

家用电器行业

# 关注 2022 年家电板块资产配置机会

## ——家用电器行业 2022 年度策略

✍️ : 马莉 执业证书编号: S123052007002  
☎️ : 021-80106020  
✉️ : mali@stocke.com.cn

### 行业评级

家电行业 看好

### 报告导读

2021 年受到原材料价格、海运费价格上涨等不利因素影响，家电板块整体走弱。我们认为行业基本面已经开始边际向好，市场悲观情绪见底，同时龙头企业和新兴赛道标的企业市场表现突出。建议关注 2022 年家电板块资产配置机会。

### 投资要点

#### □ 白电：关注拐点，把握龙头

1) 白电行业受到原材料、海运费价格上涨等不利因素影响，白电板块全年整体走弱。自 10 月以来，原材料、海运费价格开始回落，我们认为市场悲观情绪见底，目前白电相对估值处于低位。伴随原材料价格回落，白电板块估值有望修复。2) 白电龙头有望把握消费流量前置、套系化销售、需求高端化的新趋势，白电行业马太效应持续。推荐海尔智家、海信家电。

#### □ 小家电：把握高成长细分赛道

1) 厨用小家电受到高基数、线上竞争激烈的影响导致业绩承压、估值下修，我们建议静待估值拐点到来。2) 清洁类电器受去年整体销售基数影响，2021 年板块走势呈现前高后低的态势，扫地机龙头企业份额提升，扫地机企业通过技术迭代升级、推高卖贵以应对缺芯、原材料价格压力。3) 智能投影仪渗透率不断提升，我们预计 2025 年渗透率可达 17.5%（中性条件），21-25 年投影仪市场规模 CAGR 为 15.11%。

#### □ 厨电：传统品类龙头优势拓展，新兴品类进入高增赛道

1) 厨电板块整体受地产政策、地产竣工面积增速影响较大，目前地产边际改善，估值略微上修。2) 厨电竞争格局进一步向好，吸油烟机行业集中度进一步提升，洗碗机市场国产替代持续、国产龙头份额提升，我们认为这一趋势将在 2022 年得到延续。3) 推荐老板电器。

#### □ 零部件：转型新能源未来可期

空调器与车用热管理系统均采用了类似的结构，传统家电企业有足够的基础向车用热管理领域转型。建议持续关注布局新能源汽车、开拓新增长曲线的三花智控、海立股份、海信家电。

#### □ 风险提示

疫情反复，终端需求不及预期，房地产政策放宽不及预期。

### 相关报告

报告撰写人：马莉

## 正文目录

<b>1. 白电：关注拐点，把握龙头</b>	<b>5</b>
1.1. 资金面：前三季度承压，板块整体表现欠佳	5
1.2. 年度复盘：成本上升致盈利承压，龙头效应持续强者愈强	5
1.3. 白电 2022 年展望：盈利有望修复，白电龙头把握新趋势	8
1.3.1. 套系化销售+消费流量前置，白电龙头份额有望进一步提升	10
1.4. 投资建议：推荐海尔智家	10
<b>2. 小家电：把握高成长的细分赛道</b>	<b>10</b>
2.1. 厨用小家电：板块承压，静待拐点	10
2.1.1. 资金面：估值下修，板块承压	10
2.1.2. 厨小电年度复盘：线上竞争激烈+疫情红利消退，终端零售、标的业绩表现平淡	11
2.2. 清洁类电器：性能升级、均价抬升，龙头优势稳固	12
2.2.1. 清洁类电器资金面：受同比基数变化影响，清洁电器板块走势高开低走	12
2.2.2. 清洁类电器年度复盘：扫地机性能迭代、均价提升，龙头地位进一步提升	13
2.2.3. 增长逻辑：短期看产品迭代升级，长期看高端化推进。	14
2.3. 投影仪行业规模提升迅速，均价小幅抬升	15
2.4. 把握高成长的细分赛道，关注长期投资逻辑主线	16
<b>3. 厨电：传统品类龙头拓展，新兴品类高成长</b>	<b>17</b>
3.1. 资金面：下半年整体板块走势承压，地产边际改善行情有所恢复	17
3.2. 年度复盘：整体表现领增传统家电行业，竞争格局向好	17
3.3. 厨电展望：新兴品类增长曲线明晰，传统烟灶龙头优势拓展	19
3.4. 投资建议：传统厨电龙头估值底部，关注新兴厨电配置机会	21
<b>4. 零部件：转型新能源未来可期</b>	<b>21</b>
4.1. 空调器制冷与新能源车热管理原理一致	21
4.2. 三花智控：布局新能源头部车企热管理，单车货值有望进一步提升	21
4.3. 海立股份：并购马瑞利，发力新能源车汽配业务	22
4.4. 海信家电：全球新能源车龙头三电并表，协同赋能打造新增长曲线	22
<b>5. 风险提示</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图 1：2021 年初至 11 月 25 日白色家电走势	5
图 2：白电板块目前处于低位	5
图 3：2008-2011H1 公司业绩保持高速增长	5
图 4：铜价开始回落，拐点确认	6

图 5: 铝价开始回落, 拐点确认 .....	6
图 6: ABS 塑料价格开始回落, 拐点确认 .....	6
图 7: 冷轧板卷价格开始回落, 拐点确认 .....	6
图 8: Q3 原材料成本压力显现, 白电板块盈利承压 .....	7
图 9: 21 前三季度空调行业 CR3 相比 2019 年提升 10.2 pct .....	7
图 10: 21 前三季度冰箱行业 CR3 相比 2019 年提升 5.0 pct .....	7
图 11: 以空调为例, 头部企业内销量增速明显快于行业整体增速 .....	8
图 12: 冰箱线上、线下均价提升, 消费升级趋势明显 .....	9
图 13: 家用电器购置前置, 与家具、主材等同时达成交易, 前端流量价值凸显。 .....	10
图 14: 家居建材渠道在线下渠道占比提升, 目前在线下零售渠道占比为 17.2% .....	10
图 15: 2021 年初至 11 月 25 日厨用小家电走势 .....	11
图 16: 前三季度厨用小家电相对估值下修 .....	11
图 17: 小家电零售额、零售量线上化率不断提升 .....	11
图 18: 美的、九阳小家电零售额线上市场份额下降 .....	11
图 19: 在疫情红利高基数下, 前三季度板块业绩增长承压 .....	12
图 20: 厨用小家电板块 Q3 业绩压力凸显 .....	12
图 21: 清洁电器板块走势高开低走 .....	13
图 22: 清洁类小家电估值前高后低 .....	13
图 23: 科沃斯、石头、云鲸零售额市场份额进一步提升 .....	13
图 24: 科沃斯、石头、云鲸零售量市场份额进一步提升 .....	13
图 25: 科沃斯扫地机领域龙头优势显著 .....	14
图 26: 扫地机器人全渠道均价提升明显 .....	14
图 27: 科沃斯、石头、云鲸零售额市场份额进一步提升 .....	15
图 28: 科沃斯、石头、云鲸零售量市场份额进一步提升 .....	15
图 29: 科沃斯、石头、云鲸零售额市场份额进一步提升 .....	15
图 30: 2021 年前三季度投影仪市场均价小幅抬升 .....	15
图 31: 极米保持线上零售市场龙头地位 .....	16
图 32: 峰米市占率进一步提升 .....	16
图 33: 在乐观/中性/悲观情况下, 25 年投影仪市场渗透率分别为 20%/18%/15% .....	16
图 34: 预计 21-25 年行业规模以 15.11% 的 CAGR 增长, 2025 年市场规模有望达到 948.3 万台 .....	16
图 35: 企业推出高性能扫地机提升均价以应对原材料成本及缺芯压力 .....	17
图 36: 吸油烟机龙头线上份额不断提升 .....	18
图 37: 吸油烟机龙头线下份额不断提升 .....	18
图 38: 洗碗机国产龙头线上份额不断提升 .....	18
图 39: 洗碗机国产龙头线下份额不断提升 .....	18
图 40: 集成灶龙头线上份额不断提升 .....	18
图 41: 集成灶龙头线上份额不断提升 .....	18
图 42: 2021 年前三季度厨电板块净利润同比+27.41% .....	19
图 43: 前三季度厨电收入、利润增速前高后低 .....	19
图 44: 16-21 年集成灶渗透率不断提升 .....	19
图 45: 集成灶渗透率不断提升, 销量快速增长 .....	19
图 46: 集成灶产品不断升级, 单价提升明显 .....	19
图 47: 集成灶产品技术不断迭代、更新 .....	19
图 48: 国内洗碗机市场渗透率进入加速提升拐点 .....	20

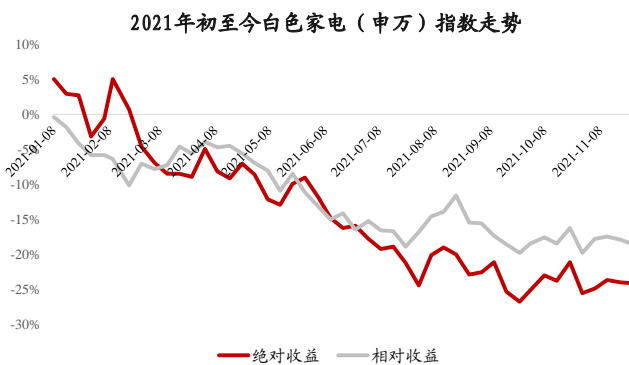
图 49: 国产洗碗机品牌份额不断提升 .....	20
图 50: 空调零部件结构 .....	21
图 51: 新能源车热管理系统结构 .....	21
图 52: 三花智控分业务营收预测 (亿元) .....	22
图 53: 三花智控分业务净利润预测 (亿元) .....	22
图 54: 2020 年我国新能源汽车市场份额 .....	22
图 55: 公司车用涡旋压缩机技术领先 .....	22
图 56: 三电是全球新能源车空调系统头部企业 .....	23
表 1: 原材料变动对冰洗空成本影响分别为 12%、17%、12% .....	7
表 2: 预计白电板块整体净利润同比增长 21.19% .....	8
表 3: 净利润增速对预测毛利率、费用率敏感度分析 .....	9
表 4: 冰洗空以替换需求占主导, 行业增速分别为 3%/1%/7% .....	9
表 5: 美的、苏泊尔、九阳小家电零售额表现平淡 .....	12
表 6: 企业推出高性能扫地机提升均价以应对原材料成本及缺芯压力 .....	14
表 7: 企业推出高性能扫地机提升均价以应对原材料成本及缺芯压力 .....	20

## 1. 白电：关注拐点，把握龙头

### 1.1. 资金面：前三季度承压，板块整体表现欠佳

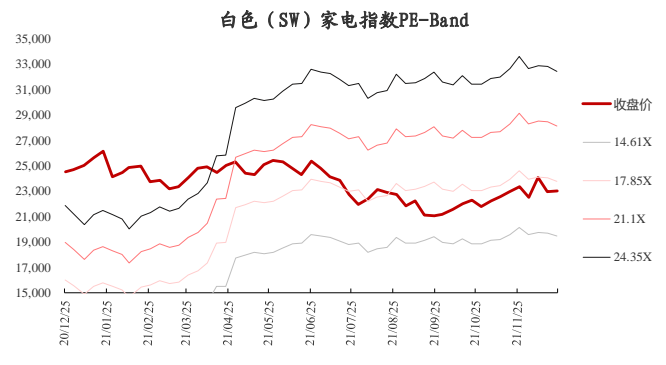
前三季度板块整体表现承压。1) 截至 2021 年 11 月 25 日，白电板块相较年初绝对收益-24.21%，受到原材料价格上涨、海运成本攀升、4-6 月空调下游消费不景气的影响，行业基本面压力较大，白电板块相对估值自 21 年初以来整体下行。2) 目前白电估值处于合理偏低位，随着四季度原材料价格开始回落，优质白电龙头的基本面有望率先恢复，建议关注白电板块的底部资产配置机会。

图 1：2021 年初至 11 月 25 日白色家电走势



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图 2：白电板块目前处于低位



资料来源：Choice，浙商证券研究所

### 1.2. 年度复盘：成本上升致盈利承压，龙头效应持续强者愈强

前三季度海运费上涨外销受挫。2021 年年初开始海运价格上涨，8-9 月波罗的海干散货指数 (BDI) 环比上 57.43%。受海运价格上行和港口舱位紧缺影响，Q3 冰洗外销出口量分别同比下降 21.04%、14.23%

图 3：2008-2011H1 公司业绩保持高速增长



资料来源：Choice，浙商证券研究所

原材料成本拐点确立，市场悲观情绪筑底。1) 今年以来，家电行业受到原材料、芯片、出口汇率和海运等因素的影响，行业整体毛利、净利显著承压。截至 12 月 10 日，铜、铝分别较年初+20.22%、+20.33%。2) 前三季度原材料价格涨幅明显，第四季度起已

现跌势。我们认为明年供给端相关的宏观因素都会逐步迎来边际改善，从而在家电行业需求复苏的同时，驱动行业整体盈利水平的恢复。

图 4：铜价开始回落，拐点确认



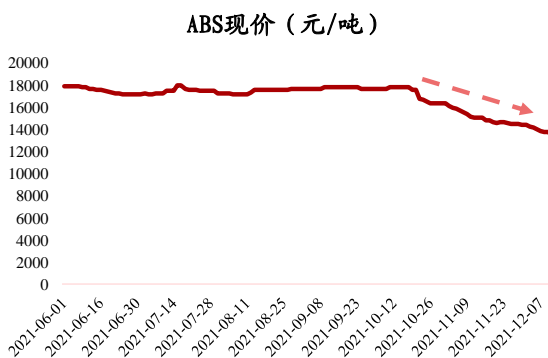
资料来源：Choice，浙商证券研究所

图 5：铝价开始回落，拐点确认



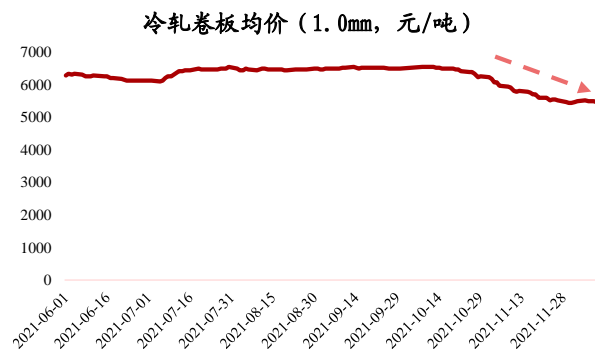
资料来源：Choice，浙商证券研究所

图 6：ABS 塑料价格开始回落，拐点确认



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图 7：冷轧板卷价格开始回落，拐点确认



资料来源：Choice，浙商证券研究所

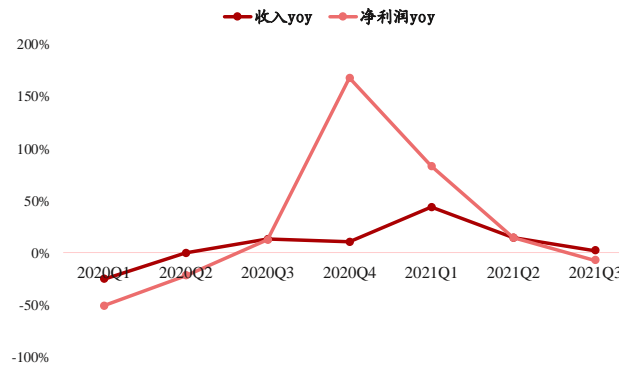
原材料价格持续走高使得家电企业通过提价的方式消化成本上升。1) 根据我们的测算, 21 年原材料涨价预计对空调、冰箱、洗衣机的成本提升幅度在 12.1%、12.0%、16.7%。空调、冰箱、洗衣主要由铜、钢板、注塑件、铝等组成, 我们假设 2021 年铜、钢板、注塑件、铝市场价格增长 45%、36%、15%、40%。2) 从前三季度的业绩来看, 大家电前三季度营收增速 10%-20%, 净利润增速差异较大, 其中海尔远超行业 10%左右的平均水平。Q3 在原材料价格上涨、海运费上涨的背景下, 白电龙头表现均欠佳, 除美的、海尔(剔除卡奥斯)外营收和净利同比为负。

表 1：原材料变动对冰洗空成本影响分别为 12%、17%、12%

	2021E
铜价变化对空调整机成本的影响 (占比20%)	7.82%
钢价变化对空调整机成本的影响 (占比25%)	1.25%
塑料价格变化对空调整机成本的影响 (占比10%)	1.30%
铝价变化对空调整机成本的影响 (占比5%)	1.74%
<b>原材料价格变化对空调整机成本的影响</b>	<b>12.11%</b>
铜价变化对冰箱整机成本的影响 (占比10%)	3.74%
钢价变化对冰箱整机成本的影响 (占比15%)	4.48%
塑料价格变化对冰箱整机成本的影响 (占比25%)	3.12%
铝价变化对冰箱整机成本的影响 (占比2%)	0.67%
<b>原材料价格变化对冰箱整机成本的影响</b>	<b>12.01%</b>
铜价变化对洗衣机整机成本的影响 (占比10%)	3.74%
钢价变化对洗衣机整机成本的影响 (占比35%)	10.45%
塑料价格变化对洗衣机整机成本的影响 (占比25%)	1.87%
铝价变化对洗衣机整机成本的影响 (占比2%)	0.67%
<b>原材料价格变化对洗衣机整机成本的影响</b>	<b>16.73%</b>

资料来源：Wind，海尔、格力公司公告，浙商证券研究所

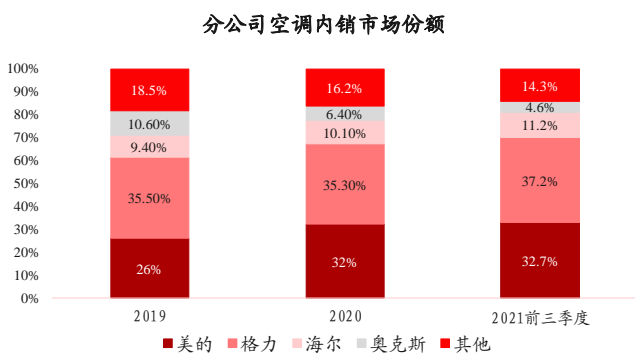
图 8：Q3 原材料成本压力显现，白电板块盈利承压



资料来源：Choice，浙商证券研究所

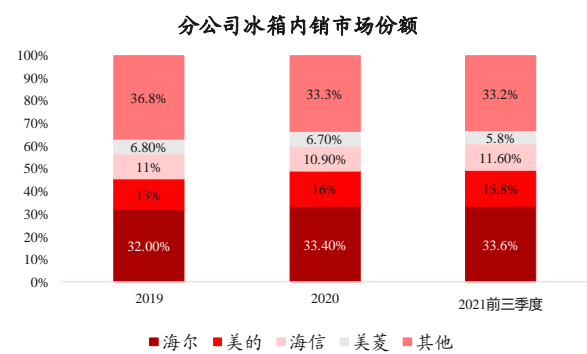
**强者愈强，马太效应持续。**1) 海尔、美的在白电的优势持续扩大。2019 年至 2021 年前三季度海尔、美的白电市场份额持续提升。2021 年前三季度美的空调内销市场份额为 32.7%，相比 2019 年提升了 6.7 pct，海尔则提升 1.8 pct。19-21H1 海尔冰箱、冰箱市占率整体增长。腰尾品牌市占率持续降低，行业马太效应加剧。2) 以空调为例，头部企业内销增速明显快于行业。2021 年前三季度空调行业内销量同比增速为 7.75%，对应美的、格力、海尔增速分别为 9.69%、15.27%、18.89%。

图 9：21 前三季度空调行业 CR3 相比 2019 年提升 10.2 pct



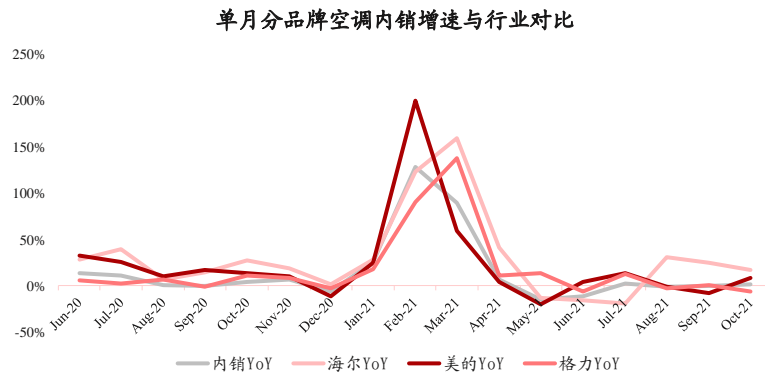
资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图 10：21 前三季度冰箱行业 CR3 相比 2019 年提升 5.0 pct



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图 11：以空调为例，头部企业内销量增速明显快于行业整体增速



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

### 1.3. 白电 2022 年展望：盈利有望修复，白电龙头把握新趋势

原材料成本拐点确立，白电盈利有望恢复。自 2021 年 10 月以来，原材料价格已现跌势。12 月 10 日铜、铝、ABS 及冷轧板卷价格分别较 10 月高点-8.4%、-22.6%、-22.7% 和-16.5%。我们认为明年供给端相关的宏观因素都会逐步迎来边际改善，从而在家电行业需求复苏的同时，驱动行业整体盈利水平的恢复。

白电行业 2022 年净利润弹性测算，2022 年净利率同比提升 0.85 pct，净利润同比 +21.19%。关键假设：1) 2021、2022 白电板块收入预测为 Wind 一致预期；2) 假设 2022 年原材料价格回落，白电产业盈利水平恢复至 2020 年水平，考虑到白电龙头企业美的集团、海尔智家、海信家电推行家电高端化，预计盈利能力在 2020 年基础上有所提升；3) 2021 年原材料成本承压，各白电企业节本控费，我们预计原材料价格压力缓解后，费用率会有所提升。

表 2：预计白电板块整体净利润同比增长 21.19%

(单位: 亿元)	2020A	21Q1-3	2021E	2022E
营业收入	7,465	6,516	8,176	8,946
营业收入yoy	-0.52%	16.74%	9.53%	9.42%
营业成本	5,506	4,891	6,140	6,553
费用	1,365	1,122	1,390	1,610
净利润	594	503	646	783
净利润yoy	0.87%	16.55%	8.69%	21.19%
毛利率	26.25%	24.94%	24.90%	26.75%
费用率	18.29%	17.22%	17.00%	18.00%
净利率	7.96%	7.71%	7.90%	8.75%

资料来源：Wind，浙商证券研究所



表 3：净利润增速对预测毛利率、费用率敏感度分析

	毛利率									
	24.0%	24.5%	25.0%	25.5%	26.0%	26.5%	27.0%	27.5%	28.0%	
费用率	16.5%	3.9%	10.8%	17.7%	24.7%	31.6%	38.5%	45.4%	52.4%	59.3%
	16.8%	0.4%	7.3%	14.3%	21.2%	28.1%	35.0%	42.0%	48.9%	55.8%
	17.0%	-3.0%	3.9%	10.8%	17.7%	24.7%	31.6%	38.5%	45.4%	52.4%
	17.3%	-6.5%	0.4%	7.3%	14.3%	21.2%	28.1%	35.0%	42.0%	48.9%
	17.5%	-10.0%	-3.0%	3.9%	10.8%	17.7%	24.7%	31.6%	38.5%	45.4%
	17.8%	-13.4%	-6.5%	0.4%	7.3%	14.3%	21.2%	28.1%	35.0%	42.0%
	18.0%	-16.9%	-10.0%	-3.0%	3.9%	10.8%	17.7%	24.7%	31.6%	38.5%
	18.3%	-20.4%	-13.4%	-6.5%	0.4%	7.3%	14.3%	21.2%	28.1%	35.0%
	18.5%	-23.8%	-16.9%	-10.0%	-3.0%	3.9%	10.8%	17.7%	24.7%	31.6%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

换新需求占主导，把握中高端市场新机遇。目前我国城乡冰箱和洗衣机保有量均已达到一户一机水平，消费换新需求占主导；空调由于“一户多机”属性尚存一定新增成长空间，但依然是换新需求为主导。换新需求主导使得白电消费市场的迭代升级，中高端市场扩大，因此白电行业消费均价有望提升。

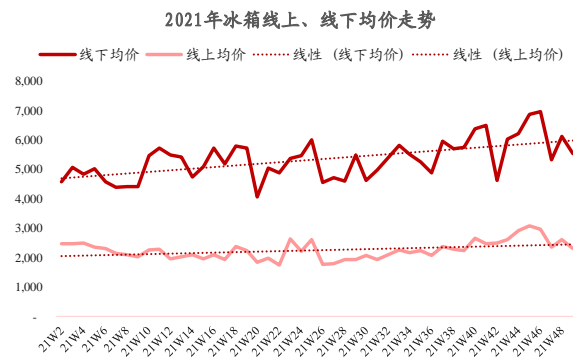
以海尔、美的高端子品牌卡萨帝、COLMO 为例，我们预计 21-25 年分别以 25%+、37%+的 CAGR 增长，至 2025 年收入分别为 325 亿元（出厂价口径）、143 亿元（零售端口径）。卡萨帝净利率为 17%-20%之间，高于海尔智家整体利率水平，高端放量有助于公司结构性提升盈利能力。

表 4：冰洗空以替换需求占主导，行业增速分别为 3%/1%/7%

冰箱预测	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新增需求合计	1,524	1,477	1,545	1,582	1,619	1,657
替换需求合计	2,742	2,917	3,043	3,115	3,187	3,258
总需求合计	4,266	4,394	4,588	4,696	4,806	4,915
YoY	-1.7%	3.0%	4.4%	2.4%	2.3%	2.3%
洗衣机预测	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新增需求合计	1,454	1,500	1,435	1,430	1,422	1,410
替换需求合计	2,839	3,008	3,103	3,173	3,240	3,303
总需求合计	4,293	4,508	4,538	4,603	4,662	4,713
YoY	-4.7%	5.0%	0.7%	1.4%	1.3%	1.1%
空调预测	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新增需求合计	2,325	3,341	3,756	4,216	4,409	4,605
替换需求合计	5,703	5,250	5,386	5,737	6,099	6,471
总需求合计	8,028	8,590	9,143	9,953	10,507	11,076
YoY	-12.9%	7.0%	6.4%	8.9%	5.6%	5.4%

资料来源：国家统计局，产业在线，浙商证券研究所

图 12：冰箱线上、线下均价提升，消费升级趋势明显



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

### 1.3.1. 套系化销售+消费流量前置，白电龙头份额有望进一步提升

套系化销售为冰洗龙头提供“取长补短”的机会。白电消费者较以往更重视家用电器空间利用的合理性、装修风格的一致性，因此白电消费和家装的联系更加紧密。白电龙头企业有能力整合渠道、家装设计、全屋定制的资源，同时有足够的SKU和研发能力打造场景生态，家电消费从“购买单品”向“购买场景”过渡，套系化销售趋势明显。套系化销售有助于白电企业取长补短，例如海尔有望通过冰洗的品牌优势，以套系化销售的方式向空调、清洁类电器等品类引流。

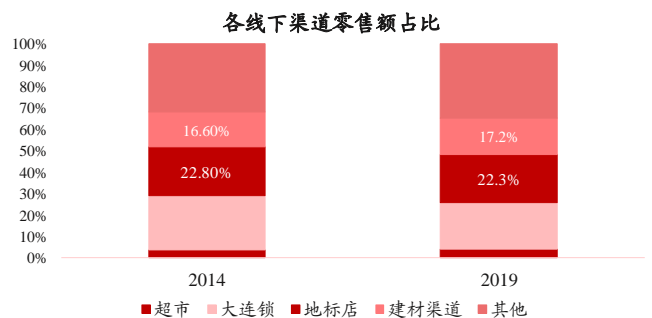
家电消费流量前置，头部家电、家居卖场强强联合。在装修的过程中，建材卖场处于家电连锁的流量前端，家居建材卖场布局高端家电卖场引导消费者提前购置家电。同时，建材家居卖场加大了家电卖场的投入，例如红星美凯龙计划21年开设30家智能电器生活馆，22年开设100家，预计23年实现所有卖场全方面覆盖。我们认为家电消费流量前置将传统KA的客流量向家居建材市场转移，头部家居门店和白电龙头强强联合，白电龙头企业的优势得以拓展。

图 13：家用电器购置前置，与家具、主材等同时达成交易，前端流量价值凸显。



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图 14：家居建材渠道在线下渠道占比提升，目前在线下零售渠道占比为 17.2%



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

## 1.4. 投资建议：推荐海尔智家

推荐国内高端放量、海外布局进入收获季节、空调业务发力、盈利能力持续兑现的白电龙头企业**海尔智家**。推荐中央空调业务前景可期、领跑行业增长曲线明晰，并购三电发力新能源车汽配业务、打造新增长曲线的**海信家电**。

## 2. 小家电：把握高成长的细分赛道

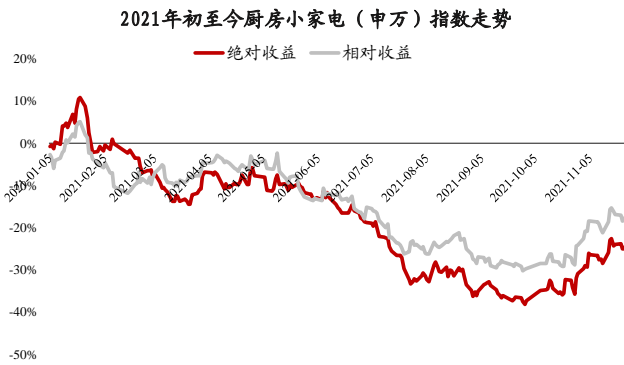
### 2.1. 厨用小家电：板块承压，静待拐点

#### 2.1.1. 资金面：估值下修，板块承压

疫情红利消退，在高基数下 2021 年来厨用小家电板块整体承压。1) 截至 2021 年 11 月 25 日，厨用小家电（申万）行业指数下跌 24.20%，跑输沪深 300 指数 7.05 pct。2) 随着疫情红利衰退，且市场竞争更加激烈（线上渠道、产品本身壁垒低），厨小电板块相对

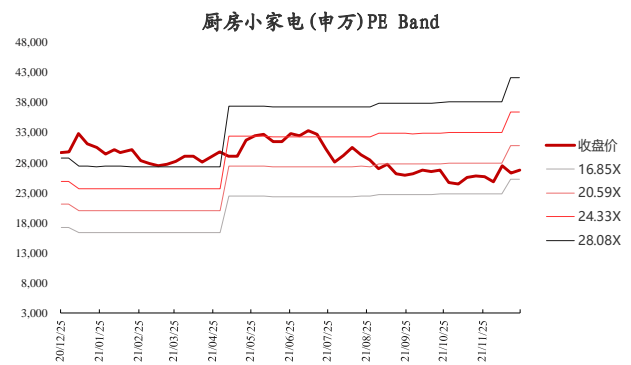
估值在去年9月份开始回落。2021年厨小电相关标的公司中报业绩表现低于预期，导致板块相对估值持续下行。

图 15：2021 年初至 11 月 25 日厨用小家电走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 16：前三季度厨用小家电相对估值下修

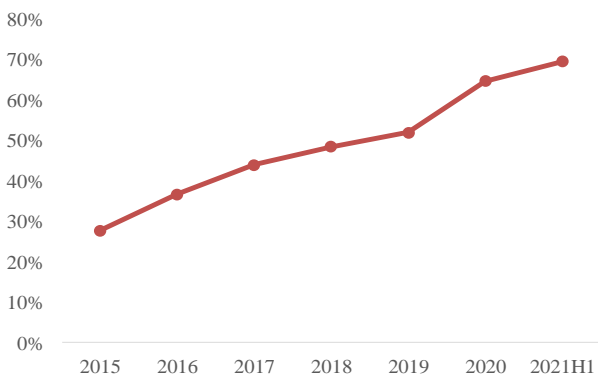


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.1.2. 厨小电年度复盘：线上竞争激烈+疫情红利消退，终端零售、标的业绩表现平淡

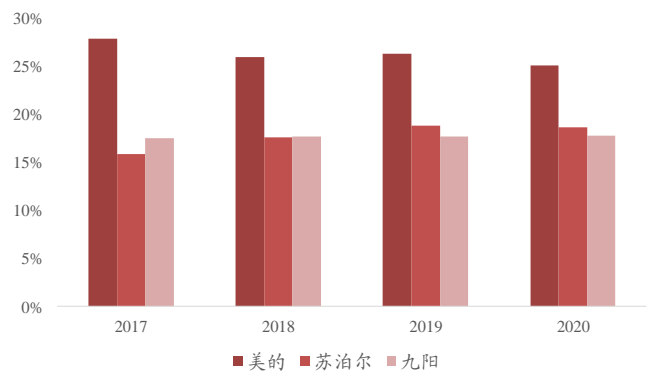
厨房小电器线上化率提升，厨小电竞争更加激烈。1) 2015 年至今，小家电线上零售额占比和线上零售量占比逐年增加，线上零售额、零售量 CAGR(2015-2020)分别达到 18.51% 和 17.77%。截至 2021H1，小家电线上零售额占比达到 70%，相比 2019 年提升 18 pct。2) 线上化导致渠道壁垒消失，新进入者挑战传统竞争格局。2017-2020 年线上渠道竞争更加激烈，美的、九阳零售额市场份额下降。

图 17：小家电零售额、零售量线上化率不断提升



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图 18：美的、九阳小家电零售额线上市场份额下降



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

2021 年厨用小家电市场整体表现平淡。2021 年 1-10 月厨用小家电整体线上、线下零售额分别同比-9%、-17%。分渠道看，线上渠道高基数期即将度过，自 8 月以来相比上半年降幅明显有所收窄，九阳在线上渠道表现欠佳；线下零售渠道的景气度仍待恢复。

小家电在 2021 年终端零售表现不佳有如下原因：1) 新品+疫情红利褪去，小家电产品本身结构简单，公司研发推新力相对不足。2) 小家电产品壁垒低，且多集中在线上渠道，渠道壁垒低，同质化竞争严重。

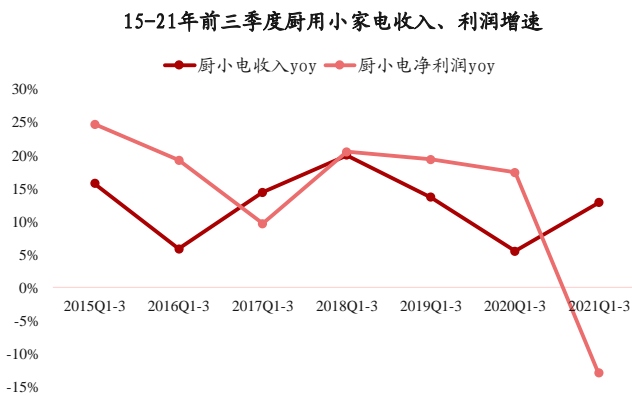
表 5：美的、苏泊尔、九阳小家电零售额表现平淡

奥维小家电零售额	2020年					2021年					2021年	
	全年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	1-10月
全渠道推总YoY	-8%	11%	2%	-5%	-25%	-21%	-11%	-9%	-3%	-5%		
线上抽样YoY	19%	39%	-19%	-18%	-26%	-22%	-2%	-11%	2%	-9%	-18%	-9%
——美的	14%	36%	-18%	-11%	-23%	-19%	1%	-15%	-13%	-12%	-19%	-9%
——苏泊尔	18%	40%	1%	-9%	-19%	-23%	2%	1%	7%	0%	-15%	-1%
——九阳	20%	27%	-23%	-22%	-27%	-32%	-14%	-23%	-11%	-22%	-30%	-18%
线下抽样YoY	-33%	-20%	60%	15%	-28%	-24%	-26%	-27%	-37%	-20%	-23%	-17%
——美的	-38%	-31%	36%	-13%	-37%	-31%	-36%	-38%	-45%	-19%	-25%	-26%
——苏泊尔	-41%	-24%	90%	-12%	-32%	-29%	-32%	-27%	-36%	-21%	-27%	-20%
——九阳	-32%	-24%	121%	4%	-36%	-32%	-25%	-21%	-26%	-22%	-21%	-16%

资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

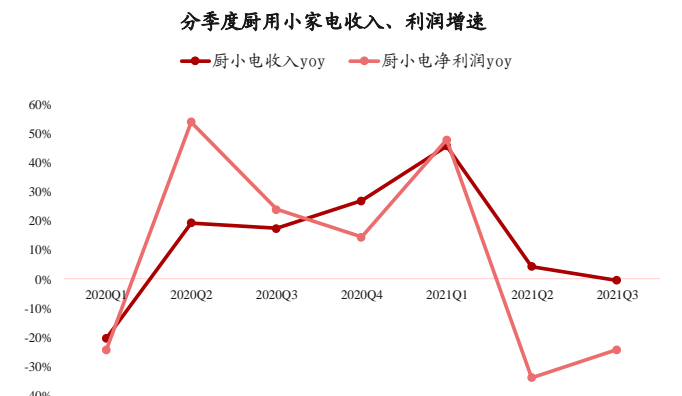
厨房小家电疫情红利消退带来高基数效应，相关标的业绩承压。厨用小家电三季度业绩同比均出现不同程度下滑。厨房小家电普遍面临高基数+原材料价格高+需求疲软的压力，目前来看随着疫情恢复居民收入出现上升，需求修复有望帮助市场恢复或加速成长。市场预期已经位于低位，要通过密切跟踪月度数据来判断需求恢复拐点，寻找小家电板块的确定机会。

图 19：在疫情红利高基数下，前三季度板块业绩增长承压



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：厨用小家电板块 Q3 业绩压力凸显



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2.2. 清洁类电器：性能升级、均价抬升，龙头优势稳固

### 2.2.1. 清洁类电器资金面：受同比基数变化影响，清洁电器板块走势高开低走

受同比基数变化影响，2021 年板块走势高开低走。以扫地机器人为例，2020 年扫地机器人销量呈现前低后高的特征。上半年受到低同比基数影响，2021 年上半年扫地机行业增速较快。下半年开始，随着基数压力增大，扫地机行业增速放缓，且新进入者加入吸尘器市场竞争，行业竞争格局恶化，清洁小家电板块走势下行。

图 21：清洁电器板块走势高开低走



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 22：清洁类小家电估值前高后低

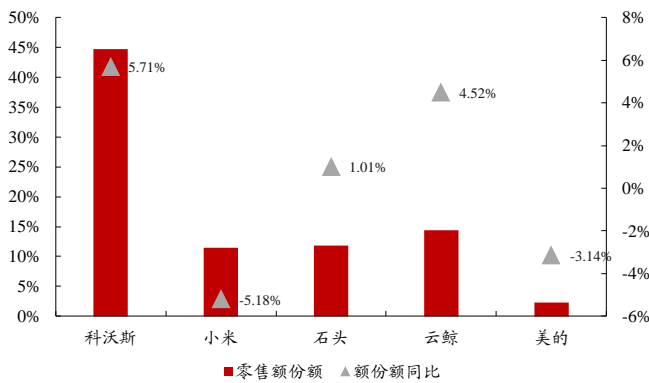


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.2.2. 清洁类电器年度复盘：扫地机性能迭代、均价提升，龙头地位进一步提升

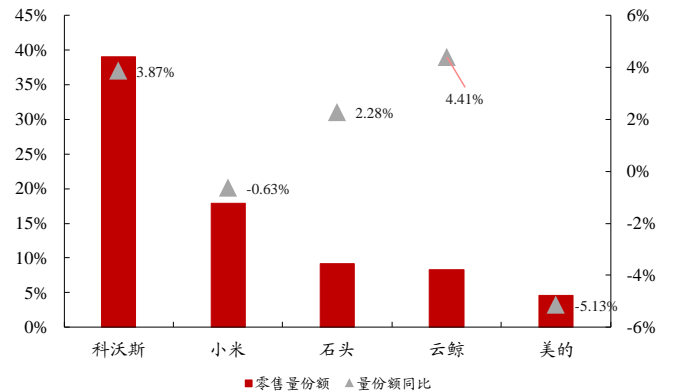
扫地机器人功能技术迭代升级，龙头地位提升+市场均价提升。1) 累计 1-10 月，科沃斯新品、石头、云鲸零售额市场份额提升明显，科沃斯、石头、云鲸零售额市场份额分别提升 5.71、1.01、4.52 pct，行业龙头的市场地位进一步提升。2) 在原材料成本和缺芯压力下，扫地机器人通过升级迭代产品、推陈出新的方式提价，2021 年扫地机器人产品功能升级、性能参数、使用体验方面均有了较大提升。截至 21W50，扫地机器人线上、线下行业均价分别为 2397 元、2858 元，分别提价 720 元、775 元

图 23：科沃斯、石头、云鲸零售额市场份额进一步提升



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图 24：科沃斯、石头、云鲸零售量市场份额进一步提升



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

表 6：企业推出高性能扫地机提升均价以应对原材料成本及缺芯压力

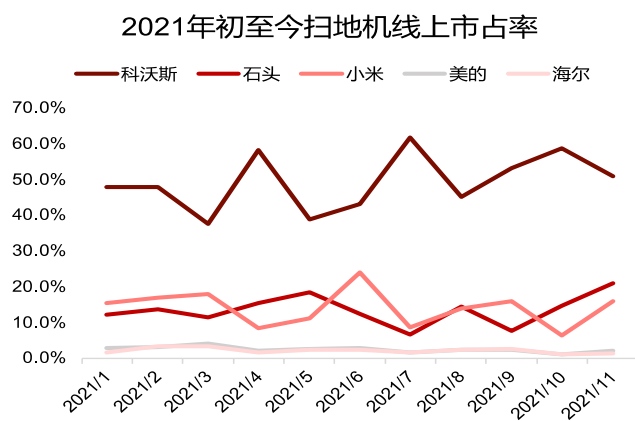
品牌	科沃斯		石头科技	
	2021年5月	2020年4月	2021年8月	2020年5月
上市时间				
型号	T9 AIVI	T8 Power	G10	T7 Pro
图示				
定价	3999	2249	4099	2999
吸力	3000PA	1500AW	2500AW	2500AW
导航方式	Dtof激光雷达导航	激光导航	LDS激光导航	激光导航
续航时间	175min	121-180min	121-180min	121-180min
电池容量	5200mah			
水箱大小	180ml	201-250ml	151-200ml	250ml以上
尘盒容量	300ml	420ml	470ml	460ml
噪音	70dB(A)	67dB(A)	67dB(A)	67dB(A)
净重	4.62kg	4.7kg	12kg	3.7kg
机身高度	9.4cm	9.3cm	9.65cm	
单次清洁面积	最大支持300平米	最大120平米	140平米	140平米
扫拖模式	单扫单拖+扫拖一体	扫吸拖一体	扫拖一体	扫吸拖一体
清洁特点	在T9特点的基础上增加AI实时视频功能（清扫时可实时查看家里情况）	新TrueDetect3D避障，dToF精准建图	自动清洗，智能回洗，基站自清洁，自动补水升降，声波振动擦地（最高可达3000次/min）	AI双目识别避障

资料来源：京东，浙商证券研究所

2.2.3. 增长逻辑：短期看产品迭代升级，长期看高端化推进。

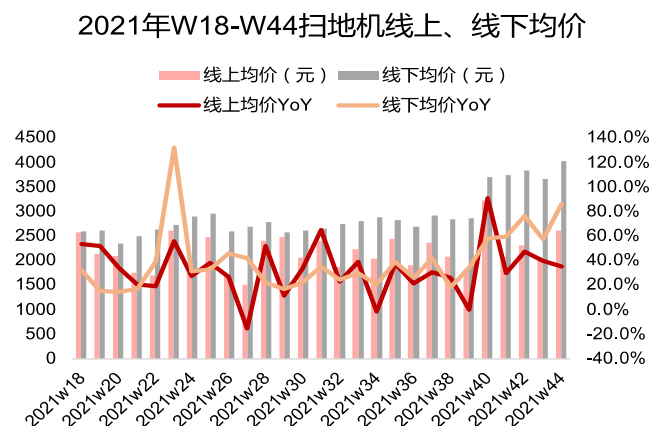
扫地机器人行业 2021 年品牌竞争格局稳定，科沃斯龙头地位稳固。三季度以来，由于不断推出新品，石头科技、小米市场份额有所提升。长期来看，扫地机高端化持续推进，2021 年以来行业维持高景气主要靠均价拉升。随线上、线下均价同比进一步提高，扫地机市场前景乐观。

图 25：科沃斯扫地机领域龙头优势显著



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图 26：扫地机器人全渠道均价提升明显



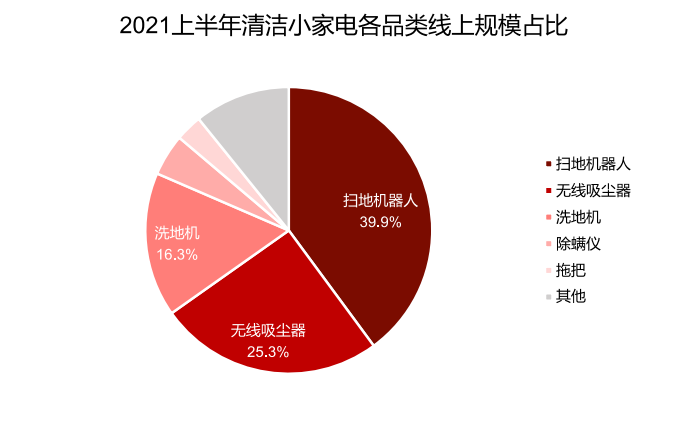
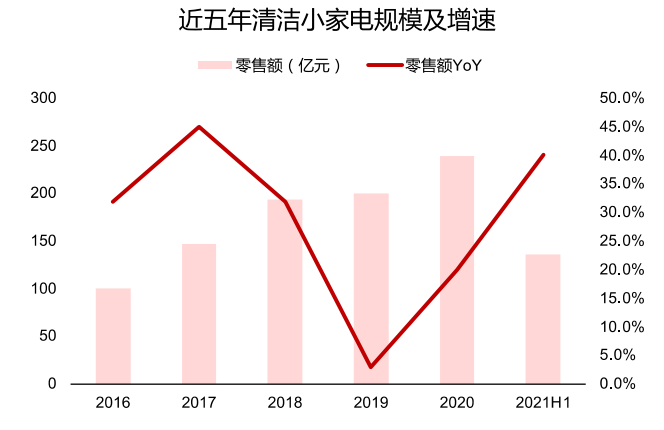
资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

疫情催生消费需求，渗透率对标海外仍有上涨空间。1) 疫情催生清洁类电器消费需求，洗地机、扫拖机器人成为去年的明星产品。2021 上半年，清洁电器需求景气度持续，半年实现销售额 136 亿元，同比增长 40.2%。其中扫地机器人规模占比 39.9%，销售额同比

增长 38.7%；洗地机占比 16.3%，销售额同比增长 887.9%。2) 据欧睿国际数据，我国清洁电器渗透率为 15%，相比于欧美发达国家（90%）及世界平均水平（30%-40%）而言，处于较低水平，空间广阔。

图 27：科沃斯、石头、云鲸零售额市场份额进一步提升

图 28：科沃斯、石头、云鲸零售量市场份额进一步提升



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

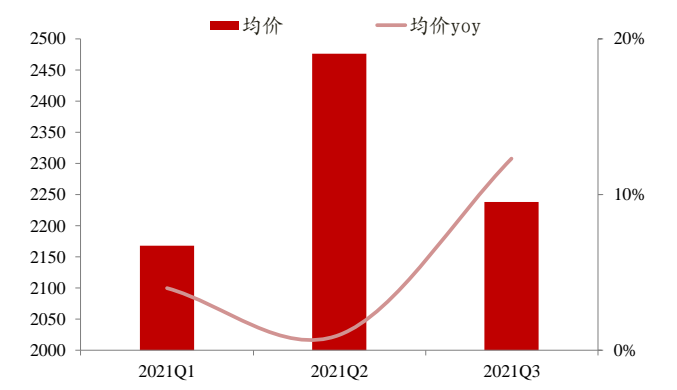
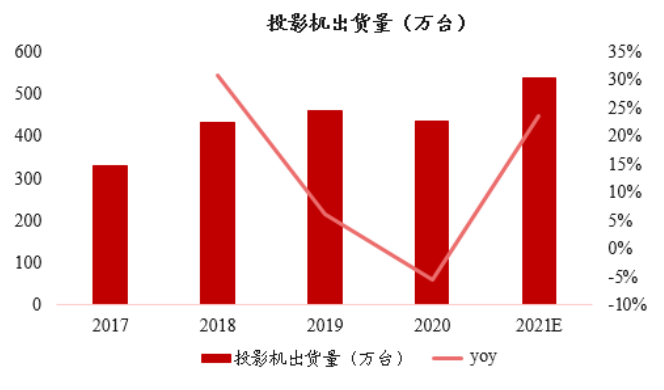
资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

### 2.3. 投影仪行业规模提升迅速，均价小幅抬升

21 年智能投影仪市场规模增长迅速，21Q3 市场均价同比提升。1) 根据 IDC 数据，智能投影仪出货量 17-21 年 CAGR 为 12.94%，其中 2021 年行业出货量预计 540 万台，同比增长 23.62%。2) 21 年前 10 月投影仪市场均价较去年同期相比小幅提升，Q3 提价幅度相对较大，达到 12.3%。3) 后期预计随着投影仪保有量的持续提升，产品零售量增速可能会逐渐放缓，未来随着产品性能的完善带来的均价提升将成为行业增长的主线。

图 29：科沃斯、石头、云鲸零售额市场份额进一步提升

图 30：2021 年前三季度投影仪市场均价小幅抬升

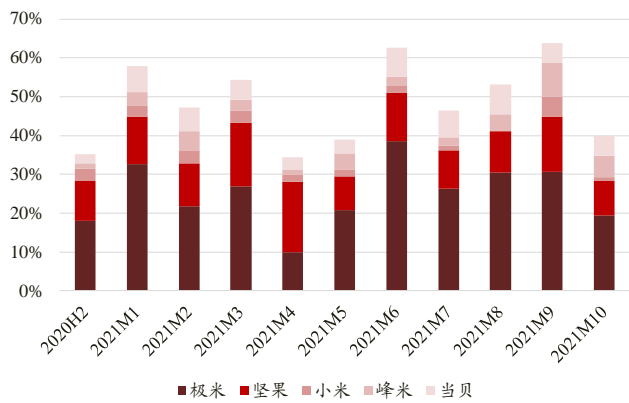


资料来源：IDC，浙商证券研究所

资料来源：淘数据，浙商证券研究所

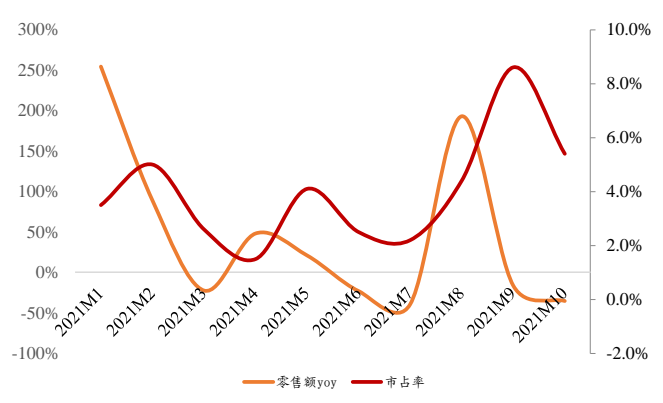
投影仪市场集中度提升，龙头极米保持领先+峰米市占率增长迅速。2021 年 1-10 月，极米在投影仪线上市场份额进一步明显，2021 年 6 月市占率达到最高点 38.5%，凭借较高性价比产品持续保持领先优势。峰米保有专利+荧光增强技术两个核心专利，凭借技术壁垒不断推动降本增效，未来发展前景广阔。2021 年 10 月峰米线上市占率达 5.4%，较 2021 年年初上涨 1.9pct。

图 31：极米保持线上零售市场龙头地位



资料来源：淘数据，浙商证券研究所

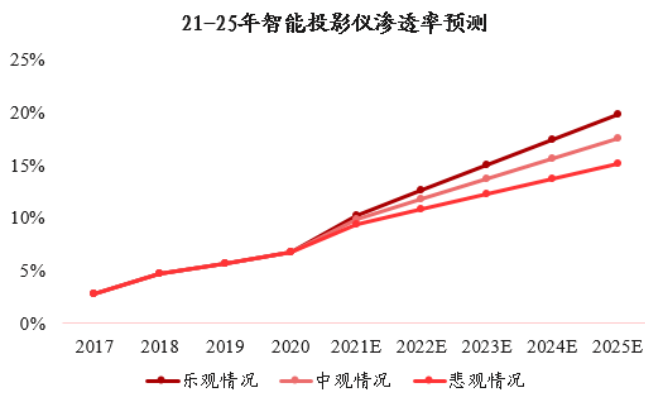
图 32：峰米市占率进一步提升



资料来源：淘数据，浙商证券研究所

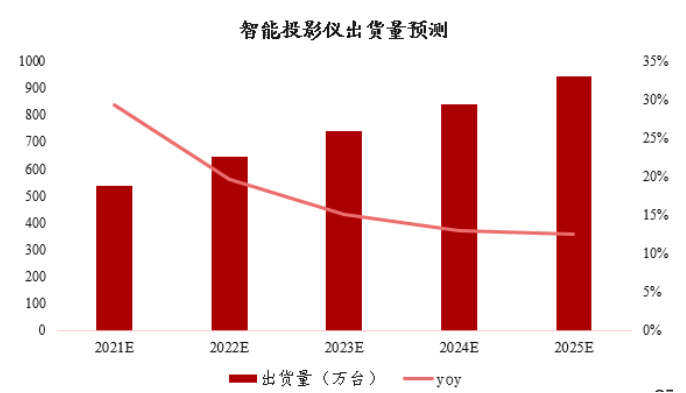
根据 IDC 预测，我国智能投影仪 2025 年市场规模有望达到 948.3 万台（消费级+商用级），预计 21-25 年 CAGR 为 15.11%。根据 IDC 的出货数据，2017-2020 年中国消费级投影市场规模分别为 130/227/279/300 万台，投影仪在彩电市场的渗透率分别为 2.7%/4.7%/5.7%/6.7%。假设 21-25 年中国彩电年出货量稳定在 4000 万台。根据我们的测算，在乐观/中性/悲观情况下，2025 年投影仪市场渗透率（分母为彩电出货量）分别为 19.8%/17.5%/15.1%。

图 33：在乐观/中性/悲观情况下，25 年投影仪市场渗透率分别为 20%/18%/15%



资料来源：IDC，浙商证券研究所

图 34：预计 21-25 年行业规模以 15.11% 的 CAGR 增长，2025 年市场规模有望达到 948.3 万台



资料来源：IDC，浙商证券研究所

## 2.4. 把握高成长的细分赛道，关注长期投资逻辑主线

**厨用小家电：**悲观预期已有充分反映，静待拐点。厨房小家电普遍面临高基数+原材料价格高+需求疲软的压力，目前来看随着疫情恢复居民收入出现上升，需求修复有望帮助市场恢复或加速成长。市场预期已经处于低位，要通过密切跟踪月度数据来判断需求恢复拐点，寻找小家电板块的确定性机会。

**清洁类小家电：**建议关注清洁电器高景气、高成长赛道。由于清洁类电器板块上半年估值处于高位，中报业绩不达预期，下半年清洁类电器赛道新入者加剧行业竞争，因此整个清洁类电器板块下半年震荡调整。我们认为扫地机相关标的估值进入偏低位，建议关注扫地机产品升级迭代和出口业务边际改善的石头科技（未覆盖）。



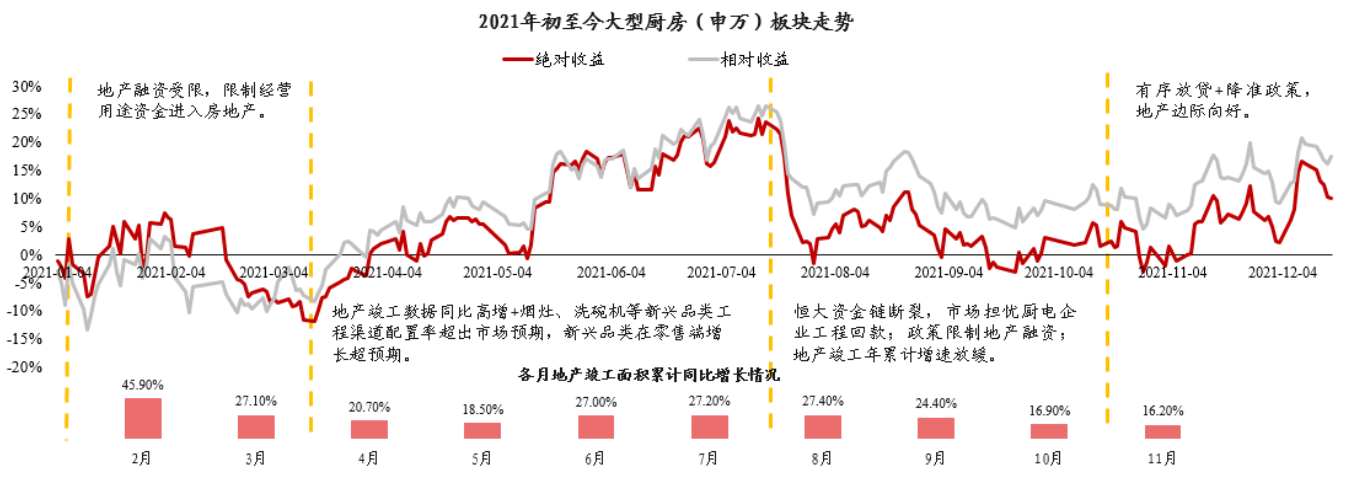
**投影仪:** 建议把握智能投影仪渗透率快速提升的机会。由于估值处于相对高位、下半年或将迎来经营环比降速、部分标的上半年经营不及预期,智能投影细分行业自7月以来有所回落,且9月仍在底部震荡调整。考虑到智能投影仪企业极米科技目前仍然面临缺芯压力,短期业绩有不确定性,但考虑到智能投影仪渗透率快速提升,智能投影仪赛道长远来看仍有较大投资机会。

### 3. 厨电：传统品类龙头拓展，新兴品类高成长

#### 3.1. 资金面：下半年整体板块走势承压，地产边际改善行情有所恢复

厨电行业前三季度收入和利润增速环比放缓,但整体表现仍领涨传统家电行业。1)大型厨电安装属性强,与地产周期强相关,大型厨电板块走势受地产政策影响较大。2)下半年以来受到头部房地产资金链断裂和地产竣工累计增速放缓影响,板块整体走势承压。11月以来,国家开展有序房贷+降准,地产政策边际向好,板块走势回升。

图 35：企业推出高性能扫地机提升均价以应对原材料成本及缺芯压力

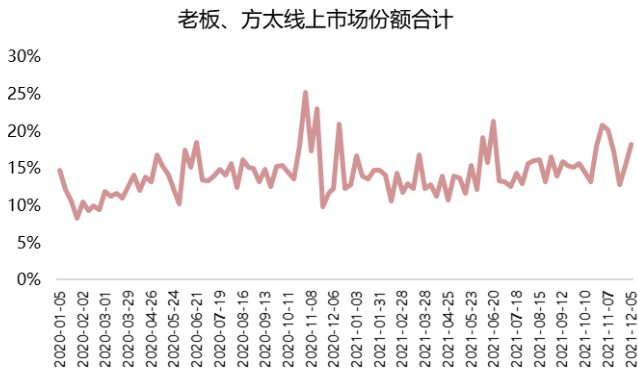


资料来源: Wind, 国家统计局, 浙商证券研究所

#### 3.2. 年度复盘：整体表现领涨传统家电行业，竞争格局向好

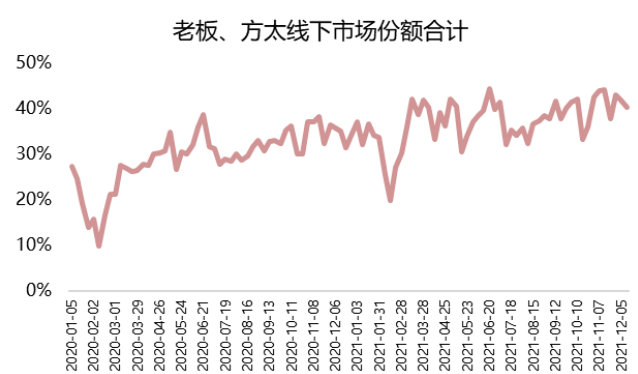
厨电竞争格局进一步向好,龙头份额提升及国产替代趋势明显。1)吸油烟机:老板、方太线下市场份额由20年初的25%-30%提升至40%-45%; 2)洗碗机:国产品牌CR4线上市场份额由20年初的45%提升至55%;线下市场份额由20年初的50%提升至70%+; 3)集成灶:火星人、亿田线上市场份额由20年初的10%-15%提升至25%+;线下市场份额由20年初的10%提升至30%。

图 36：吸油烟机龙头线上份额不断提升



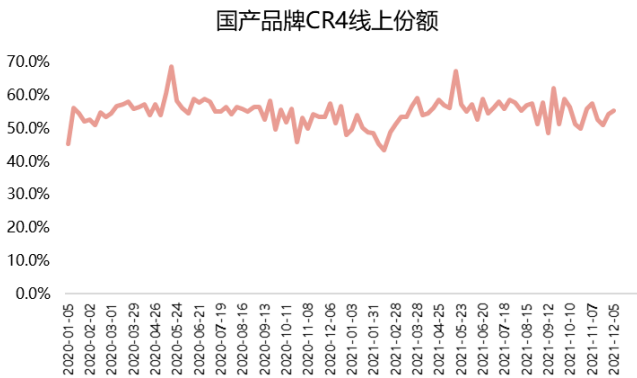
资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图 37：吸油烟机龙头线下份额不断提升



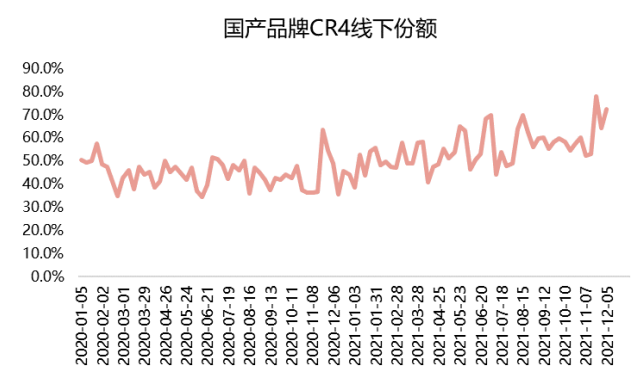
资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图 38：洗碗机国产龙头线上份额不断提升



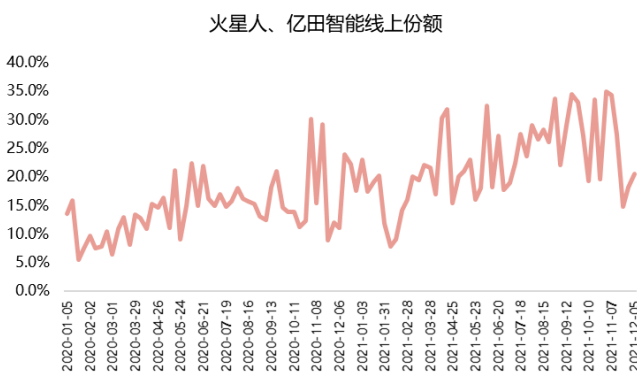
资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图 39：洗碗机国产龙头线下份额不断提升



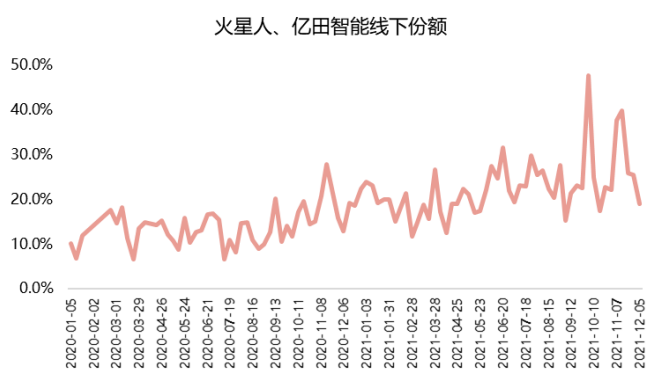
资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图 40：集成灶龙头线上份额不断提升



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图 41：集成灶龙头线上份额不断提升



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

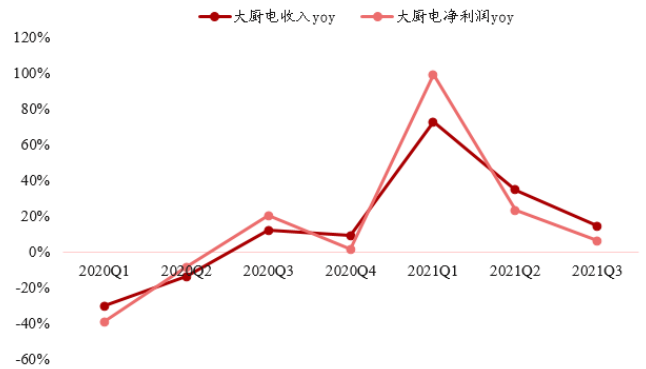
厨电行业前三季度收入和利润增速环比放缓，但整体表现仍领增传统家电行业。受 20 年疫情带来的基数错位影响，厨电企业营收和利润增速前高后低，Q3 归母净利润增速环比放缓，但仍能维持 25%+ 的增速。但整体来看，厨电传统龙头和新兴赛道企业业绩表现在传统家电（白电、黑电等）行业中领先。

图 42：2021 年前三季度厨电板块净利润同比+27.41%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 43：前三季度厨电收入、利润增速前高后低

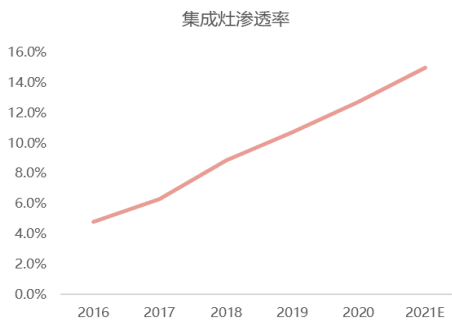


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.3. 厨电展望：新兴品类增长曲线明晰，传统烟灶龙头优势拓展

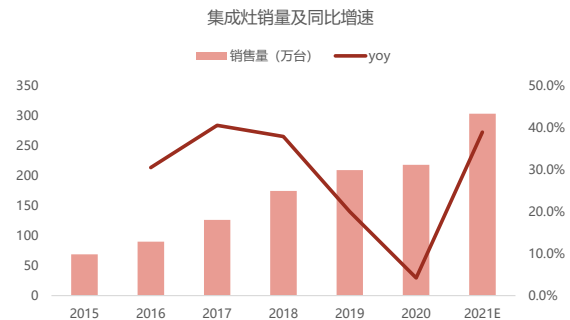
集成灶产品升级驱动量价齐升，行业仍有较大提升空间。集成灶口碑效应显现，产品渗透率加速提升，奥维云网预计 21 年市场销量达到 304 万台，同比增长 39%，渗透率达到 15%；集成灶产品不断升级，产品单价提升明显，配置蒸烤一体款机型的比重明显提升。

图 44：16-21 年集成灶渗透率不断提升



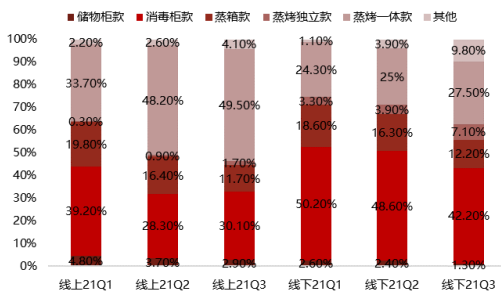
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 45：集成灶渗透率不断提升，销量快速增长



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图 46：集成灶产品不断升级，单价提升明显



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

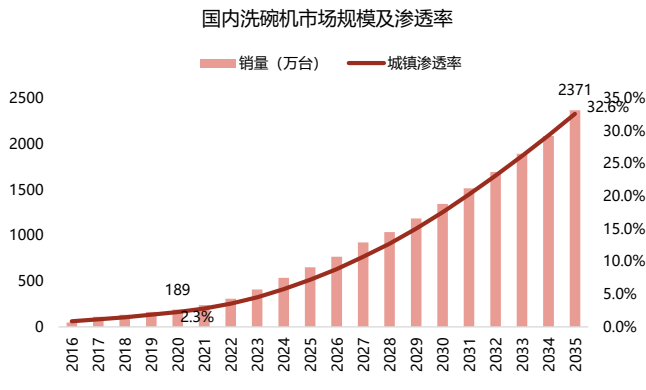
图 47：集成灶产品技术不断迭代、更新



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

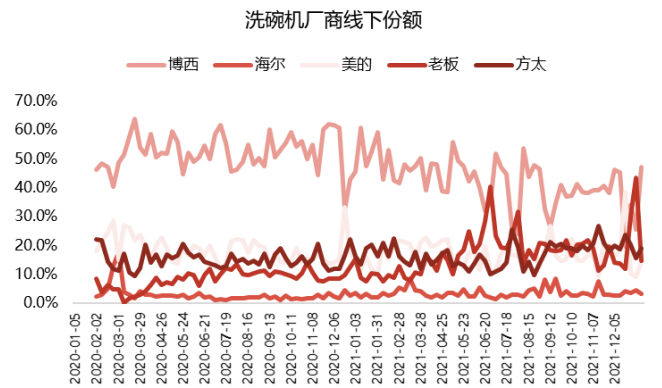
产品加速升级+消费者认知提升打开国内市场，行业进入渗透率快速提升拐点。1) 洗碗机渗透率提升，洗碗机市场未来保持高增。国内洗碗机城镇渗透率有望从 20 年的不到 2% 增长至 35 年的 30%+，市场规模预计由 2020 年的 189 万台提升至 2035 年的 2371 万台，对应 12 倍增长空间。2) 国产替代提升国产自主品牌的洗碗机市场份额。经过前期蓄势，国产品牌强势崛起，通过产品、品牌和渠道实现全方位破局，抢占外资品牌市场份额。

图 48：国内洗碗机市场渗透率进入加速提升拐点



资料来源：产业在线，浙商证券研究所

图 49：国产洗碗机品牌份额不断提升



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

烟灶行业出清，关注烟灶品类行业集中度提升的逻辑。我们预计龙头企业吸油烟机市场份额每年提升 2 pct，预计老板、方太吸油烟机出货量在 2024 年达到 500 万台左右。由于龙头企业布局下沉渠道出清腰尾品牌、中高端吸油烟机消费需求提升、消费者品牌购买意识养成，我们认为烟灶龙头方太、老板销量市场份额在未来 3-5 年内保持 2 pct 的增长，我们预计老板、方太 20-25 年吸油烟机销量 CAGR 为 13.2%。

表 7：企业推出高性能扫地机提升均价以应对原材料成本及缺芯压力

吸油烟机预测	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
城镇人口 (万人)	89,726	92,433	95,094	97,779	100,489	103,223
城镇户均人口 (人/户)	2.83	2.82	2.81	2.80	2.79	2.78
城镇总户数 (万)	31,705	32,778	33,841	34,921	36,017	37,131
城镇平均每百户保有量	82.7	85.1	87.5	89.9	92.3	94.7
城镇保有量合计 (万台)	26,205	27,878	29,594	31,377	33,226	35,144
城市预计新增需求	1,375	1,673	1,717	1,782	1,849	1,918
农村人口 (万人)	50,713	48,708	46,753	44,777	42,780	40,762
农村户均人口 (人/户)	3.72	3.71	3.70	3.69	3.68	3.67
农村总户数 (万)	13,632	13,129	12,636	12,135	11,625	11,107
农村平均每百户保有量	33.0	37.0	41.0	45.0	49.0	53.0
农村保有量合计 (万台)	4,496	4,855	5,178	5,458	5,694	5,884
农村预计新增需求	210	359	323	280	236	190
新增需求合计	1,585	2,032	2,040	2,062	2,085	2,108
替换需求合计 (T+12)	1,289	1,268	1,429	1,358	1,524	2,047
吸油烟机+集成灶	2,874	3,300	3,469	3,420	3,610	4,155
集成灶销量占比	11.4%	14.9%	18.4%	21.9%	25.4%	28.2%
吸油烟机销量	2,547	2,808	2,831	2,671	2,693	2,984
老板销量份额	12.17%	12.82%	14.82%	16.82%	18.82%	19.32%
方太销量份额	12.00%	12.60%	14.60%	16.60%	18.60%	19.10%
老板销量 (万台)	310	360	419	449	507	576
方太销量 (万台)	306	354	413	443	501	570

资料来源：产业在线，国家统计局，浙商证券研究所

注：此处市场份额口径为产业在线数据，数量级与实际情况有偏差，仅供参考

### 3.4. 投资建议：传统厨电龙头估值底部，关注新兴厨电配置机会

**厨电龙头估值底部震荡。**吸油烟机、燃气灶等传统厨电品类安装属性强，具有明显的后周期属性。传统厨电龙头老板电器的估值前期受益于地产竣工数据快速增长快速增长，市盈率最高达到 27.41x。21 年下半年以来，由于累计地产竣工数据增速放缓，叠加公司最大工程渠道客户恒大资金链断裂，公司估值大幅下降至最低点 17.10x。我们认为市场的悲观情绪已经充分反映在公司股价当中。考虑到老板作为传统烟灶龙头有强大的  $\alpha$  属性+洗碗机、蒸烤一体机等新兴品类拓展顺利+地产有望边际改善，我们认为老板电器的合理估值中枢为 20x-25x，推荐**老板电器**。

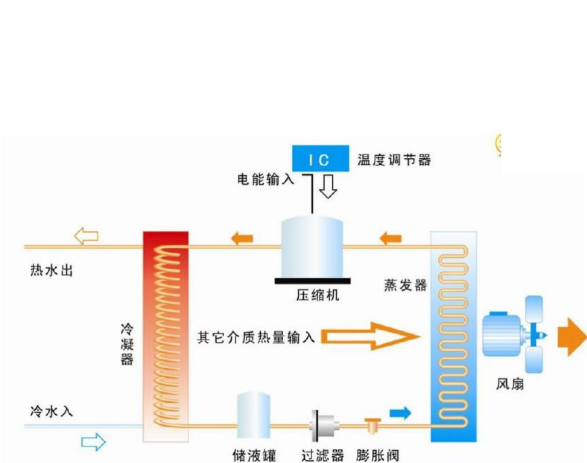
**建议关注新兴厨电配置机会。**集成灶销量渗透率不断提升，头部企业均有较高的业绩增速，行业估值显著高于传统厨电。同时受到地产影响，行业马太效应加剧。建议关注行业龙头**亿田智能、火星**人（未覆盖）。

## 4. 零部件：转型新能源未来可期

### 4.1. 空调器制冷与新能源车热管理原理一致

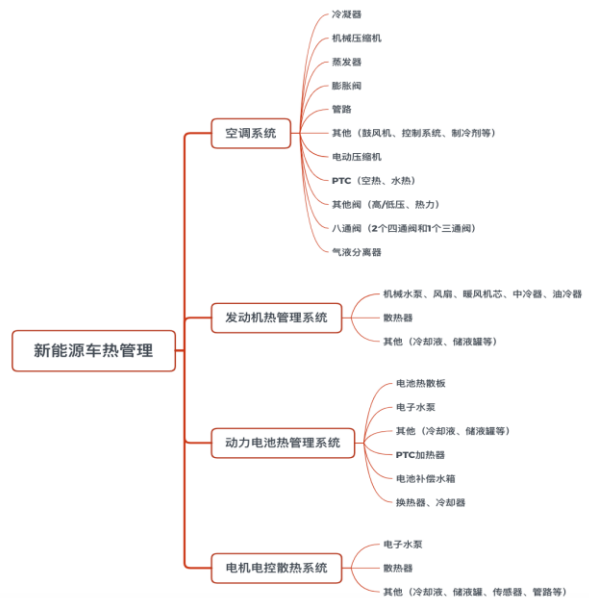
**空调器制冷与新能源车热管理原理一致。**空调器与车用热管理系统均采用了类似的结构，由压缩机、冷凝器、散热器等部分构成，传统的白电企业有足够的制造基础向新能源车热管理领域转型。

图 50：空调零部件结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 51：新能源车热管理系统结构



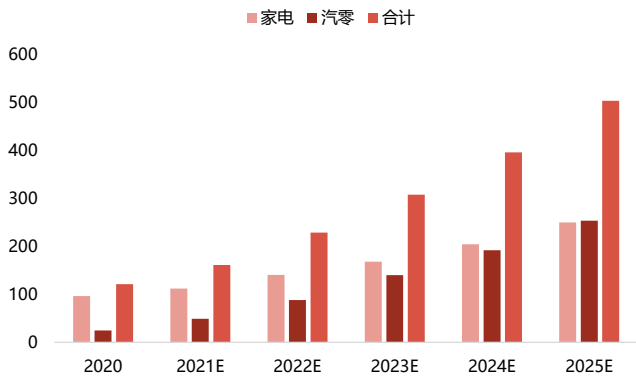
资料来源：浙商证券研究所

### 4.2. 三花智控：布局新能源头部车企热管理，单车货值有望进一步提升

**三花以家用制冷阀件起家，三十年深耕成为细分市场全球龙头，并成功由家用领域转型成为新能源车热管理系统全球领导者。**公司在新能源车热管理赛道空间可期，预计

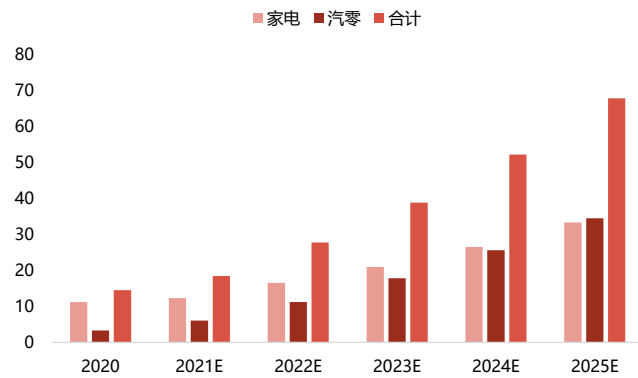
至 25 年新能源车产销量达 2500 万辆，单车热管理系统货值约 10000 元。公司已经与国内外知名新能源车企达成合作，目前 tier 1 集成模块业务单车货值约 2500-3500 元，tier 2 核心零部件业务单车货值约 1500-2000 元的，未来单车货值还有望进一步提升。

图 52：三花智控分业务营收预测（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 53：三花智控分业务净利润预测（亿元）



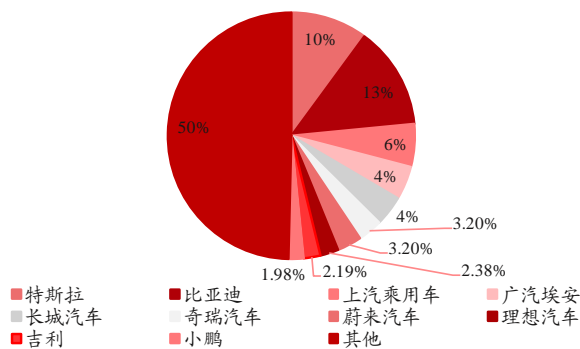
资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 4.3. 海立股份：并购马瑞利，发力新能源车汽配业务

**并购马瑞利，发力新能源车汽配业务。**公司目前已经与北汽、威马和宇通客车达成合作，合作产品包括极狐、极氪 001 等，后续将继续拓展其他客户，发展势头良好。2021 年公司新能源车压缩机预计出货 26 万台，且并购马瑞利汽车空调业务，进入车用空调系统领域。2021 年 7 月公司收到非公开发行融资 5.75 亿元，用于扩充新能源车用压缩机产能，投产后将新增年产能 65 万台。

图 54：2020 年我国新能源汽车市场份额

2020 年中国新能源汽车市场份额



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

图 55：公司车用涡旋压缩机技术领先

	新能源乘用车	新能源商用车
图例		
产品系列	EVS16B、EVS24B、EVS34B	EVS34C、EVS36C、EVS42C
使用冷媒	R134a/R1234yf	R407C
产品特点	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 高效涡旋泵体、永磁同步电机、矢量变频控制一体化结构</li> <li>• 采用低背压、径向柔性设计</li> <li>• 小型化、轻量化、节油设计</li> <li>• 低噪声震动、高效率、高可靠性</li> </ul>	

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

### 4.4. 海信家电：全球新能源车龙头三电并表，协同赋能打造新增长曲线

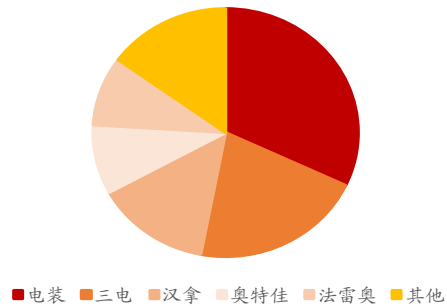
**全球新能源车龙头三电并表，协同赋能打造新增长曲线。**三电控股是全球新能源车压缩机领域头部企业。根据中国电子信息产业网数据，全球车用空调系统行业集中度高，三电控股在全球车用电动空调压缩机的市占率为 21%，位列行业第二。三电控股积累下深

厚的客户基础。目前，与三电合作的有知名车企本田、丰田为代表的日系车企，和大众、标致、雪铁龙等欧洲车企。

海信家电并购日本三电发挥协同效应，帮助三电走出困境。海信（包括海信视像）有并购整合古洛尼、东芝（彩电业务）的经验，我们认为相同的经验也会复制到三电控股上。公司致力于清除冗员，提升公司管理运营效率。

**图 56：三电是全球新能源车空调系统头部企业**

2020年全球新能源车市场份额



资料来源：中国电子信息产业网，浙商证券研究所

## 5. 风险提示

疫情反复，终端需求不及预期，房地产政策放宽不及预期。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>