



集成灶 6 月增速放缓，绿色家电刺激政策出台

2022 年 7 月 31 日

► 本周核心观点：

集成灶 6 月产业在线数据跟踪

产业在线披露 6 月集成灶数据，集成灶行业 6 月销量 25.4 万台，同比+0.8%；第二季度累计销量 55.9 万台，同比+1.6%；上半年累计销售 110.7 万台，同比+5%。分品牌来看，美的/火星人/亿田/帅丰 6 月销量同比分别+0.8%/+34.3%/+53.3%/+12.5%，第二季度累计销量同比分别-0.9%/+14.9%/+26.9%/+2.4%，上半年累计销量同比分别+2.1%/+24.1%/+35.8%/+7.7%。

智能投影上半年逆势增长，销量份额集中度降低

据奥维云网数据，22H1 家用智能投影仪在国内消费需求低迷情况下逆势增长，销量达 311 万台，同比增长 30%；销额 52.6 亿元，同比增长 9%；市场均价 1690 元，同比下降 16%，价格下降主因 1) 均价较低的 LCD 在缺芯行情下占据更多市场份额；2) 新兴渠道如抖音直播等拉低市场整体均价。从竞争格局看，新兴 LCD 品牌不断涌入，线上市场品牌竞争加剧，上半年在售品牌数量超 200 家，新进与退出频繁；TOP10 品牌销量份额 54.3%，同比下降 11%，主要由于 LCD 品牌集中度降低所致。DLP 销量份额持续下滑，仅占 34%，同期减少 8%。产品趋势方面，亮度、画质持续升级。据奥维云网数据，22H1 千流明以上产品份额达 23%，同比+7%；分辨率方面，1080P 产品份额超 70%，同比+15%。

商务部发布促进绿色家电消费措施

7 月 29 日商务部等 13 部门发布《关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知》，表示在全国范围内开展以旧换新活动，推进绿色智能家电下乡，通过拓展消费场景、优化绿色智能家电供给、完善售后服务体系等措施促进消费需求释放，提升用户消费体验，加速农村家电的更新换代，完成绿色智能家电的普及。

► 投资建议：

从家电板块投资角度，建议从以下三条主线进行布局：1) 品牌出海下中长期成长空间进一步被打开、以投影仪、扫地机为代表优质赛道，建议关注极米科技、石头科技。2) 低估值、具备全球竞争力的白电龙头，原材料价格下行有望带来盈利端修复，建议关注海尔智家。3) 稳增长主线下地产链相关投资机会，建议关注亿田智能、火星人。

► **风险提示：**主要原材料价格波动的风险、需求不及预期、市场竞争加剧风险

推荐

维持评级



分析师 王刚

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang_jyj@mszq.com

研究助理 邵逸轩

执业证号：S0100120080035

邮箱：shaoyixuan@mszq.com

相关研究

- 1.【民生家电】家电行业周报 220724：Q2 家电板块基金持仓比例下降，智能微投上半年销量高增
- 2.【民生家电】家电行业周报 220717：多地高温助推空调销售回暖，原材料价格持续下跌
- 3.【民生家电】家电行业周报 220710：6 月扫地机、集成灶景气承压
- 4.【民生家电】家电行业周报 220626：“618”收官总结：新兴品类、渠道表现亮眼
- 5.【民生家电】家电行业周报 220619：“618”数据跟踪：新兴品类表现亮眼，石头亿田销售高增

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600690	海尔智家	24.79	1.40	1.66	1.89	18	15	13	推荐
688169	石头科技	326.16	20.99	26.13	34.57	16	12	9	推荐
688696	极米科技	344.93	6.91	9.83	12.63	50	35	27	推荐
300911	亿田智能	64.68	1.94	2.67	3.48	33	24	19	推荐
300894	火星人	33.76	0.93	1.30	1.72	36	26	20	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 7 月 29 日收盘价）

目 录

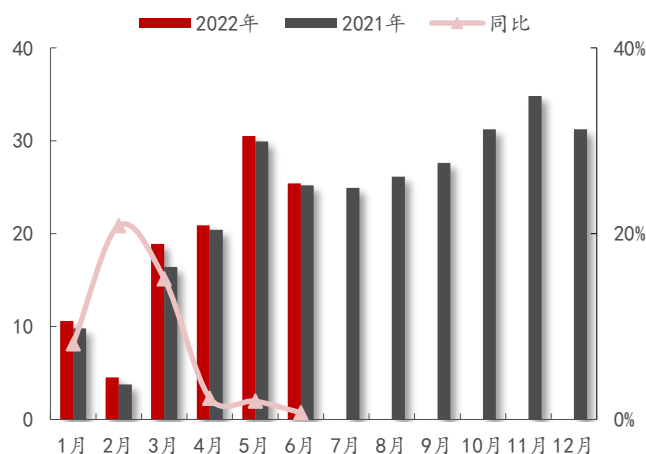
1 本周核心观点:	3
1.1 集成灶 6 月产业在线数据跟踪	3
1.2 智能投影上半年逆势增长, 销量份额集中度降低	3
1.3 商务部发布促进绿色家电消费措施	4
2 行业重点数据跟踪	6
2.1 市场及板块行情回顾	6
2.2 北上资金动态	6
2.3 原材料价格跟踪	7
2.4 汇率及海运价格跟踪	8
3 重点公司公告及行业动态	9
3.1 重点公司公告	9
3.2 行业动态	9
4 投资建议	11
5 风险提示	12
插图目录	13
表格目录	13

1 本周核心观点:

1.1 集成灶 6 月产业在线数据跟踪

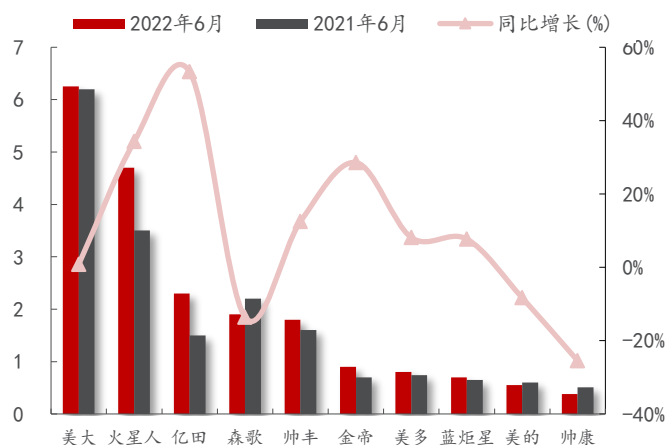
产业在线披露 6 月集成灶数据,集成灶行业 6 月销量 25.4 万台,同比+0.7%;第二季度累计销量 55.9 万台,同比+1.6%;上半年累计销售 110.7 万台,同比+4.98%。分品牌来看,美大/火星人/亿田/帅丰 6 月销量同比分别+0.8%/+34.3%/+53.3%/+12.5%, 第二季度累计销量同比分别-0.9%/+14.9%/+26.9%/+2.4%,上半年累计销量同比分别+2.1%/+24.1%/+35.8%/+7.7%。

图 1: 集成灶分月度内销量及同比 (万台)



资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

图 2: 集成灶分品牌 6 月内销量及同比 (万台)



资料来源: 产业在线, 民生证券研究院

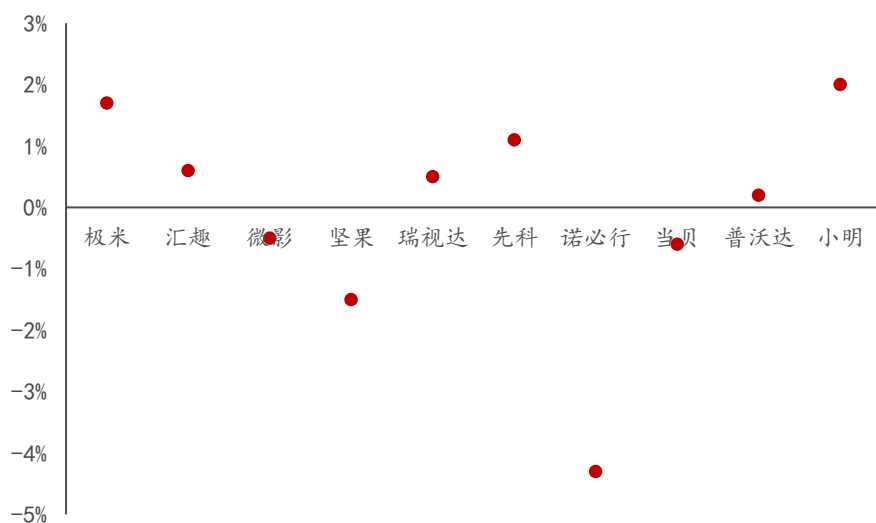
1.2 智能投影上半年逆势增长, 销量份额集中度降低

奥维云网发布 22H1 中国家用智能投影市场总结报告, 上半年家用智能投影仪在国内消费需求低迷情况下逆势增长, 销量达 311 万台, 同比增长 30%; 销额 52.6 亿元, 同比增长 9%; 市场均价 1690 元, 同比下降 16%, 价格下降主因 1) 均价较低的 LCD 在缺芯行情下占据更多市场份额; 2) 新兴渠道如抖音直播等拉低市场整体均价, 高端产品布局不足。

从竞争格局看, 新兴 LCD 品牌不断涌入, 线上市场品牌竞争加剧, 上半年在售品牌数量超 200 家, 新进与退出频繁; TOP10 品牌销量份额 54.3%, 同比下降 11%, 主要由于 LCD 品牌集中度降低所致。DLP 销量份额持续下滑, 仅占 34%, 同期减少 8%。

产品趋势方面, 亮度、画质持续升级。据奥维云网数据, 22H1 千流明以上产品份额达 23%, 同比+7%; 分辨率方面, 1080P 产品份额超 70%, 同比+15%。

图 3：22H1 投影 TOP10 品牌销量同比变化



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

1.3 商务部发布促进绿色家电消费措施

7月29日商务部等13部门发布《关于促进绿色智能家电消费若干措施的通知》(下称《通知》)表示在全国范围内开展以旧换新活动,推进绿色智能家电下乡,通过拓展消费场景、优化绿色智能家电供给、完善售后服务体系等措施促进消费需求释放,提升用户消费体验,加速农村家电的更新换代,完成绿色智能家电的普及。

开展以旧换新,推进绿色智能家电下乡。据《2021年中国家电市场报告》数据显示,下沉市场占我国人口70%,市场规模同比增长8.9%,远高于整体市场,在家电市场中极具增长潜力。农村厨房电器、环境家电和各户家电渗透率极低,不足城市百户拥有量一半。《通知》提出应积极引导企业以县城、乡镇为重点,改造提升家电销售网络、仓储配送中心、售后维修和家电回收等服务网点,鼓励家电生产和流通企业开发适应农村市场特点和老年人消费需求的绿色智能家电产品,鼓励有条件的地方对购买绿色智能家电产品给予相关政策支持。

2022年上半年中国家电市场由于疫情影响带来的全国物流受阻和消费者信心不足等因素发展略显疲态。据奥维云网数据显示,2022年上半年中国家电市场实现零售额3389亿元,同比下滑9.3%,几乎回到20H1水平。随着中央和地方刺激政策的落实,预计2022下半年家电将逐步回暖。据奥维云网预测,2022全年中国家电市场预计实现零售额7322亿元,同比-3.7%。

表 1：地方政府 Q2 以来家电消费刺激政策

时间	政策名称	相关内容
4 月 1 日	郑州“家电以旧换新”	旧家电可以享受以旧换新补贴政策。补贴标准将按照销售新家电实际成交价格的 20% 给予补贴
4 月 1 日	福州“全闽乐购·福见商旅”	4 亿商旅消费券，包括通用券、专享券、银行券、文旅券和汽车、家电、家装、家具等商品消费券
4 月 18 日	北京绿色节能消费券	超 3 亿元绿色消费券，消费券适用商品涵盖 20 大类家电和 3C 产品
5 月 1 日	南京“百亿家电“焕新活动”	消费者在门店预约空调、冰箱、洗衣机、手机、电脑等品类以旧换新，至高补贴 3000 元
5 月 19 日	连云港“鼓励绿色家电消费”	财政资金 600 万元、银行支持 150 万元。对个人消费者在市区（不含赣榆区）一次性购买单品开票价格 2000 元以上的绿色家电商品（一级能耗），给予 10% 补贴，用完为止
5 月 26 日	《深圳市关于促进消费持续恢复的若干措施》	对消费者购买符合条件的家用电器，按照销售价格的 15% 给予补贴，每人累计最高 2000 元
5 月 28 日	《济南市促进消费持续恢复发展的若干措施》	对特定绿色智能机型给予不低于 200 元补贴
5 月 29 日	宁夏回族自治区《自治区支持扩大消费的若干政策措施》	消费者在区内一次性购置绿色家电满 5000 元及以上的给予 500 元补贴
6 月 1 日	《上海市加快经济恢复和重振行动方案》	实施家电以旧换新计划，对绿色智能家电、绿色建材、节能产品等消费按规定予以适当补贴
6 月 1 日	拉萨“助企惠民·悦享消费”	7000 万补助资金，家具家电、数码电子券（满 1000 元抵扣 200 元、满 3000 元抵扣 500 元）
6 月 3 日	宁波“2022 潮甬金六月·你消费我助力”	1.5 亿家电家居券，满 3000 元减 300 元、满 5000 元减 500 元、满 10000 元减 1000 元三种面值
6 月 18 日	沈阳“促消费、惠民生”	2000 万消费补贴，购买传统家电类商品满 2000 元返 200 元，满 3000 元返 300 元，满 5000 元返 500 元
6 月 23 日	烟台“齐鲁工惠 惠普职工”	500 万元补贴，包括电视、冰箱、洗衣机、厨房电器、生活小家电等补贴项目

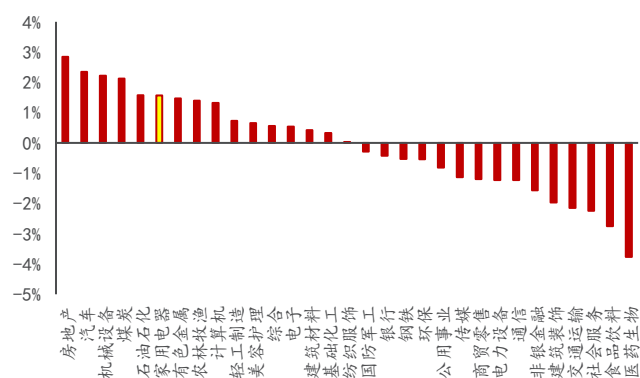
资料来源：各地商务局，民生证券研究院

2 行业重点数据跟踪

2.1 市场及板块行情回顾

本周沪深 300 指数下跌 1.61%，申万家电指数上涨 1.57%。个股中，涨幅前三名分别是汉字集团(+ 52.90%)、禾盛新材(+ 45.91%)、日出东方(+ 35.52%)；本周跌幅前三名分别是极米科技 (-8.19%)、深康佳 A (-6.35%)、九联科技 (-6.07%)。

图 4：申万一级行业涨跌幅 (7/25-7/29)



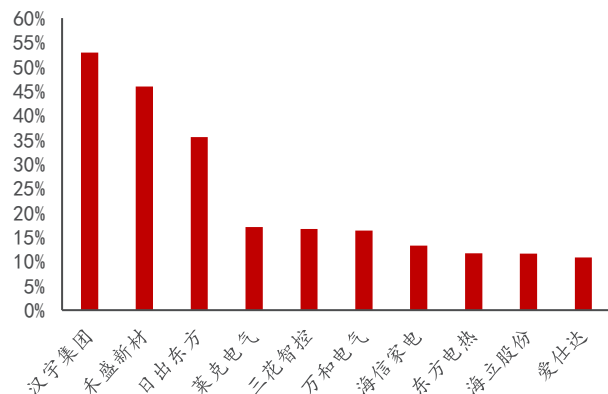
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：家电板块 PE-TTM (21/1/1-22/7/29)



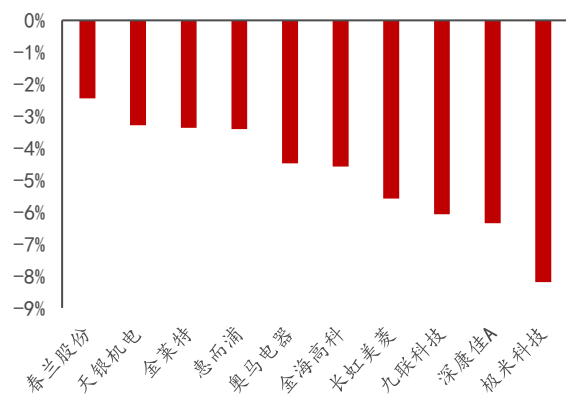
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：本周涨幅前十名公司 (7/25-7/29)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：本周跌幅前十名公司 (7/25-7/29)



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 北上资金动态

本周 (7.25-7.29) 北上资金持股占比环比增加 TOP3：海信家电 (+0.49%)、苏泊尔 (+0.18%)、美的集团 (+0.14%)；持股占比环比减少 TOP3：老板电器 (-

0.36%)、新宝股份 (-0.25%)、海尔智家 (-0.11%)。

表 2：陆股通家电持仓变动情况 (7/25-7/29)

公司名称	公司市值 (亿元)	占流通 A 股 (%)	陆股通持股数量 (万股)	本周股价表现%	陆股通本周增持比例%
海信家电	163	10.72%	9,688	13.29%	0.49%
苏泊尔	380	8.66%	7,009	0.64%	0.18%
美的集团	3,848	18.16%	127,164	-0.20%	0.14%
海容冷链	79	0.61%	148	-6.59%	0.12%
浙江美大	88	1.44%	936	0.67%	0.11%
小熊电器	87	0.66%	104	-1.38%	0.07%
石头科技	305	4.04%	291	-2.97%	0.07%
九阳股份	135	8.71%	6,681	1.80%	0.06%
华帝股份	53	0.92%	787	10.14%	-0.01%
科沃斯	531	4.38%	2,473	-4.69%	-0.03%
格力电器	1,873	9.90%	55,798	-2.00%	-0.09%
公牛集团	881	18.97%	1,414	-2.92%	-0.10%
海尔智家	2,183	10.79%	68,094	-0.68%	-0.11%
新宝股份	188	1.69%	1,398	2.16%	-0.25%
老板电器	268	8.15%	7,737	0.50%	-0.36%

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：市值对应日期为 22/7/29

2.3 原材料价格跟踪

本周 (7/25-7/29) 铜价指数+4.71%，铝价指数+0.84%，冷轧板卷指数 0.84%，中国塑料城价格指数-0.13%；本月 (7/1-7/29) 铜价指数-2.19%，铝价指数+2.85%，冷轧板卷指数-8.78%，中国塑料城价格指数-4.56%；2022 年以来，铜价指数-19.25%，铝价指数-12.91%，冷轧板卷指数-18.29%，中国塑料城价格指数-16.46%。

图 8：LME 铜价本周 7/25-7/29 上涨 4.71% (美元/吨)



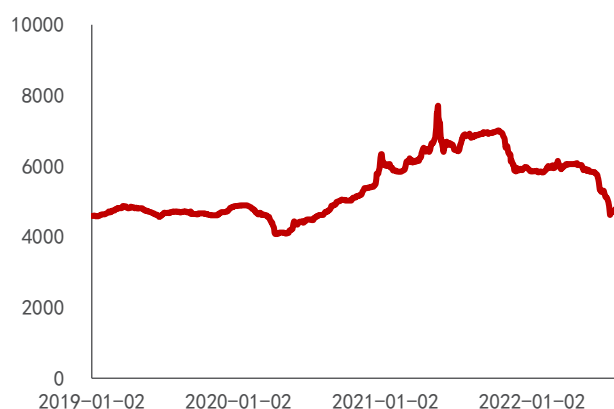
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：LME 铝价本周 7/25-7/29 上涨 0.84% (美元/吨)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10: 冷轧板卷本周 7/25-7/29 上涨 0.84% (元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 11: 塑料本周 7/25-7/29 下跌 0.13% (元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.4 汇率及海运价格跟踪

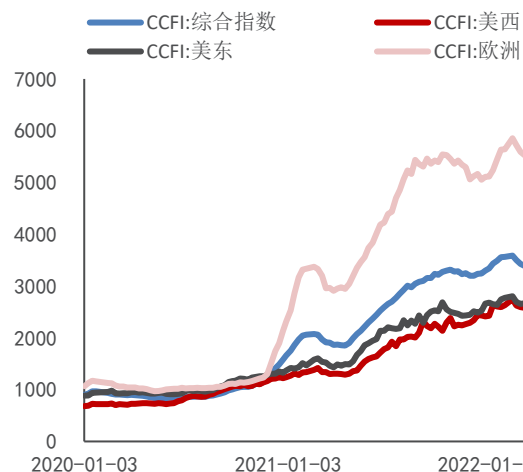
4 月以来美元对人民币快速升值, 6 月以来稳定在 6.65-6.75 之间震荡, 截至 2022 年 7 月 29 日, 美元兑人民币汇率中间价报 6.74, 周涨幅-0.16%, 年初至今涨幅 5.71%。本周出口集装箱运价综合指数下降 1.27%。

图 12: 美元兑人民币汇率: 周涨幅-0.16%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 13: 集装箱运价综合指数下跌 1.27%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3 重点公司公告及行业动态

3.1 重点公司公告

【海尔智能】核心员工持股计划：截止到 2022 年 7 月 25 日，公司资管计划在二级市场累计买入公司 H 股股票 26.532 万股，占公司总股本的 0.028%，占公司 H 股总股本的 0.092%，成交均价为 22.08 元/股，成交金额为 5859.99 万元（不含手续费等）。

【海尔智能】回购进展：本次回购实施起始日至本公告日，公司已累计回购股份 5650.4 万股，占公司总股本的比例为 0.60%，购买的最高价为 26.60 元/股、最低价为 23.50 元/股，支付的金额为 14.28 亿元。

【德业股份】股权激励：公司召开第二届董事会第十四次会议，审议通过了《关于向 2022 年股票期权激励计划激励对象首次授予股票期权的议案》，确定 2022 年 7 月 26 日为本激励计划的首次授予日，拟授予 312 名激励对象 408.1 万份股票期权，行权价格为 219.02 元/股。

【海尔智家】注销回购股份：公司 2022 年 7 月 27 日注销 88.56 万股已回购股份。截至 2022 年 7 月 27 日收盘，海尔智家报收于 26.05 元，上涨 0.19%，换手率 0.15%，成交量 421.11 万股，成交额 1.09 亿元。

【格力电器】权益分配：公布公司 2021 年年度权益分派方案，以公司现有总股本剔除已回购股份 5536.68 万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 20 元（含税），不送红利，不以公积金转增股本，共计派发现金股利 11.07 亿元。

【小熊电器】可转债延期：公司拟将本次向不特定对象发行可转换公司债券股东大会决议的有效期和股东大会授权董事会全权办理相关事宜的有效期限自原有效期限届满之日起延长 12 个月，即延长至 2023 年 8 月 15 日。

3.2 行业动态

【商务部公布我国吸收外资数据】商务部 7 月 29 日发布数据显示，2022 年 1 至 6 月，全国实际使用外资金额 7233.1 亿元人民币，按可比口径同比增长 17.4%，折合 1123.5 亿美元，增长 21.8%。其中，1 亿美元以上大项目实际到资同比增长 30.2%，占全国吸收外资比重达 53.2%，高技术产业实际使用外资同比增长 33.6%，其中高技术制造业增长 31.1%，高技术服务业增长 34.4%。从来源地看，韩国、美国、德国实际对华投资分别增长 37.2%、26.1%和 13.9%（含通过自由港投资数据）。

【中国家电研究院发布中国电热水器安全白皮书】中国家用电器研究院首发

《中国电热水器安全白皮书》，以 2021 年电热水器市场规模分析,热水器整体市场规模为 570 亿元,同比增长 1.2%。据轻工业信息中心数据显示,2021 年家用电热水器累计生产 4648.1 万台,同比增长 8.98%。在电热水器市场渠道方面,《白皮书》数据表示,2021 年线上热水器的零售额占比已达到 39.2%,去年同期增长 4.4%。

【产业在线发布家用空调市场总结及预测】 据产业在线最新发布数据显示,2022 年上半年,家用空调行业产销以小幅下降收官。生产总量为 8296.80 万台,同比下降 4.11%,销售量同比下降 1.68%,其中内销 4407.71 万台,同比下降 1.21%;出口 4084.60 万台,同比下降 2.18%。库存同比增长 1.58%。据产业在线预测,下半年内销约 3628.2 万台,同比下降 9.5%,预计 2022 全年同比下降 5.1%。出口方面,三四季度下滑将有所缓解,预计全年出口 6580.1 万台,同比下降 3.1%,下半年出口量约为 2496.5 万台,同比下降 4.5%。

【奥维云网发布中国家电市场半年总结】 据奥维云网 (AVC) 推总数据显示,今年上半年中国家电市场实现零售额 3389 亿元,同比下滑 9.3%。其中,2022 年 1-6 月干衣机零售额规模达到 33 亿元,同比增长 31.3%;集成灶零售额 124 亿元,同比增长 9.6%;洗碗机零售额 52 亿元,同比增长 11.4%,清洁电器销额 146 亿元,同比增长 7.0%。奥维云网预测,2022 全年中国家电市场预计实现零售额 7322 亿元,同比下滑 3.7%;零售量 56036 万台,同比下滑 9.6%。

【集邦咨询发布电视机线上半年出货情况】 根据集邦咨询数据显示,上半年电视机出货量达 9272 万台,年减 5.8%。因此再次下调今年电视机出货量至 2.02 亿台,同比减少 3.8%。今年第二季度全球电视机出货量达 4517 万台,季减 5%,年减 6.8%,是首次出现第二季度出货量低于 4600 万台的新低情况。

4 投资建议

从家电板块投资角度，建议从以下三条主线进行布局：1) 品牌出海下中长期成长空间进一步被打开、以投影仪、扫地机为代表优质赛道，建议关注极米科技、石头科技。2) 低估值、具备全球竞争力的白电龙头，原材料价格下行有望带来盈利端修复，建议关注海尔智家。3) 稳增长主线下地产链相关投资机会，建议关注亿田智能、火星人。

5 风险提示

- 1) **主要原材料价格波动的风险：**家电产品原材料成本占公司主营业务成本比例较高，其价格波动将会影响公司产品成本，从而影响公司盈利能力。
- 2) **需求不及预期：**家电市场需求受宏观经济及地产销售影响较大，宏观经济下行或地产销售低迷对家电需求会有一定负面冲击。
- 3) **市场竞争加剧风险：**市场竞争加剧将对公司经营业绩产生一定影响。

插图目录

图 1: 集成灶分月度内销量及同比 (万台)	3
图 2: 集成灶分品牌 6 月内销量及同比 (万台)	3
图 3: 22H1 投影 TOP10 品牌销量同比变化.....	4
图 4: 申万一级行业涨跌幅 (7/25-7/29)	6
图 5: 家电板块 PE-TTM (7/25-7/29)	6
图 6: 本周涨幅前十名公司 (7/25-7/29)	6
图 7: 本周跌幅前十名公司 (7/25-7/29)	6
图 8: LME 铜价本周 7/25-7/29 上涨 4.71% (美元/吨)	7
图 9: LME 铝价本周 7/25-7/29 上涨 0.84% (美元/吨)	7
图 10: 冷轧板卷本周 7/25-7/29 上涨 0.84% (元/吨)	8
图 11: 塑料本周 7/25-7/29 下跌 0.13% (元/吨)	8
图 12: 美元兑人民币汇率: 周涨幅-0.16%.....	8
图 13: 集装箱运价综合指数下跌 1.27%.....	8

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 地方政府 Q2 以来家电消费刺激政策.....	5
表 2: 陆股通家电持仓变动情况 (7/25-7/29)	7

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001