

家用电器行业专题

关税对中美两国家电行业影响全梳理

行业研究 · 行业专题

家用电器

投资评级：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
lijing29@guosen.com.cn

- **美国开启全球关税加征，对中国额外关税加征已到125%。**4月3日，美国宣布“对等关税”计划，对所有进口商品征收10%的基础关税，并对特定国家征收额外关税，其中对中国加征34%，加征后对中国关税税率累计达54%。4月9日，美国将对华关税税率提高至125%，对75个贸易伙伴国暂停实施“对等关税”90天。
- **美国出口占我国家电内外销规模的比例预估不足8%。**海关总署数据显示，2024年我国空调/冰箱/洗衣机/电视/吸尘器/微波炉的出口额中，出口美国的占比分别为10.3%/17.3%/8.3%/20.2%/17.6%/34.0%，合计占比为16.5%。2024年我国家电内销规模达到8668亿元，外销规模达到7122亿元。假设家电外销规模中，对美出口额占比为16.5%，则2024年我国家电对美出口额为1173亿元，占我国家电内外销规模的7.5%。
- **美国家电对外依赖度较高，我国占美国家电进口额的20%+。**美国家电行业对进口依赖度较高，以美国进口额/2023年对应品类的零售额计算，美国电视、冰箱、吸尘器的进口依赖度较高，基本在50%及以上；洗衣机、微波炉的比例在20%左右。对比2017年未加关税时期来看，美国家电对外依赖度并未明显改善。在美国的家电进口额中，来自中国的进口占比，白电在20%左右，电视及吸尘器占比在30%左右，微波炉占比达到90%。
- **家电上市公司较早进行海外产能布局，关税实际影响相对有限。**
 - **白电整体对美收入敞口仅为个位数：**美的集团2024年对美收入占比在6%-7%，预计可通过南美产能覆盖美国需求；海尔智家2024年美洲收入占比为28%，公司收购的GEA在美国及墨西哥拥有大量产能，预计能满足北美80%的需求，其余需求预计东南亚等生产基地能逐步满足；格力电器、海信家电美国收入占比不足3%，影响较低；TCL智家预计美国收入占比不足5%，目前正规划东南亚产能以供应美国等海外市场。
 - **黑电头部企业在海外产能布局充分：**全球电视机面板产能主要集中在国内，美国本土几乎没有完整的电视机制造能力，对外依赖度高。国内头部电视企业海信视像、TCL电子在墨西哥、越南等地拥有较为充足的产能布局，能完全覆盖对美出口需求，预计受中美关税影响较小。
 - **厨电龙头企业如老板电器、华帝股份等出口占比不高，对美收入敞口较低，预计受关税影响不大。部分小家电企业出口占比较高，但较早在海外有生产基地布局，如新宝股份、泉峰控股等，目前也在加大海外产能布局，预计整体影响有限。大部分小家电企业，如苏泊尔、小熊电器等，海外营收占比较低，对美收入敞口有限，受关税影响小。**

- 只考虑工人时薪差异，家电在美生产成本比国内高50%-100%。美国工人时薪约为国内的9倍，以小家电人工成本占比接近13%的比例计算，在美生产的出厂成本比国内高103%；以白电人工成本占比超过6%的比例计算，在美生产的出厂成本比国内高49%。考虑到工人效率、管理成本、厂房建设成本、合规成本等在美国较国内也有很大的差距，预计实际生产成本会更高。
- 投资建议：推荐全球产能布局领先的白电及黑电龙头、内销主导标的。在关税博弈逐步升温下，建议关注海外产能布局充分、受关税影响较低的白电及黑电龙头，推荐格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电、TCL智家；外销承压下，提振内需政策有望进一步发力，建议关注内需占比高、受政策边际影响大的小家电弹性标的小熊电器。
- 风险提示：关税等进出口政策及国际贸易环境变化风险、海外业务运营风险、行业竞争加剧、国内外家电需求波动、原材料及汇率大幅波动。

	PE (TTM)	预计美国收入占比	海外产能布局及关税应对	4月3日以来涨跌幅
格力电器	8.0	1%-3%	在巴西及巴基斯坦有产能布局；美国收入占比低，影响较小	-2.8%
美的集团	13.9	6%-7%	中国产能占80%，海外产能占20%，可由巴西、东南亚等地产能供应北美	-8.0%
海尔智家	12.4	28% (美洲收入占比)	在美国、墨西哥、东南亚及欧洲均有产能布局，可逐步转化为美墨供应北美	-8.3%
海信家电	10.9	不到3%	海外产能占5%，分布在墨西哥及泰国，可满足美国需求	-9.8%
TCL智家	10.4	不到5%	主要在中国，在东南亚规划100-140万台产能，预计2026年底建成	-13.8%
小熊电器	11.6	1%-5%	北美收入占比低	-10.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算和整理；注：4月3日以来涨跌幅计算截止日期为4月14日

- [01] 美国开启全球关税加征，对中国加征额外关税
- [02] 美国出口占我国家电内外销规模的比例不足8%
- [03] 美国家电对外依赖度高，我国占美国家电进口额的20%+
- [04] 家电各板块公司受关税影响梳理
- [05] 只考虑工人时薪差异，家电在美生产成本比国内高50%以上
- [06] 投资建议：推荐全球产能布局领先的白电及黑电龙头、内销主导标的

美国开启全球关税加征，对中国加征额外关税

□ 2025年4月3日，美国宣布“对等关税”计划，对所有进口商品征收10%的基础关税，此措施将于4月5日生效；并对特定国家征收额外关税，将于4月9日生效。其中对中国加征34%，加征后对中国关税税率累计达54%（4月9日，美国已将对华关税税率提高至125%；考虑到2018-2019年美国对中国部分产品就有关税加征，实际累计关税税率或更高）；对越南加征46%，其他东南亚各国均有所加征；对加拿大、墨西哥符合《美加墨贸易协定》条件的商品不加征关税。4月9日，美国宣布对75个贸易伙伴国暂停实施“对等关税”90天。

美国对全球主要国家加征关税税率的情况

被加征关税国家	关税税率	被加征关税国家	关税税率	被加征关税国家	关税税率
中国	34%（4月9日提升至125%）	新加坡	10%	新西兰	10%
欧盟	20%	以色列	17%	阿根廷	10%
越南	46%	菲律宾	17%	厄瓜多尔	10%
中国台湾	32%	智利	10%	危地马拉	10%
日本	24%	澳大利亚	10%	洪都拉斯	10%
印度	26%	巴基斯坦	29%	马达加斯加	47%
韩国	25%	土耳其	10%	缅甸	44%
泰国	36%	斯里兰卡	44%	突尼斯	28%
瑞士	31%	哥伦比亚	10%	哈萨克斯坦	27%
印尼	32%	秘鲁	10%	塞尔维亚	37%
马来西亚	24%	尼加拉瓜	18%	埃及	10%
柬埔寨	49%	挪威	15%	沙特阿拉伯	10%
英国	10%	哥斯达黎加	10%	萨尔瓦多	10%
南非	30%	约旦	20%	科特迪瓦	21%
巴西	10%	多米尼加	10%	老挝	48%
孟加拉国	37%	阿联酋	10%	博茨瓦纳	37%

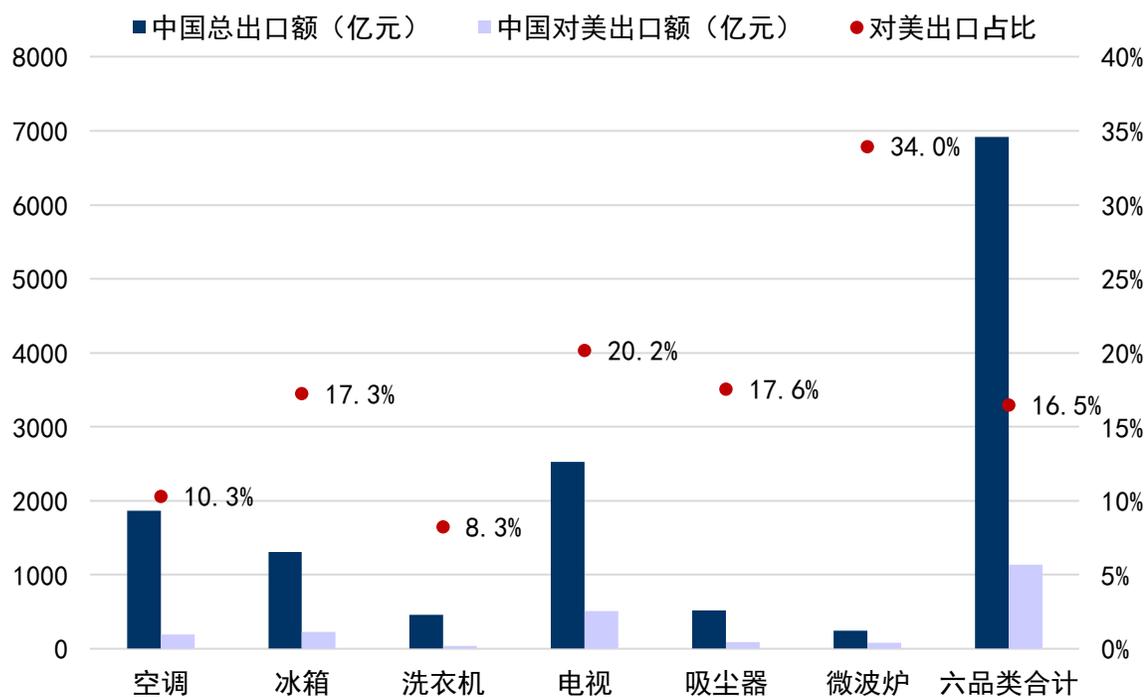
资料来源：美国白宫官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

美国出口占我国家电内外销规模的比例不足8%

- 美国在我国家电出口额中的占比在10%-20%之间。根据海关总署的数据，2024年我国空调/冰箱/洗衣机/电视/吸尘器/微波炉的出口额中，出口美国的占比分别为10.3%/17.3%/8.3%/20.2%/17.6%/34.0%，合计占比为16.5%；其中空调、洗衣机出口美国的占比相对低一些。（注：空调/冰箱/洗衣机/电视/吸尘器/微波炉以海关HS编码8415/8418/8450/8528/8508/851650所表示的商品代表，该编码不一定仅含该家电品类或该品类不一定全在该编码内。）分品类看内外销结构，白电对外销的依赖度也较低，预计与白电产能出海布局较早有关。
- 对美家电出口额占我国家电内外销规模的比重预计不到8%。根据全国家用电器工业信息中心的数据，2024年我国家电内销规模达到8668亿元，外销规模达到7122亿元。假设家电外销规模中，对美出口额占比为前文的16.5%，则预估2024年我国家电对美出口额为1173亿元，占我国家电内外销规模的7.5%。

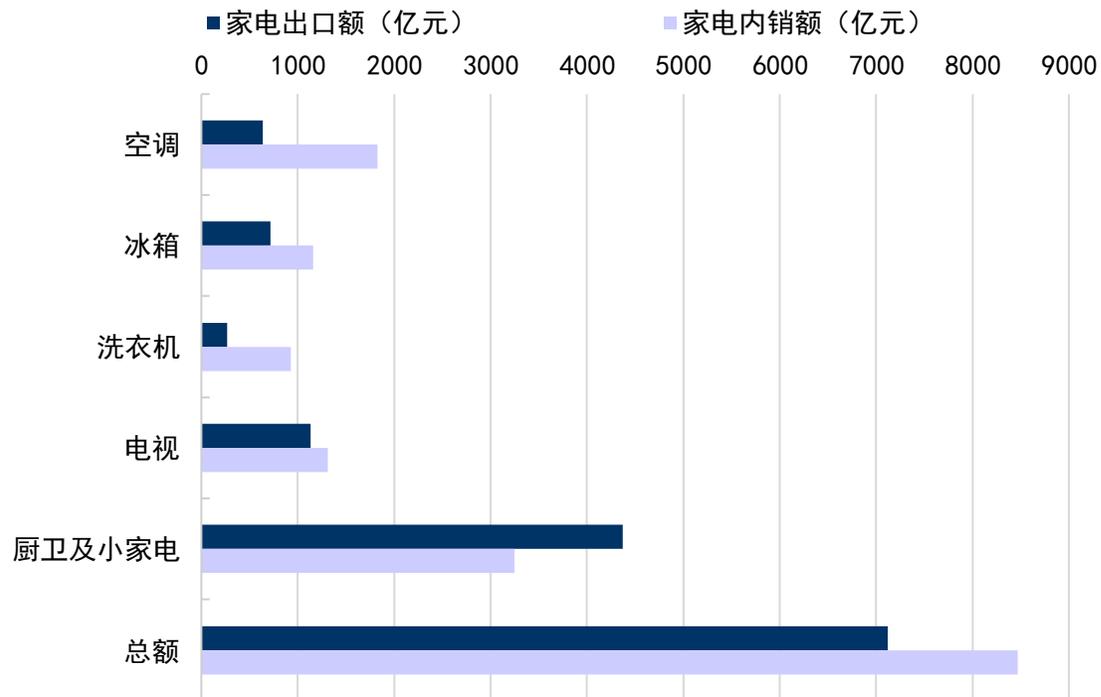
2024年我国家电出口额中对美出口占比在10%-20%之间



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

分品类看，白电对出口的依赖度最低

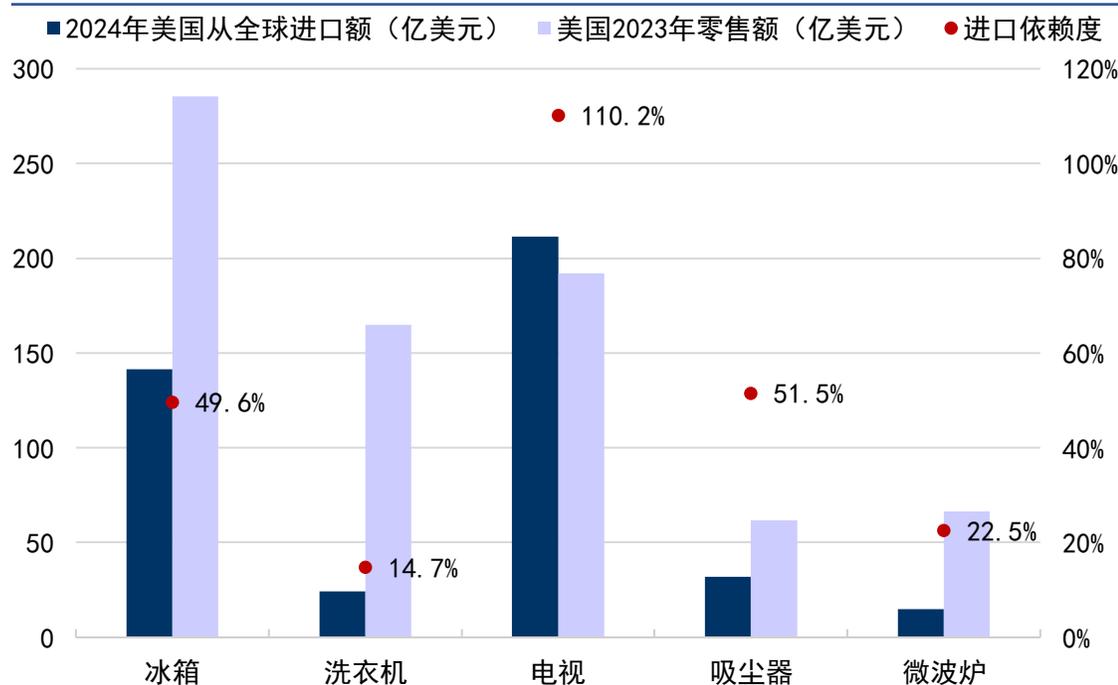


资料来源：海关总署，全国家用电器工业信息中心，国信证券经济研究所整理；注：内销额是零售口径

美国家电对外依赖度较高，我国占美国家电进口额的20%+

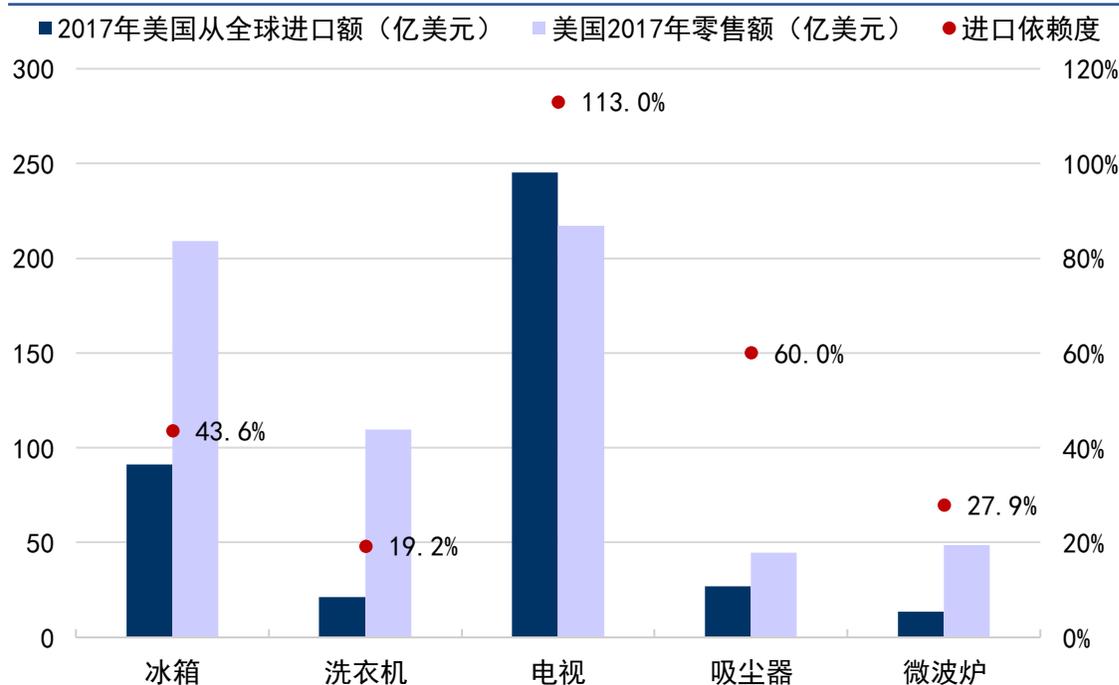
- 反观美国，美国家电行业对进口依赖度较高。根据UN Comtrade数据，2024年美国对空调/冰箱/洗衣机/电视/吸尘器/微波炉的进口额分别为153.9/141.6/24.3/211.5/31.8/15.0亿美元。以该进口额/美国2023年对应产品的零售额（欧睿数据）计算，美国电视、冰箱、吸尘器的进口依赖度较高，基本在**50%及以上**；洗衣机、微波炉的比例在**20%左右**。（注：该比例以进口额/零售额，但零售价与进口价往往存在较大差距，实际值应该更高；此处以海关HS编码代表该品类，实际上该编码或涵盖其他产品，如电视HS编码8528。）
- 对比2017年未加关税时期来看，**美国家电对外依赖度并未明显改善**。采用同样的计算方法，根据UN Comtrade和欧睿数据，2017年美国冰箱/洗衣机/电视/吸尘器/微波炉的对外依赖度分别是43.6%/19.2%/113.0%/60.0%/27.9%，并未出现明显改善。2017-2024年美国家电的进口额依然在增长，其中空调/冰箱/洗衣机/电视/吸尘器/微波炉累计分别+93.0%/+55.3%/+15.0%/-13.8%/+18.5%/+10.0%。

2024年美国家电品类对进口依赖度较高



资料来源：UN Comtrade，欧睿，国信证券经济研究所整理；注：电视的海关编码为8528，代表显示器和投影仪、及电视接收设备，所含品类超过电视，故进口依赖度超过100%

2017年美国家电对进口依赖度较高



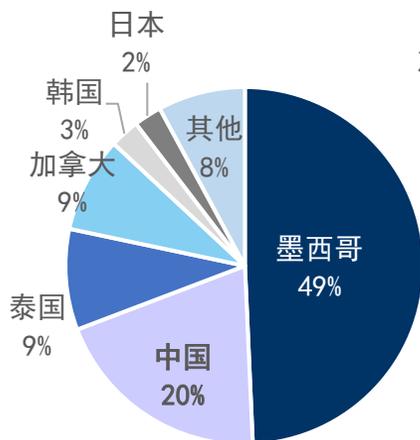
资料来源：UN Comtrade，欧睿，国信证券经济研究所整理；注：电视的海关编码为8528，代表显示器和投影仪、及电视接收设备，所含品类超过电视，故进口依赖度超过100%

美国家电对外依赖度较高，我国占美国家电进口额的20%+

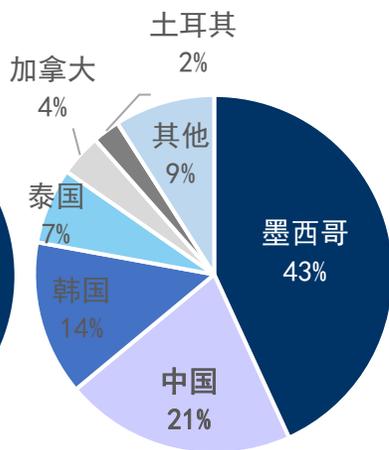
□ 在美国的家电进口中，来自中国的进口占比普遍在20%以上，电视及小家电占比更高。根据UN Comtrade数据，美国对空调/冰箱/洗衣机/电视/吸尘器/微波炉的进口额中，来自中国的比例分别为19.9%/20.8%/22.9%/33.1%/29.6%/90.1%，白电的比例普遍在20%左右，小家电及电视的比例相对较高。比例的差异预计也主要与我国白电企业在海外产能布局相对较早有关，东南亚及墨西哥等地区是我国白电企业产能布局较多的区域；而小家电等品类规模化优势不显著，人工成本占比较高，在海外生产的成本更高。

我国占美国家电主要品类进口额的20%+

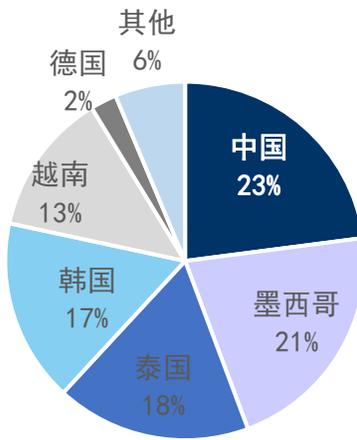
空调进口额来源地



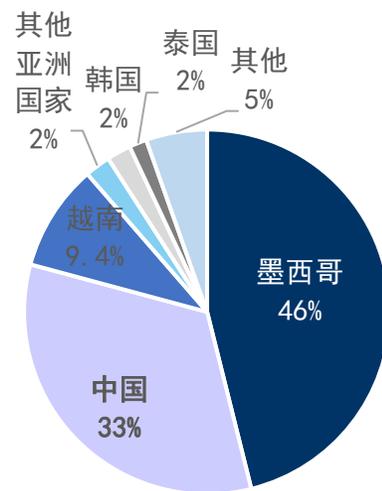
冰箱进口额来源地



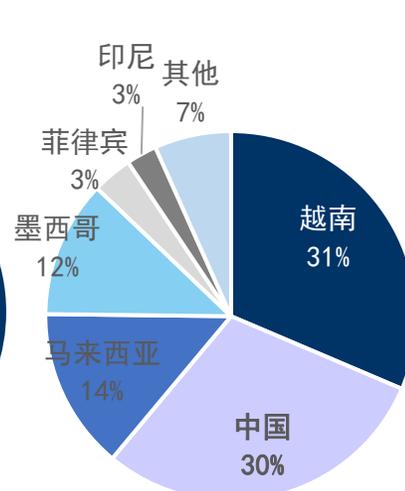
洗衣机进口额来源地



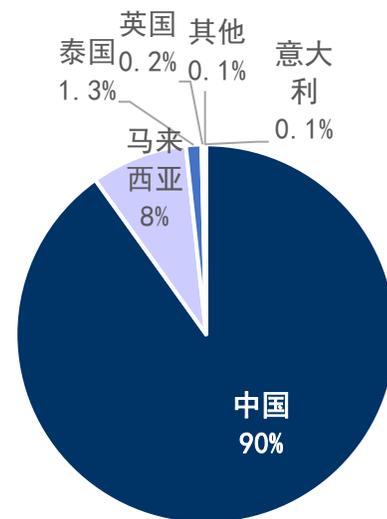
电视进口额来源地



吸尘器进口额来源地



微波炉进口额来源地



资料来源：UN Comtrade，国信证券经济研究所整理；注：空调/冰箱/洗衣机/电视/吸尘器/微波炉以海关HS编码8415/8418/8450/8528/8508/851650所表示的商品代表，并非完全代表该品类

白电：全球化产能布局充分，营收占比普遍不高，加关税影响有限



- 白电国内出口占比及对美出口占比均不高，根据前文计算，我国空冰洗出口额中，出口美国的占比为10.3%/17.3%/8.3%，合计在12.5%。考虑到白电的出口额仅占（内销零售额+出口额）的29.3%，预计白电整体对美收入敞口仅为中低个位数（从国内直接出口占比）。
- 具体到企业端，各上市公司对美收入敞口也普遍不高：美的集团2024年对美收入占比在6%-7%，预计可通过南美产能覆盖美国需求；海尔智家2024年美洲收入占比为28%，公司收购的GEA在美国及墨西哥拥有大量产能，预计能满足北美80%的需求，其余需求预计东南亚等生产基地能逐步满足；格力电器、海信家电美国收入占比不足3%，影响较低；TCL智家预计美国收入占比不足5%，目前正规划东南亚产能以供应美国等海外市场。

白电企业受美国加关税影响程度较低

	美国收入占比	美国产能供应	关税应对	海外产能分布
美的集团	6-7%	越南产能覆盖	极端情况下具备巴西覆盖可能（关税10%）	中国产能占80%，海外产能占20%；其中南美占比30%，东盟占比30%，其他区域占比40%
格力电器	1-3%	中国产能覆盖	占比低，影响较小	中国产能占99%，海外占1%，海外产能主要布局在巴西
海尔智家	28% (美洲收入占比)	美国本土供应50%，墨西哥供应30%，其余20%	加关税将导致美国家电普遍涨价，或构成利好	中国产能占75%，海外占25%；海外产能分部在美国、欧洲、墨西哥及东南亚等地区
海信家电	不到3%	中国、泰国、墨西哥基地对美出口额在总营收占比分别约1.8%、0.5%、0.7%	通过多区域产能的灵活调配，形成对单一市场政策波动的有效缓冲	中国产能占比95%，海外产能占5%，分布在墨西哥和泰国
TCL智家	不到5%	中国产能覆盖	与下游平摊消化	主要在中国，在东南亚规划100-140万台产能，预计2026年底建成

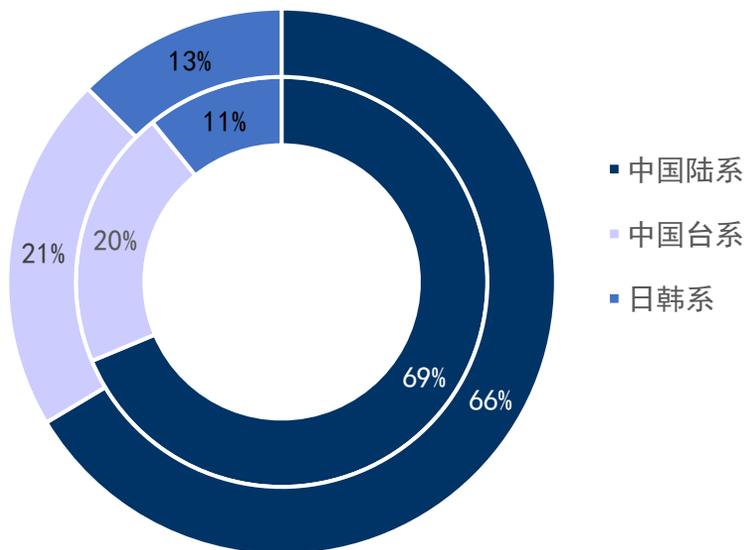
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算和整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

黑电：墨西哥及越南产能布局充分，预计影响较小

- 美国的电视主要来自于墨西哥（占比46%）、中国（占比33%）、越南（占比9%），对进口依赖度高。且全球电视面板产能主要集中在国内，2019年美国本土最后一家电视制造商“Element”也因关税政策的影响而停止运营，导致美国本土几乎没有完整的电视机制造能力。
- 国内头部电视企业海信视像、TCL电子在墨西哥、越南等地拥有较为充足的产能布局，能完全覆盖对美出口需求。虽然对美收入敞口基本在10%左右，但面临美国加关税时，产能调配空间相对较大，受关税政策影响较小。

全球液晶电视面板出货基本由国内掌控



资料来源：洛图科技，国信证券经济研究所整理

注：外圈为2024年情况，内圈为2023年情况

2024年中国份额下降主要系主动控产控价，日韩系由于市场退出策略，整体维持满产，故出货量份额有所增加

黑电龙头企业在墨西哥、越南产能布局充分，能覆盖对美需求

	美国收入占比	美国产能供应	关税应对	海外产能分布
TCL电子	10%	美国电视出货量占20%，约600万台，墨西哥供应200万台，其余由越南供应	通过全球产能灵活布局等形式	中国产能1500万台，墨西哥200万台，越南700-800万台，巴西300-400万台，还有波兰工厂等欧洲产能
海信视像	10%	美国电视销量约600万台，基本由墨西哥工厂供应	墨西哥工厂覆盖美国需求	中国产能1500万台，欧洲200万台，墨西哥800-1000万台，越南350-400万台

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算和整理

厨电及小家电上市公司以内销居多，部分出口型公司受一定影响

- 厨电龙头企业如老板电器、华帝股份等出口占比不高，对美收入敞口较低，预计受关税影响不大。
- 部分小家电企业出口占比较高，但早在海外有生产基地布局，如新宝股份、泉峰控股等，目前也在加大海外产能布局，预计整体影响有限。大部分小家电企业，如苏泊尔、小熊电器等，海外营收占比较低，对美收入敞口有限，受关税影响更小。

美国收入占比较高的企业，基本在海外拥有产能布局

	美国收入占比	美国产能供应	关税应对	海外产能分布
泉峰控股	73%	2025年越南覆盖美国50%的供应，其余由国内供应	2025年越南产能覆盖北美需求30%，2026-2027年再覆盖30%	国内占80%，海外约20%，正提升越南产能占比
德昌股份	60%	越南供应40%，国内供应20%	强化越南产能	越南工厂占家电代工总产能的40%，越南新工厂预计2025Q2投产
得邦照明	20%-30%	基本由越南工厂供应	越南工厂供应	公司在越南有生产基地，大部分对美已经实现从越南出口
比依股份	30%	2025年美国需求由泰国产能供应	强化越南产能	泰国工厂的建设进展顺利，预计2025年泰国投产，整体产能3k-3.5kw台（含各类产品），覆盖北美需求
新宝股份	30%	印尼二期基地建成后，美国50%需求由印尼供应，50%国内工厂供应	强化印尼产能	印尼产能占20%，国内产能占80%
石头科技	20%-30%	2024Q4开始从越南工厂供应美国	强化越南产能	2024Q4越南工厂开始出货
九阳股份	10%-18%			
科沃斯	10%			
光峰科技	5%			
极米科技	5%			
萤石网络	1%-5%			
德尔玛	1%-2%			
小熊电器	1%-5%			
倍轻松	1%-5%			
其他	0%	老板电器、华帝股份、浙江美大、火星人、亿田智能、飞科电器、苏泊尔、大元泵业等基本没有美国收入，无海外产能布局		

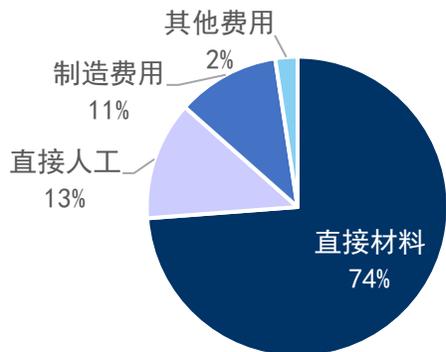
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算和整理

只考虑工人时薪差异，家电在美生产成本比国内高50%以上

- **在美生产小家电的成本比国内高100%，成本或与零售价接近。**根据美国3月非农就业报告，私营领域生产和非管理岗位员工平均时薪达到30.96美元，而我国长三角及珠三角地区普工时薪在20-25元左右，以25元计算，美国工人时薪约为国内的9倍。根据公告，2023年新宝股份直接人工成本占比为12.8%，小熊电器2024年人工成本占比9.7%，考虑到新宝股份上游零部件自制比例较高，以12.8%作为小家电生产成本中人工占比。假设一台小家电国内出厂成本为100元，即人工成本为12.8元；**如果在美生产，则人工成本高达116元，即出厂成本为203元，比国内成本高103%。**新宝股份2020-2023年外销毛利率在15%-21%之间，假设以20%的毛利率给海外小家电企业代工，则贴牌价为125元；美国小家电企业如Hamilton Beach Brands在2020-2024年毛利率为20%-26%，以25%毛利率计算，卖给零售商的价格为167元；美国零售商如沃尔玛毛利率在25%左右，即产品的终端零售价达到222元。**在美生产的成本已接近零售价。**
- **大家电的人工成本占比更低，但在美生产成本也比国内高50%。**根据公告，2024年美的集团/海尔智家人工成本占生产成本的比重分别为6.1%/6.5%，以6.1%作为人工成本占比。按照上述同样的计算方法，**大家电在美生产成本会比国内高49%。**
- **在时薪差异之外，工人效率、物流及运输成本、管理成本、厂房建设成本、合规成本等在美国较国内也有很大的差距，**考虑到这些因素，在美生产成本会比国内更高；但在美生产可节省海运费（成本占比6%-8%）等。

（注：由于企业对上游零部件的自制率并非100%，报表端原材料成本（含采购的上游零部件）也包含上游企业的人工成本，实际人工成本占比或更高，在美生产成本也会更高。）

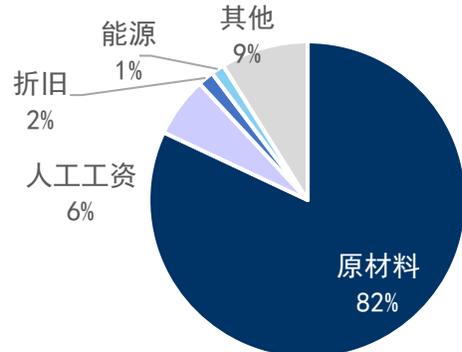
新宝股份营业成本构成（2023年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

美的集团营业成本构成（2024年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

不同人工成本占比下，在美生产成本与国内差距

人工成本占比	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%
只考虑时薪差异下，在美生产成本比国内高	32%	48%	64%	80%	96%	112%	128%	145%	161%

资料来源：美国劳工统计局，国信证券经济研究所测算及整理

投资建议：推荐全球产能布局领先的白电及黑电龙头、内销主导标的



- 在关税博弈逐步升温下，建议关注海外产能布局充分、受关税影响较低的白电及黑电龙头，推荐格力电器、美的集团、海尔智家、海信家电、TCL智家；
- 外销承压下，提振内需政策有望进一步发力，建议关注内需占比高、受政策边际影响大的小家电弹性标的小熊电器。

	PE (TTM)	预计美国收入占比	海外产能布局及关税应对	4月3日以来涨跌幅
格力电器	8.0	1%-3%	在巴西及巴基斯坦有产能布局；美国收入占比低，影响较小	-2.8%
美的集团	13.9	6%-7%	中国产能占80%，海外产能占20%，可由巴西、东南亚等地产能供应北美	-8.0%
海尔智家	12.4	28% (美洲收入占比)	在美国、墨西哥、东南亚及欧洲均有产能布局，可逐步转化为美墨供应北美	-8.3%
海信家电	10.9	不到3%	海外产能占5%，分布在墨西哥及泰国，可满足美国需求	-9.8%
TCL智家	10.4	不到5%	主要在中国，在东南亚规划100-140万台产能，预计2026年底建成	-13.8%
小熊电器	11.6	1%-5%	北美收入占比低	-10.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所测算和整理；注：4月3日以来涨跌幅计算截止日期为4月14日

- **关税等进出口政策及国际贸易环境变化风险。**家电海外销售的比重不低，美国等是国内家电海外销售的重要市场之一，如果未来中美贸易关系出现恶化，导致关税政策出现重大调整或出台新的贸易限制政策，进而推高贸易壁垒和交易成本，则可能对家电出口业务及经营业绩造成一定的负面影响。
- **海外业务运营风险：**部分家电企业已在全球多地建立生产基地、研发中心和销售中心，海外收入占比逐年提升。海外市场受当地政治经济形势、法律体系和监管制度影响较多，上述因素发生重大变化，将对家电企业当地运营形成一定风险。
- **国内需求波动的风险。**当供给端新品推新力度不足、叠加下游需求在宏观环境影响下转弱，则行业有可能出现增长不及预期甚至下滑的风险，进而影响行业规模的增加。
- **行业竞争加剧风险。**家电行业充分竞争、产品同质化较高，近年来行业集中呈现提升态势，但个别子行业因供需失衡形成的行业库存规模增加可能会导致价格战等风险。AI加持下，智能家电产品可能会因为产品同质化而导致价格竞争，从而影响盈利。
- **海外产品和渠道扩张不及预期的风险。**当前欧美为主的海外市场的产品结构、渠道结构与国内存在较大差别，若国内产品或品牌无法更好地适应海外消费者变化的需求，则可能出现销售增长不及预期的风险；渠道方面欧美消费者在线下的消费比例显著高于国内，且对传统零售商和传统龙头品牌具有较高依赖度，若国内品牌在与线下零售商的合作进度不及预期，则有可能影响份额提升的进度，进而使外销规模的增长不及预期。
- **新赛道拓展进度不及预期的风险。**家电企业进行新领域扩张需要经历前期研发、生产供应链和客户送样测试等积累，此过程一般所需时间维度较长，往往表现出前期投入较大但收入和盈利端短期无法体现正向贡献，若新领域的扩张速度不及预期则或导致公司整体的收入利润产生负向影响的风险。
- **汇率和政策风险。**若汇率存在较大的波动，则会导致相关外销领域的增速受到影响；而关税等贸易政策也会对相关外销领域产生影响，若主要出口国家关税提升则会造成行业整体盈利能力下行和产品竞争力减弱的风险。
- **原材料价格波动风险。**如果未来原材料价格出现大幅波动，可能导致行业的毛利率出现大幅波动，对行业的盈利能力造成不利影响。

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.GSI）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

分析师承诺

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。

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。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、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告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

GUOSEN SECURITIES

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楼

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