

# 家用电器

证券研究报告  
2021年10月08日

## 天风问答系列：防御为主，寻找结构机会

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

孙谦 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521050004  
sunqiana@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业研究周报:防御为主,景气先行——21Q3 家电行业前瞻报告》 2021-10-07
- 2 《家用电器-行业研究周报:双十一电商平台活动布局前瞻——2021W39 周度研究》 2021-09-28
- 3 《家用电器-行业深度研究:小家电,大未来》 2021-09-22

### 1. 能耗双控对家电企业的影响如何?

能耗双控对家电行业的影响可分两方面：**生产端影响有限**，龙头企业产能分布广泛，产能弹性较大，结合家电产品保质期较长的特点，公司可通过在给定时间范围内加大生产备货来保障产品供给。**成本端压力延续时间可能延长**，家电上游原材料生产中，铝和钢材将是原材料中双控的重要对象，家电公司成本端缓解所需要的时间将被延长。

### 2. 如何看待地产销售对大家电的影响?

竣工数据近期呈现高增长，竣工新增的刚性需求在短期内或为大家电内销修复注入动力，竣工景气度可能延续至 22 年。从商品房销售数据看，年中后成交降温较快，预计从 21 年中后推 1-2 年将对大家电销售将起到负面影响。从需求构成看，商品房销售下滑对以油烟机为代表的大厨电的影响大于对白电的影响。中长期看家电销售规模与人均可支配收入的提升更紧密相关。

### 3. 如何看待海外市场的需求?

来自欧美市场的各类家电需求随着防疫措施放松、补贴政策退出而回落是大概率事件；且由于欧美市场家电市场已较为成熟，由疫情催生的家电需求很可能透支了部分未来家电置换需求，因此欧美家电需求在回落过程中可能迎来负增长过程，将对国内家电企业的海外业务形成压力。

### 4. 如何看待小家电市场的近期表现?

从生意参谋数据看，厨小电在高基数的影响过后销售虽有恢复但整体增长较乏力，清洁电器有新品推出的品牌增长较为显著。总体来看，清洁电器和个护电器由于国内渗透率较低仍有很大的增长空间。扫地机方面，行业在产品技术逐步完备后，规模效应或将逐步凸显，软件升级更重于硬件升级。

### 5. 如何看待集成灶的投资机会?

伴随功能模块、多参数以及细节的优化，头部集成灶品牌产品力进一步提升。未来集成灶产品向传统烟灶市场仍有广阔渗透空间，集成灶较当前市场规模仍有数倍空间。短期看，集成灶产品正处加速渗透阶段，叠加竣工利好，我们认为头部品牌的基本面确定性较强，看好下半年高景气度延续。

**投资建议：**我们认为在需求和成本的影响下，行业投资机会更偏向符合：1) 品类渗透率有充分提升空间的；2) 产品结构有升级空间的；3) 内销占主导，此类条件的个股机会。看好集成灶及清洁电器的行业基本面，推荐**火星**人、**科沃斯**，建议关注**亿田智能**、**帅丰电器**、**石头科技**、**海信视像**。传统家电方面，年初至今回调已比较充分，估值在考虑成本的影响下基本回到中枢位置，在收入维持稳定增长的情况下，防御属性较好，推荐白电龙头**海尔智家**、**美的集团**、厨电龙头**老板电器**、民用电工龙头**公牛集团**。

**风险提示：**新品推出和销售不及预期，原材料价格上涨，疫情反复等。

## 内容目录

1. 能耗双控对家电企业的影响如何? .....	4
1.1. 能耗双控: 即对能耗总量和强度的双控 .....	4
1.2. 双控对家电行业成本端的影响大于生产端 .....	5
1.2.1. 生产端: 产能分布广泛, 生产具备弹性 .....	5
1.2.2. 成本端: 对单位能耗和总量能耗高的上游原材料有影响 .....	7
2. 如何看待地产销售对大家电的影响? .....	9
3. 如何看待海外市场的需求? .....	12
4. 如何看待小家电市场的近期表现? .....	15
5. 如何看待集成灶的投资机会? .....	18
6. 如何看待当前家电行业的投资机会? .....	21
附录: 重点公司 PE-Band .....	23

## 图表目录

图 1: 2021 年上半年能耗双控目标完成情况表现不佳的地区 .....	4
图 2: 部分地区最新双控政策 .....	5
图 3: 格力国内工业园 (红色区域为双控地区) .....	5
图 4: 美的国内工业园 (红色区域为双控地区) .....	5
图 5: 海尔国内工业园 (红色区域为双控地区) .....	6
图 6: 产业在线空调行业库存情况 (商业库存+工业库存) (单位: 万台) .....	6
图 7: 空调主要原材料构成及占比 .....	7
图 8: 冰箱主要原材料构成及占比 .....	7
图 9: 洗衣机主要原材料构成及占比 .....	7
图 10: 小家电主要原材料构成及占比 .....	7
图 11: 塑料价格指数 .....	8
图 12: 钢材价格指数 .....	8
图 13: 铜铝价格指数 .....	8
图 14: 竣工/销售比例 .....	9
图 15: 房屋竣工面积同比增速有所上升 (万平方米/%) .....	9
图 16: 商品房销售面积 (万平方米/%) .....	10
图 17: 城市二手房出售挂牌量指数:全国 .....	10
图 18: 全国 30 大中城市商品房成交套数同比 (%) .....	10
图 19: 大家电需求来源拆解 .....	10
图 20: 2019 年更新及新增需求占比 (竣工=645 万套) .....	11
图 21: 2019 年更新及新增需求占比 (竣工=销售*80%) .....	11
图 22: 产业在线空调外销量及同比 (万台, %) .....	12
图 23: 产业在线冰箱外销量及同比 (万台, %) .....	12
图 24: 产业在线洗衣机外销量及同比 (万台, %) .....	12
图 25: 美国家电数码卖场零售额 (亿美元) 及同比 (%) .....	13

图 26: 英国家电零售指数及同比 (%) .....	13
图 27: 英国、美国疫情消费补贴与劳工保障政策 (部分) .....	13
图 28: 美国新房销售套数及同比 (千套, %) .....	13
图 29: 疫苗接种使得美国与欧盟新冠每十万人致死率大幅降低 .....	14
图 30: 欧美地区服务业 PMI 指数有所好转 .....	14
图 31: 厨房电器销额增速 (%) .....	15
图 32: 清洁电器销额增速 (%) .....	15
图 33: 个护按摩销额增速 (%) .....	15
图 34: 扫地机新品一览 .....	16
图 35: 洗地机新品一览 .....	17
图 36: 集成灶为传统燃气灶和传统吸油烟机, 以及各种功能模块的集成结合 .....	18
图 37: 集成灶市场空间测算: 预计至 2035 年, 集成灶年销量近 900 万台, 零售/工程渠道 百户保有量分别达 40/5 台 .....	19
图 38: 家用电器板块历史股价走势 .....	21
图 39: 家用电器 (申万一级) PE-BAND (TTM, 日度) 及估值分位 .....	21
图 40: 美的集团 (元) .....	23
图 41: 海尔智家 (元) .....	23
图 42: 老板电器 (元) .....	23
图 43: 火星人 (元) .....	23
图 44: 亿田智能 (元) .....	23
图 45: 帅丰电器 (元) .....	23
图 46: 科沃斯 (元) .....	24
图 47: 石头科技 (元) .....	24
图 48: 公牛集团 (元) .....	24
图 49: 海信视像 (元) .....	24
表 1: 格力国内各工业园产能一览 .....	6
表 2: 目前主流集成灶品牌已具备较强的产品力 .....	18
表 3: 火星人旗舰店集成灶机型一览 .....	19
表 4: 21 年 1-8 月住宅施工/竣工较 19 年同期实现双位数增长 .....	20

## 1. 能耗双控对家电企业的影响如何？

能耗双控，即实施能耗总量和强度“双控”行动，目前国内能耗双控预警严格，影响较大的包括青海、宁夏、广西、广东、福建、云南和江苏 7 个省份，对家电行业的影响可以从两个方面看：在生产端，龙头企业产能分布广泛，即使部分地区有双控影响，结合家电产品保质期较长的特点，公司亦可通过在给定时间范围内加大生产备货来保障产品供给。此外公司生产计划往往留有富余作为库存，对家电的销售也有一定的保障。因此生产端基本没有影响。在成本端，家电上游原材料生产过程中，铝和钢材由于能耗较高，预计是原材料中双控的重要对象。从原材料占比看，大家电中铝和钢的合计占比在 1%-13%左右，若双控限制铝和钢的产能，则原材料价格可能继续上升，家电公司成本端缓解所需要的时间将被延长。下文我们将从生产端和成本端分别展开详细论述能耗双控对家电行业的影响。

### 1.1. 能耗双控：即对能耗总量和强度的双控

双控政策开始于“十一五”时期，“十三五”时期正式落地。我国在“十一五”时期开始把单位 GDP 能耗降低作为约束性指标，“十二五”规划在把单位 GDP 能耗降低作为约束性指标的同时，提出合理控制能源消费总量的要求。2014 年国务院办公厅印发《2014-2015 年节能减排低碳发展行动方案》，将 2014-2015 年能耗增量（增速）控制目标分解到各地区。“十三五”时期，国家在“十一五”、“十二五”节能工作基础上，实施能耗总量和强度“双控”行动，明确要求到 2020 年单位 GDP 能耗比 2015 年降低 15%，能源消费总量控制在 50 亿吨标准煤以内。国务院将全国“双控”目标分解到了各地区，对“双控”工作进行了全面部署。在“十四五”规划中，国家设定了到 2025 年单位 GDP 能耗下降 13.5% 的目标，继续推进双控政策。

**全国共 7 个省属于双控严查地区。**8 月 17 日发改委印发《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，通知显示我国部分地区上半年能耗双控完成形势严峻。其中能耗强度降低方面，青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、陕西、江苏 9 个省（区）上半年能耗强度不降反升，为一级预警；浙江、河南、甘肃、四川、安徽、贵州、山西、黑龙江、辽宁、江西 10 个省上半年能耗强度降低率未达到进度要求，为二级预警；能源消费总量控制方面，青海、宁夏、广西、广东、福建、云南、江苏、湖北 8 个省（区）为一级预警；新疆、陕西、浙江、四川、安徽 5 个省（区）为二级预警；通知要求对能耗强度降低预警等级为一级的省对能耗强度不降反升的地区在 2021 年暂停“两高”项目节能审查（国家规划布局的重大项目除外）。

图 1：2021 年上半年能耗双控目标完成情况表现不佳的地区

地区	青海	宁夏	广西	广东	福建	新疆	云南	陕西	江苏	湖北
能耗强度降低进度目标预警等级	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
能源消费总量控制目标预警等级	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
地区	浙江	河南	甘肃	四川	安徽	贵州	山西	黑龙江	辽宁	江西
能耗强度降低进度目标预警等级	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
能源消费总量控制目标预警等级	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○

资料来源：国家发改委，天风证券研究所

9 月 11 日，国家发改委发布《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，其本质是针对自十三五规划双控政策落地以来存在能源消费总量管理缺乏弹性、能耗双控差别化管理措施偏少等问题的进一步完善。《方案》针对以上问题提出了完善指标及分解落实机制、增强能源消费总量管理弹性、健全能耗双控管理制度等要求。

在《晴雨表》和《方案》发布后，各双控目标完成不理想地区开始更新相关双控措施。最新地区政策为9月30日山东省印发的《坚决遏制“两高”项目盲目发展的若干措施》，该政策在已有政策基础上制定了新措施，包括彻底摸清“两高”项目底数实情、加快“两高”项目分类处置、严控“两高”项目建设实施等。

图 2：部分地区最新双控政策

地区	时间	文件	措施内容
山东	9月30日	《坚决遏制“两高”项目盲目发展的若干措施》	彻底摸清“两高”项目底数、加快“两高”项目分类处置、严控“两高”项目建设实施。具体要求包括明确两高界限，建立两高清单，严控新建和在建的两高项目等。
陕西榆林	9月13日	《关于确保完成2021年度能耗双控目标任务的通知》	四季度完成年度单耗降低3.2%的目标任务，自当日起至2021年12月，新建“两高”企业不得投入生产，当年新建“两高”企业限产60%。
云南	9月11日	《关于坚决做好能耗双控有关工作的通知》	对钢铁、水泥、黄磷、绿色铝、工业硅、煤电六大高耗能行业加强管控，具体措施包括减产，错峰生产，降低开机时间等。
内蒙古	9月10日	《“两高”违规项目整改“清零”行动方案》	违规“两高”项目全部依法依规完成整改，停止运行或彻底中止，符合要求的项目从严补办节能审查和环评审批等相关手续，力争年底实现整改“清零”。

资料来源：北极星环保网，中国水网，天风证券研究所

## 1.2. 双控对家电行业成本端的影响大于生产端

### 1.2.1. 生产端：产能分布广泛，生产具备弹性

产能分布广泛，受双控影响较小。细数家电龙头企业，各家的产业园在全国皆有广泛分布，以格力、美的、海尔为例，三家在全国生产基地数量分别为 15/17/15 个，分布于多个省份范围内，如下图所示，虽部分省份工厂受到双控政策影响（如限制用电时间或要求错峰用电），但从全局看，对整体生产影响可控。此外，家电属于可大半径运输商品，通过不同厂区生产，跨区域调配商品亦能起到应对作用。

图 3：格力国内工业园（红色区域为双控地区）



资料来源：前瞻产业园区库，百度地图，天风证券研究所

图 4：美的国内工业园（红色区域为双控地区）



资料来源：前瞻产业园区库，百度地图，天风证券研究所

图 5：海尔国内工业园（红色区域为双控地区）

海尔：15个工业园区



资料来源：前瞻产业园区库，百度地图，天风证券研究所

除产能在多地有分布以外，家电企业为保障峰值生产要求，其预备产能往往大于实际日常需求，即本身具有一定富余产能，或可通过外协来扩大产能。

以格力为例，格力在全球共 17 个工业园区（国内 15 个），根据已有的新闻披露，格力目前的合计空调产能超过 6000 万套（未计入珠海总部、湖南长沙等未知产能的基地，考虑珠海总部应是格力产能最大工厂，格力实际空调年产能应远超 6000 万套；不包括珠海高栏和赣州的在建产能）。根据产业在线数据显示，格力 20 年空调内外销合计销售 4031 万台，其总产能明显高于内外销常规需求。因此，公司在产能方面有一定弹性，即使生产基地受到能效双控限制，结合家电产品保质期较长的特点，公司亦可通过在给定时间范围内加大生产备货来保障产品供给。

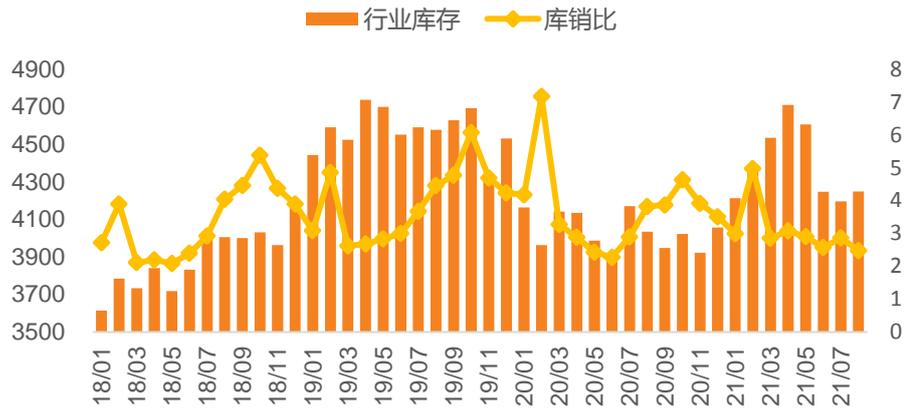
表 1：格力国内各工业园产能一览

生产基地	产能（万套）	产值（亿元）	投资金额（亿元）	占地面积（万平方米）	员工人数（人）	备注
珠海				100+	21800	
重庆	750	50+	追加50亿元			
合肥	996	197	44	1600亩	近10000	
郑州	600	150+	30+	1370亩	近10000	
武汉	600	150+	30+	1400亩		
石家庄	300	100	100	3000亩	6000+	
湖南长沙		300	100	2500亩		
安徽芜湖	585	71.19	40	4000亩	近6000	
南京	650	100	100	610亩		
洛阳	456	100	30	1041亩	4000+	
杭州	500	100	70	1500亩		
宿迁	/	20	26	1045亩		小家电生产
成都	/	100	30	1100亩		洗衣机生产
赣州（在建）	300			64.8		
珠海高栏（在建）	1200	200	150	158.6		

资料来源：采招网，新浪新闻，公司官网，金融界等，天风证券研究所

除产能分布较广及产能大于实际需求外，家电公司通常会在其体内和多级分销体系中留有一定产成品库存，对家电产品的销售也有一定保障。以空调为例，行业整体的空调库存量保持在 4000 万台左右（其中商业库存在 2900 万台左右），库存相对充足，也可用于应对双控带来的影响。

图 6：产业在线空调行业库存情况（商业库存+工业库存）（单位：万台）

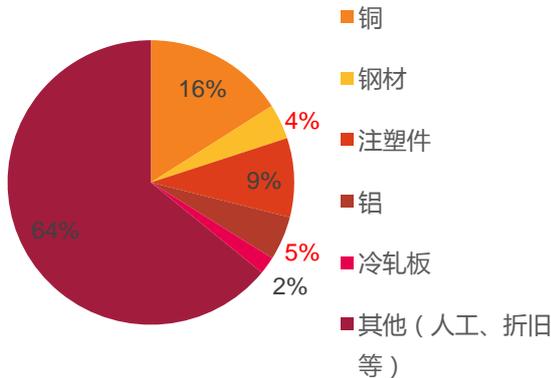


资料来源：产业在线，天风证券研究所

### 1.2.2. 成本端：对单位能耗和总量能耗高的上游原材料有影响

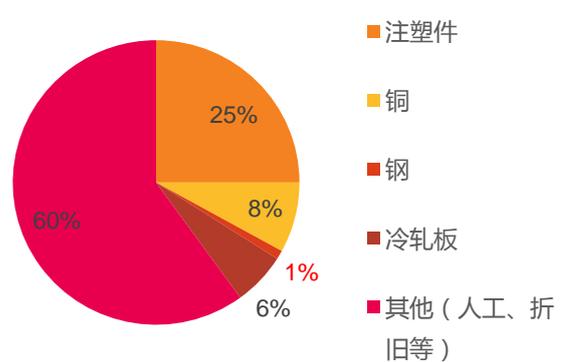
双控主要指对单位能耗和总能耗的控制，可能对上游原材料生产有一定的影响。从生产原材料的单吨耗电量看，铝的单吨耗电量在 13500 度左右，铜的单吨耗电量较小，约在 2000 度左右，其余与家电生产相关的原材料单吨耗电量则更少。其次国内钢铁厂纷纷限产停产，预计将对钢材价格将有一定的影响。综合来看，铝和钢材将是原材料中双控的重要对象。从家电产品的原材料占比看，大家电中铝和钢的合计占比在 1%-13%左右，若双控限制铝和钢的产能，则原材料价格可能继续上升，家电公司成本端缓解所需要的时间将被延长。

图 7：空调主要原材料构成及占比



资料来源：wind，天风证券研究所

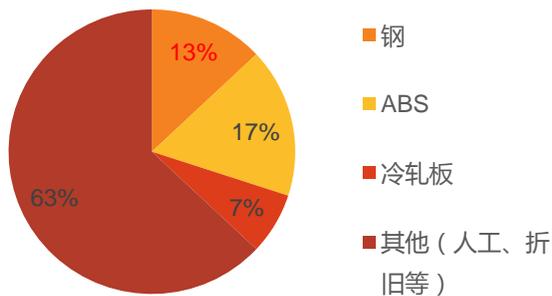
图 8：冰箱主要原材料构成及占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：洗衣机主要原材料构成及占比

图 10：小家电主要原材料构成及占比

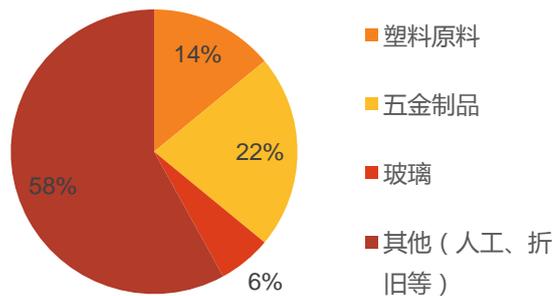


资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 塑料价格指数



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 钢材价格指数



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 13: 铜铝价格指数



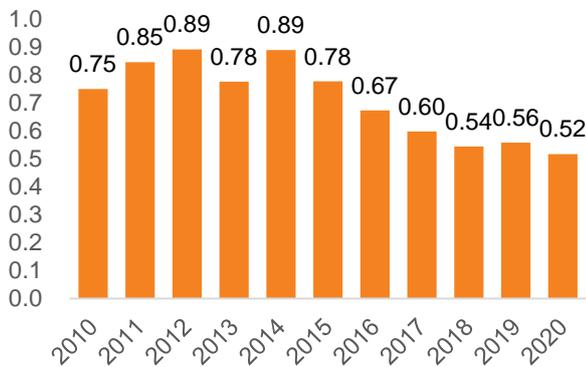
资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2. 如何看待地产销售对家电的影响？

关于地产对家电的影响，主要从两个维度来看：一方面，从产品上，地产销售主要影响如空调、冰箱、洗衣机、油烟机等按户来配置的大家电产品；另一方面，从地产周期本身来看，竣工和二手房交易主要影响短周期内大家电需求，而地产销售则对未来 1-2 年维度的大家电销售有指引作用。因此，我们将分竣工/二手房成交，以及新房销售两个维度来看地产对家电销售的影响，同时明确不同品类的大家电中大致多大比例受到地产情况的影响。

从竣工数据和二手房成交的数据看：21 年 1-8 月我国住宅竣工面积较 19 年同期增长 15%，较 20 年同期增长 27%，竣工新增的刚性需求在短期内或为大家电内销修复注入动力。竣工增速较高的背后，一方面有 20 年因为疫情，部分楼盘延期竣工的因素；另一方面，16 年以来因为地产各类限制政策使得地产竣工和销售出现较为明显的缺口，且缺口在过去几年间持续放大，竣工逐步“回补”的因素。因此，结合 20 年至 21 年上半年相对较好的新房销售，我们预期竣工较好的景气度有望延续至 22 年。

图 14：竣工/销售比例



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：房屋竣工面积同比增速有所上升（万平方米/%）



资料来源：wind，天风证券研究所

二手房交易方面，全国城市二手房挂牌指数显示，进入 21 年后在各类地产交易限制政策作用下，整体二手房交易活跃度弱于 20 年，且近期呈现下降趋势。虽然部分二手房购房者在购入二手房后会对房屋进行重装修，导致原有家电进行更新（假设原房中已有大家电配置），二手房交易活跃对大家电销售有积极作用，但考虑我国居民置换房屋的周期可能较长，则二手房带来的大家电销售可能和家电本身的置换时间重叠。因此，我们认为，近期二手房交易减缓（21 年挂牌量指数较 20 年大约减少了 30%左右），对大家电销售有一定负面影响，但应弱于竣工上升短期内带来的正面贡献。

从商品房销售数据看：21 年上半年商品房销售在过去 4 年中处于较高位置，成交较为活跃。但由于房价攀升较快，近期多地有严格的商品房销售限制政策出台。例如上海出台政策，在新房销售中引入打分制，从购房资格上严格限制购房者的参与。同时，银行端也对房贷的发放进行严格管理。在此类政策影响下，商品房销售自 8 月起迅速降温：全国 30 大中城市月度商品房销售套数显示，8 月销售套数同比下滑 20%，9 月下滑幅度达到 33%（6 月 -3%，7 月 -6%）。从历史经验来看，考虑商品房交付周期以及消费者的装修时间，商品房销售一般对 1-2 年后的大家电销售产生影响。因此，我们认为与竣工对家电的影响同理，如地产销售政策边际不放松，商品房销售持续被抑制，从 21 年中后推 1-2 年，商品房销售将对大家电销售将起到负面影响。

图 16: 商品房销售面积 (万平方米/%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 17: 城市二手房出售挂牌量指数:全国

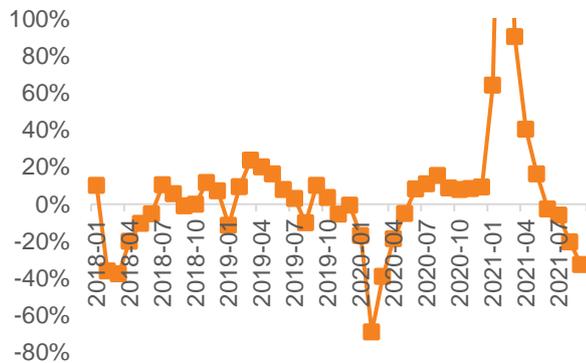


资料来源: wind, 天风证券研究所

从需求构成看，商品房销售下滑对以油烟机为代表的大厨电的影响大于对白电的影响。从大家电的需求构成来看，基本可以分为较为刚性的竣工新增需求和被动更新需求，以及弹性的存量房加配需求（主要是空调）和主动更新需求（例如二手房重装修，或者主动升级换代）。

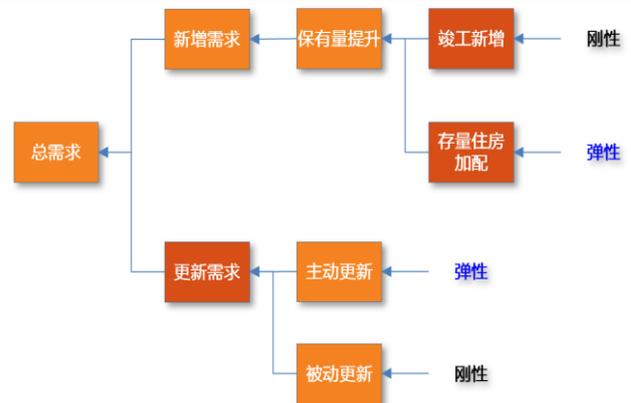
假设每套新房中，冰洗及烟机均为 1:1 配置，而空调为 1:2 配置，使用产业在线 2019 年各类大家电内销数据测算（剔除 20 年疫情异常影响），以及大致 10 年的换机周期、80% 的竣工/销售比（见下图），则空/冰/洗/油烟机中，由竣工带来的新增需求占比分别为 23%/24%/23%/62%。以油烟机为代表的大厨电的需求仍然由新房销售带来的需求主导，而冰洗则由更新需求主导，空调在更新需求外，存量房加配需求亦占据重要构成。

图 18: 全国 30 大中城市商品房成交套数同比 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

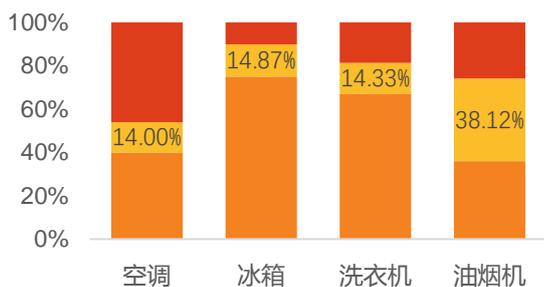
图 19: 大家电需求来源拆解



资料来源: 天风证券研究所

因此，若商品房销售持续走低，未来对于大家电的销售产生负面影响，其程度排序应为大厨电 > 空调/冰箱/洗衣机。若考虑细分产品的渗透阶段不同，则大厨电中，由于集成灶目前渗透率较低（渗透率大约在 10%-15% 左右），仍处于产品普及提升阶段，则商品房销售对于集成灶的影响在短期内可能弱于对传统分体式烟灶的影响。

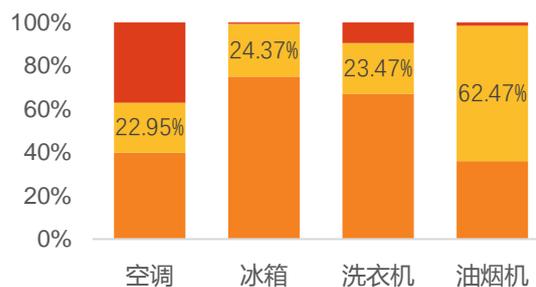
图 20：2019 年更新及新增需求占比（竣工=645 万套）



■更新需求占比 ■竣工带来需求占比 ■存量新增占比

资料来源：产业在线，Wind，天风证券研究所测算

图 21：2019 年更新及新增需求占比（竣工=销售\*80%）



■更新需求占比 ■竣工带来需求占比 ■存量新增占比

资料来源：产业在线，Wind，天风证券研究所测算

当然，从更长周期看，家电销售规模与人均可支配收入的提升紧密相关。以油烟机为例，目前农村地区油烟机保有量显著低于城镇（2019 年百户保有量 28.98 台），也显著低于冰洗在农村地区的保有量，是油烟机年化销售规模远不及冰洗的主要原因。未来随着收入提升，农村地区居住环境逐步改善，油烟机在农村地区的保有量势必上升，烟机的市场潜在规模仍有较大提升空间。

### 3. 如何看待海外市场的需求？

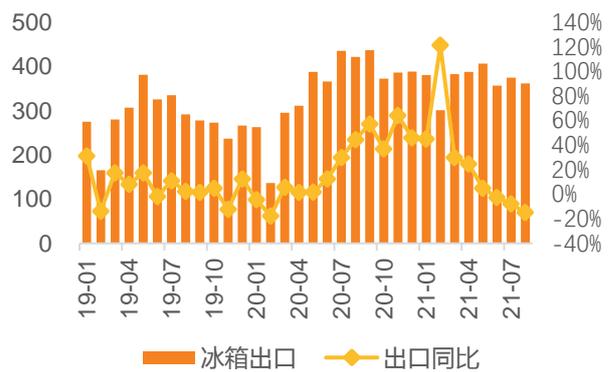
20年初新冠疫情爆发以来，由于国内疫情控制迅速，家电供应链恢复较快，叠加海外长时间疫情管控催生的家电更换需求，我国家电出口业务明显收益。从产业在线数据来看，空冰洗出口数据自20年三季度以来明显走强，部分外销业务占比较高的小家电公司，如新宝、莱克、北鼎、苏泊尔等，外销表现收入增长也较为明显。从近期产业在线数据来看，冰箱及洗衣机外销增速已逐步放缓，并在6月和7月先后进入负区间，我们认为，来自欧美市场的各类家电需求随着防疫措施放松、补贴政策退出而回落是大概率事件；且由于欧美市场家电市场已较为成熟，由疫情催生的家电需求很可能是对未来换机周期的前置，即可能透支了部分未来家电需求，因此欧美家电需求在回落过程中可能迎来负增长过程，对家电企业的海外业务形成压力。

图 22：产业在线空调外销量及同比（万台，%）



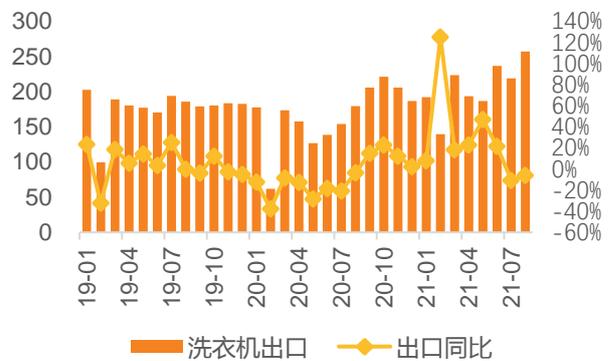
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 23：产业在线冰箱外销量及同比（万台，%）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

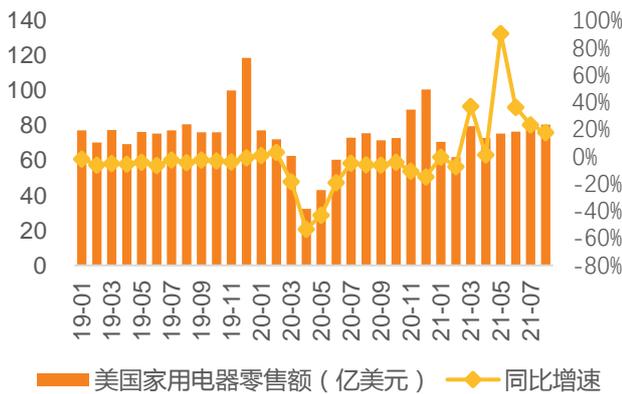
图 24：产业在线洗衣机外销量及同比（万台，%）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

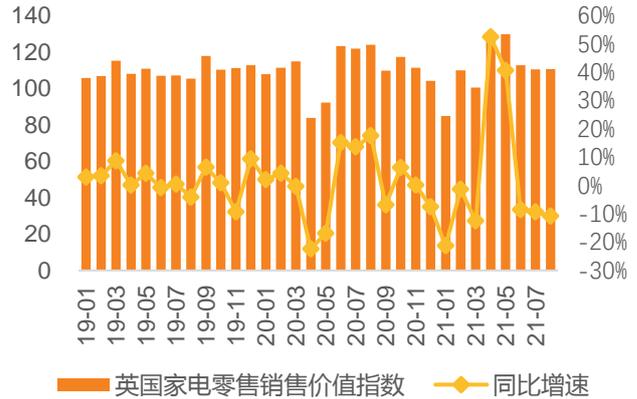
仔细来看，以美国和英国为例，家电零售数据在非疫情期间均长期在持平附近波动。20年疫情爆发后，受居家时间延长、线上渠道的加速发展、消费及劳工补贴政策等的推出等因素的影响，美国和英国的家电零售在短期有较为明显的拉升过程。美国的新房销售在疫情和放水的催化下也出现近一年的快速增长，对家电消费也有正向贡献。

图 25：美国家电数码卖场零售额（亿美元）及同比（%）



资料来源：美国统计局，天风证券研究所

图 26：英国家电零售指数及同比（%）



资料来源：英国统计局，天风证券研究所

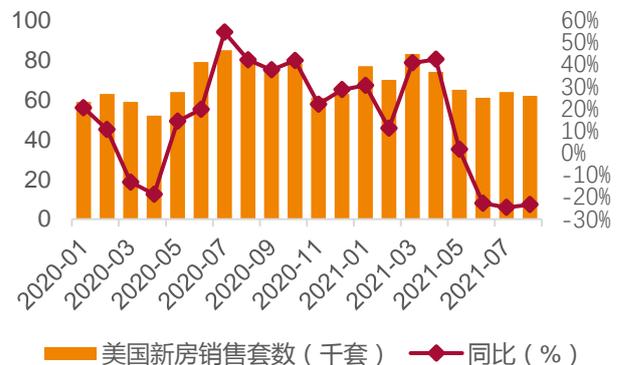
但正是由于美国和英国家电成熟市场的属性，需求由疫情激发，因此对于疫情防控政策也较为敏感。由于疫苗全面接种已基本完成，英国首相约翰逊在 6 月 10 日宣布英国大规模解除疫情封锁的相关措施，英国家电零售数据自 6 月当月起即出现同比下滑，并在 7-8 月也出现连续下滑。同样，随着疫苗在美国的接种率上升，美国也逐步放松了对疫情的管控，美国家电数码卖场零售数据显示，零售额增速自 5 月达峰之后也已连续三个月逐步放缓。美国新屋销售数据自 6 月起也进入下滑区间。

图 27：英国、美国疫情消费补贴与劳工保障政策（部分）

时间	英国	美国
2020年3月	政府为因疫情无法工作的员工支付八成工资，每月最多可达2500英镑	2万亿美元法案，其中个人补助现金总计2500亿美元，失业补助3000亿美元
2020年11月	政府为因疫情无法工作的员工支付三分之二工资	
2020年12月		9000亿美元法案，个人补助总计2860亿元，为低收入人群每人发放600美元
2021年3月		1.9万亿美元法案，个人补助1万亿，为低收入群体每人发放1400美元

资料来源：澎湃新闻，界面新闻，工商银行《美国 1.9 万亿经济刺激法案影响前瞻》，天风证券研究所

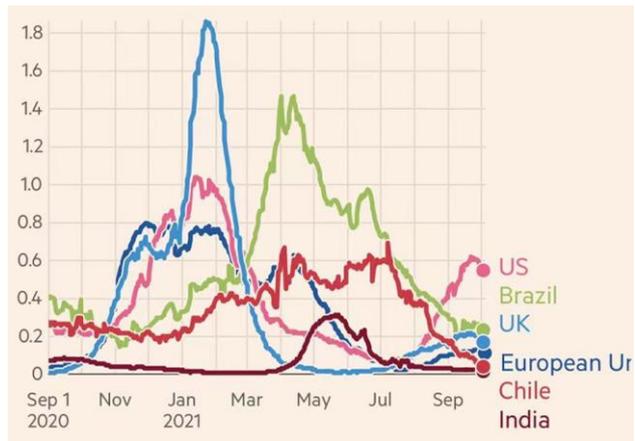
图 28：美国新房销售套数及同比（千套，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

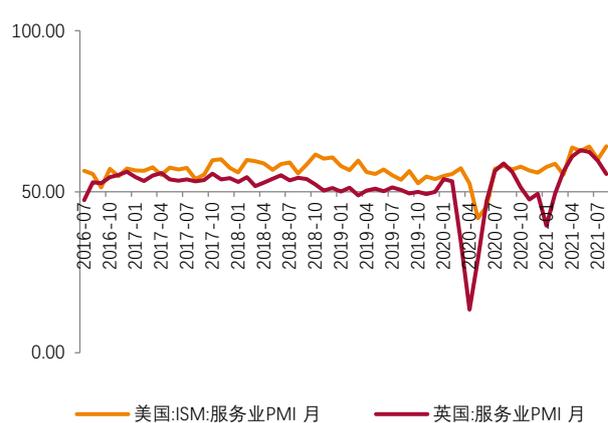
欧美消费类似国内疫情得到控制后，也开始转向餐饮、旅游等服务型消费转移，且伴随新冠疫情“流感化”，欧美消费恢复常态不可逆。以美国和英国为例，其服务业 PMI 指数正逐步走强，指向居民消费已经逐步由宅家需求开始转向“外出”需求，类似我国去年年中经历的需求切换。从疫情管控来看，一方面，随着疫苗的大范围接种，发达国家的新冠死亡率显著下降，几乎接近于 0%；另一方面，新冠特效药的研发也取得一定进展，美国默沙东与 Ridgeback Biotherapeutics 合作开发的最新口服抗病毒药物 Molnupiravir 在对抗新冠病毒中有显著的效果，并且计划尽快向 FDA 提交紧急使用授权（EUA）申请上市使用。未来在疫苗+特效药的组合作用下，新冠疫情可能快速“流感化”，并难以反复，欧美消费将回归正常。

图 29：疫苗接种使得美国与欧盟新冠每十万人致死率大幅降低



资料来源：Financial Times，天风证券研究所

图 30：欧美地区服务业 PMI 指数有所好转



资料来源：wind，天风证券研究所

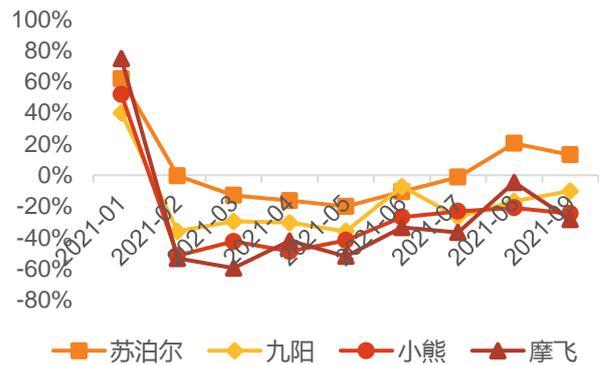
## 4. 如何看待小家电市场的近期表现？

20 年新冠疫情以来，各类小家电品类先后经历了高增长，其中厨房小家电在去年 6 月达到高峰后快速回落，而清洁电器则在扫地机不断升级与洗地机推出的带动下持续呈现较高销售景气度。三季度以来，厨房小家电的同期基数逐步恢复正常，而清洁电器的基数逐渐走高，目前各个小家电品类线上数据如何？

1) 从生意参谋数据看，厨房小家电主要品牌在经历上半年高基数的负面影响后，近期 GMV 数据略有改善，其中苏泊尔情况较好，厨小电阿里平台 GMV 增速在 8 月起转正。从总体来看，厨房小家电的销售仍偏弱，我们认为其背后中长期的逻辑是国内消费者对于厨房小家电，特别是锅煲、豆料榨等相对必选的品类历史支出比例已较高（详见深度报告《静待花开——21H1 中期业绩总结及下半年投资展望》20210910），相应品类保有量较高，因此新冠期间的销售对未来需求有明显透支。

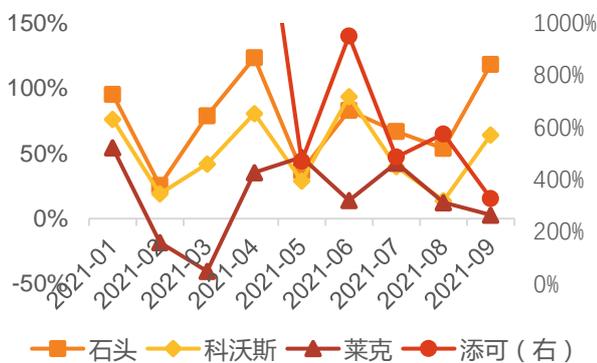
清洁电器生意参谋数据较为分化，科沃斯品牌、石头品牌在 9 月均有扫地机新品推出（科沃斯 X1 Omni，石头 G10），主打自清洁功能，GMV 同比增速在新品的带动下有显著上升，而未出新品的品牌销售情况则较为平稳。个护/按摩品类中，主要品牌 9 月阿里平台 GMV 增速环比有小幅下降。整体来看，我们认为清洁电器与个护电器（按摩器材包含其中），国内消费者历史支出比例相较日本明显偏低，其品类渗透率未来有明显提升空间（除男士剃须刀与吹风机外），中长期增长中枢将高于国内人均 GDP 增长中枢（测算详见深度报告《静待花开——21H1 中期业绩总结及下半年投资展望》20210910）。

图 31：厨房电器销额增速（%）



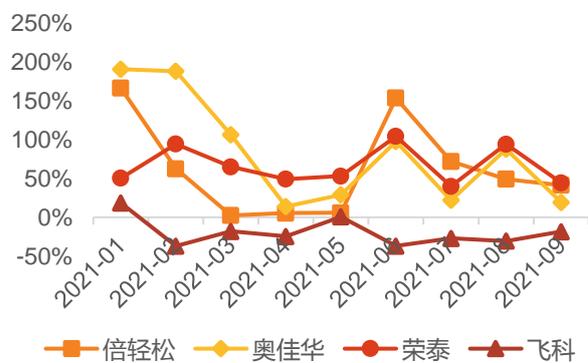
资料来源：生意参谋，天风证券研究所

图 32：清洁电器销额增速（%）



资料来源：生意参谋，天风证券研究所

图 33：个护按摩销额增速（%）



资料来源：生意参谋，天风证券研究所

对于市场关注度较高的清洁电器，我们认为双十一的市场竞争强度随着参与品牌增多，将强于今年 618 期间。扫地机方面，618 期间，自清洁产品主要由鲸鲨及科沃斯主导，三季度以来，追觅、石头、美的先后推出了自清洁产品，科沃斯也推出了集合自清洁、自动集尘、抹布烘干、避障、语音控制等功能于一身的 X1 omni；洗地机方面，618 市场主要由

添可主导，而三季度以来，石头、追觅、shark 等均新推出或更新了洗地机产品。我们认为，更多品牌和新品的参与对行业景气度延续较为有利，但对头部品牌的竞争压力也将强于二季度。

展望未来，我们认为扫地机行业随着产品技术逐步完备（如科沃斯 X1 omni），产品 1）量增重要性将上升，产品形态稳定之后规模效应或将逐步凸显；2）软件和算法的升级重要性或高于硬件，头部品牌的软性竞争壁垒将得到提高。

图 34：扫地机新品一览

产品名称	追觅W10	石头G10	科沃斯X1 OMNI	科沃斯X1 TURBO	云鲸J2	美的W11
						
导航类型	激光导航	激光导航	dToF激光导航+AI结构光避障	dToF激光导航+AI结构光避障	激光导航	ToF激光导航+线激光避障
吸力大小	4000Pa	2500Pa	5000Pa	5000Pa	2500Pa	2000Pa
电池容量	6400mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	6200mAh
尘盒容量	450ml (机身)	470ml (机身)	400ml (机身)	400ml (机身)	430ml (机身)	400ml (机身)
基站水箱	清水和污水箱各4L (基站)	清水箱2.9L 污水箱2.5L (基站)	清水箱4L+污水箱4L+尘盒2.5L (基站)	清水箱4L+污水箱4L (基站)	清水和污水箱各5L (基站)	清水箱4.7L+污水箱4.6L
机身水箱	机身不带水箱	300ml (机身) 带电控水箱	80ml	80ml	机身不带水箱	160ml
机身高度	10.6cm	9.6cm	10.4cm	10.4cm	10.8cm	9.7cm
越障高度	18mm	20mm	20mm	20mm	20mm	20mm
噪音	54-64dB	61dB	64-75dB	64-75dB	45dB	56dB
清扫模式	单边刷+滚刷+双盘拖布一体	单边刷+滚刷+单片抹布	双边刷+滚刷+双盘抹布	双边刷+滚刷+双盘抹布	扫拖模块拆卸转换 (扫地为双边刷+吸口式)	双边刷+滚刷+双盘抹布
拖地功能	360次/分钟拟人擦地	3000次/分钟振动擦地	180转/分高速对旋拖地	180转/分高速对旋拖地	180转/分高速对旋拖地	200转/分高速旋转拖地
价格	3599元 (预售价)	3999元 (预售价)	5999元 (预售价)	4999元 (预售价)	3999元 (预售价)	3699元
上市时间	8月19日预售	8月25日预售	9月15日	9月15日	9月25日	9月16日
产品特点	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.集洗、扫、洗、烘一体；</li> <li>2.D型机身；</li> <li>3.接入米家智能家居。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.机身水箱与基站水箱相通，可自动补水；</li> <li>2.基站可自清洁刮去水渍，避免清洁抹布后的污水堆积。</li> <li>3.自定义洗布模式（快速洗、日常洗、深度洗、回洗间隔）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.自动集尘+自清洁抹布功能；</li> <li>2.机身水箱与基站水箱相通，可自动补水；</li> <li>3.银离子除菌；</li> <li>4.自动热烘干抹布；</li> <li>5.推出Yiko AI语音助手实现智能语音交互</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.机身水箱与基站水箱相通，可自动补水；</li> <li>2.银离子除菌（可选）；</li> <li>3.自动冷风风干；</li> <li>4.推出Yiko AI语音助手实现智能语音交互</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.可+299元（原价599元）的自动上下水模块；</li> <li>2.自动添加清洁液（云鲸专用清洁液）；</li> <li>3.抹布45°热风烘干；</li> <li>4.抹布由圆形改为三角形</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>1.中间滚刷可自动抬升；</li> <li>2.热风烘干抹布；</li> <li>3.回基站自动续水（从机身上部续水）；</li> <li>4.D形机身</li> </ul>

资料来源：天猫，天风证券研究所

图 35：洗地机新品一览

品牌	eureka	追觅	石头	Shark	添可	添可	美的	小狗
型号	fc9 Pro	H11 Max	U10	ED200	芙万2.0	芙万slim	X8	T12 Pro Rinse
功率	220W	200W	260W	220W	200W	190W	150W	585W
噪音	78dB	76dB	78dB	78dB	78dB	78dB	78dB	73dB
续航	35min	36min	35min	35min	40min	20min	35min	70min
净水箱	750ml	900ml	850ml	520ml	800ml	500ml	710ml	390ml
污水箱	600ml	500ml	600ml	700ml	720ml	450ml	600ml	
机身重量	5kg	4.7kg	5.1kg	4.6kg	4.5kg	3.8kg	6.6kg	1.6kg
滚刷转速次/min	8000	9300	73860	60000	9300	9300	60000	220转/min, 185AW超大吸力
自清洁	√	√	√	√	√	√	√	×
电解水除菌功能	√	×	×	×	√	×	×	×
屏幕类型	液晶显示	LED		LED	LED/LCD	LCD	LCD	LED
价格	4590 (预售)	2699 (预售)	3499 (预售)	2899 (预售)	4590	3490	3990 (聚划算)	2599 (预售)
上市时间	9月1日预售, 9月15日上市	7月20日	8月25日预售, 9月25日上市	8月30日预售, 9月20日上市	4月23日	4月23日	44374	44465
产品特点	滚筒自烘干; 电解水除菌; 智能语音	900ml大水箱	双滚刷设计不留水渍; 垂直风道, 减少吸力损耗; 双侧贴边设计; 语音汇报; 后侧带折叠支架小设计可支撑机身, 方便维护	白茶香氛功能除异味; 贴边设计; 语音汇报	边刷设计清洁死角; 智能、除菌、溶液、吸水4大模式	边刷设计清洁死角; 产品可拆卸成随手吸	贴边清扫设计; 定制纯天然植物清洁液;	多功能头替换, 换头可吸尘可湿拖

资料来源：天猫，天风证券研究所

## 5. 如何看待集成灶的投资机会？

伴随功能模块、多参数以及细节的优化，近年来头部集成灶品牌产品力进一步提升。集成灶作为新兴厨电品类，实现了传统油烟机和燃气灶的集成结合，其近吸式的烟灶结构和侧吸下排的除油烟方案，将集成灶油烟吸净率提升至 95%，基本解决厨房油烟问题。同时，近年来各大集成灶主流厂商通过整合搭配消毒柜、蒸/烤箱等功能模块逐步实现集成灶产品形态的多元化，并通过风量/风压、灶具火力、噪音等参数的优化，以及大容量化、智能化趋势的发展逐步实现产品力的提升。

图 36：集成灶为传统燃气灶和传统吸油烟机，以及各种功能模块的集成结合



资料来源：亿田智能招股说明书，天风证券研究所

表 2：目前主流集成灶品牌已具备较强的产品力

	火星人		浙江美大		亿田智能		帅丰电器	
型号	E5BC	E6BC	X10-ZK	A9-ZK	D5ZK	D2ZK	T1-7B-90T	U1M-7B-90T
价格 (元)	11699	11699	11099	11699	11699	10699	10880	11780
风量	17m <sup>3</sup> /min	17m <sup>3</sup> /min	16m <sup>3</sup> /min	16m <sup>3</sup> /min	18m <sup>3</sup> /min	18m <sup>3</sup> /min	16m <sup>3</sup> /min	16m <sup>3</sup> /min
风压	≥300Pa	≥370Pa	400Pa	400Pa	≥400Pa	400Pa	450Pa	450Pa
灶具火力	4.5kw	4.2kw	4.2kW	4.2kW	5.0kW	5.0kW	4.5kW	4.5kW
噪音	56dB	53dB	66dB	66dB	52dB	72dB	58dB	58dB
功能模块	蒸烤一体	蒸烤一体	蒸烤一体	蒸烤一体	蒸烤一体	蒸烤一体	蒸烤一体	蒸烤一体
容积	60L	60L	62L	65L	66L	66L	70L	70L
其他功能	天猫精灵语音智控；AI管家智能操作；故障实时检测播报；四重油烟分离	四重油烟分离；专利梳风式降噪叶轮，安心下厨不被扰	1°C精准温控；外置水盒避免烫伤；无油网设计更易清洁；12小时超长预约	挥手控制油烟风速；1°C精准温控；外置水盒避免烫伤；无油网设计更易清洁；	天猫精灵语音操控；整机模块化设计，维修一目了然；鲸吸智排结构，99.95%油烟吸净率	60°C恒温饭菜置物台；外置水箱中途加水免开门；	天猫精灵AI智控；干湿双烤模式；可拆卸导烟板清洁方便；同模式时间温度自动记忆，操作简便	天猫精灵语音声控；蒸烤双模式，1°C精准温控

资料来源：火星人/美大/亿田/帅丰天猫旗舰店，天风证券研究所

以火星人为例，2015 年 8 月，火星人首推两款消毒柜款集成灶，在烟灶燃料种类上有所区分（分气电款和双气款）；2015 年 9 月至 2020 年 7 月，火星人针对集成灶品类主要开发蒸箱款、消毒柜款和碗柜款，产品优化主要体现在台面尺寸（推出 850mm&900mm）、置物台尺寸与形态的变化（分有无置物台、是否为自由嵌入以及置物台宽度）；2020 年 9 月至今，公司顺应行业蒸烤一体化趋势发力蒸烤一体款，并与天猫精灵团队深度合作推出智控款，产品智能化发展趋势锚定。各类新品在逐步提升品牌产品力、实现产品价格带矩

阵的拓宽的同时，助力品牌高端化形象的确立。

表 3：火星人旗舰店集成灶机型一览

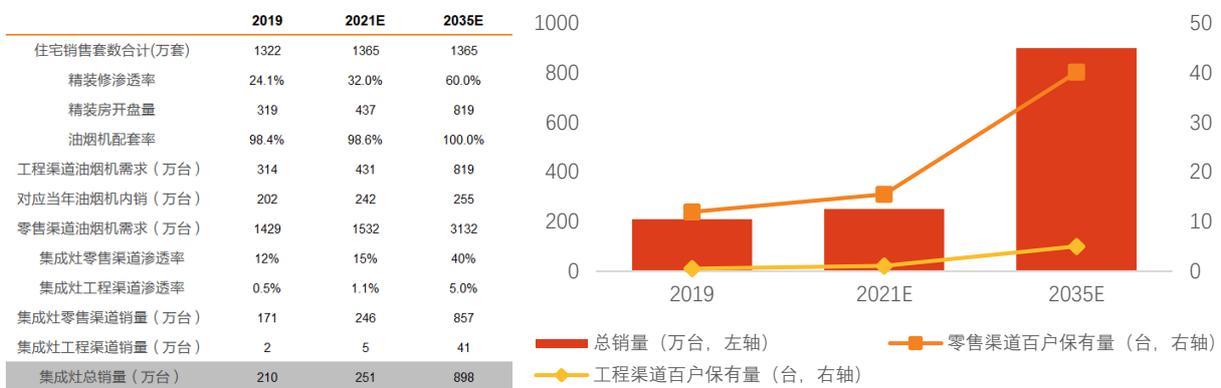
火星人天猫旗舰店	共36款 (含套装)	上市时间
蒸烤一体款	E4B/C 蒸烤一体60L+850宽+181置物台	2021年5月
	E5B/C 蒸烤一体60L+900宽+125置物台+天猫精灵	2020年9月
	E7B/C 蒸烤一体60L+900宽+160置物台	2021年4月
	X5B/C 蒸烤一体60L+线下款	2021年1月
	F58B/C 蒸烤一体60L+线下款	2021年7月
	E4B/C套 蒸烤洗套装+850宽+181置物台	2021年8月
	E5B/C套 蒸烤洗套装+900宽+125置物台+天猫精灵	2021年8月
E7B/C套 蒸烤洗套装+900宽+160置物台	2021年8月	
蒸箱款	T4B/Z 蒸箱64L+850宽+含置物台+无定时预约	2020年7月
	E2B/Z 蒸箱64L+850宽+无置物台+定时预约	2019年7月
	E5B/Z 蒸箱64L+900宽+天猫精灵	2021年2月
	E7B/Z 蒸箱64L+900宽+定时预约	2021年4月
	X2G/Z 蒸箱64L+线下款	2015年1月
	X5B/Z 蒸箱64L+线下款	2020年4月
	X7G/Z 蒸箱64L+线下款	2017年1月
	Q5G/Z 蒸箱64L+线下款	2017年1月
	F58BZ 蒸箱64L+线下款	2021年7月
	E2B/Z套 蒸洗套装+850宽+无置物台+定时预约	2021年8月
	E5B/Z套 蒸洗套装+900宽+天猫精灵	2021年8月
	E7B/Z套 蒸洗套装+900宽+定时预约	2021年8月
消毒柜款	E3B/X 消毒柜57L+850宽+135自由嵌入置物台+双气	2015年8月
	E3B/X12 消毒柜57L+850宽+135自由嵌入置物台+气电	2015年8月
	E4B/X 消毒柜57L+850宽+181置物台	2020年3月
	E5B/X 消毒柜57L+900宽+125置物台	2018年8月
	E7B/X 消毒柜57L+900宽+160置物台	2020年10月
	E4G/X 消毒柜57L+850宽+181置物台	2020年3月
	X5B/X02 消毒柜57L+线下款	2020年4月
	Q2B/X 消毒柜57L+线下款	2020年3月
	F58B/X 消毒柜57L+线下款	2021年7月
	E3B/X套 消洗套装+850宽+135自由嵌入置物台+双气	2021年8月
E4B/X套 消洗套装+850宽+181置物台	2021年8月	
E5B/X套 消洗套装+900宽+125置物台	2021年8月	
E7B/X套 消洗套装+900宽+160置物台	2021年8月	
碗柜款	E2G/H 碗柜57L	2018年10月
	E2B/H 碗柜57L	2018年10月
	E2B/H套 消洗/烘洗套装	2021年8月



资料来源：火星人天猫旗舰店，亿田天猫旗舰店，天风证券研究所

以优质产品力为基石，各品牌持续发力多元渠道扩张、全方位营销，助力集成灶产品消费者教育持续深化，未来集成灶产品向传统烟灶市场仍有广阔渗透空间。经测算，我们预计至 2035 年集成灶年销量将达到近 900 万台，零售/工程渠道百户保有量分别达 40/5 台左右，较当前市场规模仍有数倍空间。

图 37：集成灶市场空间测算：预计至 2035 年，集成灶年销量近 900 万台，零售/工程渠道百户保有量分别达 40/5 台



资料来源：国家统计局，产业在线，Wind，欧睿国际，天风证券研究所

短期来看，集成灶产品正处加速渗透阶段，我们认为头部品牌的基本面确定性较强，看好下半年高景气度延续。叠加 21 年 1-8 月我国住宅竣工、销售情况较 19 年同期均有双位数提升，作为典型的地产后周期品类，厨电销售将直接受益竣工红利的释放。在板块估值回调、行业延续高增的背景下，集成灶赛道下半年的投资机会值得期待，建议重点关注 α 和

β兼具的【火星人】和【亿田智能】。

表 4：21 年 1-8 月住宅施工/竣工较 19 年同期实现双位数增长

	19年1-8月	20年1-8月	21年1-8月	21年1-8月较20年同期	21年1-8月较19年同期
住宅施工面积（万平方米）	568,025	592,216	644,336	8.8%	13.4%
住宅竣工面积（万平方米）	29,336	26,498	33,771	27.4%	15.1%
住宅销售额（亿元）	83,317	86,769	108,062	24.5%	29.7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 6. 如何看待当前家电行业的投资机会？

从家电行业历史来看，行业历史上主要有四轮较为明显的上行行情：其中前三轮主要反馈的是家电产品，特别是大家电的保有量提升，本质上属于产品销量提升的逻辑；第四轮反馈的是竞争格局出清后，消费升级大背景下，产品结构升级带来的龙头企业盈利能力的提升，本质上属于价格提升的逻辑。

图 38：家用电器板块历史股价走势



资料来源：wind，天风证券研究所

21 年以来，家电行业回调较多，家电申万一级指数年初至今下滑约 24%，我们认为反馈的是市场在家电内销偏弱、外销预期放缓、成本压力较大的情况下，家电行业量与价逻辑皆偏弱的判断，是对市场此前判断走出疫情影响后家电会迎来需求高增的预期的修正。从行业历史估值水平看，目前家电申万一级指数 PE 水平（TTM）处于五年内 25%分位，已低于中枢位置，估值水平已经具有一定安全边际，继续下行风险较小，防御属性已经比较凸出。

图 39：家用电器（申万一级）PE-BAND（TTM，日度）及估值分位



资料来源：wind，天风证券研究所

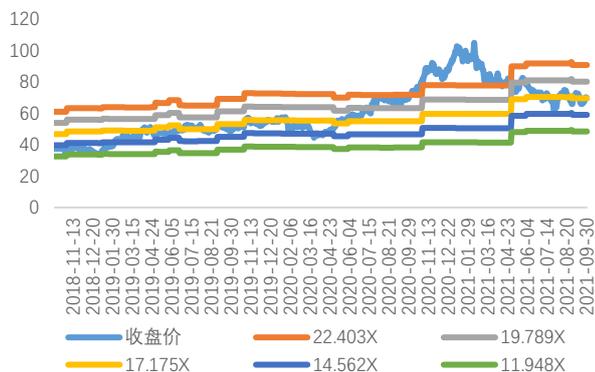
但展望三四季度，由于能耗双控因素的潜在影响，家电行业成本端压力缓解速度可能慢于预期，家电行业整体角度仍难言系统性投资机会，以防御属性为主。我们认为在需求和成本的影响下，行业投资机会更偏向符合：1) 品类渗透率有充分提升空间的；2) 产品结构有升级空间的；3) 内销占主导，此类条件的个股机会。看好集成灶及清洁电器的行业基本面，推荐火星人、科沃斯，建议关注亿田智能、帅丰电器、石头科技、海信视像。传统家电方面，年初至今回调已比较充分，估值在考虑成本的影响下基本回到中枢位置，在收入维持稳定增长的情况下，防御属性较好，推荐白电龙头海尔智家、美的集团、厨电龙头

老板电器、民用电工龙头公牛集团（详见《防御为主，景气先行——21Q3 家电行业前瞻报告》20211007）。

**风险提示：**新品推出和销售不及预期，原材料价格上涨，疫情反复等。

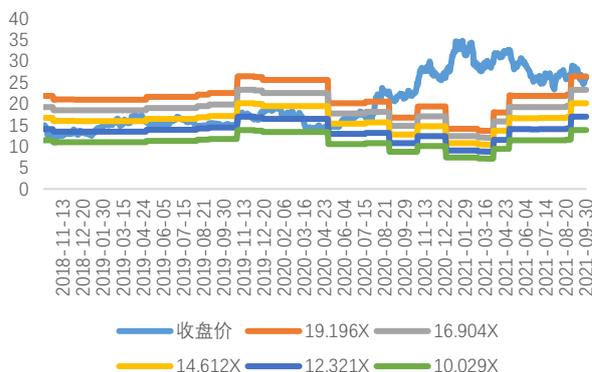
## 附录：重点公司 PE-Band

图 40：美的集团（元）



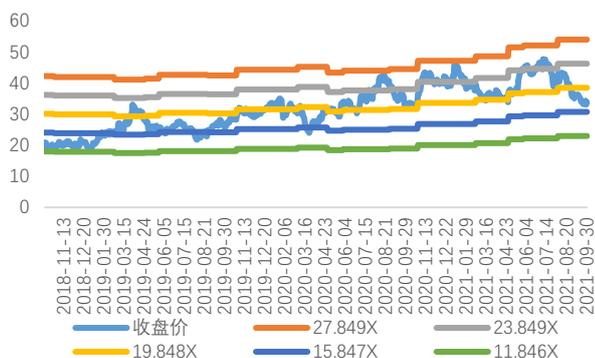
资料来源：wind，天风证券研究所

图 41：海尔智家（元）



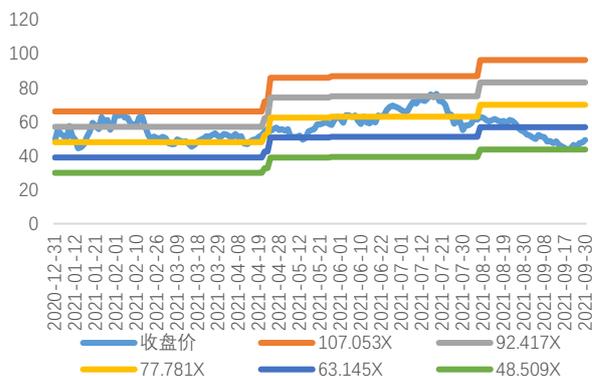
资料来源：wind，天风证券研究所

图 42：老板电器（元）



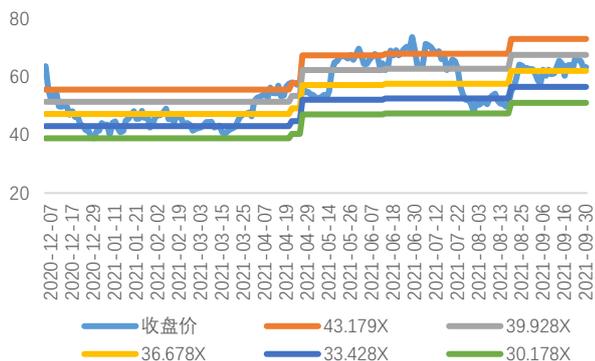
资料来源：wind，天风证券研究所

图 43：火星人（元）



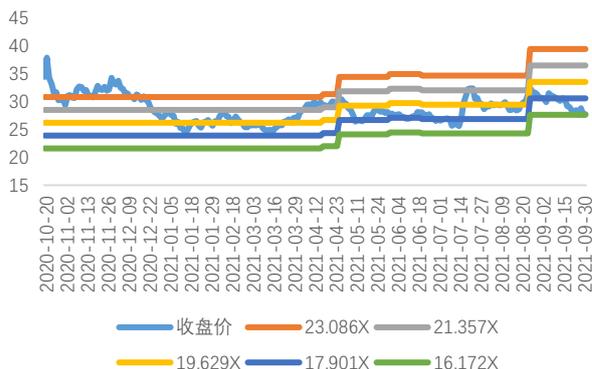
资料来源：wind，天风证券研究所

图 44：亿田智能（元）



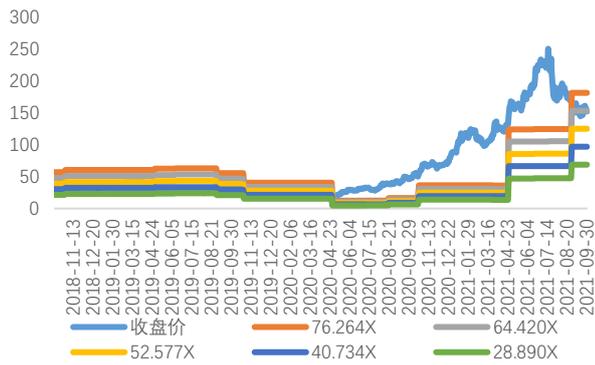
资料来源：wind，天风证券研究所

图 45：帅丰电器（元）



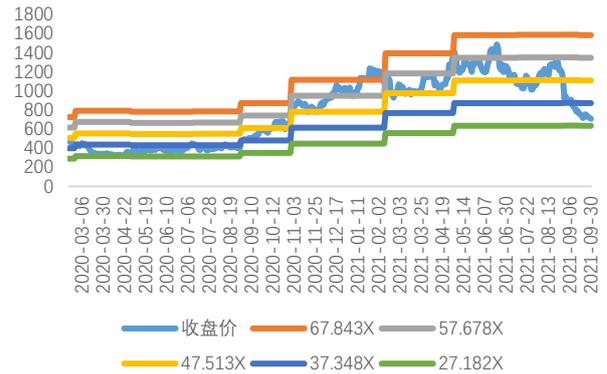
资料来源：wind，天风证券研究所

图 46: 科沃斯 (元)



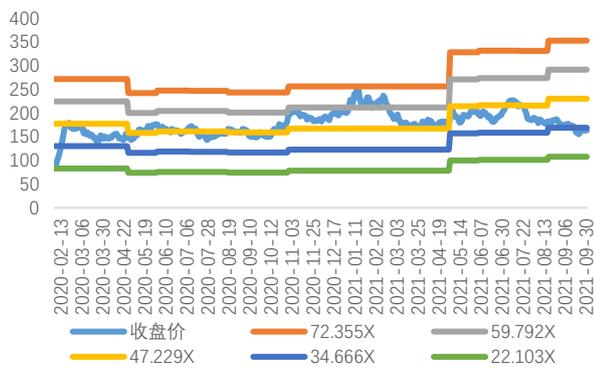
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 47: 石头科技 (元)



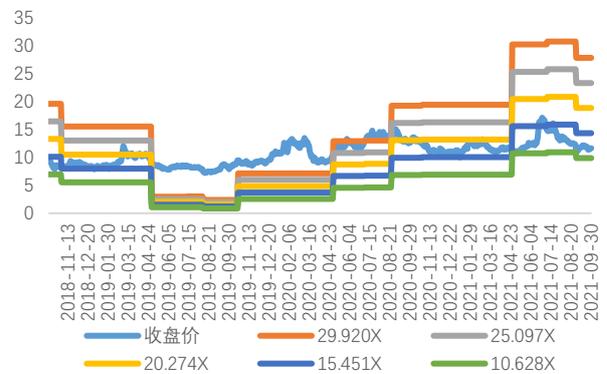
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 48: 公牛集团 (元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 49: 海信视像 (元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com