

中国耐用消费品: 国家发改委和财政部发布2025年加力扩围实施消费品以旧换新政策

在2025年1月8日国家发改委举行的新闻发布会上，发改委联合财政部发布了《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》。

家电以旧换新扩围主要体现在两个方面：1) 纳入国家补贴范围的品类由8个扩大至12个，新增微波炉、净水器、洗碗机和电饭煲（继续支持2024年已有的冰箱、洗衣机、电视机、空调、电脑、热水器、家用灶具和吸油烟机；详见我们此前有关2024年以旧换新政策的报告）；2) 空调方面，根据公告，消费者最多可获得3件空调产品的补贴（去年仅限1件）。在这种情况下，空调补贴的最高金额可达人民币6,000元。此外，每件产品的折扣力度和最高补贴额（二级/一级能效产品补贴标准分别为产品销售价格的15%/20%，每件产品最高补贴2,000元）相比去年保持不变。2024年已获得补贴的消费者在2025年仍可继续使用补贴。

据发改委副主任介绍，以旧换新计划仍将由超长期特别国债提供资金，总体规模将大幅高于2024年。不过，他表示具体数额将在3月份全国“两会”时向社会公布。尽管如此，中央财政为确保政策延续性已预下达资金人民币810亿元，尤其是在春节期间。这位副主任还提到，去年在实施消费品以旧换新方面成效更好的地区可能在资金分配上获得一定倾斜。此外，他还提到，政府将进一步简化补贴申请流程，缩短补贴支付周期，并为线上线下零售商设定平等的参与标准。

我们的观点

我们认为，公布的措施将对家电消费需求产生积极影响，而且投资者将乐见这些具体举措。

就公布时点而言，我们认为这些措施的出台早于投资者的预期。我们此前的交流显示，大多数投资者预计规模和范围等实施细则将在“两会”期间公布。在这方面，他们曾普遍预计在3月初“两会”之前不会出台任何具体措施。随着措施公布和预拨资金到位，我们认为2025年以旧换新计划有望顺利实施，而不会出现此前预期的中断现象。

产品方面，我们认为新增的4个品类和空调（尤其是VRF等家用中央空调）将获得最大的增量提振。2024年下半年，家用中央空调的表现逊于分体式空调，因为补贴额人民币2,000元在零售价中的占比要小得多（假设一拖四的大众市场中央空调产品零售价为人民币3万元，则占比约为7%）。然而，如果每个消费者可以最多申请3件空调而非1件的补贴，那么这一占比将升至20%（6,000元/3万元）。我们预计这将提高家用中央空调的价格吸引力，从而改善需求。同时，我们仍然看好自去年延续而来的8个品类，因为置换需求更大。

公司方面，除了我们看好的领先白电和厨电企业（买入评级的美的、海尔、格力和老

证券研究报告

Research | Equity

伊健

+86(21)2401-8922 |
nicolas.yi@goldmansachs.cn
高盛（中国）证券有限责任公司

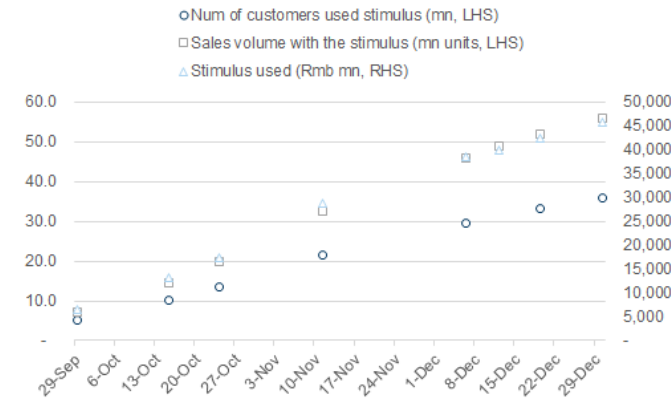
唐欢

+86(21)2401-8738 |
cecilia.tang@goldmansachs.cn
高盛（中国）证券有限责任公司

高盛与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或参阅www.gs.com/research/hedge.html。由非美国附属公司聘用的分析师不是美国FINRA的注册/合格研究分析师。

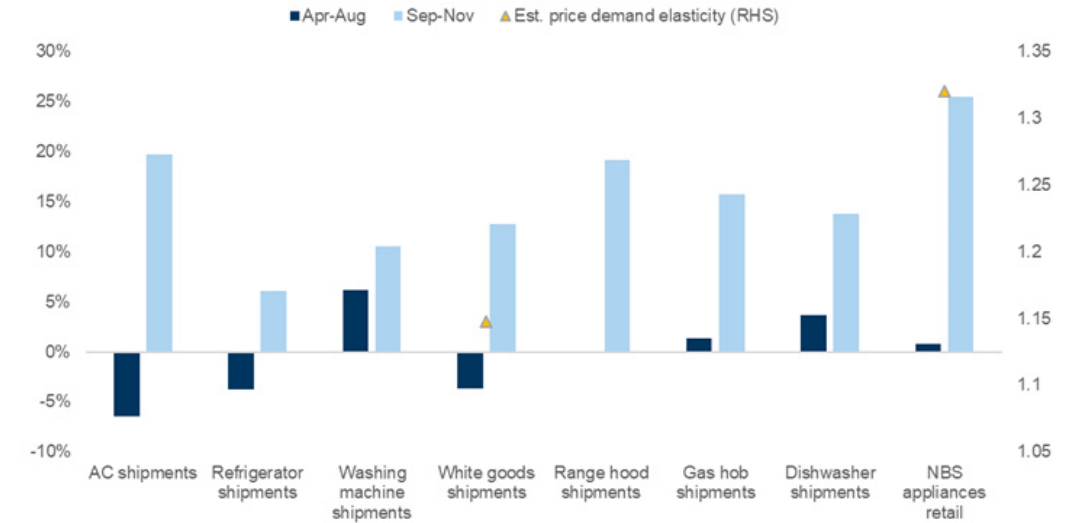
板电器)之外,我们对海信家电(买入)的看法也更加积极,因为海信家电在我们覆盖同业中的VRF利润敞口最高(2024年约为50%);我们也更加看好苏泊尔(买入),它是与美的比肩的电饭煲领域头部企业。

图表 1: 2024年,超过3,600万消费者借力刺激措施购买了超过5,600万台家电,根据我们的计算,这意味着使用了约人民币450亿元的刺激资金
2024年以旧换新刺激政策执行情况追踪



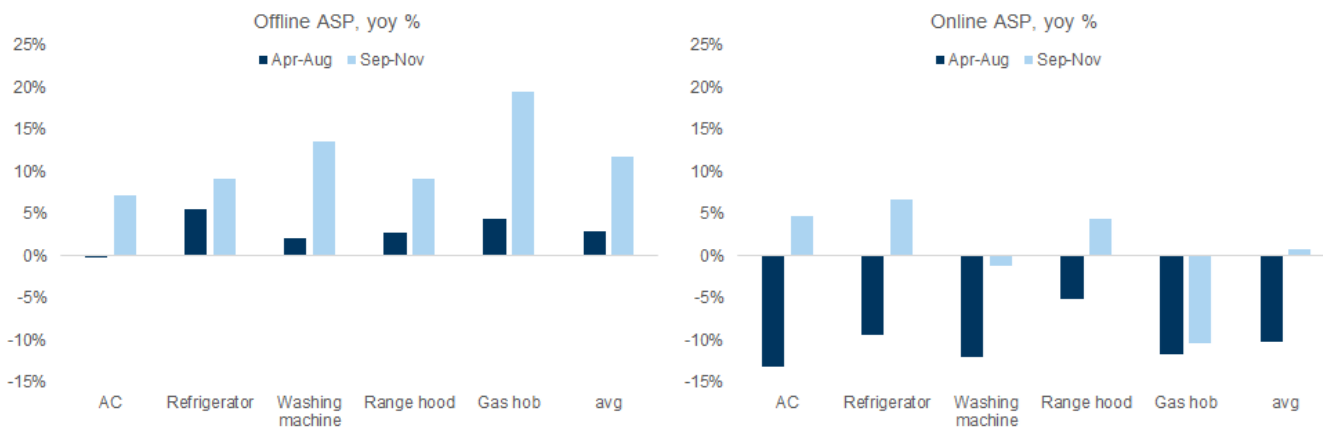
资料来源: 商务部, 高盛全球投资研究部汇编数据

图表 2: 2024年8月中旬启动的全国家电以旧换新政策显著提振了销量同比增速(% ,左轴); 以旧换新计划的价格需求弹性估算(右轴)



资料来源: 国家统计局, 产业在线, 高盛全球投资研究部

图表 3: ... 亦带动了线上线下渠道的平均售价增长
平均售价同比涨幅%



资料来源：奥维云网

投资观点、估值和风险

美的集团（000333.SZ/0300.HK，买入）

投资观点：美的集团是国内HVAC和主要家电市场上的领军企业，并迅速扩张至2B领域（包括自动化、智慧楼宇和新能源车供应链等）。我们对美的集团的评级为买入，预计国内外市场需求复苏和EBIT利润率回升（受益于成本企稳以及汇率和运输等短期周期性利好的推动）将带动该股估值重估。长期而言，我们认为美的集团处于优势地位，通过发展2B业务并扩张海外品牌销售，有望受益于1,200亿美元的核心家电国内潜在市场规模以及4,900亿美元的潜在市场规模增量。在四个新的2B业务领域中，我们最看好楼宇科技业务，因其收入机会可观、市场整合潜力巨大，而且美的凭借在商用HVAC（供暖、通风和空调）市场的领先地位而具备了成为新兴全套解决方案供应商的优势。在海外市场上，我们预计具有竞争力的产品和产能及基础设施（如销售网络）投资加大将带动美的集团的市场份额增长。

估值：我们的A股/H股12个月目标价格为人民币87元/89港元，基于16倍的退出估值倍数乘以2026年预期每股盈利，并以9.5%的股权成本贴现回2025年。

主要风险：1) 全球宏观形势走弱对白电需求的冲击大于预期；2) 原材料成本上升，影响产品利润率；3) 产品高端化战略的执行风险；4) 中低端市场竞争加剧。

海信家电（000921.SZ/0921.HK，买入）

投资观点：我们对海信家电评级为买入，因为：1) 在2024年员工激励计划目标的支撑下，盈利增速具有可预见性；2) 股息收益率具吸引力，3) 估值不高，目前股价平均对应12倍2025年预期市盈率，而利润增速超过10%。展望未来，我们预计公司股价表现主要受到盈利增长推动，来自于：1) VRF业务结构性增长，公司通过合资企业海信日立占据了龙头地位，而且长期内新产品拓展将带来更高的收入贡献；2) 在行业处于上升趋势和经营效率改善的双重推动下，传统白电业务利润率上升；3) 2024年三电亏损进一步收窄，此后有望开始贡献利润。

目标价格和估值：我们的海信A/H股12个月目标价格为人民币31元/37港元，基于16倍/12

倍的海信日立合资公司/传统白电业务2026年预期市盈率，并以9.5%的股权成本贴现回2025年。

主要风险：1) 全球宏观形势走弱对白电需求的冲击大于预期；2) 房地产市场进一步放缓导致VRF需求低迷；3) 来自国内企业的竞争加剧可能会危及海信日立的领先地位；4) 工程渠道渗透率上升可能会摊薄利润率；5) 对海信日立的整合不及预期；6) 公司传统白电业务的表现低于预期。

海尔智家（600690.SS/6690.HK，买入）

投资观点：海尔是中国冰箱和洗衣机市场上的领军企业，拥有国内第一大高端品牌卡萨帝。我们对海尔智家A/H股评级为买入，因为：1) 国内增速稳健，得益于市场份额提高（尤其是在空调等表现落后的产品方面）以及产品高端化（公司通过卡萨帝品牌在高端细分市场占据优势地位）；2) 海外市场需求改善和汇率利好将缓解竞争环境下价格折扣的不利影响。我们预计海尔智家通过产品和渠道进一步扩张，仍将实现好于行业的增速；3) 公司通过高端品牌实现国内外市场上的产品结构改善、以及营运效率提升（主要在国内市场），有望持续改善利润。海尔当前股价对应13倍2025年预期市盈率，我们认为当前估值的风险回报具吸引力，并预计海外需求和未来季度业绩的进一步改善将推动该股估值重估。

目标价格和估值：我们的A/H股12个月目标价格为人民币33元/32港元，基于贴现市盈率估值法计算，用15倍退出市盈率乘以2026年预期每股盈利，并以9.5%的股权成本贴现回2025年。

主要风险：1) 全球宏观形势走弱对白电需求的冲击大于预期；2) 原材料成本上涨；3) 未能有效节省营销/渠道费用；4) 未能成功整合Candy并实现收购协同效应。

格力电器（000651.SZ，买入）

投资观点：格力电器是中国乃至全球最大的家用分体式空调生产企业。我们对格力电器评级为买入，主要因为其较低的估值vs.稳定的增长前景和回报意味着风险回报相对具吸引力：1) 我们预计公司增速将与整体空调市场基本一致，因为公司仍是市场上的领先企业之一；2) 产品结构改善、渠道库存稳健以及定价环境温和使得利润率前景保持稳定；3) 风险回报具吸引力，2025年预期市盈率为8倍，股息收益率为6%。我们预计空调行业最新数据将是短期内的推动因素。

目标价格和估值：我们的12个月目标价格为人民币50元，基于10倍的退出市盈率乘以2026年预期每股盈利，并以9.5%的股权成本贴现回2025年。

主要风险：1) 宏观经济和房地产市场走弱对白电需求的冲击大于预期；2) 钢和铜等原料成本上涨，可能侵蚀毛利率；3) 渠道库存较高，可能对厂家出货、继而对收入增长产生负面影响；4) 向其他家电等领域拓展，可能使短期资本回报率降低。

老板电器（002508.SZ，买入）

投资观点：老板电器在中国高端吸油烟机/燃气灶市场占据主导地位，通过向洗碗机、嵌入式蒸烤箱和集成灶等其他高速增长品类拓展，公司正在逐步成长为全品类厨电龙头。我们预计公司2024-26年收入/净利润将年均复合增长中个位数/高个位数，主要推动因素包括：1) 借助强大的品牌、产品及管理得当的渠道布局，核心产品吸油烟机/燃气灶稳定增长；2) 由于自2019年以来重新聚焦产品自主研发，公司在结构性增长品类、特别是洗碗

机品类的市场份额进一步扩张。考虑到该股当前估值低于五年历史均值，我们认为其风险回报有利，潜在的短期推动因素包括：1) 新兴品类市场份额持续扩大，或得益于产品成功上市；2) 房地产市场改善带动需求回升。

目标价格和估值：我们的12个月目标价格为人民币25元，基于14倍的退出市盈率乘以2026年预期每股盈利并以9.5%的股权成本贴现回2025年。

主要风险：1) 来自华帝、苏泊尔等面向大众市场的同业竞争加剧，可能会对公司增长（特别是在低线城市和线上渠道的增长）产生不利影响；2) 工程渠道收入占比上升，可能会拉低整体营业利润率；3) 公司未能成功地在洗碗机、蒸箱和集成油烟机等领域继续推出新产品，从而影响收入增长。

苏泊尔（002032.SZ，买入）

投资观点：苏泊尔是中国领先的炊具和厨房小家电企业。我们对苏泊尔的评级为买入，认为其风险回报有利，因为：1) 随着库存水平下降以及零售势头好转，公司外销业务改善；2) 随着公司向清洁电器等新兴品类拓展、产品组合更趋丰富，内销业务收入增速高于行业平均水平；3) 产品/渠道结构优化支撑利润率上升空间。我们预计，公司收入和利润率表现在国内市场上继续领先以及海外市场复苏将推动其估值重估。鉴于公司当前股价隐含的估值低于历史平均水平，我们认为该估值具有吸引力。

目标价格和估值：我们的12个月目标价格为人民币62元，基于2026年预期贴现市盈率估值法，应用22倍的2026年预期市盈率并以9.5%的股权成本贴现回2025年。

主要风险：1) 宏观经济放缓进一步影响消费者信心，导致厨具和小厨电需求低迷；2) 公司未能推出畅销新品来进一步推动收入增长；3) 未能成功向高端市场拓展。

信息披露附录

申明

我们，伊健、唐欢，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

高盛要素概要

高盛要素概要部分通过将一只股票的主要指标与市场（即我们的覆盖范围）和可比同业相比较来评价该股的投资背景。四个主要指标是增长、财务回报、估值倍数（估值）和综合状况（增长、财务回报、估值倍数的综合情况）。增长、财务回报和估值倍数是运用每只股票具体指标的标准化排名计算。随后取这些指标标准化排名的均值并转化为相关指标的百分位。每项指标的具体计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长指标是基于一只股票的预期销售增速、EBITDA增速和每股盈利增速（金融股仅采用每股盈利和销售增速），较高的百分位表示公司增长较快。财务回报是基于一只股票的预期净资产回报率、ROCE和CROCI（金融股仅采用净资产回报率），较高的百分位表示公司的财务回报较高。估值倍数基于一只股票的预期市盈率、市净率、股价/股息、EV/EBITDA、EV/FCF、EV/DACF（EV/经债务调整的现金流）（金融股仅采用市盈率、市净率和股价/股息），较高的百分位表示公司的估值倍数较高。综合状况百分位为增长百分位、财务回报百分位和（100% - 估值倍数百分位）的平均值。

财务回报和估值倍数使用高盛分析师在财政年度末对未来至少3个季度的预测。增长使用未来至少7个季度的财政年度预测与未来至少3个季度的财政年度预测的比较（所有指标均使用每股数据）。

如需了解高盛要素概要更具体的计算，请联络您的高盛代表。

并购评分

在我们的全球覆盖范围内，我们使用并购框架来分析股票，综合考虑定性和定量因素（各行业和地区可能会有所不同）以计入某些公司被收购的可能性。然后我们按照从1到3对公司进行并购评分，其中1分代表公司成为并购标的的概率较高(30%-50%)，2分代表概率为中等(15%-30%)，3分代表概率较低(0%-15%)。对于评分为1或2的公司，我们按照研究部统一标准将并购因素体现在我们的目标价格当中。并购评分为3被认为意义不大，因此不予体现在我们的目标价格当中，分析师在研究报告中可以予以讨论或不予讨论。

Quantum

Quantum是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

信息披露

评级分布/投资银行关系

高盛投资研究部的全球研究覆盖范围

	评级分布			投资银行关系		
	买入	持有	卖出	买入	持有	卖出
全球	49%	34%	17%	63%	57%	40%

截至2024年10月1日，高盛全球投资研究部对2,988种股票评定了投资评级。高盛给予股票在各种地区投资名单中的买入和卖出评级；未给予这些评级的股票被视为中性评级，根据FINRA的披露要求，这些评级分别对应买入、持有及卖出。详情见以下“公司评级，研究范围和相关定义”部分。投资银行关系表反映了高盛在过去12个月已提供投资银行服务的公司在各评级类别中所占的比例。

法定披露

美国法定披露

任何本报告中研究企业所需的特定公司法定披露见上文：包括即将进行交易的承销商或副承销商，1%或其他股权，特定服务的补偿，客户关系种类，之前担任承销商或副承销商的公开发售，担任董事，担任股票做市及/或专家的角色。高盛担任或可能担任本报告中所涉及发行方的债券（或相关衍生品）的交易对手。

以下为额外要求的披露：股权及重大利益冲突：高盛的政策为禁止其分析师、分析师属下专业人员及其家庭成员持有分析师负责研究的任何公司的证券。分析师薪酬：分析师薪酬部分取决于高盛的盈利，其中包括投资银行的收入。分析师担任高级职员或董事：高盛的政策通常禁止其分析师、分析师属下人员及其家庭成员担任分析师负责研究的任何公司的高级职员、董事或顾问。非美国分析师：非美国分析师可能与高盛无关联，因此可以不受FINRA 2241条FINRA 2242条对于与所研究公司的交流、公开露面及持有交易证券的限制。

评级分布：见上文评级分布披露。价格表：见上文价格表，其中包括之前的评级变化和价格目标的变化，若为电子报告，或本报告分析对象包含多家公司，请参阅高盛网站：<https://www.gs.com/research/hedge.html>。

美国以外司法管辖区规定的额外披露

以下为除了根据美国法律法规规定作出的上述信息披露之外其他司法管辖区法律所要求的披露。澳大利亚：Goldman Sachs Australia Pty Ltd及其相关机构不是澳大利亚经授权的存款机构（1959年《银行法》所定义），因此不在澳大利亚境内提供银行服务，也不经营银行业务。本研究报告或本报告的其他形式内容只可分发予根据澳大利亚公司法定义的“批发客户”，在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。在撰写研究报告期间，Goldman Sachs Australia全球投资研究部的职员可能参与本研究报告中所讨论证券的发行公司或其他实体组织的现场调研或会议。在某些情况下，如果视具体情形Goldman Sachs Australia认为恰当或合理，此类调研或会议的成本可能部分或全部由该证券发行人承担。如本报告内容包含任何金融产品建议，则该建议仅为一般建议，且高盛提出该建议时并未考虑客户的目标、财务状况或需求。客户在就此类建议采取行动之前，应结合其自身目标、财务状况和需求来考虑该建议的适当性。高盛澳大利亚和新西兰的利益披露，以及高盛澳大利亚卖方研究独立性制度声明请参见

<https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。巴西：与CVM Resolution n. 20相关的信息披露请参见

<https://www.gs.com/worldwide/brazil/area/gir/index.html>。根据CVM Resolution n. 20第20条，在适用的情况下，对本研究报告内容负主要责任的巴西注册分析师为本报告开头部分标明的第一作者，除非报告未另有说明。加拿大：这些信息仅供您参考，在任何情况下都不应被理解为Goldman Sachs & Co. LLC对加拿大证券购买者进行有关任何加拿大证券交易的广告、要约或征求行为。Goldman Sachs & Co. LLC未在适用的加拿大证券法规下注册为任何加拿大司法管辖区内的交易商，通常不被允许交易加拿大证券，并且可能被禁止在加拿大某些司法管辖区内销售某些证券和产品。若您想在加拿大交易任何加拿大证券或其他产品，请联系 Goldman Sachs Canada Inc. (高盛集团的关联机构) 或其他已注册的加拿大交易商。香港：可从高盛（亚洲）有限责任公司获取有关本报告中研究公司的证券的额外资料。印度：可从高盛（印度）证券私人有限公司（分析师 印度证券交易委员会(SEBI) 编号

INH00001493, 地址951-A, Rational House, Appasaheb Marathe Marg, Prabhadevi, Mumbai 400 025, India, 公司编号 U74140MH2006FTC160634, 电话 +91 22 6616 9000, 传真 +91 22 6616 9001) 获取有关本报告中研究对象或所提及公司的额外资料。高盛可能持有本报告中研究对象或所提及公司的证券 (1956年印度《证券合同(管理)法》条款2(h)之定义) 的1%或更高比例。证券市场投资会受到市场风险的影响。请在投资之前仔细阅读所有相关文件。在SEBI注册并获得NISM认证并非对该中介机构表现的担保, 亦不能对投资者回报做出保障。高盛 (印度) 证券私人有限公司投资者支持部门电邮: india-client-support@gs.com。合规负责人: Anil Rajput | 电话: +91 22 6616 9000 | 电邮: anil.m.rajput@gs.com。日本: 见下文。韩国: 除非高盛另行同意, 本报告无论以何种方式取得, 仅供《金融服务与资本市场法》定义的“专业投资者”使用。可从高盛 (亚洲) 有限责任公司首尔分公司获取有关本报告所研究公司的额外资料。新西兰: Goldman Sachs New Zealand Limited及其关联机构并非1989年新西兰储备银行法定义的“注册银行”或“存款机构”。本研究报告以及本报告的其他形式内容只可分发给2008年财务顾问法案定义的“批发客户”, 在事先获得高盛许可的情况下可以有例外。高盛澳大利亚和新西兰的利益披露请参见 <https://www.goldmansachs.com/disclosures/australia-new-zealand/index.html>。俄罗斯: 在俄罗斯联邦分发的研究报告并非俄罗斯法律所定义的广告, 而是以产品推广为主要目的的信息和分析, 也不属于俄罗斯法律所界定的评估行为。研究报告不构成俄罗斯法律所定义的个性化投资建议, 并非针对某个具体客户, 在报告准备阶段也未分析客户的财务状况、投资特征或风险特征。高盛不对某个客户或任何其他人士基于本报告可能做出的任何投资决策承担责任。新加坡: 高盛 (新加坡) 私人公司 (公司编号: 198602165W) (受新加坡金融管理局监管) 为本研究报告承担法律责任, 若有由本研究报告所引发或与本研究报告相关的任何事宜, 请联系高盛 (新加坡) 私人公司。台湾: 本信息仅供参考, 未经允许不得翻印。投资者应当谨慎考虑他们自身的投资风险, 投资结果由投资者自行负责。英国: 在英国根据金融市场行为监管局的定义可被分类为私人客户的人士参阅本报告的同时应当参阅高盛以往对本报告研究企业的研究报告, 并应当参考高盛国际已经发给这些客户的风险警告资料。该风险警告资料副本, 以及本报告中采用部分金融辞汇的解释可向高盛国际索取。

欧盟和英国: 与欧盟委员会实施条例 (EU) (2016/958) (欧盟议会和欧盟理事会条例(EU) No 596/2014的补充条款,规定了有关投资建议或其他投资策略的推荐或建议之信息的客观陈述,以及对特定利益或利益冲突进行披露的技术安排应达到的监管技术标准; 英国脱离欧盟和欧洲经济区之后该实施条例被纳入英国国内法律法规) 第6(2)条相关的披露信息可在<https://www.gs.com/disclosures/europeanpolicy.html>上获取, 该网址介绍在处理和投资研究有关的利益冲突时应参照的欧洲政策。

日本: 高盛证券株式会社是在关东财务局注册 (注册号: No. 69) 的金融工具交易商, 同时也是日本证券业协会日本金融期货业协会、第二类金融工具公司协会、日本投资信托协会以及日本投资顾问协会的成员。股票买卖需要缴纳与客户事先约定的佣金及消费税。关于日本证券交易所、日本证券交易商协会或日本证券金融公司所要求的适用的信息披露, 请参见与公司有关的法定披露部分。

公司评级、研究范围和相关定义

买入、中性、卖出: 分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究范围的总体潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级且拥有活跃评级 (即不属于暂停评级、暂无评级、暂停研究或没有研究的股票) 的股票均被视为中性评级。每个地区管理着地区强力买入名单, 该名单选自各地区投资名单上评级为买入的股票, 以总体潜在回报规模和/或实现回报的可能性为主要依据确立各自研究范围内的投资建议。将股票加入或移出此类强力买入名单, 由各地区的投资评估委员会或其他指定委员会进行管理, 并不意味着分析师对这些股票的投资评级发生了改变。

总体潜在回报: 代表当前股价低于或高于一定时间范围内预测目标价格的幅度, 包括所有已付或预期股息。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。总体潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究范围: 每个研究范围的所有股票名单可登陆<https://www.gs.com/research/hedge.html>通过主要分析师、股票和研究范围进行查询。

暂无评级(NR): 在高盛于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时, 或由于高盛参加一项交易而存在法律、监管或政策的限制时, 或当该公司是一家处于初期阶段的生物科技时, 并在某些其他情况下, 投资评级、目标价格和盈利预测 (如相关) 根据高盛的策略未予提供或已经予以暂停。暂停评级(RS): 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和目标价格。此前对这种股票作出的投资评级和目标价格(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。暂停研究(CS): 我们已经暂停对该公司的研究。没有研究(NC): 我们没有对该公司进行研究。不存在或不适用(NA): 此资料不存在或不适用。无意义(NM): 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

全球产品; 分发机构

高盛全球投资研究部在全球范围内为高盛的客户提供并分发研究产品。高盛分布在其全球各办事处的分析师提供行业和公司的研究, 以及宏观经济、货币、商品及投资组合策略的研究。本研究报告在澳大利亚由Goldman Sachs Australia Pty Ltd (ABN 21 006 797 897) 分发; 在巴西由Goldman Sachs do Brasil Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.分发; Public Communication Channel Goldman Sachs Brazil: 0800 727 5764和/或contatogoldmanbrasil@gs.com。工作日 (假期除外) 上午9点至下午6点。Canal de Comunicação com o Público Goldman Sachs Brasil: 0800 727 5764 e/ou contatogoldmanbrasil@gs.com。Horário de funcionamento: segunda-feira à sexta-feira (exceto feriados), das 9h às 18h; 在加拿大由Goldman Sachs & Co. LLC 分发; 在香港由高盛 (亚洲) 有限责任公司分发; 在印度由高盛 (印度) 证券私人有限公司分发; 在日本由高盛证券株式会社分发; 在韩国由高盛 (亚洲) 有限责任公司首尔分公司分发; 在新西兰由Goldman Sachs New Zealand Limited 分发; 在俄罗斯由高盛OOO 分发; 在新加坡由高盛 (新加坡) 私人公司 (公司号: 198602165W) 分发; 在美国由高盛集团分发。高盛国际已批准本研究报告在英国分发。

高盛国际 (由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管) 已批准本研究报告在英国分发。

欧洲经济区: 由高盛国际 (由审慎监管局授权并接受金融市场行为监管局和审慎监管局的监管) 向欧洲经济区内的以下司法管辖区分发研究报告: 卢森堡大公国、意大利、比利时王国、丹麦王国、挪威王国、芬兰共和国和爱尔兰共和国; 由GSI - Succursale de Paris (巴黎分公司); 由法国审慎监管局授权并接受审慎监管局和金融市场管理局的监管) 在法国分发研究报告; 由GSI - Sucursal en España (马德里分公司); 在西班牙由国家证券市场委员会授权) 在西班牙王国分发研究报告; 由GSI - Sweden Bankfilial (斯德哥尔摩分公司); 由瑞典金融监管局按照瑞典证券市场法 (Sw. lag (2007:528) om värdepappersmarknaden) 第4章第4节作为“第三国分公司”授权) 在瑞典王国分发研究报告; Goldman Sachs Bank Europe SE是一家在德国注册成立的信贷机构, 在单一监管机制下接受欧洲央行的直接审慎监管, 在其他方面接受德国联邦金融监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) 和德国联邦银行的监督, 由该机构向德意志联邦共和国和欧洲经济区内高盛国际未获授权分发研究报告的司法管辖区分发研究报告, 此外, 由GSBE哥本哈根分公司filial af GSBE, Tyskland (接受丹麦金融监管局的监督) 在丹麦王国分发研究报告; 由GSBE - Sucursal en España (马德里分公司); 在有限范围内接受西班牙银行的地方监督) 在西班牙王国分发研究报告; 由GSBE - Succursale Italia (米兰分公司); 在相关适用范围内, 接受意大利银行 (Banca d'Italia) 和意大利金融市场监管局 (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa “Consob”) 的地方监督) 在意大利分发研究报告; 由GSBE - Succursale de Paris (巴黎分公司); 接受金融市场管理部和审慎监管局的监督) 在法国分发研究报告; 由GSBE - Sweden Bankfilial (斯德哥尔摩分公司; 在一定范围内接受瑞典金融监管局 (Finansinspektionen) 的地方监督) 在瑞典王国分发研究报告。

一般性披露

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露, 本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日, 且可能在事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛是一家集投资银行、投资管理和证券经纪业务于一身的全球性综合服务公司。全球投资研究部所研究的大部分公司与我们保持着投资银行业务和其它业务关系。美国证券经纪交易商高盛是SIPC (<https://www.sipc.org>) 的成员。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论, 或在本报告中讨论交易策略, 其中提及可能会对本报告讨论的证券

市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

我公司及其关联机构、高级职员、董事和雇员，除法规及高盛的制度所禁止的情况外，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高盛的正式观点。

在此提到的任何第三方，包括销售人员、交易员和其它专业人士或其家庭成员，可能持有本报告提及的且与本报告分析师所表达的观点不一致的产品头寸。

在任何要约出售股票或征购买股票要约的行为为非法的司法管辖区内，本报告不构成该等出售要约或征购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高盛销售代表取得或通过 <https://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 和

https://www.fiadocumentation.org/fia/regulatory-disclosures_1/fia-uniform-futures-and-options-on-futures-risk-disclosures-booklet-pdf-version-2018取得当前期权和期货的披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

全球投资研究部提供的不同服务层级：根据您对接收沟通信息的频率和方式的个人偏好、您的风险承受能力、投资重心和视角（例如整体市场、具体行业、长线、短线）、您与高盛的整体客户关系的规模和范围、以及法律法规限制等各种因素，高盛全球投资研究部向您提供的服务层级和类型可能与高盛提供给内部和其他外部客户的服务层级和类型有所不同。例如，某些客户可能要求在关于某个证券的研究报告发表之时收到通知，某些客户可能要求我们将内部客户网上提供的分析师基本面分析背后的某些具体数据通过数据流或其它途径以电子方式发送给他们。分析师基本面研究观点（如股票评级、目标价格或盈利预测大幅调整）的改变，在被纳入研究报告、并通过电子形式发表在内部客户网上或通过其它必要方式向有权接收此类研究报告的所有客户大范围发布之前，不得向任何客户透露。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网上并向所有客户同步提供。并非所有研究内容都转发给我们的客户或者向第三方整合者提供，高盛也并不对由第三方整合者转发的我们研究报告承担任何责任。如需了解可向您提供的有关一个或多个证券、市场或资产类别的研究报告、模型或其它数据（包括相关服务），请联络您的高盛销售代表或登陆<https://research.gs.com>。

披露信息可以查阅<https://www.gs.com/research/hedge.html>或向研究合规部索取，地址是200 West Street, New York, NY 10282。

高盛版权所有 © 2025年

对于通过这些服务获取的信息，您仅可出于自行使用的目的进行保存、展示、分析、修改、重新排版和打印。未经高盛明确书面同意，您不得将这些信息转售或进行逆向处理从而用于计算或开发任何用于披露和/或营销的指数、或生成任何其他衍生产品或商业产品、数据或其他产品或服务。未经高盛明确书面同意，您不得以任何形式将这些信息的整体或部分向任何第三方发布、传输或复制。上述限制性要求的适用范围包括但不限于：使用、提取、下载或获取这些信息的整体或部分从而用于对机器学习或人工智能系统的训练或微调、或将这些信息的整体或部分提供或复制给任何此类系统作为提示词或输入信息。