



空气源热泵行业迎来历史机遇

空气源热泵行业专题

行业点评

空气源热泵技术节能环保、应用场景广阔。空气源热泵通过利用少量电能对能量进行搬运和转化，节约了用电成本且运作过程中无废气、废物等污染物的产生，低能耗+成本较为经济的特点为空气源热泵的推广起到支撑作用。空气源热泵技术产品主要有采暖、制冷、热水、烘干等功能，广泛应用于建筑业、农业、交通运输业、服务业等多个领域。

欧洲市场的“远虑近忧”为空气源热泵产品的爆发提供可能性。欧盟及各国近年来制定一系列能源政策及实施计划，一方面，为加大可再生能源比例，推动能源结构改革，以实现气候中和的目标；另一方面，受俄乌冲突影响，欧洲天然气资源供应紧张，叠加极端天气影响，欧洲电价屡创新高。面临急需解决的石化资源依赖和能源供应紧张问题，作为可选方案的空气源热泵迎来了历史发展机遇。当前政策手段有效地激励了热泵在供暖等领域的推广应用，高效节能的空气源热泵技术加快推广进程。2021年欧洲21个国家/地区售出218万台热泵，同比+34%。根据欧盟“RepowerEU”计划，未来五年欧洲热泵市场有望实现约10%的年复合增长。长期来看，欧洲市场总潜在安装量为8990万台，预计市场还有6倍增长空间。我国作为空气源热泵的重要出口国，欧洲市场是我国重要出口对象。2021年我国空气源热泵产品出口额约50亿人民币，同比2020年翻一倍，未来随空气源热泵在欧洲的率先普及，我国热泵出口数量有望进一步大幅增长。

我国空气源热泵市场起步晚，格局分散，拥有技术优势的企业有望率先受益于行业集中度提升。近年来国内空气源热泵市场在波动中前行，一方面受到2018年以来煤改气进程的放缓，一方面2020年以来疫情的扰动、原材料成本上涨也对国内空气源热泵市场产生一定影响。当前国内空气源热泵市场参与者众多，但产品质量参差不齐，与国外龙头仍有一定的技术差距。技术积淀深厚且有品牌力加持的企业有望更快地打开市场空间，提高行业市占率。

投资建议

当前受益于欧洲气候中和的长期目标和解决能源短缺的迫切需求，在欧洲政策的大力扶持下，有望迎来我国空气源热泵出口的爆发式增长。同时我国空气源热泵市场起步晚、格局分散、技术水平参差不齐，产品技术积淀深厚的公司有望更快享受行业红利。关注综合实力较强的家电行业龙头对空气源热泵产品的布局力度，以及技术实力较强的专业型空气源热泵公司。

风险提示

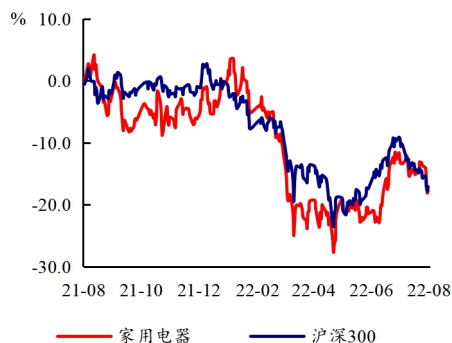
社会经济原因导致安装进度受阻；技术改善缓慢导致产品难推广；政策支持力度不达预期；国际关系紧张影响出口。

评级 暂无

报告作者

作者姓名 汪玲
 资格证书 S1710521070001
 电子邮箱 wangl665@easec.com.cn

股价走势



相关研究

《【家电】家电行业 Q2 基金重仓标的集中度高_20220801》2022.08.01
 《【家电】家电政策暖风频吹，具体措施有望进一步落实_20220725》2022.07.25
 《【家电】国常会再提支持家电消费，高温催化空调回暖_20220718》2022.07.18
 《【家电】七月空调排产同比下滑，上半年终端表现承压_20220711》2022.07.11
 《【家电】大宗商品价格回调，成本压力有望缓解_20220704》2022.07.04

正文目录

1. 空气源热泵技术：节能环保，应用场景广阔.....	3
1.1. 热泵技术概况.....	3
1.2. 空气源热泵是热泵领域最重要的子行业.....	4
1.3. 空气源热泵技术特点.....	5
2. 欧洲热泵市场：进入成长快车道.....	7
2.1. 客观条件：渗透率低，传统能源紧缺催化市场加速成长.....	7
2.2. 主观条件：政策大力推动热泵应用普及.....	8
3. 国内热泵市场：格局分散，波动中前行.....	10
4. 相关标的梳理.....	12
5. 风险提示.....	12

图表目录

图表 1. 热泵应用范围广泛.....	3
图表 2. 芬尼科技热泵产品应用.....	3
图表 3. 空气源热泵原理.....	4
图表 4. 空气源热泵下游应用占比.....	5
图表 5. 四大类热水器产品能耗情况对比.....	6
图表 6. 空气源热泵供暖应用成本对比.....	6
图表 7. 欧洲市场热泵规模.....	7
图表 8. 欧洲市场热泵安装数量预计.....	7
图表 9. 2021 年欧洲各国热泵每千户安装量.....	8
图表 10. 2019 年总能源消耗占比.....	8
图表 11. 2019 年可再生能源占终端能源消费比重.....	8
图表 12. 2021 年我国空气源热泵出口翻倍增长.....	9
图表 13. 2021 年我国空气源热泵出口国家份额比例.....	9
图表 14. 我国热泵市场规模（亿元）.....	10
图表 15. 2019 年国内热泵市场分布情况.....	11

1. 空气源热泵技术：节能环保，应用场景广阔

1.1. 热泵技术概况

热泵是一种由电能驱动、能够高效利用低品位热能（如空气、土壤、水中所含的热量）的加热装置。热泵可以把难以直接利用的低位热能转换为可以直接利用的高位热能，其广泛应用于家用和商用生活热水、还与地暖、散热器等结合用于建筑供暖，同时也在烘干、工业供热等工农等领域有重要应用。

图表 1. 热泵应用范围广泛

行业	目的	特点	挑战
农林牧渔业	维持温内温度	模块化控制，操作简单，设备紧凑，占地少	投资相对大，仅在花卉种植等效益较高场合使用
采矿业	空气加热，矿井口防冻送风	制冷剂 and 空气一次换热管，管路简单，可远程控制	螺杆式双级热泵噪声较大，涡旋式热泵无法满足要求
制造烘干业	加热循环风，烘干物料	模块化设计，烘干品质好，适用不同烘干温度的物料	需要燃气辅助快速升温，室内粉尘等颗粒影响设备长期使用
建筑业	制取生活热水，冬季采暖	经济效益高，安全性高，安装方便，维护简易	低温环境结霜影响设备效率，同时影响建筑的舒适度
交通运输业	制取热水，采暖	不受地理条件、能源来源等的限制，安装条件灵活	相对密闭的空间影响热泵效率，压缩机排气温度较低
住宿和餐饮业	提供洗浴、洗涤、洗菜等热水	用水时段集中，可夜间谷电时段蓄热，经济性好	普通空气源热泵出水温度低，蓄热水箱容积大，占地面积大
卫生和社会工作	高温蒸汽杀菌消毒	能够满足不同水温、长时间、大需求等要求	热泵出口温度低，需要蒸汽压缩机辅助提供高温蒸汽

资料来源：芬尼科技公告，东亚前海证券研究所

图表 2. 芬尼科技热泵产品应用

应用领域	图片示例	产品特点	应用领域	图片示例	产品特点
泳池恒温类			生活热水类		
家庭		泳池恒温热泵产品是一种集恒温、除湿等多种功能于一体的新型高效节能泳池热水设备。	家庭		生活热水类产品可以为用户提供温度高达 75℃ 的生活热水，并通过全自动智能控制技术能精准控制水温，且在提供热水的同时能够为用户免费提供一定量的冷气。
商业			商业		
采暖（制冷）类			烘干类		
家庭		采暖（制冷）类产品主要包括冷暖型空气源热泵产品、超低温变频空气源热泵采暖机组等，该类 products 集地暖、中央空调等多重功能于一体。	工业		烘干类产品主要应用于环保、农业以及锂电制造等多种工农领域。
商业			工业		
			农业		

资料来源：芬尼科技公告，东亚前海证券研究所

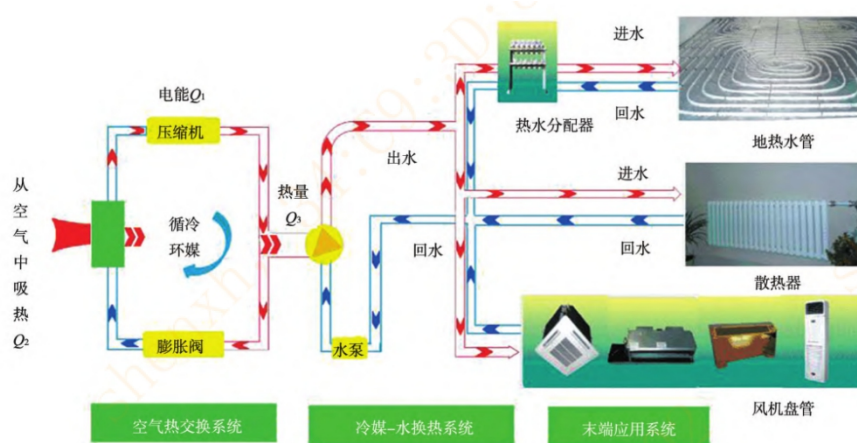
1.2. 空气源热泵是热泵领域最重要的子行业

空气源热泵是热泵领域最主要的子行业。根据中国节能协会热泵专业委员会的相关数据，2021 年我国热泵行业总销售额为 248.2 亿元，其中空气源热泵销售额为 227.1 亿元，占比约为 91.49%。根据采用低位热能的不同，热泵可分为空气源热泵、地源热泵和水源热泵，后两者能效比较高，但由于会对土地及水资源产生热污染而难以大规模推广，因此目前空气源热泵成为行业主流产品。空气源热泵把空气作为热泵的低位热源，实现能源供应的可再生，同时拥有清洁、节能的特点，在国内随着“煤改电”的推进而逐步被市场关注。

空气源热泵历史可以追溯到 1852 年，英国科学家开尔文提出冷冻装置可以用于加热，提出了首个正式热泵系统“热量倍增器”。上世纪 70 年代，伴随“能源危机”的出现，节能减排的热泵被大众所发现，热泵产品逐步走进欧美国家的部分家庭，并同时也走入中国市场。21 世纪初，空气能热水器在我国从广东崛起，由于节能环保、安全等优点而迅速普及到酒店、校园、工厂等公共场合。

空气源热泵原理是用少量电能驱动热泵机组，以空气为低温热源，利用空调系统冷凝器或蒸发器进行热交换，通过制冷或者制热循环释放或提取热能，完成热量离开或进入建筑物的转移。空气源热泵主要通过水循环来实现冷热的传递，终端接口既可以是热水，也可以供采暖或制冷，其中制热水的技术更为简单，采暖或制冷技术（尤其是高寒地区的采暖）难度更高。根据末端连接不同主要分为两联供和三联供产品，其中两联供以采暖和制冷功能为主，三联供与两联供相比增加了供应热水功能。

图表 3. 空气源热泵原理

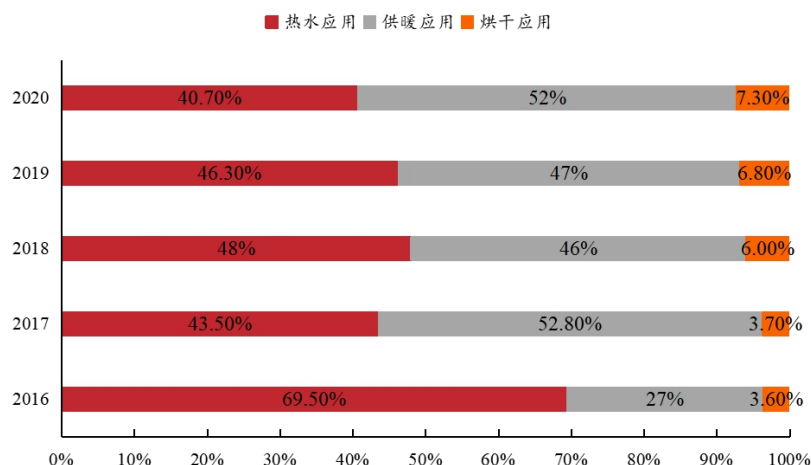


资料来源：公共建筑空气源热泵系统经济性与节能性分析[J]，东亚前海证券研究所

空气源热泵技术起步时主要在热水应用领域，后随技术更加成熟及我国“煤改气”过程中的大力应用，2016 年后，我国的空气源热泵技术在采

暖领域得到了进一步的认可和推广。截至 2020 年，空气源热泵在供暖领域应用的占比达 52%，超过在热水领域的应用。

图表 4. 空气源热泵下游应用占比



资料来源：芬尼科技公告，东亚前海证券研究所

1.3. 空气源热泵技术特点

空气热泵技术最大优势在于节能环保。空气源热泵通过利用少量电能对能量进行搬运和转换，进而节约了用电成本，且运作过程中无废气、废物等污染物的产生，也因此得到政策的推广和支持。2021 年 5 月，国际能源署《2050 年净零排放：全球能源部门路线图》中提出全球能源行业到 2050 年实现净零排放的目标，我国也在改善大气环境的战略推动下实施“煤改气”行动。截至 2020 年底，已在京津冀及周边城市、汾渭平原两大重点区域累计完成散煤替代 2500 万户，其中空气源热泵技术占电代煤改造的 75% 左右。

空气源热泵方案有经济上的合理性。根据芬尼科技对各类热水器的能耗及费用进行综合对比，我们可以看到在总热量需求一定的情况下，空气源热泵热水器每日能耗只有电热水器的 1/4，年费用也只有燃气热水器及电热水器的 1/4、1/2。

图表 5. 四大类热水器产品能耗情况对比

指标\热水加热方式	电热水器	燃气热水器	空气源热泵热水器	太阳能热水器
运行原理	电能转换成热能	化石能转换成热能	利用逆卡诺循环，电能驱动，将低品位热能转换成高品位热能	光能转换成热能
家庭人数（个）	3	3	3	3
55℃热水使用量（L/人/天）	60	60	60	60
每天的热总需求（L）	180	180	180	180
总热量需求（kJ）（以自来水温从 15℃加热到 55℃为例）	30096	30096	30096	30096
单位换算或热值换算	1kWh=3600kJ	1Nm³=33500kJ	1kWh 的电能可以产生 4kWh 的热量（其中 3kWh 的热量从空气中吸收）	/
每天耗能	8.36 kWh	0.90Nm³	2.09kWh	/
燃料成本	0.50 元/kWh	2.5 元/m³	0.50 元/kWh	/
日费用（元/天/户）	4.18.00	2.25.00	1.05.00	/
年费用（元/年/户）	1525	821	383	/
假设条件： 1、中国居民用电按照 0.50 元/kWh； 2、燃气价格按照 2.5 元/m³，天然气的热值为每立方米燃烧热值为 8000 大卡至 8500 大卡，1 千卡/1 大卡/1000 卡路里（kcal）=4.1868 千焦（kJ），所以每立方米燃烧热值为 33494.4kJ 至 35587.8kJ。实际测算按 33500kJ 计算； 3、空气能热水器的能效比 4.0 4、设备按 10 年折旧				

资料来源：芬尼科技公告，东亚前海证券研究所

空气源热泵采暖则需要考虑到外界环境、气温、房屋保温效果等各方面的影响，因此较难量化对比。借鉴河南省建筑科学研究院对郑州市一套农村 140 平方米三室一厅的民宅的费用对比实验，结果表明相较集中供暖及壁挂炉燃气的方案，空气源热泵方案在初始投资和运行费用上更加经济合理。

图表 6. 空气源热泵供暖应用成本对比

表 1 两种供暖方式初装与运行费用对比							
类别	初装与运行费用						
	面积/m²	初投资/元	初装费用/（元/m²）	室温/℃	最大日耗能	运行费用/（元/d）	运行成本/〔元/（m²·d）〕
集中供暖	140	20 800	148.6	18~20	—	26.6	0.190
空气能暖气	140	13 400	95.7	18~20	50 kWh	28.0	0.200
壁挂炉燃气	140	16 600	118.6	18~20	15 m³	36.0	0.257

注：最大电耗是指机组全部运行且全天运行，实际生活中卧室和客厅不同时工作。

资料来源：空气源热泵空调技术应用现状及发展前景[J]，东亚前海证券研究所

空气源热泵在制冷和采暖方面的舒适度优于传统空调。除了环保节能及高效能方面的优势，空气源热泵在制冷和采暖的应用上体验感更佳。空气源热泵技术夏季在室内采用风机盘管冷水供冷，而不是空调的氟制冷，冬天则利用水媒介实现地板辐射供暖，因此空气换热温差小，出风柔和，室内温度更加均匀，舒适度也更优。

但空气源热泵推广过程中或存在相关问题：1)易受周围空气环境影响，环境温度的降低会使空气源热泵的制热量减小，可能无法满足室内采暖需

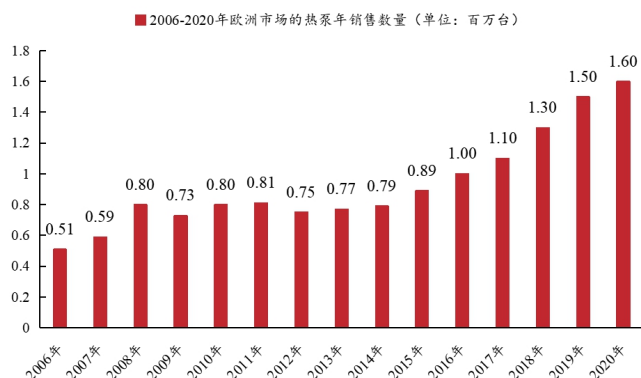
求。在低于-10℃的情况下，蒸发器表面容易结霜，造成传热性能下降、系统功耗增大，严重时甚至会停止工作；2）空气源热泵机组占地面积大，而且要求安装在地面或是楼顶，因此不适合城市的集中供暖；3）热泵产品的使用需要在地面下铺设水管，因此前期末铺水管的房屋在做后装时，需要改造的工程较大；4）农村建筑多为分散式的单体建筑，面积大、保温较差，且区域性集中供热基础建设投入大也会给政府带来较大财政负担。

2. 欧洲热泵市场：进入成长快车道

2.1. 客观条件：渗透率低，传统能源紧缺催化市场加速成长

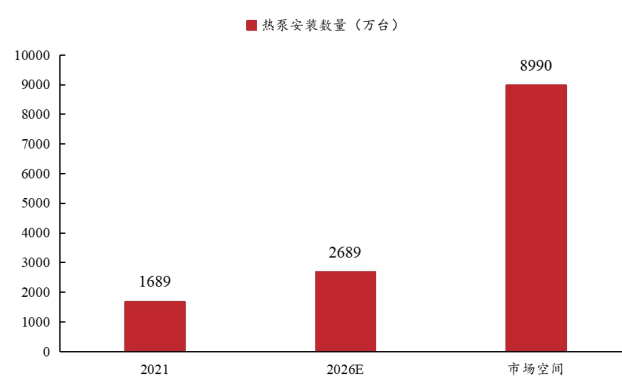
欧洲市场热泵规模持续上涨，未来增长潜力大。根据欧洲热泵协会公布数据，2021 年欧洲 21 个国家/地区售出 218 万台热泵，同比+34%。2021 年，欧盟安装热泵总数达 1689 万台，约占供暖市场的 14%，其中空气源热泵占比约为 40%。欧盟在“RepowerEU”计划中提及会将热泵的部署速度提高一倍，未来五年累计部署 1000 万台。按此测算，未来五年欧洲热泵市场将实现约 10%的年复合增长。欧洲热泵协会估计，欧洲热泵的潜在年销量为 680 万台，潜在总安装量为 8990 万台，按此计算，预计市场未来还有 6 倍增长空间。

图表 7. 欧洲市场热泵规模



资料来源：EHPA，东亚前海证券研究所

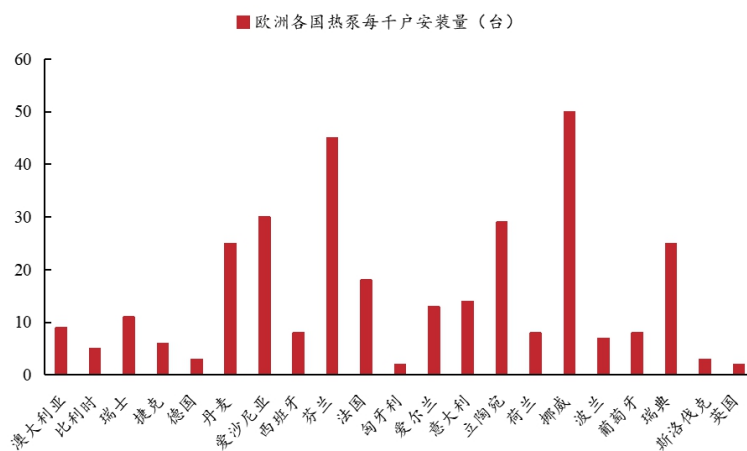
图表 8. 欧洲市场热泵安装数量预计



资料来源：EHPA，东亚前海证券研究所

从欧洲市场内部需求来看，地区集中度高，渗透率还有较大增长空间。根据 EHPA 统计数据，2021 年欧洲最大的三个热泵市场（热泵和热水机组）分别是法国（53.7 万台，+36%）、意大利（38.2 万台，+64%）和德国（17.7 万台，+26%），且欧洲市场热泵销量集中，三个国家总计占欧盟热泵市场的一半，排名前十的国家销量总计占欧洲市场的 87%。欧洲市场中，挪威的热泵渗透率最高，目前达到 50 台/千户，远高于德、意、法（不到 20 台/千户）。

图表 9. 2021 年欧洲各国热泵每千户安装量



资料来源：EHPA，东亚前海证券研究所

受俄乌冲突影响，欧洲天然气资源供应紧张，叠加极端天气影响，水电、核电、煤炭发电都受到一定制约，致使欧洲电价屡创新高。在这一背景下，高效节能的空气源热泵技术加快推广进程。

2.2. 主观条件：政策大力推动热泵应用普及

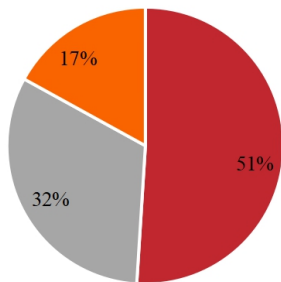
欧盟及欧洲各国近年来制定一系列能源政策及实施计划，一方面为解决能源短期受限问题，一方面推动能源结构改革，以实现气候中和的目标。这些政策手段有效地激励了热泵在供暖等领域的推广应用。

根据 EHPA 公布数据，目前供暖及制冷行业占总能源消耗的 50% 以上，且可再生能源仅占 11% 左右。欧盟委员会颁布的《欧盟能源系统一体化战略》预计到 2030 年，40% 的住宅和 65% 的商业建筑将采用电力供暖，根据能效第一原则，这些建筑中大部分可能采用热泵系统进行供暖及制冷。

图表 10. 2019 年总能源消耗占比

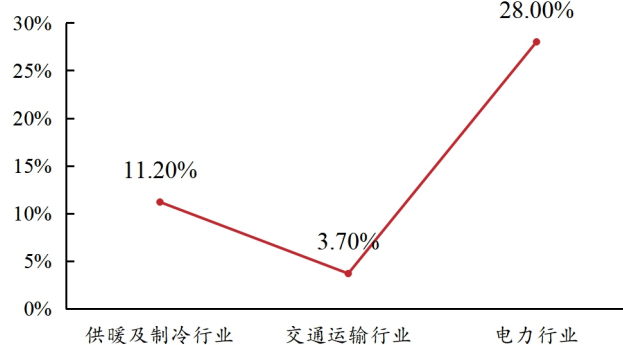
图表 11. 2019 年可再生能源占终端能源消费比重

■ 供暖及制冷行业 ■ 交通运输行业
■ 电力行业



资料来源：EHPA，东亚前海证券研究所

— 可再生能源占比

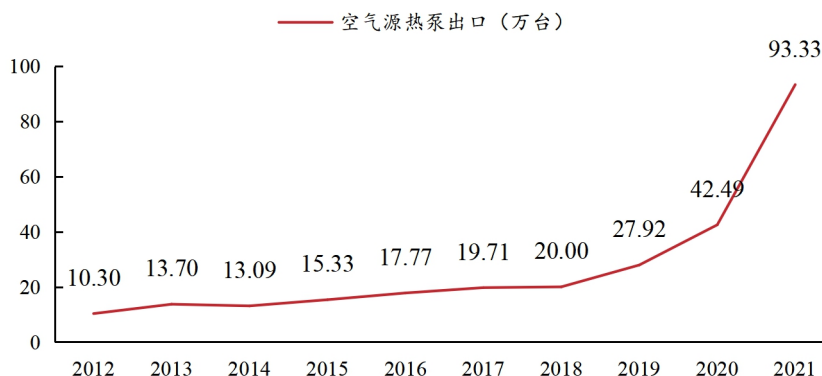


资料来源：EHPA，东亚前海证券研究所

2022 年 5 月，欧盟正式公布“RepowerEU”能源计划，在俄乌冲突及气候危机的大背景下，该计划主要为加速能源体系变革，减轻对俄化石能源的依赖。“RepowerEU”能源计划在“Fit for 55”（欧盟到 2030 年将温室气体净排放量与 1990 年的水平相比至少减少 55% 的目标）计划上，在 2027 年前再投资 2100 万欧元，推动欧洲清洁能源体系建设。在“RepowerEU”能源计划中，将热泵的部署速度提高一倍，未来五年累计部署 1000 万台，并采取措施将地热、太阳能供热集成到公共供暖系统中。

从供给情况来看，当前欧洲本土热泵制造商约 170+ 家，以分布在农村或偏远地区的中小企业为主，当地总销售额约 145 亿欧元。根据产业在线及中国海关统计，2021 年我国空气源热泵产品出口额约 50 亿人民币，同比翻一倍。2021 年我国空气源热泵出口国家中，法国、意大利、德国、荷兰等欧洲国家为主要出口地区。未来随空气源热泵在欧洲的率先普及，我国热泵出口数量有望进一步大幅增长。我国外销产品多以 ODM 模式进行，销售利润水平较低，且不同于内销的以标准化自有品牌为主，外销产品具有定制化特征。

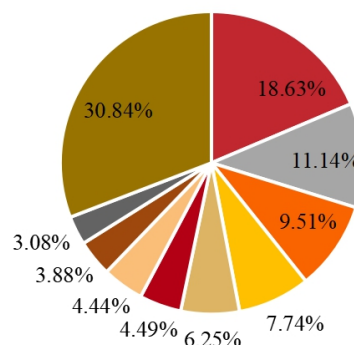
图表 12. 2021 年我国空气源热泵出口翻倍增长



资料来源：海关总署，东亚前海证券研究所

图表 13. 2021 年我国空气源热泵出口国家份额比例

■ 法国 ■ 意大利 ■ 澳大利亚 ■ 德国
■ 荷兰 ■ 西班牙 ■ 波兰 ■ 比利时
■ 加拿大 ■ 其他地区

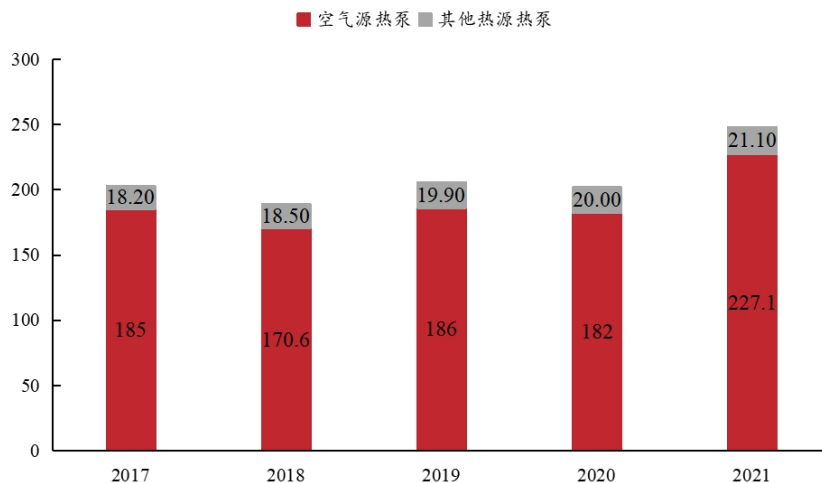


资料来源：中国海关，东亚前海证券研究所

3. 国内热泵市场：格局分散，波动中前行

近年来国内空气源热泵市场在波动中前行。一方面受到2018年以来煤改气进度的放缓，一方面2020年以来疫情的扰动、原材料成本上涨也对国内空气源热泵市场产生一定影响。我国热泵行业起步晚，2015年11月25日，我国住房和城乡建设部科技发展促进中心发布了《空气热能纳入可再生能源范畴的指导手册》。在中国“煤改清洁能源”等项目的推动下，空气源热泵空调迎来了高速发展，2020年空气源热泵空调市场规模相比2013年增加了2倍。当前我国大力推行节能减排，力争2030年实现碳达峰的目标下，国内的空气源热泵市场有进一步扩展的空间。

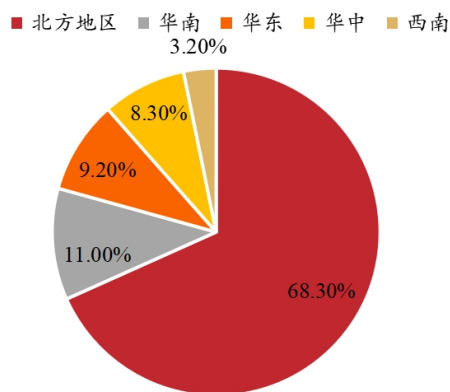
图表 14. 我国热泵市场规模（亿元）



资料来源：芬尼科技公告，东亚前海证券研究所

我国空气源热泵主要集中在北方地区，占比近 70%，主要由于北方地区供暖需求更为普遍，对空气源热泵的需求更偏向于刚需，而南方地区更偏向于改善型需求。根据中国节能协会热泵专业委员会的统计，空气源热泵空调在夏热冬冷气候区、寒冷气候区、夏热冬暖及温和气候区节能潜力共计 1620 万 t 标准煤/a，而在北方及长江中下游地区的节能潜力共计 4 097 万 t 标准煤/a。

图表 15. 2019 年国内热泵市场分布情况



资料来源：中国节能协会，东亚前海证券研究所

4. 相关标的梳理

目前国内空气源热泵行业格局分散，水平参差不齐。2020 年我国空气源热泵销售额前四名分别为海尔智家、美的集团、格力电器及芬尼科技。当前我国空气源热泵行业集中度不高，品牌效应较弱，我国企业在空气源热泵技术方面距国外龙头仍有一定差距。当前背景下，产品技术扎实、经验积淀深厚的企业有望优先跑赢行业。

图表 16. 相关公司梳理

类型	公司	国家	简述
国际企业	NIBE INDUSTRIER AB	瑞典	是欧洲最大独立热泵厂家
	博世	德国	欧洲采暖市场上最大的供应商，产品领域包括传统的燃气锅炉、冷凝锅炉、太阳能热水器及热泵产品
	三菱电机	日本	综合电器业务
	ATLANTIC	法国	专注于热舒适产品，包括家用/商用热水器
	约克	美国	空调冷冻行业变频应用领导者
	麦克维尔	美国	主要产品和服务涵盖家用、商用及工业用暖通空调设备、空气净化设备及冷冻冷藏用机组，如水源热泵机组
	大金	日本	以空调业务为主
国内龙头家电	海尔智家		第一梯队，规模领先，技术相比国际头部企业有一定差距
	美的集团		技术相比国际头部企业有一定差距
	格力电器		技术相比国际头部企业有一定差距
专业型企业	芬尼科技		是中国热泵行业出口量最大的企业之一，但规模不如家电龙头企业，在国内技术领先，以代工为主
	纽恩泰		专门从事空气源热泵研发、生产和销售
	中广欧斯特		专门从事空气源热泵研发、生产和销售
	华天成		主要生产空气能热水器、烘干热泵、暖通设备
	同益科技		是国内最早从事空气能热泵热水器研发生产的企业之一
	派沃股份		空气能热泵制冷、制热设备的研发、生产以及销售
	生能		集产品研发、生产、销售和服务于一体的空气源热泵产品专业化企业
其他涉及概念的上市公司	AO史密斯	美国	产品横跨家用、商用两大领域
	朗进科技		空气源热泵在热泵烘干领域有布局
	申菱环境		与其他公司共同出资设立广东申菱热储科技有限公司，布局空气能热泵采暖领域
	日出东方		空气源热泵为重点发展品类，但比例小，公司在空气源热泵技术上的沉淀和积累处于行业前列。
	海立股份		推出了多款热泵产品及空气源热泵采暖系统，全球首家推出旋转式热泵专用压缩机
	汉钟精机		空气源热泵可用于煤改电及工业锅炉改造
	盾安环境		公司以高温热泵低温模块机系列化设计，全热回收风冷涡旋冷水（热泵）机组降本
	德业股份		主营产品包括空气源热泵热风机

资料来源：Wind，公司公告，东亚前海证券研究所

5. 风险提示

社会经济原因导致安装进度受阻：欧洲市场因为相关人力短缺、组件供应困难等问题导致空气源热泵相关产品的安装速度缓慢，导致市场规模

增长不及预期。

技术改善缓慢导致产品难推广：空气源热泵受室外温度影响大，在严冬寒冷地区或潮湿地区使用时，可能出现能效降低、管壁结霜等问题，进而导致相应产品推广难度大。

政策支持力度不达预期：后续的补贴及支持力度减弱，导致空气源热泵市场增长缓慢。

国际关系影响我国出口：国际关系紧张使贸易受阻，影响我国空气源热泵对海外的出口。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>