

信义山证汇通天下

证券研究报告

家电

维持评级

报告原因：半年报综述

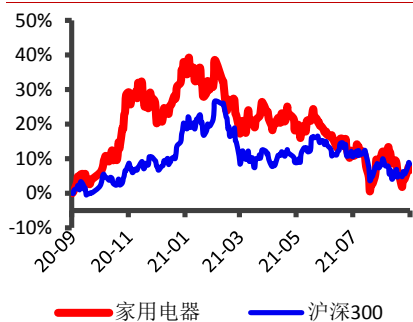
行业景气度稳步回升，配置价值显现

看好

2021年9月8日

行业研究/深度报告

家电行业近一年市场表现



行业回顾

- **整体市场：行业景气度逐步回升，生活家电表现亮眼** 上半年，白电和厨电企业经营复苏良好，小家电中的生活清洁类家电表现抢眼，传统厨房小家电在经历去年的高速增长后，表现较为平淡。家电产品的销售结构向高端化、智能化和套系化方向迁移。产品均价提升明显，主要由多因素推动：一方面上游原材料价格上涨，芯片核心部件紧缺，一方面消费者对高品质家电的接受度显著提高；以及企业为保证毛利空间加速推新卖贵优化产业结构。从渠道表现来看，截至6月末，全国实物商品网上零售额累计达50263亿元，较上年同期增长15.6%；占商品零售总额的23.7%。线上渠道规模继续保持稳定增长，消费黏性持续增强。
- **白电市场：上半年行业规模实现正向增长，但需求疲弱** 白电行业表现好于2020年，但较2019年仍有下降。空调内销较疫情前表现依然疲弱，今年以来海外订单继续向我国转移，拉动空调出口强劲增长，销量强于往年表现。空调产品功能性明显增强，品类结构持续优化。洗衣机出口表现亮眼，同比增长39%，内销滚筒产品份额稳步增长，线上和线下份额分别提至66%和81%，洗烘一体的线下零售量份额提升到29%，大容量对小容量取代趋势明显，10kg机型的线下零售量份额已达到56%。冰箱产销均出现下滑，但高端市场的增长显著，产品价格高于15000元的销售占比为19.3%；400L以上的大容积冰箱在线下零售量份额接近60%。
- **厨小电市场：厨电市场逐步恢复，生活家电增速领跑行业** 上半年厨卫家电零售额为818亿元，同比增长25.5%。无论是传统厨电还是集成灶，产品性能均呈现升级态势。从市场渗透率来看，集成灶在烟灶市场中占比逐年提升，但渗透率仍处于较低水平。从产品发展周期来看，集成灶已进入快速发展期，行业格局较为明确。小家电方面，受去年行业爆发式增长导致的高基数，消费需求有所减弱、产品创新技术研发放缓等因素影响，上半年传统厨房小电品类增长乏力。而清洁电器由于技术突破，市场渗透率低、消费者痛点被真正触达，保持强劲增长势头，上半年实现136亿元，同比增长40.2%。

投资建议

主线一：中国家电行业已逐渐形成一套完整的产业链，行业整体进入成熟期，家电产品向智能化、高端化发展的目标明确。建议关注具有成本优势、研发优势、渠道优势和品牌优势的头部企业：**美的集团、格力电器、海尔**

分析师：石晋 CFA

执业登记编码：S0760514050003

E-mail: shijin@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



智家。

主线二：建议关注能够满足提升居民生活品质，能够通过技术迭代赋能产品价值增高的成长低渗透率的细分赛道领跑者：集成灶行业的**浙江美大、火星人**，生活家电扫地机器人的**石头科技、科沃斯**。

风险提示

国内外需求疲弱；产品升级缓慢；汇率波动大；原材料价格大幅波动

目 录

1. 行业：行业景气度明显回升	6
1.1 行业表现分化，生活家电表现亮眼	6
1.2 行业毛利率受原材料影响略有回落	7
2. 白电行业：规模实现正向增长，但未恢复至疫情前	8
2.1 内销需求疲弱，海外订单继续向国内转移	8
2.2 企业盈利能力明显回升	11
2.3 企业经营性现金流净值均实现正增长	12
3. 黑电行业：销量与销售额出现剪刀差	13
3.1 产品均价大幅上涨，消费需求亟待释放	13
3.2 行业营收整体向好	14
4. 厨小电行业：厨电市场明显恢复，小家电结构性表现	15
4.1 厨电产品性能均呈现出升级态势	15
4.2 生活家电营收增速表现领先行业	16
4.3 新品类家电存货保持快速增长	18
5. 家电零部件：行业营收增速大幅提升	20
5.1 头部企业纷纷开启外延发展	20
5.2 上游企业存货表现同销售规模基本保持一致	21
6. 投资策略	22
7. 风险提示	23

图表目录

图 1：21H1 国内规模 3805 亿元，同比+13.1%.....	6
图 2：21H1 出口达 3088 亿元，同比+35.8%.....	6
图 3：实物商品网上零售额（亿元）及比重（%）	6
图 4：家电国内线上规模继续双位数增长.....	6
图 5：21 年上半年营收 28.7%，排第 15 位	7
图 6：21 年上半年归母净利润 39.5%，排第 14 位	7
图 7：各季度销售毛利率表现	7
图 8：期间费率单季整体下行（%）	7
图 9：21H1 归母净利 421 亿元（+39.5%），Q2 242 亿元.....	8
图 10：21H1 上市公司净利润率 6.78%，Q2 为 7.22%	8
图 11：21H1 年营收 4276 亿元，同比+26%	8
图 12：21H1 年净利润 319.5 亿元，同比+36.6%	8
图 13：21H1 销售 8515 万台，同比+12%.....	9
图 14：21 年 6 月库存 1945 万台，同比+29%	9
图 15：21H1 内销 4462 万台，同比+12%	9
图 16：21H1 出口 4176 万台，同比+15%	9
图 17：21H1 出口 1202 万台，同比+39%	10
图 18：21H 1 内销 2041 万台，同比+12%	10
图 19：21H1 出口 1717 万台，同比-1%	10
图 20：21H1 内销 1889 万台，同比-12%	10
图 21：21H1 年营收 1094 亿元，同比+30%	13
图 22：21H1 年净利润 19.7 亿元，同比+95%	13

图 23: 21H1 出口 3992 万台, 同比-8%.....	14
图 24: 21H1 内销 1822 万台, 同比-13.4%.....	14
图 25: 21H1 营收 611 亿元, 同比+37.4%	16
图 26: 21H1 净利润 39.2 亿元, 同比-5.1%.....	16
图 27: 21H1 营收 270 亿元, 同比+53%.....	20
图 28: 21H1 净利润 15 亿元, 同比+43.6%.....	20
表 1: 白电相关上市公司营收(亿元)及增速(%)表现	11
表 2: 白电相关上市公司历年净利润(亿元)及变动表现	12
表 3: 白电相关上市公司历年存货(亿元)表现	12
表 4: 白电相关上市公司经营性现金流净值表现	13
表 5: 黑电相关上市公司营收(亿元)及增速(%)表现	14
表 6: 黑电相关上市公司历年净利润(亿元)及增速表现(%)	15
表 7: 黑电相关上市公司历年存货表现(亿元)	15
表 8: 厨小家电相关上市公司营收(亿元)及增速(%)表现	16
表 9: 厨小家电相关上市公司净利润(亿元)及变动表现.....	17
表 10: 厨小家电相关上市公司历年存货表现(亿元)	18
表 11: 厨小电相关上市公司历年经营性现金流净值(亿元)及变动表现.....	19
表 12: 家电零部件相关上市公司营收(亿元)及增速(%)表现	20
表 13: 家电零部件相关上市公司历年净利润(亿元)及变动表现	21
表 14: 家电零部件相关上市公司历年存货表现(亿元)	21
表 15: 零部件相关上市公司历年经营性现金流净值(亿元)及变动表现	22

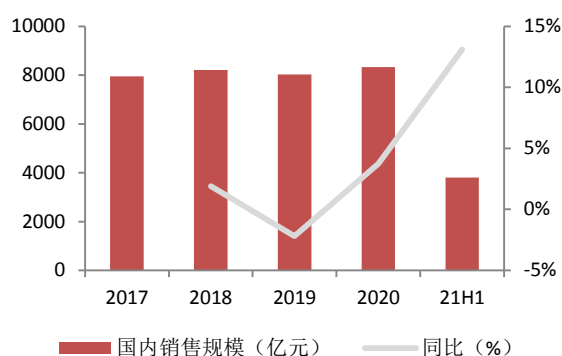
1. 行业：行业景气度明显回升

1.1 行业表现分化，生活家电表现亮眼

家电板块上市公司 21 年半年报已披露完毕，中国电子信息产业发展研究院数据显示，上半年，我国家电市场加速回暖，家电行业国内市场实现销售额 3,805.3 亿元，同比增加 13.1%。

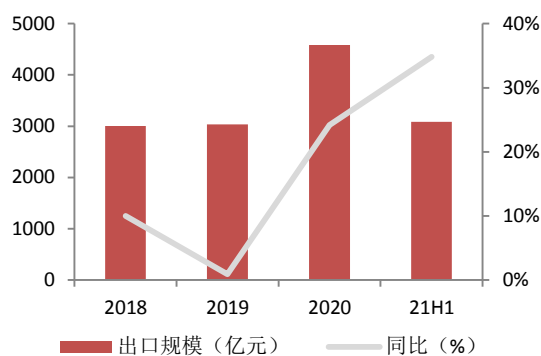
出口方面，海关总署数据显示，累计出口额 3088 亿元，同比增长率为 35.8%。白电和厨电企业经营复苏良好，小家电呈现出结构性表现，以生活清洁家电为主的小家电表现抢眼，传统及创新型厨房小家电在经历去年的高速增长后，表现较为平淡。

图 1：21H1 国内规模 3805 亿元，同比+13.1%



数据来源：中国家电研究院，山西证券研究所

图 2：21H1 出口达 3088 亿元，同比+35.8%

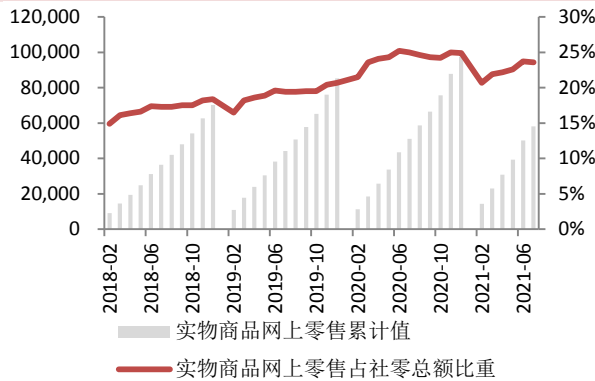


数据来源：中国家电研究院，山西证券研究所

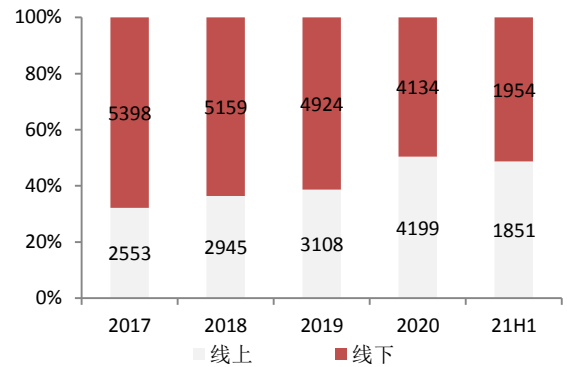
上半年，家电消费呈现出几大特征：1）产品高端化明显：8K 电视零售量同比增长超过 500%；万元以上高端冰箱零售额同比增长超过 50%；洗衣机主流消费呈高端化、智能化和套系化特征。2）产品均价大幅上涨，主要由多因素推动，一方面上游原材料价格持续上涨，芯片核心部件紧缺；一方面消费者对高品质家电的接受度提高；以及企业为保证毛利空间加速推新卖贵优化产品结构。3）线上消费继续保持快速发展。截至 21 年 6 月，全国实物商品网上零售额累计达到 50263 亿元，较上年同期增长 15.6%；占商品零售总额的 23.7%。线上渠道规模继续保持增长，消费黏性持续增强。上半年线上市场规模 1851 亿元，同比 +21.5%，线下市场规模 1954 亿元，同比 +6.1%。

图 3：实物商品网上零售额（亿元）及比重（%）

图 4：家电国内线上规模继续双位数增长



数据来源：wind，山西证券研究所

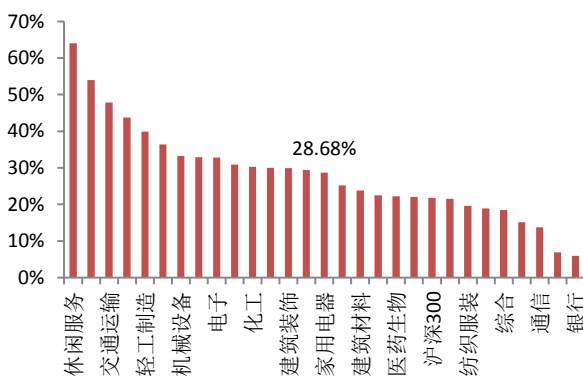


数据来源：中国家电研究院，山西证券研究所

1.2 行业毛利率受原材料影响略有回落

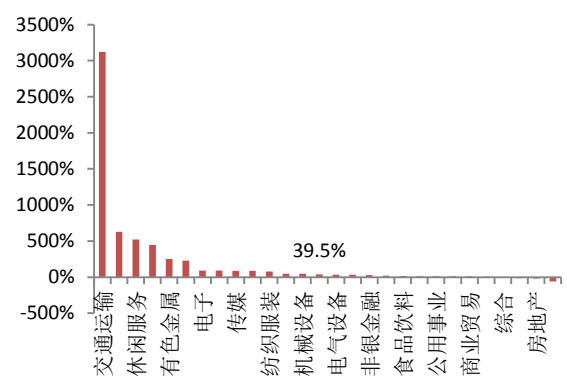
从行业 21 年中报看，按申万分类的 28 个一级行业中，休闲服务、钢铁、交通运输居前三位，家电营收增长率为+28.68%，排名第 15 位，同比提升 7 位。其中二季度单季家电营收增速+16.95%，位列第 17 位。上半年家电归母净利润增速同比+39.5%，排名第 14 位，其中二季度单季归母净利润增速+12.5%，排第 17 位。

图 5：21 年上半年营收 28.7%，排第 15 位



数据来源：wind、山西证券研究所

图 6：21 年上半年归母净利润 39.5%，排第 14 位

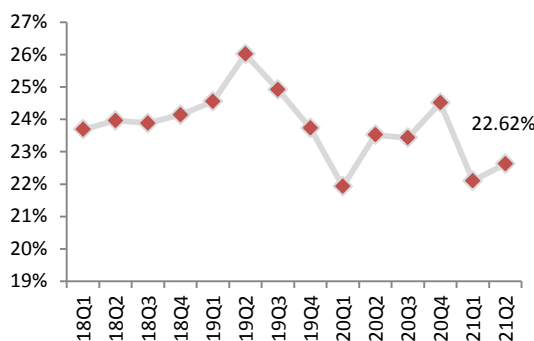


数据来源：wind、山西证券研究所

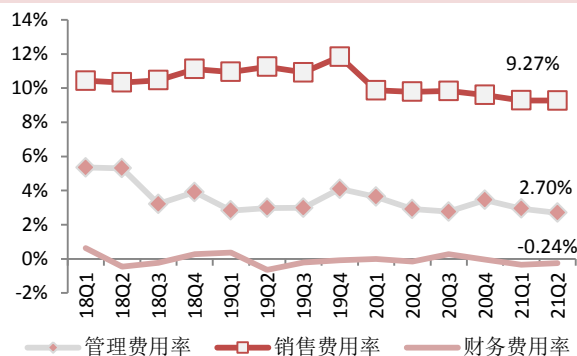
21 年上半年行业整体毛利率为 22.38%，较去年同期变动-0.5pct；总体看行业毛利率受原材料持续上涨影响而继续回落，单二季度毛利率继续在低位徘徊(22.62%)。费用方面，上半年行业的销售费用率 9.27%，同比下降 0.52pct；管理费用率 2.7%，同比下降 0.22pct，行业提效降费效果明显。

图 7：各季度销售毛利率表现

图 8：期间费率单季整体下行（%）



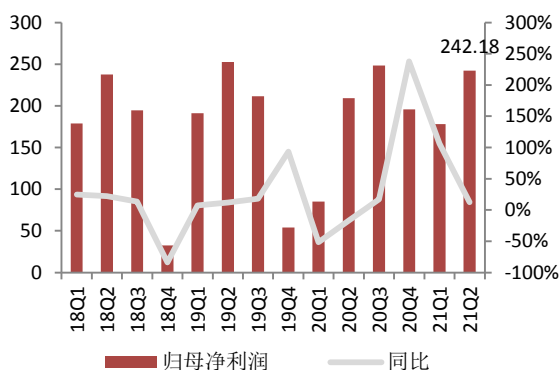
数据来源：wind，山西证券研究所



数据来源：wind、山西证券研究所

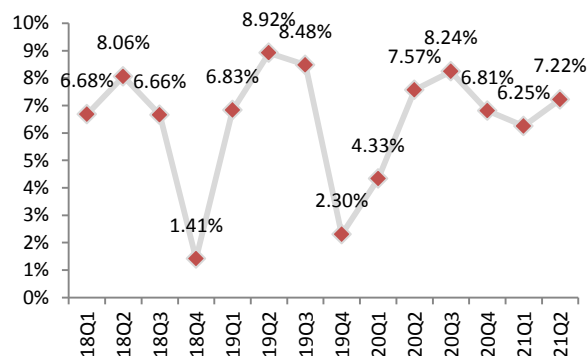
从盈利能力层面看，上半年申万家电上市企业实现归母净利润合计 421 亿元，同比+39.45%；其中二季度行业实现归母净利润 242 亿元，同比+12.5%。上半年家电行业净利润率为 6.78%，二季度单季归母净利润率由一季度的 6.25%回升至 7.22%，接近历史平均位，但略低于去年同期的 7.57%。

图 9：21H1 归母净利 421 亿元（+39.5%），Q2 242 亿元



数据来源：wind，山西证券研究所

图 10：21H1 上市公司净利润率 6.78%，Q2 为 7.22%



数据来源：wind、山西证券研究所

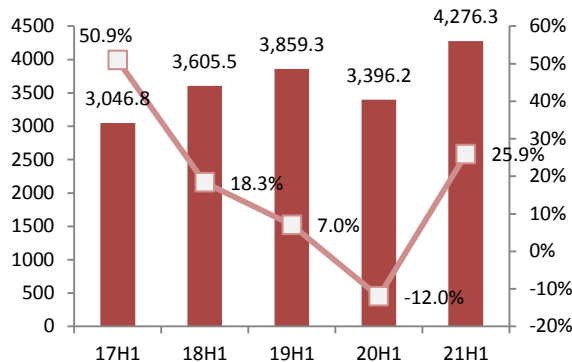
2. 白电行业：规模实现正向增长，但未恢复至疫情前

2.1 内销需求疲弱，海外订单继续向国内转移

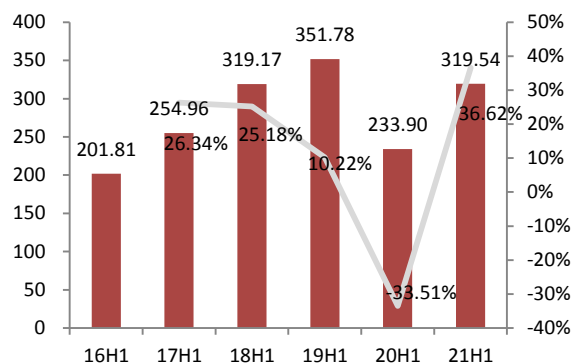
在上年同期规模低基数、上游原材料及运输成本高位徘徊的影响下，上半年白电市场规模实现正向增长。受产品价格双位数增长，需求端出现疲弱。21H1 我们所关注的上市白电企业实现营收 4276 亿元，同比+26%。其中 Q2 单季实现营收 2349 亿元，同比+14.5%，环比+22%。21H1 上市归母净利润 319.5 亿元，同比+36.6%；二季度净利润 187.6 亿元，同比+15.3%，环比增长 42%。预计 21 年全年净利润增速在 7%—10%之间。

图 11：21H1 年营收 4276 亿元，同比+26%

图 12：21H1 年净利润 319.5 亿元，同比+36.6%



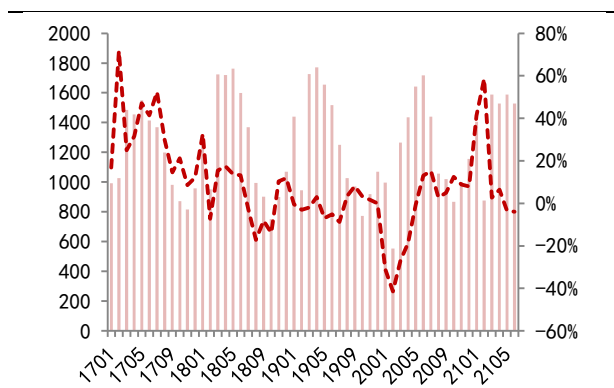
数据来源：wind，山西证券研究所



数据来源：wind，山西证券研究所

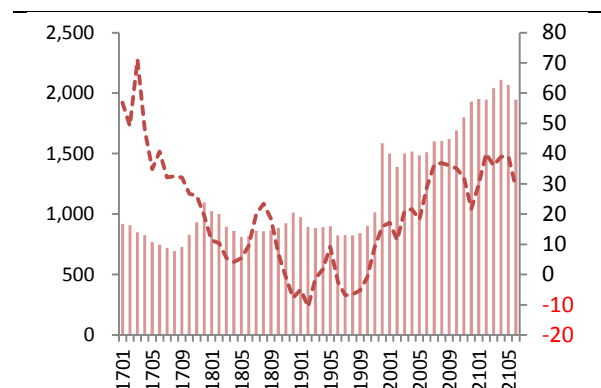
受全国多地天气升温较慢、原材料价格上涨等因素影响，空调内销较疫情前表现依然疲弱。今年以来海外订单继续向我国转移，拉动空调出口强劲增长，销量强于往年表现。1-6 月，空调产量 8653 万台，同比+15%；销量 8515 万台，同比+12%；出口销售 4176 万台，同比+15%；内销 4462 万台，同比+12%。企业库存 1945 万台，同比增长 29%。上半年空调产品功能性明显增强，品类结构持续优化。消毒、除菌、自清洁以及具有新风功能的产品占比明显提升，其中自清洁功能的空调在国内线下市场渗透率已提升至 91%，变频一级能效产品零售量份额已经过半。

图 13: 21H1 销售 8515 万台，同比+12%



数据来源：wind，山西证券研究所

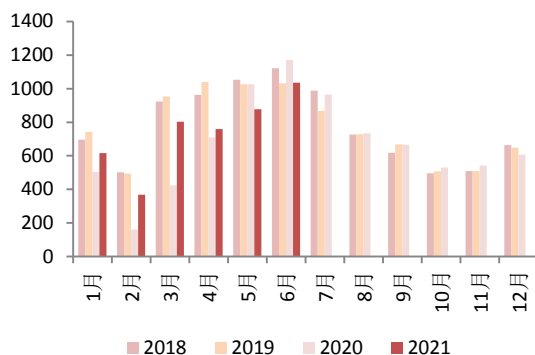
图 14: 21 年 6 月库存 1945 万台，同比+29%



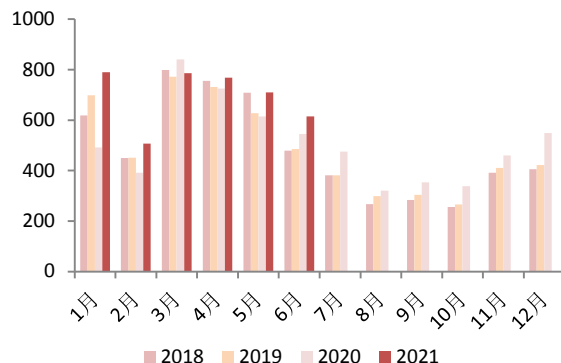
数据来源：wind，山西证券研究所

图 15: 21H1 内销 4462 万台，同比+12%

图 16: 21H1 出口 4176 万台，同比+15%



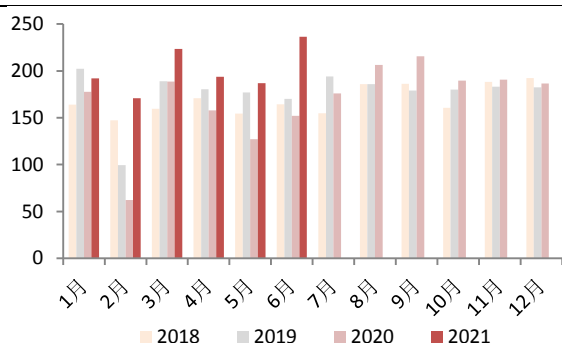
数据来源：wind，山西证券研究所



数据来源：wind，山西证券研究所

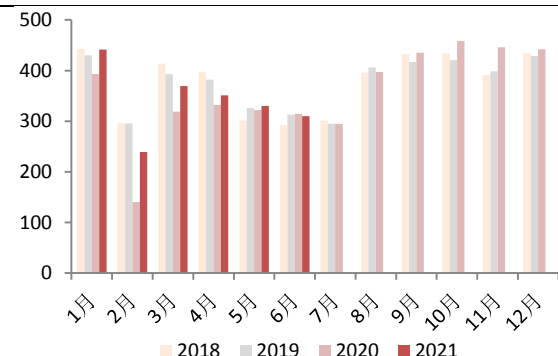
1-6 月，洗衣机产出 3213 万台，同比+20.5%；销量 3244 万台，同比+21%；出口 1202 万台，同比+39%；内销 2041 万台，同比变动+12%。从功能来看，滚筒产品份额稳步增长，其线上和线下市场零售额份额已分别提至 66.2%和 81.5%，洗烘一体的线下零售量份额提至 29%，干衣机国内销售额规模 27.4 亿元，同比+171.4%，国产品牌线下市场份额增至 45.9。从容量来看，大容量对小容量取代趋势明显，10kg 机型的线下零售量份额已达到 56.1%，相比去年同期占比提升超过 10%。

图 17：21H1 出口 1202 万台，同比+39%



数据来源：wind，山西证券研究所

图 18：21H1 内销 2041 万台，同比+12%

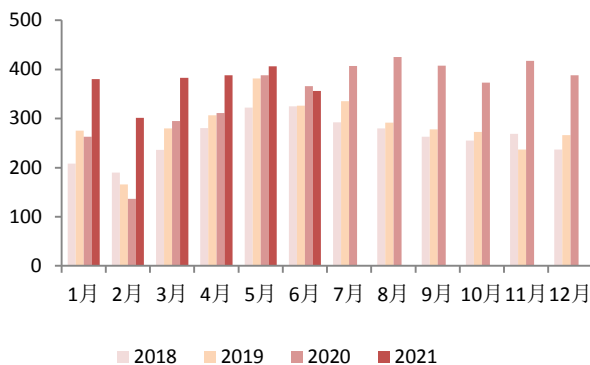


数据来源：wind，山西证券研究所

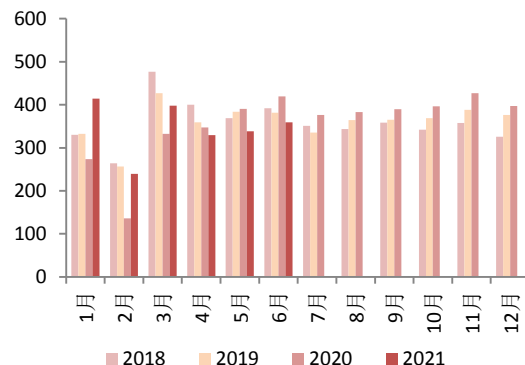
1-6 月，冰箱产量为 3573.5 万台，同比-8.07%；销量 3606.4 万台，同比-6.9%；出口 1717.2 万台，同比-1%；内销 1889.2 万台，下降 11.7%。冰箱线上市场和线下市场的均价分别提升 16.3%和 12.3%。高端市场的增长最为显著，> 15000 元的产品销售占比为 19.3%；400L 以上的大容积冰箱在线下零售量份额接近 60%。

图 19：21H1 出口 1717 万台，同比-1%

图 20：21H1 内销 1889 万台，同比-12%



数据来源：wind，山西证券研究所



数据来源：wind，山西证券研究所

2.2 企业盈利能力明显回升

具体到上市公司层面，上半年占比高的格力电器、美的集团及海尔智家主营收入分别+30.3%、+25%及+16.6%，相比去年同期均有明显回升。美的多维度拓展公司业务，夯实公司龙头地位。国内市场，公司在线上与线下市场进一步加速融合。主要家电品类在国内市场的份额占比均实现不同程度的提升。在海外，公司持续全球协同整合，强化海外本地化运营，进一步提升公司的全球影响力和销售规模，海外收入增长19%。海尔智家在国内竞争优势扩大，卡萨帝市场份额稳步攀升，上半年收入较去年同期增长74.4%。格力受去年同期低基数以及持续推进新零售全面布局，线上线下渠道深度融合，凭借品牌、技术优势等，业绩迎来明显回升。此外，海信家电(+53.7%)和长虹美菱(+41.3%)实现较大的正向增长，

表 1：白电相关上市公司营收（亿元）及增速（%）表现

	20H1	同比	21H1	同比	21Q2	同比	环比
美的集团	1397.2	-9.47%	1748.5	25.14%	918.3	12.86%	10.62%
长虹美菱	68.0	-25.59%	96.0	41.30%	54.7	21.23%	32.51%
格力电器	706.0	-28.21%	920.1	30.32%	584.9	17.71%	74.52%
海信家电	210.9	11.27%	324.2	53.76%	184.9	36.94%	32.68%
澳柯玛	34.0	0.13%	43.9	29.21%	25.6	21.29%	40.36%
海尔智家	957.3	-3.29%	1116.2	16.60%	568.5	8.10%	3.78%
春兰股份	1.4	30.34%	1.9	40.50%	0.7	-36.41%	-47.16%
惠而浦	21.6	-19.90%	25.4	17.94%	11.3	-11.16%	-19.77%

资料来源：wind，山西证券研究所

上半年主要上市公司中净利润与去年同期基本实现了增长，其中美的(+7.8%)、格力电器(+48.6%)，海尔智家(+146.4%)，出现增速下滑的有长虹美菱和惠而浦。美的高端品牌COLMO全屋套系化建设逐步完善，减费增效表现良好，营运能力稳步提升。海尔智家海

外智慧家庭业务加速对高端产品矩阵和线上渠道进行布局，公司上半年，海外市场实现经营利润 32.20 亿元，较上年同期增长 113.4%，盈利能力超越行业平均代工水平。单二季度主要白电企业中的海尔智家、格力的净利润同比增长分别为 122%和 25.2%，美的和海信家电同比下降 6.3%和 13.6%。

表 2：白电相关上市公司历年净利润（亿元）及变动表现

	20H1	同比	21H1	同比	21Q2	同比	环比
美的集团	139.28	-8.3%	150.09	7.8%	85.40	-6.33%	32.0%
海尔智家	27.81	-46.0%	68.52	146.4%	37.98	122.06%	24.4%
格力电器	63.62	-53.7%	94.57	48.6%	60.14	25.18%	74.7%
海信家电	5.03	-47.6%	6.15	22.3%	3.97	-13.58%	82.2%
长虹美菱	-2.10	-486.8%	0.37	-117.7%	0.32	-46.79%	501.1%
澳柯玛	0.96	22.4%	1.09	13.1%	0.84	10.81%	232.0%
春兰股份	0.45	-20.9%	0.04	-92.2%	-0.02	-103.26%	-131.7%
惠而浦	-1.16	93.3%	-1.29	11.4%	-1.05	1120.79%	325.1%

资料来源：wind，山西证券研究所

2.3 企业经营性现金流净值均实现正增长

21 年上半年白电行业上市公司整体存货为 1121 亿元，较上年同期相比上涨 39.5%，环比上年末+15.7%。具体到上市公司层面，各公司存货均出现明显增长，我们认为主要是原材料储备增长所致。

表 3：白电相关上市公司历年存货（亿元）表现

证券简称	2019	同比	2020	同比	21H1	同比	环比上年末
美的集团	324.4	9.4%	310.8	-4.2%	345.0	58.9%	11.0%
海尔智家	282.3	26.1%	294.5	4.3%	335.1	32.5%	13.8%
格力电器	240.8	20.4%	278.8	15.8%	327.3	26.3%	17.4%
海信家电	35.0	18.4%	43.0	22.8%	62.8	75.4%	46.1%
长虹美菱	14.6	-32.8%	17.2	17.4%	22.9	21.2%	33.2%
澳柯玛	11.3	33.2%	15.1	34.1%	17.6	85.7%	16.7%
惠而浦	8.3	13.3%	6.4	-22.7%	7.1	2.6%	10.7%
春兰股份	4.0	-14.1%	3.7	-7.6%	3.7	7.0%	1.8%

资料来源：wind，山西证券研究所

上半年白电企业经营性现金流同比增长的有美的集团（+9.6%）、格力电器（+34.4%）、长虹美菱（+51.6%）。海尔智家、澳柯玛由负转正，主要是本期经营利润的增加以及运营效

率提升所致。格力则主要是本期客户贷款及垫款净增加额增加所致。

表 4：白电相关上市公司经营性现金流净值表现

证券简称	2019	同比	2020	同比	21H1	同比	环比
美的集团	385.9	38.5%	295.6	-23.4%	201.8	9.6%	-31.7%
海尔智家	150.8	-20.3%	176.0	16.7%	84.2	-1651.6%	-52.1%
海信家电	20.1	91.1%	59.6	197.3%	20.8	-18.0%	-65.0%
澳柯玛	5.6	157.1%	0.1	-98.1%	3.2	-194.1%	2962.2%
春兰股份	0.6	-148.7%	0.3	-43.7%	1.0	1206.0%	212.6%
惠而浦	-1.1	262.1%	-7.9	625.7%	0.0	-100.6%	——
长虹美菱	12.9	-682.6%	14.0	9.2%	-5.9	51.6%	——
格力电器	278.9	3.5%	192.4	-31.0%	-60.7	34.4%	——

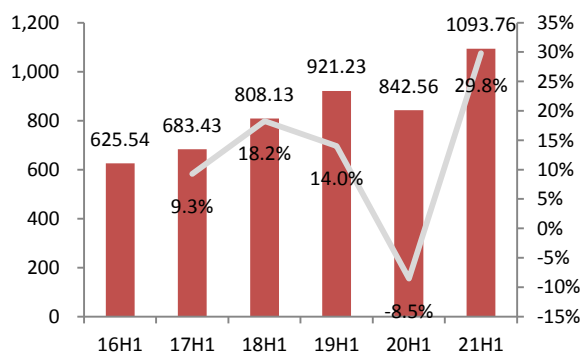
资料来源：wind，山西证券研究所

3. 黑电行业：销量与销售额出现剪刀差

3.1 产品均价大幅上涨，消费需求亟待释放

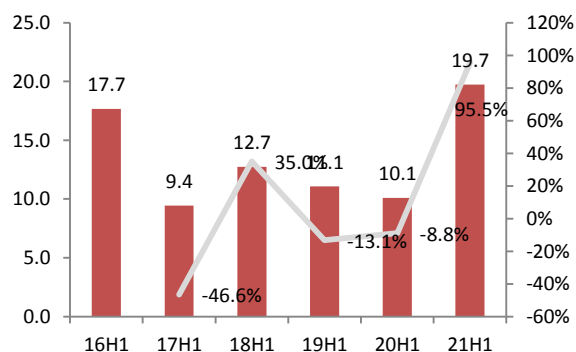
根据奥维数据推总,2021 年上半年,国内彩电市场累计销量 1781 万台,同比下降 14.7%,销额 594 亿元,同比增长 15.1%。我们所关注的上市黑电企业合计实现营收 1094 亿元,同比增长 30%。其中二季度实现营收 571 亿元,同比+18%,环比增长 9.3%。上市公司归母净利润 19.7 亿元,同比+95%。

图 21：21H1 年营收 1094 亿元，同比+30%



数据来源：wind，山西证券研究所

图 22：21H1 年净利润 19.7 亿元，同比+95%

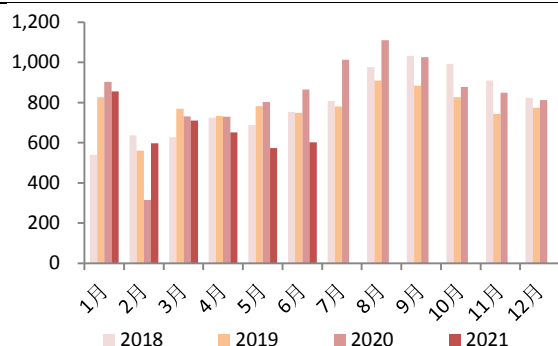


数据来源：wind，山西证券研究所

21 年 1-6 月行业产量 5867 万台，同比-11%；销量 5813 万台，同比-10%；出口 3992 万台，同比-8%；内销 1822 万台，同比-13.4%。受上游液晶面板价格超过一年的持续上涨以及芯片供应短缺，彩电大幅涨价，消费需求被抑制以及消费计划被延迟。彩电均价同比

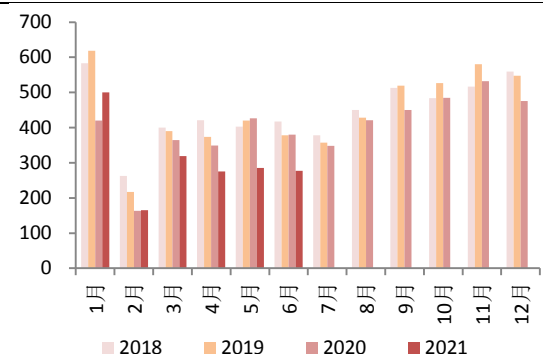
增长 34.9%；受液晶面板中小尺寸涨幅过高，而大尺寸涨幅相对缓和的部分影响，彩电平均销售尺寸增长至 54.2 吋，增幅创近年纪录。

图 23：21H1 出口 3992 万台，同比-8%



数据来源：wind，山西证券研究所

图 24：21H1 内销 1822 万台，同比-13.4%



数据来源：wind，山西证券研究所

3.2 行业营收整体向好

营收表现具体到上市公司层面，上半年主要黑电上市公司收入规模基本实现同比正增长：四川长虹（+29.4%）、兆驰股份（+50%）、海信视像（+32%）和创维数字（+23.5%）。兆驰股份智慧显示业务板块稳步发展，大尺寸液晶电视出货量稳步提升，市场地位保持领先；受益于 LED 市场需求旺盛，LED 板块迎来快速增长周期，实现营业收入 25.89 亿元，同比增长 89.51%。海信视像的智慧显示终端业务发展稳健，新显示新业务收入快速增长（+69.23%），公司第二增长曲线态势显著。单二季度除四川九洲外，其余公司同比均实现了正增长，业绩较一季度均出现环比上涨。

表 5：黑电相关上市公司营收（亿元）及增速（%）表现

	20H1	同比	21H1	同比	21Q2	同比	环比
四川长虹	380.3	-4.9%	492.2	29.4%	253.9	17.0%	6.5%
深康佳 A	175.2	-32.7%	218.1	24.5%	119.9	23.4%	22.1%
海信视像	159.0	5.3%	209.6	31.8%	105.8	15.8%	2.0%
兆驰股份	74.6	28.4%	112.1	50.1%	59.7	23.2%	14.0%
创维数字	37.1	-4.9%	45.8	23.5%	23.6	18.0%	6.1%
四川九洲	16.3	24.9%	16.1	-1.7%	8.3	-17.2%	7.0%

资料来源：wind，山西证券研究所

相关上市公司中，21 年上半年净利润实现增速的上市公司有兆驰股份（+70.6%）、创维数字（+56%）和四川九洲（+498%）。兆驰凭借供应链管理以及市场渠道优势，持续优化产品及客户结构，盈利水平不断提升。单二季度相关企业全部实现正收益。

表 6：黑电相关上市公司历年净利润（亿元）及增速表现（%）

	20H1	同比	21H1	同比	21Q2	同比	环比
兆驰股份	6.15	62.0%	10.49	70.6%	5.83	40.9%	24.9%
深康佳 A	0.95	-73.2%	0.85	-9.8%	0.13	-96.0%	-82.7%
海信视像	3.66	488.0%	3.88	6.2%	1.86	-41.0%	-8.5%
创维数字	1.82	-29.5%	2.84	56.5%	1.29	24.5%	-17.4%
四川长虹	-2.60	-608.8%	0.92	-135.5%	0.72	-21.7%	247.3%
四川九洲	0.12	225.3%	0.74	498.3%	0.46	919.6%	69.4%

资料来源：wind，山西证券研究所

上半年黑电行业整体存货为 366 亿元，较上年同期比+15%，环比上年末+17.8%。具体到相关上市公司，兆驰股份、海信视像和四川长虹的存货较上年末分别上涨 36%、44.8%和 7.8%。主要是企业规模增长及原材料战略性储备增加。

表 7：黑电相关上市公司历年存货表现（亿元）

证券简称	2019	同比	2020	同比	21H1	同比	环比上年末
四川长虹	159.4	0.1	176.6	10.8%	190.3	2.9%	7.8%
海信视像	30.6	-0.1	45.5	48.5%	65.8	87.6%	44.8%
深康佳 A	53.2	0.0	45.2	-15.0%	51.6	-6.8%	14.1%
兆驰股份	21.3	0.6	23.8	11.5%	32.4	24.0%	36.2%
创维数字	12.7	0.0	12.4	-2.6%	18.0	63.0%	45.1%
四川九洲	8.6	0.1	7.6	-11.8%	8.3	57.2%	8.5%

资料来源：wind，山西证券研究所

4. 厨小电行业：厨电市场明显恢复，小家电结构性表现

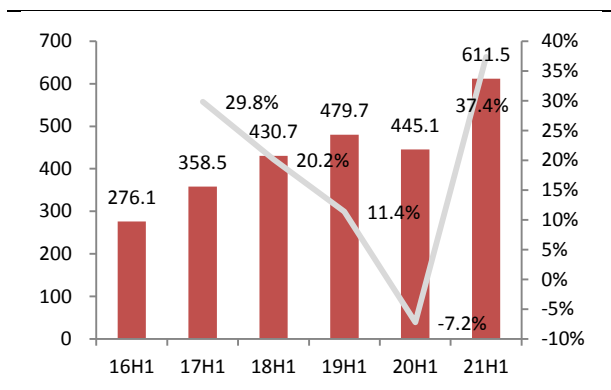
4.1 厨电产品性能均呈现出升级态势

据家电工业信息中心数据显示，上半年厨卫家电零售额为 818 亿元，同比增长 25.5%。无论是传统厨电还是集成灶，产品性能均呈现出升级态势。从市场渗透率来看，集成灶在烟灶市场中占比逐年提升，但渗透率仍处于较低水平。从产品发展周期来看，集成灶已进入快速发展期，行业格局较为明确。集成灶通过加快新品迭代、品类结构升级明显，蒸烤以及蒸烤一体功能的中高端产品份额明显提升，产品发展迅猛，在线上和线下的市场份额接近半数，成为增幅最大的细分品类。

小家电方面，上半年，传统厨房小电品类增长乏力，一方面是去年行业爆发式增长导致的高基数，一方面消费需求有所减弱、产品创新技术放缓等。而清洁电器由于技术突破，市场渗透率低、消费者痛点被真正触达，行业保持强劲增长势头，上半年实现 136 亿元，同比增长 40.2%。其中，扫地机器人在线上和线下的零售额份额占吸尘器比重分别提升至 52.4%和 24.1%，线上市场均价同比提升近 40%。具备扫吸拖一体功能的洗地机上半年继续保持爆发式增长，行业规模突破 20 亿元人民币，同比增长 767.5%，成为清洁电器行业的第三大细分品类。

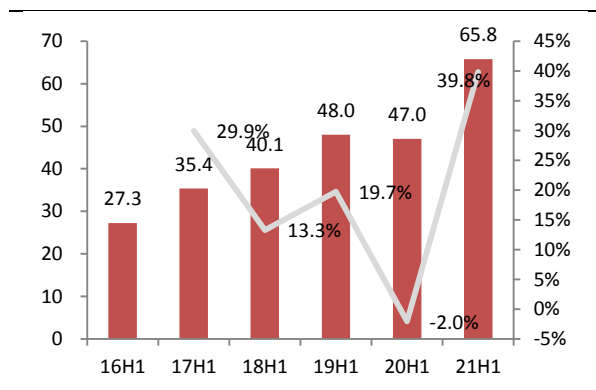
21 年上半年我们关注的上市厨小电企业实现营收 611 亿元，同比+37.4%；其中二季度实现营收 323.6 亿元，同比变动+12.4%，环比+21.5%。归母净利润 65.8 亿元，同比+39%，高于收入涨幅，显示行业的降费提效效果良好。

图 25：21H1 营收 611 亿元，同比+37.4%



数据来源：wind，山西证券研究所

图 26：21H1 净利润 39.2 亿元，同比-5.1%



数据来源：wind，山西证券研究所

4.2 生活家电营收增速表现领先行业

营业收入表现具体到上市公司层面，上半年主要厨小家电上市公司均实现了收入正增长，营收绝对值居前五位的分别为苏泊尔（+27.4%）、新宝股份（+31.7%）、科沃斯（+123%）、九阳股份（+4.1%）和老板电器（+34.7%）。科沃斯坚持“双轮驱动战略”，其中扫地机器人销售收入较上年同期上升 69.92%，“添可”洗地机占国内洗地机市场份额的 76.5%。添可上半年销售收入较上年同期增长 817.02%。奥佳华持续聚焦按摩椅与按摩小电器业务，利用在家庭医疗领域的技术积累赋能保健按摩业务，产能释放良好。单二季度九阳股份和小熊电器营收同比出现负增长，随着下半场新品发布，公司业绩有望回暖。

表 8：厨小家电相关上市公司营收（亿元）及增速（%）表现

证券简称	20H1	同比	21H1	同比	21Q2	同比	环比
------	------	----	------	----	------	----	----

苏泊尔	81.9	-16.8%	104.3	27.4%	53.0	15.0%	3.1%
新宝股份	50.5	24.8%	66.4	31.7%	34.3	11.2%	7.0%
科沃斯	24.0	-1.1%	53.6	123.1%	31.3	117.8%	40.9%
九阳股份	45.6	8.9%	47.4	4.1%	25.0	-12.5%	11.5%
老板电器	32.1	-9.0%	43.3	34.7%	24.2	24.3%	26.7%
莱克电气	25.3	-9.3%	40.7	60.6%	20.6	46.6%	2.2%
万和电气	29.2	-17.7%	39.4	34.8%	18.3	22.3%	-13.6%
奥佳华	27.9	13.6%	39.4	41.3%	18.7	5.9%	-9.7%
华帝股份	16.7	-43.1%	26.6	59.5%	16.1	64.6%	52.8%
石头科技	17.8	-16.4%	23.5	32.2%	12.4	6.1%	11.2%
日出东方	14.2	-6.3%	18.5	30.0%	11.4	16.4%	60.8%
飞科电器	14.9	-13.8%	17.5	17.7%	8.7	12.7%	-0.5%
小熊电器	17.2	44.5%	16.3	-4.9%	7.3	-25.7%	-19.9%
爱仕达	11.3	-30.5%	15.7	38.6%	7.5	13.6%	-7.8%
荣泰健康	8.8	-19.9%	12.5	42.1%	7.3	31.8%	39.9%
哈尔斯	5.4	-36.5%	10.7	99.7%	5.8	95.6%	19.6%
火星人	5.1	8.4%	9.2	79.7%	5.7	47.5%	64.4%
浙江美大	6.5	-8.3%	9.1	40.7%	5.4	1.2%	46.7%
倍轻松	3.3	—	5.4	64.9%	3.3	66.6%	53.0%
亿田智能	2.6	-0.6%	5.0	92.1%	3.5	65.7%	131.1%
帅丰电器	2.6	-14.9%	4.2	60.1%	2.6	30.0%	69.7%
融捷健康	2.4	-32.7%	2.7	13.3%	1.3	2.8%	-10.9%

资料来源：wind，山西证券研究所

从盈利能力来看，相关上市公司中上半年增速较大的有科沃斯（+543%）、倍轻松（+248.7%）、火星人（+178%），二季度同比增幅较大的有科沃斯（+463%）、万和电气（+88%）、火星人（+61%）、帅丰电器（+48.6%），主要是产品结构升级推动盈利能力提升，规模效应导致费率下降。新宝股份、奥佳华和小熊电器出现一定程度下滑。原材料价格大幅攀升对新宝代工业务的盈利能力形成负面影响，预期下半年订单调价有望让公司业务迎来边际改善。

表 9：厨小家电相关上市公司净利润(亿元)及变动表现

证券简称	20H1	同比	21H1	同比	21Q2	同比	环比
苏泊尔	6.66	-20.5%	8.66	29.9%	3.61	0.3%	-28.5%
科沃斯	1.32	0.5%	8.50	543.3%	5.17	462.8%	55.3%
老板电器	6.12	-8.7%	7.90	29.1%	4.32	17.5%	20.3%

石头科技	4.60	19.4%	6.52	41.6%	3.37	0.5%	6.8%
九阳股份	4.18	2.9%	4.51	8.1%	2.71	0.2%	50.7%
万和电气	2.84	-13.8%	4.49	57.8%	2.94	88.3%	90.7%
莱克电气	2.52	6.8%	3.32	31.7%	1.41	-13.6%	-26.3%
新宝股份	4.31	79.2%	3.14	-27.0%	1.44	-53.0%	-15.3%
飞科电器	2.86	-15.0%	3.14	9.6%	1.65	5.2%	11.0%
奥佳华	1.49	42.1%	2.66	78.7%	1.61	-10.9%	52.1%
浙江美大	1.70	-6.5%	2.54	49.1%	1.54	2.4%	52.9%
华帝股份	1.65	-58.4%	2.39	45.4%	1.62	37.0%	109.2%
荣泰健康	0.99	-27.6%	1.40	41.7%	0.72	3.2%	4.5%
火星入	0.50	-10.0%	1.39	178.2%	0.95	61.2%	115.1%
小熊电器	2.54	98.9%	1.39	-45.3%	0.49	-67.5%	-45.3%
帅丰电器	0.76	5.8%	1.24	64.2%	0.90	48.6%	164.4%
亿田智能	0.55	97.8%	0.92	66.2%	0.62	25.7%	111.4%
哈尔斯	-0.31	-158.4%	0.57	-281.4%	0.31	-461.9%	21.7%
倍轻松	0.12	#DIV/0!	0.41	248.7%	0.30	25.3%	171.6%
日出东方	0.29	85.0%	0.35	22.0%	0.56	-7.0%	-362.9%
爱仕达	1.44	79.0%	0.21	-85.4%	0.04	-97.6%	-74.6%
融捷健康	-0.11	-55.9%	0.09	-179.4%	0.01	-86.1%	-92.7%

资料来源：wind，山西证券研究所

4.3 新品类家电存货保持快速增长

上半年厨小家电行业整体存货为 191 亿元，与去年同期相比+42%。具体到相关上市公司，存货涨幅居前的有浙江美大（+93.6%）、科沃斯（+77.5%）、亿田智能（+43%）、石头科技（+40%）等，基本与公司营收表现相匹配。苏泊尔存货周转率为 3.53，同比上升 0.63。九阳股份、小熊电器、苏泊尔和万和电气等出现一定程度下滑。

表 10：厨小家电相关上市公司历年存货表现（亿元）

证券简称	2019	同比	2020	同比	21H1	同比	环比
新宝股份	14.6	23.6%	21.2	44.8%	26.7	78.3%	25.9%
科沃斯	10.0	-14.9%	12.8	28.5%	22.8	122.4%	77.5%
苏泊尔	22.5	-4.8%	24.1	7.2%	19.7	-0.9%	-18.4%
奥佳华	10.0	16.1%	12.7	26.7%	17.4	53.7%	37.7%
老板电器	13.4	-0.6%	13.9	3.5%	15.8	24.3%	13.9%
万和电气	12.9	-7.0%	13.0	0.6%	12.1	51.2%	-6.7%
爱仕达	9.1	10.2%	9.3	2.6%	10.7	20.3%	14.7%
莱克电气	6.1	-12.1%	9.1	48.3%	10.1	78.5%	10.7%
华帝股份	5.6	16.6%	6.6	17.8%	8.6	36.0%	30.0%

九阳股份	10.9	45.4%	9.4	-13.0%	7.7	19.3%	-18.5%
日出东方	5.3	-11.1%	5.1	-3.9%	6.0	28.1%	19.1%
飞科电器	6.9	22.9%	5.0	-28.0%	5.8	-6.7%	15.9%
石头科技	3.0	6.8%	3.8	28.5%	5.3	62.9%	39.9%
小熊电器	4.3	37.9%	5.3	23.1%	5.0	30.8%	-6.7%
哈尔斯	4.2	8.5%	4.4	4.0%	4.5	7.5%	2.6%
荣泰健康	2.4	57.4%	2.5	3.7%	3.4	48.9%	38.1%
火星人	1.2	-5.6%	2.1	74.2%	2.7	103.7%	27.7%
倍轻松	1.0	39.2%	1.4	36.9%	1.8	71.2%	26.4%
浙江美大	0.8	24.2%	0.8	-2.0%	1.5	69.9%	93.6%
融捷健康	1.7	-31.9%	1.1	-33.9%	1.2	65.5%	5.9%
帅丰电器	0.9	14.8%	0.9	2.0%	1.1	22.0%	21.8%
亿田智能	0.5	18.6%	0.6	13.4%	0.9	15.5%	43.0%

资料来源：wind，山西证券研究所

具体到企业层面，21 年上半年各公司中实现正现金流净值且呈正向增长较快的有科沃斯、亿田亿能、哈尔斯、浙江美大、老板电器和火星人。苏泊尔、荣泰健康、帅丰电器和华帝股份净值由负转正。九阳经营性现金流下滑主要系本期支付上期原材料款所致。小熊电器经营性现金流净值下滑主要系本期银行承兑汇票到期所致。

表 11：厨小电相关上市公司历年经营性现金流净值（亿元）及变动表现

证券简称	2019	同比	2020	同比	21H1	同比	环比
石头科技	7.6	77.8%	15.2	101.0%	8.8	2.9%	-41.7%
老板电器	15.6	3.1%	15.4	-1.2%	5.3	30.1%	-65.5%
科沃斯	2.6	1608.6%	12.0	357.5%	3.5	157.2%	-70.5%
万和电气	8.1	697.6%	12.1	48.1%	3.2	-53.0%	-73.4%
苏泊尔	17.3	-13.9%	20.8	19.8%	3.0	——	-85.5%
浙江美大	5.4	23.0%	6.3	16.6%	2.2	30.8%	-65.7%
飞科电器	4.7	-15.6%	9.8	109.5%	2.1	-38.3%	-78.1%
莱克电气	12.1	80.6%	10.2	-15.8%	1.9	-78.0%	-81.0%
荣泰健康	4.5	70.8%	2.8	-38.3%	1.9	——	-31.8%
火星人	4.1	67.2%	4.3	5.4%	1.3	28.7%	-69.1%
哈尔斯	1.1	99.6%	2.9	175.0%	1.1	62.6%	-62.4%
亿田智能	1.1	-20.0%	2.0	92.7%	1.1	138.6%	-47.1%
倍轻松	0.4	2.3%	0.7	75.2%	0.9	584.9%	25.8%
华帝股份	7.8	23.8%	-1.0	-113.2%	0.7	——	-167.9%
帅丰电器	2.4	54.2%	1.7	-28.6%	0.7	——	-61.3%

融捷健康	1.0	1699.6%	0.8	-19.1%	0.1	-85.2%	-88.4%
日出东方	3.7	-1309.1%	4.3	15.1%	-0.6	——	-113.0%
奥佳华	2.8	-41.9%	7.1	158.6%	-1.1	——	-114.8%
爱仕达	0.3	-81.9%	0.5	81.9%	-1.5	——	-424.6%
小熊电器	4.1	31.2%	12.1	197.1%	-2.8	——	-123.2%
新宝股份	14.4	224.3%	25.1	73.8%	-3.1	——	-112.5%
九阳股份	12.5	206.6%	20.1	60.4%	-3.3	——	-116.5%

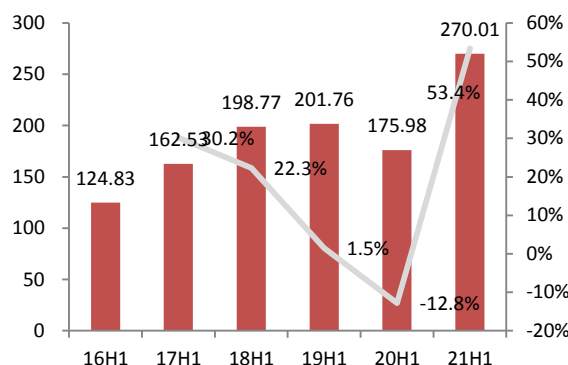
资料来源：wind，山西证券研究所

5. 家电零部件：行业营收增速大幅提升

5.1 头部企业纷纷开启外延发展

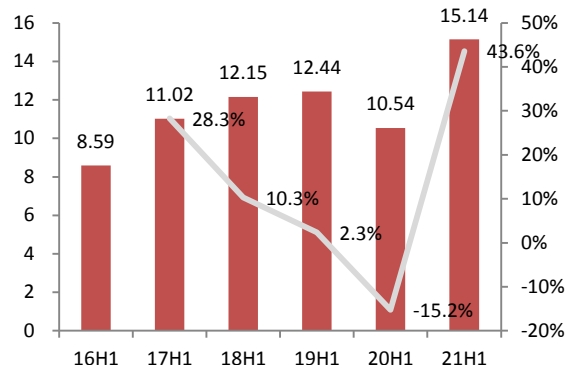
21H1 我们关注的家电零部件上市企业实现营收 270 亿元，同比+53%；其中二季度实现营收 143 亿元，同比+51%，环比增长 13.6%，上半年上市公司归母净利润 15.1 亿元，同比+43.6%，其中二季度归母净利润 8.16 亿元，同比+20%，环比+17%。

图 27：21H1 营收 270 亿元，同比+53%



数据来源：wind，山西证券研究所

图 28：21H1 净利润 15 亿元，同比+43.6%



数据来源：wind，山西证券研究所

具体到上市公司层面，主要家电零部件上市公司收入涨幅均超过 30%，居前的星帅尔（+76%）、春光科技（+86%）和三星科技（+85%）。二季度所有相关公司同比均实现了正增长，海立股份营收同比增长 67.7%，环比增长 15.7%，公司在空调压缩机、制冷电机、铸件业务均实现双位数增长，此外公司还收购海立马瑞利，积极布局汽零板块。三花智控同比收入+50.5%，环比增长 25%，其中制冷业务稳步增长，同比增长 27%，汽零业务快速扩张，收入占比从上年同期 17%。上升到本期 27%。长虹华意同比增长 36.5%，环比-0.7%。

表 12：家电零部件相关上市公司营收（亿元）及增速（%）表现

证券简称	20H1	同比	21H1	同比	21Q2	同比	环比
海立股份	50.2	-26.4%	82.4	64.1%	44.2	67.7%	15.7%
三花智控	53.2	-8.8%	76.7	44.3%	42.7	50.5%	25.2%
长虹华意	45.8	-0.3%	68.0	48.5%	33.9	36.5%	-0.7%
奇精机械	6.4	-18.5%	9.9	55.4%	5.0	44.3%	1.7%
朗迪集团	6.3	-25.0%	9.5	51.1%	5.4	39.5%	33.6%
星帅尔	4.2	22.6%	7.3	76.2%	3.9	55.8%	13.6%
春光科技	3.0	23.3%	5.6	86.1%	3.1	58.7%	23.8%
汉宇集团	3.9	-3.4%	5.4	38.0%	2.6	26.4%	-8.2%
三星新材	2.0	5.3%	3.7	84.9%	2.1	83.5%	34.1%
聚隆科技	1.1	-18.9%	1.5	35.8%	0.7	22.8%	2.0%

资料来源：wind，山西证券研究所

从盈利能力来看，相关上市公司在上半年净利润全部实现正向增长；二季度除聚隆科技和春光科技外均实现同比正增长，环比负增长的有汉宇集团、星帅尔和聚隆科技。

表 13：家电零部件相关上市公司历年净利润（亿元）及变动表现

证券简称	20H1	同比	21H1	同比	21Q2	同比	环比
三花智控	6.4	-7.1%	8.2	28.0%	4.6	7.3%	28.8%
汉宇集团	0.7	5.9%	1.2	71.0%	0.4	10.0%	-42.1%
海立股份	0.5	-68.3%	1.0	94.3%	0.7	183.8%	66.0%
朗迪集团	0.4	-39.0%	0.9	133.0%	0.5	99.7%	31.7%
星帅尔	0.5	4.7%	0.9	60.7%	0.4	28.5%	-27.7%
三星新材	0.4	22.2%	0.7	48.2%	0.4	55.7%	62.5%
春光科技	0.5	7.0%	0.7	34.1%	0.3	-0.7%	3.6%
聚隆科技	0.2	-32.9%	0.6	160.3%	0.1	-12.8%	-78.4%
奇精机械	0.3	-16.4%	0.5	62.3%	0.3	50.4%	44.5%
长虹华意	0.5	0.4%	0.5	1.6%	0.4	5.0%	501.0%

资料来源：wind，山西证券研究所

5.2 上游企业存货表现同销售规模基本保持一致

上半年家电零部件行业上市公司整体存货为 85.3 亿元，同比+35%，环比上年末增长 22.8%；具体到主要相关上市公司，海立股份存货+27%，三花智控存货+53.3%，华意存货+14%，主要系销售规模增长及销供产效率提升所致。

表 14：家电零部件相关上市公司历年存货表现（亿元）

证券简称	2019	同比	2020	同比	21H1	同比	环比
海立股份	22.5	-1.7%	20.4	-9.4%	29.6	27.3%	44.7%

三花智控	21.8	7.6%	23.1	5.8%	29.2	53.3%	26.4%
长虹华意	12.4	4.8%	13.0	5.3%	11.1	14.1%	-15.3%
奇精机械	3.7	5.3%	3.3	-11.2%	3.9	12.9%	17.6%
朗迪集团	2.8	-5.6%	3.2	17.2%	3.3	24.5%	0.8%
汉宇集团	1.7	-0.1%	2.2	31.6%	2.8	42.7%	25.2%
星帅尔	1.6	104.4%	2.0	22.7%	2.4	55.6%	22.2%
春光科技	0.5	17.4%	1.1	132.3%	2.1	219.8%	92.6%
三星新材	0.5	1.0%	0.6	26.7%	0.6	58.1%	7.7%
聚隆科技	0.5	-37.0%	0.5	-2.9%	0.4	-22.6%	-11.7%

资料来源：wind，山西证券研究所

经营性现金流方面，各公司中出现正向同比增长的有长虹华意，现金流净额多数为正值，海立股份本期经营性现金净流量比上年同期净流出减少，主要是随着产销规模上升到现金增加额大于支付现金增加额。

表 15：零部件相关上市公司历年经营性现金流净值（亿元）及变动表现

证券简称	2019	同比	2020	同比	21H1	同比	环比
三花智控	19.0	47.6%	20.9	9.9%	8.3	-25.3%	-60.5%
长虹华意	7.8	354.0%	5.6	-28.4%	7.4	262.8%	32.8%
汉宇集团	2.1	102.2%	1.9	-11.3%	1.2	13.9%	-38.4%
聚隆科技	0.5	510.4%	0.3	-36.2%	1.0	-17.7%	222.3%
朗迪集团	1.0	581.3%	1.0	7.9%	0.5	——	-52.2%
星帅尔	1.9	102.9%	1.0	-49.6%	0.4	-23.0%	-63.0%
奇精机械	1.1	47.6%	3.1	171.5%	0.3	-77.5%	-88.8%
春光科技	1.3	21.0%	0.6	-53.4%	0.3	16.3%	-53.2%
三星新材	2.5	-2608.4%	0.3	-87.4%	0.2	-142.9%	-20.2%
海立股份	7.0	-46.3%	3.5	-50.8%	-3.2	——	-191.9%

资料来源：wind，山西证券研究所

6. 投资策略

主线一：中国家电行业已逐渐形成一套完整的产业链，行业整体进入成熟期，家电产品向智能化、高端化发展的趋势明确。建议关注具有成本优势、研发优势、渠道优势和品牌优势的头部企业：[美的集团](#)、[格力电器](#)、[海尔智家](#)。

主线二：建议关注能够满足提升居民生活品质，能够通过技术迭代赋能产品价值增高

的高成长低渗透率的细分赛道领跑者：集成灶行业的浙江美大、火星人，生活家电扫地机器人的石头科技、科沃斯。

7. 风险提示

1) 国内国外需求疲弱；2) 产品升级缓慢；3) 汇率波动大；4) 原材料价格大幅波动

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

