

家用电器

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

如何看待石头科技分子筛洗烘一体机的前景？

相对大盘走势



➤ 分子筛洗烘一体机方案：高性价比&低温烘干

石头科技于近期成立洗衣机事业部，将集中资源打造第二增长曲线，公司主推的分子筛洗烘一体机能否贡献显著增量？市场十分关注。当前常见的冷凝式洗烘一体机与热泵式洗烘一体机各有优化空间，前者本质是“洗衣机+吹风机”，价格便宜但高温易损伤衣物，后者本质是“洗衣机+空调”，换热效率优秀但价格偏高，独立式干衣机占地多且不自动。2023年石头引入分子筛方案，使循环气不直接接触热风，具备高性价比低温烘干能力，并凭借毛絮滤网自清洁、RR洗烘算法等创新点改善产品体验，值得关注。

作者

分析师：管泉森
执业证书编号：S0590523100007
邮箱：guanqs@glsc.com.cn
分析师：孙珊
执业证书编号：S0590523110003
邮箱：sunshan@glsc.com.cn
分析师：莫云皓
执业证书编号：S0590523120001
邮箱：moyh@glsc.com.cn

➤ 分子筛洗烘一体机空间：市场空间十分可观

根据奥维数据，2023年洗衣机内销量中约13%为洗烘一体机，同比有所下滑，主要由于消费总体有所承压，且冷凝式产品的体验仍可优化，干衣功能在洗护市场的渗透率仍有望进一步提升。分线上线下看，预计洗烘一体机线上、线下销量对半，合计总量约560万台左右，其中线上洗烘一体机均价约3000元、主要对应冷凝式，线下均价约6500元、主要对应热泵式，静态来看预计国内洗烘一体机市场规模为266亿元，相比扫地机内销市场规模也不容忽视，在此背景下分子筛洗烘一体机性价比高，拓展潜力可观。

➤ 分子筛洗烘一体机有望成就石头第二增长曲线

2023年石头科技推出H1、H1 Neo和M1三款产品，分别主打高端、性价比和小型化，进入2024年，公司产品布局逐步完善，在性价比价格段加强布局，推出H1 Air，定价2999元，有望进一步带动分子筛方案渗透率的提升。落实到动销，累计12个月来看，“洗衣机+清洁电器”为分母测算，洗烘一体机线上销额占石头零售额比重或在3-5%之间；从增速来看，2024年4-5月石头洗烘一体机销额同比+151%至0.27亿元、销量同比+401%至0.85万台，我们认为分子筛洗烘一体机放量有望为石头科技内销带来显著增量。

➤ 投资观点：看好公司强化第二增长曲线布局

综上，石头科技分子筛洗烘一体机针对两种传统洗烘一体机产品痛点进行针对性改善，一方面引入分子筛方案，使循环气不直接接触加热、冷凝模块，以高性价比提供低温烘干能力，为产品烘干效果提升打下良好基础，另一方面凭借毛絮滤网自清洁、RR洗烘算法等创新改善产品使用体验。零售端看，洗烘一体机占石头线上总体零售额约3-5%，同比增速较快，有望为内销带来可观增量，长期看渗透率提升可期。当前石头科技单独成立洗衣机事业部，我们看好石头科技强化第二增长曲线布局，延续较快规模增长。

风险提示：1) 海外需求不及预期；2) 原材料成本上涨；3) 外资大幅波动。

相关报告

1、《家用电器：2024年7月消费金股推荐》
2024.06.29
2、《家用电器：新兴市场的来路与征程》
2024.06.26

正文目录

1. 分子筛洗烘一体机方案：高性价比&低温烘干	3
1.1 洗烘一体机和独立式干衣机的产品特点	3
1.2 分子筛洗烘一体机产品特点与参数表现	4
2. 分子筛洗烘一体机空间：市场空间十分可观	6
2.1 洗烘一体机与独立式干衣机的市场空间	6
2.2 洗烘一体机与独立式干衣机的销售价格	7
3. 分子筛洗烘一体机有望成就石头第二增长曲线	8
4. 风险提示	10

图表目录

图表 1： 冷凝式洗烘一体机近似于“洗衣机+吹风机”	3
图表 2： 热泵式洗烘一体机近似于“洗衣机+空调”	3
图表 3： 传统冷凝式洗烘一体机有待改进的问题	4
图表 4： 分子筛方案有“分子筛+自来水冷凝”两套除湿系统	5
图表 5： 分子筛方案使潮湿气体不必直接接触冷凝器	5
图表 6： 分子筛洗烘一体机对传统方案的优化	5
图表 7： 冷凝式、热泵式与分子筛洗烘一体机以及独立式干衣机的烘干测试对比	6
图表 8： 分子筛洗烘一体机可以选取不同模式实现低温烘干	6
图表 9： 标准模式下，石头的分子筛方案的判停效果较好	6
图表 10： 2023 年洗衣机推总销量同比+3.39%	7
图表 11： 2023 年洗衣机内销量约 13%为洗烘一体机	7
图表 12： 2023 年干衣机推总销量同比+16.41%	7
图表 13： 2023 年洗护市场约 18%产品具有烘干功能	7
图表 14： 2023 年洗衣机推总均价同比+2.38%至 2330 元	8
图表 15： 2024 年干衣机推总均价同比+6.30%至 5944 元	8
图表 16： 2024 年以来洗烘一体机线上均价约 3000 元	8
图表 17： 2024 年以来洗烘一体机线下均价约 6500 元	8
图表 18： 石头科技目前推出的洗烘一体机产品列表	9
图表 19： 石头洗衣机线上零售额、零售量份额	10
图表 20： 石头洗衣机线上均价（元）	10

2023 年上半年，石头科技推出分子筛洗烘一体机 H1，引发热议；2024 年上半年石头科技已成立洗衣机事业部，将集中资源打造第二增长曲线，截至目前石头科技已经有五款洗烘一体机在售。分子筛洗烘一体机有何优势、能否成为石头科技未来显著增量来源？本篇报告尝试解答。

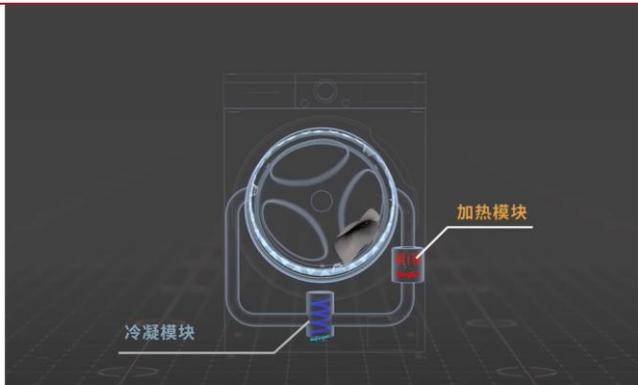
1. 分子筛洗烘一体机方案：高性价比&低温烘干

1.1 洗烘一体机和独立式干衣机的产品特点

市面上目前常见的干衣机产品分为一体式和独立式两种，其中一体式的洗烘一体机又主要分为冷凝式和热泵式两种。冷凝式常见于洗烘一体机，原理是在洗衣机内增加一个往桶内吹热风的模块，随着衣服的搅拌，水分从衣服上蒸发到桶内，经过循环管路，遇到冷水，在冷凝模组中凝结排出桶外，本质上是“洗衣机+吹风机”，因此成本上升幅度在小几百元左右，是一个比较具备性价比的解决方案。

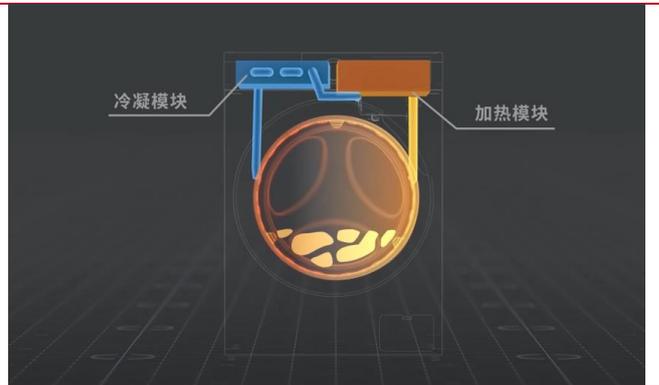
热泵式既有一体机又有独立式，其中热泵式洗烘一体机本质上是“洗衣机+空调”，将吹热风的外机接入桶内，蒸发衣服水分之后，气体循环至吹冷风的“室内机”，将水分凝结带走，充分利用了热泵热量搬运效率较高的特点。独立式的干衣机也主要是热泵式，热泵式独立干衣机的烘干效率比热泵式洗烘一体机更高，主要由于其内部体积均用于容纳“空调”，因此功率更高，但成本也有所提升。

图表1：冷凝式洗烘一体机近似于“洗衣机+吹风机”



资料来源：先看评测，国联证券研究所

图表2：热泵式洗烘一体机近似于“洗衣机+空调”

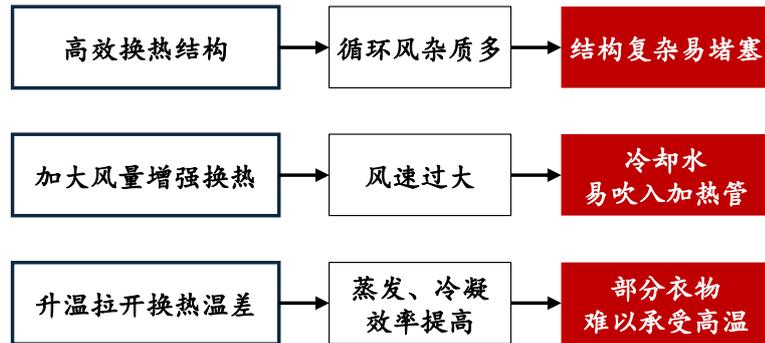


资料来源：先看评测，国联证券研究所

考虑到洗衣机产品发展百年以来，技术已经较为成熟，因此我们重点关注的是烘干方面的设计细节。传统的冷凝式洗烘一体机在气体循环过程中常见的冷凝手段是靠冷水直接喷淋循环风，这种设计的好处是既可以实现冷凝降温、又可以除毛。但这一方案的缺点在于冷凝器不能使用过于复杂的高效换热结构，主要是由于循环风当中的杂质多，若结构过于复杂可能会堵塞；且循环风速不能过大，否则冷凝水容易被气流冲入加热管。在“优化换热结构”与“加大风量”两条道路受限的情况下，冷凝式洗烘一体机提高烘干效率最常见的办法是升温，但羊毛等面料承受高温抵抗缩水的能力较为有限。同时，热泵式洗烘一体机虽然换热结构较为高效，但成本较高，

且洗烘一体机滚筒体积越大、衣物翻动空间越大、烘干平整度越高，因此有限的产品体积内可容纳的空调匹数不高；若改用独立式热泵干衣机（洗烘套装），要么需要与洗衣机叠置、要么需要占用另外一块面积放置干衣机，不能完全满足居住面积较为有限或者未提前做好装修规划的消费者需求，且需要手动从洗衣机中取出衣物、投入干衣机。

图表3：传统冷凝式洗烘一体机有待改进的问题



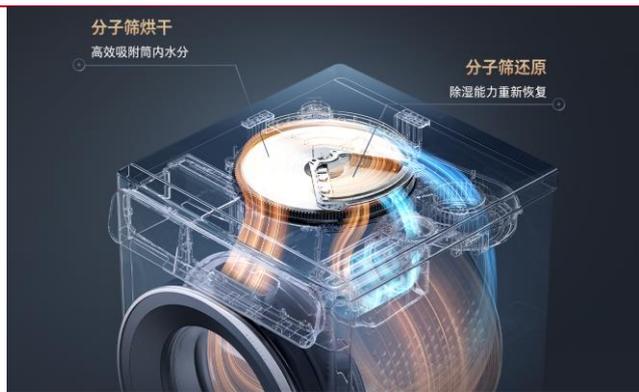
资料来源：国联证券研究所整理

总结来看，冷凝式和热泵式是当前市场上较为常见的干衣机技术路径，其中冷凝式常见于洗烘一体机，优势在于价格较为亲民，但缺点在于高温环境下易造成部分面料缩水受损，且部分产品细节有待进一步改进；热泵式既有洗烘一体机又有独立式产品，优势在于凭借热泵实现高效换热，烘干效率高，且可以实现低温烘干，不损伤衣物，但缺点在于成本较高，且独立式热泵干衣机需要提前规划空间或占据额外面积、且需要手动从洗衣机中取出衣物投入干衣机。是否存在第三种技术路径可以兼顾两条技术路径的优势？

1.2 分子筛洗烘一体机产品特点与参数表现

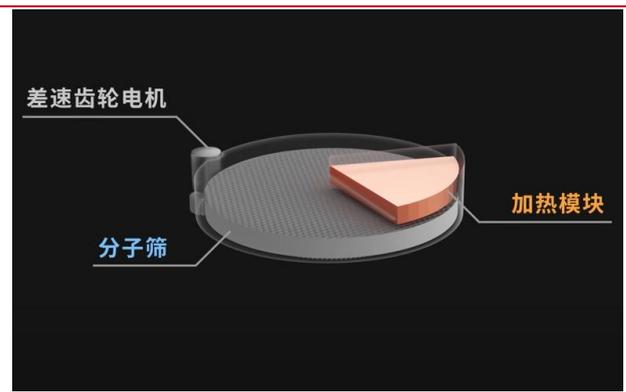
2023年石头科技推出分子筛洗烘一体机，为市场提供了第三种选择。分子筛是一种包含微小孔洞的材料，具备分子层面的优秀吸附能力，可用于吸附气体或液体，一般是铝硅酸盐材料，常以除湿轮转的形态应用于工业级的专业除湿方案。石头科技将这套除湿方案小型化，并在传统的冷凝式洗烘一体机平台上添加了第二条气体循环，避免热风直接加热空气，从而提供了低温烘干的能力：一方面，潮湿气体进入大循环管路，通过强吸水能力的分子筛，湿度降低，并携带分子筛的余温回到滚筒内；另一方面，加热模块对旋转的分子筛加热，使其湿度降低、实现再生，这部分水分进入小循环管路，最终冷凝。分子筛方案的结构总体来看十分精巧，优势在于从滚筒内离开的潮湿气体不必直接接触加热、冷凝模块，为加大风速、提升温度提供了更多空间。

图表4：分子筛方案有“分子筛+自来水冷凝”两套除湿系统



资料来源：石头科技官网，国联证券研究所

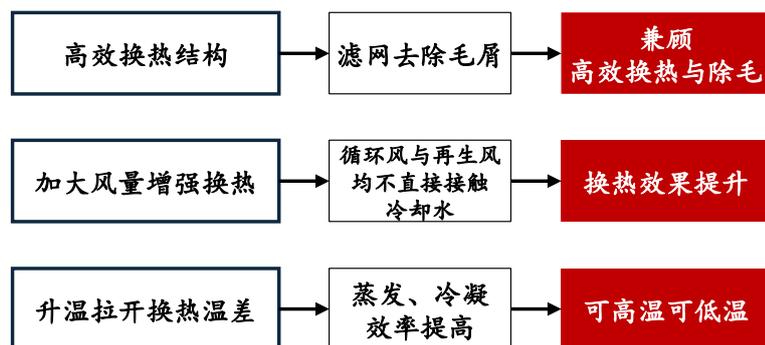
图表5：分子筛方案使潮湿气体不必直接接触冷凝器



资料来源：先看评测，国联证券研究所

此外，石头科技的分子筛洗烘一体机还对于其他的产品细节有所改进。举例来说，一方面，烘干大循环管路中的浮毛问题，石头洗烘一体机 H1 通过添加大面积的毛絮滤网实现有效过滤，在此基础上 H1 进一步引入定时自来水冲刷滤网，实现自动滤网自清洁，大幅缓解滤网浮毛堵塞循环管路的问题；另一方面，传统洗烘一体机判定烘干停止的时间点主要采用负反馈机制，当滚筒、循环管路内水分蒸发基本完毕，加热模块持续对干燥空气加热升温，达到较高温度后通过传感器判定水分烘干殆尽，停止烘干，这一判停方式可能对衣物造成损害，而石头洗烘一体机通过添加数个温度传感器，结合自身优化后的 RR 洗烘算法，无需显著升温即可判停，有效减少烘干时间、节约耗电、降低最高烘干温度。此外，石头的洗烘一体机还实现了 12KG 的大洗涤容量，大部分产品支持自动投放洗衣液与柔顺液，在有限的产品容积内尽可能提升了用户体验。

图表6：分子筛洗烘一体机对传统方案的优化



资料来源：国联证券研究所整理

落实到参数表现来看，石头分子筛洗烘一体机在标准模式下的最高烘干温度接近热泵式洗烘一体机，优于冷凝式洗烘一体机，以含水率衡量的烘干效果表现较好，且石头 H1 的判停策略也优于其他同平台洗烘一体机产品；而在羊毛模式下，石头 H1 洗烘一体机以时间换低温，使衣物平均温度维持在 40℃左右，表现显著优于传统冷凝式洗烘一体机。进一步看，测评结果显示在不同烘干模式下，H1 以不同的烘干策

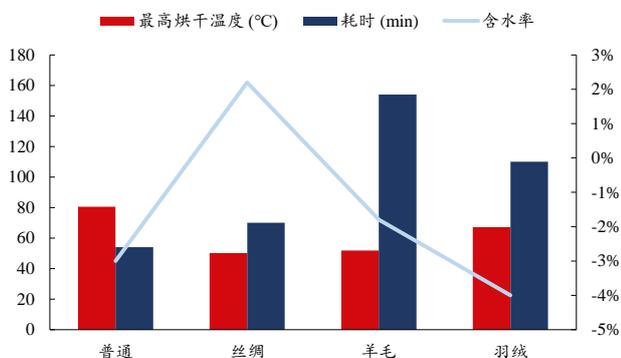
略均实现了低温烘干、保护对应面料的目的。总体来看，分子筛洗烘一体机以高性价比提供低温烘干能力，为市场提供了值得关注的第三种选择。

图表7：冷凝式、热泵式与分子筛洗烘一体机以及独立式干衣机的烘干测试对比

品牌		小米	海尔	石头	海尔
产品类型		冷凝式洗烘一体机	热泵式洗烘一体机 (小热泵)	分子筛洗烘一体机	热泵式独立烘干机 (大热泵)
型号		XHQG100MJ102S	XHG13L996PU1	XQGH120RR01	HBNS100-FQ176U1
外观					
体积 (mm)		598*650*850	595*600*850	595*633*850	595*610*850
标准测试	烘干时间 (min)	169	193	190	131
	烘干噪音 (dB)	52	52	55	60
	衣物最高温度 (°C)	约 85	约 43	约 55	约 50
	振动幅度	较低	高	低	较高
	含水率	0%	11%	-3%	0%
	用电量 (kWh)	2.60	1.82	2.88	1.10
羊毛模式测试	衣物平均温度 (°C)	75	50	40	53
	烘干时间 (min)	97	86	150	50

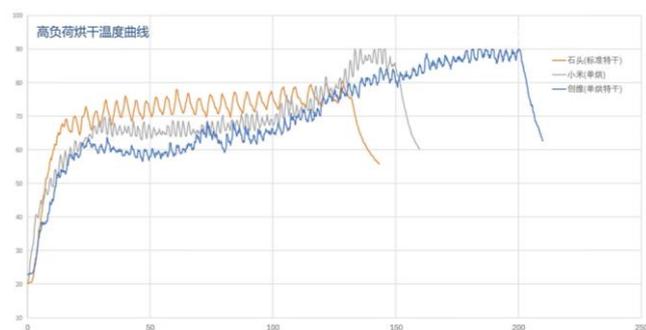
资料来源：先看评测、京东，国联证券研究所（注：标准测试为 4KG 衣物，最高温度指测试开始后的 80min 以内；羊毛模式测试为 3 件同一品牌羊毛衫，其中小米无羊毛模式）

图表8：分子筛洗烘一体机可以选取不同模式实现低温烘干



资料来源：Bilibili，国联证券研究所（注：使用 1KG 衬衣烘干进行测试）

图表9：标准模式下，石头的分子筛方案的判停效果较好



资料来源：Bilibili，国联证券研究所（注：纵轴为温度 (°C)，横轴为时间 (min)，使用 2.5KG 的床上四件套+1 件衬衣进行高负荷烘干测试）

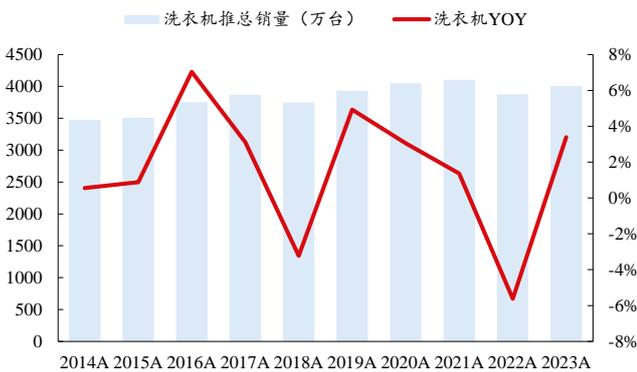
总结来看，石头科技洗烘一体机针对两种传统技术路线以及此前产品使用痛点进行了针对性的改善，一方面凭借引入分子筛方案使循环气不直接接触加热、冷凝模块，为产品烘干效果提升打下良好基础，另一方面凭借毛絮滤网自清洁、RR 洗烘算法等创新改善产品使用体验，总体上有望以高性价比提供低温烘干能力，消费者提供体验或远远优于冷凝式洗烘一体机。

2. 分子筛洗烘一体机空间：市场空间十分可观

2.1 洗烘一体机与独立式干衣机的市场空间

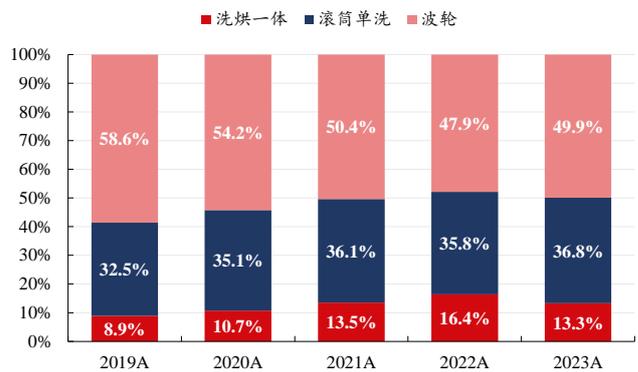
洗烘一体机的市场规模如何，分子筛洗烘一体机份额有望达到什么水平？我们从洗护市场的量、价情况与产品结构进行分析。2023 年中国洗衣机市场推总零售量同比+3%至 4005 万台，根据产业在线数据，2023 年洗衣机市场中约 13%为洗烘一体机，占比下滑，主要是由于经济环境总体有所承压，且冷凝式产品的体验仍有进一步提升空间；另一方面，2023 年中国独立式干衣机推总零售量同比+16%至 217 万台。若将“独立式干衣机+洗衣机”销售量之和作为洗护市场销量，预计 2023 年洗护市场中约 18%的产品具有烘干功能，其中独立式干衣机占 5%、洗烘一体机占 13%。

图表10：2023 年洗衣机推总销量同比+3.39%



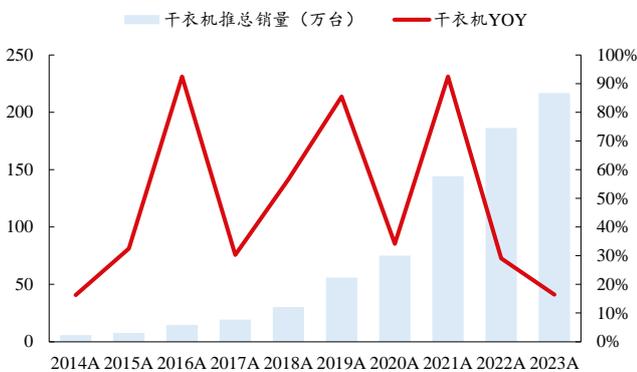
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表11：2023 年洗衣机内销量约 13%为洗烘一体机



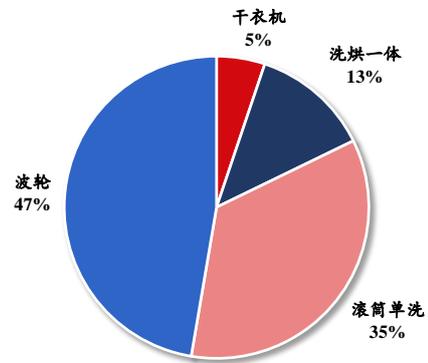
资料来源：产业在线，国联证券研究所

图表12：2023 年干衣机推总销量同比+16.41%



资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表13：2023 年洗护市场约 18%产品具有烘干功能



资料来源：产业在线、奥维云网，国联证券研究所

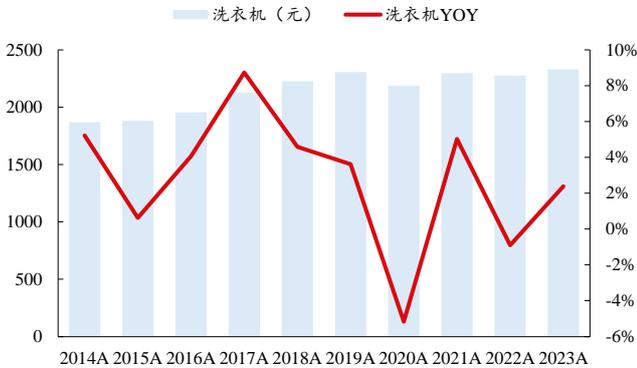
奥维推总口径下，2023 年洗衣机线下销量占比为 28%，其中线下洗烘一体机占洗烘一体机市场比例约 27%；以此测算，洗烘一体机线上、线下销量占比接近各 50%，均在 270-290 万台左右，对应 2023 年洗烘一体机总量为 560 万台左右。长期来看，考虑到当前具备烘干功能的洗护产品占比相比海外市场仍然较低，未来洗烘一体+干衣机仍有渗透率提升空间。

2.2 洗烘一体机与独立式干衣机的销售价格

洗烘一体机的线上、线下市场主要产品类别不同，因此均价水平有所不同。其中线上洗烘一体机一般均价在 3000 元左右，主要是冷凝式产品，仅比洗衣机全渠道均

价格多数百元；线下的洗烘一体机均价则大约在 6500 元左右，主要是热泵式产品，与独立式干衣机 2023 年 5944 元的均价水平接近。

图表14：2023 年洗衣机推总均价同比+2.38%至 2330 元



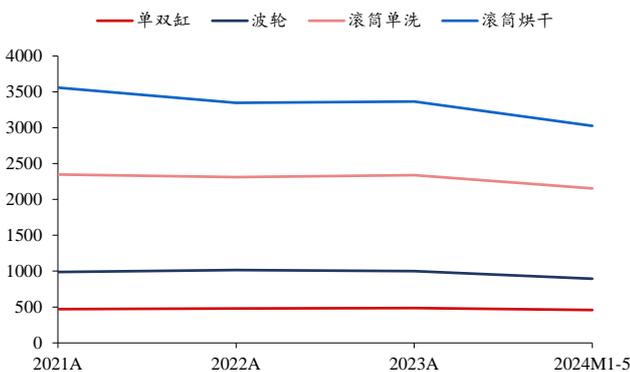
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表15：2024 年干衣机推总均价同比+6.30%至 5944 元



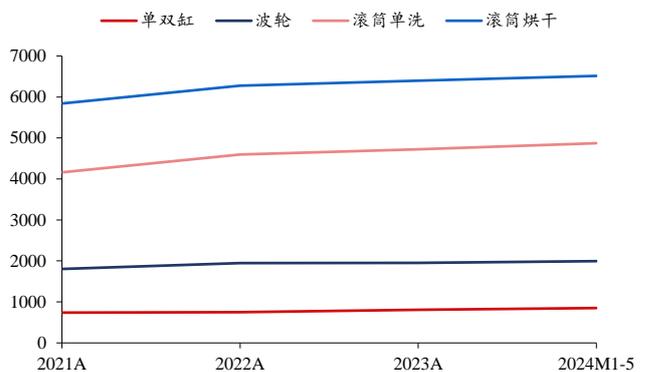
资料来源：奥维云网，国联证券研究所

图表16：2024 年以来洗烘一体机线上均价约 3000 元



资料来源：奥维云网，国联证券研究所（单位：元）

图表17：2024 年以来洗烘一体机线下均价约 6500 元



资料来源：奥维云网，国联证券研究所（单位：元）

结合以上出货量与均价情况，考虑到线上洗烘一体机均价约 3000 元、主要对应冷凝式，线下均价约 6500 元、主要对应热泵式，预计 2023 年国内洗烘一体机市场中以冷凝式为主的线上规模在 84 亿元左右，以热泵式产品为主的线下规模在 182 亿元左右，合计市场规模约为 266 亿元，且未考虑洗护产品烘干功能渗透率提升下的未来空间。相比扫地机 2023 年国内市场 131 亿元、458 万台的体量而言，洗烘一体机的市场规模也不容忽视，在此背景下，我们认为能以高性价比提供低温烘干能力的分子筛洗烘一体机拓展潜力可观。

3. 分子筛洗烘一体机有望成就石头第二增长曲线

在市场潜力值得期待的背景下，石头科技逐步完善洗烘一体机的产品布局就顺理成章。2023 年石头科技推出 H1、H1 Neo 和 M1 三款产品，分别主打高端定位、性价比定位和小型化洗衣机，其中 H1 Neo 在 H1 的基础上定价从 5999 元大幅优化至 3999 元，保留了石头分子筛洗烘一体机最核心的产品特征与体验，而 M1 则定位清洁内衣、婴幼儿衣物的小型化洗衣机，洗涤容量 1KG，为用户提供放心的洗衣+烘干体

验。进入 2024 年，公司产品布局逐步完善，在性价比价格段加强布局，推出 H1 Air，定价 2999 元，有望进一步带动分子筛方案渗透率的提升。

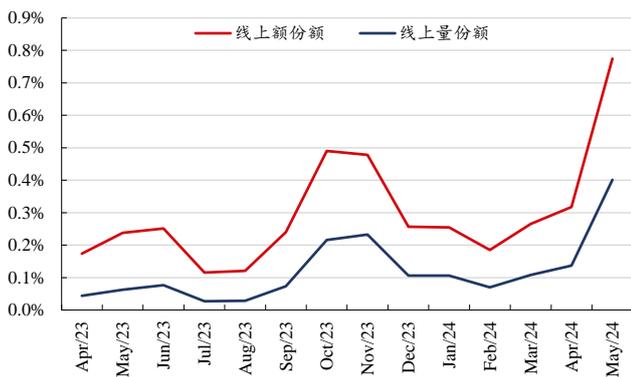
图表 18：石头科技目前推出的洗烘一体机产品列表

产品	H1	H1 Neo	H1 Air	M1	M1 Pure
外观					
价格 (元)	5999	3999	2999	2499	1999
上市时间	2023 年 3 月	2023 年 9 月	2024 年 5 月	2023 年 10 月	2024 年 5 月
烘干方式	分子筛	分子筛	分子筛	分子筛	立体柔烘
烘干能力	S++	S++	S+	S+	A+
毛絮自清洁	毛絮滤网自清洁	毛絮滤网自清洁	毛絮滤网自清洁	毛絮滤网自清洁	毛絮风道自清洁
DD 直驱变频电机	是	是	是	是	是
洗净比	1.10	1.10	1.10	1.159	1.159
最高转速	1400	1200	1200	1000	1000
除菌方式	银离子除菌	UVC 除菌	巴氏除菌	UVC 除菌	UVC 除菌
洗衣液投放方式	自动投放	自动投放	手动投放	自动投放	自动投放
控制面板	全触控彩屏	旋钮+LED 触控屏	全触控屏	全触控彩屏	全触控彩屏
尺寸 (mm)	595*633*850	595*633*850	595*633*850	428*471*512	428*471*512
洗涤容量 (KG)	12	12	12	1	1
烘干容量 (KG)	7	7	7	0.5	0.5
洗涤功率 (W)	200	200	200	50	50
烘干功率 (W)	1500	1500	1000	500	550
NTC 温度传感器数量	5	4	4	3	3

资料来源：石头科技官网、京东、奥维云网，国联证券研究所（注：上市时间以奥维云网统计为准）

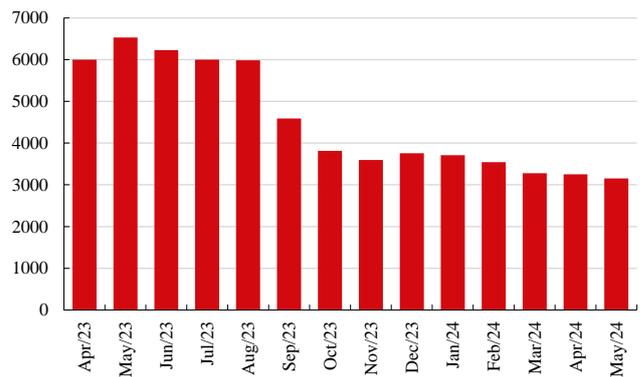
落实到石头科技动销情况来看，以“洗衣机+清洁电器”为分母测算，2023 年 4 月至 2024 年 5 月，洗烘一体机线上销额占石头零售额在 3-5% 之间，预计占石头总收入比例约为 1%。分产品结构看，石头洗烘一体机早期产品为定价 5999 元的 H1，后续随着性价比 H1 Neo 与 H1 Air、以及洗涤容量 1KG 左右的 M1 系列陆续上市、占比提升，石头洗烘一体机价格逐步走低至 3000 元左右。同比来看，石头洗烘一体机每逢大促期间份额提升较为明显，2024 年 4-5 月石头洗烘一体机累计销额同比+151%至 2700 万元左右、销量同比+401%至 8500 台左右，我们预计分子筛洗烘一体机有望为石头科技内销收入带来增量。

图表19: 石头洗衣机线上零售额、零售量份额



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

图表20: 石头洗衣机线上均价 (元)



资料来源: 奥维云网, 国联证券研究所

总结来看, 石头洗烘一体机针对两种传统技术路线以及此前产品使用痛点进行了针对性的改善, 一方面凭借引入分子筛方案, 使循环气不直接接触加热、冷凝模块, 以高性价比提供低温烘干能力, 为产品烘干效果提升打下良好基础, 另一方面凭借毛絮滤网自清洁、RR 洗烘算法等创新, 明显提升产品自动化与判停精确度, 有效改善产品使用体验。落实到动销, 2023 年 4 月至 2024 年 5 月, 洗烘一体机预计占石头内销比重约 3-5%, 随着其放量, 后续有望为内销带来显著增量, 长期看渗透率提升可期。当前石头科技单独成立洗衣机事业部, 我们看好石头科技凭借分子筛洗烘一体机、强化第二增长曲线布局, 延续较快规模增长。

最后重申行业观点, 2024 年以来内销需求稳健向好, 外销基数走高而仍显韧性品牌出海贡献增量。政策方面, 更新主导阶段, 刺激有弹性, 虽不能比肩家电下乡阶段, 但锦上添花可期。综合来看, 板块年内经营表现超预期, 股息率、估值优势突出政策有催化, 当前时点投资价值值得重视。我们维持家电板块“强于大势”评级, 持续推荐: 1) 推荐白电龙头海尔智家、美的集团、海信家电、格力电器; 2) 推荐黑电龙头海信视像; 3) 推荐扫地机龙头石头科技、科沃斯; 4) 关注后周期龙头华帝股份、公牛集团、老板电器等; 5) 关注可选小家电龙头极米科技、小熊电器等。

4. 风险提示

1、海外需求不及预期: 近期权重市场美国通胀、就业数据频超预期, 大宗价格持续走高, 政策方向不确定性较大; 若后续再通胀趋势加剧, 货币转向紧缩, 地产及耐用品消费有下行风险; 此外, 近期中东地缘冲突发酵, 或影响需求及欧洲方向海运。

2、原材料成本上涨: 家电业绩总体比较平稳, 但由于其成本中大宗商品占比较高, 若大宗商品钢铜塑等价格出现持续大幅上涨, 则企业盈利会受到拖累。

3、外资大幅波动: 家电龙头外资持股比例较高, 近一年受外资流动影响较大, 若后续外资出现进一步大幅流出, 对股价或有负面影响。

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼