



家电行业周报 20250406

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

国金证券研究所

分析师: 赵中平 (执业 S1130524050003)
zhaozhongping@gjzq.com.cn分析师: 王刚 (执业 S1130524080001)
wang_g@gjzq.com.cn联系人: 蔡润泽
cairunze@gjzq.com.cn

美国“对等关税”落地，家电无惧扰动

美国“对等关税”落地，家电无惧扰动

特朗普宣布对所有贸易伙伴征收“对等关税”，拟对中国再加征34%。4月2日，美国总统特朗普在白宫签署两项关于“对等关税”的行政令，1)宣布美国对贸易伙伴加征10%的“最低基准关税”，预计4月5日生效，2)并对一些贸易伙伴征收更高的额外关税，预计4月9日生效。其中，对中国、欧盟、日本、越南、印度等美国主要贸易国分别加征34%、20%、24%、46%、26%，超出市场预期，但对符合美墨加贸易协定的商品免征关税，好于前期预测。

对等关税力度、广度超出预期，针对特定国家的额外关税距离执行尚有一定时间，具体落地时间、实际加征关税幅度等关键事项仍有博弈空间，后续需观察各国谈判结果。我们认为无需忧虑，我国家电行业依然具有强竞争优势。1)供应链角度来看，我国家电产能短期难有替代。在三大白电的核心部件压缩机和电机市场中，中国产能份额达70%以上。在黑电领域，海信视像与TCL电子全球市占率领先，全球TV代工前十大厂商均为中国公司。海外供应链体系成熟度低于我国，短期内美国难以找到替代性产能，预计对中国产能依赖度仍会较高。2)新兴市场已成为我国家电出口增长的重要贡献。近年新兴市场占我国家电出口比重已明显上升，以冰冷出口为例，2015年至2019年，我国出口冰冷总量增长39%，其中欧洲+北美合计贡献超过一半以上，但2020年至2024年，我国冰冷出口总量增长17%，其中欧洲+北美合计为负贡献，新兴市场在人口总量扩容+家电渗透率提升的逻辑下具备长期增长潜力。3)参考2018年情况，关税对家电公司实际利润影响可控。中国家电出口竞争力是立足于中国完善的产业链与制造业成本优势，关税增加依然难以削弱其相对竞争力，最终成本上涨大概率将传递到终端价格。在2018-2020年第一轮贸易战期间，我国家电企业海外盈利能力并未受到明显影响，白电出口毛利率整体稳中有升。

行业重点数据跟踪

市场及板块行情跟踪：本周沪深300指数-1.37%，申万家电指数-3.46%。个股中，本周涨幅前三名分别为三星新材(21.27%)、倍益康(+10.94%)、ST德豪(+9.58%)；本周跌幅前三名分别为欧圣电气(-15.21%)、奇精机械(-12.64%)、莱克电气(-12.09%)。

原材料价格跟踪：本周(3/31-4/04)铜价指数-8.71%，铝价指数-6.47%，冷轧板卷指数-0.23%，中国塑料城价格指数+0.27%。本月铜价指数-5.66%，铝价指数-10.23%，冷轧板卷指数-4.55%，中国塑料城价格指数+0.36%。

汇率及海运价格跟踪：截至2025年4月4日，美元兑人民币汇率中间价报7.19，周涨幅+0.01%，年初至今0.01%。近期集装箱航运市场运价小幅下行，上周出口集装箱运价综合指数环比-0.81%。

房地产数据跟踪：25年1-2月，住宅新开工/住宅施工/住宅竣工/住宅销售全国累计面积分别为4821/421351/6328/9207万平方米，分别同比-29.1%/-9.7%/-17.8%/-3.7%。

细分行业景气指标

板块景气判断：白色家电-稳健向上、黑色家电-稳健向上、厨卫电器-底部企稳、扫地机-高景气维持。

投资建议

美国“对等关税”落地力度、广度超预期，在出口压力加大的趋势下国内政策预期进一步打开，建议：1)降低美国出口敞口风险，抓内需+补贴主线，向内需为主或非美出口标的切换；2)对美出口较高标的中优选产能多分布在美墨加自贸协定区内的公司。

风险提示

海内外需求波动、行业竞争加剧、原材料价格波动、汇率波动、关税波动风险。



内容目录

1、周观点：美国“对等关税”落地，家电无惧扰动.....	4
2、行业重点数据跟踪.....	7
2.1、市场及板块行情回顾.....	7
2.2、原材料价格跟踪.....	8
2.3、汇率及海运价格跟踪.....	9
2.4、房地产数据跟踪.....	9
3、重点公司公告及行业动态.....	10
3.1、重点公司公告.....	10
3.2、行业动态.....	10
4、投资建议.....	10
5、风险提示.....	12

图表目录

图表 1：特朗普再次上任以来发布了一系列关税举措.....	4
图表 2：部分国家对“对等关税”政策的反应.....	4
图表 3：若对等关税落地，主要空调和冰冷产品关税将普遍达到 80%左右.....	5
图表 4：空调、冰箱、洗衣机核心零部件中国制造占比高.....	6
图表 5：全球 TV 代工前十大厂商均为中国公司.....	6
图表 6：2015 至 2019 年冰冷出口中成熟市场贡献度较高.....	6
图表 7：2020 至 2024 年冰冷出口中新兴市场贡献度明显上升.....	6
图表 8：18 年贸易战对我国家电企业实际影响有限，主要白电企业期间外销毛利率稳中有升.....	7
图表 9：申万一级行业涨跌幅（3/31-4/04）.....	7
图表 10：家电板块 PE-TTM（21/01/04-25/4/04）.....	7
图表 11：上周涨幅前十名公司（3/31-4/04）.....	8
图表 12：上周跌幅前十名公司（3/31-4/04）.....	8
图表 13：LME 铜价上周 3/31-4/04 下降 8.71%（美元/吨）.....	8
图表 14：LME 铝价上周 3/31-4/04 下降 6.47%（美元/吨）.....	8
图表 15：冷轧板卷上周 3/31-4/04 下降 0.23%（元/吨）.....	8
图表 16：塑料上周 3/31-4/04 上升 0.27%（元/吨）.....	8
图表 17：美元兑人民币汇率：周涨幅+0.04%.....	9
图表 18：集装箱运价综合指数环比-0.81%.....	9
图表 19：2025 年 1-2 月住宅新开全国累计面积同比-29.1%.....	9



图表 20: 2025 年 1-2 月住宅施工全国累计面积同比 -9.7%	9
图表 21: 2025 年 1-2 月住宅竣工全国累计面积同比 -17.8%	10
图表 22: 2025 年 1-2 月住宅销售全国累计面积同比 -3.7%	10



1、周观点：美国“对等关税”落地，家电无惧扰动

特朗普宣布对所有贸易伙伴征收“对等关税”，拟对中国再加征34%。4月2日，美国总统特朗普在白宫签署两项关于“对等关税”的行政令，1)宣布美国对贸易伙伴加征10%的“最低基准关税”，预计4月5日生效，2)并对一些贸易伙伴征收更高的额外关税，预计4月9日生效，其中，对中国、欧盟、日本、越南、印度等美国主要贸易国分别加征34%、20%、24%、46%、26%，超出市场预期，但对符合美墨加贸易协定的商品免征关税，好于前期预测，整体看本轮关税广度、力度超市场预期。

图表1：特朗普再次上任以来发布了一系列关税举措

时间线	特朗普第二任期关税政策总结
2025年2月1日	“特朗普签署行政令，基于《国际紧急经济权力法》(IEEPA)，以芬太尼等问题为由，宣布对所有进口自中国的商品，在现有关税基础上加征10%的关税。彼时，特朗普还宣布，美国将对进口自墨西哥、加拿大两国的商品加征25%的关税，其中对来自加拿大的能源资源加征10%的关税，随后宣布暂缓一个月实施。”
2025年2月10日	特朗普签署行政令，宣布对所有进口到美国的钢铁和铝征收25%的关税，该政策将于3月4日生效。特朗普当天还表示，相关要求“没有例外和豁免”。
2025年3月3日	特朗普签署行政令，将对中国的加征关税从10%提高至20%。
2025年3月4日	对进口自加拿大、墨西哥两国的产品加征25%关税的措施生效，特朗普签署行政令调整加征关税措施，对符合《美墨加协定》优惠条件的进口商品免征关税。
2025年4月2日	特朗普签署关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴加征10%的“最低基准关税”，并对一些贸易伙伴征收更高关税。其中，对中国、欧盟、日本、越南、印度分别加征34%、20%、24%、46%、26%。

来源：人民网，国金证券研究所

额外关税的落地情况尚待确认，部分国家已开始与美国谈判。特朗普表示对与寻求避免美国关税的国家达成协议持开放态度。4月3日以来，多个国家争取与美国谈判，避免高额关税。越南、印尼、泰国、菲律宾等国家表示不会采取报复措施，愿意做出调整同美国进行谈判，最终避开高额关税。欧盟等国家则计划通过“反胁迫工具”、双边关税等措施反制。参考目前的谈判情况，我们判断部分国家实际落地的关税可能会低于前期宣布的“对等关税”税率。

图表2：部分国家对“对等关税”政策的反应

国家	“对等关税”政策后反应
柬埔寨 (49%)	柬埔寨政府已决定立即将19类美国产品的进口关税从最高35%大幅下调至5%，柬埔寨向美国政府提出建立谈判机制的建议，并恳请美方延长关税实施期限。
越南 (46%)	越共中央总书记苏林表示与美国总统特朗普达成一致，将讨论并签署双边协议，以落实零关税承诺。
泰国 (36%)	泰国总理佩通坦表示，泰国已经准备好一项“强有力的计划”来应对美国不断增加的新贸易关税，并希望通过谈判来削减关税。
印尼 (32%)	印尼政府于3日晚发表声明称计划派遣高级代表团前往美国展开谈判。此外印尼方面已与当前担任东盟轮值主席国的马来西亚进行沟通，以共同制定应对策略。
菲律宾 (17%)	菲律宾政府表示17%互惠关税在全球范围内属于最低之一，政府将接受17%关税。
巴西 (10%)	4月2日晚，巴西众议院通过了《商业对等法案》(PL 2.088/2023)，授权政府对那些对巴西商品设立贸易壁垒的国家或经济体实施对等反制措施。该法案现已提交卢拉总统批准。

来源：柬华日报，财通社，新浪财经，国金证券研究所

若对等关税全部落地，中国白电输美关税或升至80%以上。2018年以来，我国出口至美国的家电产品经历了多轮关税上升，包括2018年贸易战期间的三次“加征清单”、今年第一季度已执行的10%+10%税率及4月9日可能落地的“对等关税”。若本轮“对等关税”如期落地，则我国输美的白色家电产品适用的关税税率(含大型洗衣机反倾销税)将攀升至55.8%-112.2%，其中，空调和冰箱冷柜产品的关税普遍将达到80%左右。



图表3：若对等关税落地，主要空调和冰冷产品关税将普遍达到80%左右

品类	2017-2018年	2019年	2020-2024年	2025年2月	2025年3月	2025年4月
空调	独立窗式或壁挂式空调机	0.0%	25.0%	25.0%	35.0%	45.0%
	分体窗式或壁挂式空调机，包括制冷单元和冷却/加热循环反转阀	1.0%	26.0%	26.0%	36.0%	46.0%
	其他独立或分体式空调机	2.2%	27.2%	27.2%	37.2%	47.2%
	机动车中供人使用空调机	1.4%	26.4%	26.4%	36.4%	46.4%
	空调机组，包括制冷单元和冷却/加热循环反转阀	1.0%	26.0%	26.0%	36.0%	46.0%
	其他含制冷单元空调机	2.2%	27.2%	27.2%	37.2%	47.2%
	其他不含制冷单元空调机	1.4%	26.4%	26.4%	36.4%	46.4%
冰箱、冰柜	组合式冰箱冷柜，配备独立的外门	0.0%	25.0%	25.0%	35.0%	45.0%
	电动或其他家用压缩式冰箱，不包括第8418.10子目所列	0.0%	25.0%	25.0%	35.0%	45.0%
	电动或其他家用型冰箱，不包括8418.10子目所列	1.9%	26.9%	26.9%	36.9%	46.9%
	电动或其他立式冷冻柜，容量不超过800升	0.0%	25.0%	25.0%	35.0%	45.0%
	电动或其他立式冷冻柜，容量不超过900升	0.0%	25.0%	25.0%	35.0%	45.0%
	冷藏或冷冻展示柜台、橱柜、展柜及类似冷藏或冷冻家具	0.0%	25.0%	25.0%	35.0%	45.0%
	干衣容量不超过10kg的投币式全自动洗衣机	1.4%	16.4%	8.9%	18.9%	28.9%
洗衣机	干衣容量不超过10kg的波轮洗衣机	51.1%	66.1%	58.6%	68.6%	78.6%
	干衣容量不超过10kg的非投币式、非波轮式全自动洗衣机	51.1%	66.1%	58.6%	68.6%	78.6%
	干衣容量不超过10kg的其他具有内置离心式干燥机的洗衣机	2.6%	17.6%	2.6%	12.6%	22.6%
	干衣容量不超过10kg的其他洗衣机	1.8%	16.8%	1.8%	11.8%	21.8%
	干衣容量超过10kg的机器，投币式	1.0%	16.0%	8.5%	18.5%	28.5%
	干衣容量超过10kg的机器，波轮式	50.7%	65.7%	58.2%	68.2%	78.2%
	其他干衣容量超过10kg的洗衣机	50.7%	65.7%	58.2%	68.2%	78.2%

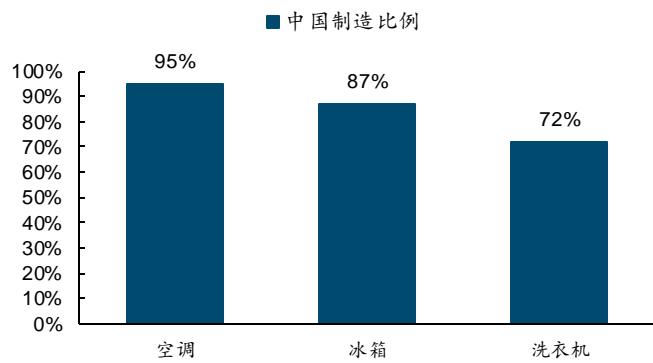


来源：产业在线，国金证券研究所

对等关税力度、广度超出预期，针对特定国家的额外关税距离执行尚有一定时间，具体落地时间、实际加征关税幅度等关键事项仍有博弈空间，后续需观察各国谈判结果。我们认为无需忧虑，我国家电行业依然具有强竞争优势。

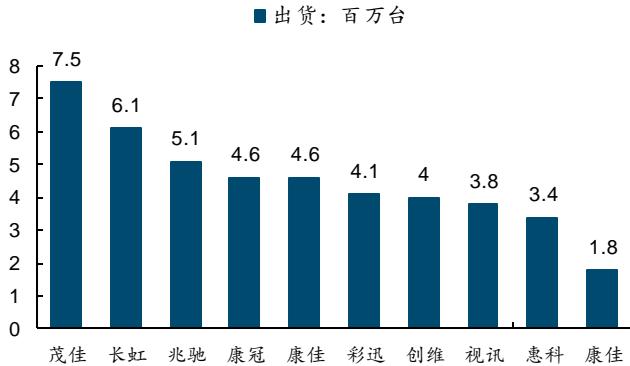
1) 供应链角度来看，我国家电产能占绝对优势，美国本土家电供应缺口较大，我国家电产能短期难有替代。家电制造业对生产条件要求较高，全球产能分布集中，且不同国家在家电产品品类上的产能分布差异巨大。据产业在线，我国白电生产占全球需求比重在 65%左右，核心部件压缩机和电机市场中，中国产能份额达 70%以上。在黑电领域，海信视像与 TCL 电子全球市占率领先，全球 TV 代工前十大厂商均为中国公司。海外供应链体系成熟度低于我国，美国本土家电供应缺口较大，预计对中国产能依赖度仍会较高。

图表4：空调、冰箱、洗衣机核心零部件中国制造占比高



来源：产业在线，国金证券研究所（备注：核心零部件指压缩机与电机）

图表5：全球 TV 代工前十大厂商均为中国公司

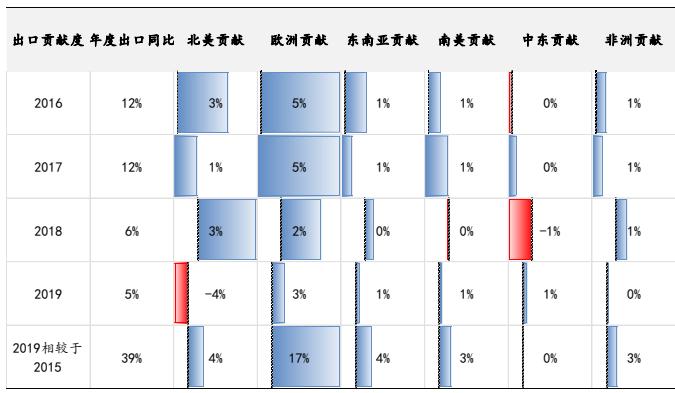


来源：DISCIEN，国金证券研究所

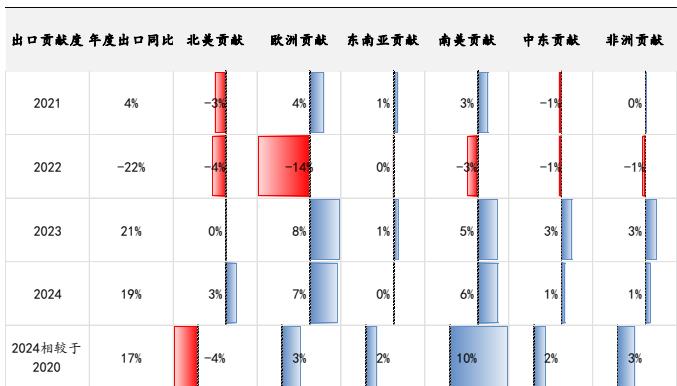
2) 新兴市场已成为我国家电出口增长的重要贡献。近年新兴市场占我国家电出口比重已明显上升，以冰冷出口为例，2015 年至 2019 年，我国出口冰冷总量增长 39%，其中欧洲+北美合计贡献超过一半以上，但 2020 年至 2024 年，我国冰冷出口总量增长 17%，其中欧洲+北美合计为负贡献，新兴市场在人口总量扩容+家电渗透率提升的逻辑下具备长期增长潜力。

图表6：2015 至 2019 年冰冷出口中成熟市场贡献度较高

图表7：2020 至 2024 年冰冷出口中新兴市场贡献度明显上升



来源：海关总署，国金证券研究所

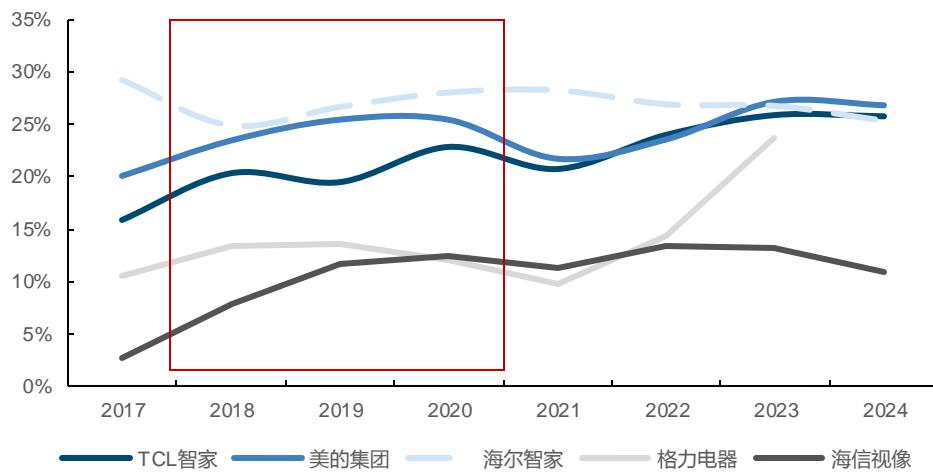


来源：海关总署，国金证券研究所

3) 参考 2018 年情况，关税对家电公司实际利润影响可控。我国家电出口竞争力是立足于中国完善的产业链与制造业成本优势，关税增加依然难以削弱其相对竞争力，最终成本上涨大概率将传递到终端价格。在 2018-2020 年第一轮贸易战期间，我国家电企业海外盈利能力并未受到明显影响，白电出口毛利率整体稳中有升。



图表8：18年贸易战对我国家电企业实际影响有限，主要白电企业期间外销毛利率稳中有升



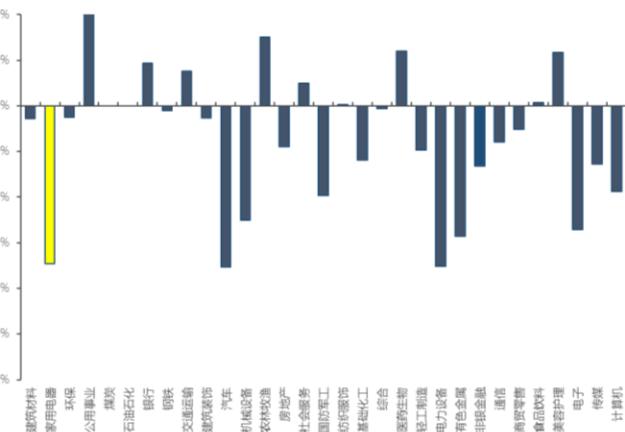
来源：wind，国金证券研究所

2、行业重点数据跟踪

2.1、市场及板块行情回顾

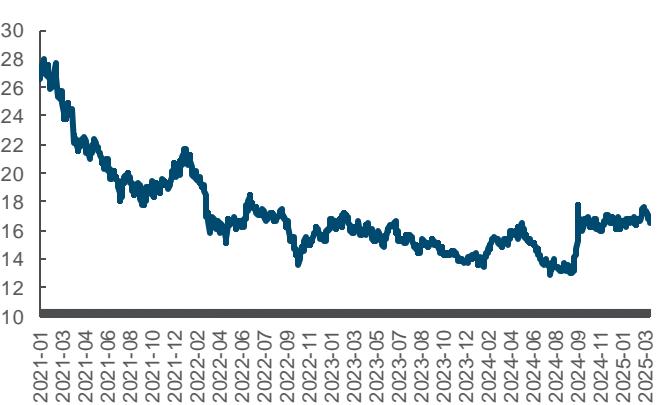
本周沪深300指数-1.37%，申万家电指数-3.46%。个股中，本周涨幅前三名分别为三星新材（21.27%）、倍益康（+10.94%）、ST德豪（+9.58%）；本周跌幅前三名分别为欧圣电气（-15.21%）、奇精机械（-12.64%）、莱克电气（-12.09%）。

图表9：申万一级行业涨跌幅（3/31-4/04）



来源：wind，国金证券研究所

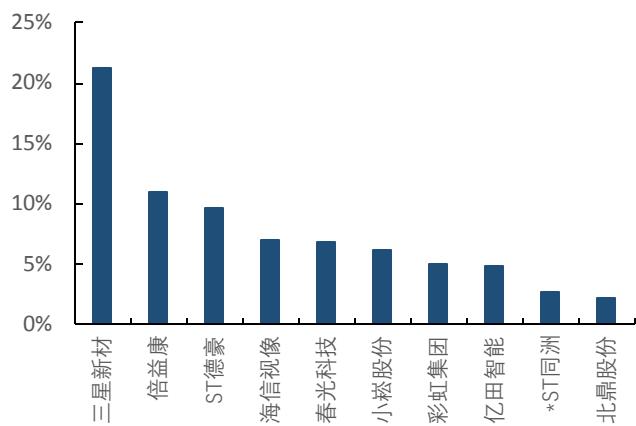
图表10：家电板块PE-TTM (21/01/04-25/4/04)



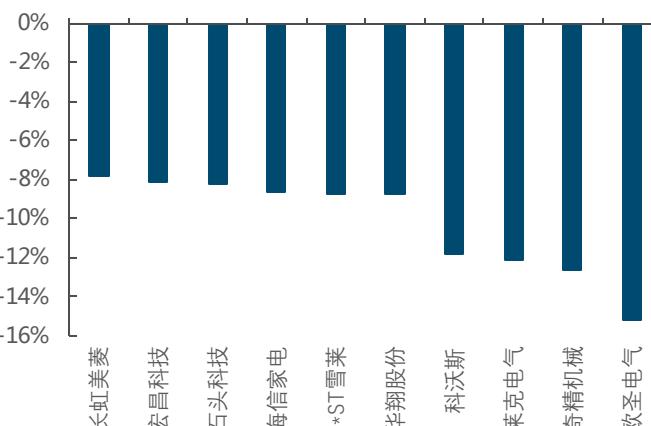
来源：wind，国金证券研究所



图表11：上周涨幅前十名公司 (3/31-4/04)



图表12：上周跌幅前十名公司 (3/31-4/04)



来源：wind, 国金证券研究所

来源：wind, 国金证券研究所

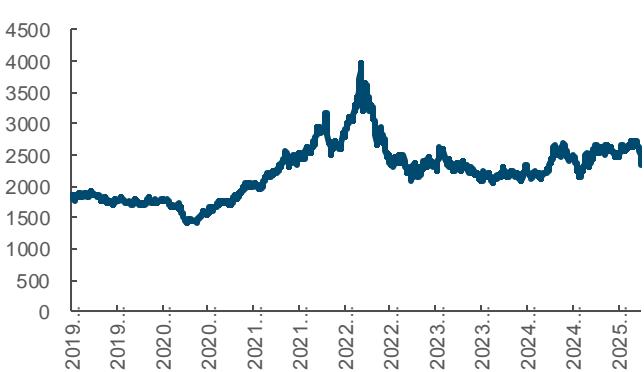
2.2、原材料价格跟踪

本周 (3/31-4/04) 铜价指数-8.71%，铝价指数-6.47%，冷轧板卷指数-0.23%，中国塑料城价格指数+0.27%。本月铜价指数-5.66%，铝价指数-10.23%，冷轧板卷指数-4.55%，中国塑料城价格指数+0.36%。25 年以来，铜价指数+7.77%，铝价指数-7.12%，冷轧板卷指数-4.13%，中国塑料城价格指数+0.30%。

图表13：LME 铜价上周 3/31-4/04 下降 8.71% (美元/吨)



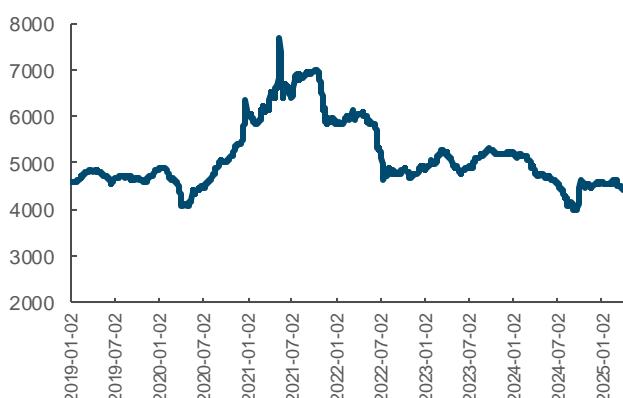
图表14：LME 铝价上周 3/31-4/04 下降 6.47% (美元/吨)



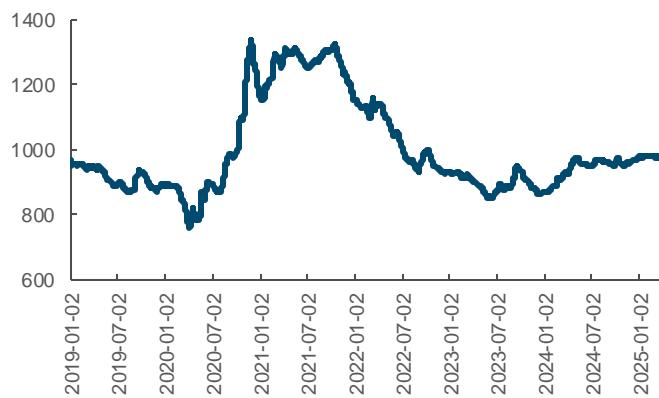
来源：wind, 国金证券研究所

来源：wind, 国金证券研究所

图表15：冷轧板卷上周 3/31-4/04 下降 0.23% (元/吨)



图表16：塑料上周 3/31-4/04 上升 0.27% (元/吨)



来源：wind, 国金证券研究所

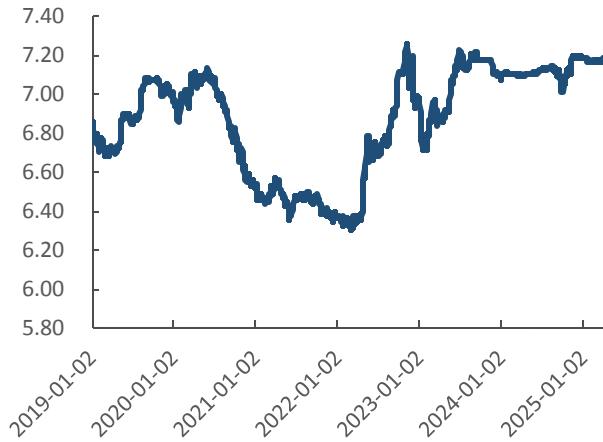
来源：wind, 国金证券研究所



2.3、汇率及海运价格跟踪

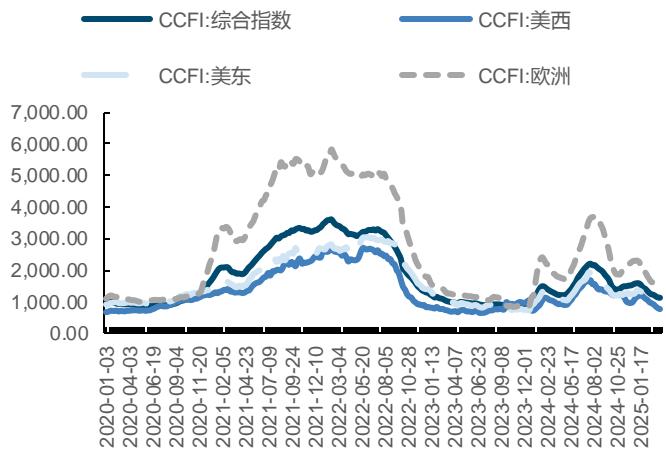
截至 2025 年 4 月 4 日，美元兑人民币汇率中间价报 7.19，周涨幅+0.01%，年初至今 0.01%。近期集装箱航运市场运价小幅下行，上周出口集装箱运价综合指数环比-0.81%。

图表17：美元兑人民币汇率：周涨幅+0.04%



来源：wind，国金证券研究所

图表18：集装箱运价综合指数环比-0.81%

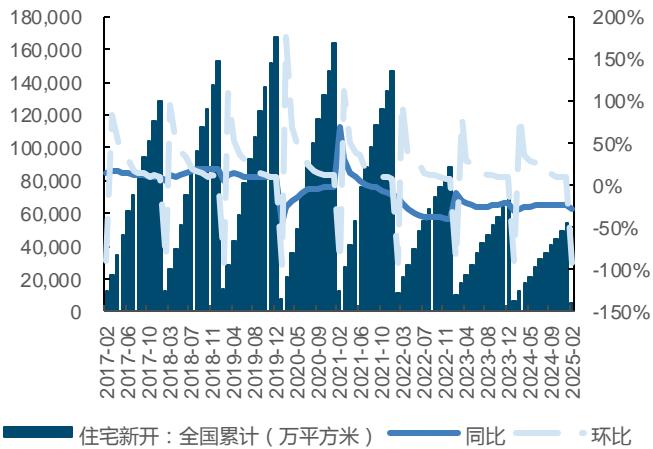


来源：wind，国金证券研究所

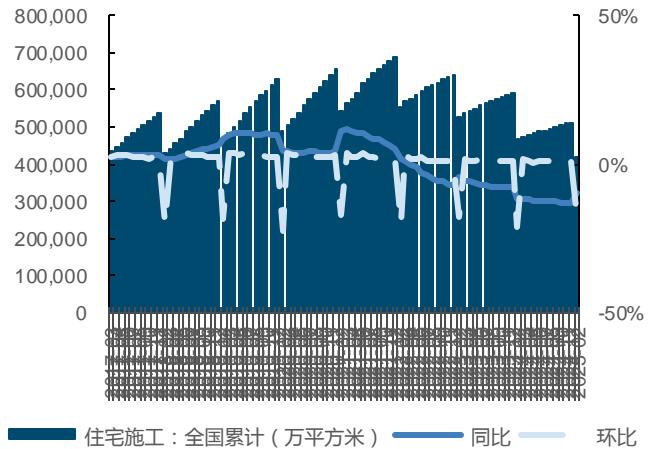
2.4、房地产数据跟踪

2025 年 1-2 月，住宅新开全国累计面积 4820.91 万平方米，同比-29.1%；住宅施工全国累计面积为 421351.4 万平方米，同比-9.7%；住宅竣工全国累计面积为 6328.1 万平方米，同比-17.8%；住宅销售全国累计面积为 9207.0 万平方米，同比-3.7%。

图表19：2025 年 1-2 月住宅新开全国累计面积同比-29.1%



图表20：2025 年 1-2 月住宅施工全国累计面积同比-9.7%

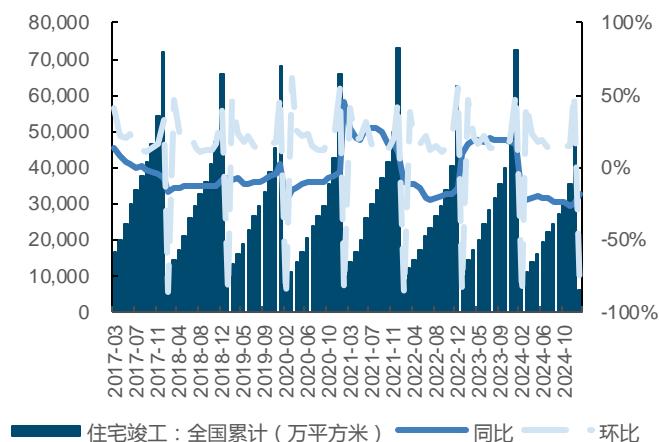


来源：wind，国金证券研究所

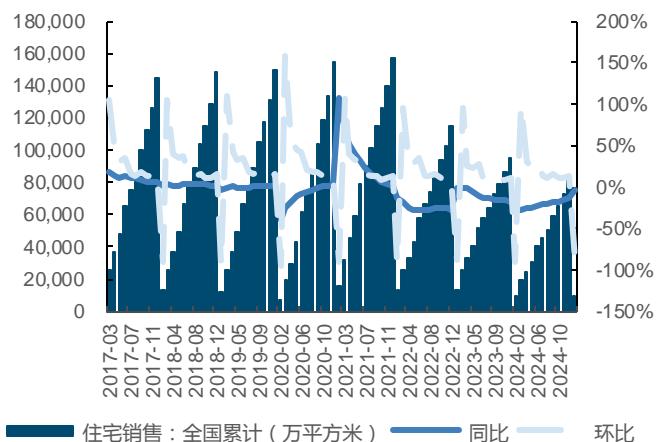
来源：wind，国金证券研究所



图表21: 2025年1-2月住宅竣工全国累计面积同比-17.8%



图表22: 2025年1-2月住宅销售全国累计面积同比-3.7%



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

3、重点公司公告及行业动态

3.1、重点公司公告

【海信视像】2024年年度报告:海信视像2024年年度报告显示,公司实现营业收入585.30亿元,同比增长9.17%;归属于上市公司股东的净利润22.46亿元,同比增长7.17%。

【小崧股份】2024年年度报告:2024年广东小崧科技股份有限公司营业收入为1,528,571,685.17元,归属于上市公司股东的净利润为-224,610,578.29元,扣除非经常性损益的净利润为-192,328,425.62元。

【苏泊尔】2024年年度报告:2024年,苏泊尔实现营业收入224.27亿元,同比增长5.27%;归属于上市公司股东的净利润22.44亿元,同比增长2.97%。

3.2、行业动态

【美加征关税,中国家电出口“承压”】当地时间4月2日,特朗普签署“对等关税”行政令,美国对贸易伙伴设10%“最低基准关税”并对部分伙伴征更高关税,中国输美产品将额外加34%附加关税,叠加此前关税,2025年4月9日起我国输美白色家电产品关税税率或升至55.8%-112.2%,空调和冰箱冷柜产品关税普遍达80%左右。

【2025年2月全产业链数据发布】根据产业在线数据,2025年2月家电市场表现分化,多数产品实现增长但内外销走势各异。家用空调生产1678.5万台,同比增长42.9%,销售1679.0万台,同比增长36.3%,内销受益于国家政策延续,出口因多因素影响后续增长趋缓。中央空调销售规模83.8亿元,同比增长26.8%,内销受春节等因素影响小幅增长,出口受益于海外需求及本土优势高速增长。空气源热泵销售规模13.5亿元,同比增长17.4%,内外销均有不错表现。冰箱、洗衣机等产量销量也有不同程度增长。而电视产量增长销量下滑,燃气灶、集成灶产量销量下滑。内销多因春节期间错位致去年同期低基数而增长,出口因前期抢出口等因素从高峰回落。

【空气源热泵产业长期向好】2025年《中华人民共和国能源法》施行,引导能源产业绿色发展,《北京市可再生能源开发利用条例》将空气能纳入可再生能源体系,为空气源热泵行业带来新机遇。此前,空气源热泵在政策扶持、头部品牌推广及技术革新下发展,2024年受房地产下行等影响进入盘整期,市场销售规模279.7亿元,同比下滑7.7%,当下行业因终端需求间歇性萎缩陷入“内卷式”价格竞争。

4、投资建议

美国“对等关税”落地力度、广度超预期,在出口压力加大的趋势下国内政策预期进一步



打开，建议：1) 降低美国出口敞口风险，抓内需+补贴主线，向内需为主或非美出口标的切换，建议关注格力电器、美的集团、海信家电、TCL 智家、老板电器、华帝股份；2) 对美出口较高标的中优选产能多分布在美墨加自贸协定区内的公司，建议关注海信视像、海尔智家。



5、风险提示

- 1) 主要原材料价格波动的风险：家电产品原材料成本占公司主营业务成本比例较高，其价格波动将会影响公司产品成本，从而影响公司盈利能力。
- 2) 销售不及预期风险：若家电新品销售或以旧换新政策不及预期，对家电企业的业绩表现会有一定负面冲击。
- 3) 地产恢复不及预期：家电行业具备一定地产后周期属性，白电、厨电等大家电板块地产后周期属性强，若地产销售、竣工恢复情况不及预期，对家电整体需求将会造成一定影响。



扫码获取更多服务

行业周报

行业投资评级的说明:

买入: 预期未来3-6个月内该行业上涨幅度超过大盘在15%以上;
增持: 预期未来3-6个月内该行业上涨幅度超过大盘在5%-15%;
中性: 预期未来3-6个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%-5%;
减持: 预期未来3-6个月内该行业下跌幅度超过大盘在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究