

证券研究报告

2022年07月06日

行业报告 | 行业投资策略

家用电器

家电行业2022年中期策略：吹尽狂沙始到金

作者：

分析师 孙谦 SAC执业证书编号：S1110521050004

联系人 宗艳



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要 - 21H1家电行业综述

1. **地产销售改善及成本端压力释放或将驱动家电行业出现拐点。** 2Q家电板块整体取得近7%的收益，其中厨房小家电板块率先受益于需求回暖及成本改善，细分板块个股收益明显！自4月中旬我们强调厨小板块投资机会以来，小熊、苏泊尔、新宝及九阳均取得明显收益。我们认为，进入下半年，大家电企业也有望迎来改善机会。
2. **复盘08以来家电行业投资：**当年业绩增速高低是标的投资回报的核心来源。
3. **股债收益率模型：**目前家电板块由于高股息、低估值，处在股债收益差的负两倍标准差的低位，有望迎来拐点。
4. **2Q内销回顾：**1）大家电。量的维度，疫情对大家电内销造成普遍影响，其中安装类家电受到影响更为严重（空调因其旺季备货刚性在出货端反馈有延迟）。从修复角度来看，5月大家电各品类内销量增速均环比回升，我们预计未来冰洗亦有望快于空调及厨大电。价的维度，为应对成本走高，大家电产品自21年以来普遍采取同型号提价+产品结构升级方式提升均价，今年1-5月大家电整体零售均价同比仍有双位数提升，是行业增长的主要驱动力，同时亦为后续成本下行后收获利润“剪刀差”提供可能。2）小家电。2Q厨小电需求修复，空气炸锅受益疫情高速增长；清洁电器在物流影响改善后增速回弹。
5. **2Q外销回顾：**俄乌冲突+欧美持续高通胀影响欧美家电需求，叠加2Q21海外业务高基数，家电行业二季度海外业务增速承压。
6. **海外市场：**1）零售/通胀/地产。通胀压力或加速欧美家电需求回归常态，但欧美大家电需求在交房周期下可能仍存韧性。2）海外主要家电公司一季报总结。成本、通胀、供应不稳多因素作用下，1Q海外家电公司业绩承压。3）从北美五大零售商看北美需求。营收降速，库存提升，五大零售商库销比普遍升高；从零售渠道的普遍情况来看，北美市场需求仍面临压力。4）航运。运价回落及运力改善有利于降低家电企业出口成本。

摘要 - 下半年怎么看？

1. **国内大家电需求有望得到改善：**伴随疫情形势缓和、地产交房数据改善，预计下半年大家电动销较上半年有所改善。
2. **国内趋势预测之地产线：**大家电销售（以白电替代）部分受到地产销售的影响，而行业股价走势则受到销售的影响，因此地产销售改善将对大家电行业未来需求预期产生正向影响，从而带动行业估值改善。5月销售和新开工数据转好，房企资金紧张状况有望逐步纾解，叠加宽松流动性支持下前期竣工缺口逐步释放，住宅竣工或将触底回升，支撑家电需求回暖。同时，21年以来较多城市限售松绑、调控政策逐步侧重需求端，政治局会议支持各地从实际出发完善政策，伴随更多城市释放积极信号，有望支撑家电未来需求。品类端，08年至今，房地产竣工每轮谷-峰周期对大家电各板块的股价拉动作用排序为厨大电>白电>黑电。
3. **国内趋势预测之消费刺激：**上一轮三大家电消费刺激政策同时作用期间，大家电农村保有量大幅提振，城镇保有量亦小幅度上升；政策逐步退出后保有量短期内存在轻微波动，趋势以上升为主。多地散发疫情背景下，21年起国务院消费刺激政策加码，针对家电补贴采取因地制宜策略；国家政策指引下多地对家电消费的刺激主要以消费券形式落实。
4. **国内趋势预测之成本：**原材料对家电公司的影响在去年三季度达峰后，目前仍有影响，但幅度在减弱，叠加上半年多个家电企业已采取提价措施，有望支撑中报盈利能力向好。
5. **海外趋势预测之海外家电企业展望：**伊莱克斯&惠而浦保持亚洲市场乐观预期，下调北美地区全年展望；LG&三星看好OLED电视等高端黑电产品需求。
6. **海外趋势预测之需求修复：**以成熟市场美国为鉴，伴随疫情形势逐步缓和，预计22-23年家电行业需求会进入正常波动区间，不会形成大幅负增长局面。
7. **海外趋势预测之关税：**关税豁免对小家电影响大于大家电，利好清洁电器及小家电出口。

摘要 - 投资建议

纵观上半年家电行业，国内市场经历了疫情带来的需求冲击，海外业务则在疫情拉动高增后增速逐渐回落。展望下半年，国内房地产销售逐渐改善，防疫政策对新病毒有更好应对；海外市场虽仍面临需求压力，但去年高增长基数已过，压力将有所降低，且自主品牌仍可通过加强推新、适度促销等手段主动应对；利润端上，主要原材料价格持续回落也将改善家电企业利润水平。我们认为，三者共振或将使得家电行业出现拐点。

展望下半年投资，我们认为家电行业投资可围绕下列逻辑进行：

- 1) **地产链**。从需求与地产的关联度来看，厨电 > 白电，但白电中的中央空调业务亦与地产高度相关，地产销售数据改善有利于估值修复。建议关注：【海尔智家】、【老板电器】、【美的集团】、【海信家电】、【亿田智能】、【火星机器人】、【格力电器】等公司。
- 2) **盈利水平改善**。从板块来看，依据大宗上涨的受损程度来看，弹性上小家电 > 厨大电 > 白电，黑电在面板价格低位亦具有较好的利润弹性。建议关注：【新宝股份】、【飞科电器】、【九阳股份】、【小熊电器】、【苏泊尔】、【公牛集团】等公司（地产链公司亦有成本改善逻辑，此处不重复）。
- 3) **中长期品类渗透**。主要为清洁电器，建议关注【科沃斯】、【石头科技】；
- 4) **汽车链条受益**。建议关注【盾安环境】、【三花智控】。

风险提示：宏观经济波动风险；房地产市场波动的风险；新冠疫情导致下游需求减弱的风险；原材料价格波动的风险；测算过程具有一定主观性；样本数量较少可能造成统计结果偏差风险。

目录

1、 21H1家电行业综述	12 页
2、 下半年怎么看?	12 页
3、 投资建议	3 页

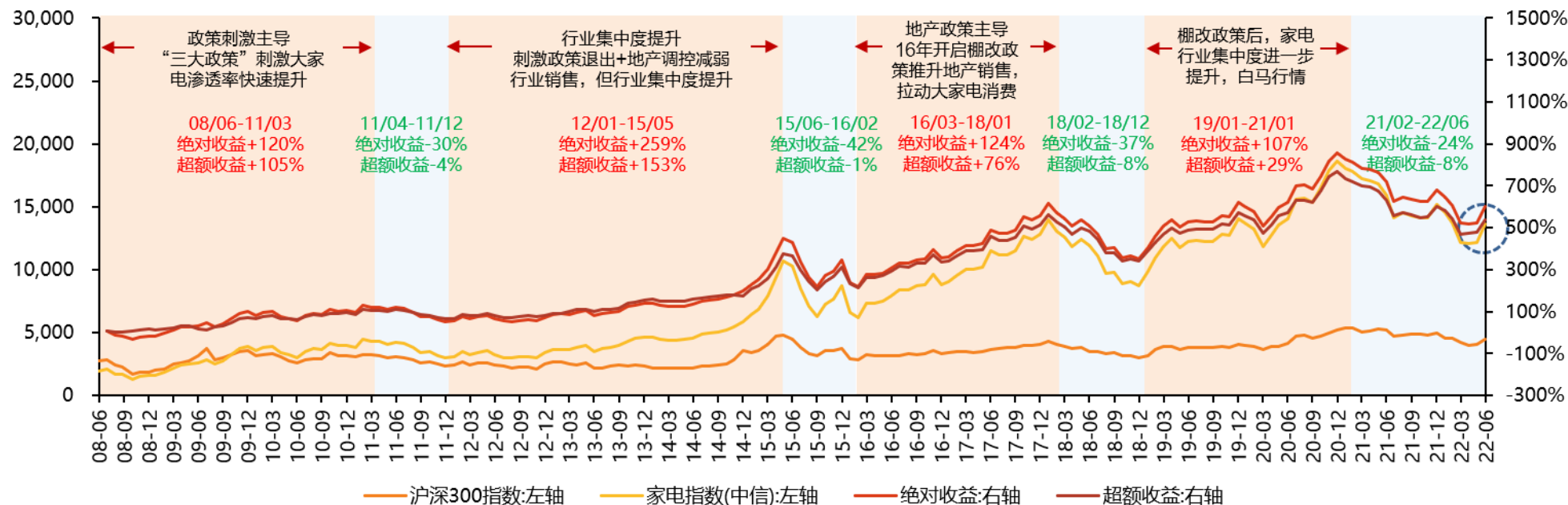
1

21H1家电行业综述

地产销售改善+成本端压力释放或将驱动家电行业出现拐点

从历史上看，08年以来家用电器板块经历了四轮较为明显的上升周期，第一轮反馈的是产业政策刺激带来的保有量大幅上涨，后三轮上涨与地产及宽信用后，家电市场需求企稳回升有关。回顾21年以来家电行业股价持续承压的因素，除了大宗品持续上涨，21年7月之后国内商品房销售的持续负增长对行业亦形成较强的估值压力。**从内销市场来看**，年初以来各地对地产实施“因城施策”，逐步放松限购政策及预售资金管理政策，6月以来在商品房销售端逐渐显现效果，有利于稳定家电未来需求预期，家电行业估值或将得到改善。**从外销市场来看**，虽外需仍有降低压力，但进入下半年后，主要家电公司海外业务亦将逐渐走出疫情带动的高基数。同时，由于欧美仍处于去年地产销售高增后的交房周期，以及亚洲市场较为强劲的需求，家电公司海外业务有望取得稳健增长。**从成本端来看**，铜、铝、不锈钢、塑料等核心原材料价格走低，从静态测算（见后页）来看，对家电品类的成本影响至2Q已届于临界值，若原材料价格继续下降则利润剪刀差即将出现。**基于上述三点，我们认为家电行业拐点或已经显现。**

图：家电板块自08年起有四轮的投资收益周期



注：本报告中PE如无特殊说明，均指PE(TTM)；报告中超额收益的对比基准均为沪深300。

2Q家电板块整体取得近7%的收益，其中厨房小家电板块率先受益于需求回暖及成本改善，细分板块个股收益明显！自4月中旬我们强调厨小板块投资机会以来，小熊、苏泊尔、新宝及九阳均取得明显收益。我们认为，进入下半年，大家电企业也有望迎来改善机会。

图：家电短期业绩增速表现决定个股收益

分类	公司名称	20Q1		20Q2		20Q3		20Q4		21Q1		21Q2		21Q3		21Q4		22Q1		22Q2	
		绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益	绝对收益	相对收益
白电	美的集团	-17%	-1%	28%	10%	21%	11%	36%	14%	-14%	-9%	-12%	-4%	-3%	7%	5%	-1%	-23%	-3%	9%	-3%
	海尔智家	-25%	-10%	24%	6%	24%	14%	32%	10%	11%	17%	-14%	-6%	3%	12%	15%	9%	-22%	-2%	23%	10%
	格力电器	-20%	-5%	11%	-7%	-6%	-15%	19%	-3%	2%	8%	-16%	-8%	-19%	-10%	-6%	-12%	-12%	8%	8%	-4%
	海信家电	-20%	-4%	36%	18%	9%	0%	14%	-8%	17%	23%	-14%	-6%	-15%	-6%	25%	19%	-23%	-3%	25%	12%
厨房大电	老板电器	-17%	-1%	12%	-6%	7%	-3%	23%	2%	-7%	-2%	29%	37%	-26%	-16%	9%	3%	-19%	2%	26%	14%
	华帝股份	-18%	-2%	-7%	-25%	-4%	-14%	-10%	-32%	-12%	-6%	-6%	2%	-6%	3%	-5%	-11%	-12%	8%	7%	-5%
	火星人	-	-	-	-	-	-	-	-	9%	15%	33%	41%	-28%	-19%	3%	-3%	-31%	-11%	16%	3%
	亿田智能	-	-	-	-	-	-	-35%	-57%	25%	31%	49%	57%	-14%	-4%	30%	24%	-34%	-14%	47%	35%
	浙江美大	-14%	2%	6%	-11%	63%	53%	-13%	-34%	21%	27%	2%	9%	-16%	-6%	14%	8%	-22%	-1%	15%	3%
	帅丰电器	-	-	-	-	-	-	-19%	-41%	2%	8%	-1%	7%	5%	14%	23%	17%	-23%	-3%	16%	4%
厨房小电	苏泊尔	-9%	6%	10%	-7%	12%	2%	-1%	-22%	-4%	2%	-9%	-1%	-27%	-17%	30%	24%	-20%	1%	17%	5%
	九阳股份	14%	30%	39%	21%	9%	-1%	-21%	-42%	-2%	4%	8%	16%	-30%	-21%	9%	3%	-30%	-10%	17%	4%
	新宝股份	12%	27%	97%	80%	17%	7%	3%	-19%	-17%	-12%	-27%	-19%	-30%	-21%	42%	36%	-32%	-12%	32%	20%
	小熊电器	20%	36%	90%	72%	2%	-7%	-10%	-32%	-23%	-17%	-20%	-13%	-27%	-18%	30%	24%	-29%	-9%	39%	27%
	北鼎股份	-	-	61%	44%	126%	116%	-2%	-24%	-12%	-7%	9%	17%	-27%	-17%	3%	-3%	1%	21%	-5%	-17%
个护	飞科电器	-4%	12%	42%	25%	0%	-10%	-4%	-26%	-3%	3%	-6%	2%	-8%	2%	10%	4%	16%	37%	53%	40%
清洁电器	科沃斯	-5%	11%	58%	40%	52%	43%	89%	68%	53%	59%	69%	77%	-32%	-23%	-3%	-9%	-29%	-9%	11%	-1%
	石头科技	-31%	-15%	10%	-8%	63%	53%	73%	52%	17%	23%	7%	15%	-42%	-32%	13%	7%	-31%	-11%	7%	-5%
黑电	海信视像	-13%	3%	29%	11%	9%	-1%	-13%	-35%	5%	10%	49%	56%	-30%	-21%	16%	10%	-17%	3%	12%	-1%
	极米科技	-	-	-	-	-	-	-	-	-13%	-7%	72%	80%	-48%	-39%	25%	19%	-31%	-11%	18%	6%
	光峰科技	-15%	1%	8%	-10%	-12%	-22%	-16%	-38%	19%	25%	87%	95%	-38%	-28%	30%	24%	-39%	-19%	17%	4%
民用电工	公牛集团	81%	97%	9%	-8%	-4%	-14%	36%	14%	-12%	-6%	11%	19%	-17%	-7%	3%	-3%	-24%	-4%	21%	8%
	欧普照明	-14%	2%	16%	-1%	1%	-8%	15%	-7%	-5%	1%	-10%	-2%	-16%	-6%	0%	-6%	-11%	9%	-5%	-18%
按摩器具	奥佳华	11%	27%	-12%	-29%	41%	31%	-11%	-32%	26%	31%	32%	40%	-42%	-32%	-3%	-9%	-25%	-5%	-6%	-18%
	荣泰健康	-7%	9%	-4%	-22%	23%	14%	-8%	-30%	5%	10%	34%	42%	-27%	-17%	17%	11%	-22%	-1%	-3%	-15%
	倍轻松	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-44%	-35%	16%	10%	-45%	-25%	9%	-3%

注：相对收益基准为申万家用电器指数（801110.SI）。

复盘08以来家电行业投资，当年业绩增速高低是标的投资回报的核心来源

我们认为，08年以来公司业绩高增是最核心的股票投资逻辑，其来源可能为：1）中长期高景气度延续；2）针对利润端抑制因素的短期修复。家电板块个股按照涨跌幅分入五组，同时计算当年每组标的中的业绩增长中位数作为观察。从下表中可以发现，08年以来当年涨幅最高的个股小组，基本上同时也是当年业绩增长最好的个股小组（14-15年小票极端行情，19年格力混改对估值提升较多）。21年在整体行业受需求和成本困扰之下，中小市值标的取代大市值标的领涨，背后除了类似集成灶、清洁等高增赛道个股，也不乏开发家电外第二曲线的标的。

图：申万家电行业类标的涨跌幅与净利润增速（取每组扣非净利润增速中位数，表中数值为各年度净利润增速）

涨幅分5档 (由高到低)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1	2022Q2
第一组(最高)	71.5%	143.6%	34.3%	36.1%	34.4%	22.4%	8.3%	46.1%	25.7%	22.6%	19.7%	16.2%	22.2%	70.4%	11.9%	-
第二组	19.5%	65.7%	22.1%	24.6%	20.0%	17.2%	3.3%	13.8%	13.9%	18.4%	50.0%	19.0%	4.5%	12.3%	-9.6%	-
第三组	43.1%	-42.7%	29.3%	12.1%	0.4%	21.9%	18.1%	2.6%	30.3%	1.1%	0.2%	30.0%	6.5%	8.8%	4.3%	-
第四组	2.0%	92.2%	16.6%	4.2%	-4.1%	-0.7%	9.3%	11.1%	11.7%	5.0%	-43.2%	10.6%	31.8%	-2.3%	6.5%	-
第五组(最低)	-73.3%	15.6%	57.2%	-51.5%	-47.3%	-38.8%	6.8%	-14.0%	51.5%	-89.8%	-1.2%	-5.7%	14.0%	-4.3%	3.7%	-
第一组标的	惠而浦	ST德豪	阳光照明	海信视像	海信家电	奥佳华	康盛股份	金海高科	朗迪集团	美的集团	科沃斯	创维数字	科沃斯	德业股份	创维数字	德业股份
	九阳股份	长虹美菱	华帝股份	创维数字	兆驰股份	天银机电	秀强股份	禾盛新材	飞科电器	荣泰健康	苏泊尔	香农芯创	北鼎股份	盾安环境	飞科电器	三花智控
	春兰股份	海信视像	佛山照明	格力电器	海尔智家	老板电器	开能健康	天银机电	欧普照明	海尔智家	春光科技	格力电器	新宝股份	香农芯创	华翔股份	飞科电器
	深康佳A	海信家电	苏泊尔	东方电热	格力电器	澳柯玛	浙江美大	立霸股份	顺威股份	华帝股份	九阳股份	新宝股份	澳柯玛	毅昌科技	高斯贝尔	亿田智能
	格力电器	惠而浦	三花智控	四川九洲	长虹华意	东方电热	三花智控	银河电子	华帝股份	格力电器	朗迪集团	兆驰股份	秀强股份	亿田智能	长虹华意	小熊电器
			盾安环境	海立股份	海信视像	惠而浦	汉宇集团	康盛股份	拾比佰	三星新材	开能健康	三花智控	小熊电器	康盛股份	比依股份	新宝股份
				三花智控	康盛股份	融捷健康	四川九洲	顺威股份	美的集团	老板电器	欧普照明	海信家电	石头科技	融捷健康	北鼎股份	东方电热
					老板电器	海信家电	深康佳A	香农芯创	苏泊尔	高斯贝尔	得邦照明	老板电器	三花智控	科沃斯	长虹美菱	盾安环境
								秀强股份	老板电器	三花智控	奥佳华	九阳股份	长虹美菱	星帅尔	爱仕达	得邦照明
								融捷健康	格力电器	飞科电器	格力电器	美的集团	兆驰股份	春兰股份	秀强股份	海信家电
										苏泊尔	奇精机械	立霸股份	美的集团	得邦照明	海立B股	老板电器
												华帝股份	海尔智家	四川九洲	金莱特	德昌股份
													深康佳A	东方电热	惠而浦	星帅尔
														春光科技	万和电气	莱克电气
														拾比佰	朗迪集团	九阳股份
														金莱特	奇精机械	海尔智家

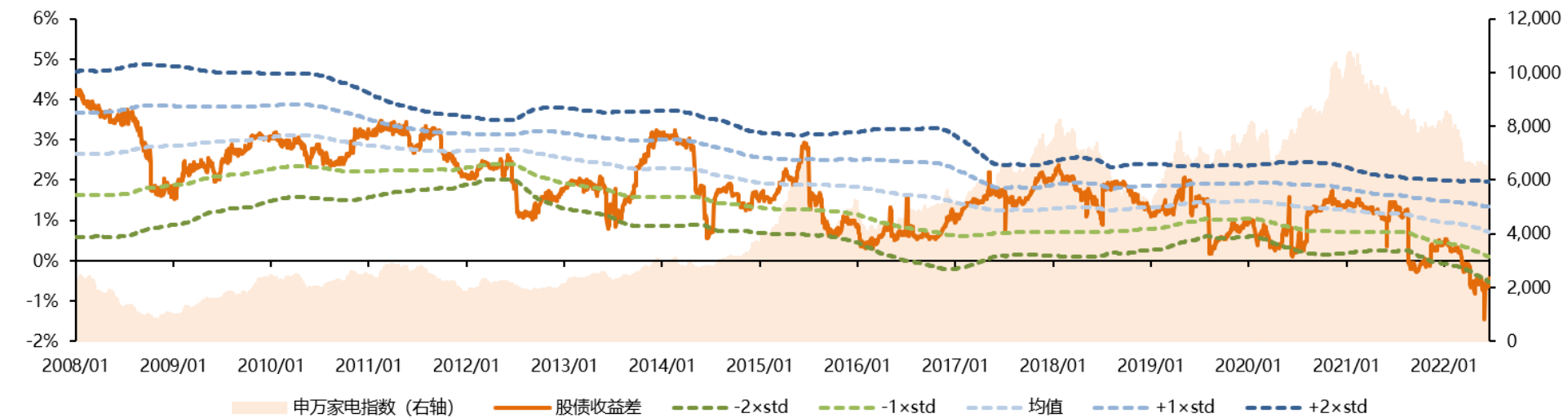
注：2022Q2下所列个股为期间申万家电板块中涨跌幅排名前16的股票名称;标橙为团队核心标的。

从股债收益率模型来看，目前家电板块由于高股息、低估值，处在股债收益差的负两倍标准差的低位，有望迎来拐点

图：不同国债收益率假设下申万家电指数点位预测

收益差位置假设			申万家电指数点位						指数涨幅（对比当前）					
			当前	-2×std	-1×std	均值	+1×std	+2×std	当前	-2×std	-1×std	均值	+1×std	+2×std
10年期国债 收益率假设 (bp)	-20	2.606%	7,307.1	7096.9	8846.8	11742.1	17454.5	33990.2	0.0%	-2.9%	21.1%	60.7%	138.9%	365.2%
	-10	2.706%	7,307.1	6879.2	8511.1	11158.0	16194.4	29517.7	0.0%	-5.9%	16.5%	52.7%	121.6%	304.0%
	-5	2.756%	7,307.1	6775.3	8352.7	10887.3	15630.2	27695.5	0.0%	-7.3%	14.3%	49.0%	113.9%	279.0%
	当前	2.806%	7,307.1	6674.6	8200.0	10629.3	15104.0	26085.3	0.0%	-8.7%	12.2%	45.5%	106.7%	257.0%
	+5	2.856%	7,307.1	6576.7	8052.8	10383.3	14612.1	24652.0	0.0%	-10.0%	10.2%	42.1%	100.0%	237.4%
	+10	2.906%	7,307.1	6481.7	7910.8	10148.5	14151.2	23368.0	0.0%	-11.3%	8.3%	38.9%	93.7%	219.8%
	+20	3.006%	7,307.1	6299.7	7641.4	9709.2	13311.5	21163.4	0.0%	-13.8%	4.6%	32.9%	82.2%	189.6%

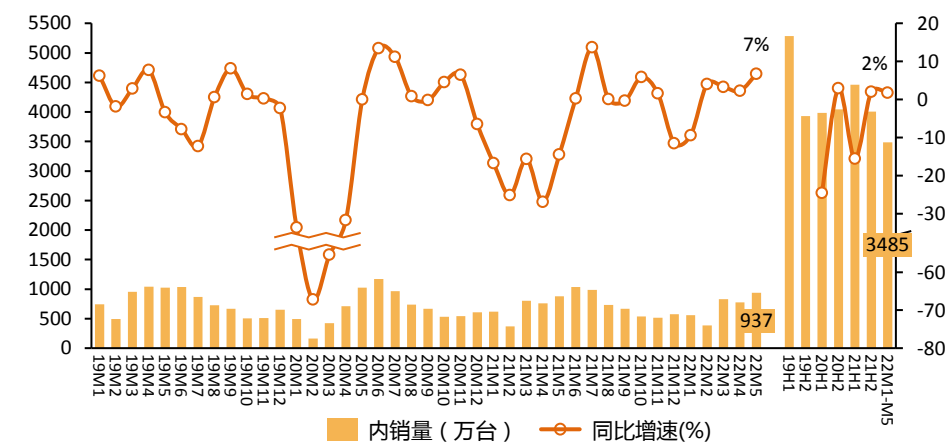
图：2008年至今申万家电股债收益差（均值和标准差采用三年滚动周期）



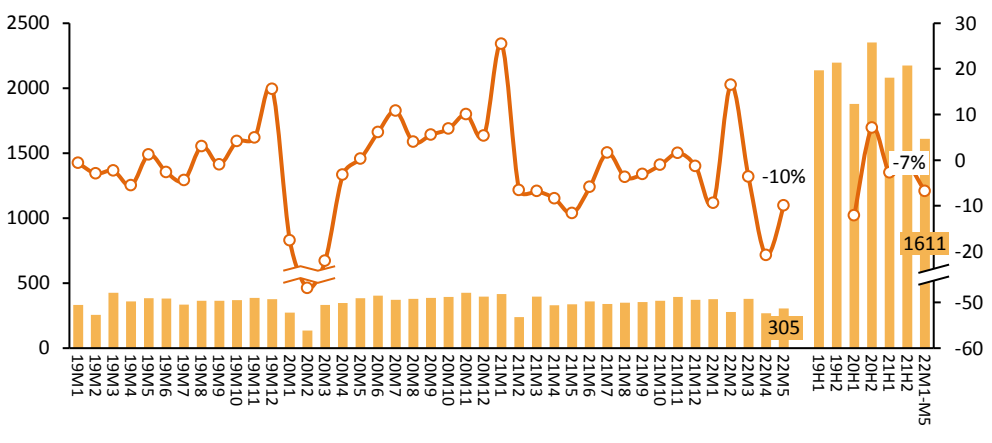
注：考虑到国内宏观经济周期多为3年一周期规律，此处采用滚动3年均值与标准差构建股债差“均值±1倍标准差”、“均值±2倍标准差”通道。

大家电2Q内销回顾（量的维度）：疫情对大家电内销造成普遍影响，其中安装类家电受到影响更为严重（空调因其旺季备货刚性在出货端反馈有延迟）。从修复角度来看，5月大家电各品类内销量增速均环比回升，我们预计未来冰洗亦有望快于空调及厨大电

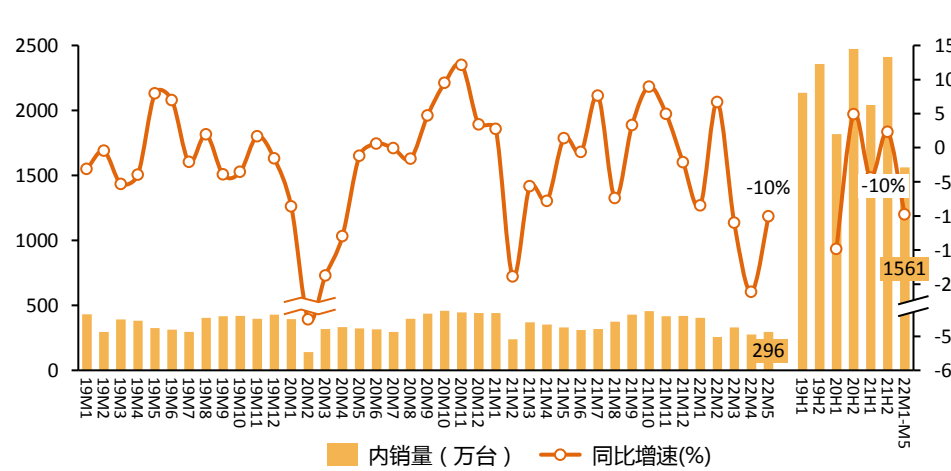
图：空调22年5月内销937.3万台，同比+6.7%，22年累计+1.7%



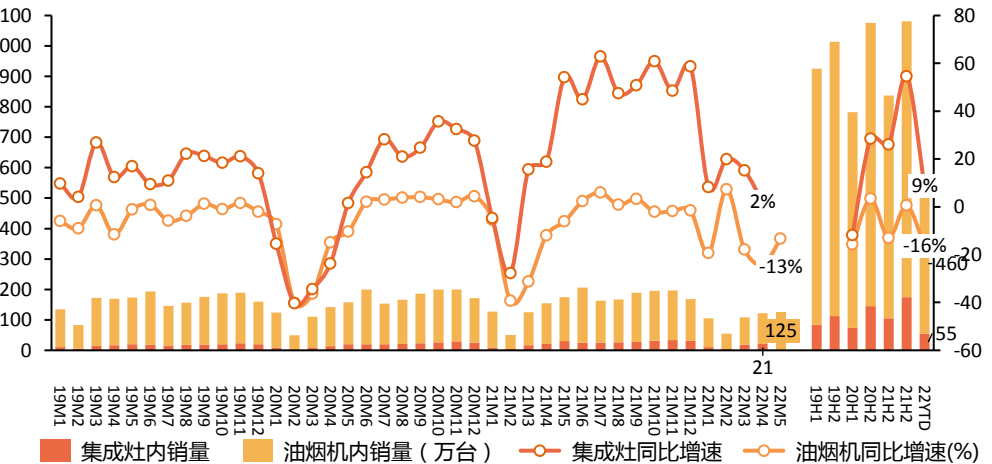
图：冰箱22年5月内销305.1万台，同比-9.9%，22年累计-6.8%



图：洗衣机22年5月内销296.5万台，同比-10.1%，22年累计-9.8%



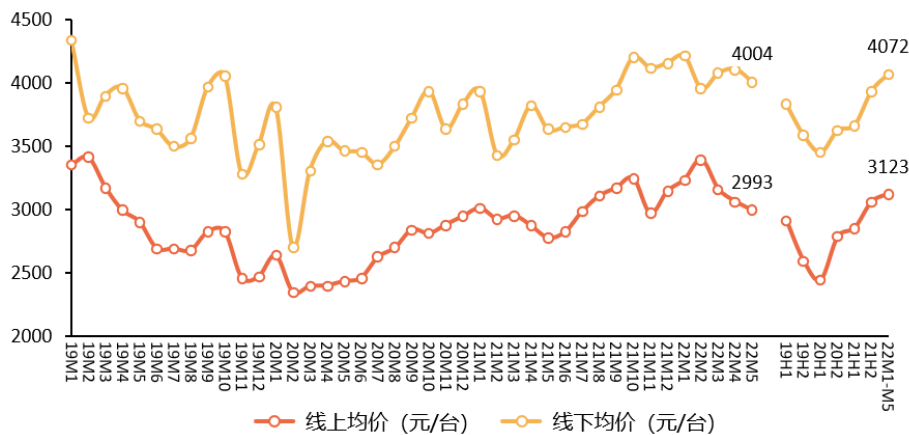
图：油烟机22年5月内销125.3万台，同比-13.4%，22年累计-16.5%；
集成灶22年4月内销20.8万台，同比+2.0%，22年累计+8.8%



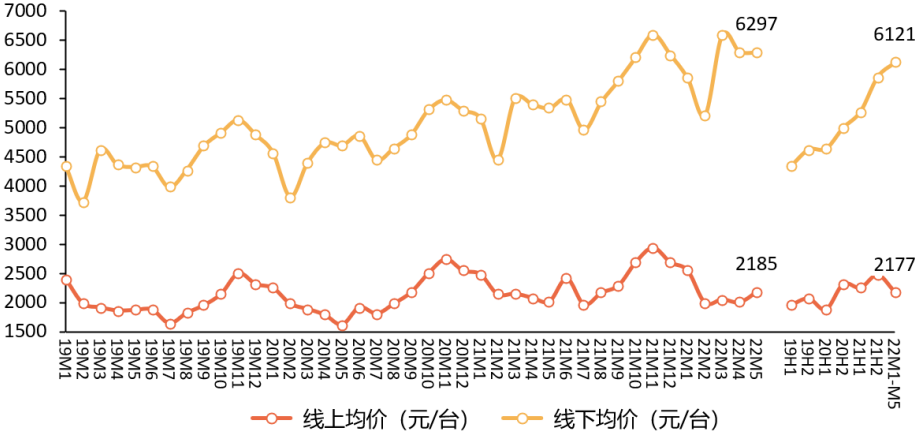
注：21年增速调整为较19年同期；集成灶品类5月数据暂未更新。

大家电2Q内销回顾（价的维度）：为应对成本走高，大家电产品自21年以来普遍采取同型号提价+产品结构升级方式提升均价，今年1-5月大家电整体零售均价同比仍有双位数提升，是行业增长的主要驱动力，同时亦为后续成本下行后收获利润“剪刀差”提供可能

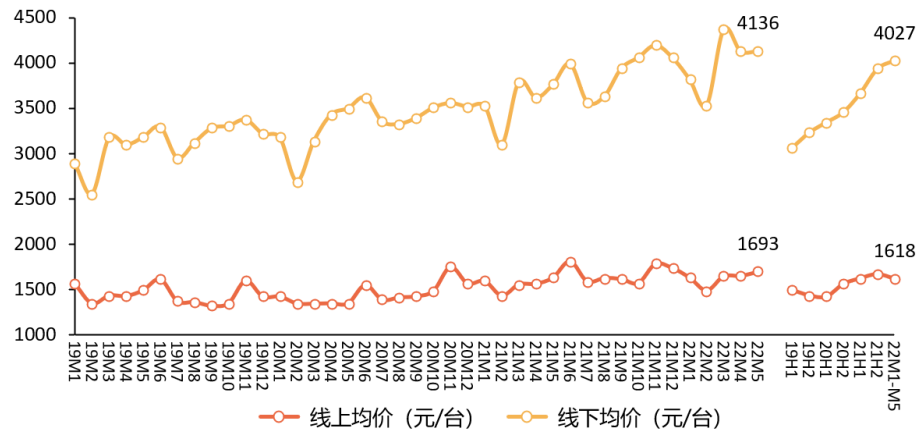
图：22年1-5月国内空调线上/线下均价3123/4072元，同比+8%/+11%



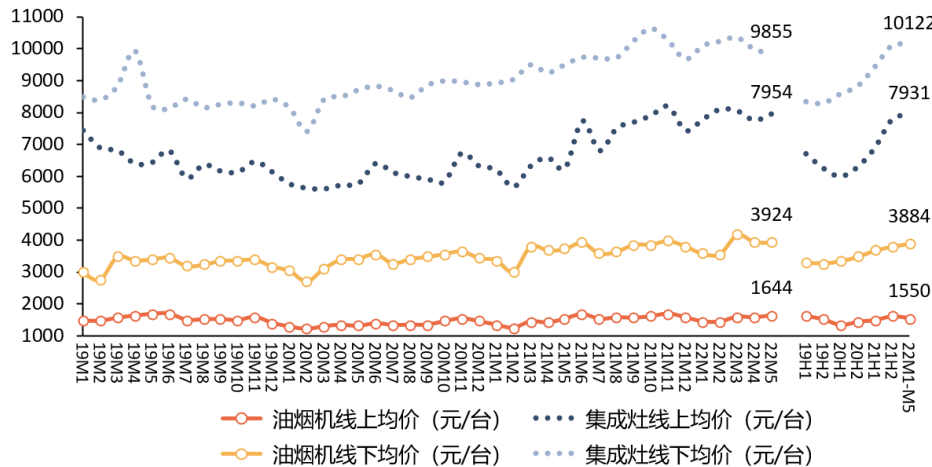
图：22年1-5月国内冰箱线上/线下均价2177/6121元，同比-0.4%/+17%



图：22年1-5月国内洗衣机线上/线下均价1618/4027元，同比+4%/+12%

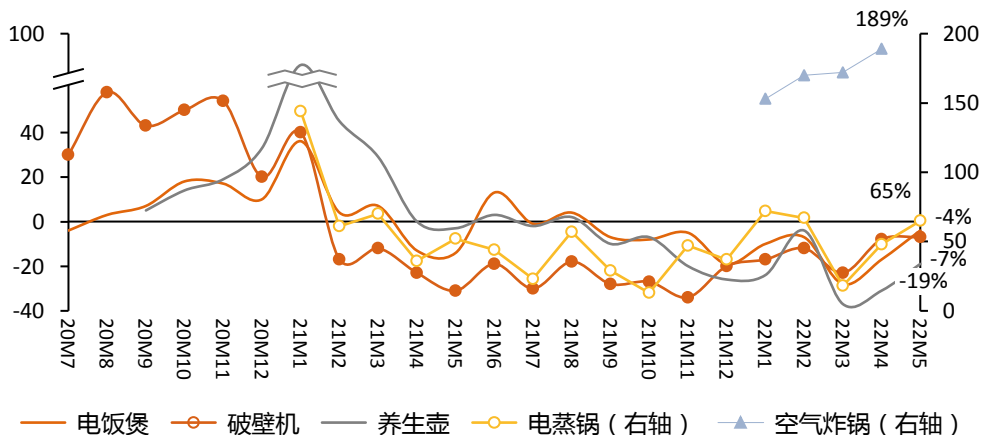


图：22年1-5月国内烟机线上/线下均价同比+10%/+8%；集成灶同比+26%/+8%

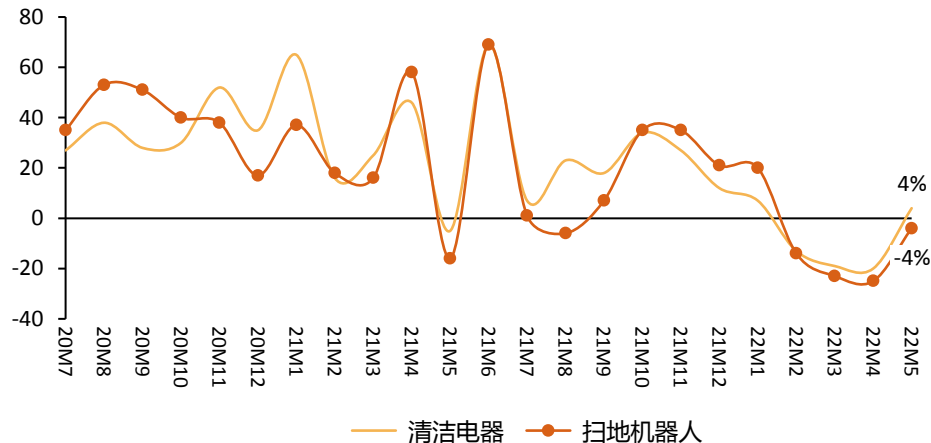


小家电2Q内销回顾：2Q厨小电需求修复，空气炸锅受益疫情高速增长；清洁电器在物流影响改善后增速回弹

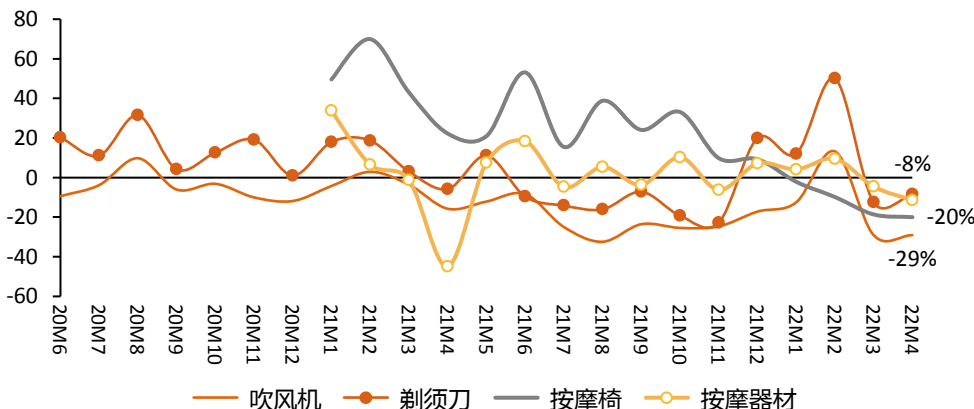
图：20M7-22M5厨房小电子品类奥维线上销额增速（%）



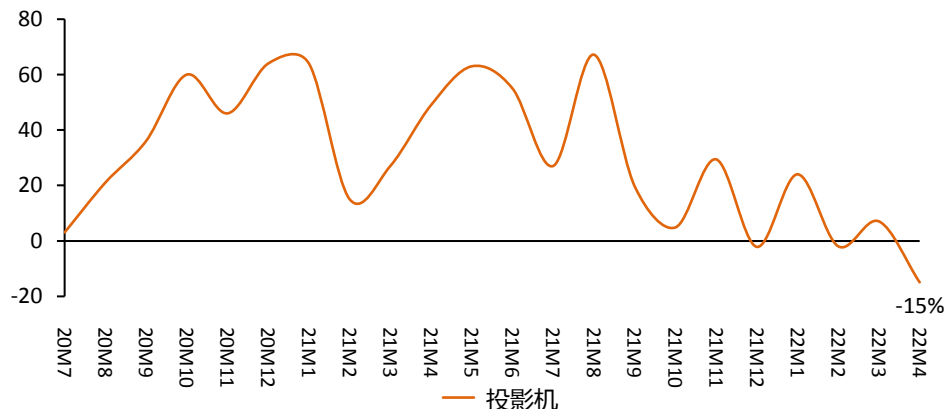
图：20M7-22M5清洁电器子品类奥维线上销额增速（%）



图：20M6-22M4个护子品类交易指数增速（%）



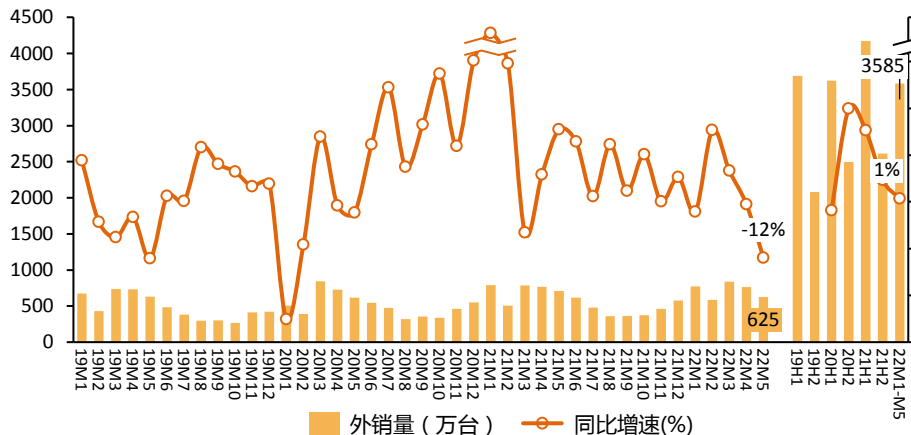
图：20M7-22M5投影仪品类销额增速（%）



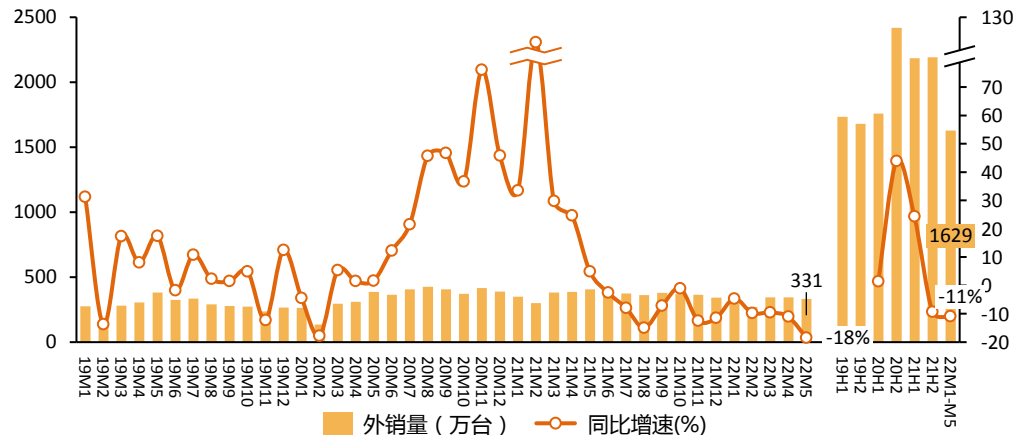
注：厨小及清洁数据来源于奥维云网；个护数据来源于生意参谋，其中吹风机和剃须刀取飞科当月交易指数，按摩椅取荣泰、奥佳华、倍轻松当月交易指数之和，按摩器材取荣泰、奥佳华、倍轻松、SKG当月交易指数之和；投影仪数据来源于洛图科技

大家电2Q外销回顾（量的维度）：俄乌冲突+欧美持续高通胀影响欧美家电需求，叠加2Q21海外业务高基数，家电行业二季度海外业务增速承压

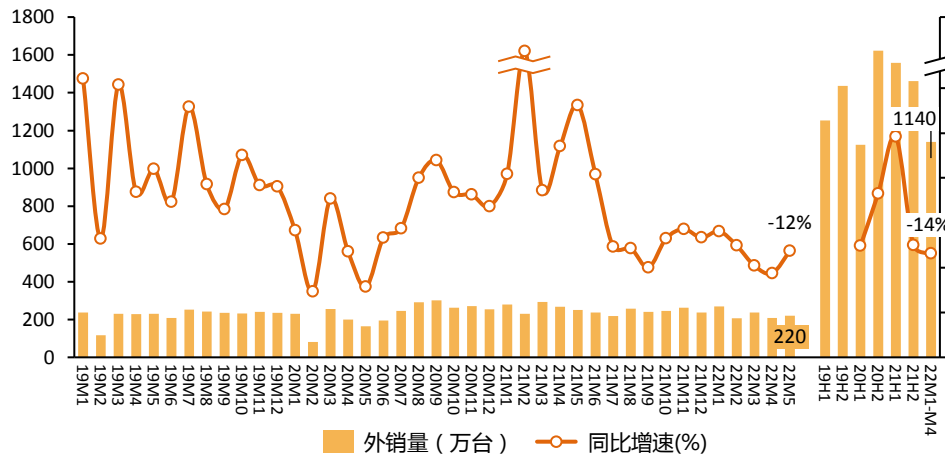
图：空调22年5月外销625.2万台，同比-12.0%，22年累计+0.7%



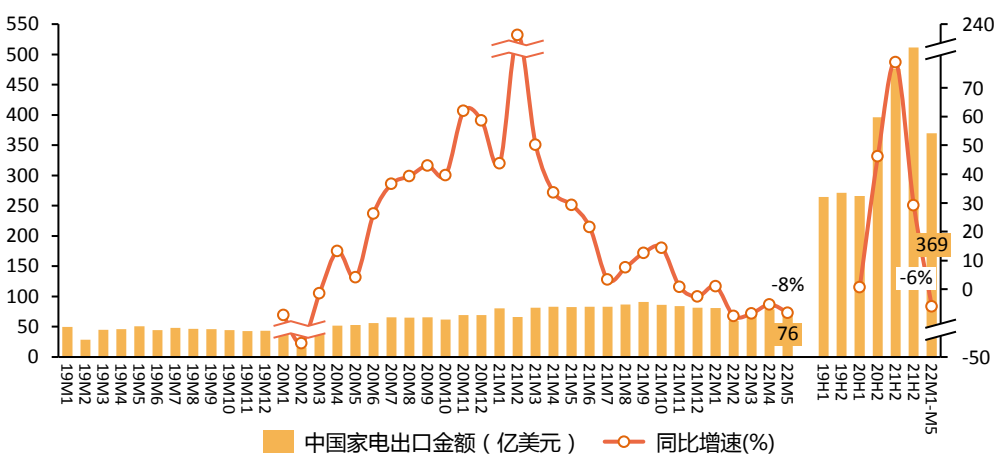
图：冰箱22年5月外销331.5万台，同比-18.5%，22年累计-11.0%



图：洗衣机22年5月外销219.5万台，同比-12.5%，22年累计-13.7%



图：我国22年5月家电出口金额75.6亿美元，同比-8.2%，22年累计-6.0%

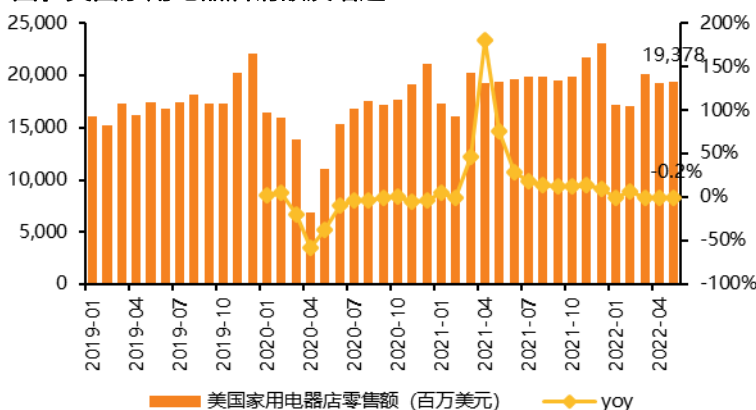


注：21年增速调整为较19年同期。

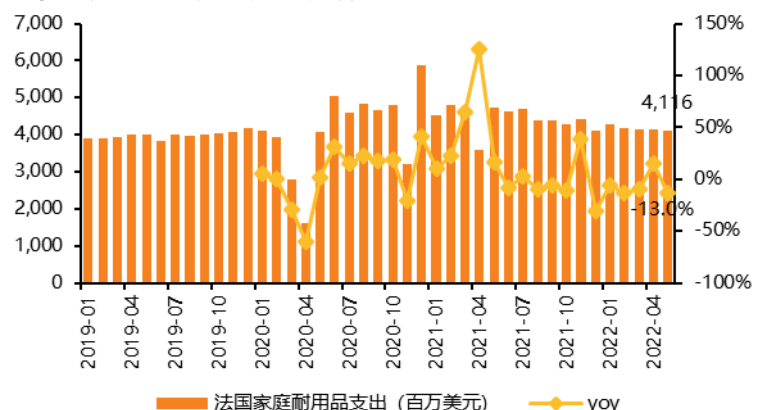
海外市场（零售/通胀/地产）：通胀压力或加速欧美家电需求回归常态，但欧美大家电需求在交房周期下可能仍存韧性

- 海外宏观方面：疫情以来在宽松货币政策影响下，欧美主要经济体通胀水平持续上行，CPI同比高增。俄乌战争持续、高通胀及后续联储加息等政策或对海外居民消费能力产生一定负面影响；
- 海外地产方面：美国新建住房销售22年以来增速持续下行，但成屋月度库存仍维持在近年来相对低位，指向22年美国地产销售回落而交房端仍有刚性。德国营建许可住宅数则保持相对平稳。
- 海外终端需求：我们认为，欧美家电需求在逐步走出疫情波动以及高通胀影响下，将逐步回归常态。考虑地产销售与交房周期以及需求的刚性程度，大家电需求韧性或好于小家电，同时自主品牌，如海尔海外，有望通过加强推新、促销等手段抵御下行风险。

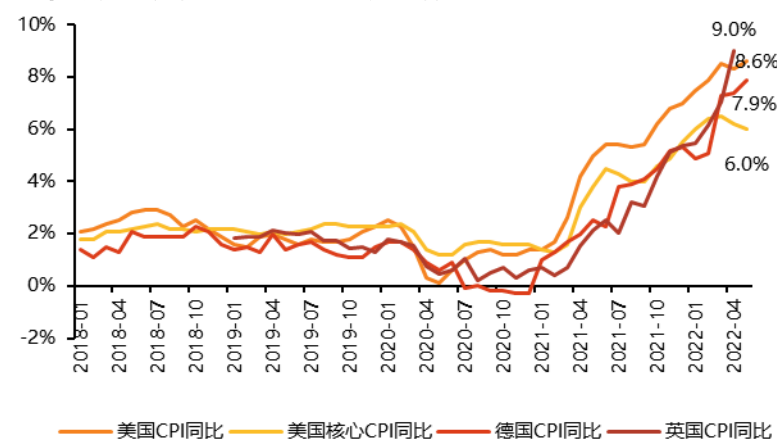
图：美国家用电器店销额及增速



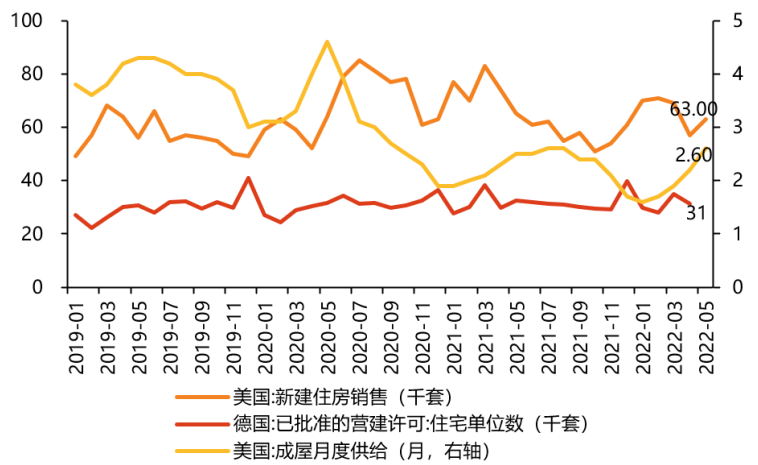
图：法国家庭耐用品支出及增速



图：欧美主要国家CPI同比持续高增



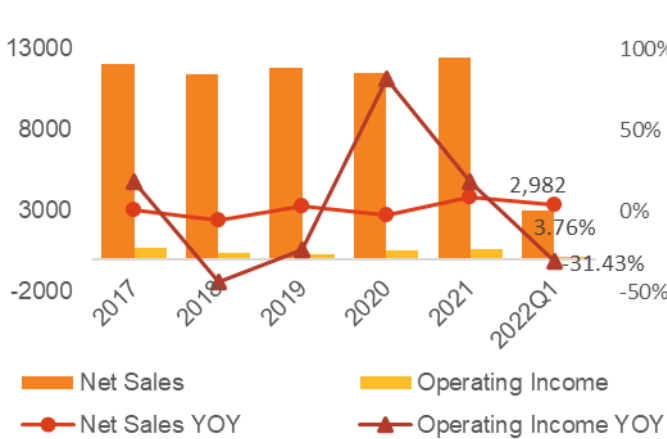
图：欧美地产在海外经济下行压力下有一定放缓



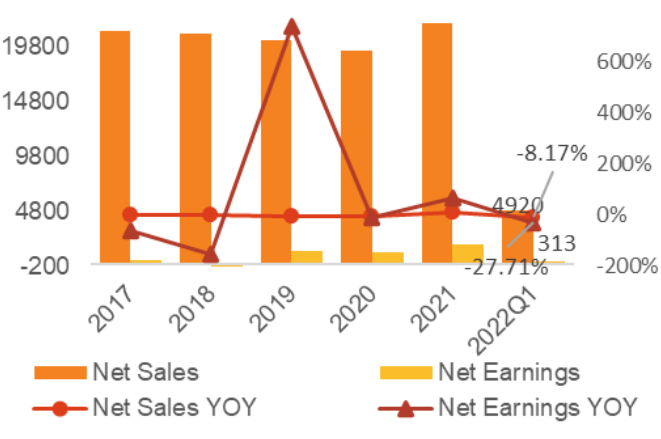
海外主要家电公司一季报总结：成本、通胀、供应不稳多因素作用下，1Q22海外家电公司业绩承压

- **伊莱克斯：营收稳健，利润下降。**22Q1营收小幅增长，同比+4%；营业收益同比下滑31%，主要因乌克兰局势加剧了成本、通胀和供应不稳定的情况。分区域来看，公司营收增长主要来源于美洲地区，同比+53%；拉丁美洲、欧洲地区出现较大幅度的下滑，同比分别为-80%和-46%。
- **惠而浦：营收业绩下滑。**22Q1公司营收和利润均存在一定程度的下降，同比分别为-8%和-28%。分区域来看，只有拉丁美洲地区营收实现了同比增长，为+4%；亚洲地区营收下滑幅度明显，同比-31%。主要由于收入减少和部分利润被成本价格上涨所抵消。公司对于2022年的全年营收增幅目标由原先的5-6%下调至2-3%，对应Q2-Q4营收增速为5.3-6.6%。
- **三星电子：营收、业绩增长提速。**22Q1营收维持较高增速，同比+59%，利润同比+19%。其中，设备解决方案品类增速较快，同比+39%。
- **LG电子：正向增速明显。**22Q1营收增速较2021年放缓但仍大幅度增长，同比+19%，利润连续两年维持双位数增长。分品类看，家用电器/空气解决方案、商业解决方案增速较好，分别同比+19%、+24%。其中，家用电器/空气解决方案品类增长的主要驱动力为海外市场的增长；游戏显示器和gram PC的持续增长，以及酒店TV产品的销售扩大促进了商业解决方案品类的发展。

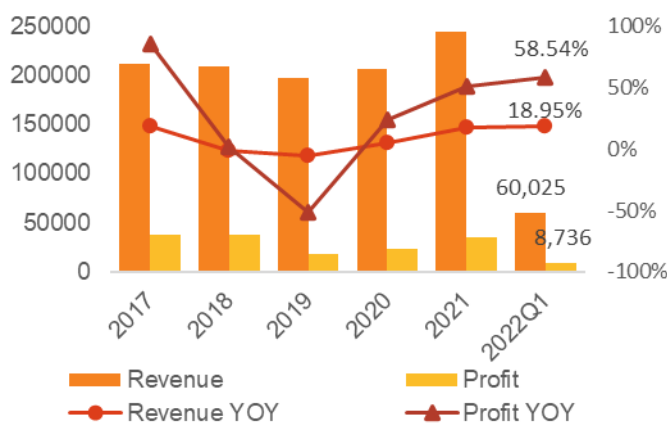
图：2017-22Q1伊莱克斯营收情况（百万美元）



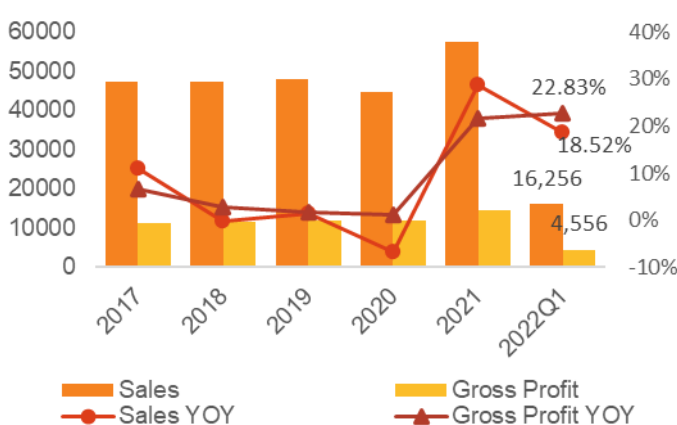
图：2017-22Q1惠而浦营收情况（百万美元）



图：2017-22Q1三星电子营收情况（百万美元）

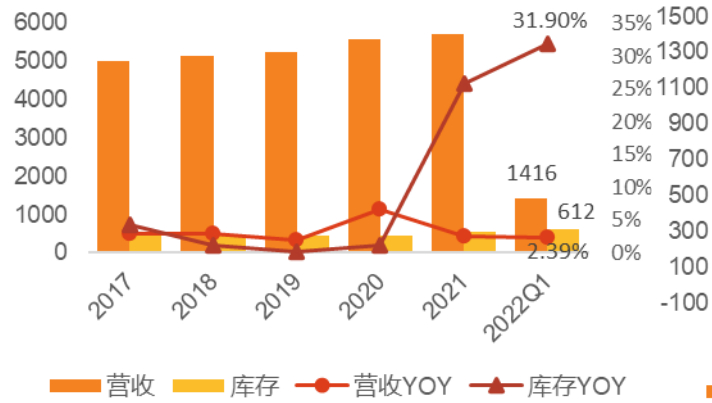


图：2017-22Q1 LG电子营收情况（百万美元）

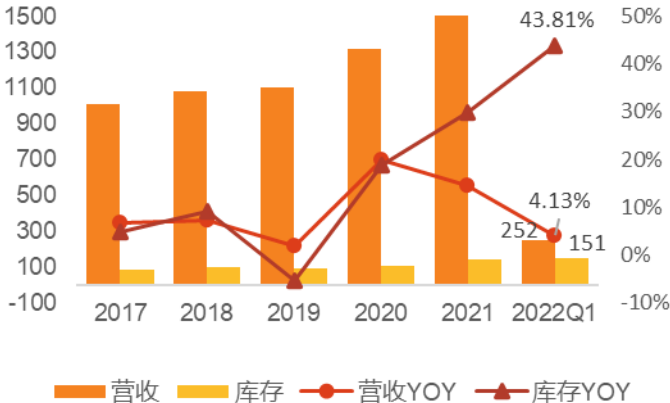


从北美五大零售商看北美需求：营收降速，库存提升，五大零售商库销比普遍升高；从零售渠道的普遍情况来看，北美市场需求仍面临压力

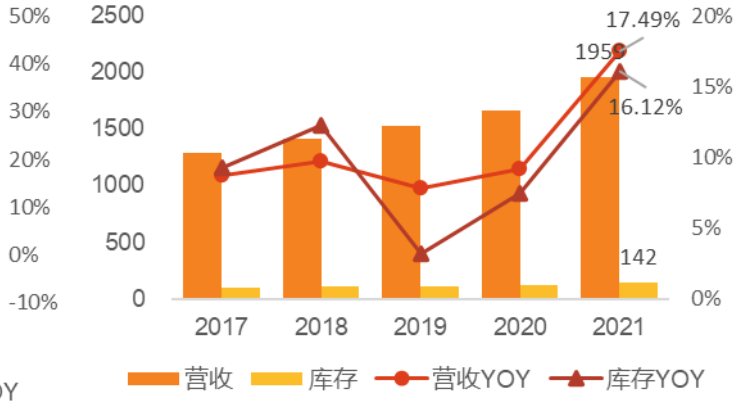
图：Walmart营收、库存情况（亿美元）



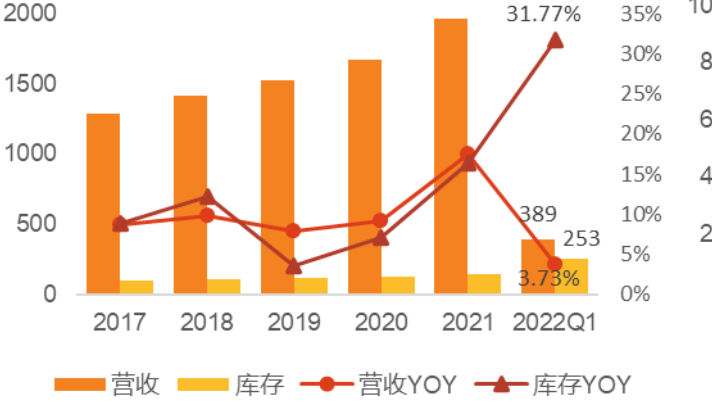
图：Target营收、库存情况（亿美元）



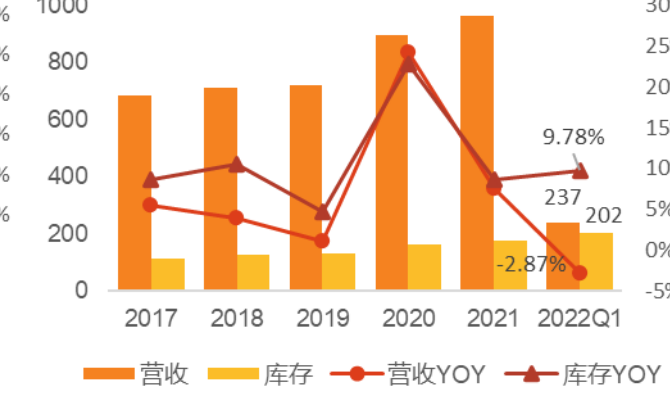
图：Costco营收、库存情况（亿美元）



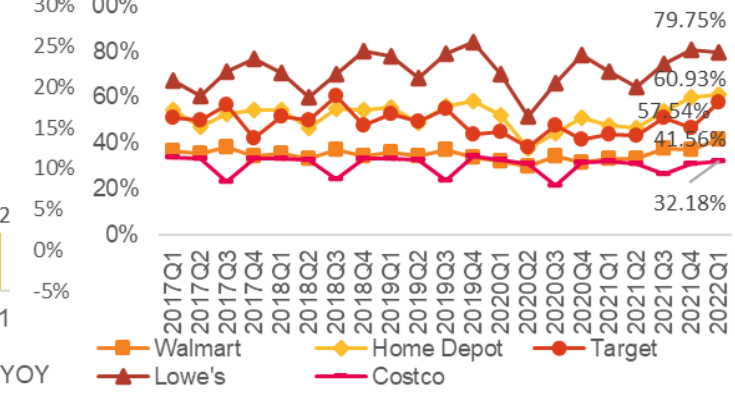
图：Home Depot营收、库存情况（亿美元）



图：Lowe's营收、库存情况（亿美元）



图：北美零售公司库销比



海外市场（航运）：运价回落及运力改善有利于降低家电企业出口成本

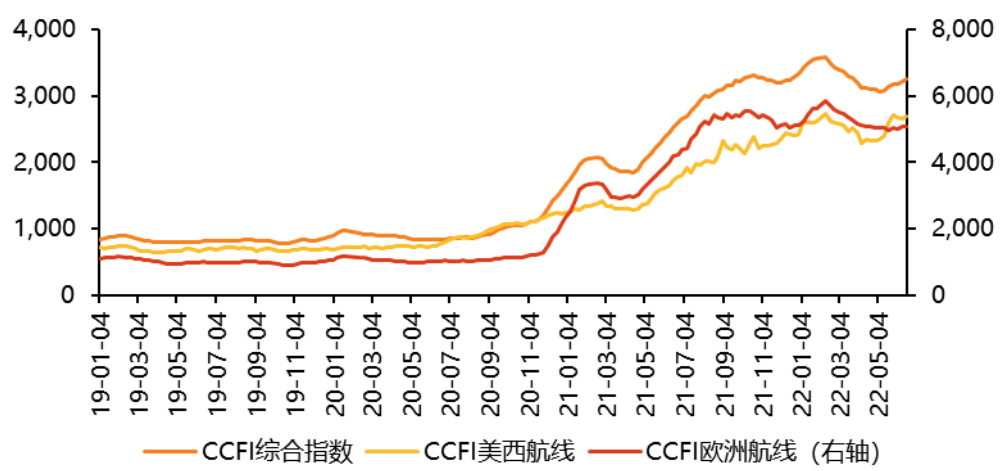
从海运价格看：上半年出口运价已自高位回落，有利于降低家电企业出口成本。分航线来看，1-4月美西航线价格回落更为明显，近期劳工谈判家居港口拥堵，抑制供给，伴随港口自动化逐步推进并落地，海运价格有望回归下行通道。

从航线拥挤程度看：主要出口航线准班率自21年以来由于港口拥堵而出现大幅下滑，但目前已出现环比改善，逐步抬升态势，后续海运压力有望进一步缓解。

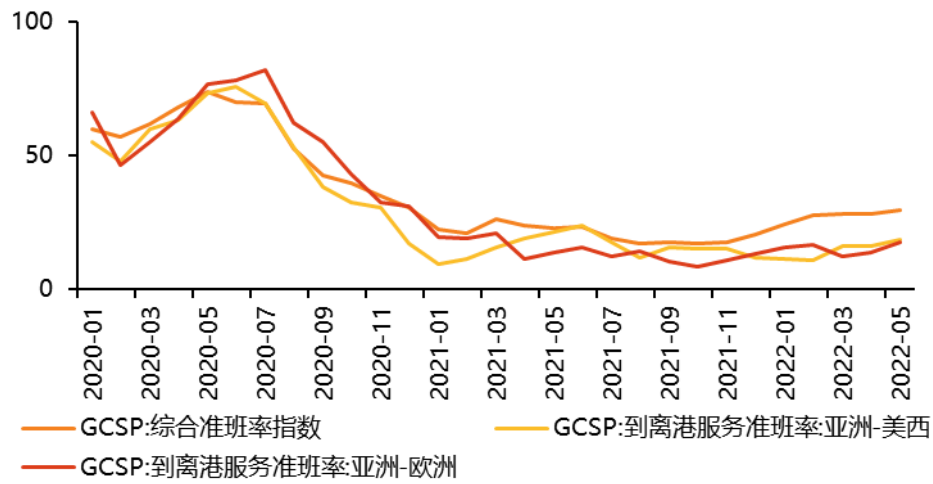
从国内港口吞吐情况看：受国内一季度以来疫情影响港口外贸吞吐量Q1增速承压，但目前随着疫情改善已有所好转。

因此，尽管主要家电企业（除FOB模式外）普遍与航运公司签订长协价以锁定运价，使得运价下跌传导至家电公司有时间延迟，但运力缓解后临柜的需求有望明显降低，仍将有利于改善家电企业出口成本。

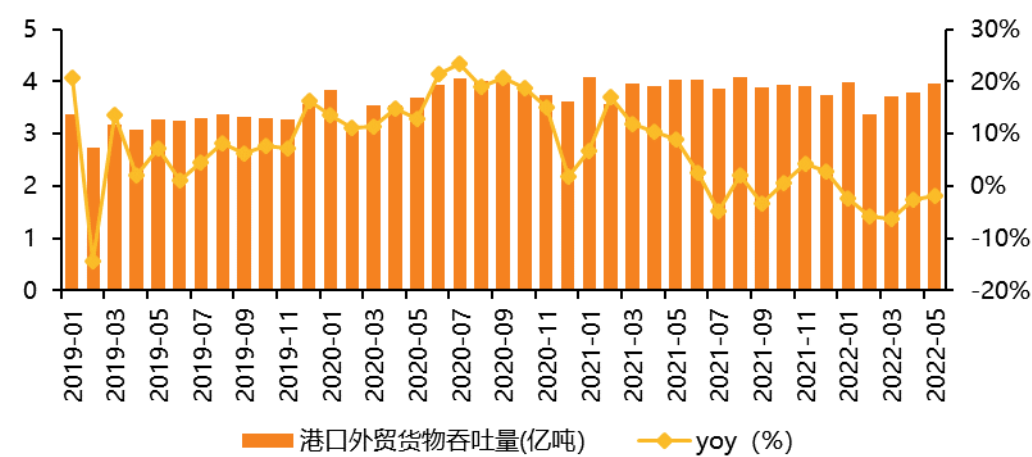
图：出口运价指数环比有所回落，但仍维持高位



图：主要出口航线准班率仍在低位，但环比有所改善（%）



图：受疫情影响港口外贸吞吐量Q1增速承压，目前已环比有所好转



2

下半年怎么看？

国内大家电需求有望得到改善：伴随疫情形势缓和、地产交房数据改善，预计下半年大家电动销较上半年有所改善

测算核心假设：

- 1. 据《国家人口发展规划(2016-2030年)》，2030年全国总人口有望达14.5亿人，常住人口城镇化率达70%，保守预计到2035年我国总人口为14.6亿人，城镇化率为73%，城镇、农村平均户规模达3人。
- 2. 假设空冰洗更新周期为10年，油烟机更新周期为13年。
- 3. 参考日本、我国大家电增长情况，预计至35年我国空/冰/洗/烟机+集成灶每百户保有量分别为264/113/105/100台；
- 4. 假设精装修渗透率每年+2%。
- 5. 保守估计2021-2035年住宅销售套数均为1375万套。

测算结果：

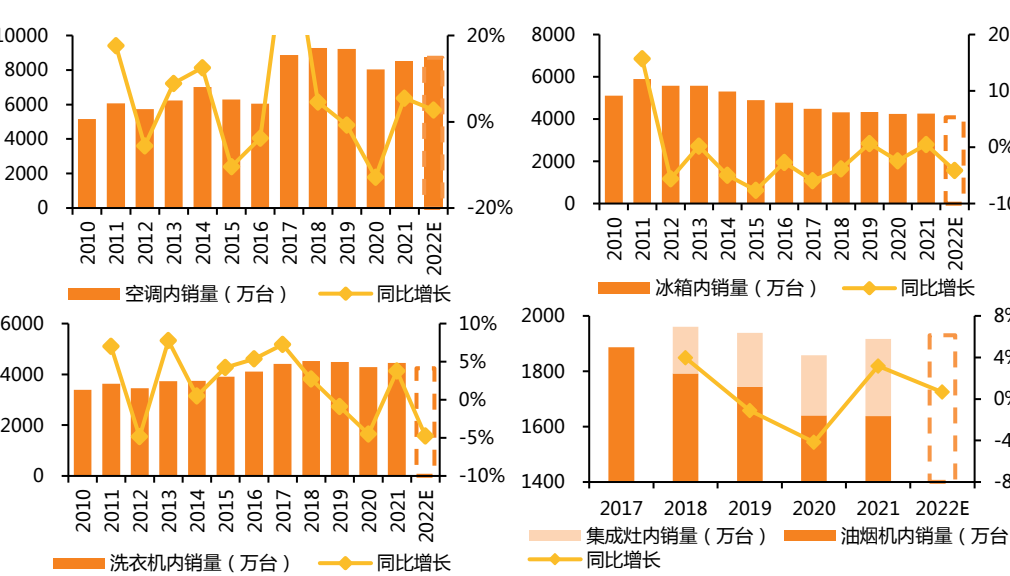
预计22年空/冰/洗/烟机+集成灶内销量同比+3%/-4%/-5% /+1%，对应空、冰、洗M6-M12内销量分别同比+3%/-3%/-2%，烟机+集成灶M5-M12同比+5%。由于散发疫情、原材料成本上涨等因素，2021年部分消费者家电购置需求延后，我国大家电内销较增长中枢（依据行业长期变量，如居民收入、国家城镇化率等指标测算得到）形成缺口。上半年国内散发疫情对消费形成压制，导致安装属性较强的大家电（特别是空调、烟机、集成灶）的渗透，明显偏离中长期变量引起的中枢增速，我们预计伴随疫情形势缓和、地产交房数据改善支撑下半年大家电需求向好，逐渐补齐两年内形成的需求缺口。

图：2022年大家电内销量测算结果

单位：百户保有量(台)；内销量(万台)	2019A	2021A	2035E	19-35 增幅	19-35 CAGR
空调百户保有量	118	136	264	123%	5.15%
空调内销量	9212	8470	14156	54%	2.72%
冰箱百户保有量	101	104	113	11%	0.68%
冰箱内销量	4338	4255	5021	16%	0.92%
洗衣机百户保有量	96	99	105	9%	0.53%
洗衣机内销量	4493	4453	3846	-14%	-0.97%
油烟机+集成灶百户保有量	69	78	100	44%	2.30%
油烟机+集成灶内销量	1940	1918	2157	11%	0.67%

大家电内销量	21年			22年				
单位：万台	中枢预测	实际值	缺口	中枢预测	中性预测	中性增速	乐观预测	乐观增速
空调	9720	8470	13%	9985	8700	2.7%	8951	5.7%
冰箱	4418	4255	4%	4459	4079	-4.1%	4112	-3.4%
洗衣机	4406	4453	-1%	4364	4224	-5.1%	4215	-5.4%
油烟机+集成灶	1966	1918	2%	1979	1930	0.7%	1940	1.2%

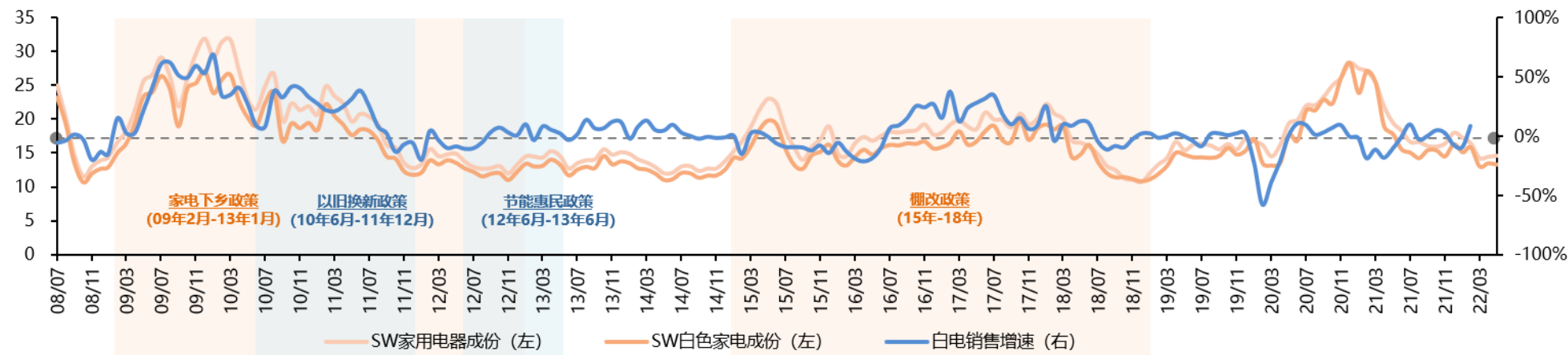
图：2010-2022E大家电内销量（万台）



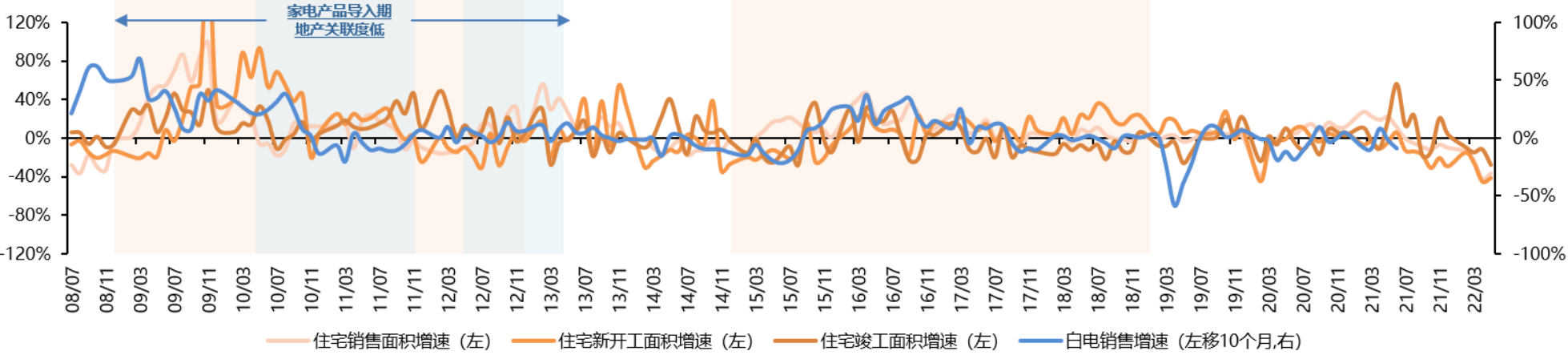
注：油烟机2016年及以前的产业在线内销量数据缺失，集成灶22年5月产业在线数据暂未更新。

国内趋势预测之地产线：大家电销售（以白电替代）部分受到地产销售的影响，而行业股价走势则受到销售的影响，因此地产销售改善将对大家电行业未来需求预期产生正向影响，从而带动行业估值改善

图：家用电器、白色家电PE TTM与白电销售增速



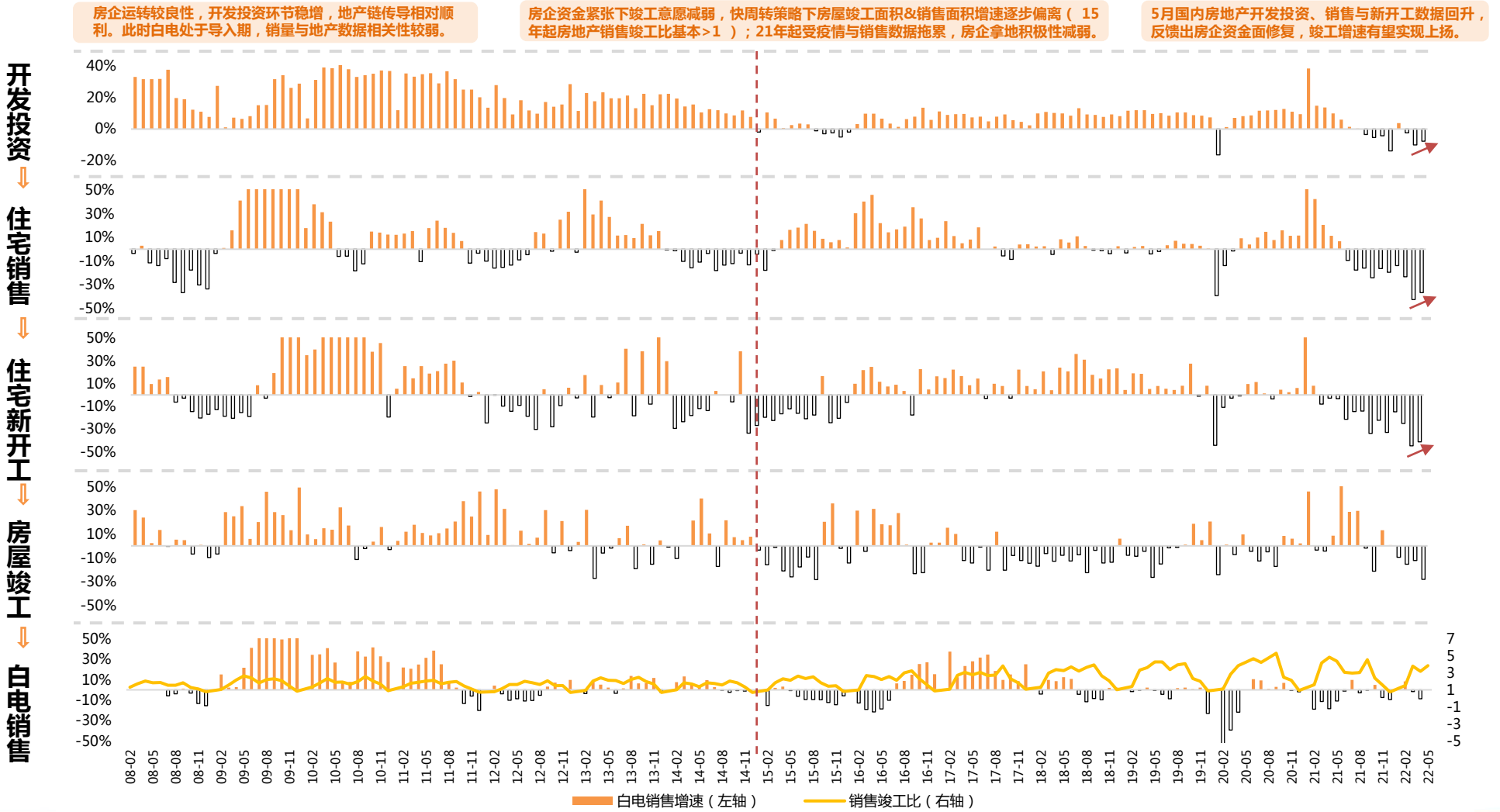
图：地产销售/新开工/竣工面积增速与白电销售增速



注：21年住宅销售面积增速、白电销量增速调整至较19年同期增速；由于家电属于地产后周期，通常在交房后一年左右进入大家电购买期，因此本图保持地产成套数不动，对白电销售数据进行10个月的提前错配。

国内趋势预测之地产线：5月销售和新开工数据转好，房企资金紧张状况有望逐步纾解，叠加宽松流动性支持下前期竣工缺口逐步释放，住宅竣工或将触底回升，支撑家电需求回暖

图：2008年起我国房地产开发投资完成额与住宅销售/新开工/竣工面积单月值同比增速



国内趋势预测之地产线：21年以来较多城市限售松绑、调控政策逐步侧重需求端，政治局会议支持各地从实际出发完善政策，伴随更多城市释放积极信号，有望支撑家电未来需求

图：2018年至今国家层面对地产行业政策引导

时间	会议名称/发布主体	地产相关表述
2018-04-23	中共中央政治局会议	推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，及时跟进监督，消除隐患。
2018-07-31	发改委	下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制。
2019-04-19	中共中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好 一城一策、因城施策、城市政府主体责任 的长效机制。
2019-07-30	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实 因城施策 ，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展。
2020-04-17	中共中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020-04-23	《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》	针对受疫情影响个人房贷还款能力等问题，指导商业银行积极回应市场关切， 多数银行在上海地区推出延期还款、调整还款计划等措施 ，为客户提供1-3个月的还款宽限期，以缓解客户还款压力。央行上海总部与上海住建部等加强协调， 建立保障性住房项目库，定期推送金融机构，加大对保障性住房支持力度 。持续督促金融机构准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，确保 房地产信贷平稳有序投放 。 因城施策 实施好差别化住房信贷政策，促进房地产业健康发展和良性循环。
2020-07-30	中共中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2021-01-11	2021年上海货币信贷工作会议	稳妥实施好 房地产贷款集中度管理要求 ，合理控制房地产贷款规模。
2021-03-12	《2021年上海信贷政策指引》	金融机构要合理控制房地产贷款增速和占比，严格执行差别化住房信贷政策， 优先支持首套刚需自住购房需求，加强个人住房贷款管理 ，严格审查贷款人个人信息的真实性，切实防范消费贷款、经营性贷款违规流入房地产市场。
2021-04-30	中共中央政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房 and 共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。
2021-05-03	人民银行上海总部2021年下半年工作会议	继续稳妥实施好 房地产金融审慎管理 ，推动金融、房地产同实体经济均衡发展。
2022-01-04	2022年货币信贷工作会议	2022年要继续稳妥实施房地产金融审慎管理。要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，加强预期引导， 各商业银行要进一步优化信贷结构，提升服务实体经济的能力 ，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产业良性循环和健康发展。
2022-04-25	《关于进一步做好金融支持疫情防控和经济社会发展工作的指导意见》	金融机构要准确把握和执行房地产金融审慎管理各项要求， 稳妥执行上海市差别化住房信贷政策，重点加大对首套、小户型、新市民购房信贷支持，合理安排个贷受理与投放 。金融机构要区分房企项目风险与企业集团风险，支持房地产开发企业、建筑施工企业合理融资需求，加大对保障性住房建设支持力度。对因疫情影响缓建停工、延期交房的已售住宅项目，应综合项目实际、借款人意愿等，按照市场化、法治化原则妥善协商处理，切实维护购房人合法权益。
2022-04-29	中共中央政治局会议	有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 支持各地从实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求 ，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
2022-05-25	货币信贷工作座谈会	金融机构进一步加大受疫情严重影响行业和中小微企业的支持力度， 同时保持房地产信贷投放平稳有序 。

图：2018年至今国内因城施策路径变化

时间	限贷	限购	限售	限价	时间	限贷	限购	限售	限价
2018年					2020年				
2018-01		兰州	北京 南京		2020-01				九江
2018-02		天津			2020-02	绍兴	厦门		
2018-03		九江			2020-03		天津 江门 佛山 广州	南通	东莞 防城港 大连
2018-04		北京 厦门 石家庄			2020-04	兰州	苏州 南通		岳阳
2018-05					2020-05		海南	东莞	
2018-06		浙江	西安		2020-06				
2018-07		天津	太原		2020-07		杭州 成都 宁波	长春	
2018-08		合肥 广州			2020-08		南京 北京		
2018-09		石家庄			2020-09	桂林	广州 *深圳 苏州		
2018-10					2020-10	重庆	天津 太原		
2018-11		江门			2020-11		万宁		
2018-12			菏泽 广州		2020-12		文山 南昌 深圳	福州	
2019年					2021年至今				
2019-01			南京 大连		2021-12		海南	西安	保定
2019-02	合肥			阜阳 济南	2022-01		福州		
2019-03		保定 泉州 海南							
2019-04		呼和浩特 保定			2022-02	温州 菏泽 南宁			长沙
2019-05		苏州			2022-03	重庆 赣州 佛山	南昌		
2019-06		南京 北京	赤峰			驻马店 南通			
2019-07						宁波 德州 昆明	福州	青岛 哈尔滨	
2019-08		珠海 上海		常德	2022-04	沈阳 广西 郑州			
2019-09		济南 宁波		天津		兰州	秦皇岛 南京		
2019-10		泉州 天津 西安		海口		昆明	苏州		东莞
2019-11		三亚 廊坊 南京				张家口	无锡 佛山	衢州	
2019-12		清远 江门				宜昌	*上海		
		*深圳 成都 佛山				淮北	中山 长沙	宜昌	天津
		广州	深圳			贵阳	沈阳 东莞		

注：图中“四限”政策中红色标记部分为重点政策，带*号标记为针对特殊区划出台政策，未标记部分为针对人才等特殊人群出台政策。

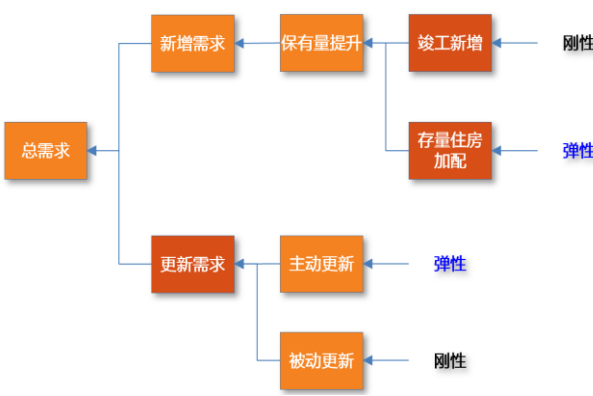
国内趋势预测之地产线：08年至今，房地产竣工每轮谷-峰周期对家电各板块的股价拉动作用排序为厨大电>白电>黑电

我们拆解了大家电各品类的需求来源，将影响大家电销售的需求划分为：较为刚性的竣工新增需求、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（如二手房重装修、主动升级换代）。假设每套新房中冰洗及烟机均为1:1配置，空调为1:2配置、10年的换机周期和80%竣工销售比，并使用产业在线19年各类大家电内销数据（剔除20年疫情异常影响）进行测算，得到结果：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%。若商品房销售数据向好，对家电的销售产生的正面影响，程度排序应为厨大电>冰箱/洗衣机>空调。

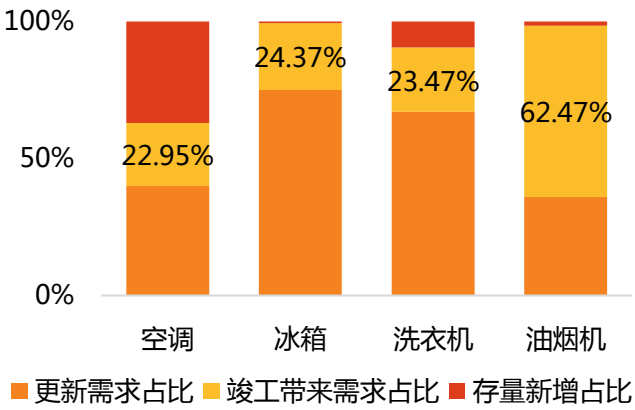
通过梳理08年至今，房地产每轮住宅竣工面积谷-峰周期内，大家电各板块、核心标的的股价表现，我们发现：

- 1) 在过去14年内地产链传导下的家电行业普涨共计有6轮。其中，地产数据向好对家电各板块股价拉动作用排序为：厨大电>白电>黑电；
- 2) 大家电核心标的中，在地产竣工谷-峰周期中涨幅排序为老板电器>美的集团>浙江美大>华帝股份>格力电器>海尔智家。

图：大家电需求来源拆解



图：2019年更新及新增需求占比（竣工=销售*80%）



表：在过去几轮住宅竣工面积谷-峰周期内，家电子板块与标的涨跌幅情况

	谷峰	08-12	10-02	12-12	13-05	13-10	14-02	15-02	15-08	19-06	20-02	21-05	平均涨跌幅
		09-04	10-06	13-02	13-07	13-11	14-06	15-03	16-02	19-12	21-02	21-08	
分板块	家用电器 (申万)	68.0%	-17.7%	21.4%	-4.1%	15.7%	-3.8%	21.5%	-22.7%	18.4%	28.5%	-16.3%	9.9%
	白色家电 (申万)	68.7%	-14.5%	21.2%	-0.9%	16.5%	-3.2%	17.3%	-18.0%	19.3%	30.2%	-17.5%	10.8%
	厨房电器 (申万)	73.0%	-11.8%	50.3%	9.4%	8.8%	-2.5%	20.8%	-0.6%	22.5%	1.4%	-8.3%	14.8%
	黑色家电 (申万)	64.2%	-25.6%	22.0%	-12.9%	13.3%	-5.6%	35.2%	-36.0%	4.9%	1.1%	7.4%	6.2%
分公司	美的集团	-	-	-	-	10.8%	7.6%	9.7%	-21.4%	17.4%	73.5%	-16.0%	11.7%
	海尔智家	13.5%	-5.4%	18.1%	-8.8%	29.3%	-28.2%	29.5%	-33.1%	25.5%	58.9%	-17.2%	7.5%
	格力电器	69.0%	-21.5%	23.8%	4.1%	17.5%	9.1%	8.4%	-13.9%	29.0%	-4.5%	-27.0%	8.6%
	老板电器	-	-	55.9%	24.1%	3.8%	-5.0%	24.7%	6.5%	33.3%	16.9%	-5.9%	17.2%
	浙江美大	-	-	23.0%	10.0%	41.9%	-0.5%	43.6%	-32.5%	-0.4%	40.8%	-29.5%	10.7%
	华帝股份	73.0%	-11.8%	51.5%	-10.1%	10.1%	8.1%	4.8%	1.6%	17.8%	-31.8%	1.8%	10.5%

国内趋势预测之消费刺激：2007-2013年三大家电消费刺激政策复盘

- **家电下乡：**1) **政策目标**，家电下乡政策在 2007 年开展试点时的政策目标为促进社会主义新农村建设，提高农民生活质量，引导建立适合农村消费特点的生产和流通渠道。2009 年在全国推广家电下乡工作以后，应对 2008 年国际金融危机，带动工业生产，促进消费拉动内需成为其新增的政策目标。2) **实施方式**，家电下乡期间的家电出口退税率为 13%，家电下乡比照出口退税率，对农民购买试点家电产品，由中央和试点地区财政以直补方式给予销售价格 13% 的资金补贴。每户每类补贴产品购买数量不得超过 2 台。3) **实施进程**，07-08 年，下乡试点工作实施范围仅限于山东、河南、四川三省及青岛市，补贴范围为彩电、冰箱（含冷柜）和手机；08-09 年，补贴范围逐步扩大至全国，品类扩充至九类，且补贴限价有所上调；10-11 年，家电下乡在全国范围内广泛展开，补贴限价进一步大幅提高；11-13 年，家电下乡按计划逐步退出。
- **以旧换新：**1) **政策目标**，进一步促进扩大消费需求，提高资源能源利用效率，减少环境污染，促进节能减排和循环经济发展。2) **实施方式**，在实施家电以旧换新省份的家电购买人将废弃旧家电交售到中标回收企业，并到中标销售企业购买新家电的，可以享受家电补贴。补贴金额为新家电售价的 10%，采用售价直接减免补贴金额，企业领取补贴的方式。政策实施期间，个人购买新家电的，总量不超过 5 台；单位购买新家电的，总量不超过 50 台。3) **实施进程**，政策首先在 9 省市试点，5 类家电进入补贴范围并给予一定运费补贴；伴随政策进入正式推广期，在原补贴基础上，新增家电拆解处理补贴，政策期末按计划结束。
- **节能惠民：**1) **政策目标**，一方面为了有效扩大内需，拉动消费需求；另一方面提高用能产品能源效率，促进节能减排。2) **实施方式**，根据产品总体能耗水平和高效节能产品市场份额等情况，对能效等级为 1 级或 2 级以上的 10 类家电进行推广；采取间接补贴方式，对高效节能产品生产企业给予补贴。3) **实施进程**，对空冰洗、平板电视、热水器五类高效节能家电进行为期一年的补贴推广，政策期末按计划结束。

图：2007-2013 年家电下乡政策四阶段实施进程

	第一阶段 2007/12/1-2008/12/1	第二阶段 2008/12/1-2009/12/31	第三阶段 2010/1/1-2011/11/31	退出阶段 2011/12/1-2013/1/31
家电下乡 补贴产品 (价格上限)	彩电 (1500 元) 冰箱 (2000 元) 手机 (1000 元)	彩电 (3500 元) 冰箱 (2500 元) 手机 (1000 元) 电脑 (3500 元) 空调 (4000 元) 电磁炉 (600 元) 洗衣机 (2000 元) 热水器 (4000 元) 微波炉 (1000 元)	彩电 (7000 元) 冰箱 (4000 元) 手机 (2000 元) 电脑 (5000 元) 空调 (6000 元) 电磁炉 (1000 元) 洗衣机 (3500 元) 热水器 (5000 元) 微波炉 (1500 元) 各省可再自主选择增加一个补贴产品	政策正常执行至 2011/11/30 四试点省市结束 2012/11/30 十省市结束 2013/01/31 二十二省市结束

图：2009-2013 年家电以旧换新、节能惠民两阶段实施进程

	第一阶段 2009/6/1-2010/5/31	第二阶段 2010/6/1-2011/12/31
以旧换新 补贴内容 (补贴上限)	电视 (400 元/台) 冰箱 (300 元/台) 空调 (350 元/台) 电脑 (400 元/台) 洗衣机 (250 元/台) 运费补贴	新增拆解处理补贴 电视 (15 元/台) 冰箱 (20 元/台) 电脑 (15 元/台) 洗衣机 (5 元/台) 空调不予补贴
	第一阶段 2009/5/21-2012/5/31	第二阶段 2012/6/1-2013/5/31
节能惠民 补贴内容 (补贴价格)	能效等级 1 级或 2 级以上的 空冰洗 等十种产品 (300-850 元/台)	空调 (180-400 元/台) 平板电视 (100-400 元/台) 电冰箱 (70-400 元/台) 洗衣机 (70-260 元/台) 热水器 (100-600 元/台)

国内趋势预测之消费刺激：上一轮三大政策同时作用期间，大家电农村保有量大幅提振，城镇保有量亦小幅度上升；政策逐步退出后保有量短期内存在轻微波动，趋势以上升为主

➢ 家电市场表现受政策影响主要体现在保有量和销量的变化。其中保有量数据可以观察增量市场变化情况，不能体现政策对更新换代需求的刺激效果，销量数据则可以观察全部市场的变化情况。

➢ 保有量：农村保有量提振效果明显，城镇保有量受政策影响较小

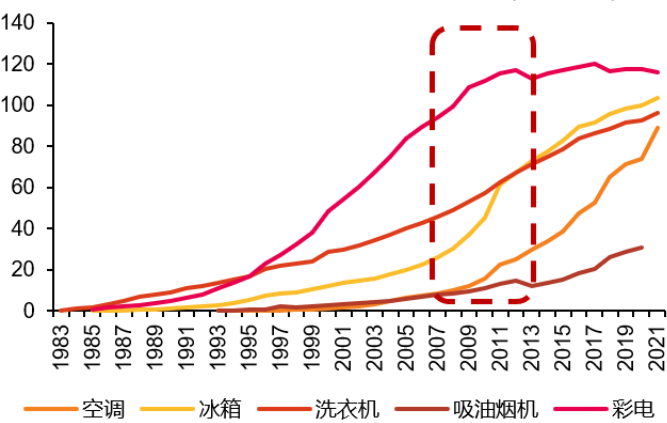
1) 农村方面：以刺激农村消费为目标的家电下乡政策对农村保有量提振明显，各产品农村保有量大幅提升。分品类看，在政策实施期间，洗衣机保有量增速略有上升，政策提振效果一般；冰箱因保有量处于低水平，需求潜力较大，保有量增幅较好；彩电保有量相对白电已经达到较高水平，增幅仅在政策初期略有上升；空调保有量低，且增速一直维持在高水平，政策提振效果明显。

2) 城镇方面：由于城镇冰洗彩保有量在三大政策前已经接近饱和，且对增量影响最大的家电下乡政策并不覆盖城镇居民，故除空调外其他产品保有量无明显变化，增速普遍维持在较低水平。城镇居民受以旧换新，节能惠民政策影响更多，家电消费刺激在更新换代。

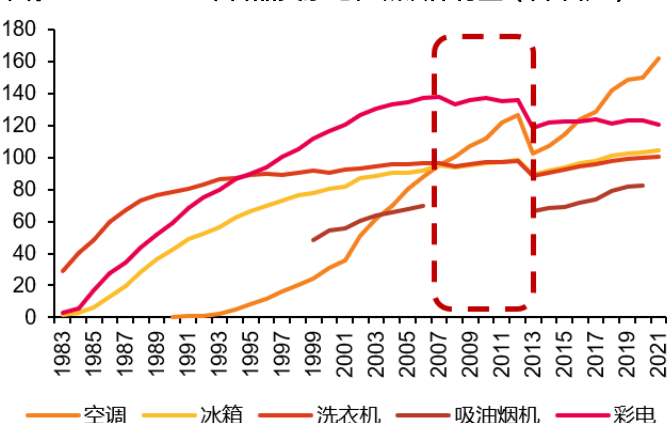
➢ 内销量：政策期内四大家电销量在持续上涨，更新换代需求被释放

在三大政策叠加时期（2009-2010 年），冰箱销量实现了20+%的增速，洗衣机实现了20%左右增速，彩电增长约15%。空调于09年纳入家电下乡补贴，爆发更晚，2010年同比提升35%。2009-2010年持续放量挤压短期需求，政策后期家电品类销量增速趋缓。

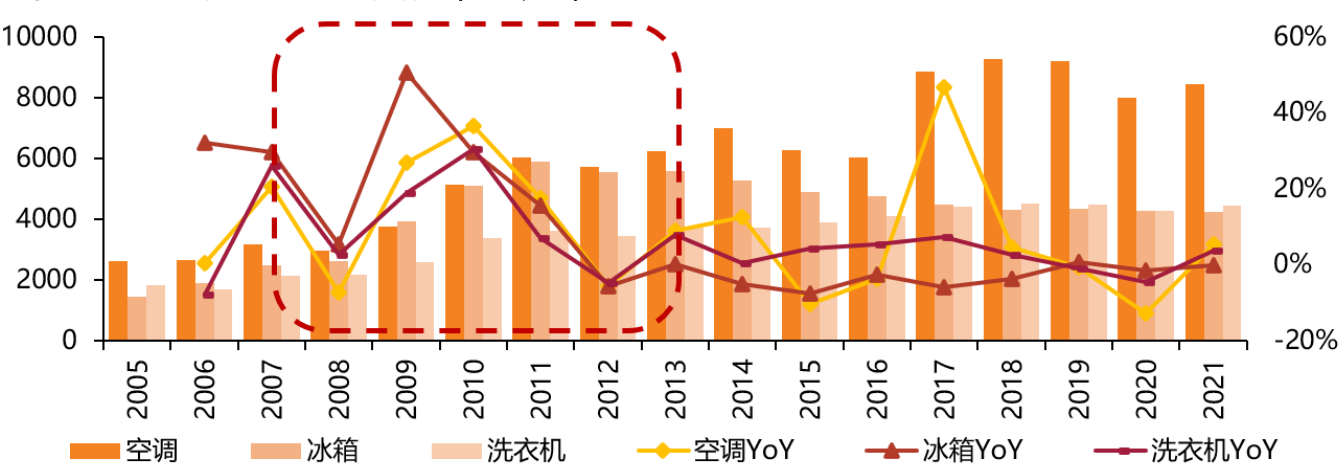
图：1983-2019 年各品类家电在农村保有量（台/百户）



图：1983-2019 年各品类家电在城镇保有量（台/百户）



图：2005-2021年空冰洗内销量和增速（万台；%）



国内趋势预测之消费刺激：多地散发疫情背景下，21年起国务院消费刺激政策加码，针对家电补贴采取因地制宜策略；国家政策指引下多地对家电消费的刺激主要以消费券形式落实

- ▶ **国家层面：**20年3月疫情初期，国内通过扩大消费对疫情影响加以对冲；伴随国内多地散发疫情的持续，21年起国务院对促消费政策再加码，考虑到汽车、家电为国内消费市场的大头，亦为疫情中受冲击较大领域，因此政策更具针对性，针对家电补贴采取因地制宜策略。
- ▶ **地方层面：**22年4月北京市发布促进绿色节能消费政策，于4月至9月面向在京消费者发放超过3亿元北京绿色节能消费券。对比09-12年家电“三大政策”：1) **覆盖品类看**，彼时地方主体主要针对于大家电和常用厨房小家电产品进行补贴和推广，涉及品种范围较小，此次补贴适用品种还包括投影机、显示器、空气净化器等新兴家电品类，且后续数量将会陆续增加；2) **折扣力度看**，消费者除了领取绿色消费券，还可叠加企业优惠券、以旧换新活动优惠使用，且优惠券可在4-9月期间每月都可领取，折扣力度较大；3) **发放渠道看**，07-13年的补贴主要通过线下进行，此次北京补贴更为多样化，消费者可以通过线上线下和手机等多种方式领取补贴，获取方式更加便捷。伴随北京家电消费补贴的落地，国内多地落实消费券、以旧换新、家电下乡等家电消费刺激活动，且覆盖家电品类将由大家电逐步向新兴家电。

图：2022年至今国家层面对家电消费的刺激政策

时间	会议名称/发布主体	消费政策相关表述
2022-03-05	政府工作报告	推动消费持续恢复。多渠道促进居民增收，完善收入分配制度，提升消费能力。推动线上线下消费深度融合，促进生活服务消费恢复，发展消费新业态新模式。继续支持新能源汽车消费，鼓励地方开展绿色智能家电下乡和以旧换新。
		一要应对疫情影响，促进消费恢复发展；二要促进新型消费。加快线上线下消费融合，培育壮大智慧产品和服务等“智慧+”消费；三要扩大重点领域消费，鼓励汽车、家电等大宗消费，各地不得新增汽车限购措施，已实施限购的逐步增加汽车增量指标；四要挖掘县乡消费潜力，引导商贸流通企业、电商平台等向农村延伸，推动品牌品质消费进农村；五要加强保障。
2022-04-13	国务院常务会议	
2022-04-25	国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见	以汽车、家电为重点，引导企业面向农村开展促销，鼓励有条件的地区开展新能源汽车和绿色智能家电下乡，推进充电桩（站）等配套设施建设。

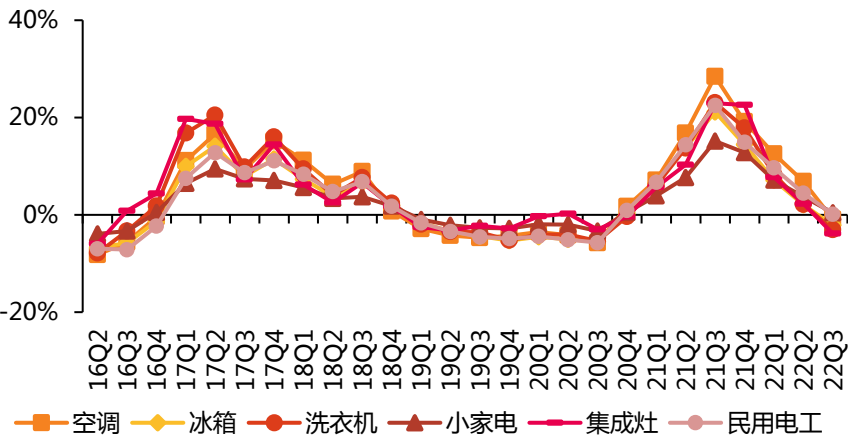
图：伴随北京家电消费补贴的落地，国内多地落实家电消费刺激活动

时间	省	(直辖市)市	会议名称/发布主体	消费政策相关表述			
2022-04-12		北京	北京市商务局关于实施促进绿色节能消费政策的通知	为加速释放绿色节能消费潜力，促进消费升级，北京市将自2022年4月18日起至9月底面向在京消费者发放总额超3亿元的绿色节能消费券，包括洗碗机、电视机、空调、电冰箱、洗衣机、热水器等。			
时间	省	(直辖市)市	会议名称/发布主体	时间	省	(直辖市)市	会议名称/发布主体
2022-04-14	山西		山西省人民政府办公厅关于印发山西省促进工业经济平稳增长行动方案的通知	2022-05-26	浙江		浙江省贯彻落实国务院扎实稳住经济一揽子政策措施实施方案
2022-04-15	甘肃		关于推动生活性服务业补短板水平提高人民生活品质行动方案（2022—2025年）	2022-05-27	四川		关于促进消费恢复发展的若干政策
2022-04-17	福建		福建省促进商务领域消费提质扩容的若干措施	2022-05-28	济南	济南	济南市促进消费持续恢复发展的若干措施
2022-04-25	内蒙古自治区		内蒙古自治区消费促进2022年行动方案	2022-05-31	南宁	南宁	南宁市支持2022年促消费稳增长若干措施
2022-04-27	广东		广东省进一步促进消费若干措施的通知	2022-05-31	宁夏自治区		关于支持扩大消费的若干政策措施
2022-04-28	江西		2022年江西大宗商品消费季活动新闻发布会	2022-05-31	河南		河南省贯彻落实稳住经济一揽子政策措施实施方案
2022-04-29	海南		海南省促进消费若干措施	2022-06-02	黑龙江		进一步扩大2022年消费若干措施
2022-04-30	吉林		关于积极应对疫情影响促进消费回补和潜力释放若干措施的通知	2022-06-02	河北		关于促消费十四条政策措施
2022-04-30	辽宁		10项重点活动扩内需促消费	2022-06-03	新疆维吾尔自治区		自治区贯彻落实国发〔2022〕12号文件精神推进经济稳增长一揽子政策措施
2022-05-03	陕西		陕西省进一步激发消费活力促进消费增长三年行动方案（2022—2024年）	2022-06-04	青海		贯彻落实国务院扎实稳住经济一揽子政策措施实施方案
2022-05-20	贵州		2022年“多彩贵州·助商惠民”促消费专项行动方案	2022-06-06	宁夏自治区		自治区关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的实施方案
2022-05-21	上海		上海市加快经济恢复和重振行动方案	2022-06-08	西藏自治区		关于贯彻落实《扎实稳住经济的一揽子政策措施》的实施细则新闻发布会
2022-05-22	荆州		关于加快消费恢复提振的若干措施	2022-06-09	湖南		关于进一步促进消费持续恢复的若干措施
2022-05-22	山东		2022年“稳中求进”高质量发展政策清单（第三批）	2022-06-13	天津	天津	市商务局
2022-05-23	江苏		江苏省促进绿色消费实施方案	2022-06-17	吉林		吉林省人民政府办公厅
2022-05-24	湖北		关于加快消费恢复提振的若干措施	2022-06-20	成都	成都	增强发展韧性稳住经济增长若干政策措施的通知
2022-05-26	鞍山		“惠民消费券”促消费活动实施方案				

国内趋势预测之成本：原材料对家电公司的影响在去年三季度达峰后，目前仍有影响，但幅度在减弱，叠加上半年多个家电企业已采取提价措施，有望支撑中报盈利能力向好

- 20Q3起原材料价格持续走高带来家电成本高企。家电产品的直接原材料中，空调、冰箱主要由铜、注塑件和不锈钢组成；洗衣机主要由不锈钢和ABS组成；小家电主要由塑料、五金制品和玻璃组成；板材、五金为集成灶制造过程中主要大宗原材料；民用电工成本中大宗原材料占比超五成。从本轮大宗原材料价格上行对成本的影响情况来看，其影响幅度基本大幅度超越上一轮17年时的影响。
- 伴随本轮原材料价格波动区间逐步下移，叠加对应20年同期基数升高，21Q3起原材料价格同比涨幅逐步放缓，预计今年Q2传导至家电企业的成本较去年同期将恢复至温和增长，Q3各品类成本影响幅度基本可达到同比持平或小幅降低。

表：原材料价格变动对主要家电品类成本影响（考虑一个季度备货周期）



表：原材料价格变动对家电成本的影响（静态）

原材料价格 同比变动	现货结算价： LME铜	现货结算价： LME铝	钢材综合价格 指数	中国塑料城 指数	价格:冷轧板卷： 0.5mm	PPIRM： 有色金属类	浮法平板玻璃： 4.8/5mm
2016Q1	-19.7%	-15.8%	-20.2%	-12.9%	-17.9%	-8.9%	-2.2%
2016Q2	-20.5%	-9.5%	3.4%	-14.7%	5.0%	-6.5%	2.9%
2016Q3	-9.3%	1.8%	17.5%	-4.0%	11.1%	-0.8%	20.8%
2016Q4	9.6%	16.2%	58.1%	21.0%	62.5%	8.9%	26.9%
2017Q1	26.8%	24.1%	68.2%	29.0%	54.5%	16.3%	30.3%
2017Q2	17.8%	19.5%	31.4%	17.9%	13.5%	14.5%	28.6%
2017Q3	33.0%	24.2%	50.8%	18.9%	35.8%	15.7%	15.9%
2017Q4	29.0%	22.9%	32.0%	10.1%	13.3%	14.9%	15.4%
2018Q1	19.4%	16.6%	11.7%	4.3%	1.9%	8.5%	15.4%
2018Q2	23.4%	20.3%	18.2%	11.2%	19.2%	7.3%	8.7%
2018Q3	-3.8%	2.2%	7.0%	8.1%	4.9%	2.6%	2.1%
2018Q4	-9.3%	-6.3%	-4.5%	-0.6%	-6.6%	-1.9%	-7.8%
2019Q1	-10.7%	-13.9%	-6.2%	-6.7%	-8.2%	-2.6%	-10.3%
2019Q2	-11.1%	-20.7%	-3.0%	-11.3%	-5.0%	-2.5%	-8.8%
2019Q3	-5.0%	-14.3%	-10.1%	-16.4%	-9.5%	-2.1%	-0.3%
2019Q4	-4.7%	-11.1%	-7.0%	-14.5%	-2.8%	-2.2%	10.1%
2020Q1	-9.3%	-9.1%	-5.0%	-14.9%	-0.6%	-2.2%	9.1%
2020Q2	-12.4%	-16.5%	-10.3%	-14.0%	-7.9%	-5.1%	-3.8%
2020Q3	12.4%	-3.3%	-2.1%	-4.1%	-5.0%	1.8%	11.6%
2020Q4	21.9%	9.3%	7.2%	13.1%	14.7%	4.8%	17.3%
2021Q1	50.9%	24.1%	25.6%	24.7%	26.4%	12.0%	26.7%
2021Q2	81.1%	60.3%	50.1%	33.7%	54.0%	26.0%	78.9%
2021Q3	43.8%	55.4%	44.1%	24.9%	55.7%	22.5%	72.5%
2021Q4	35.3%	44.2%	22.8%	7.3%	14.8%	23.2%	17.0%
2022Q1	17.6%	56.5%	5.5%	-0.8%	0.9%	16.8%	2.2%
2022Q2	-1.9%	19.8%	-8.1%	-5.2%	-12.6%	11.9%	-24.4%

海外趋势预测之海外家电企业展望：伊莱克斯&惠而浦保持亚洲市场乐观预期，下调北美地区全年展望；LG&三星看好OLED电视等高端黑电产品需求

伊莱克斯：维持亚太/中东/非洲地区乐观预期，欧洲&北美下调

公司对欧洲、北美地区预测进行下调，对拉丁美洲维持营收下降预测，对亚太/中东/非洲地区维持营收增长的乐观预测。从具体项目看，公司对资本支出的预测维持不变，预计外部因素导致的损失金额将进一步提高。

图：伊莱克斯公司2022年预测情况

地区	2022预测（调整前）	2022预测（调整后）
欧洲	中性	消极
北美	积极	中性
拉丁美洲	消极	消极
亚太/中东/非洲	积极	积极

三星电子：预计5G将带动多品类增长，扩充产品矩阵助力销售额增长

公司预计随着5G的发展，OLED显示屏等细分市场将增长，并计划通过优质创新的产品等措施扩大消费类电子产品阵容，提升全球销售额。而疫情引发的供应和物流的不确定性，高端和超大电视需求将提前释放。

图：三星电子2022年预测情况

2022年展望		
显示屏 (Display Panel)	Large	专注于通过 QD 显示屏确保优质产品的技术领先地位，并按计划关闭 LCD 生产线。
消费类电子产品 (Consumer Electronics)	TV	1) 在 COVID-19 以及供应和物流问题引发的不确定性下，对高端和超大电视的需求将持续上升。 2) 通过以优质创新产品（包括下一代 Micro LED 和 Neo QLED 型号）巩固领导地位，并通过扩大生活方式产品以及配件/服务生态系统的销售来满足消费者需求，从而实现持续增长。
	DA	1) 通过扩大定制产品阵容和新类别产品的额外发布来增加全球销售额，从而继续增长。 2) 通过提高运营效率和确保供应连续性，先发制人地应对外部风险。

惠而浦：看好亚洲市场，预计拉丁美洲市场营收将小幅下降

根据惠而浦公司对2022年营收预测情况来看，预计同比增长幅度最大的区域是亚洲，预计同比为5-6%；与其他地区正同比增长比较，预计拉丁美洲将出现负增长，预计同比为-4~-2%。从指引变化看，公司下调北美地区与EMEA地区全年家电销售指引，对亚洲市场家电销售维持相对乐观预期。

	2022预测（调整前）	2022预测（调整后）
公司端		
营收/YoY	\$23.2B/5.6%	\$22.5B/2-3%
EBIT利润率/YoY	10.5%/(25)bps	9.5%/(125)bps
行业端		
北美	2-3%	0%
欧洲/中东/非洲	0-2%	(5)-(3)%
拉丁美洲	(4)-(2)%	(4)-(2)%
亚洲	5-6%	5-6%

LG电子：白电机遇与风险并存，预计显示器市场发展趋势向好。

公司对家用空调/空气解决方案持消极态度，认为全球需求放缓，持续存在一定的风险。同时，公司预计OLED电视等高端产品的需求将保持不变，高端显示器市场规模将进一步扩大。

图：LG电子2022年预测情况

2022年展望		
	市场	LGE
家用空调和空气解决方案	由于供需失衡导致物流费用和成本的负担增加，预计全球需求放缓，业务运营不确定性和	以产品竞争力和专注能力提升销售，以确保销售价格上涨驱动的稳定盈利能力和成本优化。
家庭娱乐	全球电视需求同比略有下降，因为居家时间减少，但预计OLED电视等高端产品的需求将保持不变。	追求持续的收入增长和良好的盈利能力，随着OLED电视销量的增加加强公司在高端产品领域的市场地位。

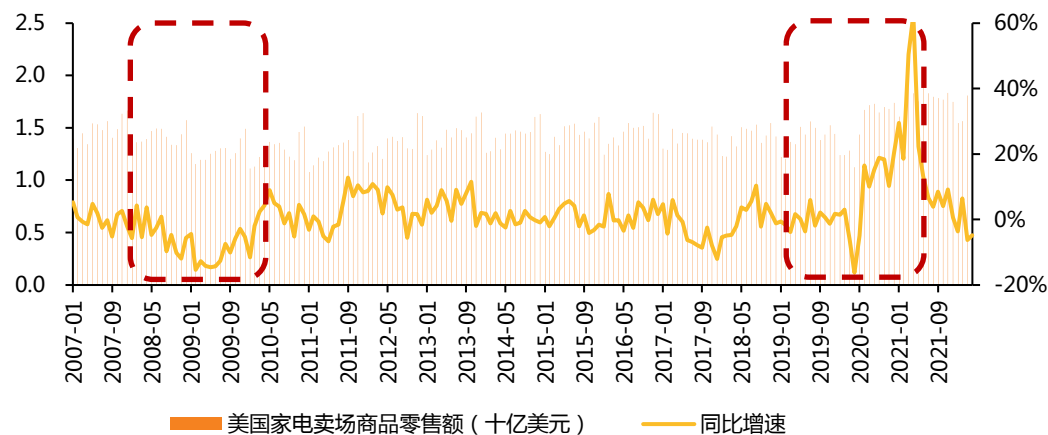
海外趋势预测之需求修复：以成熟市场美国为鉴，伴随疫情形势逐步缓和，预计22-23年家电行业需求会进入正常波动区间，不会形成大幅负增长局面

梳理美国家电卖场零售额、美国家电进口金额两大指标，我们发现近15年来美国家电需求、进口额的两轮低谷分别出现在2008-2011年、2019-2020年。

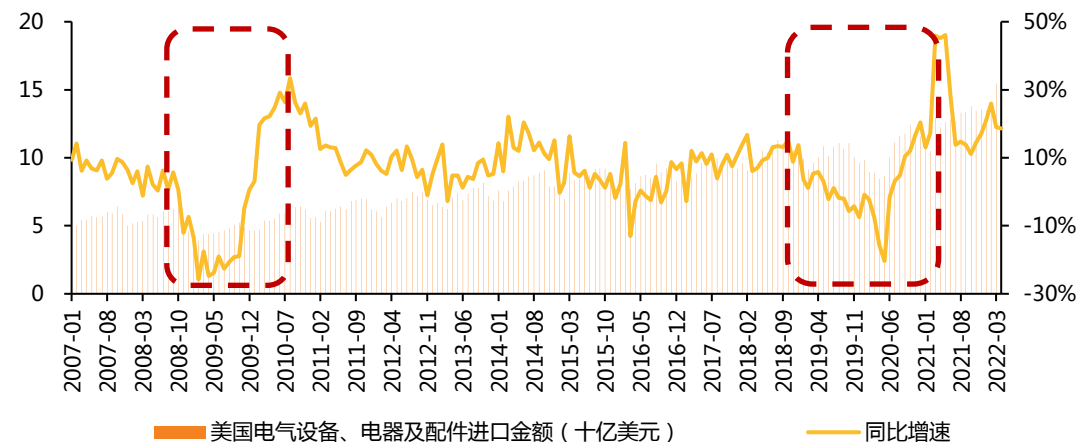
➤ **第一轮（2008-2011年）：**受全球金融危机影响，美国金融系统的流动性损害对整个利率、汇率市场形成波动，导致08Q4起美国消费紧缩，因此家电卖场需求受损，美国家电进口额增速走弱，两大指标均于09年初到达谷底。伴随10年政策放水带动需求拉升，美国家电零售于10年初升至高位，并带动家电进口额于10年中达到阶段性峰值。伴随危机影响逐步褪去，美国作为成熟的家电市场，其家电卖场销额增速在0左右上下波动且未出现明显负增长；家电进口额增速在中高个位数区间波动。因此，美国家电市场上一轮需求修复形成的高峰出现在2010年初，伴随消极因素褪去，美国家电零售额、进口额增速在1年左右回归正常波动。

➤ **第二轮（2019-2020年）：**美国加征关税拉低家电进口需求，故19年在美国家电卖场零售额增速稳定波动的情况下，美国家电进口额增速已有大幅下滑；20年起新冠疫情导致供应链受阻，20Q1美国家电卖场零售额、进口额增速双双跌至约-20%；疫情恐慌情绪的缓和、抗疫补助的推进，带动两大指标在增速21年初达到高峰，叠加20年初低基数影响，本轮高峰涨幅远高于10年初。伴随低基数效应褪去，增速逐步回落。结合海外成熟市场的经验，我们认为，中国作为美国的家电重要进口国，伴随新冠影响逐步褪去，国内家电行业需求与出口额有望在22-23年进入正常波动区间，且不会形成大幅负增长。同时，未来美国关税豁免的继续推进，以及人民币贬值亦有望部分抵消增速回落的影响，推动国内家电企业加速出海。

图：2007年起美国家电卖场商品零售额及增速



图：2007年起美国电气设备、电器及配件进口金额及增速



海外趋势预测之关税：关税豁免对小家电影响大于大家电，利好清洁电器及小家电出口

美国贸易代表办公室于3月宣布豁免部分中国商品加征25%比例关税，该规定适用于2021年10月12日至2022年12月31日之间进口自中国的商品，名单中包含部分家电品类。1) 从目前整体的家电关税征收比例看，大家电及黑电视听设备品类受加征关税影响较大，小家电受影响较小，其中扫地机器人等清洁电器品类由于豁免延长而受影响有限；2) 从公司层面看，科沃斯及石头有望充分享受关税豁免福利，小家电方面新宝及莱克等出口业务为主的公司有望从中受益，而大家电中海尔由于北美业务在当地工厂生产，受其影响亦相对较小。

美国取消对中国的加征关税主要出于两方面原因：1) 美国进口自中国的家电、零部件价格下降，有望促进美国本地家电商下调产品出货价，从而降低终端家电产品的定价，缓和美国通胀压力；2) 中国作为全球家电最主要制造国，美国为主要消费国，中美双方家电产业链需共担加征关税所增加的成本，关税豁免有望增厚两国家电企业的利润空间。

对于中国家电企业：我们认为，去年同期高基数+海外通胀压力下消费需求减弱，短期内中国家电企业出海增长承压；但从中长期维度看，中国家电企业凭借规模、品牌力、产品力等优势在美国家电进口中存在竞争力，叠加关税豁免助力企业优化盈利能力，家电出口增长具备较好弹性。

表：家电主要品类美国关税加征情况

商品描述	原始征税百分比	加征关税百分比	是否豁免	总体征税百分比
大家电				
空调	0%	25%		25%
家用冰箱	0%	25%		25%
冰柜	0%	25%		25%
洗碗机	2%	8%		10%
全自动洗衣机	1%	8%		9%
干洗机	0%	25%		25%
烘干机	3%	25%		28%
电热水器	0%	8%		8%
屋顶电风扇	5%			5%
黑电及视听设备				
电视：带机顶盒	0%			0%
电视：接收电视卫星转播	0%	25%		25%
具有翻译或词典功能的电机；视频游戏机控制器，使用红外线传输来操作或访问游戏机的各种功能和能力	0%			0%
非高清投影仪，含有视频记录或录像或复制设备	0%	25%		25%
非高清投影仪，不含有视频记录或录像或复制设备	0%	8%		8%
高清投影仪，含有视频记录或录像或复制设备	0%	8%		8%
高清投影仪，不含有视频记录或录像或复制设备	0%	8%		8%
无线扬声器	0%	8%	是	0%

表：小家电主要品类美国关税加征情况

商品描述	原始征税百分比	加征关税百分比	是否豁免	总体征税百分比
清洁及生活电器				
吸尘器及扫地机器人	0%	25%	是	0%
集尘和空气净化设备		25%	是	0%
废水处理设备	0%	25%	是	0%
地板抛光机				0%
风扇驱动的便携式电加热器		8%	是	0%
厨房小电				
搅拌机	4%			4%
榨汁机	4%			4%
食物研磨机	4%			4%
微波炉	2%			2%
烤箱；烹调炉、灶台、烹调盘；煮食环、烤架和烤炉	0%			0%
咖啡机或茶具	4%	8%		11%
烤面包机	5%			5%
电平底锅（旅行装）	0%			0%
电平底锅（其他）	3%			3%
厨房垃圾处理机	0%	25%		25%
奶油分离机	0%	25%		25%
个护电器				
电吹风	4%			4%
电动牙刷	0%			0%
剃须刀	0%	8%		8%
脱毛器				0%
称重器	0%			0%

3

投资建议

投资建议

纵观上半年家电行业，国内市场经历了疫情带来的需求冲击，海外业务则在疫情拉动高增后增速逐渐回落。展望下半年，国内市场地产销售逐渐改善，防疫政策对新病毒有更好应对；海外市场虽仍面临需求压力，但去年高增长基数已过，压力将有所降低，且自主品牌仍可通过加强推新、适度促销等手段主动应对；利润端上，主要原材料价格持续回落也将改善家电企业利润水平。我们认为，三者共振或将使得家电行业出现拐点。

展望下半年投资，我们认为家电行业投资可围绕下列逻辑进行：

- 1) 地产链。从需求与地产的关联度来看，厨电 > 白电，但白电中的中央空调业务亦与地产高度相关，地产销售数据改善有利于估值修复。建议关注：【海尔智家】、【老板电器】、【美的集团】、【海信家电】、【亿田智能】、【火星】、【格力电器】等公司。
- 2) 盈利水平改善。从板块来看，依据大宗上涨的受损程度来看，弹性上小家电 > 厨大电 > 白电，黑电在面板价格低位亦具有较好的利润弹性。建议关注：【新宝股份】、【飞科电器】、【九阳股份】、【小熊电器】、【苏泊尔】、【公牛集团】等公司（地产链公司亦有成本改善逻辑，此处不重复）。
- 3) 中长期品类渗透。主要为清洁电器，建议关注【科沃斯】、【石头科技】。
- 4) 汽车链条受益。建议关注【盾安环境】、【三花智控】。

表：家电核心标的22-23年收入&业绩预测

【天风家电】家电核心标的22-23年收入&业绩预测											
公司	收入增速					业绩增速					2022PE
简称	2021A	1Q22A	2Q22E	2022E	2023E	2021A	1Q22A	2Q22E	2022E	2023E	Wind90天前瞻预测
美的集团	20%	10%	2%	9%	9%	5%	11%	5%	11%	15%	12.9
海尔智家	9%	10%	7%	11%	12%	47%	15%	13%	15%	15%	16.8
格力电器	11%	6%	0%	10%	9%	4%	16%	1%	2%	3%	7.7
老板电器	25%	9%	0%	12%	13%	-20%	2%	-5%	58%	19%	15.6
火星	44%	29%	9%	28%	27%	37%	36%	6%	26%	31%	31.1
亿田智能	72%	63%	23%	40%	31%	46%	51%	23%	34%	36%	28.8
帅丰电器	37%	23%	4%	23%	22%	27%	10%	-10%	19%	24%	14.5
浙江美大	22%	12%	7%	18%	16%	22%	21%	7%	18%	16%	12.1
华帝股份	28%	7%	4%	10%	9%	-49%	3%	0%	118%	12%	9.9
科沃斯	81%	44%	25%	36%	33%	214%	27%	10%	29%	32%	27.0
石头科技	29%	22%	30%	35%	25%	2%	9%	8%	26%	24%	23.0
莱克电气	27%	17%	17%	28%	13%	53%	11%	68%	59%	35%	17.8
苏泊尔	16%	9%	10%	10%	10%	5%	7%	23%	19%	11%	19.4
九阳股份	-6%	4%	5%	11%	13%	-21%	-8%	2%	17%	19%	17.5
新宝股份	13%	13%	7%	10%	10%	-29%	5%	42%	28%	22%	17.5
小熊电器	-1%	8%	18%	16%	14%	-34%	16%	52%	28%	19%	27.3
北鼎股份	21%	4%	10%	19%	21%	8%	-42%	-7%	10%	23%	29.3
飞科电器	12%	28%	36%	23%	21%	0%	59%	46%	42%	28%	38.8
公牛集团	23%	20%	14%	16%	15%	20%	6%	7%	13%	17%	29.2

注：表内收入、业绩预测为天风家电预测值，2022PE为Wind前瞻预期；预测表统计时间为2022年7月3日。

风险提示

- **宏观经济波动风险：**家用电器需求受宏观经济形势的影响较大，当前全球尚未彻底摆脱新冠疫情的影响，可能导致消费者需求持续低迷，房地产市场增速放缓也将间接影响家电产品的终端需求。
- **房地产市场波动的风险：**大家电销售与房地产市场有一定关联度，新增需求占比较高的品类需求受房地产市场波动影响较大。此外，部分民营房地产企业因流动性问题出现商票债务违约等情况，可能形成工程业务应收款项无法收回的情况。
- **新冠疫情导致下游需求减弱的风险：**目前国内多地仍有散发疫情，短期内对当地需求与物流运营形成一定阻碍，若疫情延续，以线下销售为主的品类需求或将承压。
- **原材料价格波动的风险：**家用电器原材料的采购价格与大宗商品价格波动相关，若未来原材料价格继续上涨，将对家电公司生产成本与盈利能力的稳定性带来压力。
- **测算过程具有一定主观性：**市场空间测算、板块个股选择等过程具有一定主观性，存在偏差风险。
- **样本数量较少可能造成统计结果偏差风险：**本文中各家电子板块所筛选标的数量较少，因此用于衡量板块整体表现时可能存在一定结果偏差。

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

THANKS