

家用电器

证券研究报告

2024年12月25日

产业在线出货&排产数据点评：Q4 空冰内销增速转正，外销延续高景气
——24W51 周度研究

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

孙谦

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521050004
sungqiana@tfzq.com

赵嘉宁

分析师

SAC 执业证书编号：S1110524070003
zhaojianing@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《家用电器-行业研究周报:家电行业数据追踪——24W50 周度研究》2024-12-17
- 2 《家用电器-行业研究周报:小米集团家电业务研究：Q4 以来零售端表现亮眼，推进家空产能建设——24W49 周度研究》2024-12-11
- 3 《家用电器-行业研究周报:我国干电池行业：碱锰逐渐替代碳锰，下游需求带动行业温和增长——24W48 周度研究》2024-12-11

周度研究聚焦：产业在线出货&排产数据点评——Q4 空冰内销增速转正，外销延续高景气

空调：内销方面，政策刺激下库存去化持续进行，结合排产 Q4 将扭转前序季度下滑趋势。据产业在线，空调 10 月/11 月内销量分别 629/673 万台 (yoy+24%/+29%)。结合产业在线排产报告，其预测 24 年 12 月空调内销排产 702.2 万台，同比+15%，综合 10-11 月出货数据，24Q4 空调内销预计最终出货约 2004 万台，同比+22%，对比 24Q2/Q3 的-2%/-10%提振明显。**外销方面，海外促销季备库刺激下，Q4 出口预计延续高位增长。**据产业在线，空调 10 月/11 月外销量分别 658/865 万台 (yoy+54%/+59%)。结合产业在线排产报告，其预测 24 年 12 月空调出口排产 1088 万台，同比+48.5%，综合 10-11 月出货数据，24Q4 空调外销预计最终出货约 2611 万台，同比+53%，四季度空调出口市场在圣诞和黑五促销季来临的备货需求刺激下，延续自 23Q3 以来双位数增长。

冰箱：Q4 内销出货回归正增长，出口新兴市场增幅突出。据产业在线，冰箱 10 月内销量 447 万台 (yoy+9%)，外销量 437 万台 (yoy+18%)。结合产业在线排产报告，预测 24Q4 冰箱内销/外销最终出货量达 1370/1278 万台，yoy 分别+14%/+15%，内销受益于双十一、以旧换新政策、春节提前备货等因素拉动有望逆转 Q2-Q3 的下滑趋势，出口 Q4 有望延续双位数增长且新兴市场增幅表现相对较好。

洗衣机：Q4 内销延续稳增，关税担忧催生海外备货意愿。据产业在线，洗衣机 10 月内销量 517 万台 (yoy+17%)，外销量 414 万台 (yoy+18%)。结合产业在线排产报告，预测 24Q4 冰箱内销/外销最终出货量达 1334/1143 万台，yoy 分别+10%/+12%。Q4 起在以旧换新政策推动下洗衣机市场出货增长略有提速，工厂端整体延续稳定增长并以消化库存为主；外销方面受特朗普当选引发关税上升担忧的影响，商家备货意愿增长带动出口出货量延续双位数高增。

投资建议：12 月 20 日，商务部消费促进司司长李刚表示，当前商务部正在与有关方面一道，抓紧研究制定明年有关“大规模设备更新和消费品以旧换新”的相关政策，截至 12 月 19 日 24 时，超过 3330 万名消费者购买相关家电以旧换新产品 5210 万台。中央经济工作会议中明确将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”摆在任务首位，从行业判断角度，我们认为 4Q24 较强的零售或使得渠道库存已降至低位，在政策延续信号明确的背景之下，明年初渠道有望开启补库。同时首推空调链条，因今年补贴由冬季开启，基数较小，而今年旺季受雨水及消费环境影响，零售端下滑明显，因此明年旺季同时也是低基数，或具备较强的景气度。

标的推荐：1) 大家电：如【格力电器】/【美的集团】/【海尔智家】/【海信家电】；2) 小家电：如【科沃斯】/【极米科技】等；3) 厨大电：如【华帝股份】/【老板电器】；4) 黑电：如【TCL 电子】/【海信视像】；5) 其他家电：如【德昌股份】。

风险提示：房地产市场景气程度回落；汇率波动风险；原材料价格波动风险；新品销售不及预期。

内容目录

1. 周度研究聚焦：产业在线出货&排产数据点评——Q4 空冰内销增速转正，外销延续高景气	4
2. 周度家电板块走势	7
3. 周度资金流向	8
4. 原材料价格走势	9
5. 行业数据	9
6. 行业新闻	12
7. 公司公告	13

图表目录

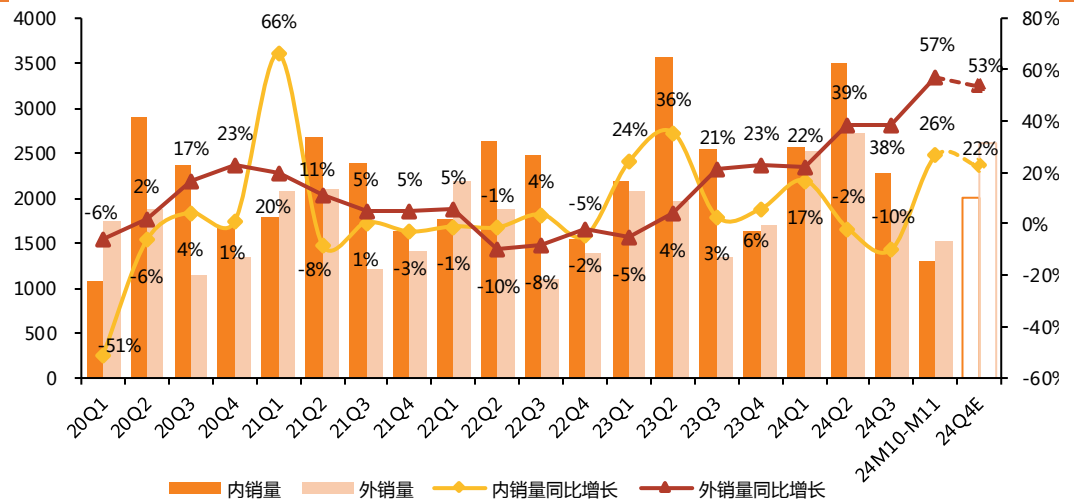
图 1：产业在线空调内外销出货量及同比增速（万台）	4
图 2：8-9 月空调库存水平达到阶段性低位，10-12 月逐步回升（万台）	4
图 3：产业在线冰箱内外销出货量及同比增速（万台）	5
图 4：9-10 月冰箱库存水平逐步提升（万台）	5
图 5：产业在线洗衣机内外销出货量及同比增速（万台）	6
图 6：9-10 月洗衣机库存水平延续同比低位水平（万台）	6
图 7：周度（2024/12/16-12/20）家电板块走势	7
图 8：家电板块历史走势	7
图 9：格力电器北上净买入	8
图 10：美的集团北上净买入	8
图 11：海尔智家北上净买入	8
图 12：铜、铝价格走势（元/吨）	9
图 13：中国塑料城价格指数（2010 年 1 月 4 日=1000）	9
图 14：钢材综合价格指数（1994 年 4 月=100）	9
图 15：出货端空调内销月零售量、同比增速	10
图 16：出货端空调外销月零售量、同比增速	10
图 17：出货端空调内销分品牌市占率、CR3	10
图 18：出货端空调外销分品牌市占率、CR3	10
图 19：出货端冰箱内销月零售量、同比增速	10
图 20：出货端冰箱外销月零售量、同比增速	10
图 21：出货端冰箱内销分品牌市占率、CR3	11
图 22：出货端冰箱外销分品牌市占率、CR3	11
图 23：出货端洗衣机内销月零售量、同比增速	11
图 24：出货端洗衣机外销月零售量、同比增速	11
图 25：出货端洗衣机内销分品牌市占率、CR3	11
图 26：出货端洗衣机外销分品牌市占率、CR3	11
图 27：奥维周度数据	12

表 1：周度（2024/12/16-12/20）家电板块周涨跌幅、周换手率表现 7

1. 周度研究聚焦：产业在线出货&排产数据点评——Q4 空冰内销增速转正，外销延续高景气

空调：内销方面，政策刺激下库存去化持续进行，结合排产 Q4 将扭转前序季度下滑趋势。据产业在线，空调 10 月/11 月内销量分别 629/673 万台 (yoy+24%/+29%)。结合产业在线排产报告，其预测 24 年 12 月空调内销排产 702.2 万台，同比+15%，综合 10-11 月出货数据，24Q4 空调内销预计最终出货约 2004 万台，同比+22%，对比 24Q2/Q3 的 -2%/-10%提振明显。**外销方面，海外促销季备库刺激下，Q4 出口预计延续高位增长。**据产业在线，空调 10 月/11 月外销量分别 658/865 万台 (yoy+54%/+59%)。结合产业在线排产报告，其预测 24 年 12 月空调出口排产 1088 万台，同比+48.5%，综合 10-11 月出货数据，24Q4 空调外销预计最终出货约 2611 万台，同比+53%，四季度空调出口市场在圣诞和黑五促销季来临的备货需求刺激下，延续自 23Q3 以来的双位数高增表现。

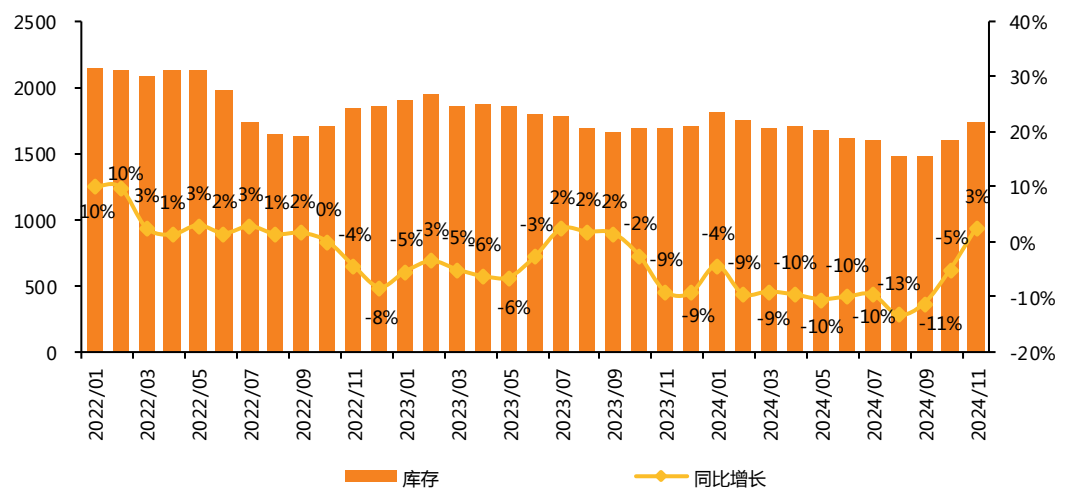
图 1：产业在线空调内外销出货量及同比增速（万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

注：24Q4 预测数据为结合产业在线空调 24 年 12 月内外销排产增速计算得到。

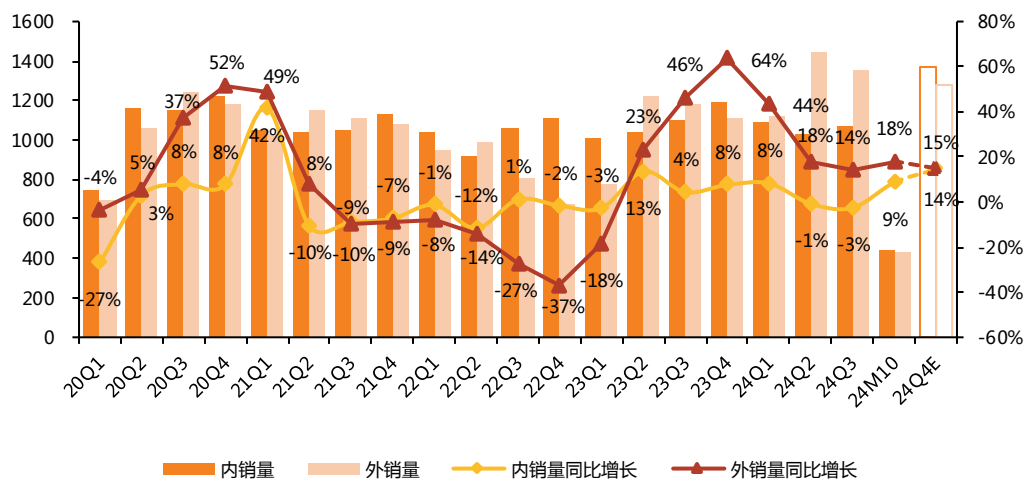
图 2：8-9 月空调库存水平达到阶段性低位，10-12 月逐步回升（万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

冰箱：Q4 内销出货回归正增长，出口新兴市场增幅突出。据产业在线，冰箱 10 月内销量 447 万台 (yoy+9%)，外销量 437 万台 (yoy+18%)。结合产业在线排产报告，预测 24Q4 冰箱内销/外销最终出货量达 1370/1278 万台，yoy 分别+14%/+15%，内销受益于双十一、以旧换新政策、春节提前备货等因素拉动有望逆转 Q2-Q3 的下滑趋势，出口 Q4 有望延续双位数增长且新兴市场增幅表现相对较好。

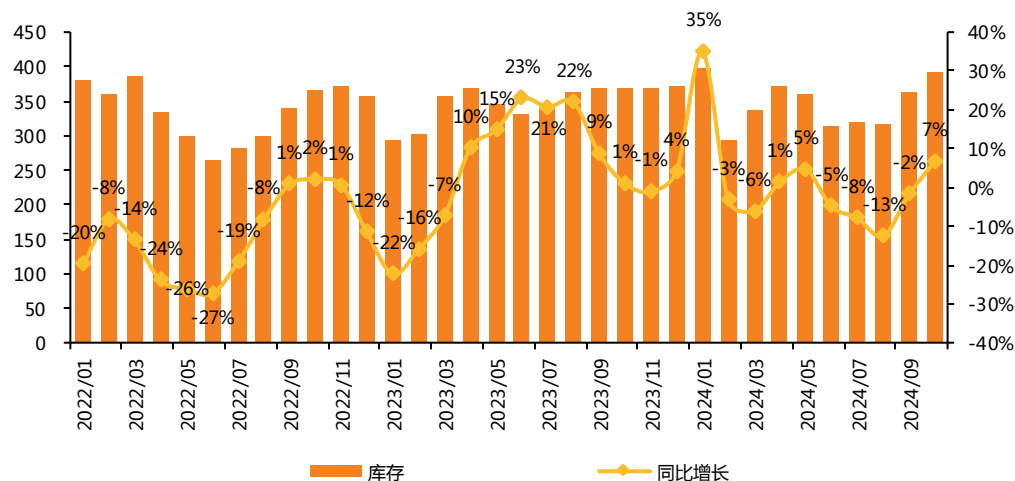
图 3：产业在线冰箱内外销出货量及同比增速（万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

注：24Q4 预测数据为结合产业在线冰箱 24 年 11-12 月内外销排产增速计算得到。

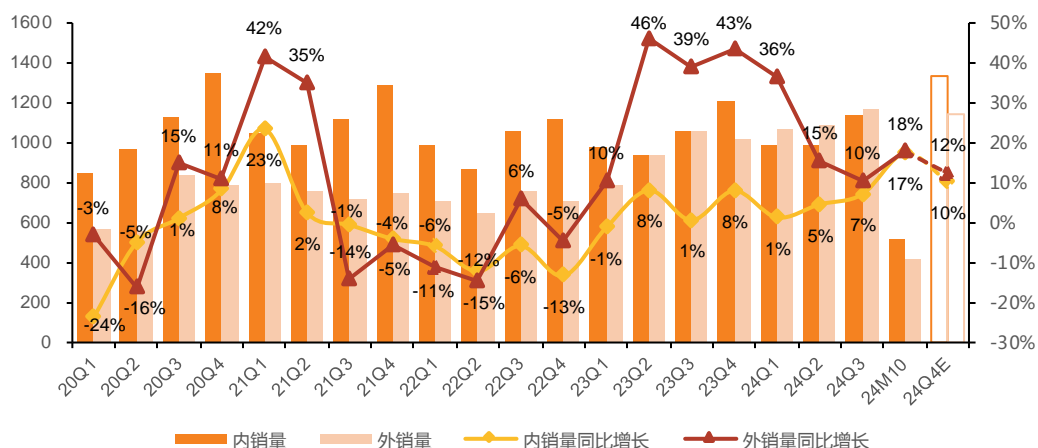
图 4：9-10 月冰箱库存水平逐步提升（万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

洗衣机：Q4 内销延续稳增，关税担忧催生海外备货意愿。据产业在线，洗衣机 10 月内销量 517 万台 (yoy+17%)，外销量 414 万台 (yoy+18%)。结合产业在线排产报告，预测 24Q4 冰箱内销/外销最终出货量达 1334/1143 万台，yoy 分别+10%/+12%。Q4 起在以旧换新政策推动下洗衣机市场出货增长略有提速，工厂端整体延续稳定增长并以消化库存为主；外销方面受特朗普当选引发关税上升担忧的影响，商家备货意愿增长带动出口出货量延续双位数高增。

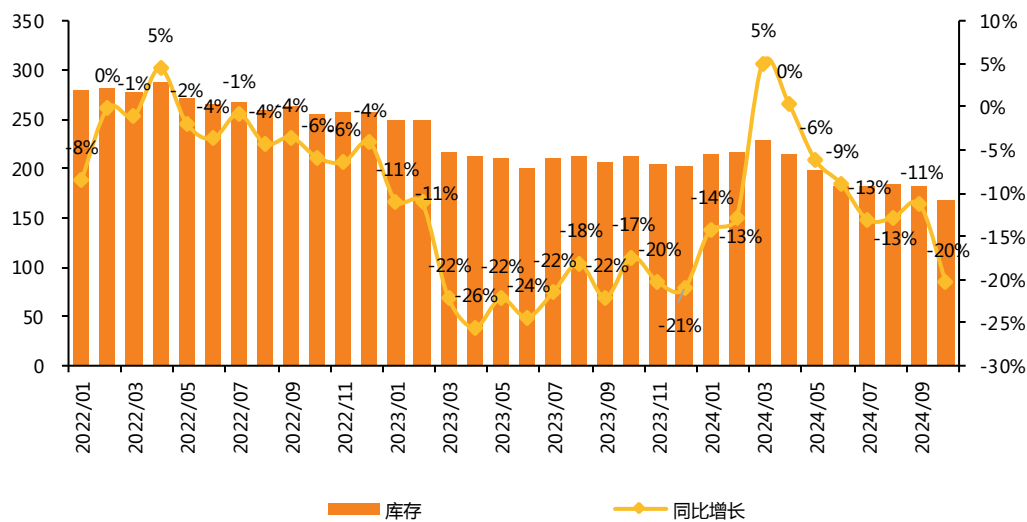
图 5：产业在线洗衣机内外销出货量及同比增速（万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

注：24Q4 预测数据为结合产业在线洗衣机 24 年 11-12 月内外销排产增速计算得到。

图 6：9-10 月洗衣机库存水平延续同比低位水平（万台）

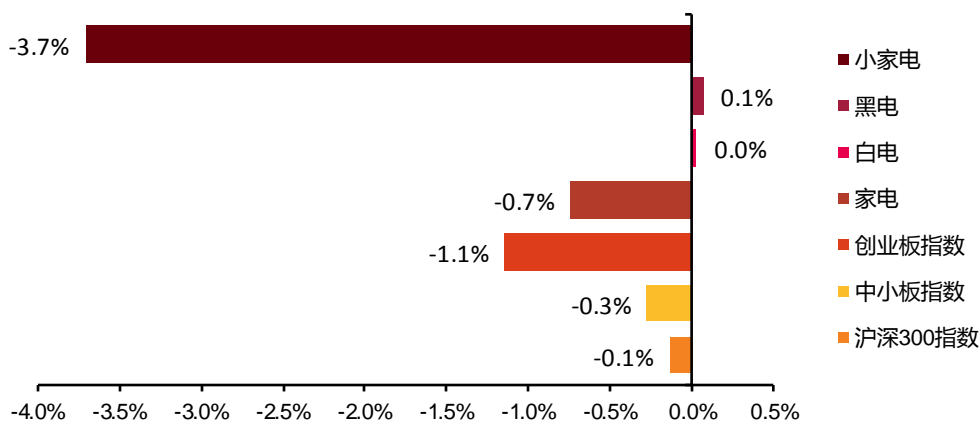


资料来源：产业在线，天风证券研究所

2. 周度家电板块走势

2024/12/16-12/20 期间，沪深 300 指数-0.14%，创业板指数-1.15%，中小板指数-0.27%，家电板块-0.74%。从细分板块看白电、黑电、小家电涨跌幅分别为+0.03%、+0.07%、-3.71%。个股中，本周涨幅前五名是 TCL 智家、深康佳 A、飞科电器、惠而浦、北鼎股份；本周跌幅前五名是帅丰电器、爱仕达、勤上股份、金海高科、奋达科技。

图 7：周度（2024/12/16-12/20）家电板块走势



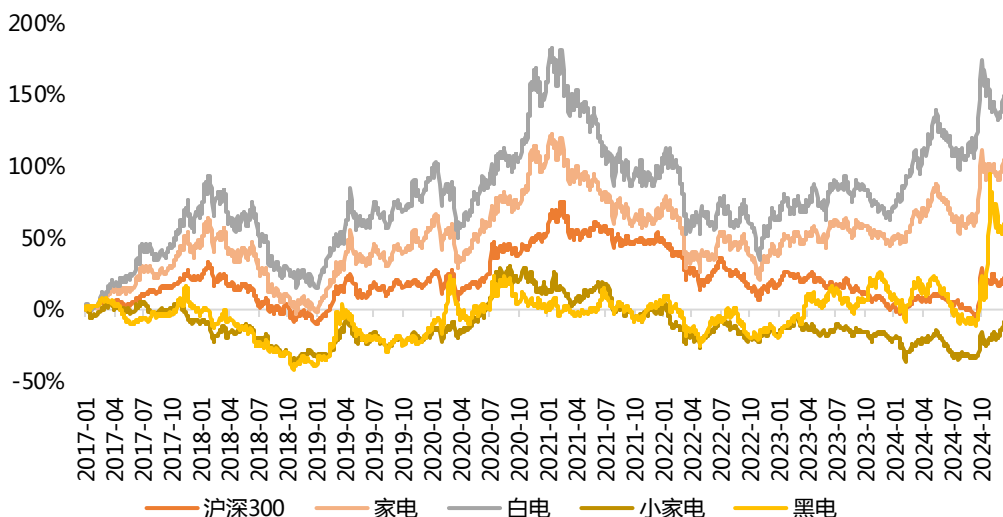
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：周度（2024/12/16-12/20）家电板块周涨跌幅、周换手率表现

涨幅排名	证券代码	证券简称	周涨幅	周换手率	跌幅排名	证券代码	证券简称	周跌幅	周换手率
1	002668.SZ	TCL 智家	9.5%	13.1%	1	605336.SH	帅丰电器	-28.3%	61.5%
2	000016.SZ	深康佳 A	7.5%	36.6%	2	002403.SZ	爱仕达	-25.5%	111.6%
3	603868.SH	飞科电器	6.8%	1.2%	3	002638.SZ	勤上股份	-16.5%	35.8%
4	600983.SH	惠而浦	5.1%	12.9%	4	603311.SH	金海高科	-12.5%	20.7%
5	300824.SZ	北鼎股份	4.4%	18.2%	5	002681.SZ	奋达科技	-12.2%	87.9%

资料来源：Wind，天风证券研究所

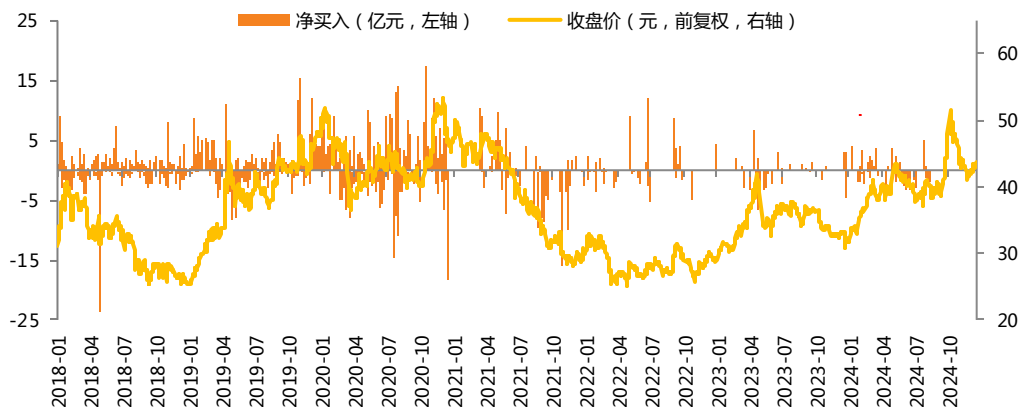
图 8：家电板块历史走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

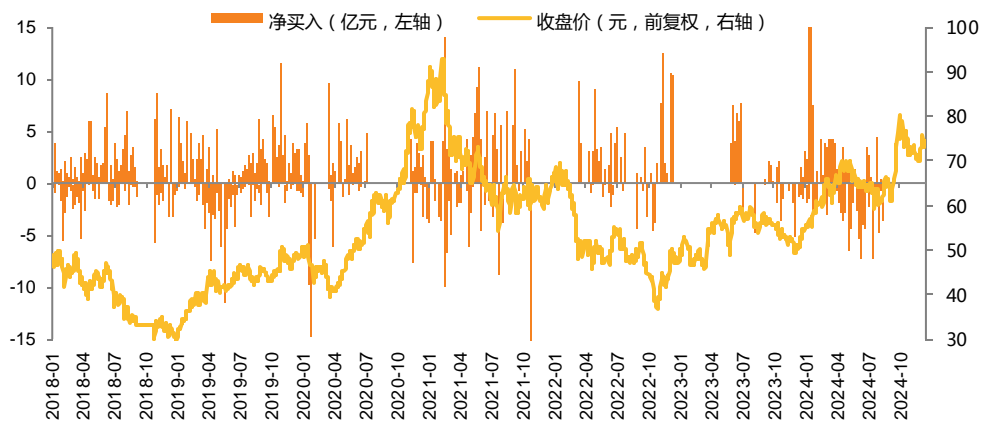
3. 周度资金流向

图 9：格力电器北上净买入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：美的集团北上净买入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：海尔智家北上净买入

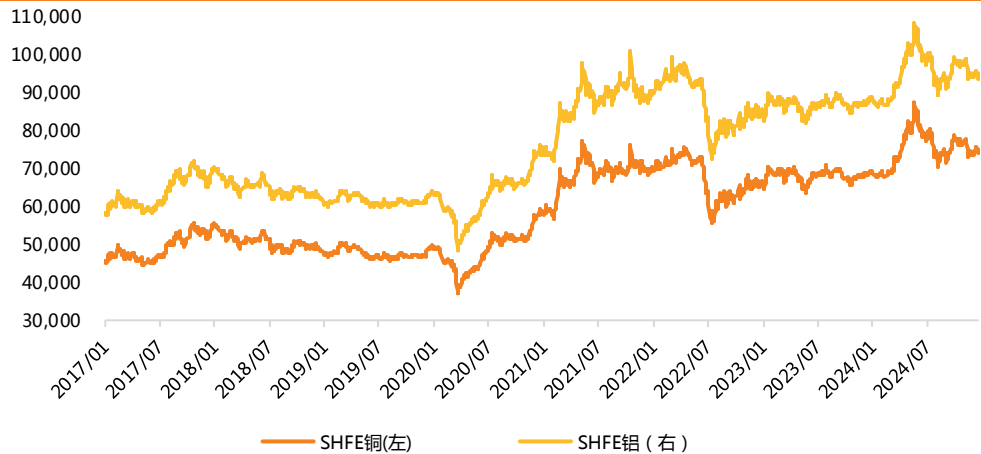


资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 原材料价格走势

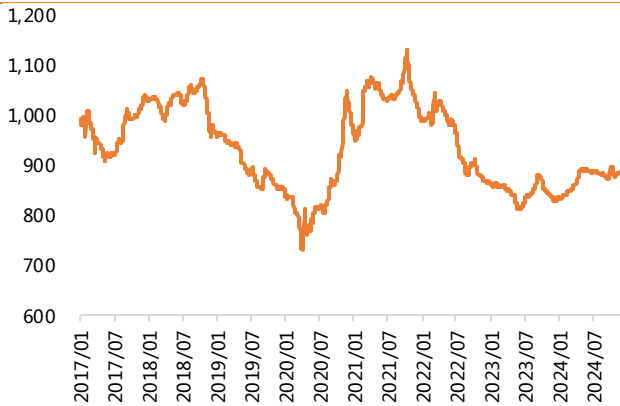
2024 年 12 月 20 日，期货阴极铜收盘价为 73820 元/吨，相较于上周-1.24%，今年以来+6.63%；期货铝收盘价为 19945 元/吨，相较于上周-1.7%，今年以来+1.5%；中国塑料城价格指数为 885.82，相较于上周-0.19%，今年以来+6.11%；钢材综合价格指数为 97.39，相较于上周价格-1.26%，今年以来-13.74%。

图 12：铜、铝价格走势（元/吨）



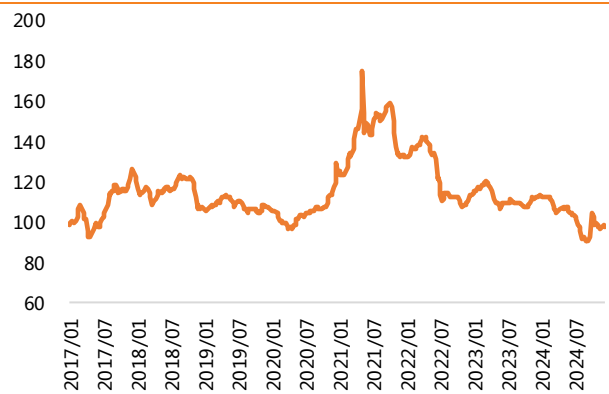
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：中国塑料城价格指数（2010 年 1 月 4 日=1000）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：钢材综合价格指数（1994 年 4 月=100）



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 行业数据

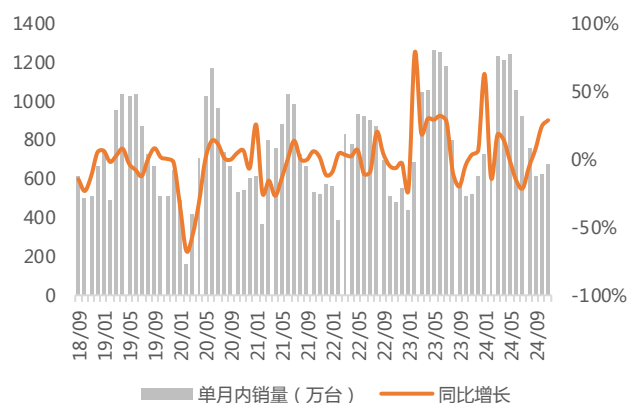
➢ 出货端：24M11 空调内外销增长趋势继续向上

空调： 24M11 内/外销量同比+28.7%/+59.1%，24M1-M11 内/外销量同比+3.5%/+35.9%。

冰箱： 24M10 内/外销量同比+8.6%/+18.1%，24M1-M10 内/外销量同比+2.3%/+20.0%。

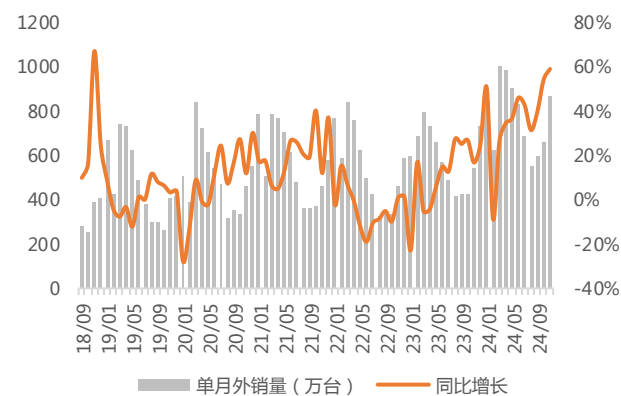
洗衣机： 24M10 内/外销量同比+17.4%/+17.8%，24M1-M10 内/外销量同比+5.8%/+17.7%。

图 15：出货端空调内销月零售量、同比增速



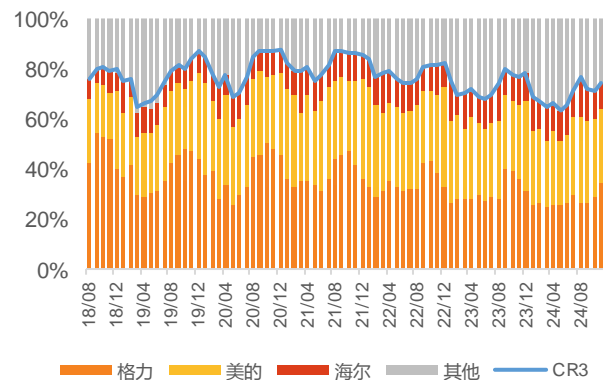
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 16：出货端空调外销月零售量、同比增速



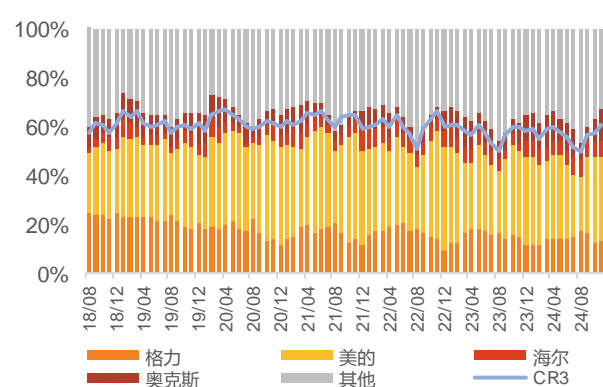
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 17：出货端空调内销分品牌市占率、CR3



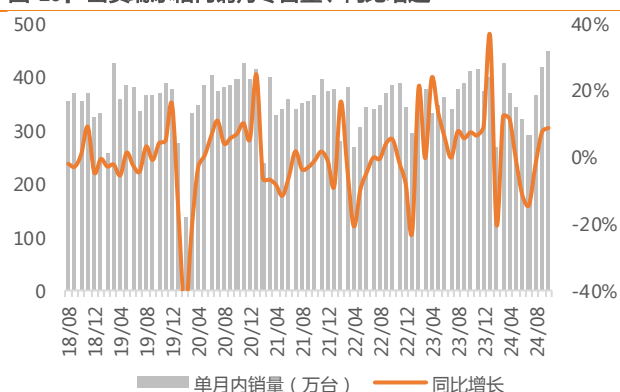
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 18：出货端空调外销分品牌市占率、CR3



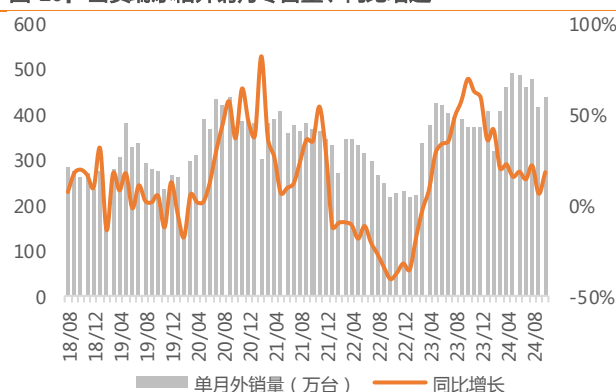
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 19：出货端冰箱内销月零售量、同比增速



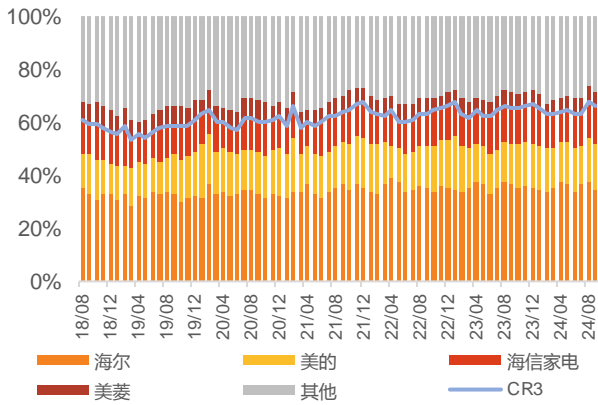
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 20：出货端冰箱外销月零售量、同比增速



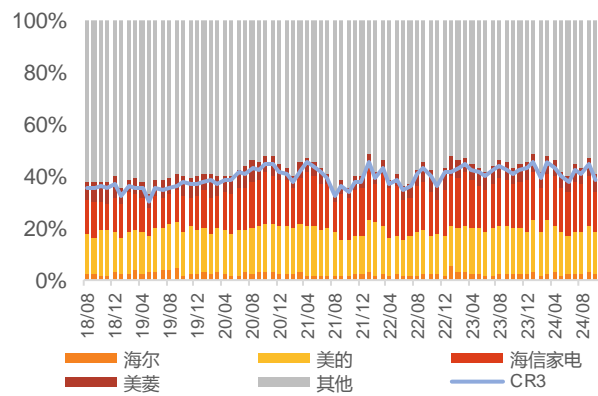
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 21：出货端冰箱内销分品牌市占率、CR3



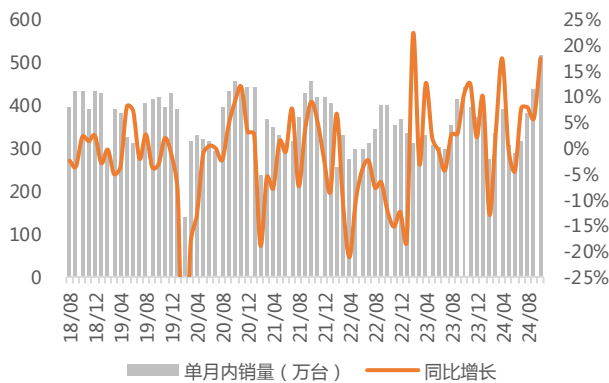
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 22：出货端冰箱外销分品牌市占率、CR3



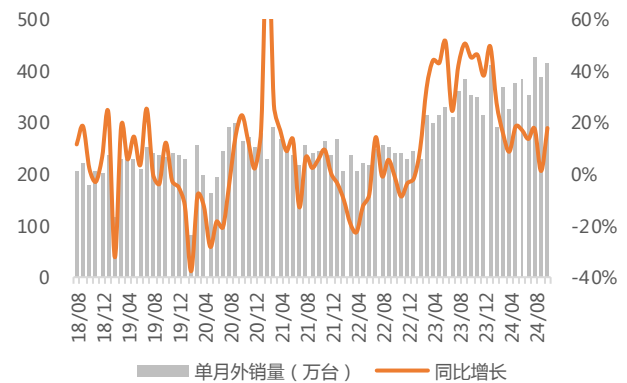
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 23：出货端洗衣机内销月零售量、同比增速



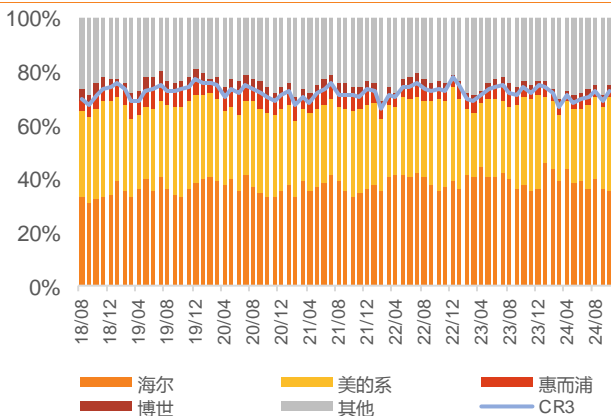
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 24：出货端洗衣机外销月零售量、同比增速



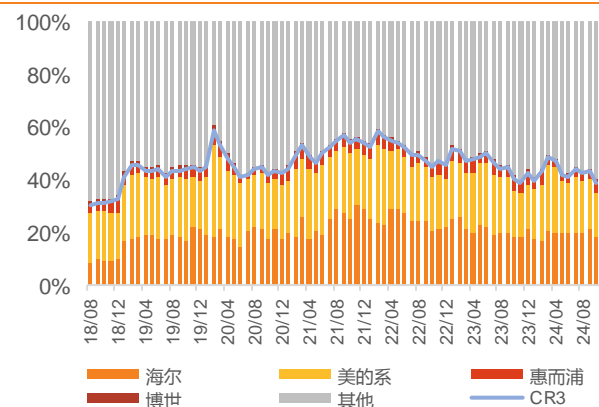
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 25：出货端洗衣机内销分品牌市占率、CR3



资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 26：出货端洗衣机外销分品牌市占率、CR3



资料来源：产业在线，天风证券研究所

➤ 零售端：奥维数据跟踪

线上：大家电板块，24W1-W50 彩电/冰箱/空调/洗衣机销额分别同比+18%/+10%/+11%/+9%；生活电器板块，净化器、扫地机销额增速亮眼，年累分别同比+33%/+45%；厨小板块，养生壶/豆浆机/电炖锅年累销额分别同比为+21%/+13%/+11%，增速领先板块。

线下：受益于以旧换新政策拉动，空冰洗 24W1-W50 累计销额同比增速分别达到+12%/+17%/+20%；厨大电板块线下零售额同比均实现增长；扫地机线下零售额同比+61%，继

续领跑。

图 27：奥维周度数据

奥维云网（线上周度）								
品类	零售额累计增速			零售额单周增速				
	24W1-W50 (1/1-12/15)	24W50 (12/9-12/15)	24W49 (12/2-12/8)	24W48 (11/25-12/1)	24W47 (11/18-11/24)	24W46 (11/11-11/17)		
彩电	18%	55%	2%	70%	130%	401%		
冰箱	10%	49%	-27%	17%	32%	348%		
空调	11%	50%	15%	70%	100%	286%		
冰柜	-6%	5%	-20%	-23%	-7%	84%		
洗衣机	9%	39%	-14%	44%	41%	167%		
油烟机	10%	64%	-7%	11%	26%	262%		
燃气灶	15%	68%	3%	18%	42%	217%		
洗碗机	19%	106%	-20%	78%	118%	581%		
集成灶	-39%	-20%	-12%	-17%	58%	215%		
电热水器	-14%	-19%	-35%	-7%	-9%	87%		
净化器	33%	70%	6%	27%	66%	278%		
净水器	9%	87%	1%	37%	67%	409%		
扫地机器人	45%	157%	13%	114%	73%	792%		
空气炸锅	-21%	4%	2%	5%	-2%	73%		
电饭煲	-1%	13%	-16%	5%	-1%	69%		
电压力锅	-2%	8%	-8%	7%	-1%	86%		
电磁炉	-7%	5%	-10%	14%	-16%	28%		
电水壶	-1%	7%	-11%	2%	13%	29%		
养生壶	21%	14%	-3%	7%	2%	58%		
豆浆机	13%	13%	-9%	8%	18%	69%		
破壁机	-5%	12%	-18%	8%	5%	94%		
搅拌机	8%	13%	-8%	6%	18%	66%		
榨汁机	9%	16%	-2%	8%	28%	134%		
电蒸锅	9%	15%	-13%	9%	2%	95%		
电炖锅	11%	13%	-12%	5%	-5%	49%		
煎烤机	-3%	9%	-29%	-15%	-17%	34%		

奥维云网（线下周度）								
品类	零售额累计增速			零售额单周增速				
	24W1-W50 (1/1-12/15)	24W50 (12/9-12/15)	24W49 (12/2-12/8)	24W48 (11/25-12/1)	24W47 (11/18-11/24)	24W46 (11/11-11/17)		
彩电	18%	118%	26%	154%	48%	267%		
冰箱	17%	147%	33%	153%	49%	305%		
空调	12%	172%	52%	222%	85%	353%		
冰柜	-6%	55%	-1%	25%	14%	71%		
洗衣机	20%	145%	26%	157%	44%	280%		
油烟机	31%	182%	65%	175%	67%	349%		
燃气灶	29%	173%	64%	176%	63%	294%		
洗碗机	24%	165%	40%	63%	58%	378%		
集成灶	1%	87%	43%	95%	34%	170%		
电热水器	10%	126%	20%	133%	27%	187%		
净化器	-10%	0%	-2%	26%	28%	74%		
净水器	20%	209%	56%	144%	44%	421%		
扫地机器人	61%	237%	167%	264%	199%	512%		
电饭煲	-6%	32%	-6%	21%	-4%	42%		
破壁机	-17%	28%	-9%	28%	-2%	54%		

资料来源：奥维云网，天风证券研究所

6. 行业新闻

● 12月17日

国家统计局：消费品以旧换新政策效果持续显现

国务院新闻办公室于12月16日举行新闻发布会，国家统计局新闻发言人、国民经济综合统计司负责人付凌晖表示，消费品以旧换新政策效果持续显现，家电、家居、汽车等领域销售都保持较快增长。11月份限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类、汽车类商品零售额分别增长22.2%、10.5%和6.6%，均明显快于商品零售额增速，继续成为拉动市场销售增长的重要力量。

● 12月20日

商务部：预计明年消费市场总体将继续呈现平稳增长态势

12月19日，商务部新闻发言人何咏前于例行新闻发布会指出，2024年商务部全力

落实党中央、国务院相关部署，多管齐下推动消费稳步扩张。在 1 至 11 月期间，社会消费品零售总额达 44.3 万亿元，较去年同期增长 3.5%。前三季度，最终消费支出对经济增长的贡献率达 49.9%。鉴于我国经济根基稳固、优势显著、韧性强劲且潜力巨大，长期向好的支撑要素与基本走向保持稳定，预估明年消费市场总体仍会保持平稳增长的态势。

何咏前称，后续商务部将深入践行中央经济工作会议精神，基于商务工作“三个重要”定位，将扩大消费与惠及民生相融合，大力开展提振消费专项行动，推出一系列切实可行的举措，持续挖掘消费潜力，着重开展以下工作：其一，联合相关部门进一步拓展消费品以旧换新政策的实施范围，切实让消费者获得实实在在的优惠。其二，创新举办融合商旅文体健的促消费活动，在岁末年初之际精心组织冰雪消费季、全国网上年货节、消费促进月等重点活动。其三，推动服务消费的扩容，切实落实促进服务消费高质量发展的政策文件，持续丰富服务消费的供给内容，创新多样化消费场景。其四，扶持新型消费的成长，加快推出推进首发经济的政策文件，助力冰雪经济、银发经济发展，推动数字消费、绿色消费、健康消费的进步。其五，优化消费条件，深入推进国际消费中心城市的培育建设工作，推动“一刻钟便民生活圈”的构建，扎实开展县域商业三年行动，促进“千集万店”的升级改造。

7. 公司公告

● 12月21日

兆驰股份:关于对外投资建设光通信半导体激光芯片项目的公告

公司拟通过兆驰半导体或其下属子公司投资建设“年产 1 亿颗光通信半导体激光芯片项目（一期）”，并建设砷化镓、磷化铟化合物半导体激光晶圆制造生产线，主要应用为光芯片技术领域的 VCSEL 激光芯片、光通信半导体激光芯片。项目一期建设拟投资金额不超过 5 亿元，一期建设周期 3 年。

兆驰股份:关于对外投资建设光通信高速模块以及光器件项目的公告

公司拟通过全资子公司兆驰瑞谷通信有限公司的下属子公司兆驰光联，投资建设“光通信高速模块及光器件项目（一期）”，并建设光模块及光器件制造生产线，项目覆盖 100G 及以下、200G、400G、800G 等高速光模块。项目一期建设拟投资金额不超过 5 亿元，一期建设周期为 3 年，一期建设完成后将具备年产 5000 万颗高速率光模块的能力。

德昌股份:关于投资建设泰国厂区年产 500 万台家电产品建设项目的公告

公司拟以自有资金或自筹资金，通过新加坡全资子公司 NBDC SINGAPORE PTE. LTD. 投资设立安泰克（泰国）有限公司（暂定名），在泰国购置土地并建设“泰国厂区年产 500 万台家电产品建设项目”。项目总投资额 6.4 亿元人民币或等值外币，预计建设期限 2 年，建设完成达产后可形成 500 万台家电生产能力，主要用于公司现有家电产品以及其他未来新拓品类家电的研发生产。

德昌股份:关于投资建设年产 120 万台智能厨电生产项目的公告

公司拟以自有资金或自筹资金，在宁波余姚购置土地并建设“年产 120 万台智能厨电产品生产项目”。项目总投资额 4.4 亿元，预计建设期限 3 年，建设完成达产后可形成 120 万台家电生产能力，主要用于公司现有家电产品以及其他未来新拓品类家电的研发生产。

8. 投资建议

12 月 20 日，商务部消费促进司司长李刚表示，当前商务部正在与有关方面一道，抓紧研

究制定明年有关“大规模设备更新和消费品以旧换新”的相关政策，截至 12 月 19 日 24 时，超过 3330 万名消费者购买相关家电以旧换新产品 5210 万台。中央经济工作会议中明确将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”摆在任务首位，从行业判断角度，我们认为 4Q24 较强的零售或使得渠道库存已降至低位，在政策延续信号明确的背景之下，明年初渠道有望开启补库。同时首推空调链条，因今年补贴由冬季开启，基数较小，而今年旺季受雨水及消费环境影响，零售端下滑明显，因此明年旺季同时也是低基数，或具备较强的景气度。

标的方面，推荐：

- 1) 大家电：如【格力电器】/【美的集团】/【海尔智家】/【海信家电】；
- 2) 小家电：如【科沃斯】/【极米科技】等；
- 3) 厨大电：如【华帝股份】/【老板电器】；
- 4) 黑电：如【TCL 电子】/【海信视像】；
- 5) 其他家电：如【德昌股份】。

9. 风险提示

房地产市场景气程度回落：房地产市场景气情况与大家电销售关联性较高，地产市场遇冷将影响大家电终端销售情况。

汇率波动风险：部分家电企业以外销 ODM 业务为主，汇率波动会对企业盈利情况造成影响。

原材料价格波动风险：2021 年以来原材料成本快速上行，后续价格波动仍将影响家电企业盈利情况。

新品销售不及预期：洗地机、扫地机等新品销售不及预期将对相关家电企业营收业绩情况造成影响。

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。

一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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。

在法律许可的情况下，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com