

家电行业周报（25年第11周）

1-2月大家电线下零售增长良好，小家电线上需求回暖

优于大市

核心观点

本周研究跟踪与投资思考：国补政策带动下，2025年以来我国线下大家电零售额增长良好；1-2月厨房小家电线上零售需求明显回暖；扫地机延续强劲增长势头。1-2月家电出口额增长8%，增长态势依然良好。

大家电线下零售增长较快，小家电线上需求明显回暖。奥维云网数据显示，1-2月我国家电线上/线下零售额同比分别+1.4%/+10.2%，线下受益于家电以旧换新补贴政策，零售需求增长良好；线上增长相对平稳。分品类看，2025年第1-10周，空调/冰箱/洗衣机/油烟机/燃气灶线下零售额同比分别+21.4%/+5.5%/+13.1%/+47.0%/+41.5%，线上零售额分别-5.2%/-13.7%/-0.9%/+17.0%/+20.8%。厨房小家电线上零售额出现明显增长，1月/2月厨房小家电线上零售额分别-12.9%/+27.3%；线下依然有所承压，1月/2月厨房小家电线下零售额分别-4.0%/-10.6%。清洁电器增速持续领先，前10周扫地机线上线下分别+64.4%/+57.7%，洗地机分别+36.4%/+17.7%。

家电1-2月出口额累计增长8%，延续良好增长态势。据海关总署发布的数据，1-2月我国家电出口额达到1093.9亿元，同比增长7.6%；以美元计算，出口额为152.2亿美元，同比增长6.3%；出口量为6.9亿台，同比增长9.4%。在去年同期较高的基数下，1-2月出口增速出现回落（2024年12月增长14.3%），但依然延续良好增长趋势。复合4年来看，1-2月我国家电出口量/额（人民币口径）较2021年1-2月复合增长3.7%/0.7%。排除海外库存带来的波动，我国家电外销整体增长平稳，预计后续仍能实现良好增长。

iRobot 2024Q4收入下降44%，全球市场均在收缩。3月12日iRobot公布2024Q4财报，Q4公司实现收入1.7亿美元，同比下降44.1%；2024年营收6.8亿美元，同比下降23.4%。公司Q4美国收入同比下降47%，日本收入下降34%，欧洲、中东非收入下降44%，在全球主要市场均面临着竞争挑战。公司Q4毛利率同比下降9.4pct至9.5%，其中组件库存减值和不可撤销的采购承诺损失对毛利率负面影响4.8pct。公司Q4GAAP运营亏损0.61亿美元，2023Q4为亏损0.52亿美元，盈利能力明显承压。公司全年的亏损情况则有所好转，2024年GAAP运营亏损1.0亿美元，2023年为亏损2.6亿美元。

重点数据跟踪：市场表现：本周家电周相对收益+0.28%。**原材料：**LME3个月铜、铝价格分别周度环比+1.5%、+0.2%至9805/2688.5美元/吨；本周冷轧价格周环比+2.0%至4160元/吨。**集运指数：**美西/美东/欧洲线周环比分别-4.06%/-1.94%/+1.63%。**海外天然气价格：**周环比-7.1%。

核心投资组合建议：白电推荐美的集团、海尔智家、TCL智家、海信家电、格力电器；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	71.87	547947	5.04	5.57	14	13
600690	海尔智家	优于大市	27.30	240509	2.02	2.28	13	12
002668	TCL智家	优于大市	11.86	12858	0.94	1.04	13	11
000921	海信家电	优于大市	29.66	38974	2.46	2.73	12	11
002959	石头科技	优于大市	247.20	45664	11.75	13.25	21	19

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业周报

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：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

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+AI科技消费全梳理》——2025-03-12

《家电行业2025年3月投资策略-1-2月家电累计零售增长积极，家电企业积极拥抱DeepSeek》——2025-03-03

《家电行业2025年2月投资策略-春节期间家电消费表现良好，白电1-2月排产量增长10%》——2025-02-10

《家电行业2024年四季报前瞻-内外销景气回升，政策成效显著》——2025-01-24

《家电行业周报（25年第3周）-12月家电社零增长39%，出口保持较高景气》——2025-01-20

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、本周研究跟踪与投资思考	5
2.1 大家电线下零售增长较快，小家电线上需求明显回暖	5
2.2 家电 1-2 月出口额累计增长 8%，延续良好增长态势	7
2.3 iRobot 2024Q4 收入下降 44%，全球市场均在收缩	8
3、重点数据跟踪	9
3.1 市场表现回顾	9
3.2 原材料价格跟踪	9
3.3 海运及天然气价格跟踪	11
4、家电公司公告与行业动态	11
4.1 公司公告	11
4.2 行业动态	11
5、重点标的盈利预测	12

图表目录

图1: 空调线下零售额在 2025 年前 10 周增长良好	5
图2: 冰箱 2025 年前 10 周线下零售额增长较好	5
图3: 洗衣机线下零售额在 2025 年前 10 周增长良好	6
图4: 油烟机零售额在 2025 年前 10 周增长较快	6
图5: 燃气灶零售额在 2025 年前 10 周增长较快	6
图6: 洗碗机零售额在 2025 年前 10 周增长良好	6
图7: 电饭煲零售需求在 2025 年前 10 周明显回暖	6
图8: 电水壶零售额增长在 2025 年前 10 周有所好转	6
图9: 扫地机零售需求在 2025 年前 10 周延续快速增长	7
图10: 洗地机零售额在 2025 年前 10 周延续较快增长	7
图11: 1-2 月我国家电外销出口额增长 6% (美元口径)	7
图12: 1-2 月家电出口额增长 8% (人民币口径)	7
图13: 1-2 月我国家电出口量增长 9%	8
图14: 我国家电出口均价 (美元计价) 降幅收窄	8
图15: 2024 年 iRobot 收入下降 23%	8
图16: iRobot 收入 2024Q4 下降明显	8
图17: 2022 年以来 iRobot 盈利能力明显承压	9
图18: iRobot 盈利能力 2024Q4 承压明显	9
图19: 本周家电板块实现正相对收益	9
图20: LME3 个月铜价本周上涨	10
图21: LME3 个月铜价震荡走高	10
图22: LME3 个月铝价格本周上涨	10
图23: LME3 个月铝价震荡上行	10
图24: 冷轧价格本周价格环比上涨	10
图25: 冷轧价格触底反弹后震荡	10
图26: 海运价格反弹后再次回落	11
图27: 天然气价格本周下降	11
表1: 重点公司盈利预测及估值	12

1、核心观点与投资建议

（1）重点推荐

Q4 我国家电内销在以旧换新政策的带动下，呈现加速回暖趋势；外销在高基数下延续高景气，预计家电上市公司 Q4 营收增速有望环比提升。盈利端虽然受到原材料成本的影响，但通过结构上的持续拉动及内部的经营提效，预计 Q4 家电板块净利率有望延续提升趋势。

分板块看，白电 Q4 内外销景气度均有所提升，其中空调内外销增速弹性最大，冰洗内外销增长良好。厨电受政策拉动，需求出现明显改善，传统的烟灶品类及新兴品类洗碗机增长较快。厨房小家电及生活电器内销小幅回温，外销预计延续良好增长趋势。清洁电器在国补下实现高增，扫地机增长强劲。照明板块预计 Q4 需求同样有所回暖，外延业务持续拉动收入增长。

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，向上有降本提效带来的盈利提升和需求复苏，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**、内部激励机制理顺基本面积极向上的**海信家电**。

小家电板块推荐海外增长强劲、产品布局日益强化的扫地机器人龙头**石头科技**、**科沃斯**，内部经营调整迅速、需求企稳盈利修复的**小熊电器**，外销逐渐恢复、内销品牌业务持续拓张的**新宝股份**，家用投影业务加速迭代、车载投影快速发展的**极米科技**、**光峰科技**。

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**。

照明及零部件板块，推荐照明主业稳健、持续开拓新照明领域、打造照明产业链垂直一体化的**佛山照明**。

（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、效率持续优化的**海尔智家**，外销增长强劲、内销受益于国补政策、发力智能家居多品类业务的冰箱出口龙头**TCL 智家**，受益于空调国补政策、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：推荐内部经营调整迅速、持续拓品类和渠道、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**，外销逐渐恢复、内销品牌业务持续拓张的**新宝股份**。

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

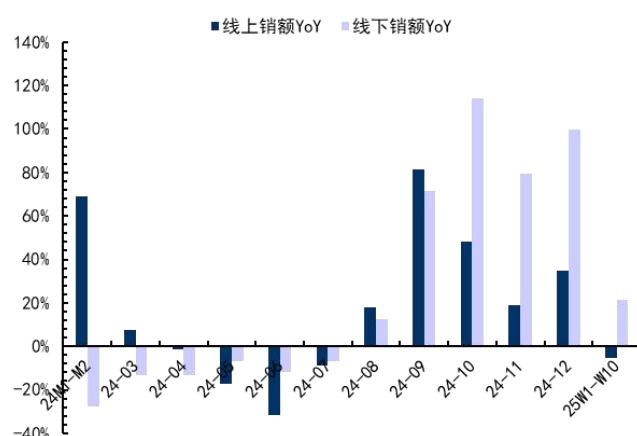
2、本周研究跟踪与投资思考

在国补政策带动下，我国家电线下消费迎来较快增长，1-2月我国家电线上/线下零售额同比分别+1%/+10%；受国补政策补贴的大家电品类在线下均实现良好增长。厨房小家电的线上需求则有所回暖，1月/2月厨房小家电线上零售额同比-13%/+27%。扫地机器人及洗地机延续此前较快的增长趋势。家电2025年开年零售需求表现较为良好。家电出口同样延续良好增长趋势，海关总署数据显示，1-2月我国家电出口量/额（人民币口径）同比+9%/8%。

2.1 大家电线下零售增长较快，小家电线上需求明显回暖

1-2月受国补政策拉动，大家电线下零售额出现较快增长，而小家电线上需求则明显回温。奥维云网数据显示，1-2月我国家电线上/线下零售额同比分别+1.4%/+10.2%，线下受益于家电以旧换新补贴政策，零售需求增长良好；线上增长相对平稳。分品类看，2025年第1-10周（2024年12月30日-2025年3月9日），空调/冰箱/洗衣机/油烟机/燃气灶线下零售额同比分别+21.4%/+5.5%/+13.1%/+47.0%/+41.5%，线上零售额分别-5.2%/-13.7%/-0.9%/+17.0%/+20.8%。厨房小家电线上零售额出现明显增长，1月/2月厨房小家电线上零售额分别-12.9%/+27.3%；线下依然有所承压，1月/2月厨房小家电线下零售额分别-4.0%/-10.6%。清洁电器增速持续领先，前10周扫地机线上线下分别+64.4%/+57.7%，洗地机分别+36.4%/+17.7%。

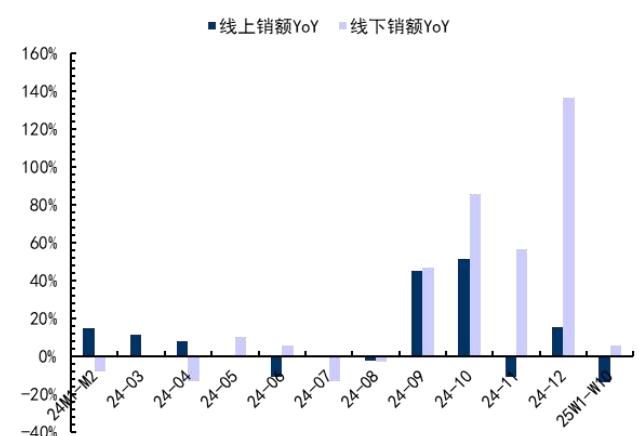
图1：空调线下零售额在2025年前10周增长良好



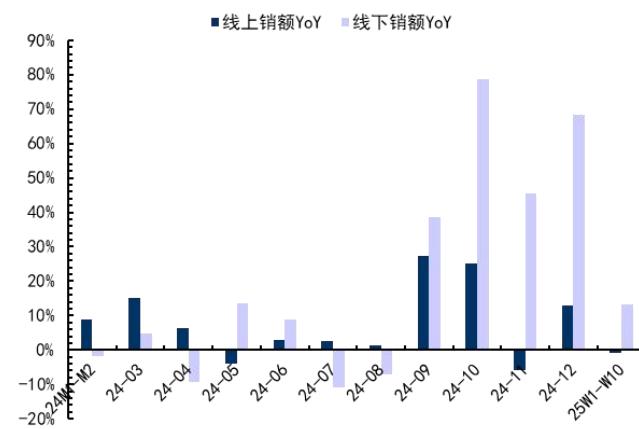
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

注：2025年W1-W10的时间为2024年12月30日-2025年3月9日，下同

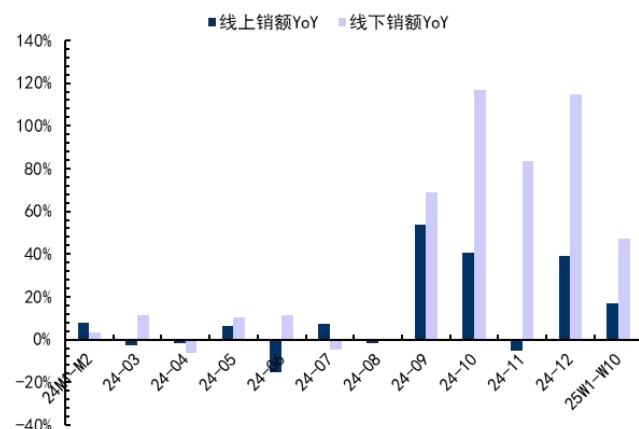
图2：冰箱2025年前10周线下零售额增长较好



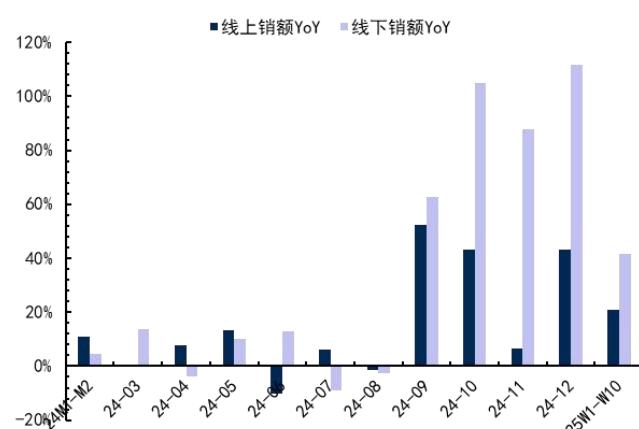
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

图3: 洗衣机线下零售额在 2025 年前 10 周增长良好


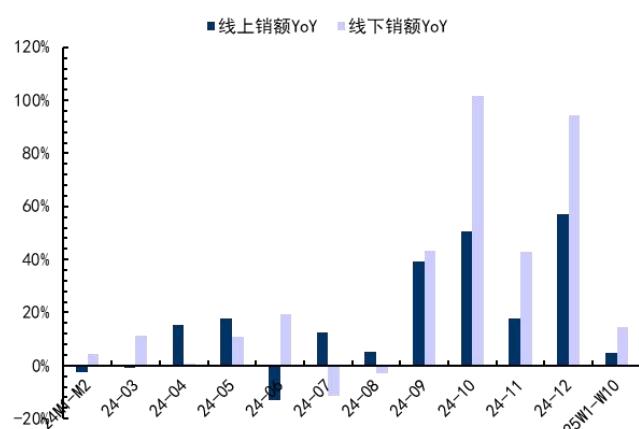
资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图4: 油烟机零售额在 2025 年前 10 周增长较快


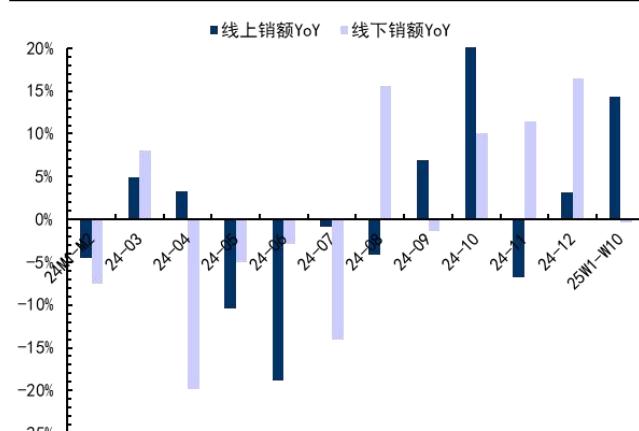
资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图5: 燃气灶零售额在 2025 年前 10 周增长较快


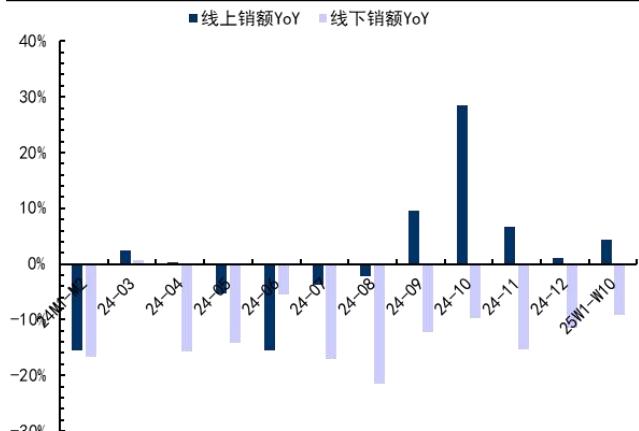
资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图6: 洗碗机零售额在 2025 年前 10 周增长良好


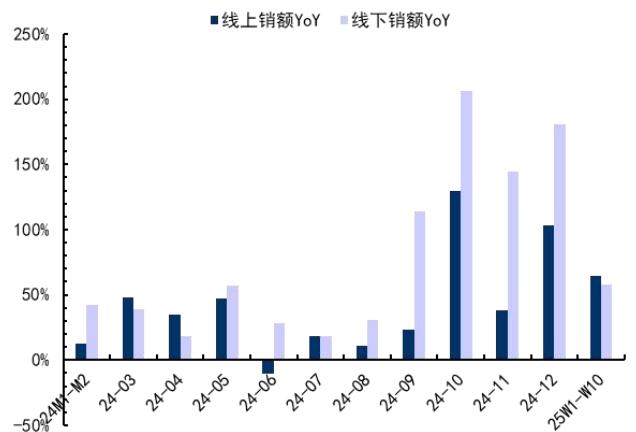
资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图7: 电饭煲零售需求在 2025 年前 10 周明显回暖


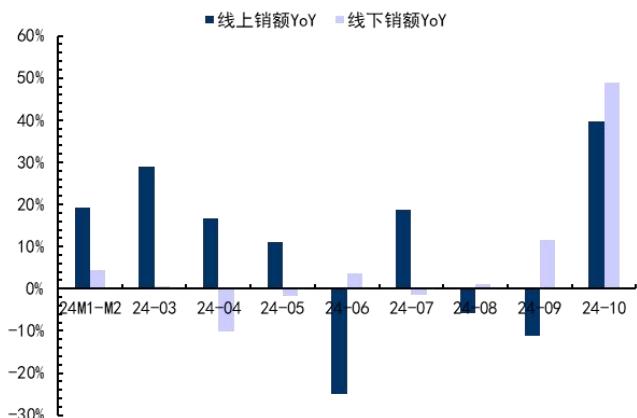
资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图8: 电水壶零售额增长在 2025 年前 10 周有所好转


资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

图9: 扫地机零售需求在 2025 年前 10 周延续快速增长


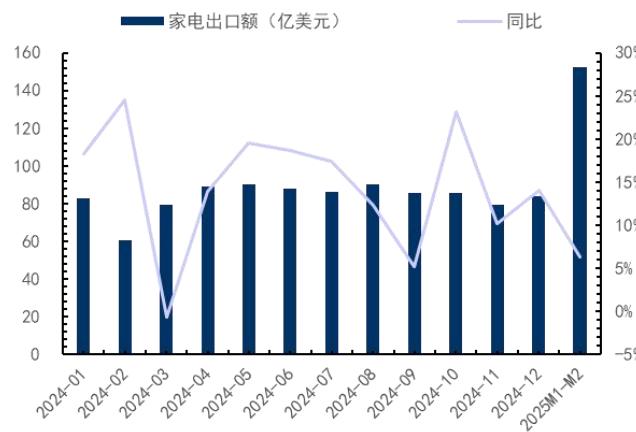
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

图10: 洗地机零售额在 2025 年前 10 周延续较快增长


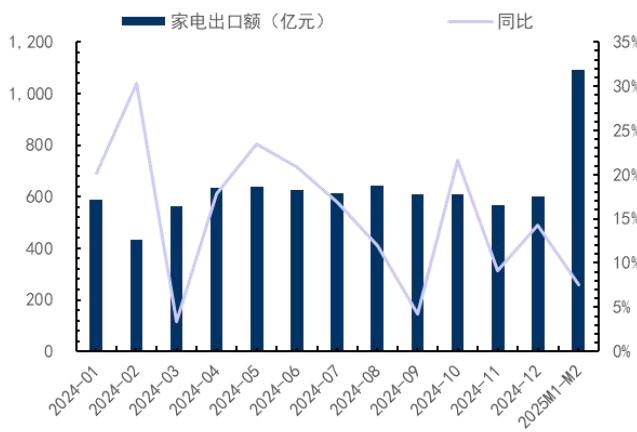
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

2.2 家电 1-2 月出口额累计增长 8%，延续良好增长态势

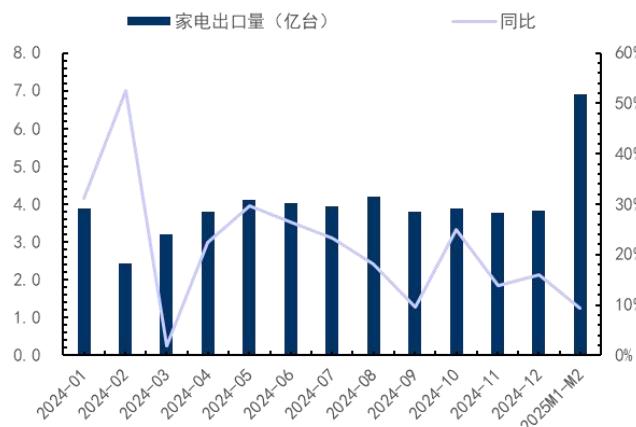
1-2 月我国家电出口量增长 9%，出口额增长 8%（人民币口径），在去年同期较高基数下，增速环比有所回落。据海关总署发布的数据，1-2 月我国家电出口额达到 1093.9 亿元，同比增长 7.6%；以美元计算，出口额为 152.2 亿美元，同比增长 6.3%；出口量为 6.9 亿台，同比增长 9.4%。在去年同期较高的基数下，1-2 月出口增速出现回落（2024 年 12 月增长 14.3%），但依然延续良好增长趋势。复合 4 年来看，1-2 月我国家电出口量/额（人民币口径）较 2021 年 1-2 月复合增长 3.7%/0.7%。排除海外库存带来的波动，我国家电外销整体增长相对平稳，外销需求并未透支，预计后续仍能实现良好增长。

图11: 1-2 月我国家电外销出口额增长 6%（美元口径）


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图12: 1-2 月家电出口额增长 8%（人民币口径）


资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图13: 1-2月我国家电出口量增长9%


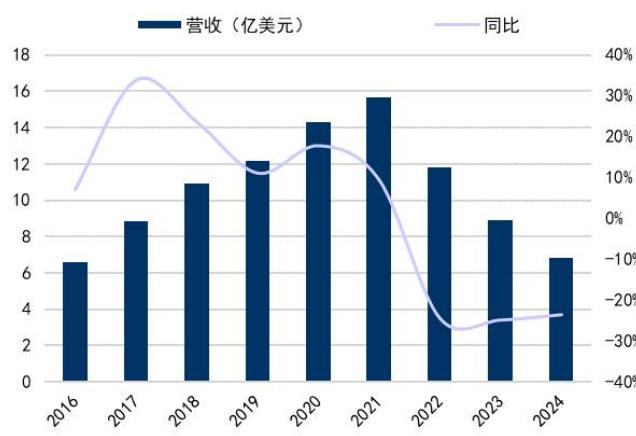
资料来源:海关总署, 国信证券经济研究所整理

图14: 我国家电出口均价(美元计价)降幅收窄

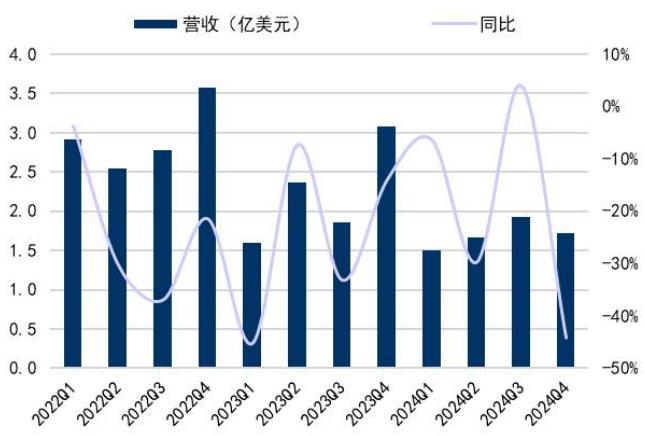

资料来源:海关总署, 国信证券经济研究所整理

2.3 iRobot 2024Q4 收入下降44%，全球市场均在收缩

3月12日iRobot公布2024Q4财报,2024Q4公司实现收入1.7亿美元,同比下降44.1%;2024年全年营收6.8亿美元,同比下降23.4%。公司Q4美国收入同比下降47%,日本收入下降34%,欧洲、中东和非洲收入下降44%,在全球主要市场均面临着竞争挑战。公司Q4毛利率同比下降9.4pct至9.5%,其中组件库存减值和不可撤销的采购承诺损失对毛利率负面影响4.8pct。公司Q4GAAP运营亏损0.61亿美元,2023Q4为亏损0.52亿美元,盈利能力明显承压。公司全年的亏损情况则有所好转,2024年GAAP运营亏损1.0亿美元,2023年为亏损2.6亿美元。

图15: 2024年iRobot收入下降23%


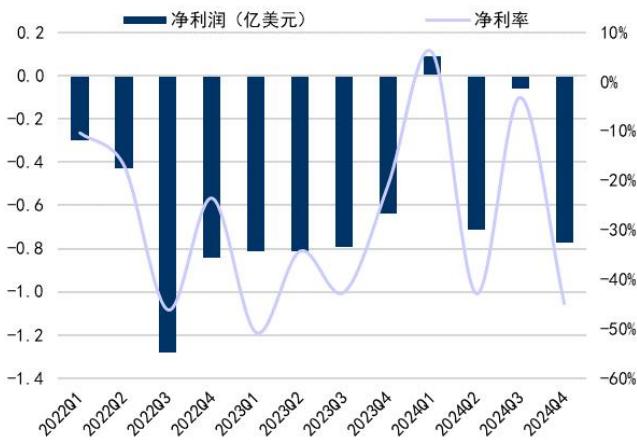
资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图16: iRobot收入2024Q4下降明显


资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 2022年以来 iRobot 盈利能力明显承压


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

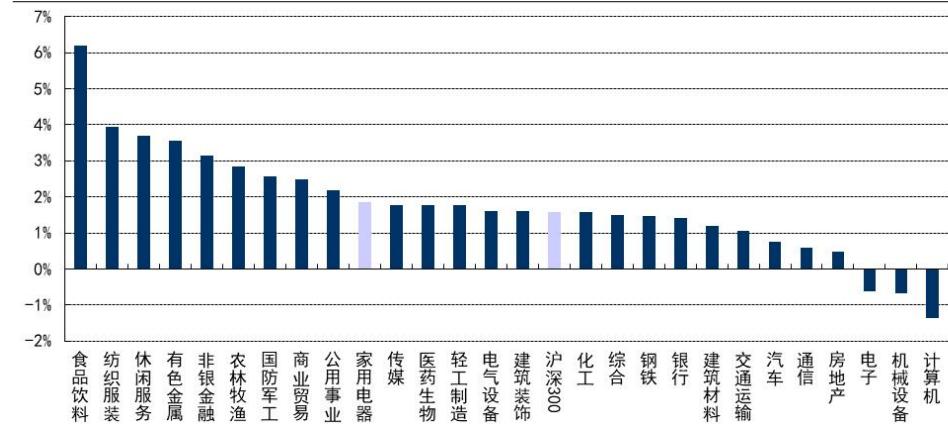
图18: iRobot 盈利能力 2024Q4 承压明显


资料来源: wind, 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

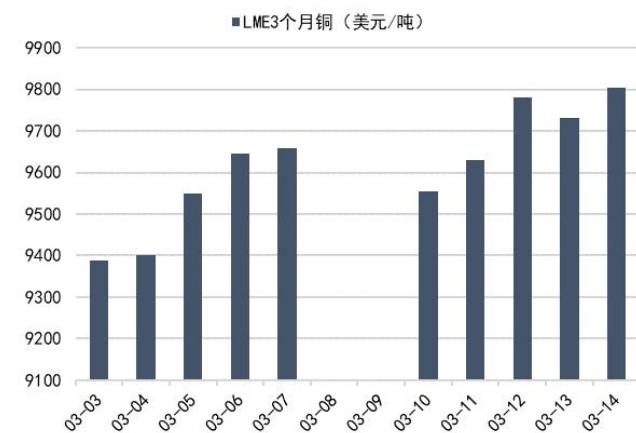
本周家电板块+1.87%；沪深300指数+1.59%，周相对收益+0.28%。

图19: 本周家电板块实现正相对收益


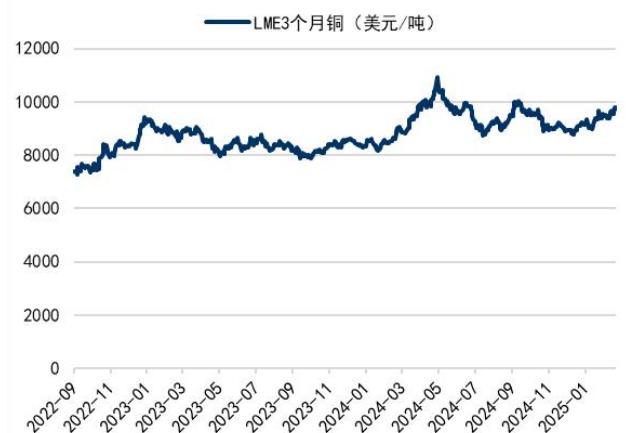
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

3.2 原材料价格跟踪

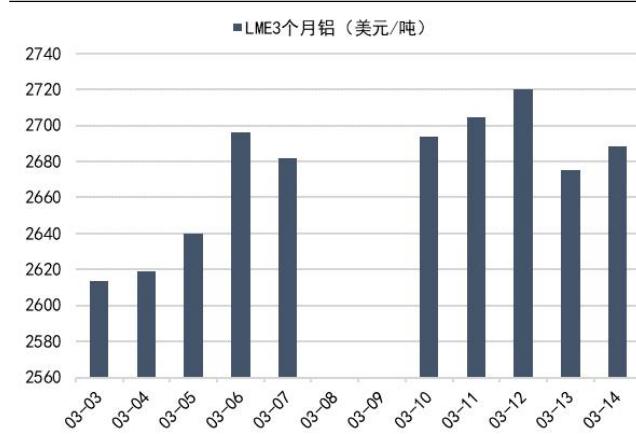
金属价格方面，本周 LME3 个月铜、铝价格分别周度环比+1.5%、+0.2% 至 9805/2688.5 美元/吨；冷轧板价格（上海：价格：冷轧板卷（1.0mm））周环比+2.0% 至 4160 元/吨。

图20: LME3 个月铜价本周上涨


资料来源: 伦敦金属交易所, 国信证券经济研究所整理

图21: LME3 个月铜价震荡走高


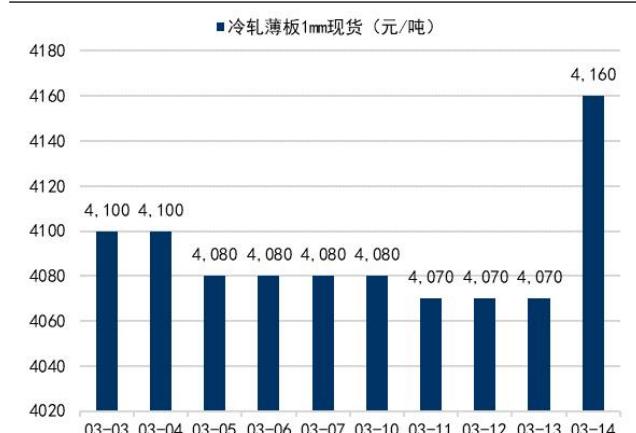
资料来源: 伦敦金属交易所, 国信证券经济研究所整理

图22: LME3 个月铝价格本周上涨


资料来源: 伦敦金属交易所, 国信证券经济研究所整理

图23: LME3 个月铝价震荡上行


资料来源: 伦敦金属交易所, 国信证券经济研究所整理

图24: 冷轧价格本周价格环比上涨


资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 冷轧价格触底反弹后震荡

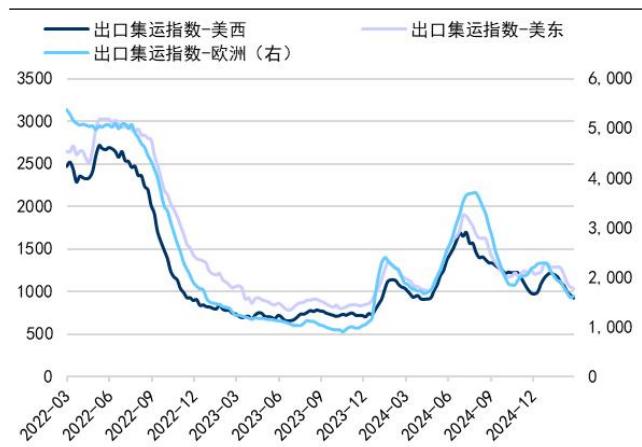

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

3.3 海运及天然气价格跟踪

海运价格自 2022 年 8 月以来高位持续回落，近期底部反弹后震荡。本周出口集运指数-美西线为 923.48，周环比-4.06%；美东线为 1040.09，周环比-1.94%；欧洲线为 1622.61，周环比+1.63%。

海外天然气价格自 2020 年底开始攀升，近期高位回落后有所回升。本周海外天然气价格（此处以路易斯安那州亨利港天然气现货价代表）周环比-7.1% 至 3.92 美元/百万英热单位。

图26: 海运价格反弹后再次回落



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 天然气价格本周下降



资料来源:金联创, Wind, 国信证券经济研究所整理

4、家电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子近日收到某国内知名汽车主机厂的第二个开发定点通知，宜宾极米将成为该客户某项目的车载投影零部件供应商。公司已累计获得 8 个车载业务定点，定点项目涵盖智能座舱、智能大灯零部件产品，客户包括国内外知名汽车产业链企业。

4.2 行业动态

【奥维云网：政策红利驱动：中国高端智能门锁开启黄金增长期】奥维云网 (AVC) 全渠道推总数据显示，2024 年中国智能门锁市场零售量规模达到 2031 万套，同比增长 8.6%。其中，线上市场零售量规模为 789 万套，同比增长 20.9%，市场占比达到 39%，较 2023 年提升了 4 个百分点。线上智能门锁市场的大幅增长，是消费习惯变迁、渠道效率升级以及国补政策等多因素共同作用的结果。

【奥维云网：“以旧换新”系列专题 | 家电“以旧换新”最新数据（2025 年 2 月）】奥维云网 (AVC) 监测数据显示，2025 年 2 月中国家电线上市场（不含 3C）零售额、零售量分别同比+21.4% 和 +17.5%，线下零售额、零售量分别同比+61.2% 和 +16.6%。1-2 月家电市场双渠道零售额、零售量均实现稳步增长，其中线下市场零售额增幅达 10.2%。

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
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
000333	美的集团	优于大市	71.87	4.80	5.04	5.57	15	14	13	2.64
000651	格力电器	优于大市	43.20	5.15	5.80	6.23	8	7	7	1.92
600690	海尔智家	优于大市	27.30	1.76	2.02	2.28	16	13	12	2.34
688696	极米科技	优于大市	134.36	1.72	0.14	1.92	109	960	70	3.17
002032	苏泊尔	优于大市	53.35	2.70	2.88	3.11	20	19	17	7.62
002242	九阳股份	优于大市	10.29	0.51	0.23	0.45	20	45	23	2.28
002705	新宝股份	优于大市	16.80	1.19	1.35	1.51	14	12	11	1.71
002959	小熊电器	优于大市	44.48	2.84	1.79	2.16	16	25	21	2.65
002508	老板电器	优于大市	23.23	1.83	2.01	2.19	13	12	11	2.03
002677	浙江美大	优于大市	7.88	0.72	0.73	0.74	11	11	11	3.09
300894	火星人	优于大市	16.55	0.61	0.74	0.79	27	22	21	5.11
300911	亿田智能	优于大市	46.50	1.68	1.86	2.01	28	25	23	4.96
605336	帅丰电器	优于大市	18.70	1.03	1.09	1.15	18	17	16	1.80
603486	科沃斯	优于大市	61.15	1.06	1.94	2.31	58	32	26	5.13
688169	石头科技	优于大市	247.20	15.60	11.75	13.25	16	21	19	3.71
688007	光峰科技	优于大市	18.06	0.22	0.16	0.47	81	114	38	3.01
688793	倍轻松	优于大市	33.25	-0.59	0.29	0.70	-56	115	48	7.55
000921	海信家电	优于大市	29.66	2.04	2.46	2.73	15	12	11	2.78
000541	佛山照明	优于大市	6.87	0.19	0.20	0.25	37	34	28	1.65
603757	大元泵业	优于大市	23.37	1.71	1.42	1.55	14	16	15	2.51
2148.HK	Vesync	优于大市	5.16	0.07	0.08	0.09	10	8	7	2.24
2285.HK	泉峰控股	优于大市	18.34	-0.07	0.24	0.29	-32	10	8	1.22
603303	得邦照明	优于大市	13.04	0.79	0.73	0.82	17	18	16	1.75
002668	TCL智家	优于大市	11.86	0.73	0.94	1.04	16	13	11	5.32
301332	德尔玛	优于大市	11.01	0.24	0.28	0.35	47	39	32	1.79
603215	比依股份	优于大市	18.23	1.07	0.82	1.00	17	22	18	3.04
603187	海容冷链	优于大市	11.70	1.07	0.90	1.00	11	13	12	1.12

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±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±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提供。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