

行业深度

家用电器

守正出奇，行稳致远

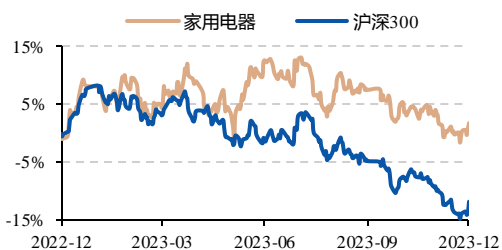
家用电器行业 2024 年年度策略

2023 年 12 月 28 日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
家用电器	-1.23	-5.50	0.60
沪深 300	-2.77	-7.73	-12.17

杨甫

执业证书编号:S0530517110001
yangfu@hncasing.com

周心怡

zhouxin yi67@hncasing.com

分析师

研究助理

相关报告

- 1 家用电器行业 2023 年 12 月报: 海外市场需求逐渐恢复, 有望带动家电出口 2023-12-19
- 2 家电行业深度: 消费分化倾向向下, 家电行业的发展新趋势 2023-12-18
- 3 家用电器行业 2023 年 11 月报: 双 11 家电稳健增长, 清洁电器量价齐升 2023-11-19

重点股票	2022A		2023E		2024E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
海尔智家	1.56	13.33	1.77	11.75	1.98	10.50	买入
石头科技	9.00	30.83	12.99	21.36	15.52	17.88	买入
科沃斯	2.94	13.82	2.63	15.45	2.95	13.78	买入
飞科电器	1.89	25.61	2.28	21.23	2.82	17.16	买入

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **复盘: 家电板块经营稳中有升, 当前估值处于后 13.36%分位数的较低位置。**本年度(2023.1.1-2023.12.28)申万家用电器行业累计涨幅 2.24%, 跑赢沪深 300 指数 14.41pct, 在申万 31 个一级行业中涨跌幅排名第 7 位, 整体表现较好, 细分板块下白电/厨卫电器/小家电/黑电涨跌幅分别为+0.71%/-13.17%/-12.24%/+40.98%。**估值方面,**截至 12 月 28 日, 家电板块估值已下降至 14.19 倍的位置, 处于近十年的后 13.36%分位数。**经营方面,**去年低基数效应下, 家电各版块营收增速迎来同比修复, 加上大宗原材料价格正处低位, 促进了盈利能力的释放。**行业基本面,**高温天气带动空调需求大幅增长, 海外补库周期下冰洗的外销需求也高增, 因此全年来看白电板块表现最稳定, 23Q3 营收/业绩增速分别为 8%/15%。
- **短期海外市场渠道进入补库周期, 拉动外销景气度回升, 中长期维度下国牌家电企业不断积累的产业链优势和品牌影响力, 应被给予合理的估值溢价空间。**之所以讨论当前家电行业的估值位置, 是因为市场多数观点认为家电伴随高地产关联性, 板块存在走弱风险, 海外业务的成长意义有所忽略, 目前我国家电龙头的 PE 估值区间为 10-20 倍, 海外的大金工业和 A.O.史密斯估值区间在 20-40 倍, 存在较大差距。站在当前时点下, 出口端补库+美联储降息预期, 今年 1-11 月家电出口总额同比+6.35%, 外销景气度向好; 长期来看国牌家电企业全球产业链布局不断完善, 海外业务占比不断提升, 估值存在向上提振空间。
- **2024 年投资策略: 1) 寻找出口端的强 α。**筛选标准主要为稳定性和高弹性两个角度。满足稳定性的条件应当是营收、盈利能力和抗风险能力较强, 拥有全球化产业链布局, 和较强的上下游议价权的公司应值得关注, 如海尔智家、美的集团和海信集团。高弹性体现在某些家电品类在出海初级或成长阶段, 相较海外本土产品, 综合使用感和价格上更具性价比, 因此在海外市场拓展过程中收获了较高增速, 而随出海进程加快, 能够构筑自身的全渠道体系则是重要护城河。**2) 内销市场上仍应关注小家电的成长性。**总体来说小家电单价低、品类众多、渗透率较低, 因此需要通过不断创新来激发消费者潜在需求, 核

心竞争力即为研发创新实力。重视研发投入，具备相应实力的公司将有望开拓出具备产品竞争力、能够广泛普及的小家电品类。同时，能够顺应渠道变革，把握渠道红利的公司也值得关注。

- **风险提示：原材料价格波动风险，地产下行影响超预期，市场竞争加剧，终端需求不及预期。**

内容目录

1 复盘：2023 年家电板块表现回顾	5
1.1 家电全行业.....	5
1.2 白电板块：稳中有升，经营韧性最强.....	7
1.3 黑电板块：高压之下加速行业出清，强者恒强.....	9
1.4 小家电板块：经营承压，板块走弱.....	10
1.5 厨电板块：同比修复，经营向好.....	12
2 家电估值几何？	13
2.1 当前估值是否存在低估.....	13
2.2 如何看待海外业务对家电龙头的估值影响.....	16
2.3 PB-ROE 框架下的家电行业理解.....	18
3 展望：2024 年家电行业投资策略	20
3.1 寻找家电出海下的强 α	20
3.1.1 稳定性：深化产业链布局.....	20
3.1.2 高弹性：短期看产品，长期看渠道.....	22
3.2 小家电具备成长性的核心驱动力.....	24
3.2.1 研发实力是产品创新的基础.....	24
3.2.2 把握渠道红利.....	25
4 风险提示	26

图表目录

图 1：本年度家电板块涨幅优于沪深 300.....	5
图 2：本年度家电电子板块的涨跌幅情况.....	5
图 3：本年度申万行业指数累计涨跌幅.....	5
图 4：家电板块估值目前处于较低位置.....	6
图 5：白电板块毛利率和净利率（%）.....	7
图 6：白电板块的费用率变化（%）.....	7
图 7：LME 铜和 LME 铝价格变化（美元/吨）.....	7
图 8：钢材价格指数和塑料价格指数走势.....	7
图 9：空调的产销量及同比增速.....	8
图 10：空调的内销、出口量及同比增速.....	8
图 11：冰箱的产销量及同比增速.....	8
图 12：冰箱的产销量及同比增速.....	8
图 13：洗衣机的产销量及同比增速.....	9
图 14：洗衣机的产销量及同比增速.....	9
图 15：黑色家电板块单季度营收增速（%）.....	9
图 16：黑电板块本年度涨跌幅走势.....	9
图 17：彩电零售规模及同比增速.....	10
图 18：不同尺寸的电视面板价格（美元/片）.....	10
图 19：全球 TV 各品牌全球出货量市占率.....	10
图 20：小家电板块营收及同比增速.....	11
图 21：小家电板块 PE 估值变化.....	11
图 22：23Q3 厨小电各品类全渠道零售额及同比增速.....	11

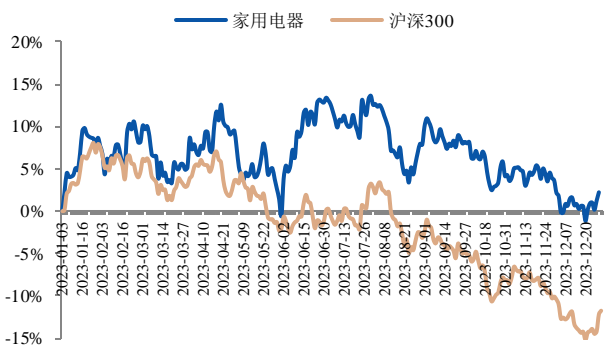
图 23: 清洁电器市场规模及其增速.....	12
图 24: 扫地机器人线上销额及同比增速.....	12
图 25: 洗地机线上销额及同比增速.....	12
图 26: 2023Q3 清洁电器市场格局.....	12
图 27: 厨电板块的营收和归母净利润同比增速.....	13
图 28: 厨电板块的毛利率和净利率.....	13
图 29: 我国房屋竣工面积累计值及其累计同比增速.....	13
图 30: 厨卫家电全渠道零售额及其同比增速.....	13
图 31: SW 家用电器 PE 估值低于其他 SW 消费行业.....	14
图 32: 我国家电龙头估值低于海外企业.....	14
图 33: 海内外家电龙头的毛利率对比.....	14
图 34: 海内外家电龙头的净利率对比.....	14
图 35: 海内外家电龙头的年度营收变化 (亿元).....	14
图 36: 海内外家电龙头的年度营收增速变化.....	14
图 37: 中国、日本、美国的家电月度出口金额同比增速.....	15
图 38: 海尔智家 PE 估值和海外业务占比变化.....	15
图 39: 美的集团 PE 估值和海外业务占比变化.....	15
图 40: 海信家电 PE 估值和海外业务占比变化.....	16
图 41: 家用电器的月度出口金额及同比增速.....	16
图 42: 23Q3 部分家电出口企业的营收增速环比改善.....	16
图 43: 海尔系品牌的家电全球出货量市占率提升.....	17
图 44: 全球 TV 品牌出货量市占率变化.....	17
图 45: 全球小家电赛道的品牌市占率情况.....	17
图 46: 海尔智家全球布局.....	18
图 47: 大金工业全球布局.....	18
图 48: 申万家用电器行业当前 PB 估值偏低.....	19
图 49: 2021 年我国家电各品类 CR3.....	19
图 50: 家电行业净利率保持稳定水平.....	19
图 51: 申万家用电器行业 ROE (整体法) 基本稳定在较高水平.....	20
图 52: 海尔七大自主品牌的全球布局.....	22
图 53: 海尔智家和美的集团的外销营收及同比增速.....	22
图 54: 石头科技外销和内销收入增长情况 (亿元).....	23
图 55: 小家电板块及板块个股公司的研发费用率.....	24
图 56: 石头科技研发人员占比近六成.....	25
图 57: 石头科技研发费用逐年增加.....	25
图 58: 飞科电器的抖音渠道销售额及同比增速.....	25
图 59: 飞科电器收盘价走势.....	25
图 60: 飞科电器单季度营收增速.....	26
图 61: 伴随新兴渠道占比提升, 公司销售费用率渐增.....	26
表 1: 家用电器及子板块的年度营收同比增速 (%).....	6
表 2: 家用电器及子板块的年度归母净利润同比增速 (%).....	6
表 3: 主要的家电出海方式及代表企业.....	21
表 4: 海尔在全球各地区的营收增速基本稳定增长.....	22
表 5: 美国亚马逊上扫地机器人的各款式价格 (2023 年 12 月 26 日).....	23

1 复盘：2023 年家电板块表现回顾

1.1 家电全行业

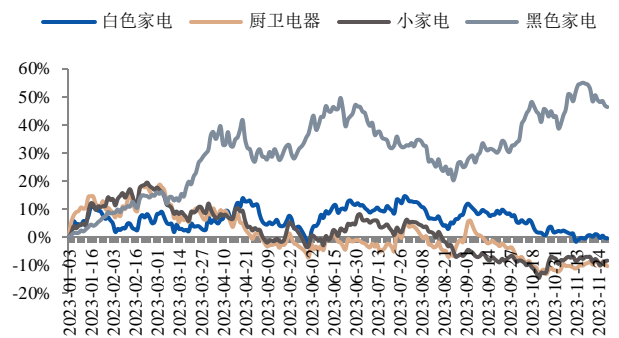
家电板块涨幅表现居前，子行业间形成分化。本年度（取 2023.1.1-2023.12.28，下同）申万家用电器行业累计涨幅 2.24%，跑赢沪深 300 指数 14.41pct，在申万 31 个一级行业中涨跌幅排名第 7 位，整体表现较好。家电行业中，白电/厨卫电器/小家电/黑电涨跌幅分别为+0.71%/-13.17%/-12.24%/+40.98%，黑电的涨幅超过其他子行业主要由强势个股如海信视像、四川长虹、九联科技所拉动。

图 1：本年度家电板块涨幅优于沪深 300



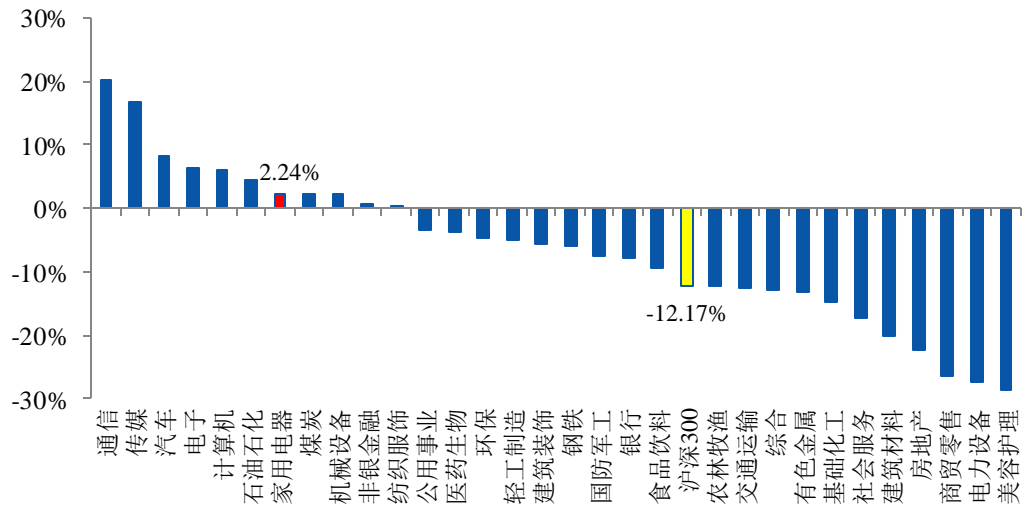
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 2：本年度家电电子板块的涨跌幅情况



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 3：本年度申万行业指数累计涨跌幅



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

家用电器板块当前估值偏低，位于后 13.36%分位数，存在修复空间。家电板块估值从 2021 年初开始回落，截至 12 月 28 日，已下降至 14.19 倍的位置，处于近十年的后 13.36%分位数，也显著低于近十年的家电板块估值中枢 18.67 倍，估值方面存在较大上行修复空间。

图 4：家电板块估值目前处于较低位置



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

家电板块有序复苏，23Q3 营收净利双增。从家电板块的盈利情况来看，2023Q3 家电板块整体营收恢复正增长，在家电子版块中，除了黑电和照明设备，其他板块营收均实现正增长，其中营收增速表现领先的是白电板块，2023Q3 营收同比增长 8.03%，主要由于厄尔尼诺现象引起的夏季高温，促进了海内外市场的空调需求释放，从而拉动了白电企业的营收增长。

23Q3 家电板块的归母净利润增速为 12.02%，主要因为家电的原材料成本占比较高，2022 年上游原材料价格回落的影响也将在 2023 年有所显现，盈利水平得到改善。

表 1：家用电器及子板块的年度营收同比增速 (%)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q3
家用电器	14.43	4.79	1.79	16.29	-0.47	6.00
白色家电	15.21	4.91	-0.53	15.97	3.11	8.03
黑色家电	16.48	6.94	5.89	8.28	-14.17	-0.27
小家电	15.91	6.83	14.52	20.36	-0.05	2.26
厨卫电器	9.38	0.73	-1.37	26.15	-3.83	3.10
照明设备	5.87	0.29	0.44	27.39	-4.12	-2.68

资料来源：同花顺 iFind，财信证券

表 2：家用电器及子板块的年度归母净利润同比增速 (%)

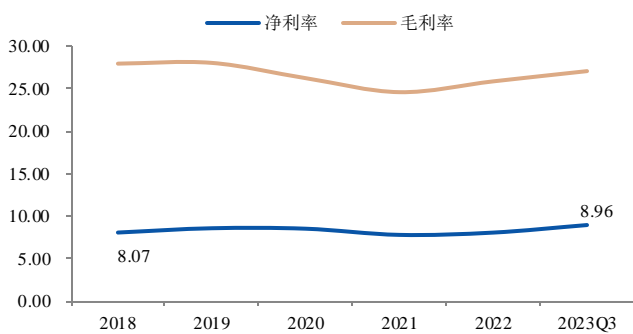
	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q3
家用电器	-11.08	23.94	5.92	10.26	8.70	12.02
白色家电	9.81	9.53	0.10	10.70	8.88	15.20
黑色家电	-77.20	62.29	45.08	-8.55	-4.21	-11.53
小家电	-40.85	194.16	15.84	13.44	4.34	-2.27
厨卫电器	-6.72	35.34	-1.46	-13.31	8.74	13.97
照明设备	-35.77	34.96	26.77	-19.73	13.32	3.67

资料来源：同花顺 iFind，财信证券

1.2 白电板块：稳中有升，经营韧性最强

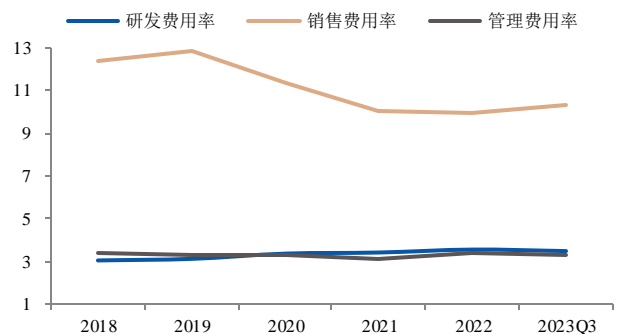
白电板块经营稳健，盈利能力明显修复。首先经营层面，2023Q3 白电板块实现营收 7417.11 亿元，同比+6.00%，白电行业格局稳定，三大龙头长期保持着 75% 以上的市场份额，为业绩提供了相对稳定性，另一方面，各企业通过国际化和高端化等策略，实现了内生增长。盈利能力方面，23Q3 白电毛利率为 27.07%，同比+1.88pct，净利率为 8.96%，同比+0.69pct，均有所修复；费用端，白电企业近年来费用管理能力不断加强，销售费用率从 2019 年的 12.86% 下降至 23Q3 的 10.29%，优化最为明显，研发费用率和管理费用率则相对控制在稳定水平，费用端合理有效的优化管理，帮助了净利率的稳中有升。

图 5：白电板块毛利率和净利率（%）



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 6：白电板块的费用率变化（%）



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

今年而言，原材料价格处于低位和内外销需求改善成为了白电“维持稳增”的主要助力因素。上游原材料价格从 2022Q2 开始下滑，带来了盈利能力的逐渐改善。空冰洗的原材料成本占比超过 50%，因此原材料价格波动对盈利能力的影响较大，截至 2023 年 12 月 28 日，LME 铜现货结算价为 8530 美元/吨，同比+1.63%，LME 铝现货结算价为 2314 美元/吨，同比-9.61%，塑料指数为 754，同比-0.72%，钢材指数为 150，同比+2.15%，相比 21Q2-22Q1 的价格高位，铜、铝和塑料价格均有 15%-40% 的下滑。考虑到原材料价格回落传导到企业端通常需要 2 到 3 个季度，因此 2023 年白电整体的毛利率改善会好于 2022 年。

图 7：LME 铜和 LME 铝价格变化（美元/吨）



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

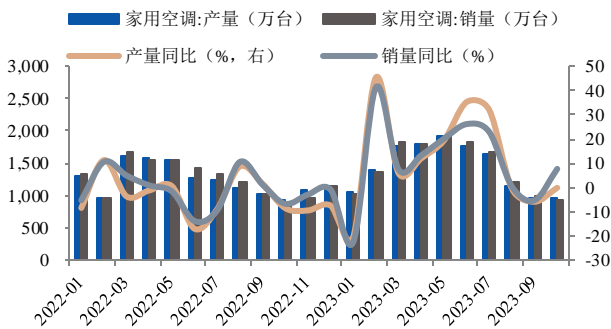
图 8：钢材价格指数和塑料价格指数走势



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

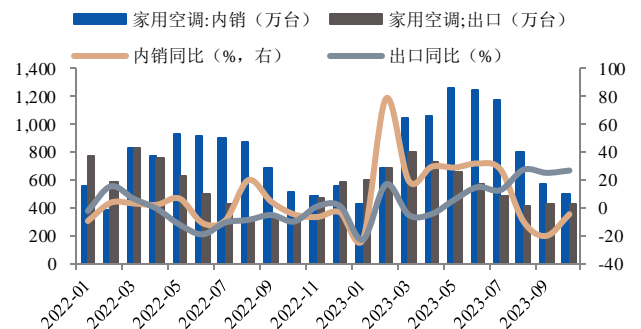
空调受全球高温影响，需求大幅提振，冰洗由于去年海外同期低基数，今年在渠道补库带动下外销改善。1) 空调产销高增，高温天气大幅提振了空调需求。2023年1-10月空调产量为1.44亿台，同比+14.30%，销量为1.46亿台，同比+13.07%，其中内销同比+19.00%，出口同比+5.15%。今年由于厄尔尼诺现象导致全球多地受夏季高温影响，空调需求大幅增加，出厂端也积极排产备货，带动了空调规模的快速增长。2) 海外市场负面因素影响趋缓，冰箱海外补库周期拉动外销回暖。冰箱2023年1-10月产量为7171.90万台，同比+13.34%，销量为7122.58万台，同比+11.86%，其中内销同比+4.99%，外销+11.88%，去年海外市场受地缘冲突、能源危机等负面因素压制，需求表现较弱，23Q1仍在去库存阶段，从4月起外销增速提速，行业逐渐回暖。3) 洗衣机内销缺乏明显增长动力，外销改善，快速增长。洗衣机2023年1-10月产量为6537.98万台，同比+15.24%，销量为6555.94万台，同比+15.12%，其中内销同比+1.85%，外销+40.56%。洗衣机跟冰箱同样是去年海外低基数情况下，今年海外渠道补库存带动了外销高增。

图 9：空调的产销量及同比增速



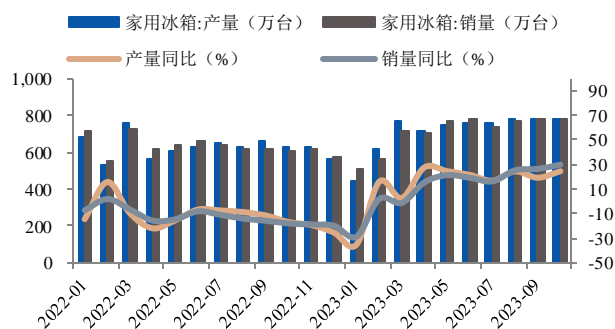
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 10：空调的内销、出口量及同比增速



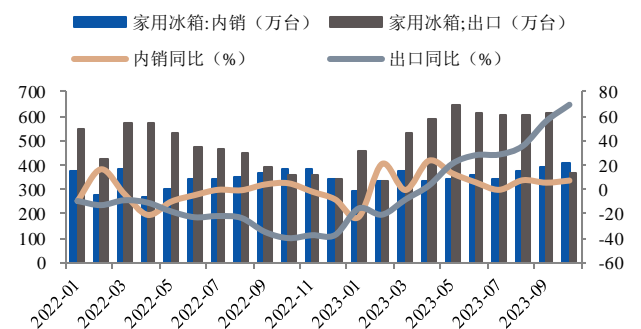
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 11：冰箱的产销量及同比增速



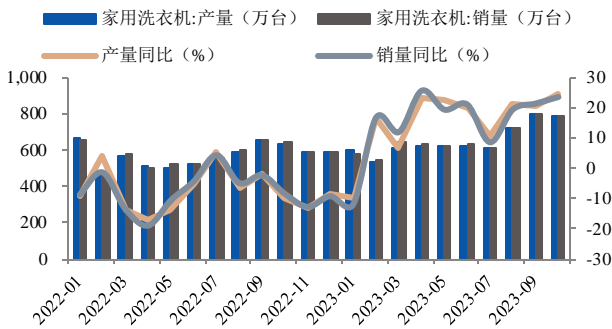
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 12：冰箱的产销量及同比增速



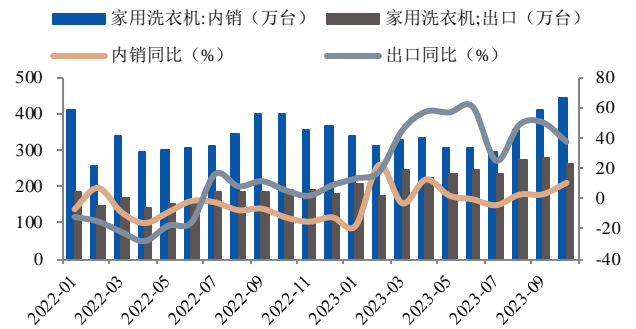
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 13：洗衣机的产销量及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 14：洗衣机的产销量及同比增速

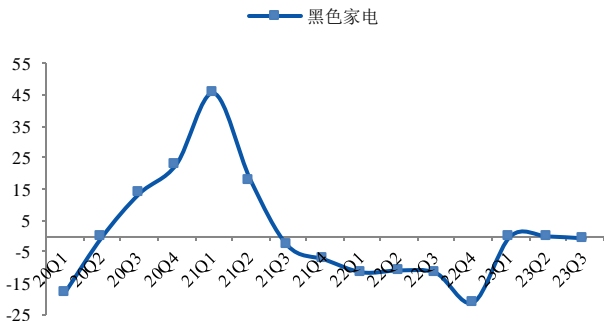


资料来源：同花顺 iFind，财信证券

1.3 黑电板块：高压之下加速行业出清，强者恒强

黑电板块经营承压，个股表现突出，整体涨幅优异。本年度黑电全行业的营收增长和板块涨跌幅走势存在分化，黑电板块总营收连续三个季度下滑，但截至 2023 年 12 月 28 日，板块累计涨幅为 40.98%。主要由于强势个股的拉动作用较强，在行业基本面承压情况下，龙头公司通过拓宽价格带，加快国际化步伐等方式实现了份额的提升和营收增长，彰显了自身 α 属性，获得了市场的认可。

图 15：黑色家电板块单季度营收增速 (%)



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

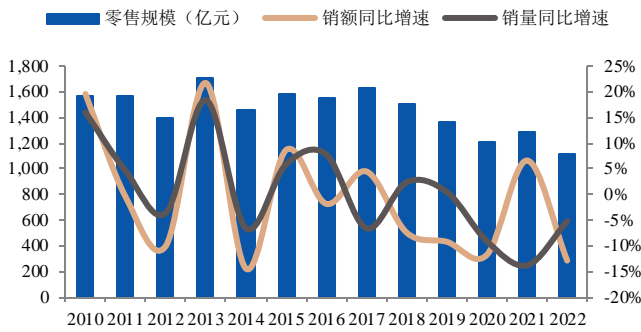
图 16：黑电板块本年度涨跌幅走势



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

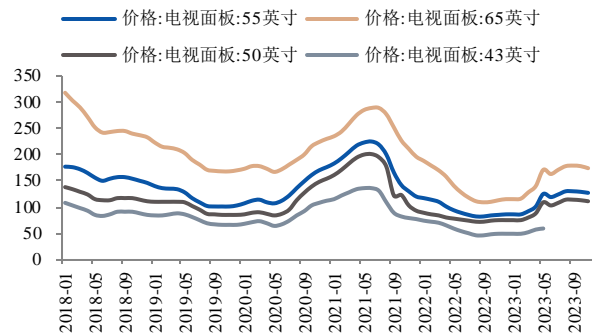
上游成本端涨价，下游需求不振，龙头逆势实现份额提升。彩电作为传统的家用视听设备，随产品更迭和技术发展，其市场需求逐渐被智能手机、平板和家用智能微投等新兴视听设备所分散，近年来的市场规模呈下滑趋势，2022 年彩电的全渠道零售规模为 1123 亿元，同比-12.88%，销量同比-5.20%；另一方面，上游面板价格的上涨也增加了成本端压力，上游成本端压力和下游需求不振共同加压下，导致了行业加速出清，龙头更具实力脱颖而出，海信和 TCL 都实现了其全球市场份额的提升，23H1 全球出货量市占率分别达到 13.9%跟 13.3%，仅次于三星（全球出货量市占率 19.5%）。

图 17：彩电零售规模及同比增速



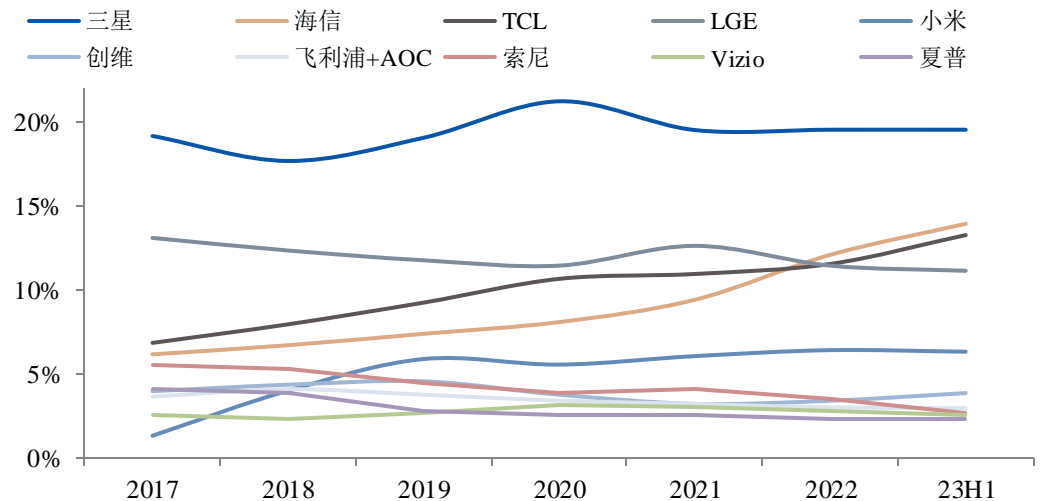
资料来源：奥维云网，财信证券

图 18：不同尺寸的电视面板价格（美元/片）



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 19：全球 TV 各品牌全球出货量市占率

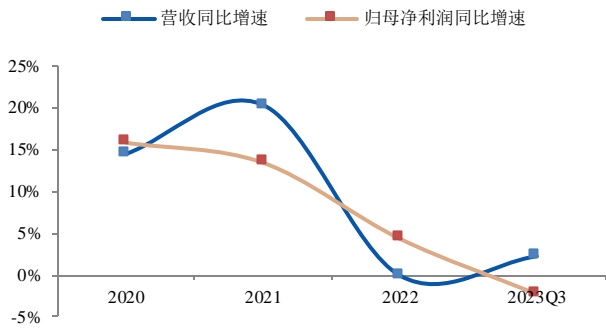


资料来源：奥维云网，财信证券

1.4 小家电板块：经营承压，板块走弱

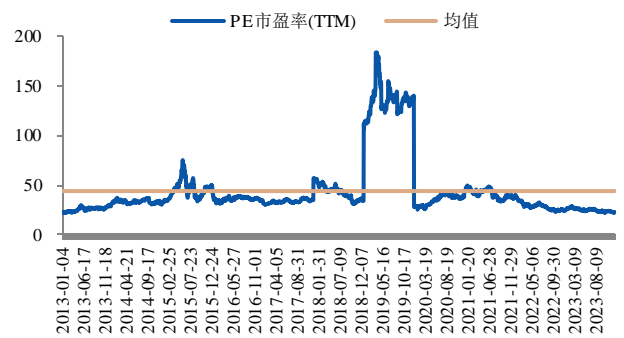
小家电板块消费属性最强，整体经营承压，估值位于2013年以来后2%分位数，具备较高配置价值。小家电在所有家电子版块中，购买频次较高和单价较低、可选消费属性最强，受宏观经济影响也最大，在今年消费需求普遍疲软的大环境下，小家电总体表现平淡，23Q3小家电板块总营收同比+2.26%，归母净利润同比-2.27%。截至2023年12月28日，申万小家电指数PE为23.05倍，显著低于2013年以来小家电板块估值中枢的44.21倍，位于后2%分位数，已处于估值的极低位置。

图 20：小家电板块营收及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

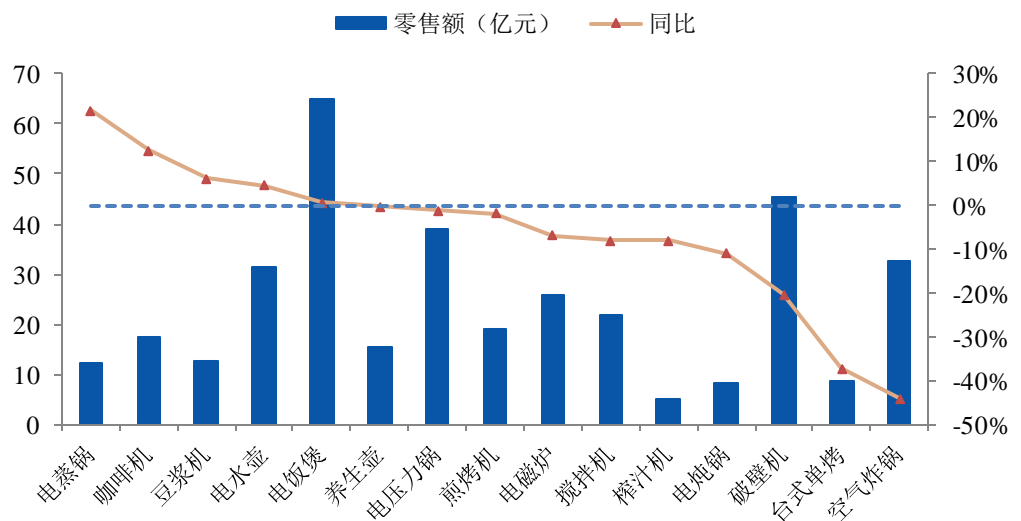
图 21：小家电板块 PE 估值变化



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

厨房小家电需求回归冷静，以往的高基数对行业增速形成压力。在过往三年“宅经济”的带动下，宅家时间变长，内食次数增加，厨房小家电迎来了较为集中的需求爆发，引发消费者大量替换、补充厨房小家电品类，形成了高基数危机，因此我们可以看到在今年加重了例如破壁机、空气炸锅、台式小烤箱、养生壶等新品类的负向增长幅度；但电饭煲、电磁炉、电压力锅、电水壶这些刚需性较强的品类则表现相对好一些，维持着消费者需求市场的正常更新迭代。根据奥维云网数据，23Q3 厨小电全渠道零售额 388.6 亿元，同比-9.6%，零售量 18860 万台，同比-0.5%，其中线上零售额同比-9.9%，线下零售额同比-8.9%。

图 22：23Q3 厨小电各品类全渠道零售额及同比增速

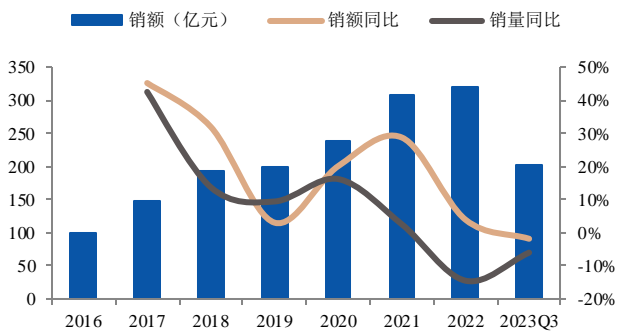


资料来源：奥维云网，财信证券

清洁电器行业增速放缓，其中洗地机仍增长较快。自 2020 年“自清洁”功能问世，清洁电器市场经历了快速发展后，当前增速越发趋缓。核心品类洗地机和扫地机器人大在均价上与大家电冰箱、洗衣机相当，作为更新换代较快，耐用程度相对较低的新兴小家电，目前的产品价格一定程度上抑制了需求释放。根据奥维云网数据，23Q3 洗地机全

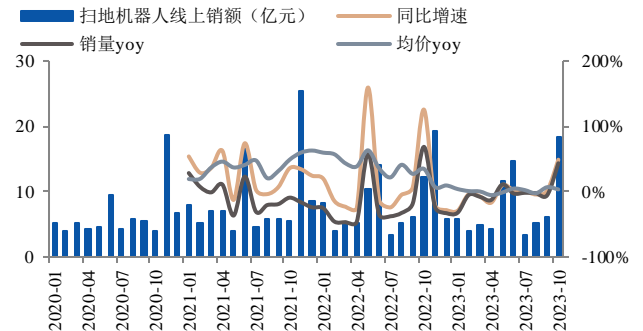
渠道市场规模为 74.1 亿元，同比+26%，均价 2530 元，同比-15%，扫地机器人市场规模为 77.4 亿元，同比+2%，均价 2933 元，同比+4%，洗地机的表现优于扫地机器人，在行业占比已达到 36.2%，有望超过扫地机器人成为清洁电器行业第一大品类。

图 23：清洁电器市场规模及其增速



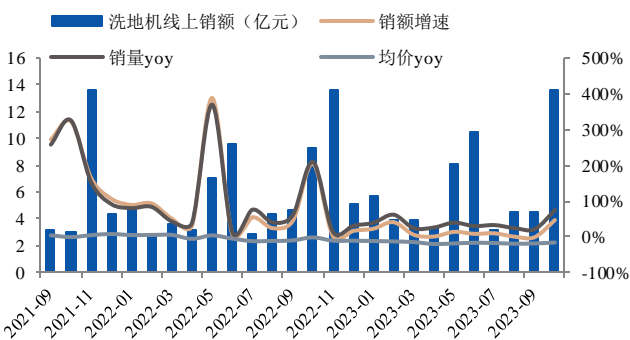
资料来源：奥维云网，财信证券

图 24：扫地机器人线上销额及同比增速



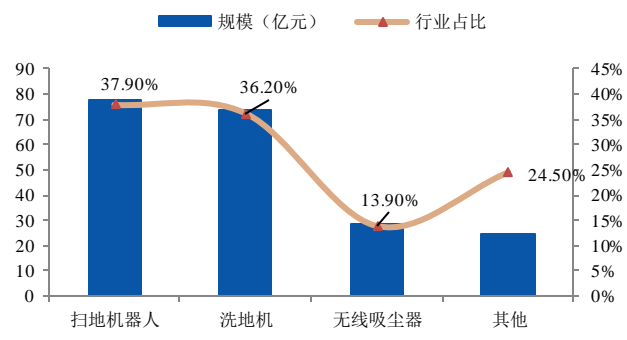
资料来源：奥维云网，财信证券

图 25：洗地机线上销额及同比增速



资料来源：奥维云网，财信证券

图 26：2023Q3 清洁电器市场格局



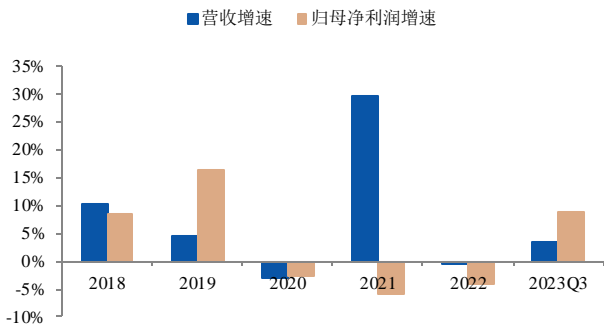
资料来源：奥维云网，财信证券

1.5 厨电板块：同比修复，经营向好

今年地产竣工端有所修复，带动厨电企业经营向好。厨电作为家电行业里地产关联性最高的板块，2022 年受疫情和地产影响共同冲击，厨电企业经营普遍承压，随今年地产政策的持续支持利好，2023 年 10 月我国房屋竣工面积累计同比+19%，带动了厨电的需求改善，企业经营回暖，23Q3 厨电板块营收同比+3.43%，归母净利润同比+8.86%。另一方面，原材料价格回落也同样减轻了厨电板块的成本压力，毛利率和净利率都有所修复，23Q3 分别提升至 48.30% 和 15.65%

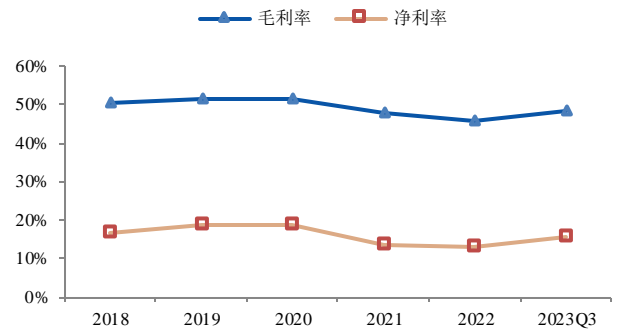
厨电品类间有所分化，集成灶规模下滑，品需厨电增速优于刚需厨电。据奥维云网数据，2023Q3 厨卫大家电合计零售额规模 1161 亿元，同比+3.4%。分品类组看，刚需厨电的烟灶和电热燃热累计零售额 691 亿元，同比+3.9%；集成灶市场累计零售额 185 亿元，同比-2.7%；品需厨电下的洗碗机、消毒柜、嵌入式微蒸烤和净水器累计零售额 285 亿元，同比+6.3%。品需厨电增速领跑厨电大盘。

图 27：厨电板块的营收和归母净利润同比增速



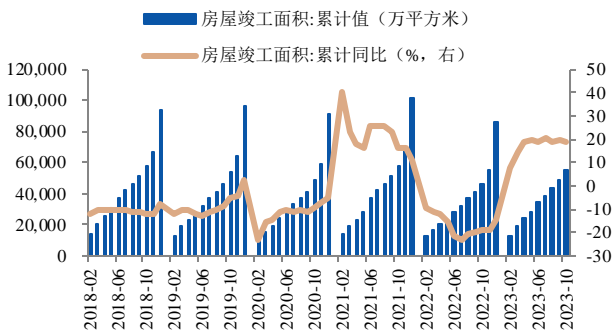
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 28：厨电板块的毛利率和净利率



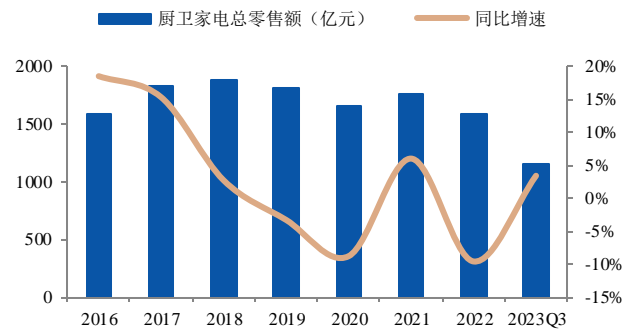
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 29：我国房屋竣工面积累计值及其累计同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 30：厨卫家电全渠道零售额及其同比增速



资料来源：奥维云网，财信证券

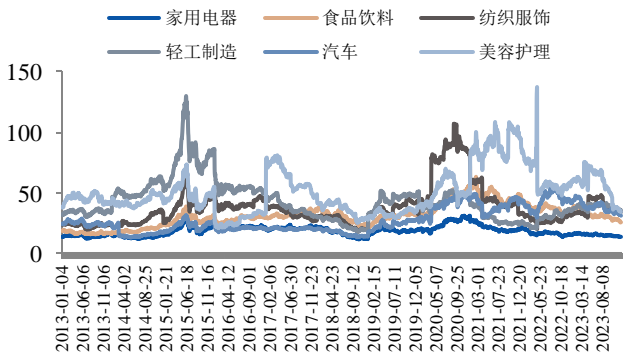
2 家电估值几何？

2.1 当前估值是否存在低估

申万家用电器行业估值低于其他消费类行业。我们对部分申万一级行业的 PE(TTM) 估值进行对比，发现家用电器行业 PE 显著低于其他消费类行业，且家电的估值走势更平稳，截至 2023 年 12 月 28 日，家用电器/食品饮料/纺织服装/美容护理的 PE 估值分别为 14.19/28.25/34.43/36.96 倍，家电行业估值已处于近十年的后 13.36%分位数。我们认为市场给予家电板块较低估值的原因主要来自两方面，一方面众多市场观点认为家电具有很深的地产后周期属性，地产下行预期下，家电板块同样面临走弱，另一方面，家电的产品渗透率存在上限，随保有量逐渐见顶，市场转向更新需求为主，整体增长速度将放缓。

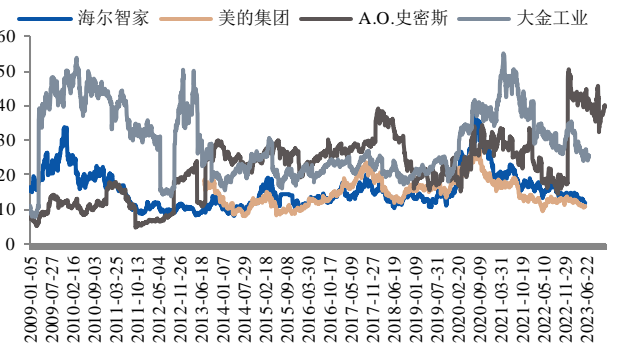
对比海外家电龙头，海尔智家/美的集团/A.O.史密斯/大金工业的近十年 PE (TTM) 均值分别为 15.15/14.89/25.78/27.20 倍。A.O.史密斯作为热水器行业全球头部企业，估值维持着稳中有升的趋势，大金工业则是全球的空调龙头企业，估值基本浮动在 20-35 倍区间内，而我国的家电龙头如海尔智家跟美的集团估值则基本浮动在 10-20 倍区间内，与海外家电公司存在较大差距。

图 31: SW 家用电器 PE 估值低于其他 SW 消费行业



资料来源: 同花顺 iFind, 财信证券

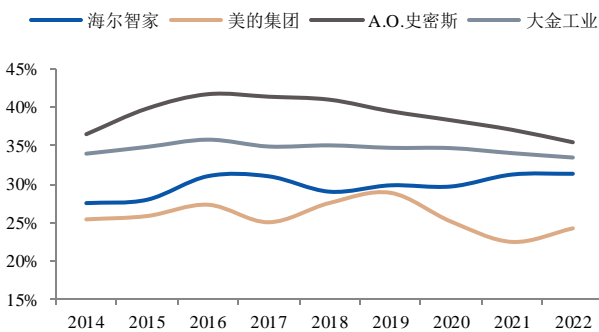
图 32: 我国家电龙头估值低于海外企业



资料来源: 同花顺 iFind, wind, 财信证券

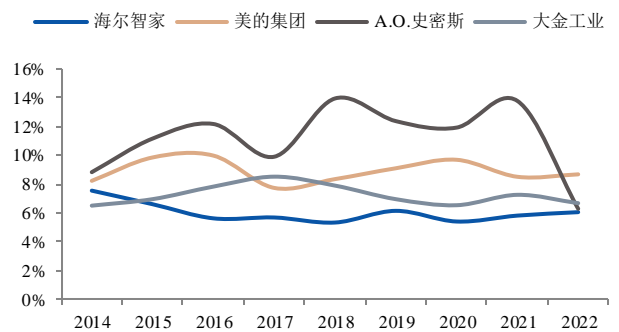
我国家电龙头企业庞大营收体量下的稳增长意义有所低估。盈利能力方面, 美的和海尔的毛利率低于海外龙头, 净利率则大致相当, 整体上海内外的家电龙头都拥有较高且稳定的盈利水平; 对比业绩增速的话, 大金工业/A.O.史密斯/海尔智家/美的集团 2015-2022 年的营收复合增速分别为 7.37%/6.82%/15.33%/13.86%, 美的跟海尔的营收增速更快, 且都从 2016 年起维持着正增长, 2022 年美的和海尔的营业收入分别达到 3457 和 2435 亿元, 我们认为我国家电龙头在庞大营收体量下, 延续着稳定增长, 该部分增长意义有所低估。

图 33: 海内外家电龙头的毛利率对比



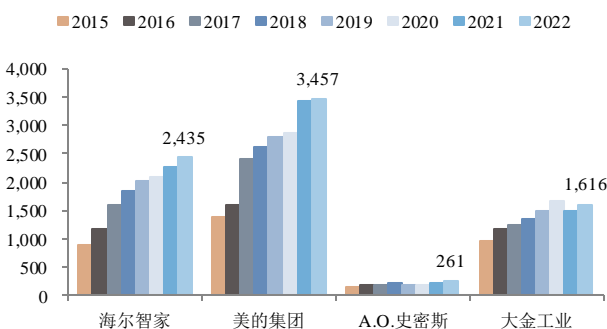
资料来源: 各公司年报, 财信证券

图 34: 海内外家电龙头的净利率对比



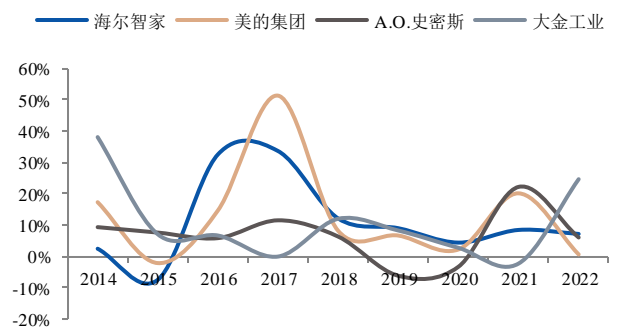
资料来源: 各公司年报, 财信证券

图 35: 海内外家电龙头的年度营收变化 (亿元)



资料来源: 各公司年报, 财信证券

图 36: 海内外家电龙头的年度营收增速变化

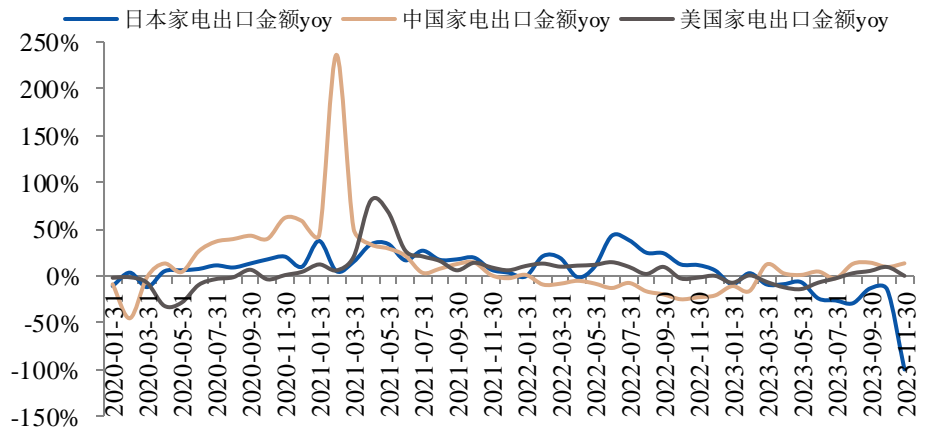


资料来源: 各公司年报, 财信证券

海外市场重要度提高，疫情期间加速了家电品牌出海的替代效应。相比 2008-2012 年在家电下乡、以旧换新和节能补贴三大政策合力推动下，城镇、乡村的家电渗透率迅速提升，行业快速发展，当前我国人口红利和政策红利退潮，家电需求逐渐切换至存量更新为主导，面临内销增速放缓压力下，海外市场的重要性提高。家电企业经历了从产品出海到品牌出海，再到制造出海，逐步建立起在海外市场的品牌影响力和产业规模优势，疫情期间，全球家电市场波动较大，得益于我国强大的供应链体系，产能供给恢复较快，企业抗风险能力强，出口实力在线，加速了中国家电出海企业的海外替代效应。

根据谷歌最新发布的《2023 中国全球化品牌》报告中，中国全球化品牌 50 强中，共 6 个家电品牌上榜，分别是海尔、海信、TCL、美的、石头、科沃斯，彰显了我国家电品牌在海外市场的影响力和认可度大大提升。

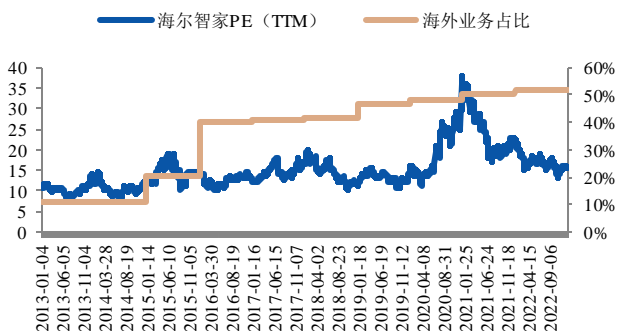
图 37：中国、日本、美国的家电月度出口金额同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

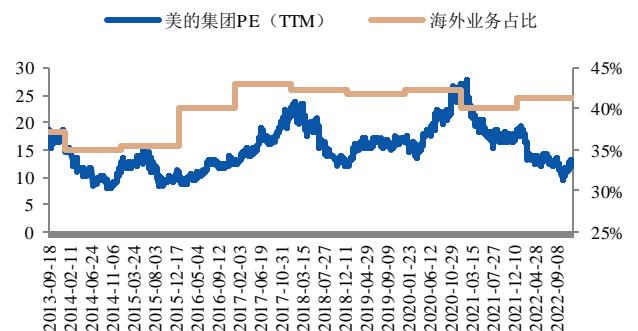
海外业务增长的成长性并未得到合理的估值溢价。近年来以海尔、美的和海信为首的家电企业海外业务占比提升较快，成为了营收稳定增长的驱动因素之一，这些企业从最初的海外并购，到深耕自主品牌，资本出海完善产业链韧性，经历了长期的海外市场拓展，沉淀了产品、渠道和产业链上的综合优势。综合这几家企业的 PE 估值来看，并未随海外业务的成功拓展而产生明显溢价，我们认为海外业务的成长性并未得到足够重视。

图 38：海尔智家 PE 估值和海外业务占比变化



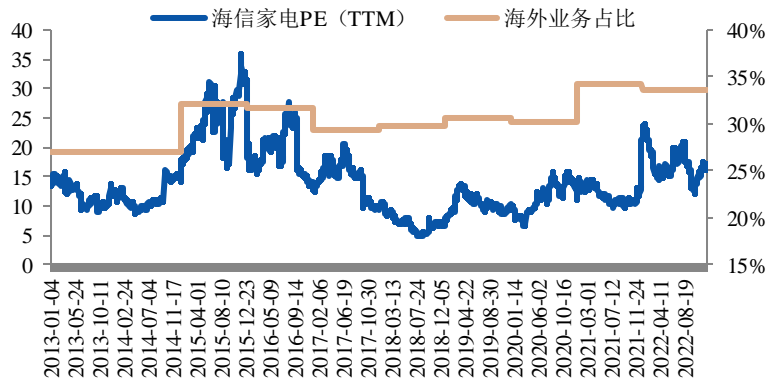
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 39：美的集团 PE 估值和海外业务占比变化



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 40：海信家电 PE 估值和海外业务占比变化

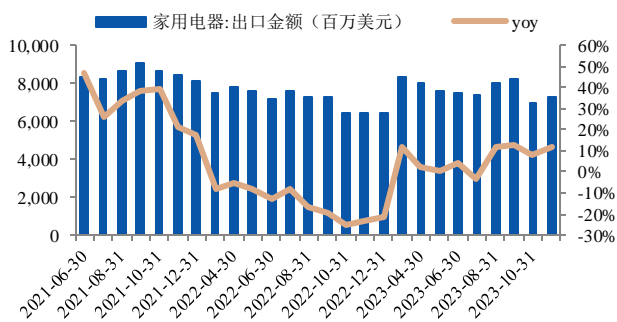


资料来源：同花顺 iFind，财信证券

2.2 如何看待海外业务对家电龙头的估值影响

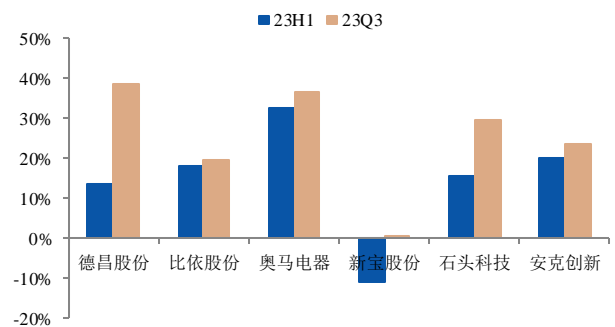
短期维度来看，今年家电出口表现较好，海外市场具有较强的整体改善作用。去年海外市场的整体扰动因素较多，家电需求走弱，今年随着以美国为首的海外发达经济体去库存进入尾声和通胀回落，23 年下半年以来补库存效应逐渐显现，海外订单增长恢复较快。从海关总署数据反映出家电出口从 8 月起恢复性增长，并且 8-11 月始终保持了较高增速，2023 年 1-11 月家用电器出口总金额达到 693 亿美元，同比+6.35%，就今年而言，家电外销展现出较高的韧性，海外市场也成为了重要的增量来源。从出口型家电企业的业绩表现上同样能看出改善迹象，我们选取了 6 家具有代表性的家电企业（海外业务占比均超过 70%），三季度营收增速相比上半年明显提高，业绩表现大幅改善。

图 41：家用电器的月度出口金额及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 42：23Q3 部分家电出口企业的营收增速环比改善

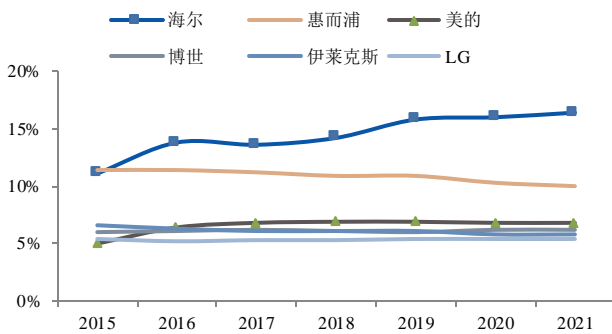


资料来源：各公司年报，财信证券（注：选取公司海外业务占比均超过 70%）

中长期维度下，国产家电品牌突破海外市场内卷，树立品牌和产能优势，实现规模增长和市占率提升。随着我国家电企业出海步伐加快，产品竞争力日益增强，全球市占率逐渐提升。1) 海尔和美的通过全球家电品牌收购，打造自身全球品牌矩阵，以及建立

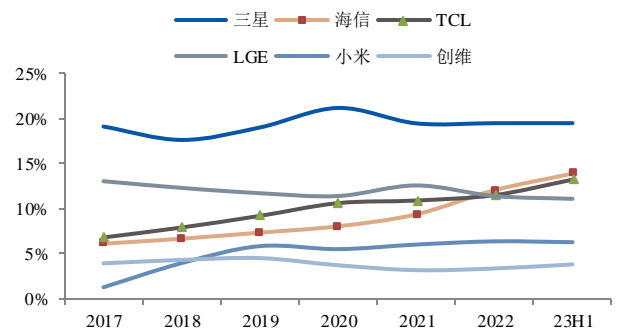
全球供应链协同保障自主品牌出海等方式，实现了在家电行业的全球市占率稳步提升；2) 黑电赛道上，23H1 的 TOP5 品牌延续了 2022 年年度排位，海外市场的持续低迷以及来自中国头部品牌的竞争压力下，韩国品牌市场规模持续收缩，中国头部品牌海信和 TCL 突破内卷，坚定走海外扩张策略，市场规模保持扩张，稳定了全球出货第二和第三的位置；3) 海外小家电市场除了出海较早的美的、海尔和九阳等传统品牌，已在海外建立了一定的份额优势，新兴品牌石头、科沃斯和极米借助跨境电商渠道正迅速拓展海外市场，凭借研发创新实力和产品力，逐渐占领行业一席之地。

图 43：海尔系品牌的家电全球出货量市占率提升



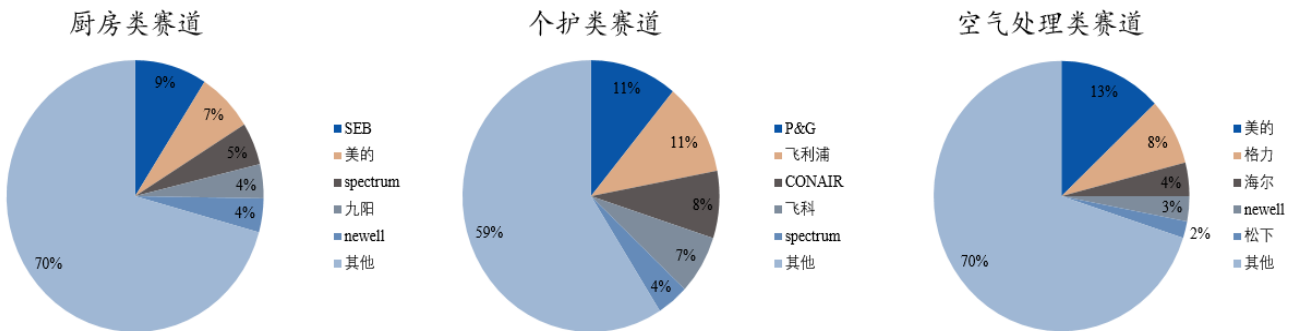
资料来源：通联数据，财信证券

图 44：全球 TV 品牌出货量市占率变化



资料来源：奥维云网，财信证券

图 45：全球小家电赛道的品牌市占率情况



资料来源：飞书深诺《2023 小家电出海趋势洞察白皮书》，财信证券

国产家电企业积极布局全球产能，覆盖地区和产能规模上相对领先。根据海尔智家官网显示，当前海尔在全球拥有 35 个工业园、138 个制造中心、126 个营销中心，并在全球市场覆盖接近 23 万个销售网点，业务覆盖 200 多个国家和地区；截止 2023 年 3 月，大金工业生产基地超过 110 家，遍布全球 170 多个国家，具有 347 家子公司。广泛的海外布局能够完善供应链体系，并帮助企业深入了全球各地的本土市场，更加贴合当地客户需求进行产品开发与营销，目前海尔相比大金更具覆盖范围和产能制造方面的优势，

因此我们认为海尔此类企业当前较低的估值具备提升空间。

图 46：海尔智家全球布局



资料来源：海尔智家官网，财信证券

图 47：大金工业全球布局

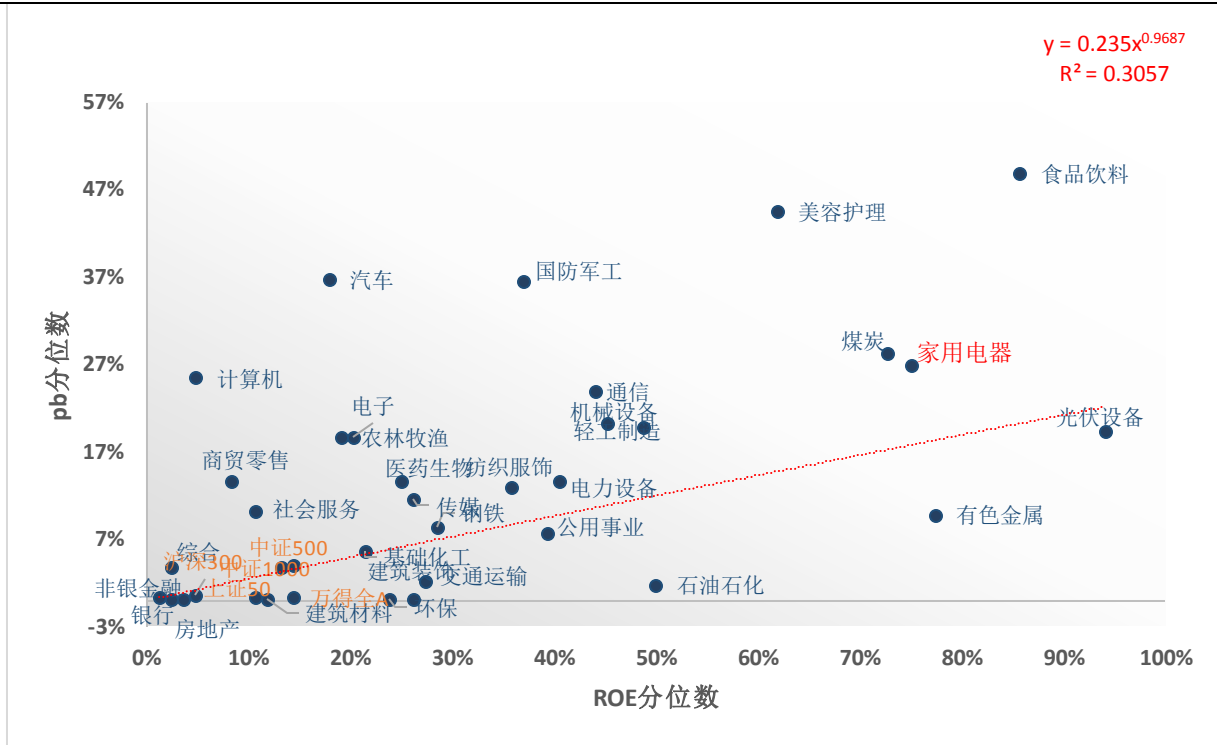


资料来源：大金工业官网，财信证券

2.3 PB-ROE 框架下的家电行业理解

家用电器行业当前 ROE 水平稳定，但 PB 估值较低。我们选取 31 个申万一级行业指数，发现其 PB 历史分位数和 ROE 历史分位数的相关性较高 ($R^2=0.3057$)，当前家电板块维持了较高的 ROE 水平，但同期 PB 估值偏低，我们认为家电的低 PB 估值主要隐含着市场对家电行业较强地产相关性下，是否能维持高 ROE 的担忧，因此板块 ROE 的变化趋势将决定其 PB 估值的上行或下移。

图 48：申万家用电器行业当前 PB 估值偏低

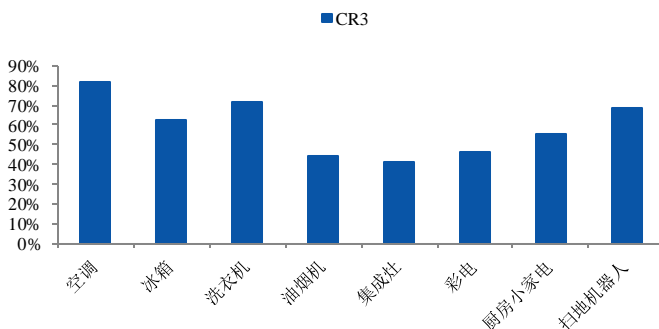


资料来源：wind，财信证券

家电行业格局稳定，净利率保持在较高水平，ROE 常年稳定。2021 年空调、冰箱、洗衣机行业 CR3 均超过 60%，其他厨电和小家电行业的 CR3 也都处于较高位置，相比其他消费类行业，家电行业格局整体比较稳定，并且仍有集中趋势；另外，家电企业通过对海内外市场的拓展，和自身产业链环节的补全，加固了行业进入壁垒，同时对上下游环节的议价权也在不断提高，家电行业历年以来保持了稳定且较高的净利率水平，以上条件带动了家电行业保持着较高的 ROE，近年的净资产收益率表现在申万 31 个一级行业内位居前列。

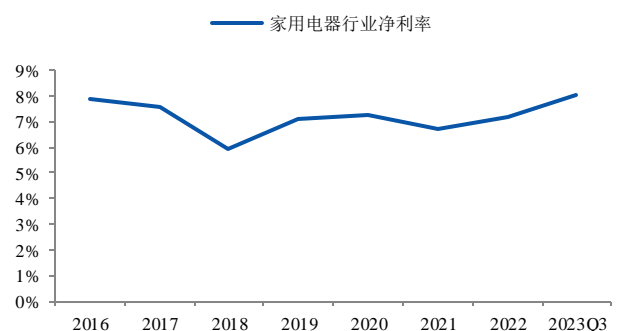
整体上我们认为家电行业稳固的市场格局，不断提高的产业链优势，以及稳定的经营盈利能力都能使家电行业保持当前的高 ROE 水平，从而带动 PB 估值的回升。

图 49：2021 年我国家电各品类 CR3



资料来源：通联数据，财信证券

图 50：家电行业净利率保持稳定水平



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 51：申万家用电器行业 ROE（整体法）基本稳定在较高水平

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q3
农林牧渔	10.23	6.83	14.56	16.73	-6.18	3.50	0.79
基础化工	10.34	11.27	4.34	8.92	17.45	13.57	7.28
钢铁	13.97	16.24	8.38	7.88	13.95	3.60	2.66
有色金属	7.51	3.66	1.99	6.49	12.98	17.98	12.07
电子	10.97	6.16	6.23	7.62	11.86	7.29	4.59
家用电器	21.22	16.35	17.97	16.62	16.65	16.87	17.00
食品饮料	18.72	20.62	20.99	21.60	20.35	20.28	21.07
纺织服装	10.17	9.98	8.61	5.85	9.23	4.94	5.47
轻工制造	13.97	11.88	12.01	10.83	9.77	6.24	5.74
医药生物	12.03	8.95	7.53	9.73	12.32	9.95	7.60
公用事业	7.72	7.82	7.66	8.40	3.27	5.55	7.75
交通运输	10.19	8.70	8.68	0.50	9.64	4.99	7.08
房地产	13.95	14.92	15.29	11.79	3.94	-0.51	-1.57
商贸零售	7.65	9.12	7.05	3.84	-2.07	0.21	0.69
社会服务	7.57	5.46	7.08	-4.08	-3.15	-4.82	-0.55
综合	5.92	2.66	5.91	1.03	1.82	-0.68	-2.41
汽车	12.33	9.66	5.35	5.97	6.10	5.76	6.88
银行	13.31	12.63	11.91	10.61	10.75	10.53	10.03
非银金融	10.42	7.98	12.06	10.96	10.37	7.11	6.31
建筑材料	12.06	16.50	16.58	15.31	15.35	7.66	5.03
建筑装饰	11.56	10.76	10.24	9.47	8.28	8.35	7.85
电力设备	8.60	5.82	6.56	9.03	10.60	15.37	12.87
机械设备	8.05	5.72	7.72	9.82	9.08	7.57	8.09
国防军工	3.82	3.31	4.05	6.24	6.02	5.03	4.70
计算机	10.57	7.52	9.03	6.96	6.61	3.58	3.40
传媒	10.68	2.62	2.38	3.33	7.08	2.44	3.36
通信	5.45	11.92	7.71	7.61	7.80	8.49	8.56
煤炭	11.70	12.12	10.99	10.21	16.38	21.70	15.37
石油石化	3.97	7.86	7.29	3.99	10.13	12.33	11.20
环保	9.95	6.43	3.44	9.89	7.19	6.10	5.48
美容护理	13.10	13.21	15.07	11.80	12.93	8.07	10.54

资料来源：同花顺 iFind，财信证券

3 展望：2024 年家电行业投资策略

3.1 寻找家电出海下的强 α

3.1.1 稳定性：深化产业链布局

我们将家电出海方式主要分为 ODM 出口、品牌出海、制造出海三种。1) ODM 出口即以产品代工业务为主，代表企业有新宝股份和比依股份；2) 品牌出海即通过自主品牌进入海外市场，在当地建立分公司，开拓当地渠道，进行品牌和产品的推广，代表企业包括石头科技、科沃斯和九号公司等；3) 制造出海即对外直接投资，进行产业链外迁，实现本土化生产，搭建从研发到生产，再到销售跟服务的完整产业链体系，目前实现进程较快的有海尔智家，美的集团，以及海信家电。

地缘政治、宏观经济、关税、海运费和汇率波动等因素都会对家电出口业务的收入规模和盈利能力造成较大影响，相对来说海外场所受到的扰动因素较难预测和控制，

企业能否通过内生因素变革来改善不利影响，实现稳定增长尤为重要。从 ODM—品牌出海—制造出海，全球的产业链布局逐渐加深，应对风险能力也不断增强，制造出海通常伴随着海外完善的供应链体系，能够迎合本土化需求而适时调整，因此为企业经营提供了相对稳定性。

表 3：主要的家电出海方式及代表企业

出海方式	潜在风险	代表企业	情况
ODM	较高 过于依赖代工客户	新宝股份	新宝为全球小家电代工龙头，2022 年外销收入达到 97 亿元，收入占比 71%，主要销往北美、欧洲，在印尼有生产基地
		比依股份	全球空气炸锅代工龙头，2022 年 ODM 出口收入占比超过 80%，主要销往欧洲、北美，目前公司出口收入均来自国内生产
品牌出海	中 受海运费、关税影响	石头科技	主要以自主品牌出口形式开展。当前海外收入占比接近 80%，均为国内生产出口海外的产品
		九号公司	自主品牌为主，ODM 代工为辅，海外业务主要分布在欧洲、北美、亚太地区，目前产能均位于国内
制造出海	低 应对风险更灵活	海尔智家	海外业务均以自主品牌形式开展。公司持续加强海外市场的研发、生产、营销本土化建设
		美的集团	包含自主品牌和代工业务。欧美以代工业务为主，东盟市场以自主品牌为主，海外工厂也主要分布在新兴市场，正加速国际化建设

资料来源：各公司公告，财信证券

目前海尔的海外家电业务已经进入良性发展期，成功实现了多品牌、跨产品、跨区域的全球化布局，保障了海外市场规模的稳定增长。近年来海尔在全球大家电的销售市场占有率稳定在 Top1，根据图 46，目前海尔在全球已拥有 7 个自有品牌，35 个工业园、138 个制造中心、126 个营销中心，并在全球市场覆盖接近 23 万个销售网点，业务覆盖 200 多个国家和地区，其中制造工厂遍布亚洲、欧洲、美洲和中东非地区，得益于良好发展的供应链及产能，海外市场的本地化生产程度越来越高，全球产能也能够根据当地情况而灵活部署，因此对公司外销收入的波动影响也将减小，例如在家电出口表现略弱的 2020 年和 2022 年，海尔和美的仍能保持稳定的外销增长。

海尔加速完善供应链体系，稳固产能优势，拓展新兴业务。2023 年 12 月 10 日，海尔卡奥斯工业互联网生态园的冰箱互联一工厂正式投产，将带来 200 万台高端冰箱的新产能；卡奥斯生态园是海尔于 2022 年 7 月在青岛胶州上合示范区创立的项目，由海尔集团旗下的卡奥斯工业互联网平台赋能数字化建设，集聚海尔产业链上下游资源，布局冰箱、空调、洗涤、再循环等配套的十大工厂，旨在实现数字化全运营，打造极具竞争力的家电智能制造基地，该生态园项目年产值将超 400 亿元，总产能将达到 2600 万台。随着新工厂的投产，海尔智家也将进一步扩大自己的高端家电行业领先优势，带动市场向高端化、智能化发展。

12 月 14 日，海尔智家拟以约 6.4 亿美元（折合人民币 45.59 亿元）对价，现金收购开利集团旗下全球商用制冷业务 100% 股权，此交易举措将加快海尔制冷业务从家用向商用的拓展，也将加速海尔全球化的进程，依托于全新的技术支持、端到端的服务安装能

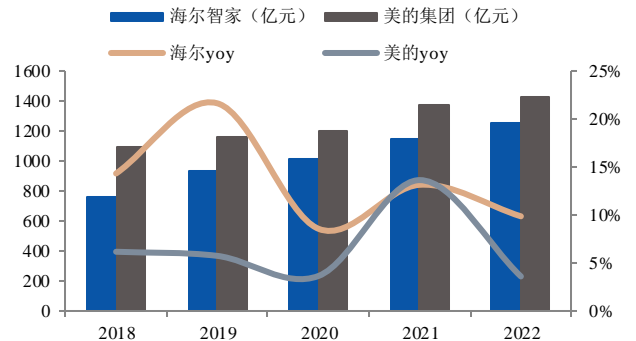
力、良好的客户资源，海尔智家可由 C 端家用标准化产品向 B 端商用定制化产品及服务拓展，打造新的业务增长点。

图 52：海尔七大自主品牌的全球布局



资料来源：海尔智家 H 股招股说明书，财信证券

图 53：海尔智家和美的集团的外销营收及同比增速



资料来源：各公司年报，财信证券

表 4：海尔在全球各地区的营收增速基本稳定增长

	北美	欧洲	澳新	南亚	东南亚	日本
2019	9.7%	267.0%	6.0%	16.0%	5.8%	10.0%
2020	10.0%	8.7%	11.7%	-13.7%	11.3%	11.2%
2021	10.3%	19.5%	17.3%	30.5%	15.0%	-3.4%
2022	9.0%	16.7%	-0.7%	16.1%	9.3%	2.2%

资料来源：公司年报，财信证券

3.1.2 高弹性：短期看产品，长期看渠道

我们认为“短期看产品，长期看渠道”是新品牌出海能否成功的重要检验条件。1) 好产品的前提是能够戳中消费者使用痛点，对比海外本土产品，满足产品更好用或者价格更便宜的条件，例如我国的清洁电器将自清洁和全基站作为标配，在产品使用体验上要远远优于海外的本土品牌，还有空气炸锅品类，我国厂商以极具竞争力的出厂价格获得了海外市场的大量订单，出货量大大提升。2) 海外渠道的进驻较难，构筑无形壁垒，比如在美洲市场上，新品牌需要在线上渠道打出一定知名度，形成明显放量后，才有机会进入线下商超渠道，通常需要通过深耕当地市场多年才能构建多渠道销售网络，线上线下渠道的协同也将有利于对市场的全面覆盖，提高产品销售的渗透率。

就扫地机器人而言，我国产品力领先海外，产品认可度较高。从 2020 年以来，自清洁逐渐成为我国清洁电器的行业标配，随后各品牌持续发力于产品功能创新，自动化功能不断完善，导航避障算法不断迭新，产品的整体使用体验也大大提升，而海外的扫地机器人龙头 iRobot 于今年才发布第一款全基站自清洁的扫地机器人。当下我国各清洁电器品牌纷纷出海，在亚马逊平台的定价上虽略高于海外龙头 iRobot，但凭借过硬的产品实力，仍有很多款式卖至断货，根据亚马逊平台自带的实时产品评分标准 Best Seller，我国的石头、科沃斯、追觅、以及安克创新的子品牌 Eufy 均有多款产品上榜。

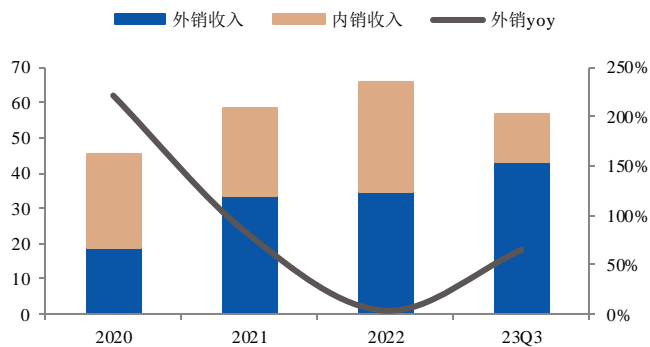
表 5：美国亚马逊上扫地机器人的各款式价格（2023 年 12 月 26 日）

品牌	款式	价格	激光方式	基本功能
iRobot	Roomba Combo j5	\$494	视觉导航	自集尘，吸拖一体
	Roomba j9	\$899	视觉导航	自集尘，吸拖一体
	Roomba Combo j9+	\$1399	视觉导航	全基站，吸拖一体
石头	Q8 Max+	\$619	LDS	全基站，吸拖一体
	S7 MaxV Plus	\$1159	视觉导航	全基站，吸拖一体，双摄
科沃斯	S8 Pro Ultra	\$1599	LDS+3D	全基站，吸拖一体
	DEEBOT X1 Omni	\$899	TrueMapping 2.0	全基站，吸拖一体，自烘干
追觅	L20 Ultra	\$1499	AI+3D	全基站，吸拖一体，带延伸臂

资料来源：美国亚马逊官网，财信证券

石头在产品研发和渠道拓展的持续投入，外销赢得快速增长。石头的研发费用率和研发人员占比均较高，长期以来的研发投入使产品力得到保障，同时积极推进技术降本，价格带也得以拓宽；另外，通过对海外渠道的持续拓展，在今年成功进入了北美线下商超渠道 Target，线上线下将会有更好的联动，整体上在今年海外需求恢复较好的情况下，23Q3 外销收入大约同比增长 65% 至 43 亿元，外销占比也提高至八成左右，后续我们认为石头产品配合渠道的打法也将持续兑现。

图 54：石头科技外销和内销收入增长情况（亿元）



资料来源：公司年报，财信证券

渠道作为消费品尤为重要的壁垒之一，通常国产品牌在新进入海外市场是通过经销商渠道，经销商渠道对品牌自身的要求较低，同时能帮助产品放量，是品牌尽快拓展新市场，抢占份额的主要方式。为了覆盖更广泛的圈层，形成自身的品牌力，更加深入市场前沿，公司将必须走向电商+商超+经销商的全渠道布局，完整的渠道体系也将成为公司今后更好拓展新业务，推广新产品可持续复用的资源。

以安克创新和涛涛车业为例，经过十几年的海外市场拓展，在北美线上渠道包括了亚马逊、沃尔玛和 EBAY 等大型电商，线下渠道入驻了 Target、BestBuy、Academy 和沃尔玛等实体门店，建立了全球的批发商和零售商网络，渠道布局兼具广度和深度，形成了重要的护城河。

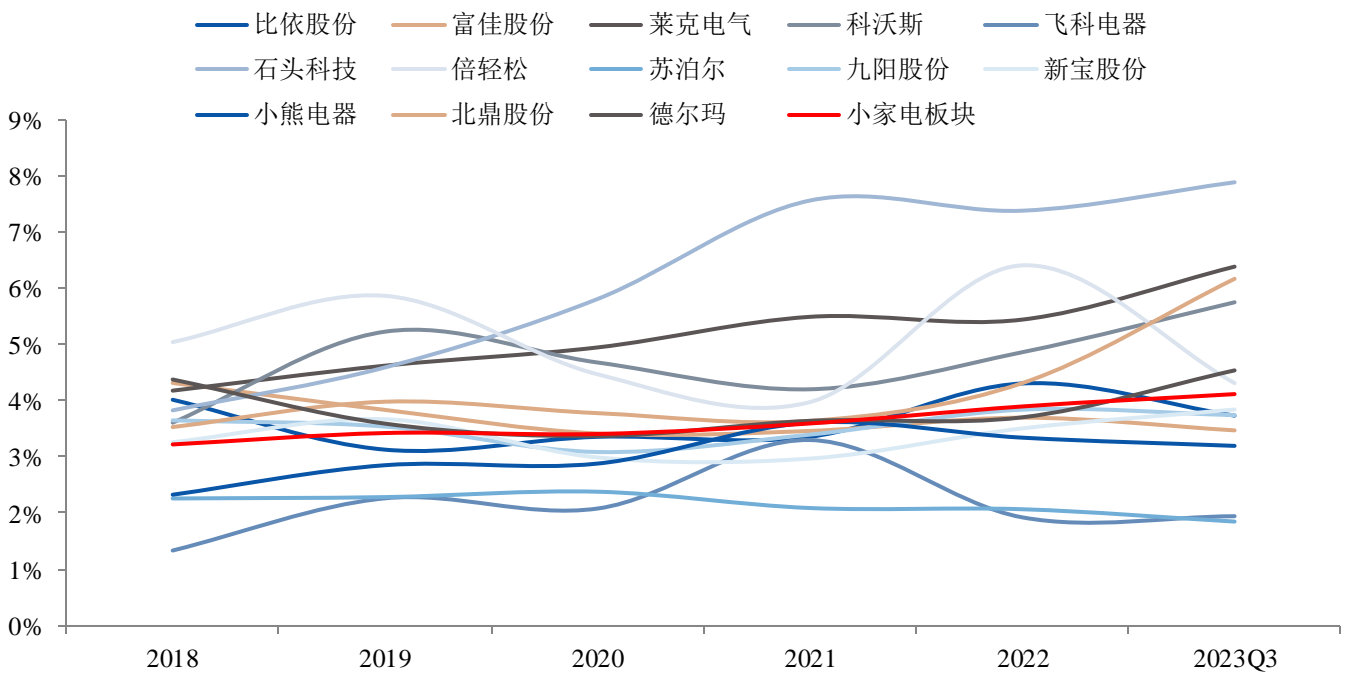
3.2 小家电具备成长性的核心驱动力

3.2.1 研发实力是产品创新的基础

小家电的核心竞争力在于创新，产品创新则凭借研发实力。小家电行业下品类繁多，产品能否出圈主要依据产品和功能创新来解决消费者痛点，从而刺激消费者的潜在需求，而产品成功出圈的背后则需要产品经理的敏锐洞察，配合研发团队的落地能力，后来的跟随者虽然也会享受一定的新品成长红利，但只有破圈者才拥有创造可持续市场需求的能力，因此我们认为研发实力是判断一家小家电公司是否具有持续成长性的重要参考条件。

小家电板块的近五年的平均研发费用率为 3.5%，研发费用率高于行业平均的公司包括石头科技、科沃斯、莱克电气、倍轻松和北鼎股份等，能够反映出这些公司在研发投入和产品创新上的重视。

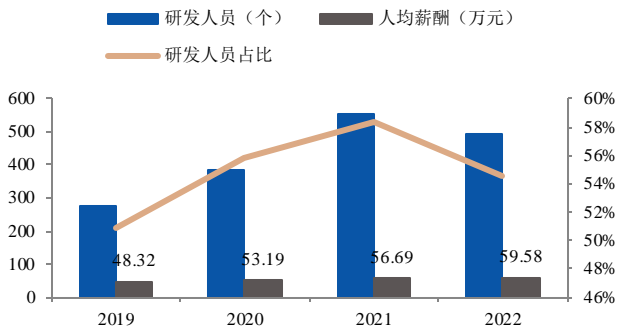
图 55：小家电板块及板块个股公司的研发费用率



资料来源：同花顺 iFind，财信证券

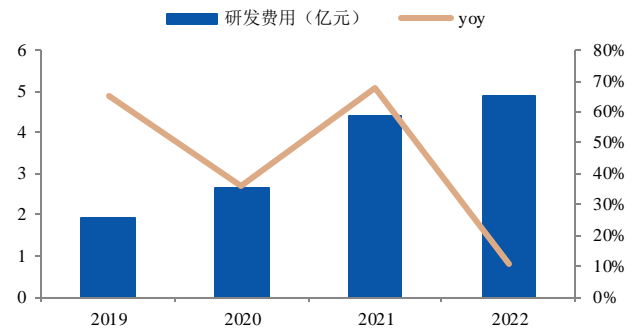
自主研发创新能力，为公司跨领域横向扩张提供基础。以石头科技为例，公司十分重视技术创新，研发人员数量占比近六成，对于研发的投入也逐年增加，同时注重研发团队建设，根据品类搭建不同的研发团队，还专门设有单独的平台型研发部门，AI 研究院、机电研究院、光电研究院及十余个实验室，为公司的研发项目提供支持，合力推进产品落地。在这些平台型研发部门的保障支持下，能够助力打造产品的核心竞争力，石头也在今年成功推出了新品---分子筛洗烘一体机，实现了从扫地机器人到洗烘一体机这样跨品类的突破。

图 56：石头科技研发人员占比近六成



资料来源：公司年报，财信证券

图 57：石头科技研发费用逐年增加



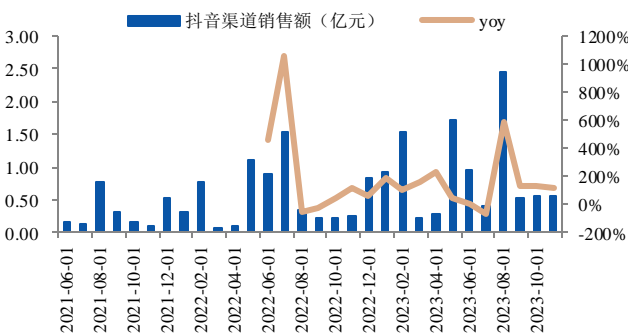
资料来源：公司年报，财信证券

3.2.2 把握渠道红利

以家电行业的大致渠道演变来说，从线下大型 KA 卖场—线下自建经销商体系—线下自营门店—线上专业电商—线上新兴电商，供需转换促成了渠道变迁，渠道变迁之下存在着对应的投资机会。例如家电行业起初的野蛮生长，由大型 KA 承接了供需双方，KA 卖场因此成为了流量中心；然后为了开疆拓土，提高自身盈利性，家电企业开始自建多级经销体系，格力美的顺势成为龙头；大家电渗透率逐渐提高，线下渠道效率开始放缓，布局线上渠道较早的小熊电器，则享受到了早期的电商红利。因此我们认为能敏锐的捕捉到渠道变迁，及时布局新兴渠道的公司，有望把握住渠道红利。

当前最受关注的新兴渠道即为内容电商平台，如抖音、快手和小红书等，但同时此类新兴渠道也带来的高营销费用的潜在风险。以飞科电器为例，2021 年初飞科开始布局抖音渠道，成为最早一批布局新兴渠道的品牌，在 2022 年初配合两款剃须刀新品，在抖音渠道开始放量，22M1-6 抖音累计成交额超 3 亿元，带来了完全的新增量，新品+渠道的打法配合良好，22Q1/22Q2/22Q3 的营收增速分别为 27.54%/32.83%/29.04%，连续超过市场预期，同时也带动了公司估值水平提升。另一方面，随着当前新兴渠道占比不断提升，公司销售费用率越来越高的问题也越发明显，新渠道的投入产出比和公司是否能持续推出成功的大单品，是需要持续观察的指标。

图 58：飞科电器的抖音渠道销售额及同比增速



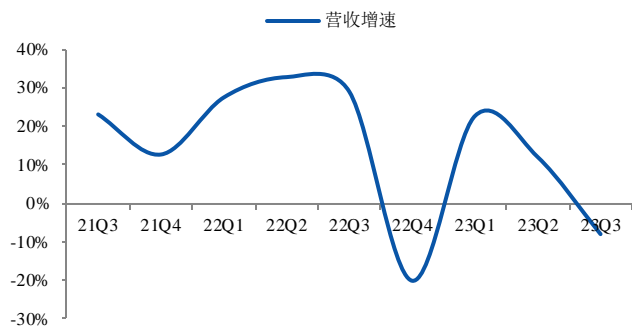
资料来源：通联数据，财信证券

图 59：飞科电器收盘价走势



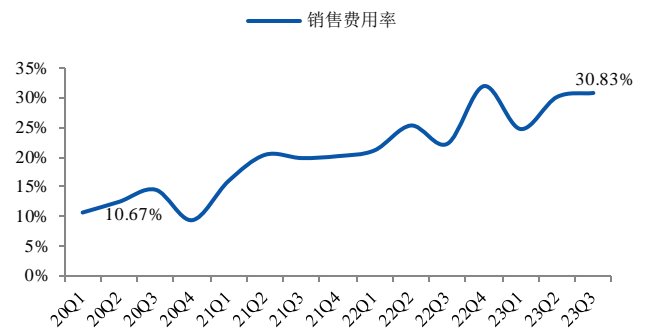
资料来源：同花顺 iFind，财信证券

图 60：飞科电器单季度营收增速



资料来源：公司年报，财信证券

图 61：伴随新兴渠道占比提升，公司销售费用率渐增



资料来源：公司年报，财信证券

4 风险提示

原材料价格波动风险；

地产下行影响超预期；

市场竞争加剧；

终端需求不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438