

景气延续，拾级而上

——2025年家用电器行业投资策略

分析师：吴东炬

E-mail: wudongju@yongxingsec.com SAC编号：S1760524060001



主要观点

- 内销层面，25年以旧换新政策有望继续实施，有望撬动更新需求持续释放，叠加地产端有望继续回暖，预计25年内销整体实现稳健增长；去年政策有效推动结构升级均价提升，预计今年产品升级、均价提升趋势将得到延续，高端品牌有望受益；此外，建议关注25年国补品类扩容方向。
- 出口层面，25年开年白电尤其是空调出口排产继续向好，虽然存在北美潜在关税以及整体出口存在一定基数压力等因素，但在北美需求有望提振、新兴市场需求或持续释放以及汇率承压等因素带动下，预计25年家电出口有望展现韧性。
- 家电板块建议关注：海尔智家、美的集团、格力电器、华帝股份、老板电器、石头科技、飞科电器。
- 风险提示：国内政策不及预期、海外需求不及预期、关税汇率运费不及预期

目录/Contents

01

内外销齐发力，板块显著跑赢

02

内销展望：量稳价增，品类扩容

03

25年出口有望展现韧性

04

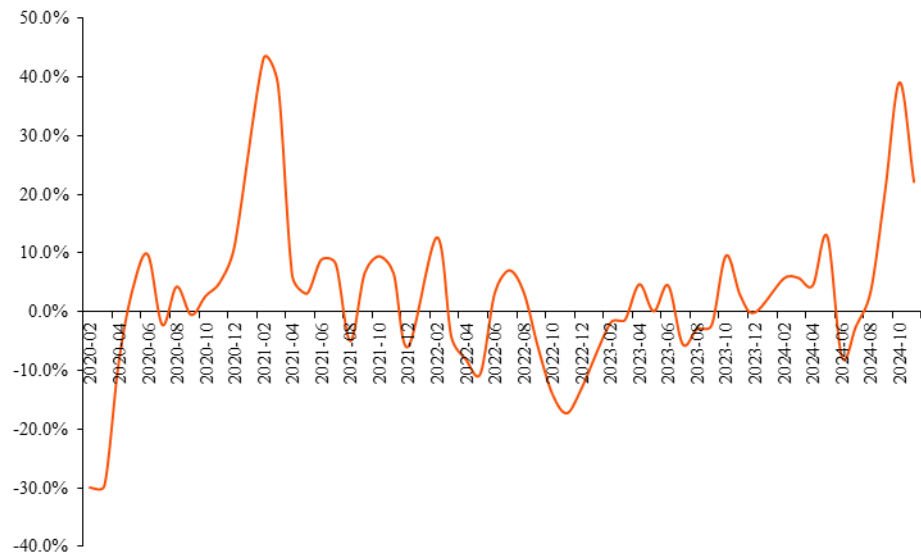
投资建议：景气延续，积极布局

05

风险提示

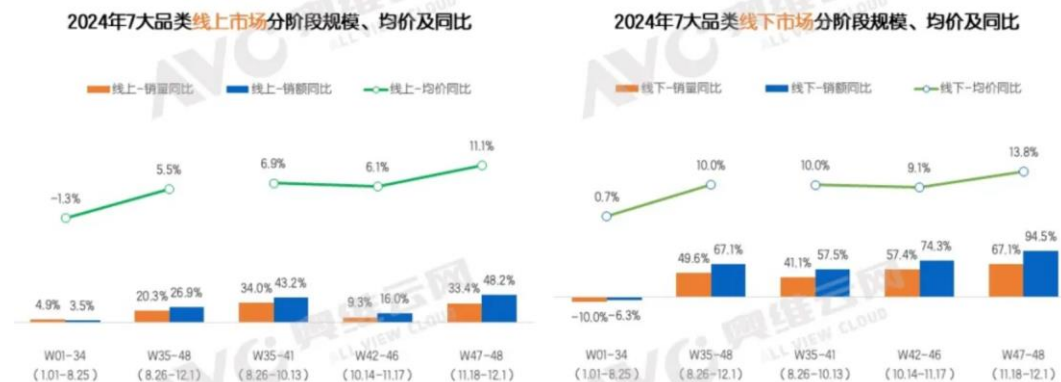
- 内销层面，以旧换新政策实施前，国内家电终端动销相对乏力，根据奥维云网，24年Q1、Q2家电全渠道零售额同比增速分别为4.3%、-8.5%，其中24Q2承压明显，24年7月家电全渠道零售额同比-9.2%、延续此前下滑态势；根据国家统计局，24年1-7月家用电器和音像器材类限额以上零售额同比仅小幅增长2.3%；
- 24年7月24日，国家发改委与财政部实施消费品以旧换新政策，8月地方陆续推进政策落地，推动家电终端明显改善，根据新华社援引自商务部，截至24年12月19日24时，超3330万名消费者购买相关家电以旧换新产品超5210万台；根据统计局，24年9-11月家用电器和音像器材类限额以上零售额同比分别增长20.5%/39.2%/22.2%；根据奥维云网，24年8月26日-12月1日七大品类线上线下零售额同比分别增长26.9%/67.1%；

图1:家用电器和音像器材类限额以上零售额同比增长情况



资料来源: Wind, 国家统计局, 甬兴证券研究所

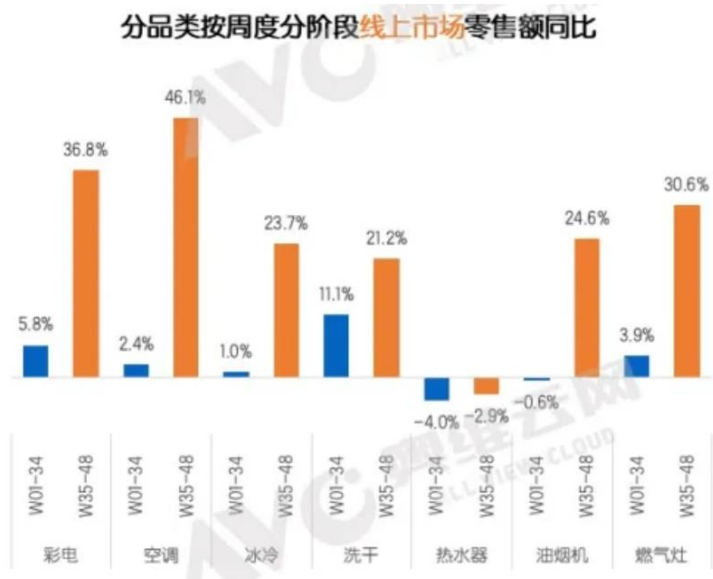
图2:24年国补七大品类线上线下表现



资料来源: 奥维云网, 甬兴证券研究所

- 从具体品类来看，政策期间空调线上线下渠道均增长最好，根据奥维云网，24年8月26日-12月1日，线上渠道空调、彩电、燃气灶增长最快，其零售额同比分别增长46.1%、36.8%、30.6%，线下渠道空调、油烟机、燃气灶增长最快，其零售额同比分别增长96.7%、88.5%、82.7%；
- 此外，在国补七大品类之外，洗碗机、嵌入式微蒸烤以及清洁电器也同样迎来明显增长，根据奥维云网，24年8月26日-12月1日，洗碗机、嵌入式微蒸烤线下零售额同比增长52.1%、79.4%，清洁电器线上零售额同比增长42.0%；

图3:24年国补七大品类线上表现



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

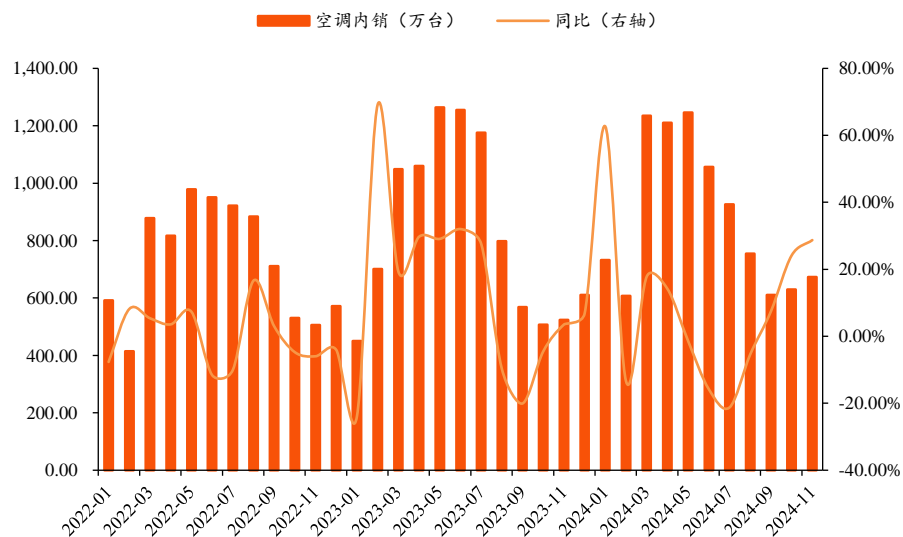
图4:24年国补七大品类线下表现



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

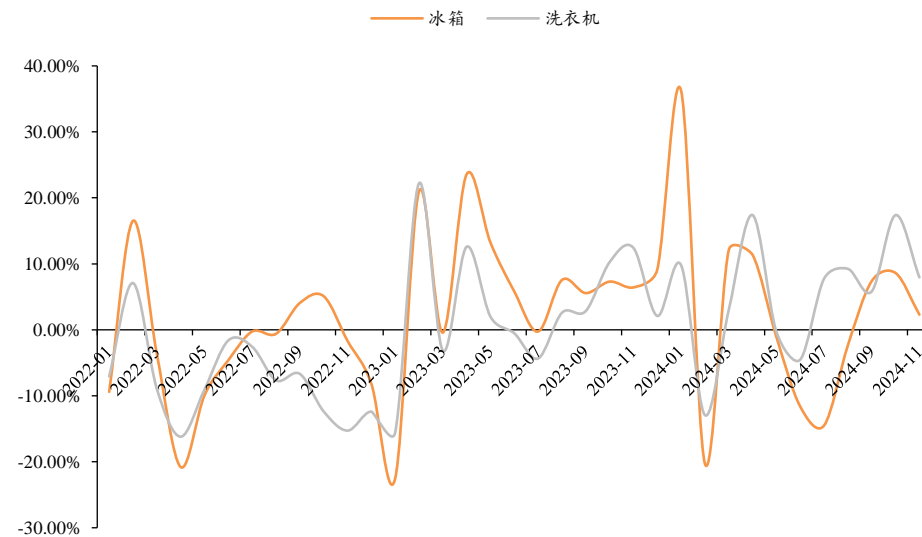
- 随着政策对家电终端层面持续拉动，企业出货端也逐步随之迎来改善，根据产业在线，24年9-11月空调、冰箱、洗衣机内销出货量同比分别增长19.7%、6.1%、10.6%，其中空调内销改善最为明显，24年5-8月空调内销出货呈持续下滑态势，在以旧换新政策拉动空调终端零售强劲增长下，24年9月以来空调内销出货增速持续提升，24年11月内销出货增速达到28.7%；

图5:空调内销出货量及同比



资料来源：iFinD，产业在线，甬兴证券研究所

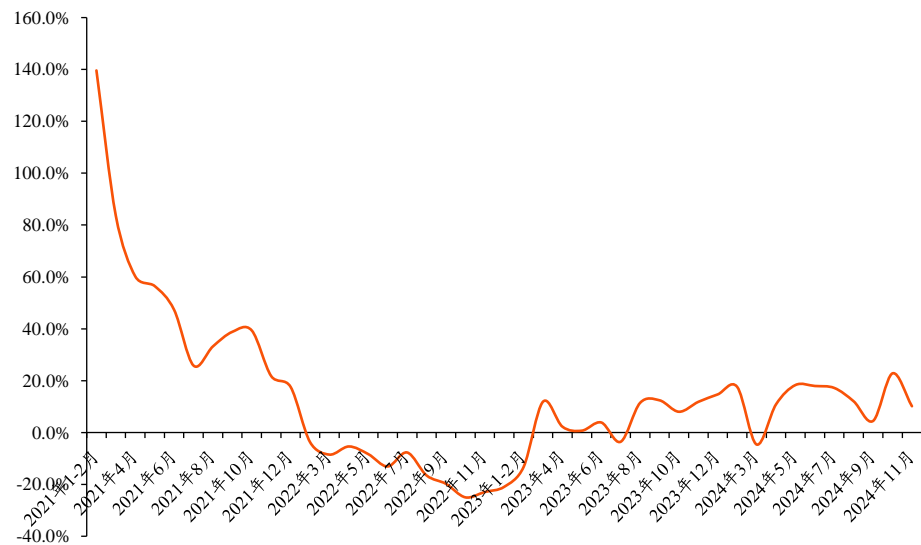
图6:冰洗内销出货量同比增速



资料来源：iFinD，产业在线，甬兴证券研究所

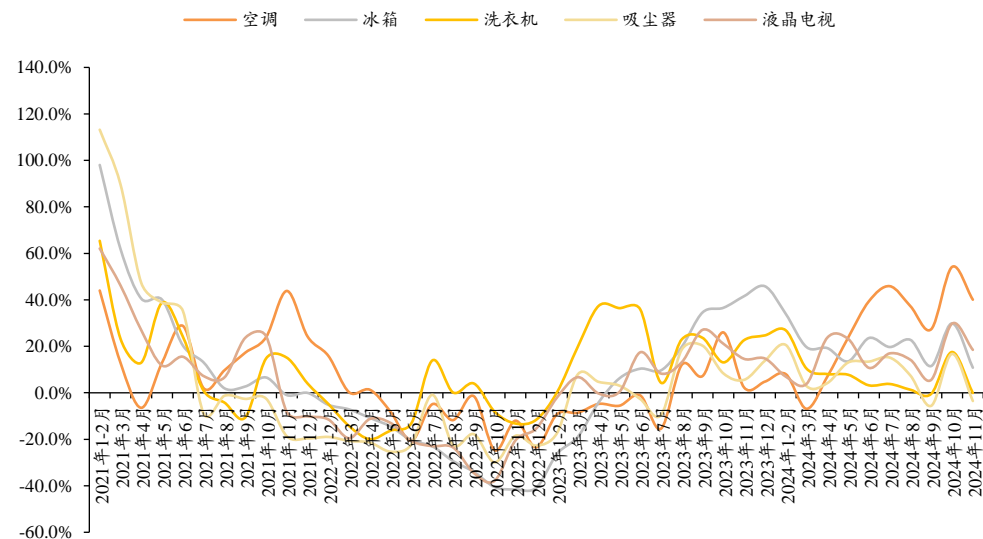
- 出口层面，24年家电整体出口延续23年8月份以来的良好表现，根据海关总署，24年1-11月家电出口额美元口径同比增长12.6%；
- 具体品类层面，根据海关总署，24年1-11月空调、冰箱、洗衣机、吸尘器、液晶电视出口额美元口径同比分别增长20.0%/20.9%/8.9%/8.6%/14.5%；

图7:国内家电整体出口额（美元口径）同比增速



资料来源：iFinD，海关总署，甬兴证券研究所

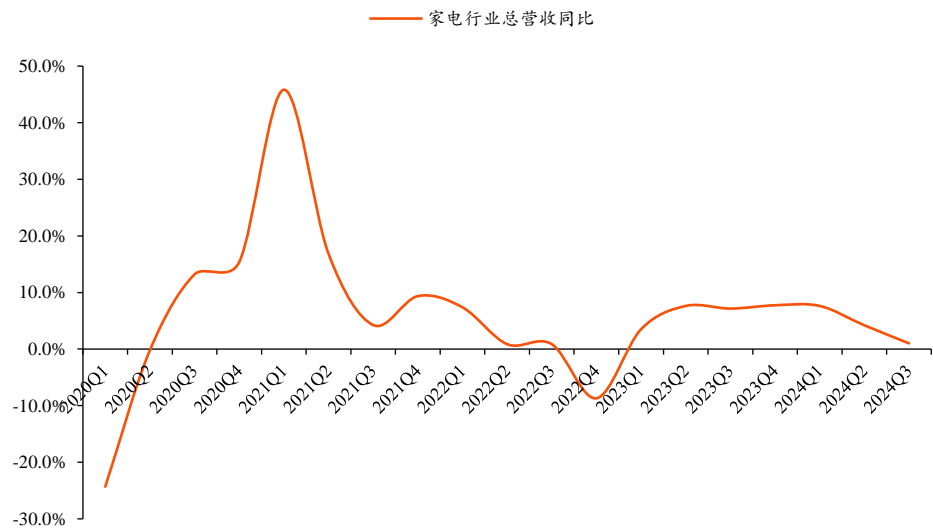
图8:国内家电主要品类出口额同比增速



资料来源：iFinD，海关总署，甬兴证券研究所

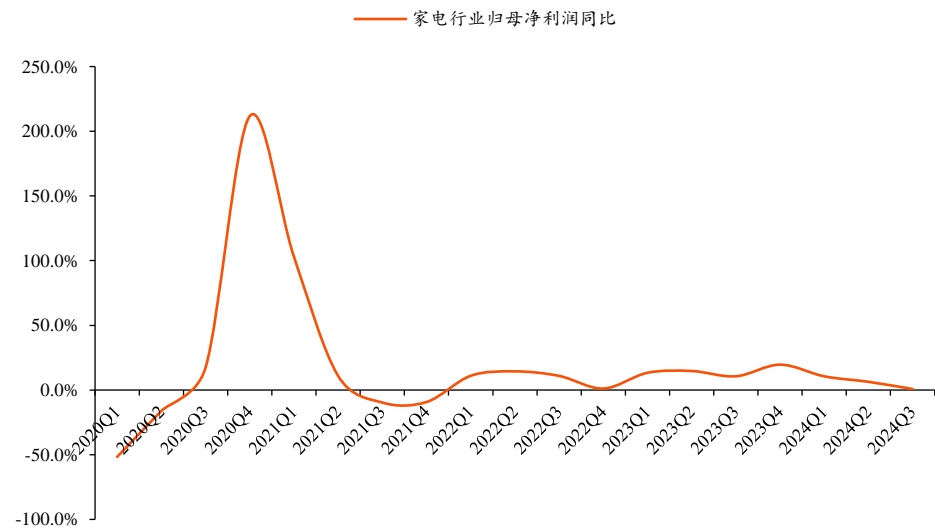
- 业绩层面，由于内销政策在24年8月开始逐步实施，政策效果尚需时间传导到上市公司口径，导致24年前三季度家电板块整体业绩相对平淡；其中营收层面，根据wind，24年前三季度申万家电行业整体营收11898.8亿元、同比增长4.3%，其中24Q3申万家电行业营收3911.9亿元、同比增长1.0%，增速环比24Q2下降3.2个百分点，自24Q1以来单季度营收增速持续放缓；
- 利润层面，根据wind，24年前三季度申万家电行业整体归母净利润927.2亿元、同比增长5.4%，其中24Q3申万家电行业归母净利润304.0亿元、同比小幅增长0.8%，增速环比下滑5.5个百分点，延续24Q1以来的增长放缓趋势；

图9:家电行业总营收同比增长情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

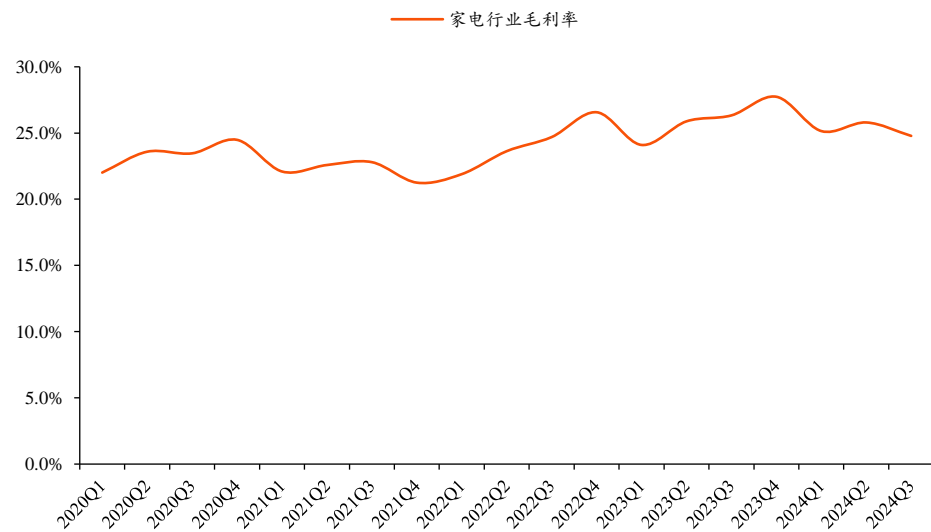
图10:家电行业归母净利润同比增长情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

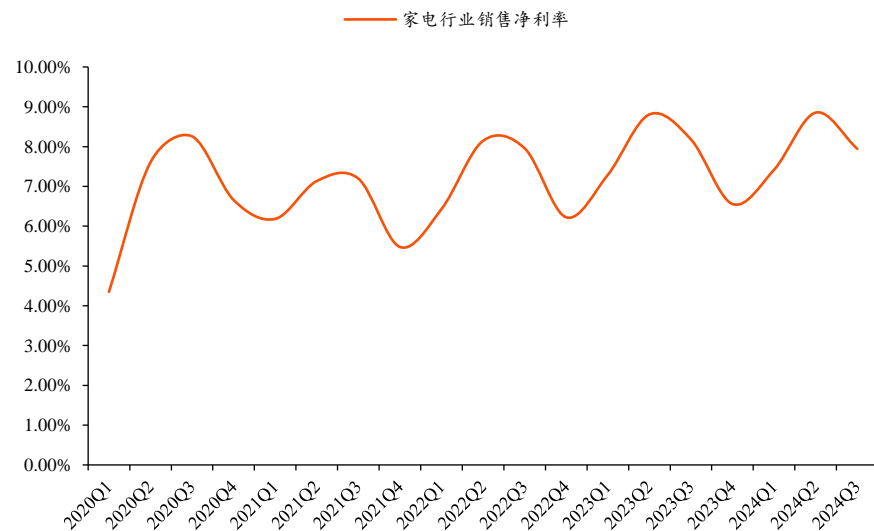
- 毛利率层面，根据wind，24年前三季度申万家电行业整体毛利率为25.2%、同比下降0.2个百分点，24Q3申万家电行业整体毛利率为24.8%、同比下滑1.5个百分点，延续24Q2以来的同比下滑趋势，预计主要是受此前原材料价格上涨等因素影响；
- 净利率层面，根据wind，24年前三季度申万家电行业整体销售净利率为8.1%、同比持平，24Q3整体销售净利率为7.9%、同比下滑0.2个百分点，其中24Q3白色家电二级子行业销售净利率为9.5%、同比提升0.3个百分点；

图11: 家电行业整体毛利率情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

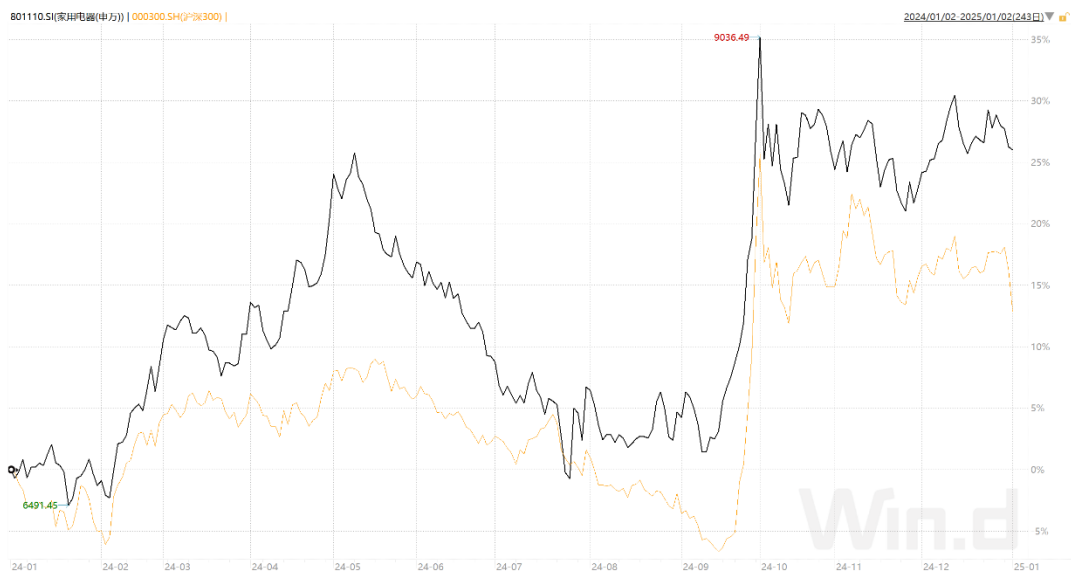
图12: 家电行业整体销售净利率情况



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

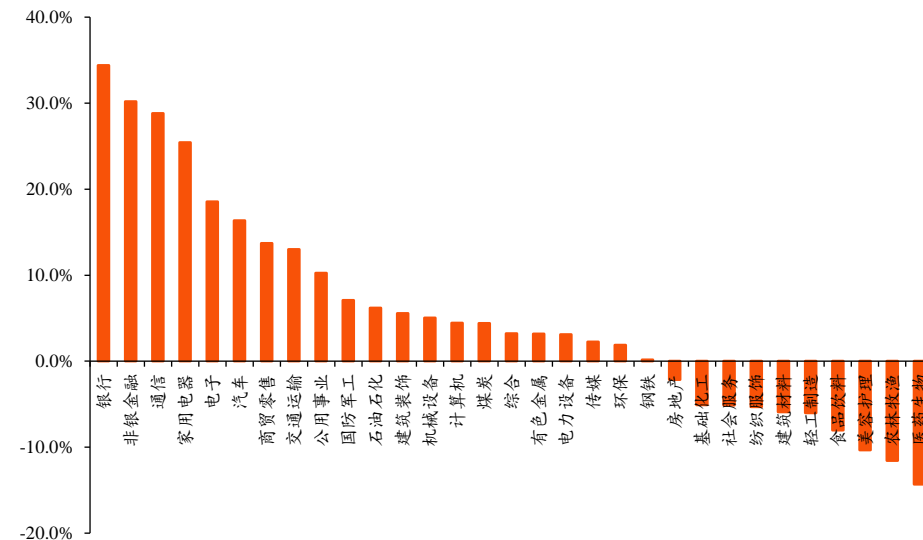
- 板块股价层面，在出口持续增长强劲及高股息风格等带动下，根据Wind，24年上半年申万家电板块指数涨幅表现明显好于大盘，5月中旬至9月板块走势有所回落，在9月底A股整体上涨之下，申万家电板块指数迎来明显上涨；2024年申万板块指数累计涨幅为25.4%，在所有行业中排名第四，跑赢沪深300指数10.75%；
- 具体到家电子行业来看，白色家电二级子行业表现最好，根据Wind，2024年白色家电、黑色家电、小家电、厨卫电器、照明设备、家电零部件累计涨幅分别为39.1%、25.0%、3.2%、4.7%、-9.1%、-8.4%；

图13: 申万家电板块行情走势



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

图14: 2024年A股所有板块累计涨跌幅排名



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

目录/Contents

01

内外销齐发力，板块显著跑赢

02

内销展望：量稳价增，品类扩容

03

25年出口有望展现韧性

04

投资建议：景气延续，积极布局

05

风险提示

- 政策层面，预计25年家电以旧换新政策有望得以延续，24年12月中央经济工作会议提出，25年要大力提振消费，要加力扩围实施“两新”政策；12月商务部表示正与有关方面一道，抓紧研究制定25年相关政策。
- 目前中央层面25年以旧换新政策尚未出台，不过部分地方已开始推进2025年政策延续，包括江苏、上海、江西、湖北等省市已出台25年政策，从各地情况来看，预计政策力度将不低于24年；

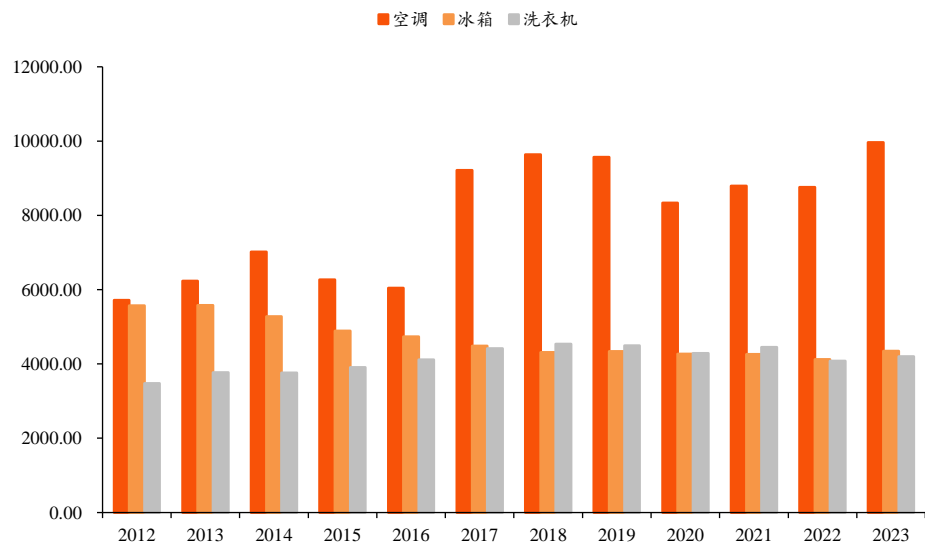
表1:部分省市2025年家电以旧换新政策情况

省市	2025年以旧换新政策安排情况
江苏省	江苏省决定在全省开展2025年苏新消费·家电以旧换新专项活动，补贴时间：2025年1月1日至12月31日。8类国家补贴家电：电脑、电视（含投影仪）、冰箱（含冰柜）、洗衣机（含洗烘一体机）、空调、热水器、吸油烟机、家用灶具（含集成灶）；36类江苏补贴家电：空气净化器、微波炉（含一体机）、电磁炉、电饭煲（含电压力锅）、电风扇，洗碗机、净水器、智能马桶（含马桶盖）、干衣机、扫地机器人、洗地机、吸尘器、消毒柜、蒸烤箱、面包机、空气炸锅、电水壶（含养生壶）、料理机（含榨汁机）、电火锅、吹风机、打印机等。
上海市	2025年上海将继续开展家电、家居等以旧换新活动，24年已纳入国家以旧换新政策支持范围的冰箱（含冰柜）、洗衣机、电视、空调（含中央空调）、电脑、热水器（含壁挂炉）、家用灶具（含集成灶）、吸油烟机等8大类产品，自25年1月1日起继续实施以旧换新补贴政策。2024年已纳入本市家电家居以旧换新政策支持范围的小家电、室内照明等7大类产品，待国家关于地方消费品以旧换新相关政策明确后即组织实施。
江西省	从2025年1月1日起，江西省已纳入补贴范围的“八大类”家电产品延续开展以旧换新活动，商品补贴标准、消费者参与流程等参照《江西省商务厅等10部门关于印发〈江西省加力支持消费品以旧换新实施细则〉的通知》执行。新扩围家电产品补贴活动待2025年政策出台后实施。
湖北省	湖北省2025年将继续开展汽车、家电、家装厨卫和电动自行车以旧换新活动，在2025年国家相关政策出台前，湖北省家电、家装厨卫及电动自行车以旧换新补贴活动按照2024年《湖北省家电以旧换新工作补充细则》、《湖北省家装厨卫“焕新”工作实施细则》、《湖北省电动自行车以旧换新实施细则》执行。
北京市	北京2025年将继续实施汽车、家电等以旧换新政策，2024年已纳入国家家电以旧换新政策支持范围的冰箱（含冰柜）、洗衣机（含洗烘一体机）、电视、空调、电脑（含学习机）、热水器（含壁挂炉）、家用灶具（含集成灶）、吸油烟机等8类产品，自2025年1月1日起继续实施以旧换新补贴政策。补贴标准与2024年保持一致。
陕西省	自2025年1月1日起，在国务院明确新的消费品以旧换新政策前，各市区商务主管部门要按照加力支持消费品以旧换新政策标准，继续开展消费品以旧换新工作，尽快出台操作细则，确定汽车、家电、家装厨卫、电动自行车、手机、平板电脑、智能穿戴设备以旧换新参与企业，推动消费品以旧换新工作无缝衔接、提质增效。

资料来源：江苏省、湖北省、江西省、陕西省商务厅，上海市商务委，北京市商务局，甬兴证券研究所

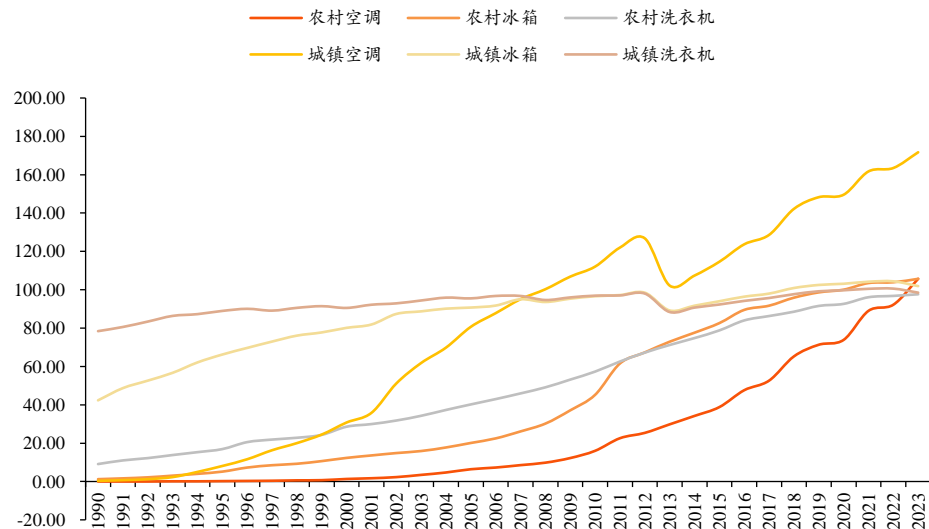
- 在以旧换新政策大概率延续的情况下，国内家电更新换代需求有望迎来持续释放，其中，白电与厨电品类刚需属性相对较强，有望受益25年政策延续，而空冰洗更新需求具备较好的基础，根据产业在线，空冰洗2012-2014年3年平均内销出货量分别为6323、5474、3671万台，其占23年内销出货量比重分别为63.5%、125.9%、87.4%。

图15:2012-2023年空调、冰箱、洗衣机内销量（万台）



资料来源：iFinD，产业在线，甬兴证券研究所

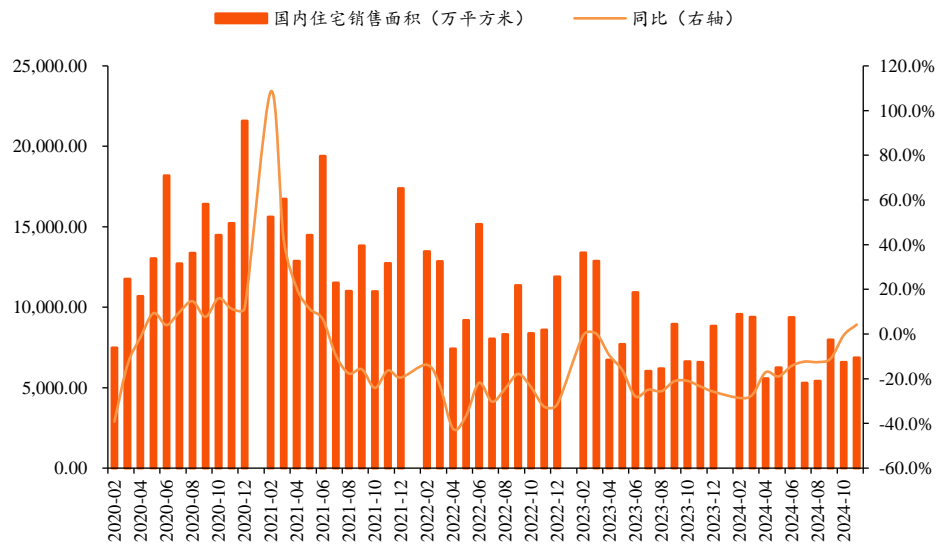
图16:国内城镇、农村空冰洗百户拥有量（台）



资料来源：Wind，国家统计局，甬兴证券研究所

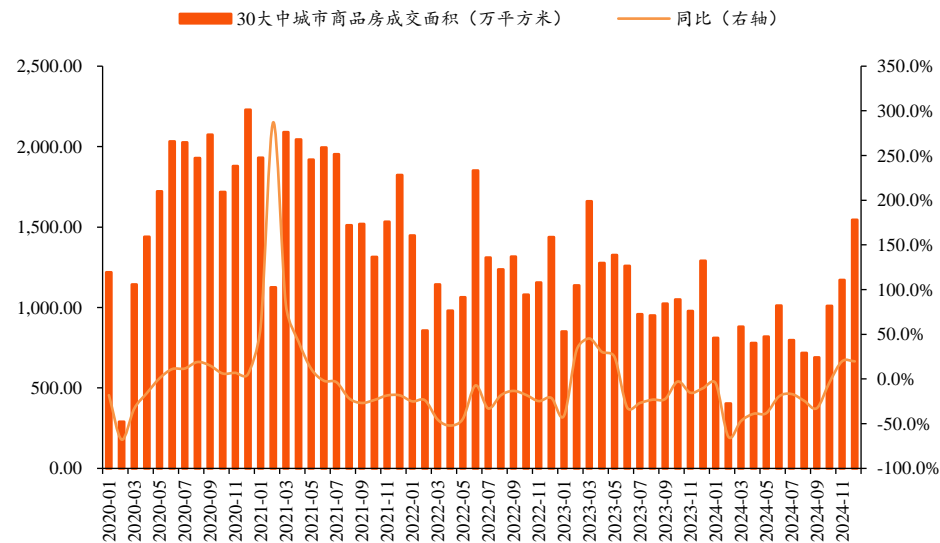
- 近期国内新房销售表现回暖，根据统计局，24年10月以来住宅商品房销售有所改善，24年11月住宅销售面积同比转正、增长4.2%；根据Wind，24年11-12月30大中城市商品房成交面积同比增长19.8%、19.8%；
- 中央持续出台地产扶持政策，24年12月中央经济工作会议提出25年要稳住楼市，持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力；在政策端持续向好之下，预计国内地产销售有望企稳回升、延续24年Q4以来的向好趋势；

图17:国内住宅销售面积及同比



资料来源：Wind，国家统计局，甬兴证券研究所

图18:30大中城市商品房成交面积及同比



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

- 考虑到25年中央以旧换新政策有望继续实施且部分地方已率先推进25年政策，有望撬动更新需求持续释放，叠加地产端有望企稳回升、逐步带动装修需求改善，我们预计25年家电内销有望呈现稳健增长态势；
- 25年开年白电内销排产趋势良好，根据产业在线，25年1-3月空调内销排产同比增速分别为-1.1%、10.2%、12.5%，冰箱内销排产同比增速分别为-5.8%、6.2%、4.1%，洗衣机内销排产同比增速分别为-4.0%、24.4%、-1.7%，虽然春节假期因素导致25年1月排产相对平淡，但25年2-3月空冰洗内销排产均呈良好态势。

图19:25年1-3月空调内销排产情况



资料来源：产业在线，甬兴证券研究所

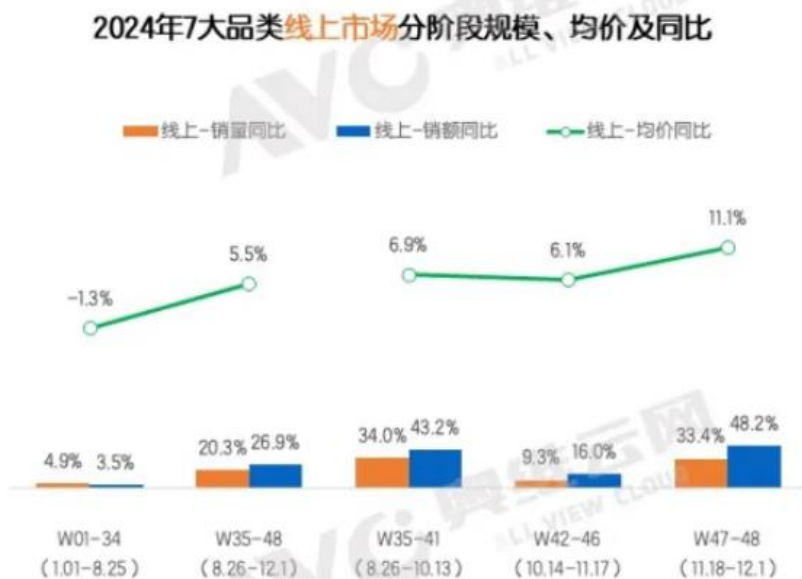
图20:25年1-3月冰箱内销排产情况



资料来源：产业在线，甬兴证券研究所

- 受消费大环境影响，以旧换新政策出台前，国内家电终端消费趋于理性，根据奥维云网，24年1月1日至8月25日空冰洗等七大品类线上均价同比下跌1.3%、线下均价同比增长0.7%；分品类来看，24年1-8月累计来看，线上渠道仅有彩电与扫地机均价有所提升以及冰箱与油烟机同比略上涨，其余品类均价均有不同程度下跌，线下渠道主要品类均价表现好于线上；
- 政策实施在拉动销量增长的同时，也有效提升了产品结构、带动均价明显回升，根据奥维云网，24年8月26日至12月1日，空冰洗等七大品类线上、线下均价同比分别上涨5.5%、10.0%，较此前改善明显；

图21:政策前后线上渠道七大品类均价同比情况



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

图22:政策前后线下渠道七大品类均价同比情况



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

- 政策有效带动终端市场结构升级均价提升，主要在于消费者在使用补贴政策时选择尽可能利用补贴额度，往往选择定价相对较高的产品；展望2025年，在以旧换新政策大概率延续的情况下，预计产品升级、均价提升趋势将得到延续，卡萨帝等高端品牌有望受益；

图23:24年1-11月累计线上渠道分品类均价表现

本年累计中国家电市场分品类线上监测均价及同比情况



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

图24:24年1-11月累计线下渠道分品类均价表现

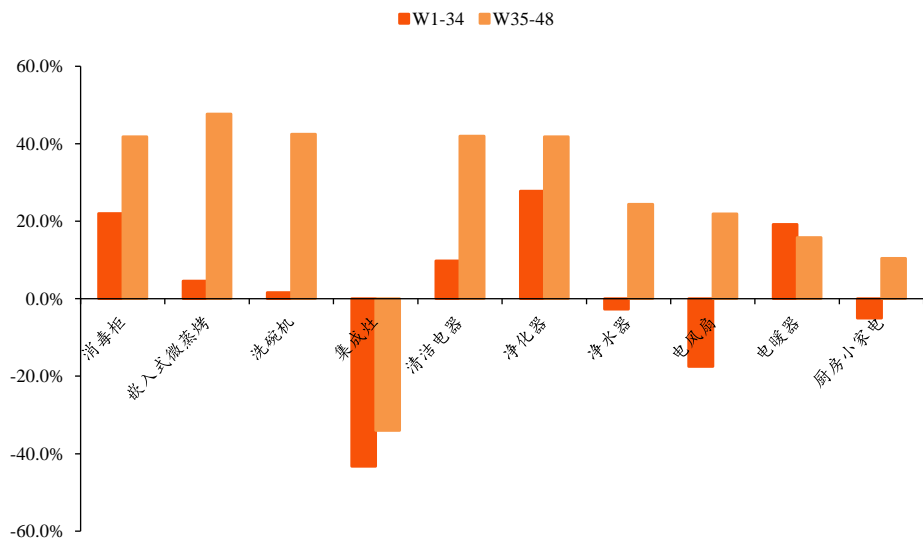
本年累计中国家电市场分品类线下监测均价及同比情况



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

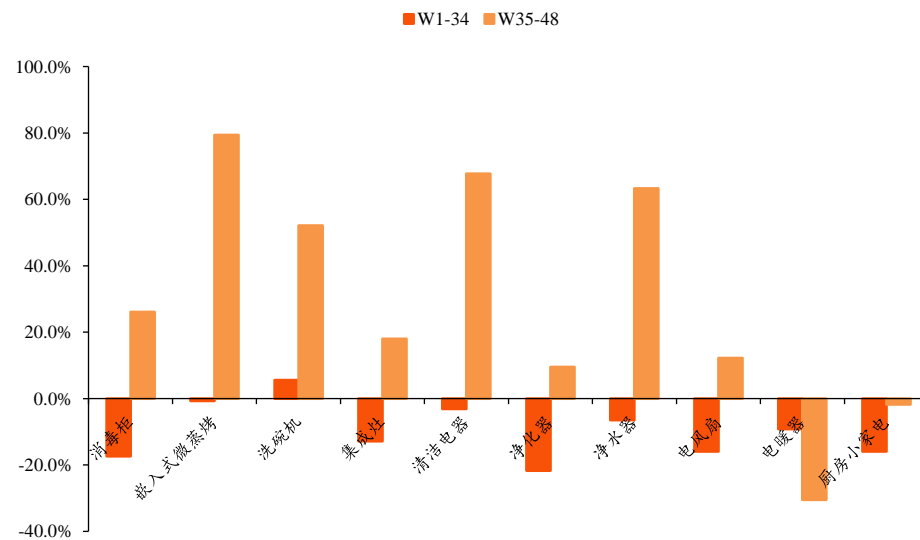
- 此外，除了国家补贴白电、彩电及厨电等七大品类外，江苏等部分地方补贴政策涵盖了扫地机、蒸烤箱等更多品类，推动部分品类大幅改善，根据奥维云网，24年8月26日至12月1日，清洁电器、洗碗机、嵌入式微蒸烤线上零售额增速分别为42.0%/42.5%/47.7%，线下零售额增速分别为67.7%/52.1%/79.4%；
- 展望2025年，从目前已出台25年政策的江苏等地方来看，以旧换新政策继续涵盖国补以外的较多品类，后续出台的国补以旧换新政策或将覆盖更多品类，带动国补七大品类之外的产品迎来进一步改善。

图25:政策前后线上渠道七大品类以外品类零售额同比表现



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

图26:政策前后线下渠道七大品类以外品类零售额同比表现



资料来源：奥维云网，甬兴证券研究所

目录/Contents

01

内外销齐发力，板块显著跑赢

02

内销展望：量稳价增，品类扩容

03

25年出口有望展现韧性

04

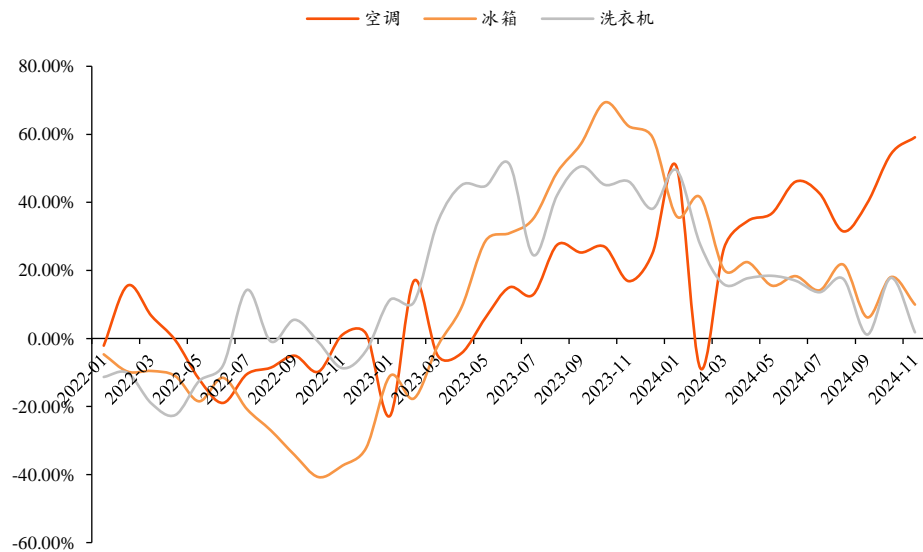
投资建议：景气延续，积极布局

05

风险提示

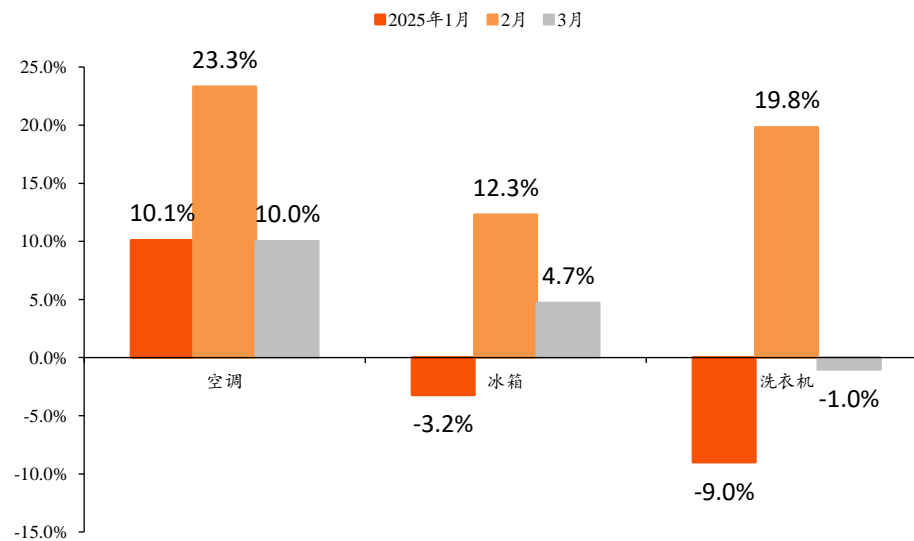
- 23-24年家电出口连续两年呈现较好增长势头，根据海关总署，23年、24年1-11月家电出口额美元口径同比增长3.8%/12.6%，根据产业在线，23年、24年1-11月空调出口量增长7.8%/35.9%，冰箱出口量增长27.4%/19.1%，洗衣机出口量增长37.0%/16.9%；
- 从25年开年情况来看，白电尤其是空调出口排产继续向好，根据产业在线，25年1-3月空调出口排产同比增速分别为10.1%/23.3%/10.0%，冰箱为-3.2%/12.3%/4.7%，洗衣机为-9.0%/19.8%/-1.0%；

图27:产业在线口径出口情况



资料来源: iFinD, 产业在线, 甬兴证券研究所

图28: 25年1-3月白电出口排产同比增长情况

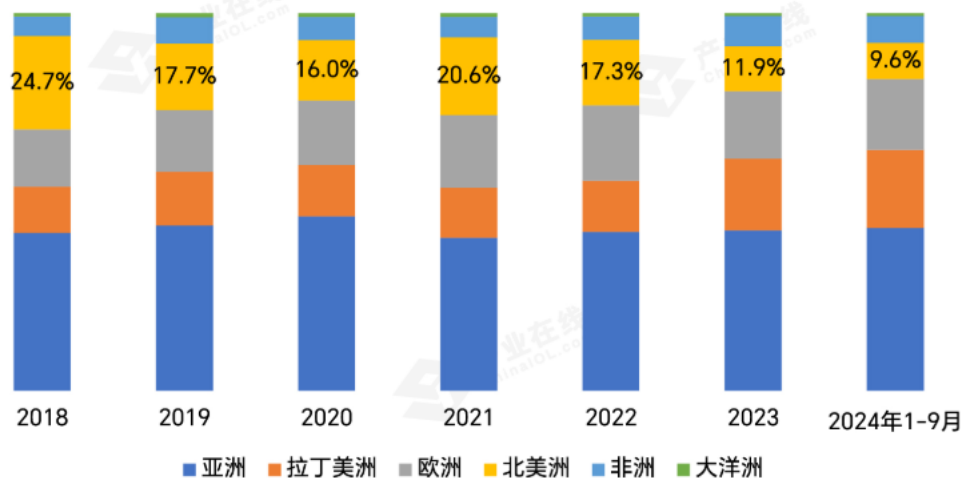


资料来源: 产业在线, 甬兴证券研究所

- 特朗普上台后美国或对中国、墨西哥等地区向美出口加征关税，从而影响25年国内家电出口总体表现，而家电企业已逐步加大全球产能布局，关税影响或相对可控；
- 此外，国内家电尤其是白电出口北美占比不高，从国内家电出口地域结构来看，近年来白电直接出口北美占比呈下降趋势、目前占比相对不高，根据产业在线，24年1-9月空调出口北美占比为9.6%，23年冰箱出口北美占比为19.9%；

图29:中国空调出口地域分布

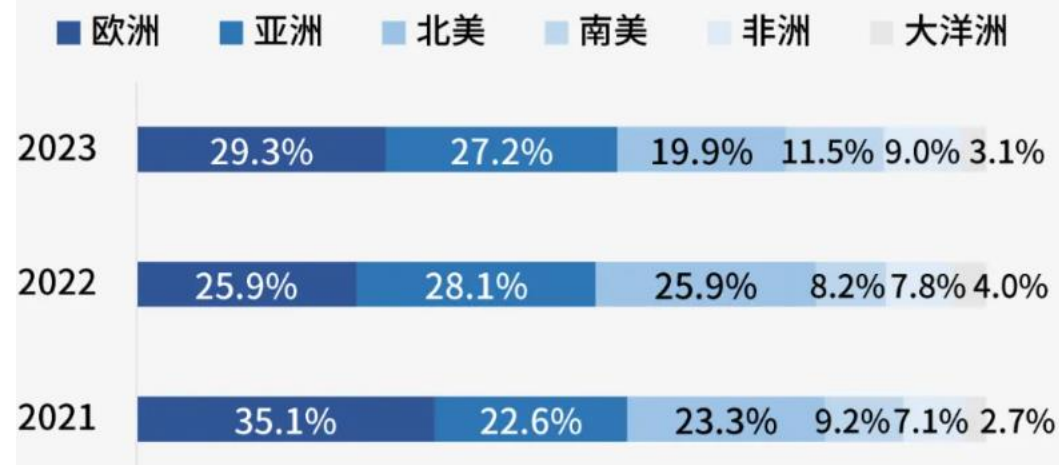
2018-2024年9月中国家用空调出口洲别份额变化（按出口量）



资料来源：产业在线，甬兴证券研究所

图30:中国冰箱出口地域分布

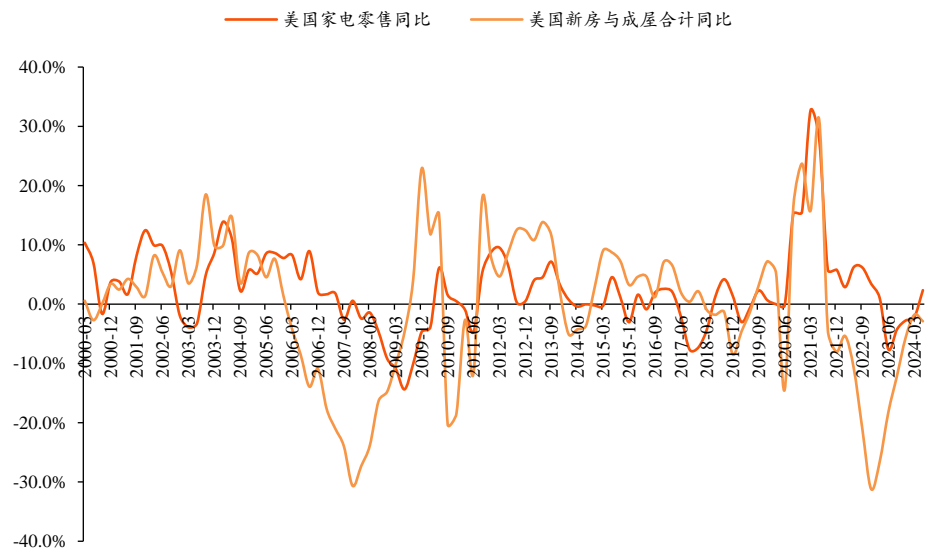
2021-2023年冰箱冷柜外销洲别市场份额对比（按外销量）



资料来源：产业在线，甬兴证券研究所

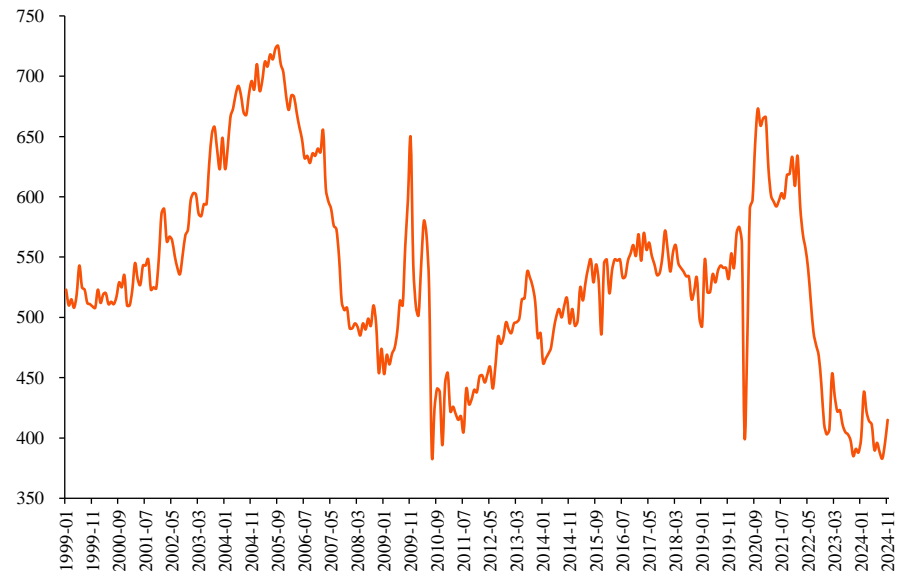
- 北美市场家电需求有望迎来一定提振，主要在于美国地产端有望迎来一定回暖；通过对比2000年以来美国家电零售、新房与成屋销售，美国家电与地产之间存在一定相关度。
- 近年来美国地产销售持续低迷，美国成屋销售折年数从20年10月673万套降至24年11月415万套，降幅38.3%，美国地产低迷主要是受加息影响，美国30年期抵押贷款固定利率从此前2.65%一度上升至7.79%，而近期美联储降息周期打开，根据湖南日报，24年9月18日以来美联储已连续3次降息、合计降息100BP，预计美国30年期抵押贷款固定利率也将随之下降，有望带动美国新房住宅与成屋销售迎来改善，提振美国家电需求；

图31:美国家电与地产具备一定相关性



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

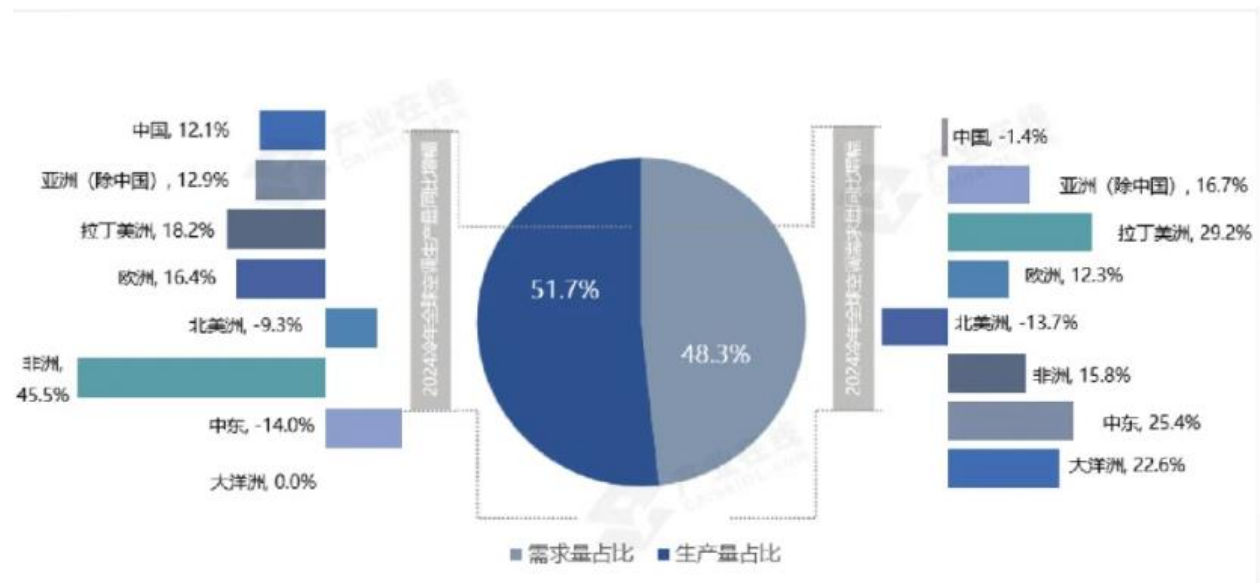
图32: 24年9月美国成屋销售已降至较低水平(万套)



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

- 此外，新兴市场也有望为出口提供助力。2024冷年全球新兴市场空调需求增长明显，根据产业在线，2024冷年亚洲（不含中国）、中东地区、非洲、拉美地区空调销量同比分别增长16.7%、25.4%、15.8%、29.2%。展望25年，新兴市场特别是东南亚和拉美地区的快速增长潜力有望为中国空调出口持续提供增长点。

图33:2024冷年全球新兴市场空调需求增长明显



资料来源：产业在线，甬兴证券研究所

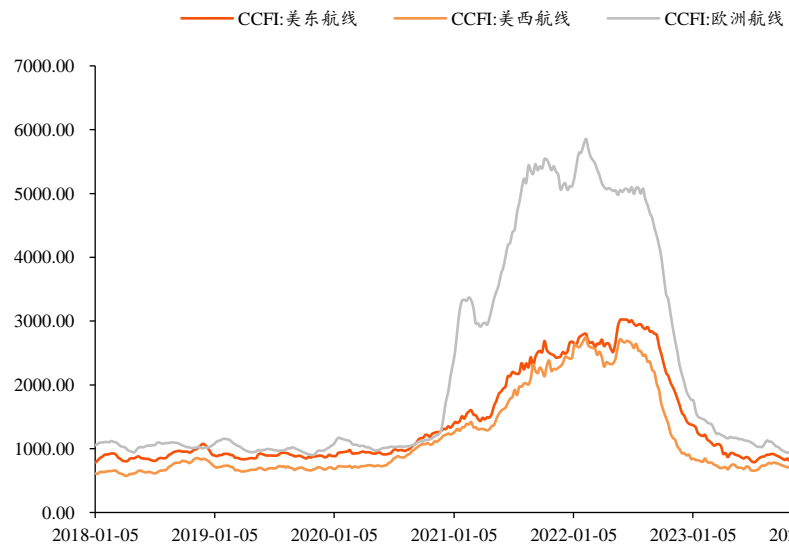
- 整体来看，虽然存在北美潜在关税以及整体出口存在一定基数压力等因素，但在北美需求有望在地产回暖下迎来提振、新兴市场需求或持续释放以及汇率承压等因素带动下，预计25年家电出口有望展现韧性。

图34:人民币汇率



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

图35:海运成本



资料来源: iFinD, 甬兴证券研究所

目录/Contents

01

内外销齐发力，板块显著跑赢

02

内销展望：量稳价增，品类扩容

03

25年出口有望展现韧性

04

投资建议：景气延续，积极布局

05

风险提示

投资建议

- 内销层面，25年以旧换新政策有望继续实施，有望撬动更新需求持续释放，叠加地产端有望继续回暖，预计25年内销整体有望实现稳健增长；去年政策有效推动结构升级均价提升，预计今年产品升级、均价提升趋势将得到延续，高端品牌有望受益；此外，建议关注25年国补品类扩容方向。
- 出口层面，25年开年白电尤其是空调出口排产继续向好，虽然存在北美潜在关税以及整体出口存在一定基数压力等因素，但在北美需求有望提振、新兴市场需求或持续释放以及汇率承压等因素带动下，预计25年家电出口有望展现韧性。
- 家电板块建议关注：海尔智家、美的集团、格力电器、华帝股份、老板电器、石头科技、飞科电器。

目录/Contents

01

内外销齐发力，板块显著跑赢

02

内销展望：量稳价增，品类扩容

03

25年出口有望展现韧性

04

投资建议：景气延续，积极布局

05

风险提示

风险提示

- 国内政策不及预期：若25年消费支持政策不及预期，则会导致家电终端需求减弱，进而影响家电板块上市公司业绩；
- 海外需求不及预期：若25年北美、新兴市场等海外地区经济增长放缓、需求不及预期，则会影响家电整体出口表现；
- 关税、汇率、运费不及预期：若25年海外国家关税、人民币汇率、海运费表现不及预期，则会影响家电出口规模以及盈利水平。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、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。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。