

家电行业 2024 年 12 月投资策略

12 月白电排产量增长超 20%，家电以旧换新成效显著

优于大市

核心观点

本月跟踪与思考：内外销高景气下，12 月我国白电排产量同比增长 22%，其中空冰洗分别增长 32%/15%/9%。以旧换新政策成效显著，在中央及各地的积极表态下，预计 2025 年消费政策有望延续，持续看好家电换新需求。

白电 12 月排产增速持续向好，内外销景气延续。据产业在线数据，12 月白电合计排产量达到 3398 万台，较去年同期生产实绩增长 21.7%，增速环比小幅提升。分品类看，12 月空调内/外销排产较去年同期内/外销量增长 15.0%/48.5%，内外销合计排产 1790 万台/+31.7%。冰箱内/外销排产较去年同期内/外销量增长 19.0%/12.5%，内外销合计排产 860 万台/+15.0%。12 月洗衣机内/外销排产较去年同期内/外销量增长 4.1%/7.6%，内外销合计排产 748 万台/+9.0%。12 月白电内销延续良好增长，冰箱内销增速有所提升；外销排产增速小幅放缓，但空调增长依然强劲。

以旧换新成效显著，2025 年政策有望延续。商务部全国家电以旧换新数据平台显示，截至 11 月 8 日，2026 万名消费者购买 8 大类家电产品 3046 万台，带动销售 1378 亿元。据奥维云网数据，以旧换新政策实施前（8 月 25 日前），国补的七大类家电线上线下零售额增速分别为+2.6%/-7.3%；国补实施后，七大类家电线上线下零售额增速分别为+25.2%/+65.9%，增速环比分别提升 22.6pct/73.2pct。目前中央到地方政府的表态持续积极，以旧换新政策有望延续。11 月 19 日，发改委在新闻发布会上提及，将开展加力支持“两新”政策效果评估，总结延续好的经验做法；将研究提出未来继续加大支持力度、扩大支持范围的政策举措。11 月 21 日，湖北省商务厅发布组织 2025 年消费品以旧换新核销商户报名的通知。。在中央及各地的积极行动下，预计家电以旧换新政策有望在 2025 年延续，进一步刺激家电换新需求的释放。

海外“黑五”大促规模增长再加速，看好家电跨境电商出海。今年亚马逊美国区以及欧区的“黑五网一”活动时间将在 11 月 21 日至 12 月 3 日开展，持续长达 12 天，较去年的 8 天有所延长。据 Adobe Analytics 数据，美国“黑五”线上销售额达到 108 亿美元，同比增长 10.2%。今年“黑五”线上销售额增速创下 2021 年以来新高，显示出线上电商平台较为强劲的需求。我国家电企业普遍通过亚马逊等跨境电商平台在北美及欧洲市场销售，如石头科技、美的集团、科沃斯、极米科技、Vesync、小熊电器等，在海外线上需求回归较快增长的背景下，我国家电电商出海需求有望迎来较好增长。

重点数据跟踪：市场表现：11 月家电板块月相对收益-3.07%。原材料：11 月 LME3 个月铜、铝价格分别月度环比-5.9%、-2.1%；冷轧板价格月环比+1.7%。

集运指数：美西/美东/欧洲线 11 月环比分别-11.20%/+5.29%/+10.01%。

核心投资组合建议：白电推荐美的集团、TCL 智家、海尔智家、格力电器、海信家电；厨电推荐老板电器；小家电推荐小熊电器、石头科技、新宝股份。

风险提示：市场竞争加剧；需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
000333	美的集团	优于大市	70.13	532967	5.04	5.57	14	13
600690	海尔智家	优于大市	28.33	246990	2.02	2.28	14	12
002668	TCL 智家	优于大市	10.83	11741	0.89	0.99	12	11
000651	格力电器	优于大市	42.08	235707	5.80	6.23	7	7
688169	石头科技	优于大市	214.50	39623	11.75	13.25	18	16

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业投资策略

家用电器

优于大市 · 维持

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

联系人：李晶

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《家电行业周报（24 年第 47 周）-10 月大家电出口景气明显回升，空调产销量增长近 40%》——2024-11-25

《家电行业周报（24 年第 46 周）-10 月家电社零增长 39%，双十一家电销售表现突出》——2024-11-18

《家电行业 2024 年三季度综述暨 11 月投资策略-内销景气筑底，外销韧性较强，以旧换新驱动四季度回暖》——2024-11-11

《家电行业周报（24 年第 43 周）-湖北等地加码家电以旧换新政策，11 月白电排产量增长超 20%》——2024-10-28

《家电行业周报（24 年第 42 周）-9 月家电出口增速回落，空冰外销增长超 10%》——2024-10-21

内容目录

1、核心观点与投资建议	4
(1) 重点推荐	4
(2) 分板块观点与建议	4
2、本月研究跟踪与投资思考	5
2.1 白电 12 月排产增速持续向好，内外销景气延续	5
2.2 以旧换新成效显著，2025 年政策有望延续	6
2.3 海外“黑五”大促规模增长再加速，看好家电跨境电商出海	7
3、重点数据跟踪	8
3.1 市场表现回顾	8
3.2 原材料价格跟踪	8
3.3 海运价格跟踪	9
4、重点公司公告与行业动态	10
4.1 公司公告	10
4.2 行业动态	10
5、重点标的盈利预测	11

图表目录

图 1: 12 月白电排产量增速维持较高景气	5
图 2: 12 月我国空调外销排产高景气、内销延续良好增长	5
图 3: 12 月我国冰箱内外销排产增长较快	6
图 4: 12 月我国洗衣机内外销排产增长良好	6
图 5: 以旧换新政策实施前后, 家电零售表现存在明显差异	7
图 6: 2024 年美国“黑五”线上销售额增速持续回升	7
图 7: 11 月家电板块实现负相对收益	8
图 8: 长期: LME3 个月铜价高位震荡	8
图 9: 短期: LME3 个月铜价震荡回落	8
图 10: 长期: LME3 个月铝价回调后震荡回升	9
图 11: 短期: LME3 个月铝价震荡回升	9
图 12: 长期: 冷轧板价格高位回落后触底反弹	9
图 13: 短期: 冷轧板价格有所回升	9
图 14: 海运价格触底回升后震荡	10
表 1: 重点公司盈利预测及估值	11

1、核心观点与投资建议

(1) 重点推荐

Q3 我国家电内销延续刚需稳健、可选承压的态势，外销维持较高景气。Q4 国内以旧换新政策成效显著，内销需求出现积极改善；外销随着海外降息及终端需求恢复增长，有望回归稳健增长。盈利受益于降本增效的持续推进及以旧换新政策有助于高效产品销售，预计利润率有望保持小幅同比提升的趋势。

分板块看，Q3 白电经营表现最为稳健，营收小幅增长，盈利持续改善，后续有望最大受益于家电以旧换新政策。厨电受地产拖累，Q3 营收利润同比均明显下降，Q4 以旧换新政策带动下有望实现积极好转。小家电营收在外销的带动下依然实现小幅增长，但利润承压。照明及零部件板块 Q3 营收及业绩均小幅下行，期待外延业务持续贡献增长动能。

在家电内需受益于以旧换新政策、外销延续良好增长的背景下，我们建议积极布局内销以旧换新政策最为受益、估值具备性价比、股息率可观、海外具备长期成长空间的**白电龙头**，向上具备降本提效带来的盈利韧性和以旧换新政策下的需求复苏，向下有家电稳健的需求叠加低估值带来的高防御性，推荐海外 OBM 业务持续发力的**美的集团**、效率持续优化的**海尔智家**、外销高景气与 TCL 积极协同的**TCL 智家**、渠道改革成效逐步释放的**格力电器**、股权激励落地基本面向上的**海信家电**。

厨电板块受地产的影响较大，厨电龙头**老板电器**烟灶主业表现稳定，凭借在洗碗机等二三品类上的持续开拓，有望保持稳健增长。在当前以旧换新政策刺激换新需求、地产受地产托底的背景下，厨电行业在地产好转后的需求弹性较大，盈利端有望同步改善，推荐估值处于历史底部、股息率可观的厨电龙头**老板电器**。

小家电板块推荐精品化战略及内部经营调整持续推进、需求有望企稳盈利修复的**小熊电器**，海外增长强劲、产品布局日益强化的扫地机器人龙头**石头科技**、**科沃斯**，外销逐渐恢复、内销品牌业务不断发展的**新宝股份**，激光显示技术全球领先、车载新业务迎来收获期的**光峰科技**。

零部件板块，推荐家电主业开拓新客户新业务、汽车零部件业务持续放量的**德昌股份**。

(2) 分板块观点与建议

白电：在内需受益于以旧换新政策、外销延续良好增长的背景下，看好白电持续的稳健增长和高股息回报，推荐海外自有品牌和 2B 业务双轮驱动、经营活力强的**美的集团**，内外销稳健增长、效率持续改善的**海尔智家**，外销迎恢复、内销持续增长、发力智能家居多品类业务的冰箱出口龙头**TCL 智家**，受益于空调景气改善、渠道改革持续推进的**格力电器**，外销高景气、内销持续优化、汽零盈利稳步改善的**海信家电**。

小家电：推荐精品化战略及内部经营调整卓有成效、需求企稳盈利修复的**小熊电器**，海外增长强劲、产品布局日益强化的扫地机器人龙头**石头科技**、**科沃斯**，激光显示技术全球领先、车载新业务迎来收获期的**光峰科技**，外销逐渐恢复、内销品牌业务不断发展的**新宝股份**。

厨电：推荐主业稳步恢复、估值处于历史底部、股息率可观的厨电龙头**老板电器**。

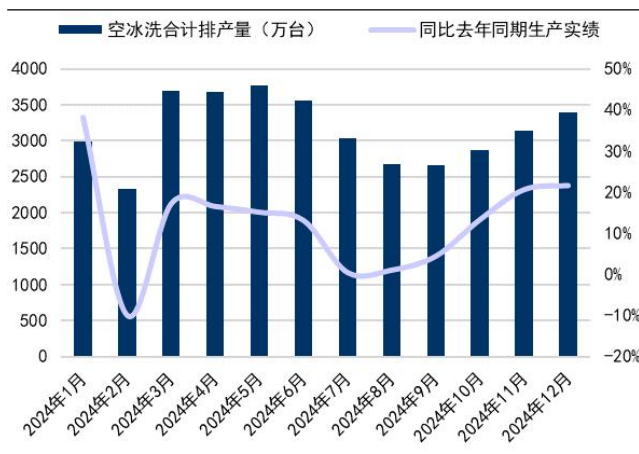
2、本月研究跟踪与投资思考

在外销保持高景气及内销以旧换新政策的带动下，12月我国白电排产量同比增长22%，其中空冰洗分别增长32%/15%/9%。以旧换新对家电消费刺激明显，奥维云网数据显示，8月26日-11月17日国补范围内的七大家电品类线上零售额同比增长25%，线下零售额同比增长66%，以旧换新对家电产品量价均有显著拉动。11月21日，湖北省商务厅发布组织2025年消费品以旧换新核销商户报名的通知，预计2025年以旧换新政策有望延续，持续刺激家电换新需求释放。

2.1 白电12月排产增速持续向好，内外销景气延续

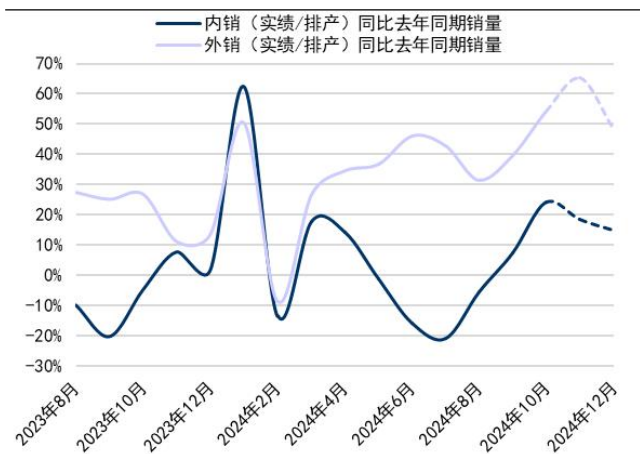
12月白电排产量同比增长22%，内外销排产均延续较快增长。根据产业在线数据，12月白电合计排产量达到3398万台，较去年同期生产实绩增长21.7%，增速环比小幅提升，维持在较高景气度。分品类看，12月空调内/外销排产较去年同期内/外销量增长15.0%/48.5%，内外销合计排产1790万台，同比去年同期生产实绩增长31.7%。12月冰箱内/外销排产较去年同期内/外销量增长19.0%/12.5%，内外销合计排产860万台，同比去年同期生产实绩增长15.0%。12月洗衣机内/外销排产较去年同期内/外销量增长4.1%/7.6%，内外销合计排产748万台，同比去年同期生产实绩增长9.0%。12月白电内销延续良好增长，冰箱内销增速有所提升；外销排产增速小幅放缓，但空调增长依然强劲。

图1：12月白电排产量增速维持较高景气



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

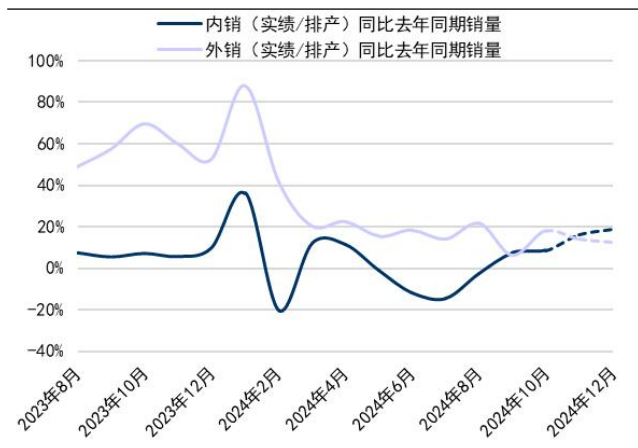
图2：12月我国空调外销排产高景气、内销延续良好增长



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

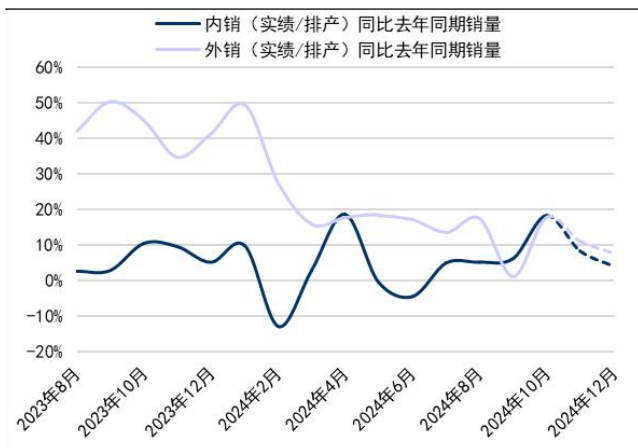
注：实线为内/外销量同比去年同期销量，虚线为当月排产同比去年同期销量，下同

图3：12月我国冰箱内外销排产增长较快



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

图4：12月我国洗衣机内外销排产增长良好



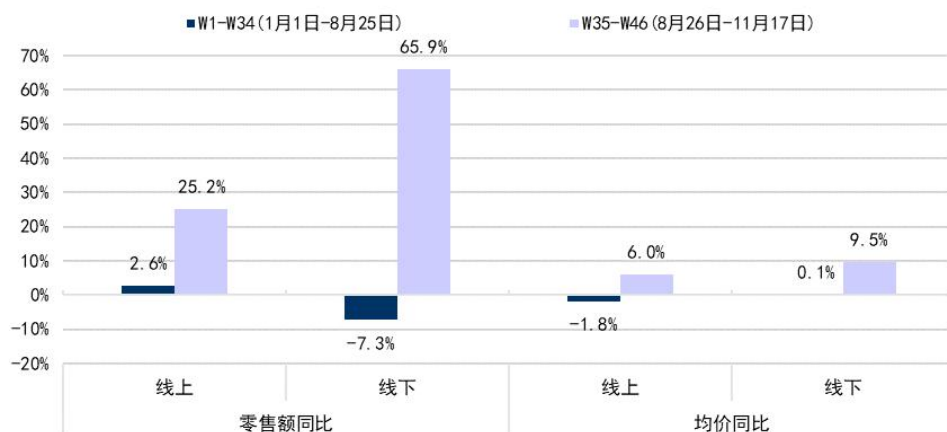
资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

2.2 以旧换新成效显著，2025 年政策有望延续

以旧换新政策实施以来，我国家电消费表现显著改善，政策效果明显。商务部全国家电以旧换新数据平台显示，截至11月8日，2025.7万名消费者购买8大类家电产品3045.8万台，带动销售1377.9亿元。以2023年我国家电内销额7736亿元计算，以旧换新带动销售额占比达到17.8%。根据奥维云网的数据，以旧换新政策实施前（以1月1日-8月25日代表），国补的七大类家电（电视、空调、冰箱、洗衣机、油烟机、燃气灶、热水器）线上线下零售额增速分别为+2.6%/-7.3%；国补实施后，8月26日-11月17日，上述七大类家电线上线下零售额增速分别为+25.2%/+65.9%，增速环比分别提升22.6pct/73.2pct，对线下的刺激效果更为明显。

目前中央到地方政府的表态持续积极，以旧换新政策有望延续。11月19日，发改委在新闻发布会上提及，将开展加力支持“两新”政策效果评估，总结延续好的经验做法；将研究提出未来继续加大支持力度、扩大支持范围的政策举措，待履行相关程序后适时公开发布，持续以“两新”政策推动群众受益、企业获利、经济向好。11月21日，湖北省商务厅发布组织2025年消费品以旧换新核销商户报名的通知，为进一步做好2025年家电、家装厨卫、电动自行车以及电子3C产品以旧换新工作，要求各市州商务局组织以旧换新核销商户报名。在中央及各地的积极行动下，预计家电以旧换新政策有望在2025年延续，进一步刺激家电换新需求的释放。

图5：以旧换新政策实施前后，家电零售表现存在明显差异

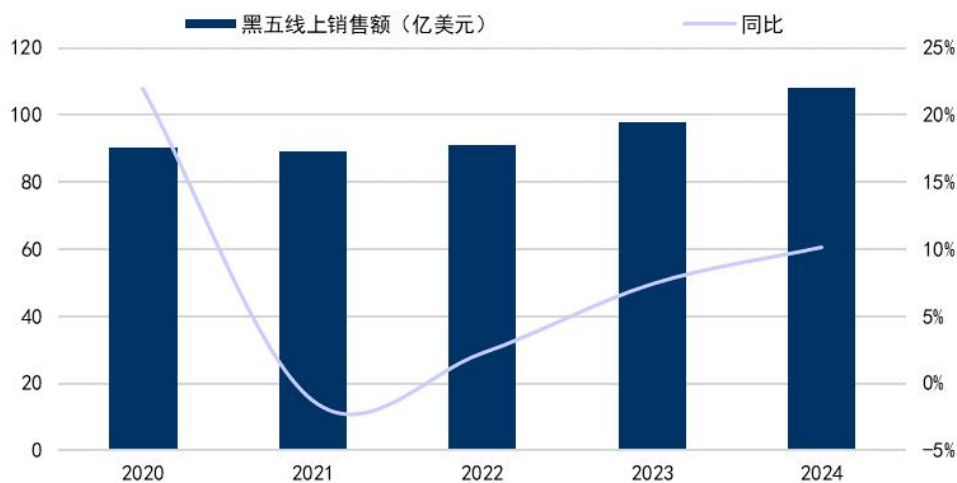


资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

2.3 海外“黑五”大促规模增长再加速，看好家电跨境电商出海

海外“黑五”大促销售规模再创新高，同比增长超10%，增速环比持续提升。今年亚马逊美区以及欧区的“黑五网一”活动时间将在11月21日至12月3日开展，持续长达12天，较去年的8天有所延长。根据Adobe Analytics数据，美国消费者“黑五”线上销售额达到108亿美元，同比增长10.2%。今年“黑五”线上销售额增速创下2021年以来新高，显示出线上电商平台较为强劲的需求。我国家电企业很多都通过亚马逊等跨境电商平台在北美及欧洲市场进行销售，如石头科技、美的集团、科沃斯、极米科技、Vesync、小熊电器等，在海外线上需求回归较快增长的背景下，我国家电跨境电商出海需求有望迎来较好增长。

图6：2024年美国“黑五”线上销售额增速持续回升



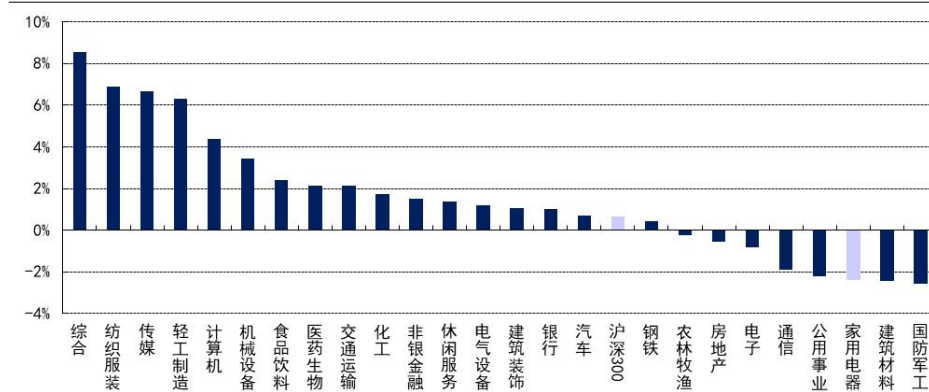
资料来源：Adobe Analytics，国信证券经济研究所整理

3、重点数据跟踪

3.1 市场表现回顾

11月家电板块下跌2.41%；沪深300指数上涨0.66%，月相对收益-3.07%。

图7：11月家电板块实现负相对收益



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

3.2 原材料价格跟踪

金属价格方面，11月LME3个月铜、铝价格分别月度环比-5.9%、-2.1%至8990、2585.5美元/吨，铜、铝价格有所回落；冷轧板（上海：价格：冷轧板卷（1.0mm）价格触底反弹后震荡，月环比+1.7%至4090元/吨。

图8：长期：LME3个月铜价高位震荡



资料来源：伦敦金属交易所，国信证券经济研究所整理

图9：短期：LME3个月铜价震荡回落



资料来源：伦敦金属交易所，国信证券经济研究所整理

图10: 长期: LME3个月铝价回调后震荡回升



资料来源: 伦敦金属交易所, 国信证券经济研究所整理

图11: 短期: LME3个月铝价震荡回升



资料来源: 伦敦金属交易所, 国信证券经济研究所整理

图12: 长期: 冷轧板价格高位回落后触底反弹



资料来源: 商务部, 国信证券经济研究所整理

图13: 短期: 冷轧板价格有所回升

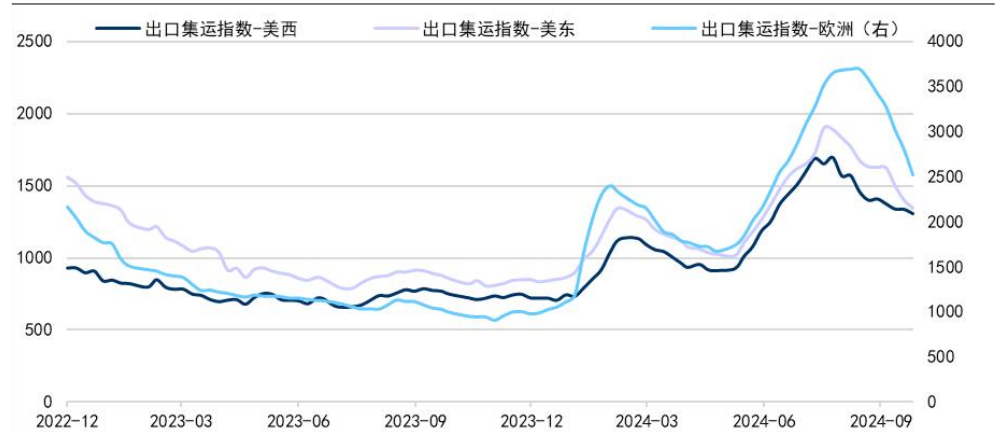


资料来源: 商务部, 国信证券经济研究所整理

3.3 海运价格跟踪

海运价格自 2024 年以来有所反弹, 近期出现回落。11 月出口集运指数-美西线为 1083.23, 月环比-11.20%; 美东线为 1247.45, 月环比+5.29%; 欧洲线为 2031.02, 月环比+10.01%。

图14: 海运价格触底回升后震荡



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

4、重点公司公告与行业动态

4.1 公司公告

【极米科技】公司全资子公司宜宾市极米光电于近日收到某国内知名汽车主机厂两个项目的开发定点通知, 宜宾极米将成为该客户两款车型的车载投影仪及幕布定点开发供应商, 为其供应智能座舱显示产品。

【美的集团】美的集团与东芝电梯株式会社签署股权认购协议, 将收购股份并加入东芝电梯与其士国际在中国的电梯合资公司, 从而获得东芝电梯中国控股权。预计交易将在 2024 年第四季度完成。东芝电梯中国将继续在中国市场以东芝品牌开发、设计、制造、销售电梯, 并提供安装及维保服务, 并向东芝电梯株式会社的非中国区业务提供产品、零部件和技术支持。

【光峰科技】公司于近日收到某国际头部车企的开发定点通知, 公司将成为其车载光学部件供应商, 为其供应动态彩色像素灯, 适用于其多个国际车型。此次定点项目预计 2025 年内量产供货。

4.2 行业动态

【奥维云网: 双 11 大家电总结: 从国补下的低调双 11, 看 2025 年大家电发展趋势】奥维云网 (AVC) 判断, 2024 年大家电 Q4 的高增长已成定局, 空调受前期跌幅较大影响, 在四季度 27.9% 的增长下, 全年规模预测下降 1.9%, 冰洗市场前期呈小幅增长状态, 叠加四季度的双位数增长, 全能规模预测将增长 10.8% 和 7.7%。

【奥维云网: 双 11 渠道总结: 两新政策有望加力扩围, 跑通国补链路者获益更大】据奥维云网 (AVC) 推总数据, 自国补落地以来家电市场触底反弹, 9 月和 10 月分别迎来同比 29.2%、35.5% 的高增长, 今年双十一节奏前置, 叠加国补, 各渠道增长显著。据奥维云网 (AVC) 的监测数据, 双十一期间 W42-W46 (10 月 14 日-11 月 17 日) 线上渠道零售额、零售量同比分别增长 18.7%、8.7%, 线下渠道零售额、零售量同比分别增长 71.7%、48.8%。

【奥维云网: 双 11 厨卫总结: 结构调整显著, 内卷局势改善】奥维云网 (AVC) 推总数据显示, 2024 年双 11 促销期间 (24W42-24W46: 2024 年 10 月 14 日-2024 年 11 月 17 日), 厨卫市场全渠道零售额规模 213 亿元, 同比增长 16.8%; 其中

刚需品类（烟机、灶具、热水）零售额 154 亿元，同比增长 20.6%；品需品类（消毒柜、洗碗机、嵌入式微蒸烤）零售额 41 亿元，同比增长 32.2%；集成灶零售额 18 亿元，同比下降 23.5%。

【奥维云网：双 11 彩电：大促与国补双管齐下，彩电市场规模结构双升级】奥维云网（AVC）全渠道推总数据显示，在 2024W42-W46（即 10 月 14 日-11 月 17 日）这一期间，彩电市场零售量达到了 486 万台，同比增长 2.1%。同时，在产品结构升级这一积极因素的抬升作用下，彩电市场零售额呈现出增长态势。具体而言，2024 年双 11 期间彩电市场零售额为 232 亿元，同比增长 25.5%。

【奥维云网：2025 年电视供应链（面板篇）：大陆系份额进一步提升，面板价格稳定性增强】近两年得益于面板厂对稼动率的动态调控，调整面板供需，面板价格朝着可预期的方向波动。2025 年随着集中度的进一步提升，头部几家面板厂控产所造成的影响将更显著。同时以 BOE 为首的面板厂的工厂折旧逐步到期，面板生产成本有望下调，面板厂经营策略更加灵活。2025 年面板厂仍以盈利为主要目标，持续采取灵活控产的策略，预期面板厂的经营状况有望持续向好。

5、重点标的盈利预测

表1：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023
000333	美的集团	优于大市	70.13	4.80	5.04	5.57	15	14	13	2.57
000651	格力电器	优于大市	42.08	5.15	5.80	6.23	8	7	7	1.87
600690	海尔智家	优于大市	28.33	1.76	2.02	2.28	16	14	12	2.43
688696	极米科技	优于大市	88.34	1.72	3.11	4.41	72	28	20	2.08
002032	苏泊尔	优于大市	52.28	2.70	2.91	3.12	19	18	17	7.47
002242	九阳股份	优于大市	11.12	0.51	0.63	0.72	22	18	15	2.46
002705	新宝股份	优于大市	14.52	1.19	1.35	1.51	12	11	10	1.47
002959	小熊电器	优于大市	43.95	2.84	3.11	3.48	15	14	13	2.62
002508	老板电器	优于大市	22.66	1.83	2.01	2.19	12	11	10	1.98
002677	浙江美大	优于大市	8.26	0.72	0.73	0.74	11	11	11	3.24
300894	火星人	优于大市	15.43	0.61	0.74	0.79	25	21	19	4.76
300911	亿田智能	优于大市	31.66	1.68	1.86	2.01	19	17	16	3.37
605336	帅丰电器	优于大市	12.43	1.03	1.09	1.15	12	11	11	1.20
603486	科沃斯	优于大市	51.30	1.06	2.11	2.66	48	24	19	4.31
688169	石头科技	优于大市	214.50	15.60	11.75	13.25	14	18	16	3.22
688007	光峰科技	优于大市	16.54	0.22	0.16	0.47	74	105	35	2.76
688793	倍轻松	优于大市	31.58	-0.59	1.18	1.65	-53	27	19	7.17
000921	海信家电	优于大市	27.04	2.04	2.46	2.73	13	11	10	2.53
000541	佛山照明	优于大市	5.82	0.19	0.20	0.25	31	29	24	1.41
603757	大元泵业	优于大市	21.47	1.71	1.93	2.21	13	11	10	2.31
2148.HK	Vesync	优于大市	4.05	0.07	0.08	0.09	8	6	6	1.76
2285.HK	泉峰控股	优于大市	16.96	-0.07	0.24	0.29	-30	9	8	1.13
603303	得邦照明	优于大市	12.03	0.79	0.85	0.95	15	14	13	1.65
002668	TCL 智家	优于大市	10.83	0.73	0.89	0.99	15	12	11	5.27
301332	德尔玛	优于大市	11.09	0.24	0.28	0.35	47	39	32	1.81
603215	比依股份	优于大市	15.10	1.07	0.82	1.00	14	18	15	2.51
605555	德昌股份	优于大市	20.57	0.87	1.11	1.40	24	19	15	2.65
603187	海容冷链	优于大市	11.32	1.07	0.90	1.00	11	13	11	1.08

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

注：港股 Vesync、泉峰控股的收盘价单位为港元，EPS 单位为美元

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032