

家电

维持评级

报告原因：三季报综述

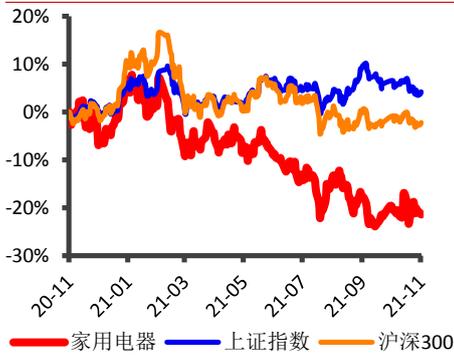
三季度营收增速放缓，行业表现延续结构性分化

看好

2021年11月8日

行业研究/专题报告

家电行业近一年市场表现



行业回顾

- 整体市场：高基数下三季度营收增速放缓，符合预期** 前三季度家电行业呈现出几大特征：1) 在消费水平提升的大背景下，企业通过推新卖贵、产品迭代推动产品结构升级，高端、智能品类的规模增速明显好于行业平均；2) 细分行业表现分化延续，存量市场整体平淡，新兴赛道进入者众多推动产品认知度和市场渗透率明显提升；3) 受疫情影响，去年家电市场销售表现先抑后扬，今年行业市场增速前高后低，市场规模未恢复至疫情前；4) 线上渠道继续保持正增长，疫情持续局部性爆发导致线下渠道恢复进程缓慢，增速为负，但实体店依然是高端产品销售的主要渠道。
- 白电市场：产品升级明显，高端品类增速良好** 今年由于原材料价格居高不下，国内产品被动提价将压力向下传导至消费终端，部分导致市场需求疲弱，叠加海运价格暴涨物流成本上升，家电销量受到明显抑制，量额出现明显剪刀差，行业盈利能力受到抑制。龙头企业由于具有品牌优势、技术优势和资金优势等，市场资源向头部品牌倾斜。空调中带有消毒除菌、自清洁、智能化水平高的产品占比明显提升。得益于高端产品的份额提升，洗衣机整体规模小幅增长，滚筒烘干和大容量洗衣机热度较高。
- 厨小电市场：行业结构性分化，高景气赛道需求旺盛** 前三季传统烟机、灶具持续疲弱，量额出现明显下降。集成灶进入快速发展期，保持双位数增长，其中搭载蒸烤一体功能的品类在全渠道市场份额自二季度开始明显提升，目前已接近半数。小家电方面：从消费端来看，受去年高基数、产品普及率较高以及创新产品不足等多个因素影响，小家电零售额出现10%左右的下跌，其中线上表现略好于线下；从生产端来看，成本上涨导致终端企业盈利空间被压缩，进而导致促销力度打折，销量明显受到影响。小家电品类中表现较为突出的清洁电器依靠技术突破，市场渗透率低、消费者痛点被触达等保持强劲增长势头。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。

投资建议

主线一：家电行业迈入成熟阶段，开始由增量市场向存量市场转换。物联网、云计算、大数据、AI 等技术的日趋成熟，使得智能化、场景化成为家电行业未来的发展趋势，建议关注具有品类拓展优势、全球化布局

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





带动供应链效率提升、智能家居平台搭建处于领先地位的龙头公司：美的集团、海尔智家。

主线二：从公布的三季报来看，部分厨小家电公司业绩出现回暖迹象，建议关注处于估值合理区间、市占率较高、技术迭代赋能产品价值增高的成长低渗透率赛道的优质企业：苏泊尔、火星人、浙江美大、科沃斯、石头科技。

风险提示

四季度部分地区限产限电叠加海运价格暴涨，对家电市场形成一定负面影响；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：高基数下三季度增速放缓	6
1.1 线上市场规模持续增长，线下高端消费亮眼	6
1.2 受原材料价格上涨影响，行业盈利增速回落	7
2. 白电行业：产品升级明显，高端品类增速良好	8
2.1 产品均价同比提升，消费需求受影响	8
2.2 多品类、高端化成为企业维持增长的重要引擎	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：行业整体疲弱，龙头企业表现向好	13
3.1 液晶面板价格回落，消费需求有望释放	13
3.2 行业龙头积极拓展新赛道	14
4. 厨小电行业：集成灶和生活清洁类产品市场需求旺盛	16
4.1 受高景气度细分行业带动，行业保持快速增长	16
4.2 厨小家电继续呈现结构性分化	16
4.3 原材料备货导致企业存货保持快速增长	19
5. 家电零部件：营收表现优于下游整机企业	20
5.1 部分企业开启第二赛道	20
5.2 上游企业存货出现双位数增长	22
6. 投资策略	23
7. 风险提示	23



图表目录

图 1: 21Q1-3 国内规模 5410 亿元, 同比+7.7%.....	6
图 2: 21Q1-3 出口达 4769 亿元, 同比+20%.....	6
图 3: 实物商品网上零售额 (亿元) 及比重 (%)	6
图 4: 家电国内线上规模持续增长.....	6
图 5: 21 年前三季营收 19%, 排第 15 位.....	7
图 6: 21 年前三季归母净利润 18%, 排第 16 位.....	7
图 7: 单季销售毛利率表现 (%)	7
图 8: 期间费率单季整体下行 (%)	7
图 9: 21Q3 单季归母净利 231 亿元 (-8.7%)	8
图 10: 21Q3 行业单季净利润率 6.8%.....	8
图 11: 21Q1-3 空调销售 12100 万台, 同比+8.8%.....	9
图 12: 21 年 9 月空调库存 1746 万台, 同比+7.7%.....	9
图 13: 21Q1-3 空调内销 6842 万台, 同比+7.7%.....	9
图 14: 21Q1-3 空调出口 5379 万台, 同比+12.7%.....	9
图 15: 21Q1-3 洗衣机出口 1920 万台, 同比+31.2%.....	10
图 16: 21Q1-3 洗衣机内销 3161 万台, 同比+7.3%.....	10
图 17: 21Q1-3 冰箱出口 3330 万台, 同比+11%.....	10
图 18: 21Q1-3 冰箱内销 3124 万台, 同比+2.4%.....	10
图 19: 21Q1-3 营收 6470 亿元, 同比+16.6%.....	10
图 20: 21Q1-3 年净利润 319.5 亿元, 同比+36.6%.....	10
图 21: 21Q1-3 出口 6222 万台, 同比-17%	13
图 22: 21Q1-3 内销 2769 万台, 同比-16.7%	13



图 23: 21Q1-3 营收 1667 亿元, 同比+15.7%.....	14
图 24: 21Q1-3 年净利润 26.2 亿元, 同比+4.8%.....	14
图 25: 21Q1-3 营收 967 亿元, 同比+26%	16
图 26: 21Q1-3 净利润 103.5 亿元, 同比+22.3%.....	16
图 27: 21Q1-3 营收 470 亿元, 同比+62%	21
图 28: 21Q1-3 净利润 26 亿元, 同比+34%.....	21
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	17
表 9: 厨小家电相关上市公司净利润(亿元)及变动表现.....	18
表 10: 厨小家电相关上市公司历年存货表现(亿元)	19
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.....	20
表 12: 家电零部件相关上市公司营收(亿元)及增速(%)表现	21
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)	22
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：高基数下三季度营收增速放缓，符合预期

1.1 线上市场规模持续增长，线下高端消费亮眼

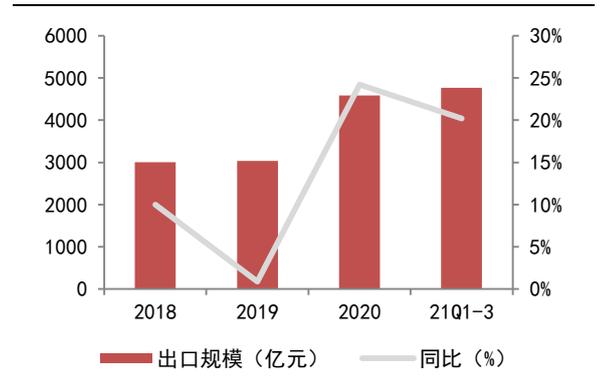
家电板块上市公司 21 年三季报已披露完毕。家用电器工业信息中心数据显示，前三季度，家电行业国内市场实现销售额 5410 亿元，同比增加 7.7%。出口方面，海关总署数据显示，累计出口额 4769 亿元，同比增长率为 20.2%。前三季度家电行业呈现出几大特征：1) 在消费水平提升的大背景下，企业通过推新卖贵、产品迭代推动产品结构升级，高端、智能品类的规模增速明显好于行业平均；2) 细分行业表现分化延续，存量市场整体平淡，新兴赛道进入者众多推动产品认知度和市场渗透率明显提升；3) 受疫情影响，去年家电市场销售表现先抑后扬，今年行业市场增速前高后低，市场规模未恢复至疫情前；4) 线上渠道继续保持正增长，疫情持续局部性爆发导致线下渠道恢复进程缓慢，增速为负，但实体店依然是高端产品销售的主要渠道。

图 1：21Q1-3 国内规模 5410 亿元，同比+7.7%



数据来源：中国家电研究院，山西证券研究所

图 2：21Q1-3 出口达 4769 亿元，同比+20%

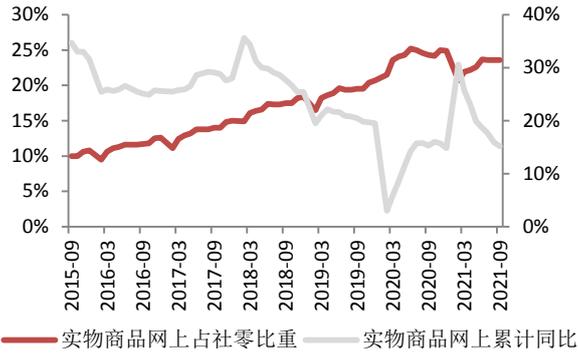


数据来源：中国家电研究院，山西证券研究所

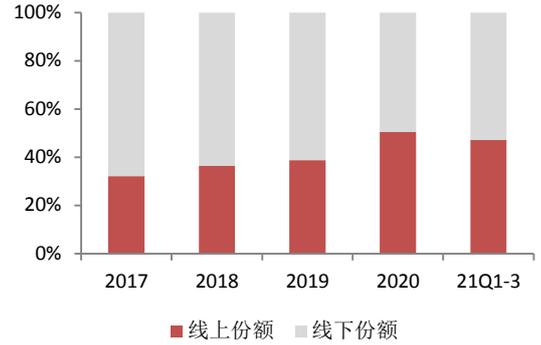
截至 21 年 9 月，全国实物商品网上零售额累计达到 75042 亿元，较上年同期增长 15.2%；占商品零售总额的 23.6%。家电工业信息中心数据显示，三季度线上市场规模为 751.4 亿元，同比增长 9.0%，线下市场规模为 843.8 亿元，同比增长率为 -13.3%，恢复进程缓慢。

图 3：实物商品网上零售额（亿元）及比重（%）

图 4：家电国内线上规模持续增长



数据来源：wind，山西证券研究所

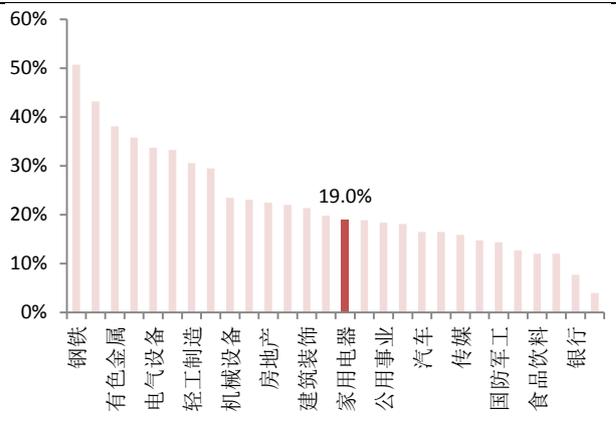


数据来源：国家电研究院，山西证券研究所

1.2 受原材料价格上涨影响，行业盈利增速回落

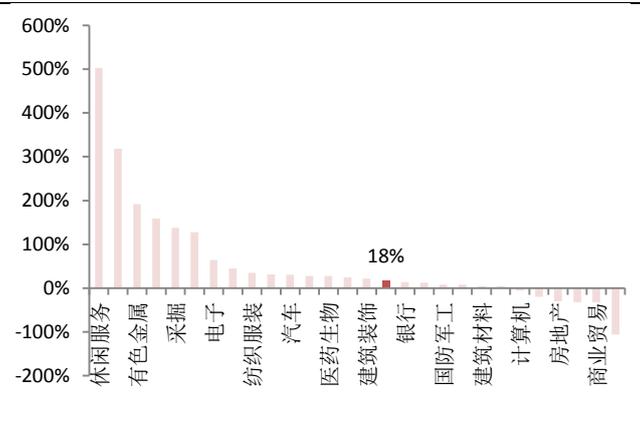
从行业 21 年三季报看，按申万分类的 28 个一级行业中，钢铁、交运、有色居前三位，家电营收增长率为+19%，排名第 15 位，同比上升 5 位。其中三季度单季家电营收增速+4%，位列第 23 位，较上年同期下降 13 位。前三季家电归母净利润增速同比+17.6%，排第 16 位，较上年同期上升 4 位，其中三季度单季归母净利润增速-8.7%，排第 17 位。

图 5：21 年前三季营收 19%，排第 15 位



数据来源：wind、山西证券研究所

图 6：21 年前三季归母净利润 18%，排第 16 位

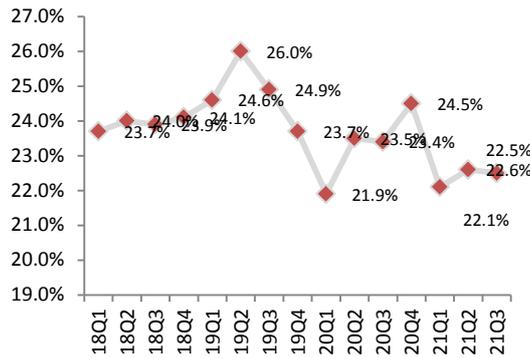


数据来源：wind、山西证券研究所

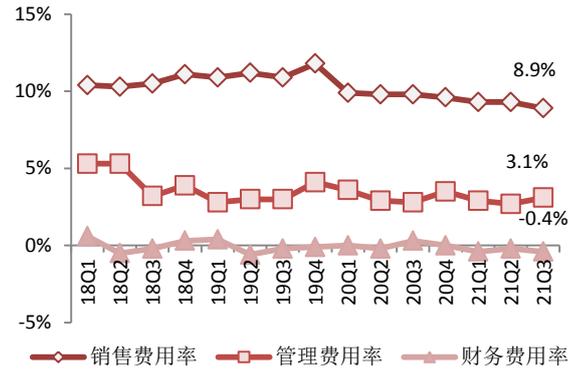
21 年三季度行业整体毛利率为 22.5%，较去年同期变动-0.9pct；总体看行业毛利率受原材料持续上涨影响略有回落。费用方面，三季度行业的销售费用率 8.9%，同比下降 0.9pct；管理费用率 3.1%，同比上升 0.3pct，行业整体降本增效效果明显。

图 7：单季销售毛利率表现 (%)

图 8：期间费率单季整体下行 (%)



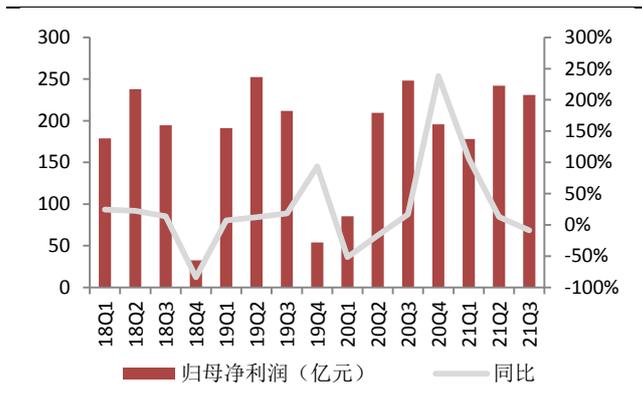
数据来源：wind，山西证券研究所



数据来源：wind、山西证券研究所

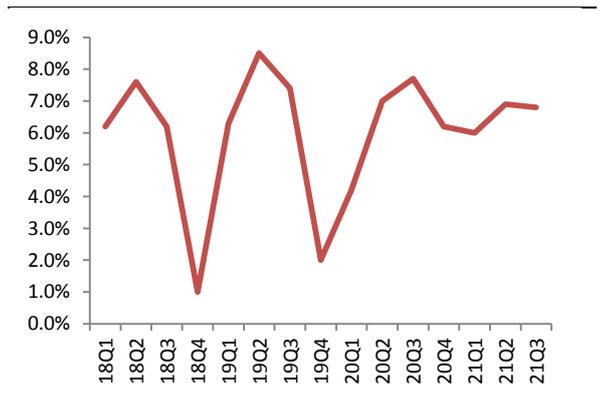
从盈利能力层面看，前三季申万家电上市企业实现归母净利润合计 652.7 亿元，同比 +17.6%；其中三季度行业实现归母净利润 231 亿元，同比-8.7%。前三季家电行业净利率为 6.8%，三季度单季净利率由一季度的 6%回升至 6.8%，仍低于去年同期（7.7%）。

图 9：21Q3 单季归母净利 231 亿元（-8.7%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 10：21Q3 行业单季净利率 6.8%



数据来源：wind、山西证券研究所

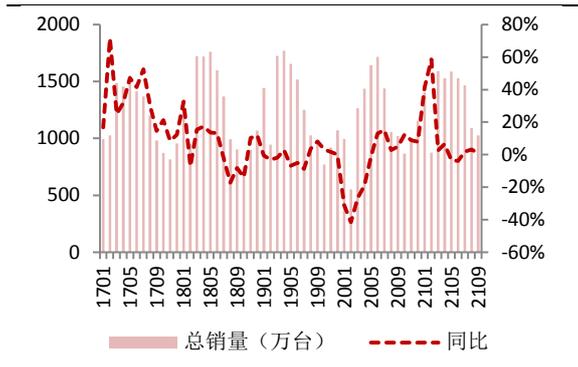
2. 白电行业：产品升级明显，高端品类增速良好

2.1 产品均价同比提升，消费需求受影响

今年由于原材料价格居高不下，国内产品被动提价将压力向下传导至消费终端，部分导致市场需求疲弱，叠加海运价格暴涨物流成本上升，家电销量受到明显抑制，量额出现明显剪刀差，行业盈利能力受到抑制。龙头企业由于具有品牌优势、技术优势和资金优势等，市场资源向头部品牌倾斜。前三季，据奥维推总，线上格力零售额量市场份额均占据首位，产品均价在 3500 一线。8000+以上产品中格力的市场份额过半，相比去年有明显提升。线下，变频挂机和柜机的市场份额在 99%以上，产品均价同比个位数增长。从企业市

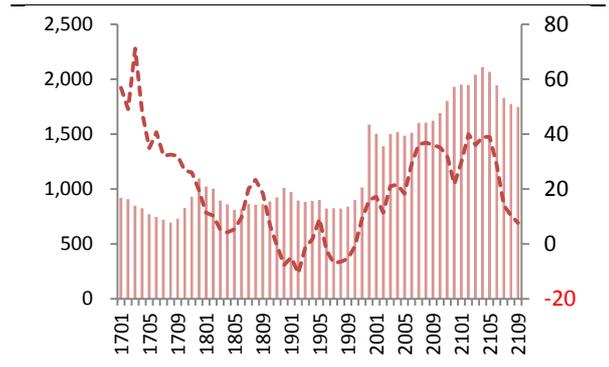
场份额来看，美的空调市场份额超 1/3 居首位，均价在 3460 附近，同比上涨 4%。目前均价最高的是三菱电机和大金，两者均超过 6000 以上。消毒除菌、自清洁以及带有舒适性提升的产品占比明显提升。1-9 月，空调产量 12037 万台，同比+8%；销量 12100 万台，同比+8.8%；出口销售 5378.6 万台，同比+12.7%；内销 6842 万台，同比+7.7%，9 月库存 1746 万台，同比+7.7%。

图 11：21Q1-3 空调销售 12100 万台，同比+8.8%



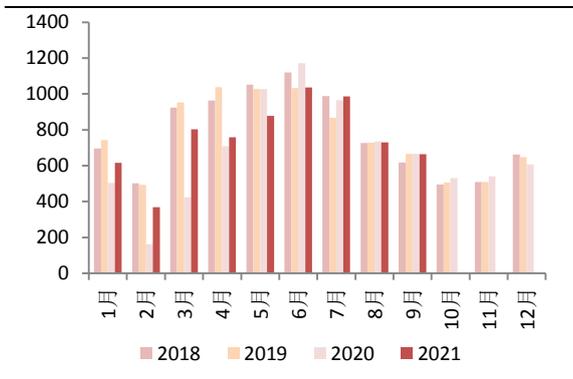
数据来源：wind，山西证券研究所

图 12：21 年 9 月空调库存 1746 万台，同比+7.7%



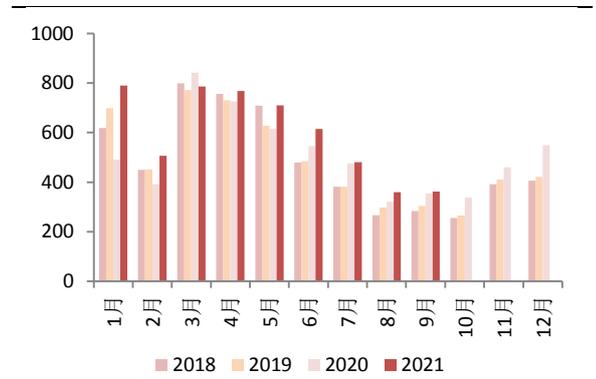
数据来源：wind，山西证券研究所

图 13：21Q1-3 空调内销 6842 万台，同比+7.7%



数据来源：wind，山西证券研究所

图 14：21Q1-3 空调出口 5379 万台，同比+12.7%

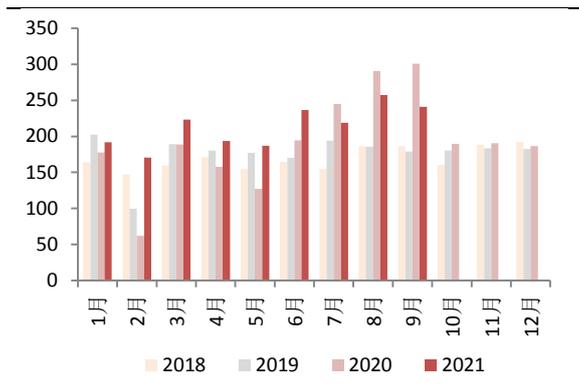


数据来源：wind，山西证券研究所

前三季，得益于高端产品的份额提升，洗衣机整体规模小幅增长。线下 TOP5（海尔、小天鹅、西门子、松下和美的）的零售额占比合计达 71%；TOP5（海尔、小天鹅、美的、松下和西门子）的零售量占比合计达 75.5%。线上产品结构持续优化，滚筒烘干市场份额提升 6.6pct 到 33.8%，滚筒单洗和波轮类出现小幅下滑。从均价表现来看，滚筒烘干产品价位在 3500 元附近，明显高于其它品类。从容量来看，大容量对小容量取代趋势明显。（奥维云网）1-9 月，洗衣机产量为 5047 万台，同比+15%；销量 5082 万台，同比+15.2%；出口 1920 万台，同比+31.2%；内销 3161.5 万台，同比+7.3%。

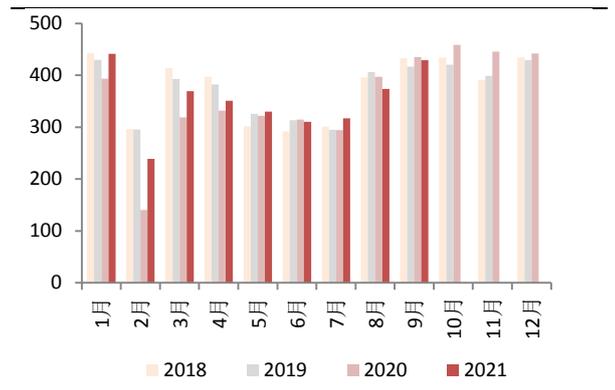


图 15: 21Q1-3 洗衣机出口 1920 万台, 同比+31.2%



数据来源: wind, 山西证券研究所

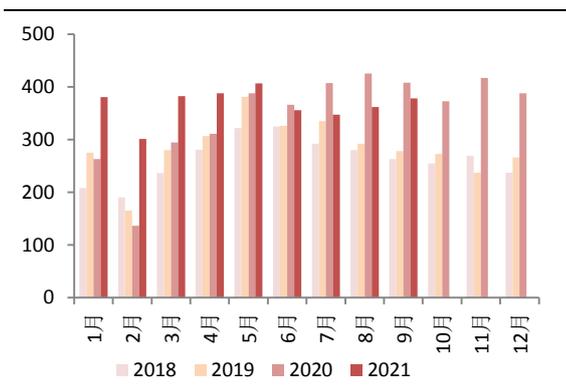
图 16: 21Q1-3 洗衣机内销 3161 万台, 同比+7.3%



数据来源: wind, 山西证券研究所

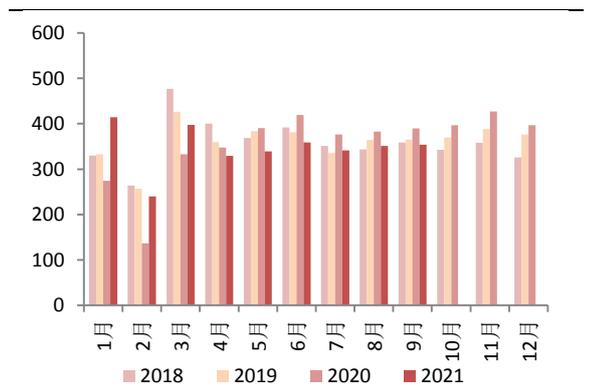
前三季, 线下海尔零售额量份额分为 38.6%和 33.7%, 居市场 TOP1; 容声零售额量份额分别为 11.5%和 13%, 居第二位。线上, 海尔、美的、容声稳居量额市场份额前三。十字 4 门和对开门市场份额超 50%。(奥维云网) 1-9 月, 冰箱产出 6332 万台, 同比+5%; 销量 6454 万台, 同比+6.7%; 出口 3330 万台, 同比+11%; 内销 3124 万台, 同比变动+2.4%。

图 17: 21Q1-3 冰箱出口 3330 万台, 同比+11%



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 18: 21Q1-3 冰箱内销 3124 万台, 同比+2.4%

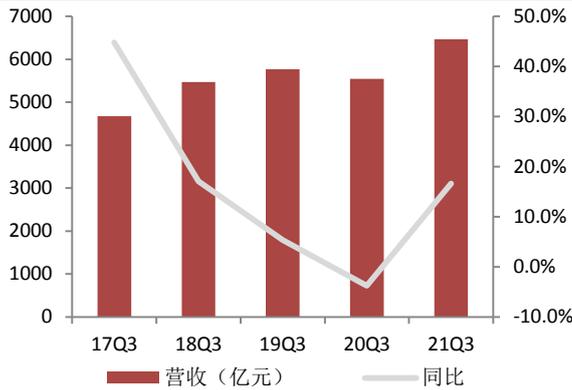


数据来源: wind, 山西证券研究所

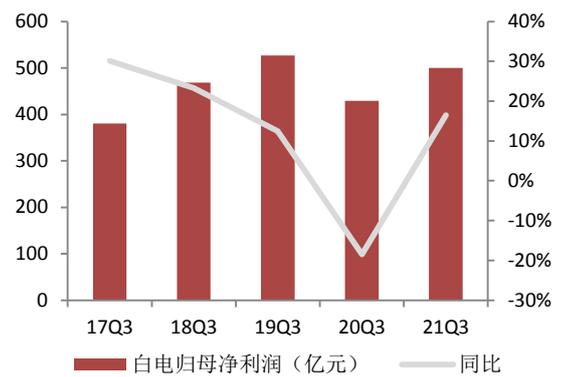
21Q1-3 我们所关注的上市白电企业实现营收 6470 亿元, 同比+16.6%。其中 Q3 单季实现营收 2183 亿元, 同比+1.8%, 环比下降 6.6%。21Q1-3 上市归母净利润 319.5 亿元, 同比+36.6%; 三季度净利润 181 亿元, 同比-3.5%, 环比下降 7.5%。预计 21 年全年净利润增速在 1%—3%之间。

图 19: 21Q1-3 营收 6470 亿元, 同比+16.6%

图 20: 21Q1-3 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

2.2 多品类、高端化成为企业维持增长的重要引擎

具体到上市公司层面，前三季格力电器、美的集团及海尔智家主营收入分别+9.7%、+20.6%及+10%。受内销需求疲弱、外销海运紧张，格力经营收入承压，不过公司持续推动线上渠道改革效果明显，目前线上份额居首位。美的三季度营收保持双位数增长，主要产品内外销量均保持正增长，线下美的空调在量额市场份额均居第一。海尔智慧家庭业务保持较快增长，一方面是公司在海外本土化布局，发挥全球供应链优势，积极应对原材料及物流成本的上涨；一方面在国内，公司坚定高端化路线（高端品牌卡萨帝贡献力度继续加大）以及套系化场景解决方案。此外，海信家电（+43.6%）、澳柯玛（+27.6%）和长虹美菱（+22.5%）实现较大的正向增长。单三季度实现收入同比正增长的有美的集团（+12.7%）、海信家电（+28%）和澳柯玛（+24.4%）。

表 1：白电相关上市公司营收（亿元）及增速（%）表现

证券简称	20Q1-3	同比	21Q1-3	同比	21Q3	同比	环比
美的集团	2167.6	-1.9%	2613.4	20.6%	875.3	12.7%	-4.1%
长虹美菱	113.6	-12.9%	139.2	22.5%	43.1	-5.5%	-21.2%
格力电器	1258.9	-18.8%	1381.3	9.7%	470.8	-16.5%	-18.6%
海信家电	348.7	29.1%	500.7	43.6%	176.4	28.0%	-4.6%
澳柯玛	51.8	5.4%	66.0	27.6%	22.1	24.4%	-13.7%
海尔智家	1544.1	3.7%	1699.6	10.1%	583.4	-0.6%	2.6%
春兰股份	2.0	33.1%	2.2	7.6%	0.3	-60.1%	-60.2%
惠而浦	35.3	-13.6%	37.1	5.0%	11.6	-15.2%	2.9%

资料来源：wind，山西证券研究所

前三季，主要上市公司的净利润与去年同期相比基本实现了正增长，其中美的（+6.5%）、格力电器（+14.2%），海尔智家（+57.7%）。三季度主要白电企业中的美的、海尔智家、格



力的净利润同比变动分别为 4.4%、-12.4%和-15.7%，海信家电和长虹美菱分别同比下降 37.7%和 71%，澳柯玛和春兰股份分别同比+183%、+920.5%。虽有原材料压力，格力控费效果较好，期间费用保持在相对低位，三季净利率同比和环比均出现改善，未来若原材料价格回落，公司盈利质量或有亮眼表现。美的集团产品结构优化带来均价提升，前三季各单季毛利率不断回暖；三季度研发投入增长，公司 Q3 净利率同比下滑 0.8pct。海尔智家前三季净利率同比+0.73pct，单季环比下滑 0.3pct，主要受成本和研发费用率上行所致。公司积极优化产品结构、处置低毛利业务、提升制造效率，从各单季表现来看，公司毛利率和净利率都在明显提升。

表 2：白电相关上市公司历年净利润（亿元）及变动表现

	20Q1-3	同比	21Q1-3	同比	21Q3	同比	环比
美的集团	220.2	3.3%	234.6	6.5%	84.5	4.4%	-1.1%
海尔智家	63.0	-18.9%	99.3	57.7%	30.8	-12.4%	-18.9%
格力电器	137.0	-38.1%	156.4	14.2%	61.9	-15.7%	2.9%
海信家电	10.0	-25.7%	9.3	-7.6%	3.1	-37.7%	-21.7%
长虹美菱	-1.2	-253.0%	0.6	-150.4%	0.3	-71.0%	-21.2%
惠而浦	-1.1	64.6%	-2.3	99.3%	-1.0	——	——
澳柯玛	1.1	25.4%	1.5	33.6%	0.4	183.6%	-55.4%
春兰股份	0.5	25.4%	1.0	80.5%	0.9	920.5%	-5878.5%

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 年前三季度白电行业上市公司整体存货为 1193 亿元，较上年同期相比上涨 51%，环比上年末+23%。具体到上市公司层面，各公司存货除长虹美菱和惠而浦外均出现明显增长。美的应收账款周转率和存货周转率分别提升 0.29 和 0.48。海尔智家存货周转率同比下降 0.4，主要是销售订单增加备货所致。应收账款周转率下降，主要是收入规模增长，导致应收帐款相应增加。固定资产周转率基本回到 2019 年水平。

表 3：白电相关上市公司历年存货（亿元）表现

证券简称	20Q3	同比	21Q3	同比	较上年末变动
美的集团	241.3	0.5%	332.0	37.6%	6.8%
长虹美菱	17.7	2.5%	16.0	-9.4%	-6.6%
格力电器	206.7	5.9%	396.8	91.9%	42.3%
海信家电	32.8	9.0%	64.0	95.5%	49.1%
澳柯玛	13.4	63.8%	14.7	10.4%	-2.3%
海尔智家	268.7	7.1%	360.7	34.2%	22.5%
春兰股份	3.2	-21.7%	3.8	16.2%	2.3%

惠而浦	6.1	-3.9%	5.2	-14.6%	-18.5%
合计	789.8	5.0%	1193.2	51.1%	23.1%

资料来源：wind，山西证券研究所

前三季白电企业经营性现金流实现同比增长的有：美的集团（+11.5%），公司资金较为充足，为 279 亿元；格力电器（+113%），主要是本期销售商品、提供劳务的现金增加以及运营效率提升所致；海尔智家（+134%），主要是本期经营利润的增加以及运营效率提升所致。白电龙头公司现金流质量较好。长虹美菱和惠而浦的现金流出在明显收窄。

表 4：白电相关上市公司经营性现金流净值表现

证券简称	20Q1-3	同比	21Q1-3	同比	21Q3	同比	20Q3
美的集团	250.15	-16.0%	278.97	11.5%	77.20	16.8%	66.09
长虹美菱	-2.79	——	-1.85	——	4.04	268.8%	1.09
格力电器	30.32	-90.7%	64.62	113.1%	125.33	66.0%	75.50
海信家电	41.08	65.4%	34.94	-15.0%	14.09	-10.1%	15.67
澳柯玛	1.37	-90.0%	0.48	-64.9%	-2.76	——	——
海尔智家	57.11	-36.6%	133.59	133.9%	49.35	-21.1%	62.54
春兰股份	0.09	-83.9%	2.26	2356.8%	1.22	9734.7%	0.01
惠而浦	-9.89	——	-2.08	——	-2.12	——	——

资料来源：wind，山西证券研究所

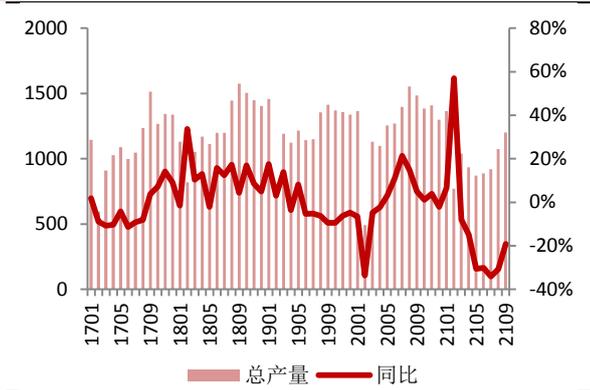
3. 黑电行业：行业整体疲弱，龙头企业表现向好

3.1 液晶面板价格回落，消费需求有望释放

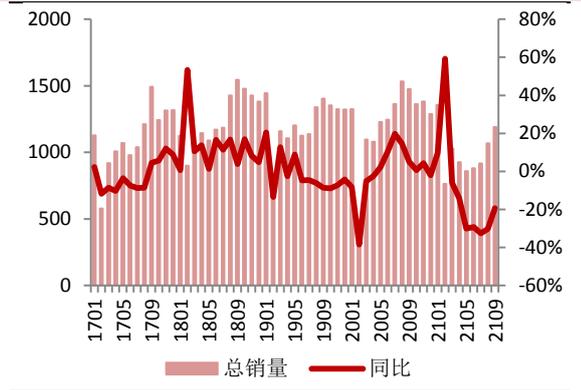
上游液晶面板价格自 7 月进入下行通道，考虑到面板市场供需情况，预计价格在明年一季度末出现企稳。跟随面板价格的走低，线上主要尺寸彩电的价格也顺势回落；线下销售规模持续萎缩，高端产品份额持续走高。具有大尺寸、全面屏、人工智能等特性的产品成为主流。全面屏、人工智能电视的市场占比均超过 60%。进入四季度，预计彩电销售环比有望呈正增长。21 年 1-9 月黑电产量 9063 万台，同比-18%；销量 8991 万台，同比-17%；出口 6222 万台，同比-17%；内销 2769 万台，同比-16.7%。

图 21：21Q1-3 出口 6222 万台，同比-17%

图 22：21Q1-3 内销 2769 万台，同比-16.7%



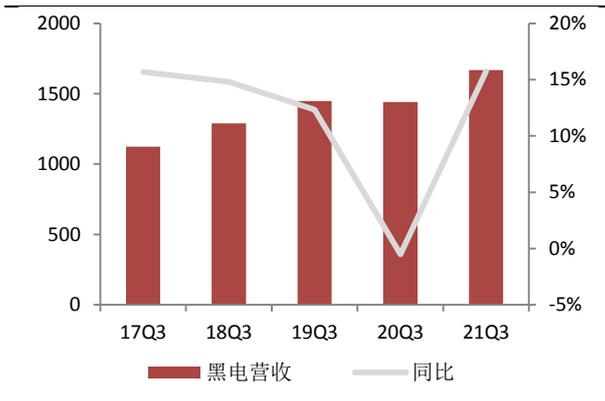
数据来源：wind，山西证券研究所



数据来源：wind，山西证券研究所

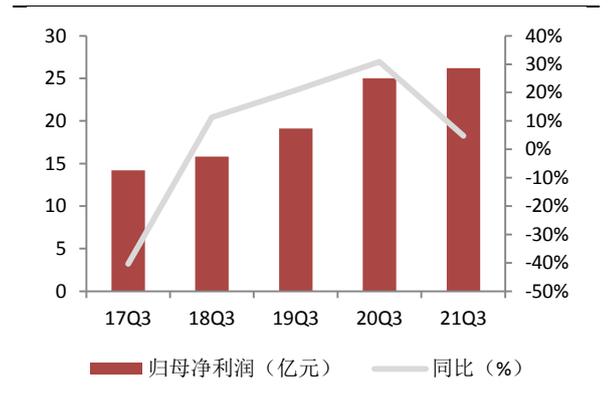
我们所关注的上市黑电企业前三季合计实现营收 1667 亿元，同比增长 15.7%。其中单三季度实现营收 573.5 亿元，同比-4%，环比增长 0.4%。前三季上市公司归母净利润 26.2 亿元，同比+4.8%。

图 23：21Q1-3 营收 1667 亿元，同比+15.7%



数据来源：wind，山西证券研究所

图 24：21Q1-3 年净利润 26.2 亿元，同比+4.8%



数据来源：wind，山西证券研究所

3.2 行业龙头积极拓展新赛道

具体到上市公司层面，前三季主要黑电上市公司收入规模均实现同比正增长：四川长虹（+13.2%）、兆驰股份（+29.7%）、海信视像（+23.4%）和创维数字（+28.4%）。兆驰股份作为电视 ODM 龙头受面板价格波动影响有限，此外公司 LED 业务发展良好，预计爬坡会继续放量，产业需求较强。创维数字的智慧显示终端业务发展稳健，新业务收入快速增长，公司第二增长曲线表现良好。单三季度除深康佳和四川长虹外，其余公司同比和环比均实现了正增长。

表 5：黑电相关上市公司营收（亿元）及增速（%）表现

证券简称	20Q1-3	同比	21Q1-3	同比	21Q3	同比	环比
深康佳 A	298.0	-28.5%	316.3	6.1%	98.2	-20.0%	-18.1%



兆驰股份	140.2	55.2%	181.8	29.7%	69.8	6.4%	16.8%
海信视像	274.8	16.2%	339.2	23.4%	129.6	12.0%	22.5%
四川长虹	643.8	3.5%	728.6	13.2%	236.4	-10.3%	-6.9%
创维数字	59.4	-5.5%	76.2	28.4%	30.5	36.7%	29.3%
四川九洲	24.3	25.2%	25.1	3.1%	9.0	12.9%	8.6%

资料来源：wind，山西证券研究所

相关上市公司中，21 年前三季度净利润实现增速的上市公司有兆驰股份（+41.8%）、海信视像（+9%）和四川九洲（+153%）。兆驰凭借供应链管理、规模化以及市场渠道优势，持续优化产品及客户结构，虽有原材料价格上涨，但公司净利率略好于预期。单三季度仅兆驰、海信视像和四川九洲实现正收益。创维数字三季度计提减值，毛利短期承压。海信视像 21 年各季度净利率保持在 3%附近，同往年相比盈利能力稳定。

表 6：黑电相关上市公司历年净利润（亿元）及增速表现（%）

证券简称	20Q1-3	同比	21Q1-3	同比	21Q3	同比	环比
深康佳 A	6.15	36.6%	-1.26	——	-2.12	——	——
兆驰股份	11.12	66.0%	15.77	41.8%	5.28	6.2%	-9.4%
海信视像	5.75	117.4%	6.26	8.8%	2.37	13.3%	27.9%
四川长虹	-1.31	——	1.69	——	0.77	-40.5%	7.4%
创维数字	2.81	-43.5%	2.69	-4.3%	-0.15	——	——
四川九洲	0.43	-811.0%	1.08	153.1%	0.34	12.1%	-27.1%

资料来源：wind，山西证券研究所

前三季黑电行业整体存货为 328.6 亿元，较上年同期比+6%，环比上年末+5.7%。具体到相关上市公司，创维数字、海信视像和四川九洲的存货同比分别上涨 67.3%、70%和 69%。兆驰股份存货周转率 6.69，同比提升 1.88，明显改善。创维数字存货上涨主要为本期原材料价格上涨公司备料及客户囤货，导致原材料和产成品增加。

表 7：黑电相关上市公司历年存货表现（亿元）

证券简称	20Q3	同比	21Q3	同比	较上年末变动
深康佳 A	50.1	-22.6%	49.7	-0.7%	10.0%
兆驰股份	28.6	66.4%	23.4	-18.2%	-1.6%
海信视像	34.4	13.4%	58.3	69.5%	28.2%
四川长虹	180.2	20.2%	169.3	-6.1%	-4.1%
创维数字	11.5	-15.9%	19.2	67.3%	55.2%
四川九洲	5.2	-32.4%	8.8	68.5%	14.9%
合计	309.9	9.3%	328.6	6.1%	5.7%

资料来源：wind，山西证券研究所

4. 厨小电行业：集成灶和生活清洁类产品市场需求旺盛

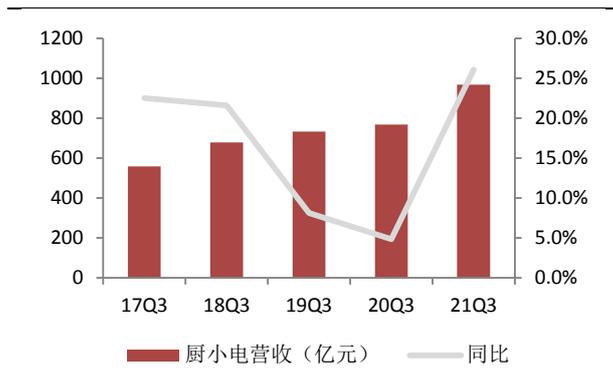
4.1 受高景气度细分行业带动，行业保持快速增长

根据奥维推总,前三季传统烟机、灶具零售量为496万台/574万台,分别下降19%/21%;烟灶零售额分别为78亿元/44亿元,同比下降10.3%/10.4%。集成灶进入快速发展期,保持双位数增长,其中搭载蒸烤一体功能的品类在全渠道市场份额自二季度开始明显提升,目前已接近半数。

小家电方面:从消费端来看,受去年高基数、产品普及率较高以及创新产品不足等多个因素影响,小家电零售额出现10%左右的下跌,其中线上表现略好于线下;从生产端来看,成本上涨导致终端企业盈利空间被压缩,进而导致促销力度打折,销量明显受到影响。小家电品类中表现较为突出的清洁电器依靠技术突破,市场渗透率低、消费者痛点被触达等保持强劲增长势头。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。

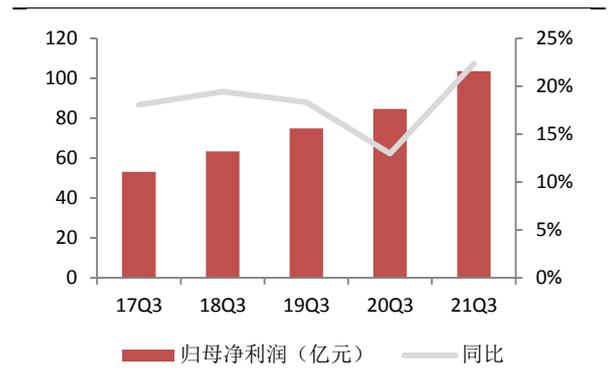
21年前三季我们关注的上市厨小电企业实现营收967.5亿元,同比+26%;其中三季度实现营收335.7亿元,同比变动+9%,环比+0.5%。归母净利润103.5亿元,同比+22.3%,高于收入涨幅,行业盈利质量良好。单三季度归母净利润35.3亿元,同比下降2.5%,环比下降5.9%。

图 25: 21Q1-3 营收 967 亿元, 同比+26%



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 26: 21Q1-3 净利润 103.5 亿元, 同比+22.3%



数据来源: wind, 山西证券研究所

4.2 厨小家电继续呈现结构性分化

营业收入表现具体到上市公司层面,前三季主要厨小家电上市公司中营收增长居前五位的分别为科沃斯(+99%)、亿田股份(+68.6%)、哈尔斯(+65%)、火星人(+59%)和倍轻



松(+56%)。虽然传统厨电受房地产市场低迷影响，但老板电器保持稳健经营，传统烟灶线上/线下份额继续保持行业第一；嵌入类和洗碗机线下份额居行业第二。此外公司洗碗机业务已拓展了工程渠道，成为公司重要销售品类。据奥维云网显示，前三季火星人集成灶零售额、零售量均排名集成灶行业第一，线上市场占有率 22%。公司已构建起以经销渠道、电商渠道为主，直营渠道为辅，新兴渠道快速发展的立体营销体系。荣泰健康国内线下渠道逐渐恢复，海外订单较为充足，整体公司营收恢复到疫情前。科沃斯三季度继续维持高速增长，公司在洗地机市场的市占率仍远高于其它品牌。苏泊尔内销收入平淡，外销收入快速增长，公司与 SEB 关联交易额提升，预计公司全年营收保持双位数增长。三季度九阳股份和小熊电器营收同比出现负增长，随着新品发布，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	20Q1-3	同比	21Q1-3	同比	21Q3	同比	环比
苏泊尔	133.0	-10.7%	156.7	17.7%	52.3	2.2%	-1.3%
华帝股份	29.7	-30.5%	39.6	33.4%	13.1	0.0%	-18.8%
九阳股份	70.8	13.2%	70.3	-0.7%	22.9	-9.3%	-8.5%
爱仕达	19.3	-23.2%	24.6	27.6%	9.0	12.1%	19.4%
老板电器	56.3	0.0%	70.7	25.7%	27.4	13.7%	13.5%
万和电气	45.3	-5.6%	56.2	24.2%	16.8	5.0%	-7.9%
奥佳华	47.5	24.6%	58.2	22.6%	18.8	-4.1%	0.6%
浙江美大	11.8	3.0%	15.3	30.4%	6.2	17.8%	15.6%
新宝股份	91.2	33.5%	107.0	17.4%	40.6	-0.3%	18.2%
融捷健康	3.6	-32.9%	3.7	3.3%	1.0	-16.5%	-21.4%
莱克电气	42.4	0.7%	57.4	35.4%	16.7	-2.1%	-18.8%
荣泰健康	14.1	-13.7%	18.7	32.7%	6.2	17.1%	-15.3%
飞科电器	25.0	-7.9%	28.6	14.3%	11.1	9.3%	27.3%
小熊电器	25.0	45.1%	23.6	-5.3%	7.3	-6.3%	0.7%
哈尔斯	10.1	-24.8%	16.6	65.1%	5.9	25.4%	0.5%
日出东方	23.6	1.4%	28.5	21.0%	10.0	7.3%	-12.1%
科沃斯	41.4	20.2%	82.4	99.0%	28.9	65.8%	-7.9%
石头科技	29.8	-1.7%	38.3	28.4%	14.8	22.9%	19.6%
倍轻松	5.2	—	8.1	55.7%	2.7	39.8%	-18.0%
火星人	10.0	20.5%	16.0	59.0%	6.8	37.5%	18.0%
亿田智能	4.8	5.8%	8.1	68.6%	3.1	40.6%	-12.0%
帅丰电器	4.7	1.0%	6.9	46.4%	2.7	29.2%	1.6%
极米科技	18.7	#DIV/0!	26.4	41.6%	9.6	32.4%	9.8%
北鼎股份	4.4	17.8%	5.4	23.3%	1.9	17.6%	5.3%

资料来源：wind，山西证券研究所

从盈利能力来看，相关上市公司中前三季净利润增速较大的有科沃斯(+432%)、倍轻



松(+101%)、火星人(+76%)、极米科技(+75%);单三季度同比增幅较大的有科沃斯(+307%)、哈尔斯(+103%)、亿田股份(+58%)、极米科技(+45%)。部分创新类小家电、生活电器和传统厨电出现一定程度下滑。老板电器受原材料价格影响, Q1-3 毛利率略有下降(-1pct, YOY), 其中 Q3 单季下降 4.33pct, 短期承压, 但提效降费, 净利率相对稳定。荣泰健康海外业务占比近半, 海运成本上涨给公司带来负面影响需要时间消化。苏泊尔通过积极向生活家电拓展调整产品结构, 虽有原材料价格在高位, 公司毛利率和净利率下滑有限, 较为稳定。面对成本压力, 火星人坚持中高端品牌定位, 通过产品结构优化, 降本增效以及规模效应降低生产和采购成本, 同时提高市场占有率, 实施“高投入产出”策略。科沃斯毛利率提升 7.96pct, 净利率提升 10.1pct, 主要是公司市场占有率高, 品牌形象及产品口碑良好叠加产品迭代, 带动盈利空间提升。

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	20Q1-3	同比	21Q1-3	同比	21Q3	同比	环比
苏泊尔	10.81	-13.4%	12.41	14.8%	3.75	-9.4%	4.1%
华帝股份	2.72	-47.3%	2.78	1.9%	0.38	-64.5%	-76.4%
九阳股份	6.44	4.2%	6.63	3.0%	2.12	-6.4%	-22.0%
爱仕达	1.49	38.1%	0.05	-96.6%	-0.16	——	——
老板电器	11.23	3.4%	13.42	19.6%	5.52	8.1%	27.9%
万和电气	4.31	-3.3%	5.25	21.9%	0.76	-47.8%	-74.0%
奥佳华	3.27	58.7%	3.11	-4.8%	0.45	-74.7%	-71.9%
浙江美大	3.35	10.1%	4.51	34.5%	1.97	19.3%	27.9%
新宝股份	9.10	75.4%	5.95	-34.6%	2.81	-41.5%	94.6%
融捷健康	-0.34	——	0.30	-188.8%	0.21	-193.4%	3476.7%
莱克电气	4.16	8.8%	4.78	14.8%	1.46	-11.0%	3.9%
荣泰健康	1.60	-23.6%	1.89	18.1%	0.48	-20.4%	-32.8%
飞科电器	4.71	-11.2%	5.03	6.8%	1.89	2.3%	14.4%
小熊电器	3.22	92.0%	1.89	-41.3%	0.50	-26.3%	1.6%
哈尔斯	-0.14	——	0.92	-760.2%	0.35	102.7%	12.9%
日出东方	0.72	60.6%	0.61	-14.6%	0.26	-38.8%	-52.9%
科沃斯	2.50	147.2%	13.30	432.1%	4.80	307.4%	-7.1%
石头科技	8.99	54.5%	10.16	13.0%	3.64	-17.0%	8.3%
倍轻松	0.33	——	0.66	101.3%	0.25	17.7%	-18.6%
火星人	1.56	8.9%	2.73	75.7%	1.34	27.1%	41.1%
亿田智能	0.96	71.9%	1.56	62.8%	0.64	58.1%	2.8%
帅丰电器	1.25	15.7%	1.84	47.4%	0.60	21.5%	-34.0%
极米科技	1.72	——	3.00	75.0%	1.08	44.8%	4.1%
北鼎股份	0.68	58.3%	0.69	0.9%	0.19	-19.9%	-13.4%

资料来源：wind, 山西证券研究所

4.3 原材料备货导致企业存货保持快速增长

前三季厨小家电行业整体存货为 218 亿元，与去年同期相比+49%。具体到相关上市公司，较上年末，存货涨幅居前的有北鼎股份(+104%)、科沃斯(+99%)、亿田智能(+72.5%)、石头科技(+60%)等，主要受原料储备增加导致。九阳股份、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	20Q3	同比	21Q3	同比	较上年末变动
苏泊尔	17.9	18.8%	23.3	30.0%	-3.2%
华帝股份	6.2	16.3%	9.8	57.0%	47.4%
九阳股份	5.7	-19.6%	7.8	36.8%	-17.6%
爱仕达	9.2	7.4%	11.2	21.4%	20.0%
老板电器	13.9	10.8%	17.9	29.1%	29.3%
万和电气	9.8	-5.6%	12.6	28.6%	-2.8%
奥佳华	11.5	5.5%	18.4	60.6%	45.6%
浙江美大	0.6	-24.0%	1.0	59.0%	28.7%
新宝股份	17.3	53.1%	23.3	34.7%	9.9%
融捷健康	1.0	-56.1%	1.6	50.2%	37.8%
莱克电气	6.2	5.0%	12.3	96.6%	34.6%
荣泰健康	2.4	26.5%	3.2	34.9%	28.5%
飞科电器	6.2	-13.4%	6.2	0.4%	23.9%
小熊电器	5.3	29.6%	6.3	18.1%	18.7%
哈尔斯	3.9	-11.2%	5.1	31.8%	17.0%
日出东方	5.3	-9.0%	7.0	32.6%	37.5%
科沃斯	13.8	8.2%	25.6	85.0%	99.4%
石头科技	5.4	51.9%	6.1	13.7%	60.2%
倍轻松		——	2.0	——	44.5%
火星入	1.7	——	2.4	44.6%	13.7%
亿田智能	0.7	——	1.1	62.5%	72.5%
帅丰电器	0.9	——	1.2	42.3%	34.7%
极米科技		——	10.1	——	40.5%
北鼎股份	1.4	——	2.5	78.2%	104.1%
合计	146.2	12.5%	217.9	49.0%	25.6%

资料来源：wind，山西证券研究所

具体到企业层面，21 年前三季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、倍轻松和火星入。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。苏泊尔现金流净



值下降主要是公司采购材料预付货款增加以及股票回购现金支出增加所致。火星人经营活动净现金流增长主要是销售扩大回款所致。

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	20Q1-3	同比	21Q1-3	同比	21Q3	同比
新宝股份	14.20	29.8%	-0.57	——	2.58	-65.1%
苏泊尔	6.14	225.2%	5.68	-7.4%	2.68	-61.2%
九阳股份	8.37	-9.3%	-4.60	——	-1.27	-141.1%
老板电器	9.41	-9.1%	10.02	6.5%	4.72	-11.5%
石头科技	13.89	96.9%	11.49	-17.2%	2.65	-50.0%
小熊电器	6.50	504.4%	-2.68	——	0.12	-95.0%
万和电气	10.20	12.6%	3.14	-69.3%	-0.07	-102.0%
科沃斯	2.66	-645.4%	4.73	78.0%	1.20	-6.5%
莱克电气	9.92	20.2%	3.51	-64.7%	1.58	35.3%
飞科电器	6.04	190.5%	3.61	-40.2%	1.47	-42.7%
奥佳华	5.58	-478.6%	-3.61	——	-2.55	-326.8%
浙江美大	3.99	-5.7%	4.44	11.2%	2.27	-2.8%
日出东方	0.67	96.3%	-2.21	——	-1.65	-1505.5%
火星人	2.15	9.7%	2.92	36.1%	1.60	42.9%
哈尔斯	2.15	317.4%	1.73	-19.6%	0.64	-56.7%
荣泰健康	0.65	-78.4%	0.49	-25.5%	-1.39	-196.9%
亿田智能	1.35	125.0%	1.81	34.3%	0.73	-18.3%
极米科技	0.90	——	0.68	-24.6%	-0.25	-81.4%
帅丰电器	0.58	-42.2%	1.23	113.8%	0.56	-19.9%
北鼎股份	0.19	-47.9%	-0.21	——	-0.47	101.1%
融捷健康	0.67	-38.6%	-0.06	——	-0.15	-464.4%
倍轻松	0.03	——	0.59	1671.9%	-0.27	194.9%
爱仕达	-0.06	-87.3%	-1.71	2771.9%	-0.20	-86.4%
华帝股份	-3.94	-171.8%	2.73	-169.3%	2.03	5794.8%

资料来源：wind，山西证券研究所

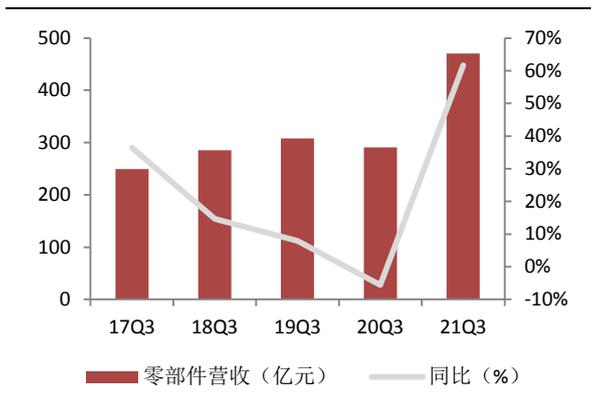
5. 家电零部件：营收表现优于下游整机企业

5.1 部分企业开启第二赛道

21Q3 我们关注的家电零部件上市企业实现营收 470 亿元，同比+61.7%；其中三季度实现营收 185.6 亿元，同比+74.4%，环比增长 21.7%，前三季上市公司归母净利润 26.1 亿元，同比+34%，其中三季度归母净利润 9.4 亿元，同比+16%，环比+4.4%。

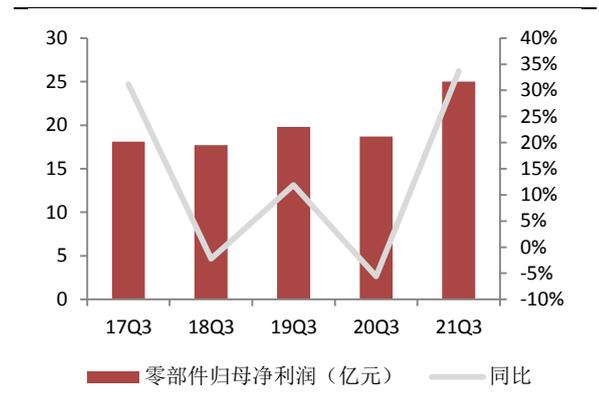


图 27：21Q1-3 营收 470 亿元，同比+62%



数据来源：wind，山西证券研究所

图 28：21Q1-3 净利润 26 亿元，同比+34%



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居前的三星新材（+91%）、华翔股份（+79%）和海立股份（+61%）。单三季度所有相关公司同比均实现了正增长。海立股份主业压缩机及其核心零部件产业坚持稳固市场地位；第二主业汽车零部件产业加速整合协同。三花智控制保持高增长，主要系制冷空调电器零部件业务受家电行业稳定恢复以及消费观念升级；汽车零部件业务因新能源汽车市场景气度持续提升带动业务高速增长。

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	20Q1-3	同比	21Q1-3	同比	21Q3	同比	环比
长虹华意	72.7	4.7%	101.3	39.4%	33.3	23.9%	-1.8%
三花智控	85.9	-0.3%	117.2	36.4%	40.5	23.5%	-5.2%
星帅尔	6.7	30.0%	10.6	58.0%	3.2	28.1%	-16.8%
汉宇集团	6.5	4.3%	8.1	24.7%	2.8	5.0%	7.5%
海立股份	74.0	-21.0%	119.1	61.0%	36.7	54.4%	-17.1%
三星新材	3.2	28.5%	6.1	90.6%	2.4	100.3%	12.0%
春光科技	5.6	39.4%	8.6	54.6%	3.0	17.6%	-2.9%
奇精机械	10.7	-7.7%	14.5	35.2%	4.7	6.1%	-6.6%
朗迪集团	10.2	-16.1%	14.2	39.0%	4.7	19.6%	-13.2%
华翔股份	13.7	-9.6%	24.6	78.9%	9.7	96.4%	9.0%

资料来源：wind，山西证券研究所

从盈利能力来看，相关上市公司在前三季净利润除春光科技均实现正向增长；单三季度净利润同比增长较快的有华翔股份（+83.4%）、长虹华意（+70%）、海立股份（+51.6%）。

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	20Q1-3	同比	21Q1-3	同比	21Q3	同比	环比
长虹华意	0.76	24.6%	0.97	26.8%	0.48	69.8%	14.2%
三花智控	10.92	3.4%	12.93	18.4%	4.69	4.6%	1.2%



星帅尔	0.89	-21.8%	1.34	51.1%	0.49	37.0%	37.2%
汉宇集团	1.40	26.0%	1.79	27.9%	0.58	-16.2%	30.6%
海立股份	0.72	-62.2%	1.33	83.3%	0.28	51.6%	-56.6%
三星新材	0.70	49.0%	0.85	21.0%	0.19	-25.6%	-52.6%
春光科技	0.94	23.5%	0.90	-4.5%	0.24	-46.3%	-27.2%
奇精机械	0.51	-8.5%	0.76	48.0%	0.26	26.4%	-12.6%
朗迪集团	0.79	-8.0%	1.24	57.0%	0.35	-14.2%	-30.9%
华翔股份	1.47	36.1%	2.62	78.1%	1.03	83.4%	20.2%

资料来源：wind，山西证券研究所

5.2 上游企业存货出现双位数增长

前三季家电零部件行业上市公司整体存货为103亿元，同比+64%，环比上年末增长42%；具体到主要相关上市公司，较上年末，海立股份存货+58%，三星新材存货+61.4%，华翔股份存货+100%。主要系销售规模增长使得存货增加所致。

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	20Q3	同比	21Q3	同比	较上年末变动
长虹华意	9.2	-21.2%	12.0	30.6%	-7.9%
三花智控	19.2	4.1%	31.3	63.1%	35.7%
星帅尔	1.6	16.2%	2.7	65.2%	35.3%
汉宇集团	1.9	12.7%	2.9	53.6%	30.4%
聚隆科技	0.5	-6.0%	5.0	847.8%	901.5%
海立股份	21.0	-5.8%	32.3	54.0%	58.3%
三星新材	0.4	-3.3%	1.0	143.2%	61.4%
春光科技	0.9	94.5%	2.4	150.0%	118.1%
奇精机械	2.9	-31.3%	4.2	44.9%	28.1%
朗迪集团	2.8	2.3%	3.2	13.2%	-2.7%
华翔股份	2.8	—	5.8	109.4%	100.0%
合计	63.3	-1.0%	102.8	62.4%	42.0%

资料来源：wind，山西证券研究所

经营性现金流方面，前三季各公司中出现正向同比增长的有长虹华意、朗迪集团、春光科技等，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收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	20Q1-3	同比	21Q1-3	同比	21Q3	同比
长虹华意	1.06	-88.0%	10.03	842.7%	2.59	—
三花智控	15.70	39.3%	11.61	-26.1%	3.35	-28.0%



星帅尔	0.33	-75.3%	0.46	40.6%	0.11	——
汉宇集团	1.18	-23.2%	0.81	-31.0%	-0.34	——
海立股份	-11.16	-594.0%	-1.27	-88.6%	1.90	——
三星新材	0.34	-81.5%	-0.49	-241.3%	-0.73	——
春光科技	0.26	-77.2%	0.47	76.2%	0.19	594.9%
奇精机械	2.37	416.1%	0.30	-87.4%	-0.05	——
朗迪集团	0.35	-53.7%	0.96	172.2%	0.46	21.4%
华翔股份	0.31	-158.8%	0.20	-36.3%	0.32	——

资料来源：wind，山西证券研究所

6. 投资策略

主线一：家电行业迈入成熟阶段，开始由增量市场向存量市场转换。物联网、云计算、大数据、AI 等技术的日趋成熟，使得智能化、场景化成为家电行业未来的发展趋势，建议关注具有品类拓展优势、全球化布局带动供应链效率提升、智能家居平台搭建处于领先地位的龙头公司：美的集团、海尔智家。

主线二：从公布的三季报来看，部分厨小家电公司业绩出现回暖迹象，建议关注处于估值合理区间、市占率较高、技术迭代赋能产品价值增高的成长低渗透率赛道的优质企业：苏泊尔、火星人、浙江美大、科沃斯、石头科技。

7. 风险提示

- 1) 四季度部分地区限产限电叠加海运，对家电市场形成一定负面影响；
- 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

