **人民币升值直接影响出口家电企业汇兑损益。**对于出口家电企业而言, 出口产生或收到的外币货币或者应收账款较多, 在人民币升值区间内将产生汇兑损失, 计入财务费用, 最后直接影响公司净利润。

(2) **人民币升值将导致我国家电出口产品价格竞争力减弱。**从我国家电出口企业端看, 长期来看, 企业为了保持产品在国际市场的竞争力, 可能会采取降低价格的策略, 最终直接影响企业的收入; **从国际进口我国家电的企业来看,**进口商受人民币升值影响, 会产生更多的费用和货款, 考虑成本转嫁, 进口商可能会采取想终端市场涨价的策略, 最终可能影响消费者对于家电产品的购买需求, 导致我国家电出口企业的订单需求波动。

根据 2020 年美的、格力和海尔的年报, 其外销占比分别为 42.38%、11.74%、48.33%, 2020 年汇兑损益分别为 -4.4635、5.9870、3.8501 亿元, 占净利润比重分别为 -1.6%、2.7%、3.4%。

表 3: 2020 主要白电企业出口占比、汇兑损益情况 (单位: 亿元)

	美的集团	格力电器	海尔智家
外销收入	1,210.8141	200.2076	1,013.5191
营收	2,857.0973	1,704.9742	2,097.2582
外销占比	42.38%	11.74%	48.33%
2020 年汇兑损益	-4.4635	5.9870	3.8501



2020 年净利润	275.0654	222.7924	113.2262
2020 年汇兑损益占净利润比重	-1.6%	2.7%	3.4%

资料来源: WIND、中国银河证券研究院

为了一定程度上规避汇率波动对公司收益的影响,出口企业会考虑进行套期保值业务,获取部分投资收益等。2020年,美的、格力、海尔都开展了一些套期保值业务。根据2019-2020年公司年报,2020年美的、格力、海尔套保衍生品收益20952、57069、4088万元,综合汇兑损益,对利润表综合影响分别为30561、12873、-41630万元,占净利润比例分别为1.12%、0.58%、-4.69%。

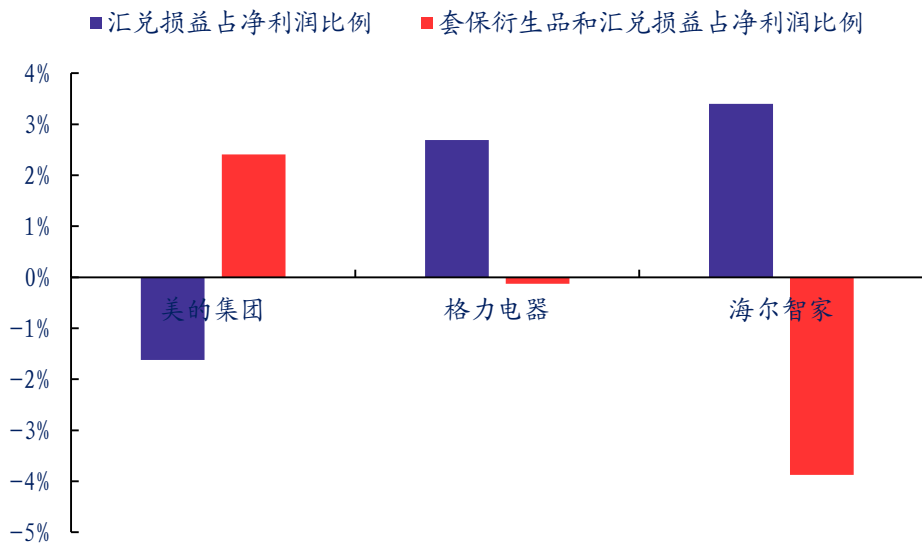
表 4: 2019-2020 主要白电企业套期保值、汇兑损益情况 (单位: 百万元)

项目	年份	美的集团	格力电器	海尔智家
衍生金融工具取得的投资收益	2019	-357.27	-336.39	0.00
	2020	122.58	325.13	0.00
公允价值变动收益-衍生金融工具	2019	707.53	179.65	72.18
	2020	86.95	245.56	40.88
套保衍生品收益	2019	350.3	-156.7	72.2
	2020	209.5	570.7	40.9
财务费用-汇兑损益	2019	531.09	-366.17	-272.40
	2020	-446.35	598.70	385.01
对利润表综合影响	2019	-180.82	209.42	344.57
	2020	655.87	-28.00	-344.13
净利润	2019	24,211.22	24,696.64	8,206.25
	2020	27,222.97	22,175.11	8,876.59
占净利润比例	2019	-0.75%	0.85%	4.20%
	2020	2.41%	-0.13%	-3.88%

资料来源: WIND、公司年报, 中国银河证券研究院

我们发现,人民币汇率波动对美的带来了正收益,格力则是通过套期保值业务基本对冲了汇兑损益,海尔智家由于金融工具使用相对较小,对企业利润改善较小。因此,套期保值业务作为一种可能降低企业汇率波动风险的手段,其与公司所购买的具体金融工具类型、币种、时间及汇率实际情况有关,如使用得当,能够较好的规避汇率波动风险。

图 14: 2020 年套保衍生品和汇兑损益占净利润比例情况



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

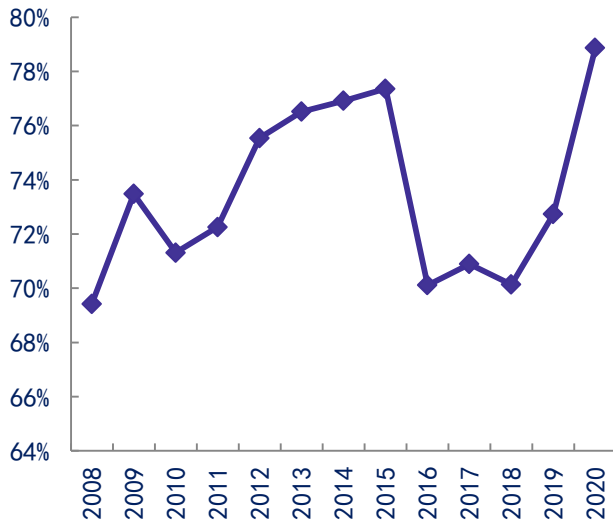
综合来看, 我们判断, 白电龙头议价能力强, 产品价格具有一定刚性, 人民币汇率波动对企业产品价格影响不大, 短期内不会迫使企业通过降价提高国际市场竞争力; 且未来人民币大幅升值的可能性不大, 家电出口企业短期内受汇率波动影响较小。

### (三) 龙头优势凸显

#### 1、市占率提升

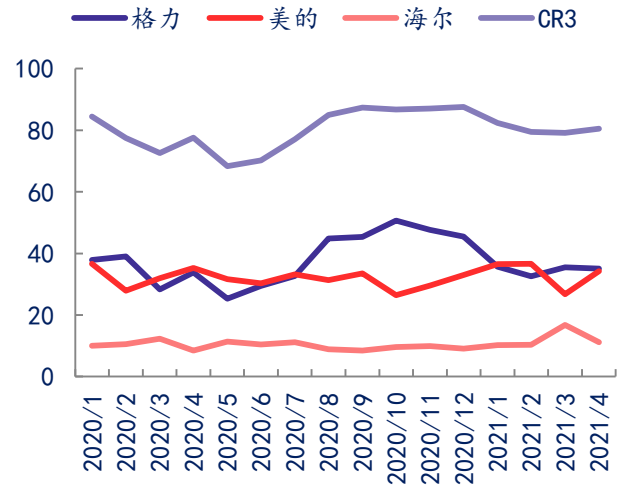
空调市场格局稳定, 从 2009 年开始美的、格力和海尔的内销市占率之和均超过了 70%, 在 2016 年由于美的进行改革, 市占率下滑, 造成了集中度下滑。2019 年开始, 行业价格战逐步爆发, 行业集中度逐步提升, 2020 年 CR3 达到了 78.87%。从内销市占率月度数据来看, 从 2020 年 4 月份开始, 行业集中度提升, 在 12 月达到了最高点 87.52%, 进入 2021 年后, CR3 有所下滑, 但依然维持在 80% 左右。

图 15: 格力、美的、海尔空调内销市占率之和



资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

图 16: 2020 年至今空调内销市占率月度

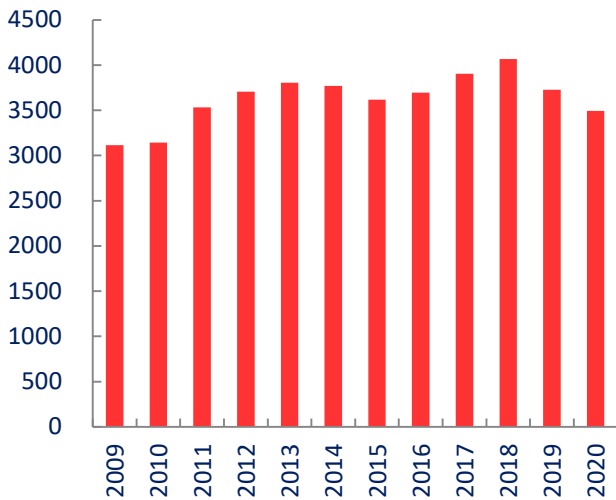


资料来源: 产业在线, 中国银河证券研究院

## 2、竞争格局优化有利于价格稳定

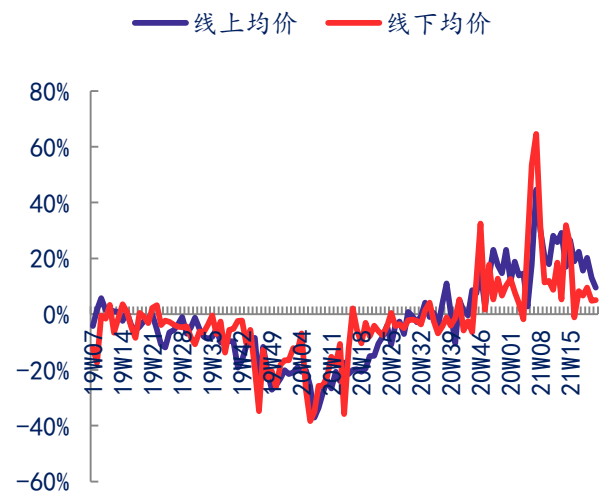
由于白电市场格局较好, 龙头在产业链位置较强, 在原材料价格上涨时能够将压力向上下游传导。从空调年度价格可以看到, 在原材料价格上涨的 09-11 年和 16-17 年, 空调价格均有所增长。20 年 4 月份原材料开始上涨, 空调价格也伴随着原材料价格上涨逐步提升。21 年 5 月, 空调线上均价同比增长 14%, 年初至今线上、线下均价提升了 19% 和 9%。值得注意的是, 在原材料价格处于下行的 11-16 年, 空调价格并未随着原材料价格下降而下降, 而是维持增长。2015 年空调价格下降主要原因为去库存引发的价格战。

图 17: 空调价格年度变化



资料来源: 中怡康, 中国银河证券研究院

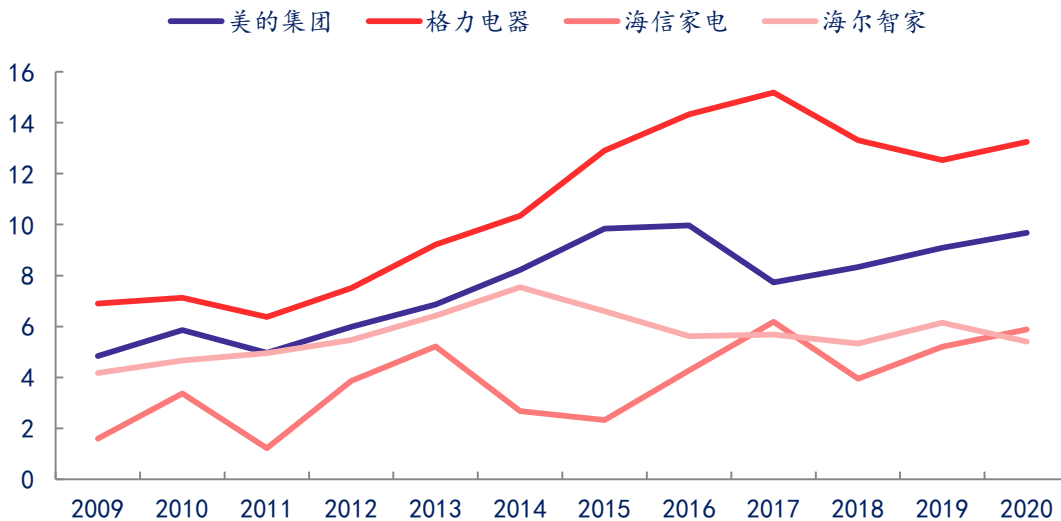
图 18: 19 年至今空调价格变动



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

受益于行业集中度及空调价格的提升, 白电龙头的净利润在原材料价格下降时提升明显, 格力的净利率从 2011 年的 6.37% 上升 2016 年的 14.33, 美的净利率由 2011 年的 4.96% 提升到 2016 年的 9.97%, 海尔净利率由 2011 年的 4.95% 上升到 2016 年的 5.62%。

图 19: 龙头企业净利变化



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

5 月 26 日, 国务院总理李克强主持召开国务院常务会议, 会议指出, 多措并举帮助小微企业、个体工商户应对上游原材料涨价影响。支持大型企业搭建重点行业产业链供需对接平台, 用市场化办法引导供应链上下游稳定原材料供应和产销配套协作, 做好保供稳价。打击囤积居奇、哄抬价格等行为, 这已经是国常会 14 天内连续三次“点名”大宗商品。随着国常会点名原材料价格后, 原材料价格上涨压力趋缓, 随着成本压力缓解, 白电龙头的盈利能力有望提升。

表 5: 国常会对原材料价格表述

日期	国常会关于原材料价格表述
5.12	要跟踪分析国内外形势和市场变化,做好市场调节,应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响。
5.19	要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响,贯彻党中央、国务院部署,按照精准调控要求,针对市场变化,突出重点综合施策,保障大宗商品供给,遏制其价格不合理上涨,努力防止向居民消费价格传导。
5.26	多措并举帮助小微企业、个体工商户应对上游原材料涨价影响。支持大型企业搭建重点行业产业链供需对接平台,用市场化办法引导供应链上下游稳定原材料供应和产销配套协作,做好保供稳价。打击囤积居奇、哄抬价格等行为。

资料来源: 政府网, 中国银河证券研究院

## 二、清洁电器发展强劲

### (一) 清洁电器快速发展, 产品需求大幅上升

根据产品形态不同,清洁电器可分为吸尘器、机器人、除螨仪、蒸汽拖把等品类,其中扫地机、拖地机器人劳动替代程度最高。

图 20: 清洁电器产品矩阵及分类

核心品类	无线吸尘器	吸尘: 简单轻便, 人工操作, 吸尘效率高, 使用方便
	机器人 <ul style="list-style-type: none"> <li>扫地机器人</li> <li>擦窗机器人</li> <li>拖地机器人</li> </ul>	智能化吸尘/自动化擦窗/智能化吸尘、拖地; 免人工操作, 实现智能路径规划, 机器独立完成清洁
新兴品类	洗地机	多为扫拖一体; 人工操作, 前后滚刷设计节省人力
	蒸汽拖把	拖地: 人工操作, 实现深度杀菌、清洁
	电动拖把	
	除螨仪	吸尘、除螨除菌; 人工操作, 实现深度杀菌、清洁
细分品类	其他吸尘器 <ul style="list-style-type: none"> <li>推杆式吸尘器</li> <li>桶式吸尘器</li> <li>卧式吸尘器</li> </ul>	吸尘: 人工操作, 吸尘效率高, 使用方便

资料来源: 中国银河证券研究院

**疫情提高居民健康意识, 利好清洁电器行业发展。**2020 年新冠疫情爆发, 人们对于居住环境卫生要求日益提高, 居民已养成良好的居家卫生习惯。自带健康属性的清洁电器热度暴涨, 消费者对于清洁电器的需求大幅上升。根据头豹研究院数据, 疫情后超过 60% 的中国家庭对家居清洁的态度有所转变, 表示开始尝试除菌类清洁电器, 扫地机器人、吸尘器、洗地机等细分市场深度受益, 增长迅速。

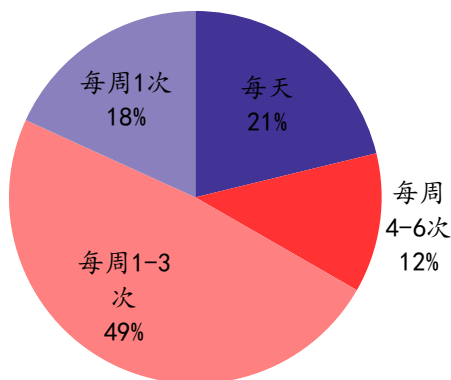
图 21: 2015 至今“清洁”“杀菌”百度指数



资料来源: 百度指数, 中国银河证券研究院

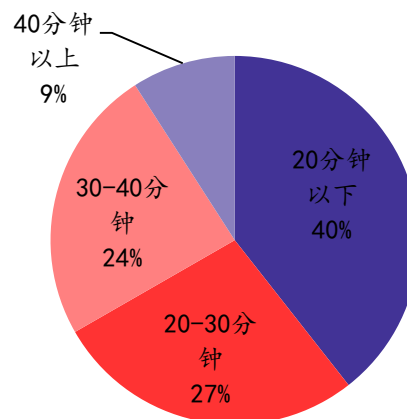
**产品变革贴合用户需求, 多品类产品解决消费者痛点。**2020 年, 清洁电器产品变革成为品类爆发的第一驱动力。清洁电器产品以消费者实际使用为出发点进行产品创新和升级。根据《中国家庭擦地需求与专用擦地机器人技术趋势》显示, 中国家庭的地面材质以瓷砖和木质地板为主, 其中 43% 为木地板材质、56% 为瓷砖材质, 而地毯仅占 1%。所以除了地板灰尘和污物的清洁外, 还需要使用湿拖、干擦的方式对地面的顽固污渍进行清洁。有 91.18% 的调查者认为, 扫地后 ([必)要进行擦地。其中有 48.48% 的家庭每周 ([必)要进行 1-3 次的擦地工作, 而每天擦地的家庭占据 21.21%。对于中国家庭来说, “擦”地的重要性非常明确。自清洁扫拖机器人、洗地机、带清洁桶电动拖把等产品解决消费者擦地的痛点, 迎来了爆发式增长。除此之外, 蒸汽/电动拖把、除螨仪杀菌消毒满足消费者健康追求, 无线、推杆吸尘器贴合实际中国家居使用场景, 满足消费者对轻便产品的需求。

图 22: 中国家庭擦地频次占比 (2020)



资料来源: 《中国家庭擦地需求与擦地机器人技术趋势》, 中国银河证券研究院

图 23: 中国家庭每次擦地花费时间 (2020)

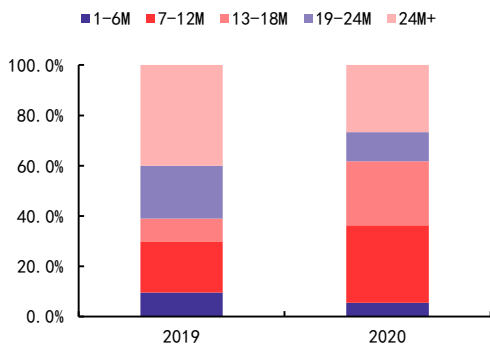


资料来源: 《中国家庭擦地需求与擦地机器人技术趋势》, 中国银河证券研究院



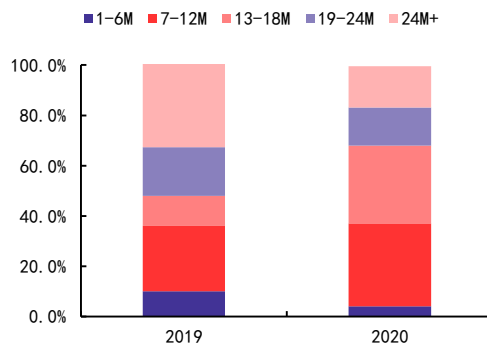
**产品更新迭代提速，迎合新消费群体不同需求。**懒人经济发展强劲，用户不断追求生活品质，具有时尚、智能、便携等属性的清洁电器正好迎合了年轻一代消费群体需求，提高他们的生活质量。企业则不断推出新的产品来迎合消费者的不同需求，新产品更新换代提速，老品加速淘汰。扫地机器人出现了自动清洗拖布和自动集尘功能，无线吸尘器增加了折叠臂、磁吸充电、自动亮灯、屏幕显示等更多便携化的设计改变，洗地机的出现，替代了传统的吸尘器+拖把的模式等。从产品生命周期来看，清洁电器生命周期逐步减少，多数产品集中在 7-18 个月。

图 24: 国内线上清洁电器生命周期



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图 25: 国内线上无线吸尘器生命周期

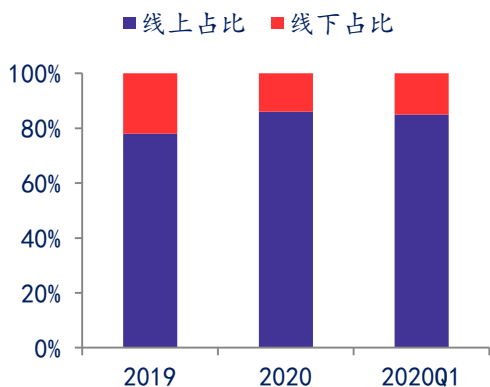


资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

## (二) 吸尘器占比最大，洗地机成为最大黑马

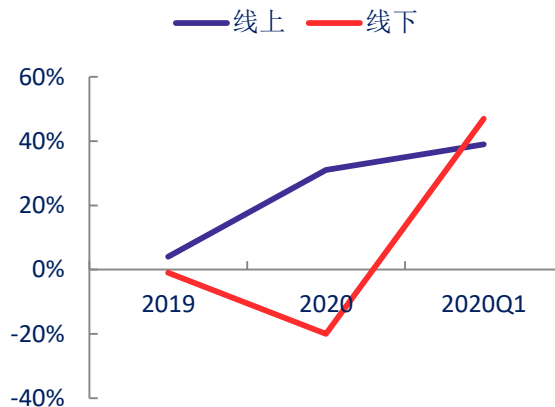
清洁电器销售以线上为主，2020 年线上销售占比达到 86%，2021Q1 维持在高位，从零售额角度来看，2021Q1 线下销售回暖明显，同比增速已超过线上。

图 26: 清洁电器线上销售占比



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

图 27: 清洁电器线上线下零售额同比



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

细分品类成为清洁电器市场快速增长引擎,扫地机器人与吸尘器为核心品类,市场规模大。根据奥维云网数据,2020 年机器人与吸尘器占据清洁电器主要市场份额,线上渠道占比达

75.3%；线下渠道中，吸尘器占据主要市场份额，占比高达 71.7%，其次为机器人系列清洁电器，占比约为 19.1%。

图 28: 2020 年国内清洁电器细分品类线上销额占比

■ 机器人 ■ 吸尘器 ■ 洗地机 ■ 拖把 ■ 除螨机 ■ 其他

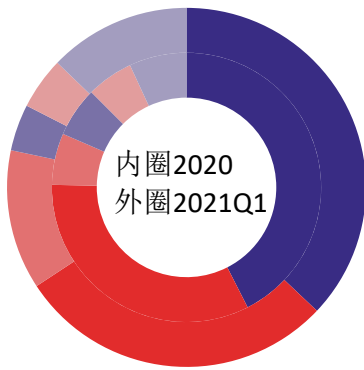
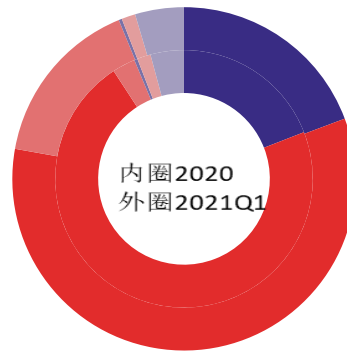


图 29: 2020 年国内清洁电器细分品类线下销额占比

■ 机器人 ■ 吸尘器 ■ 洗地机 ■ 拖把 ■ 除螨机 ■ 其他



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

洗地机、蒸汽/电动拖把等细分品类凭借产品创新, 解决消费者擦地痛点, 受到大量消费者追捧, 市场规模呈爆发式发展, 增速大幅高于核心品类增速。其中洗地机 2020 年线上销额同比增长 1885.0%, 线下销额同比增长 4632.0%。2020Q1 线上、线下销额同比增长 1651% 和 10542%。

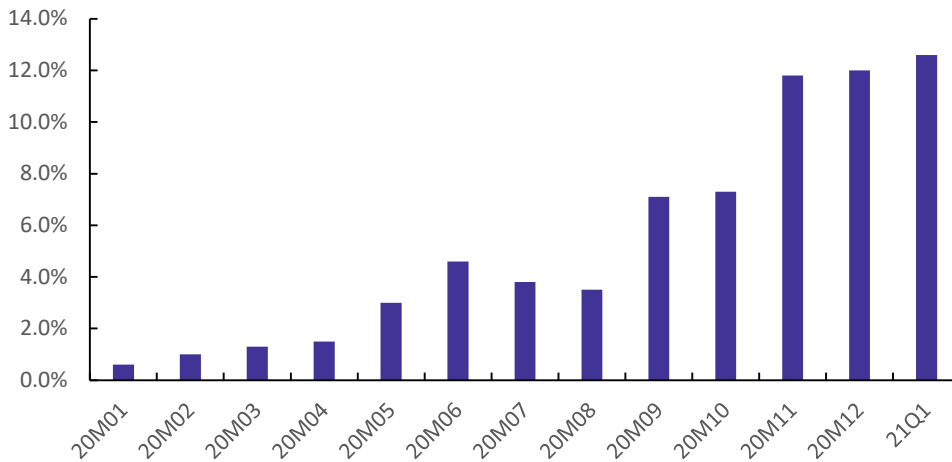
表 6: 2020 年国内清洁电器细分品类销额同比

	渠道	机器人	吸尘器	洗地机	拖把	除螨机	桶式吸尘器	卧式吸尘器	其他
2020	线上同比	27.0%	28.0%	1885.0%	260.0%	2.0%	-3.0%	-16.0%	145.0%
	线下同比	-21.0%	-11.0%	4632.0%	269.0%	-21.0%	-50.0%	-53.0%	-59.0%
2020Q1	线上同比	30%	13%	1651%	-12.0%	-19%			71%
	线下同比	25%	59%	10542%	-60%	-45%			17%

资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

根据奥维云网数据, 洗地机在 2020 年线上清洁电器中占比 6.2%, 分月度数据来看, 地机销额占比快速提升, 全年占比最高月份为 12 月, 占比高达 12%, 基本维持稳定, 21Q1 销额占比小幅提升至 12.6%。

图 30：2020 年线上洗地机在清洁电器中的销额占比

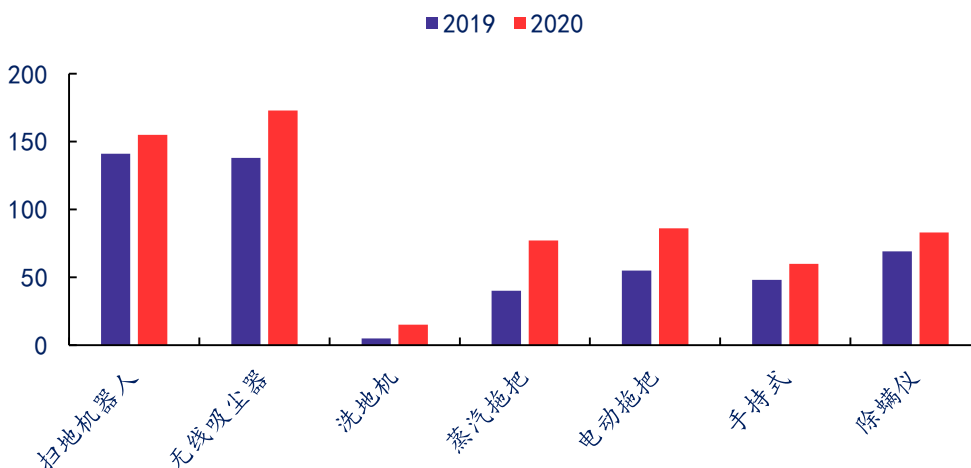


资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

### （三）新品牌入局，新兴市场潜力大

中国清洁电器行业正处于发展初期，新品牌层出不穷。新入局的品牌主要分为四大类型，一是从未涉猎清洁电器领域的完全新品牌；二是已经相对成熟品牌，着力于扩充子品牌；三是代工厂转型做自有品牌；四是渠道商寻求代工贴牌，做自有品牌。根据奥维云网（AVC）线上渠道监测数据，2020 年扫地机器人、无线吸尘器、洗地机线上品牌个数分别为 155、173、15 个，同 2019 年分别增加 14、35、10 个。

图 31：2020 年线上渠道细分品类监测品牌个数



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

除了一些新进入品牌外，传统品牌也不局限单一品类，开始横向扩充品类，科沃斯、莱克、海尔和美国博宝特均推出了洗地机产品，石头科技则推出推杆式产品进入吸尘器行业。

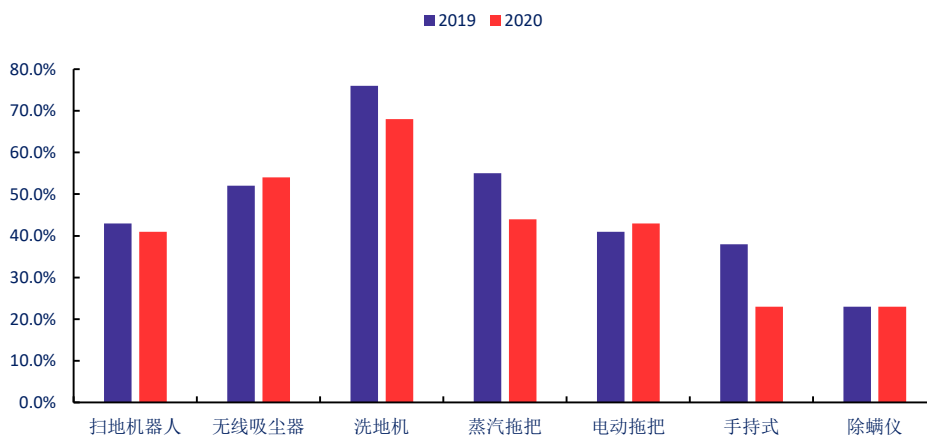
表 7: 品牌产品矩阵

品牌/产品	车载式	除螨机	机器人	立式	手持式	桶式	推杆式	拖把	卧式	洗地机
科沃斯 (添可)		√	√		√		√	√		√
石头			√				√			
小米		√	√		√		√	√		
莱克	√	√	√	√		√	√	√	√	√
海尔	√	√	√	√		√	√	√	√	√
鲨客			√	√	√			√		
美国博宝特			√				√	√		√
小狗	√	√	√	√	√	√	√	√	√	
追觅		√	√				√	√		

资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院。注: 红色为新拓展

中国扫地机器人市场集中度较高。尽管品牌数量不断增多, 但头部品牌的集中度却在不断上升, 每个细分领域都出现了龙头品牌, 其中扫地机器人、无线吸尘器等核心品类规模大, TOP1 占比相对较低; 洗地机、电动拖把、蒸汽拖把等新兴品类和手持式、除螨机等细分品类品牌个数少, 发展机会更大。

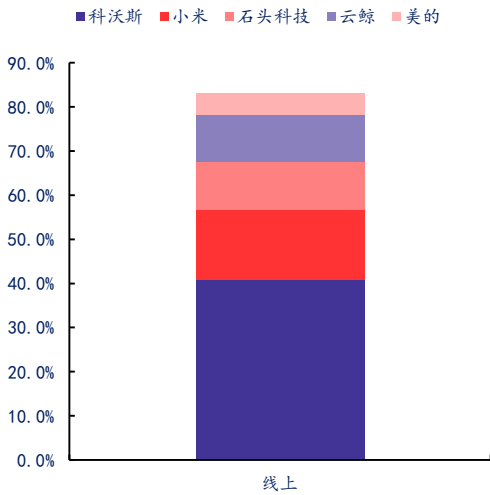
图 32: 2020 年线上细分产品类型 TOP1 品牌零售额占比



资料来源: 奥维云网, 中国银河证券研究院

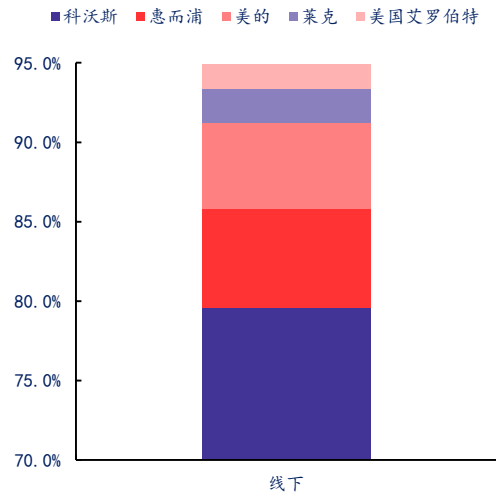
根据头豹研究院数据, 扫地机器人线上市场集中度持续升高, 2020 年 CR5 约为 83.2%, 同比增长约为 9.8%, 科沃斯、小米、石头科技、云鲸为行业头部企业: 科沃斯零售额占比持续升高, 2020 年约为 40.9%, 其次为小米、石头科技、云鲸, 零售额占比分别为 15.7%、11.0%、10.78%, 其他品牌零售额市占率较低, 多不足 5%; 扫地机器人线下市场呈寡头垄断格局, 2020 年 CR5 约为 94.9%: 科沃斯拥有绝对领先优势, 零售额占比约为 79.6%, 其次为惠而浦、美的、莱克, 在线下市场的零售额占比分别为 6.2%、5.4%、2.2%, 其他品牌市占率均不足 2%。

图 33: 2020 年中国扫地机线上 CR5



资料来源: 头豹研究院, 中国银河证券研究院

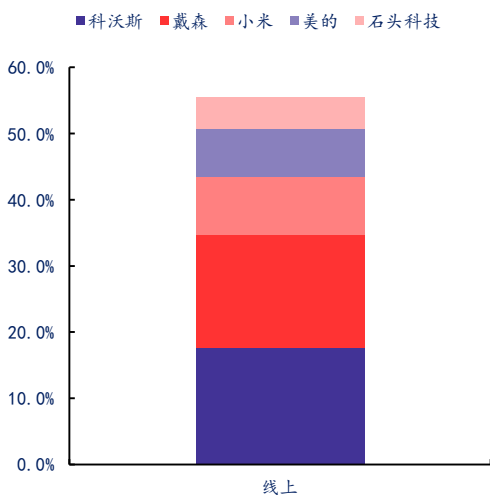
图 34: 2020 年中国扫地机线下 CR5



资料来源: 头豹研究院, 中国银河证券研究院

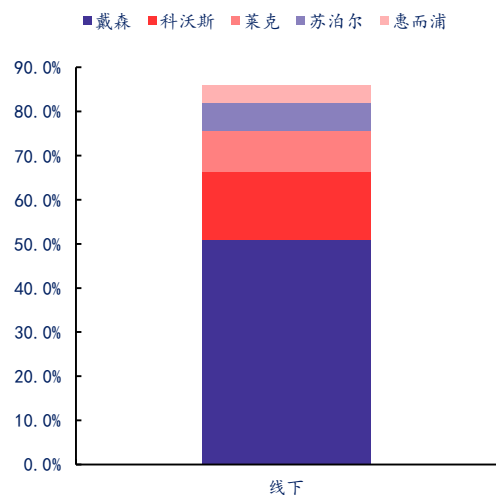
中国吸尘器市场集中度较高, 线下市场格局稳定, 区域垄断。根据头豹研究院数据, 2020 年吸尘器线上市场 CR5 约为 55.5%, 其中科沃斯与戴森为行业头部企业, 零售额占比分别为 17.6%、17.1%; 其他畅销品牌还包括小米、美的、石头科技等, 零售额占比分别为 8.7%、7.4%、4.7%; 2020 年吸尘器线下市场 CR5 约为 86.0%, 其中戴森线下渠道竞争优势显著, 2020 年零售额占比为 50.9%; 其次为科沃斯、莱克、苏泊尔、惠而浦, 零售额占比分别为 15.3%、9.5%、6.3%、4.0%, 其他品牌零售额占比均不足 5%。

图 35: 2020 年中国吸尘器线上 CR5



资料来源: 头豹研究院, 中国银河证券研究院

图 36: 2020 年中国吸尘器线下 CR5

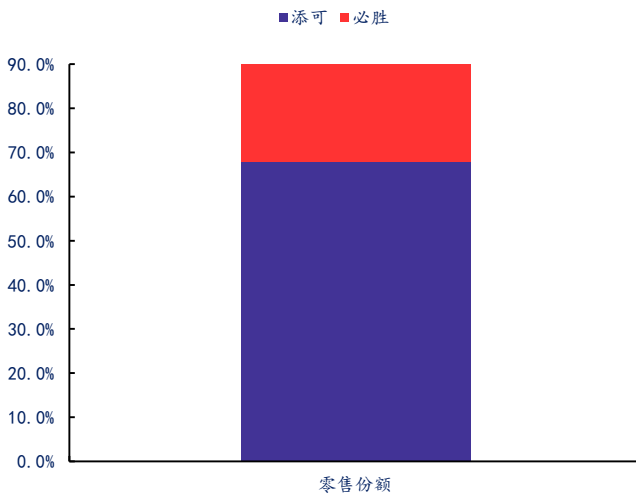


资料来源: 头豹研究院, 中国银河证券研究院

中国洗地机市场呈“寡头垄断”格局, 添可与必胜为洗地机行业领跑者。根据头豹研究院, 添可零售额占比接近 70%, 领先市场; 其次为必胜, 零售额占比为 22.1%。添可与必胜旗下洗地机定位于高端市场, 产品定价均为 3000 元左右。由于中国洗地机品牌入局相对较少, 增长

较快，市场逐渐进入白热化竞争的红海状态，新品牌发展机会大。

图 37：2020 年中国吸尘器线上 CR2

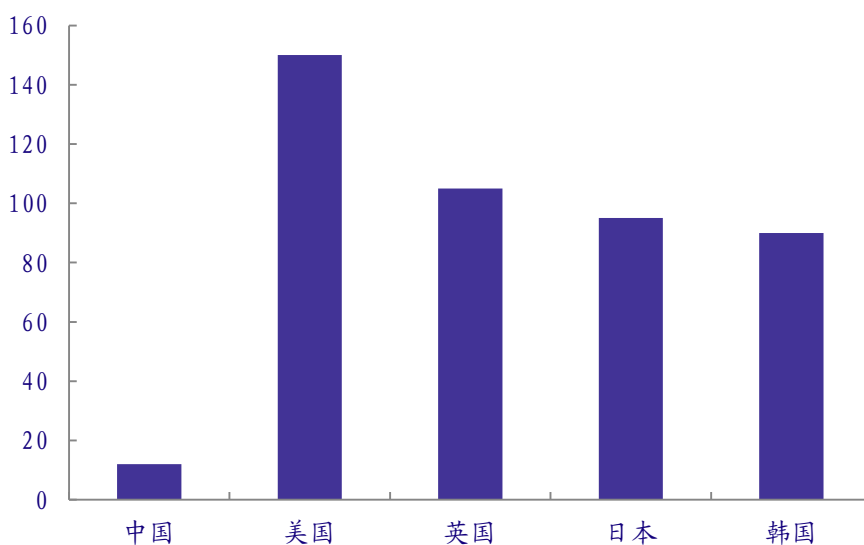


资料来源：头豹研究院，中国银河证券研究院

#### （四）我国清洁电器市场空间大

我国清洁电器处于行业发展初期，渗透率与发达国家相比存在较大差距。根据弗若斯特沙利文报告，我国 2018 年每百户吸尘器的数量为 12，相比美英等发达国家差距明显。随着中国家庭可支配收入及生活水平的不断提高，以及清洁电器产品解决用户痛点能力的不断提高，消费者对清洁电器的需求将逐步释放，我国清洁电器市场空间较大。

图 38：2018 年中国及发达国家每百户吸尘器数量



资料来源：弗若斯特沙利文报告，中国银河证券研究院



根据奥维云网推总数据显示，2020年清洁电器市场规模达到240亿元，同比增长20%。2015-2020年，中国清洁电器市场规模从76亿增长到240亿，年复合增长率为25.9%，增长强劲。2021Q1清洁电器市场零售规模62.4亿元，同比增长40.6%，零售量683万台，同比增长18.1%，延续2020年高增长走势。

图 39: 国内清洁电器市场规模

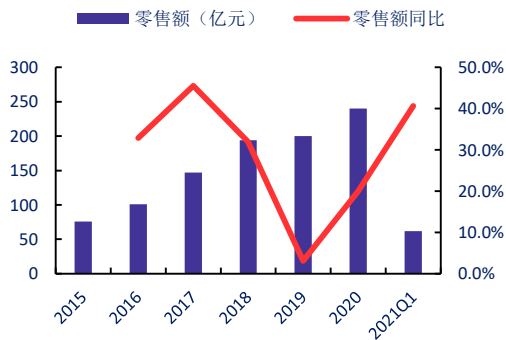
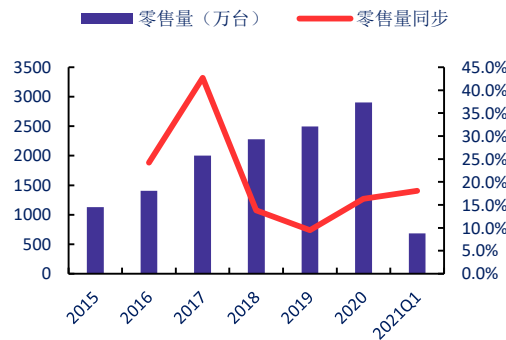


图 40: 国内清洁电器市场规模



资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

资料来源：奥维云网，中国银河证券研究院

从渗透率看，我国清洁电器渗透率同发达国家差距较大，行业未来发展空间较大。我们预测清洁电器市场规模（零售量）如下：根据中国清洁电器2015-2020年复合增长率25.9%，我们保守设定2020-2025年复合增长率为25%，由此预测2025年中国清洁电器市场规模732亿元；根据2017-2020年无线吸尘器零售额占清洁电器比重，保守设定2021-2025年无线吸尘器零售额占清洁电器比重依次递减0.5%，分别为35%、34.5%、34%、33.5%和33%，由此预测2025年中国无线吸尘器市场规模242亿元；根据2020年12个月洗地机零售额占清洁电器比重，设定2021-2025年洗地机零售额占清洁电器比重逐年增加，且占比增幅大于无线吸尘器占比减少幅度，因此2021年洗地机零售额占清洁电器比重略高于2020年12月，为13%，2022-2025年分别为14%、15%、16%和17%，由此预测2025年中国洗地机市场规模为132亿元。

表 8: 清洁电器市场规模成长空间/渗透率测算

年份	清洁电器零售额 (亿元)	清洁电器零售额增长率	无线吸尘器零售额 (亿元)	无线吸尘器零售额占清洁电器比重	洗地机零售额 (亿元)	洗地机零售额占清洁电器比重
2015	76	/	/	/	/	/
2016	101	32.89%	/	/	/	/
2017	147	45.54%	50	34.01%	/	/
2018	194	31.97%	74	38.14%	/	/
2019	200	3.09%	79	39.50%	/	/
2020	240	20.00%	87	36.25%	14	5.70%
2021E	300	25.00%	105	35.00%	42	14.00%
2022E	375	25.00%	129	34.50%	56	15.00%
2023E	469	25.00%	159	34.00%	75	16.00%
2024E	586	25.00%	196	33.50%	100	17.00%

2025E 732 25.00% 242 33.00% 132 18.00%

资料来源：奥维云网，银河证券研究院

### 三、优先配置龙头，首推清洁电器

#### (一) 家电子板块表现分化

截至2021年6月11日，家电指数年初至今下跌14.18%，排在申万28个一级行业27名。家电板块表现不佳主要原因为原材料价格涨价引发的盈利能力担忧。从子板块来看，家电子板块表现差异较大，白电板块下跌16.94%，小家电则上涨了25.27%。

图 41: 家电指数年初至今排名

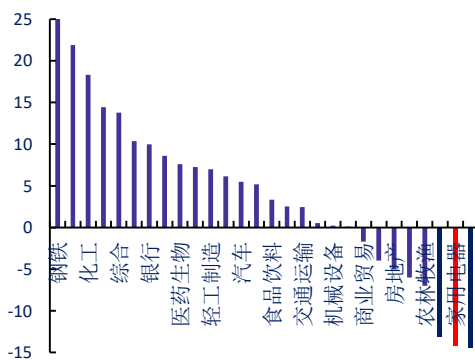
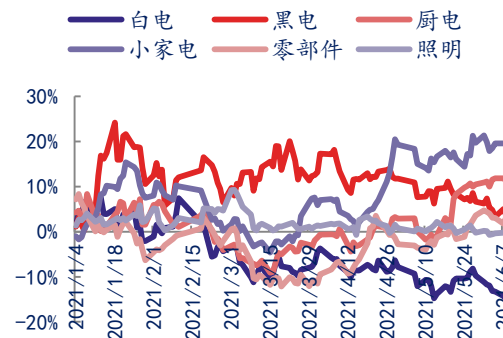


图 42: 家用电器子行业年初以来市场表现

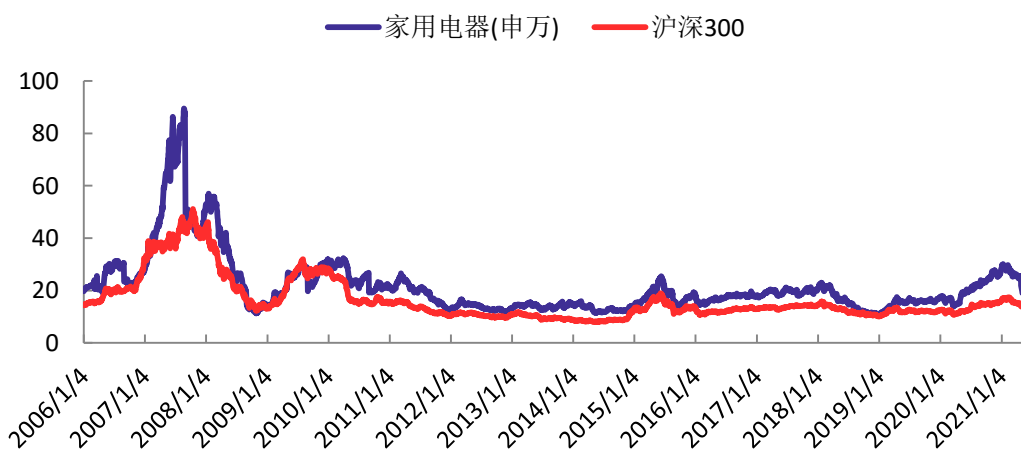


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

资料来源：WIND，中国银河证券研究院

从估值来看，家电板块估值回调明显。6月11日家电板块市盈率（TTM）为18.49，不及06年以来的均值21.72，处于近五年来56.08%分位点。

图 43: 2006 年至今家电板块估值水平变化

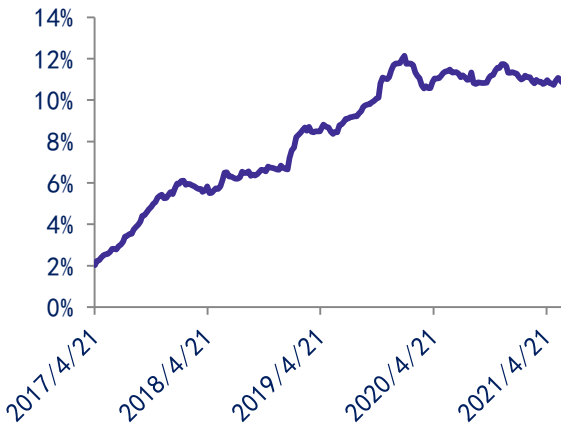


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## (二) 北上资金持股相对稳定

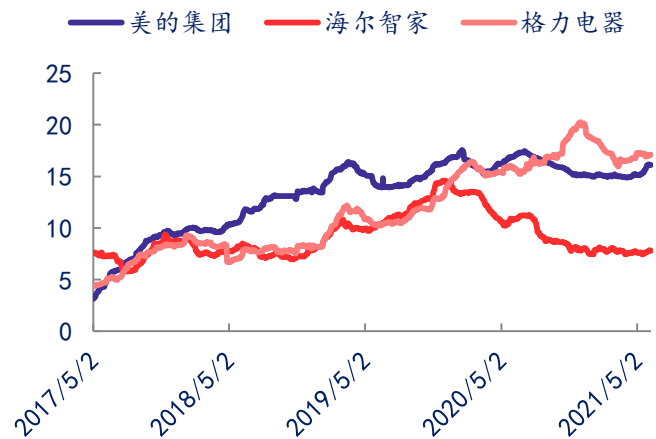
从北上资金持股占比来看，陆股通持有家电板块股票持股占比处于相对稳定状态，从持有三大白电股份占比来看，格力外资持股比例下滑，美的和海尔相对稳定。

图 44: 家电行业陆股通持股占比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

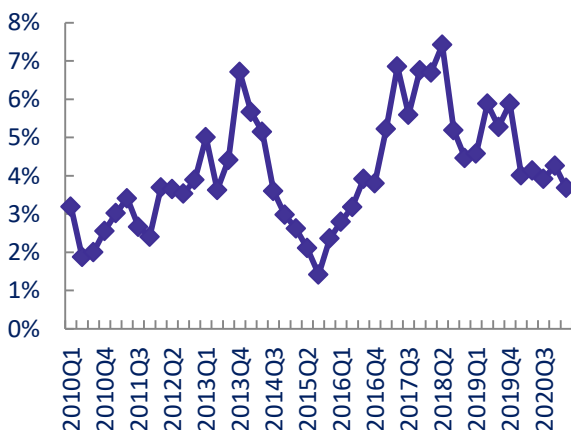
图 45: 北上资金持有三大白电股份占比 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

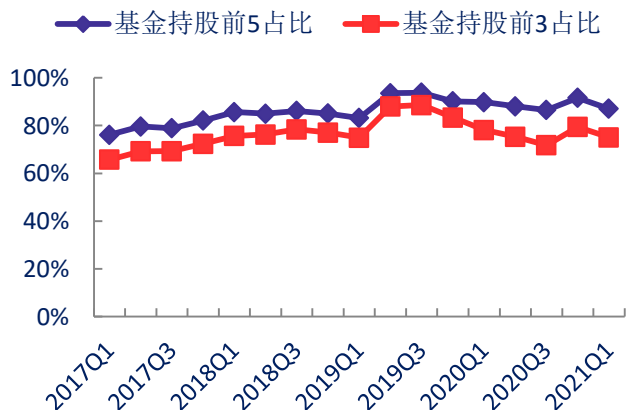
2021Q1 家电板块基金重仓持股市值比例为 3.68%，较 2020Q4 的 4.26% 下降了 0.58PCT，位于近年来中等水平。基金重仓家电股集中度较高，21Q1 前 3 和前 5 名重仓股票的持有市值占基金重仓持有家电股总市值的 75.08% 和 87.10%，分别环比减少了 4.33 和 4.55PCT。

图 46: 家电行业基金持股市值占基金股票投资市值比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 47: 基金持家电股集中度



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## (三) 投资建议

家电主要原材料价格大幅上涨、人民币汇率波动等因素引发市场对家电企业盈利能力的担忧，造成了家电板块下跌，估值水平回落。我们通过历史回顾，发现原材料价格上涨主要影响

企业毛利端,对净利影响较小,在汇率波动时,家电企业会采用金融手段来对冲汇率波动影响。中长期来看,原材料上涨压力趋缓,白电由于格局稳定,对产品价格形成了有效支撑,如原材料价格进入下跌区间,企业盈利能力将逐步向好。受我国经济逐步向好,海外订单未有明显转出迹象影响,白电有望维持增长态势,由于白电行业格局红利,龙头表现会优于行业,推荐白电龙头格力电器、美的集团。

由于我国家居环境与国外差别较大,“擦”地的重要性非常明确。洗地机、带清洁桶电动拖把等产品能够解决消费者擦地的痛点,随着更多的新产品逐步推向市场,洗地机行业有望迎来爆发式增长。推荐布局洗地机行业的科沃斯和莱克电气。

表 9: 重点标的盈利预测 (2021 年 6 月 11 日)

股票代码	股票名称	股价	EPS(元)				PE (X)				评级
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
000333.SZ	美的集团	74.00	3.87	4.16	4.66	5.31	25	18	16	14	推荐
000651.SZ	格力电器	54.62	3.69	4.24	4.84	5.32	17	13	11	10	推荐
603355.SH	莱克电气	54.21	0.80	1.95	2.58	3.11	38	28	21	17	推荐
603486.SH	科沃斯	193.19	1.14	2.38	3.62	4.78	78	81	53	40	推荐

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、风险提示

原材料价格变动的风险; 地产竣工回暖不及预期的风险; 海外疫情影响超预期的风险。

## 图表目录

图 1: 空调内销 (万台, 左轴) 及增速 (% , 右轴) .....	3
图 2: 空调出口 (万台, 左轴) 及增速 (% , 右轴) .....	3
图 4: 洗衣机内销 (万台, 左轴) 及增速 (% , 右轴) .....	3
图 5: 洗衣机出口 (万台, 左轴) 及增速 (% , 右轴) .....	3
图 5: 冰箱内销 (万台, 左轴) 及增速 (% , 右轴) .....	4
图 6: 冰箱出口 (万台, 左轴) 及增速 (% , 右轴) .....	4
图 7: 空调成本拆分 .....	4
图 8: 空调成本拆分 .....	4
图 7: 洗衣机成本拆分 .....	5
图 8: 小家电成本拆分 .....	5
图 11: 原材料价格变动 .....	5
图 12: 原材料季度平均价格同比变动 .....	6
图 13: 人民币汇率波动 .....	8
图 14: 2020 年套保衍生品和汇兑损益占净利润比例情况 .....	10
图 15: 格力、美的、海尔空调内销市占率之和 .....	11
图 16: 2020 年至今空调内销市占率月度 .....	11
图 17: 空调价格年度变化 .....	12
图 18: 19 年至今空调价格变动 .....	12
图 19: 龙头企业净利变化 .....	12
图 20: 清洁电器产品矩阵及分类 .....	13
图 21: 2015 至今“清洁”“杀菌”百度指数 .....	14
图 22: 中国家庭擦地频次占比 (2020) .....	14
图 23: 中国家庭每次擦地花费时间 (2020) .....	14
图 24: 国内线上清洁电器生命周期 .....	15
图 25: 国内线上无线吸尘器生命周期 .....	15
图 26: 清洁电器线上销售占比 .....	15
图 27: 清洁电器线上线下零售额同比 .....	15
图 28: 2020 年国内清洁电器细分品类线上销额占比 .....	16
图 29: 2020 年国内清洁电器细分品类线下销额占比 .....	16
图 30: 2020 年线上洗地机在清洁电器中的销额占比 .....	17
图 31: 2020 年线上渠道细分品类监测品牌个数 .....	17
图 32: 2020 年线上细分产品类型 TOP1 品牌零售额占比 .....	18
图 33: 2020 年中国扫地机线上 CR5 .....	19
图 34: 2020 年中国扫地机线下 CR5 .....	19
图 35: 2020 年中国吸尘器线上 CR5 .....	19
图 36: 2020 年中国吸尘器线下 CR5 .....	19
图 37: 2020 年中国吸尘器线上 CR2 .....	20
图 38: 2018 年中国及发达国家每百户吸尘器数量 .....	20
图 39: 国内清洁电器市场规模 .....	21

图 40: 国内清洁电器市场规模.....	21
图 41: 家电指数年初至今排名.....	22
图 42: 家用电器子行业年初以来市场表现.....	22
图 43: 2006 年至今家电板块估值水平变化.....	22
图 44: 家电行业陆股通持股占比.....	23
图 45: 北上资金持有三大白电股份占比 (%).....	23
图 46: 家电行业基金持股市值占基金股票投资市值比.....	23
图 47: 基金持家电股集中度.....	23

## 表格目录

表 1: 2009Q3-2012Q2 原材料价格及上市公司毛利、净利、销售费用率同比变动情况.....	6
表 2: 2016Q1-2018Q4 原材料价格及上市公司毛利、净利、销售费用同比变动情况.....	7
表 3: 2020 主要白电企业出口占比、汇兑损益情况 (单位: 亿元).....	8
表 4: 2019-2020 主要白电企业套期保值、汇兑损益情况 (单位: 百万元).....	9
表 5: 国常会对原材料价格表述.....	13
表 6: 2020 年国内清洁电器细分品类销额同比.....	16
表 7: 品牌产品矩阵.....	18
表 8: 清洁电器市场规模成长空间/渗透率测算.....	21
表 9: 重点标的盈利预测 (2021 年 6 月 11 日).....	24



## 分析师简介及承诺

**李冠华**，工商管理硕士，2018 年加入银河证券研究院投资研究部，从事家用电器行业研究工作。

本人承诺，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的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn