

家用电器行业

报告日期：2020 年 5 月 21 日

小家电迎来寒武纪，新品类铸造新格局 ——小家电专题研究报告

✍️：陈曦 执业证书编号：S1230516070003
☎️：021-80106027
✉️：chenx@stocke.com.cn

核心观点

2020 年 4 月厨房小家电电子类目达 59 个，比 3 月多增加 10 个，由于疫情改变用户居家生活方式和深化健康理念，小家电新品类层出不穷，行业迎来寒武纪品类大爆发。**推荐积极关注：小熊电器、新宝股份、九阳股份、苏泊尔。**

投资要点

1、寒武纪时代新品类大爆发，小家电行业体量高增长。阿里平台厨房小电 3、4 月份分别同比增长 31.3%、31.5%，预计 5 月份依旧保持 30%以上高增长，热度或持续到 6.18。其中新品类是增长核心驱动力，预计 2020 年小家电增长约 15%，全年或达 4600 亿元。

2、白领女性是新兴小家电主力军，产品设计得颜值者得天下。根据网红品类空气炸锅的 4 月购买人群洞察数据分析，女性购买者占比 73.41%，30-34 岁占比 21.27%，公司职员占比 29.76%，白领女性由于兼顾工作和家庭，购物决策时间较短，抓眼球的高颜值设计可大幅提升购买率。

3、华山论剑，五大品牌革故鼎新各有绝招。美的新品布局以电饭煲、电压力锅等传统老品类为主；九阳以豆浆机、破壁机和电饭煲为核心；苏泊尔采取亲民价格的网红新品类策略抢占市场；小熊正在完善品类升级，价格上行；摩飞主打功能差异化创新品类。

4、展望未来，看新品类短兵相接谁主沉浮。短期内新品类尚处于高速增长红利期，各品牌都在加快新品布局，抢占蓝海市场。长远角度看，美的聚焦年轻化、九阳高端 SKY 产品向中端下沉、苏泊尔快速转型拥抱多品类布局，小熊、摩飞注重高颜值产品设计，每个品牌都有各自制胜的法宝。

催化剂

疫情增加用户对 DIY 美食厨具产品的需求；
厨房小家电品牌市场推新节奏日益加快，市场容量增加；
消费升级要求带动厨房小家电品类、功能、价格进一步提升。

行业评级

家用电器行业 看好

行业走势图



相关报告

- 1《520 告白季有望拉动厨房小电环比恢复高增长》2020.5.18
- 2《预计厨房小电 5 月线上延续高增长》2020.5.11
- 3《疫情催生下厨热，厨房小电顺势推舟》2020.4.24
- 4《乘社交电商之风，小家电高歌猛进》2020.4.16
- 5《家电行业：创意小家电，新兴大发展》2020.3.29
- 6《工程渠道方兴未艾，厨房小家电龙头乘势而上》2020.3.1

报告撰写人：陈曦
数据支持人：汪海洋

正文目录

1. 寒武纪时代新品大爆发，小家电行业体量高增长.....	3
2. 白领女性是新兴小家电主力军，产品设计得颜值者得天下	5
3. 华山论剑，五大品牌革故鼎新各有绝招	8
4. 展望未来，看新品类短兵相接谁主沉浮	11
5. 风险提示.....	12

图表目录

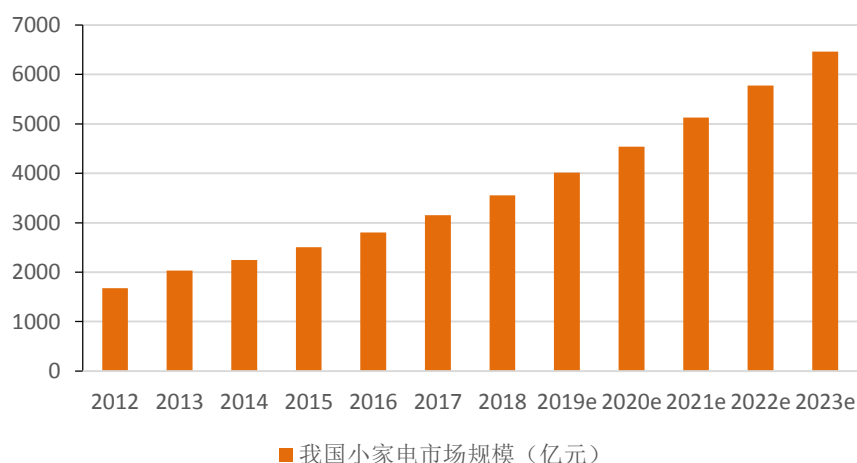
图 1：我国 2023 年小家电市场规模达 6460 亿元	3
图 2：厨房小家 4 月同比+31.5%	4
图 3：厨房小电 TOP 10 品类一季度销量情况（百万）	4
图 4：预计 2020 年小家电整体销售额同比增长 15%	4
图 5：生意参谋厨房小家电电子类目数量	5
图 6：空气炸锅月度销售额（百万）	6
图 7：空气炸锅 4 月购买人群分布	6
图 8：小熊日韩风设计理念	6
图 9：摩飞欧美风设计理念	6
图 10：用户自发搜索品牌词的搜索人数	7
图 11：各品牌厨房小家电滚动 12 月销售额（百万）	7
图 12：美的 4 月同比+69%（百万）	8
图 13：九阳 4 月同比+54%（百万）	8
图 14：苏泊尔 4 月同比+36%（百万）	8
图 15：小熊 4 月同比+89%（百万）	8
图 16：摩飞 4 月同比+87%（百万）	8
图 17：厨房小家电 4 月 CR5 增加 5.3 个百分点（百万）	8
图 18：4 月厨房小家电 TOP 300 SKU 中各品牌数量情况	10
图 19：4 月厨房小家电 TOP 300 SKU 中各品牌销售情况	10
表 1：厨房小家电各品牌购买人群（4 月）	5
表 2：各品牌 4 月销售 TOP 10 品类占比	9
表 3：各品牌 TOP 300 SKU 中新品占比情况	10
表 4：电饼铛、绞肉机、养生壶 4 月销售情况（SKU TOP 300）	11

1. 寒武纪时代新品大爆发，小家电行业体量高增长

据 Euromonitor 的研究数据显示，当人均 GDP 达到 3000 美元以上，小家电行业会呈现出一个高速崛起的曲线，因为小家电产品多数服务于提高生活品质的需求，比如美食加工、清洁卫生、个人护理等等。我国人均 GDP 在 2008 年就超过了 3000 美元，而目前中国家庭户均小家电数量却在 10 台以下，远不及欧美发达国家 30-50 台的保有量水平，证明我国小家电市场还有巨大的潜力等待释放与挖掘。

随着我国经济稳步发展，城镇化率、人均可支配收入的提高，以及消费观念的升级，小家电作为高品质生活象征，愈受消费者青睐。在单身经济、银发经济、白领经济、妈妈团、学生党的推动下，我国小家电新品类层出不穷，行业规模稳步增长。根据前瞻产业研究院统计数据显示，2019 年中国小家电行业市场规模 4015 亿元，2012 年至 2019 年年均复合增长率为 13.3%，并预测在 2023 年市场规模达到 6460 亿元。

图 1：我国 2023 年小家电市场规模达 6460 亿元

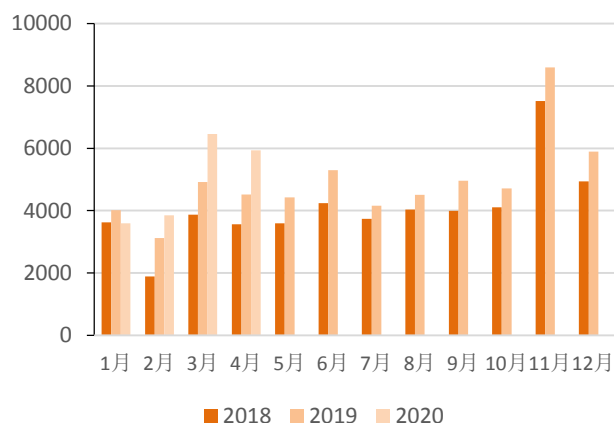


资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

受 2020 年新冠疫情影响，居民外出就餐频率大幅减少，居家做饭需求显著增加。同时相对宽裕的居家休息时间也让居民可以更多钻研并 DIY 一些精致美食，所需厨具品类同比大幅增长，2020 年 1-2 月受到春节和疫情初期的产能及物流阻断的影响，直到 3 月份市场需求被充分释放。根据生意参谋数据显示，阿里电商平台厨房小家电类目 3、4 月销售额分别同比增长 31.3% 和 31.5%。

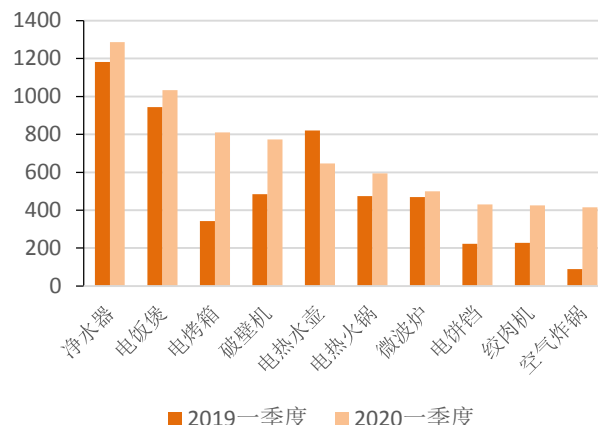
我们预计 2020 年线上厨房小家电全年增长在 25%-30% 之间，其中小部分增量是由于疫情催化线下渠道向线上渠道的迁移，更大一部分还是源自于一些新兴网红小家电（2020 一季度电烤箱同比+137%、电饼铛+94%、绞肉机+88%、空气炸锅+363%等）高速增长拉动，而这些新兴品类的销售渠道主要都在线上。

图 2：厨房小家 4 月同比+31.5%



资料来源：阿里生意参谋，浙商证券研究所

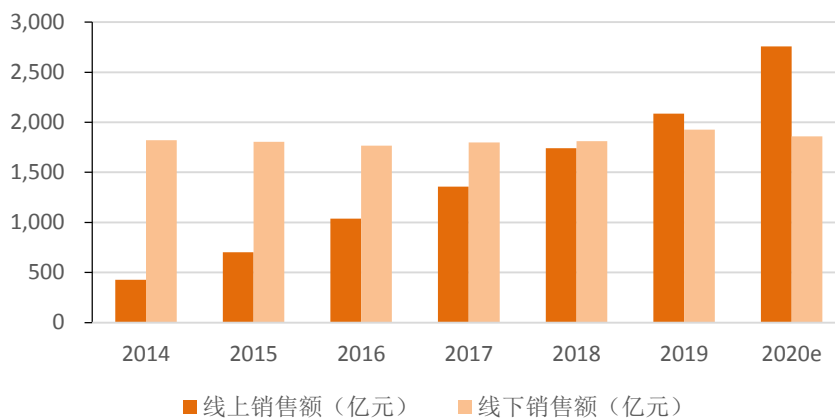
图 3：厨房小电 TOP 10 品类一季度销量情况（百万）



资料来源：阿里生意参谋，浙商证券研究所

除了厨房小家电以外，由于疫情对健康理念的重新定义，一些具备清洁、杀菌、消毒等功能的生活类小家电、个人护理类小家电、母婴小家电等增长也非常迅猛。我们预计 2020 年全年小家电行业线下销售额下滑 5% 左右，线上增长 30% 左右，整体销售额同比增长约 15%，或达 4600 亿。

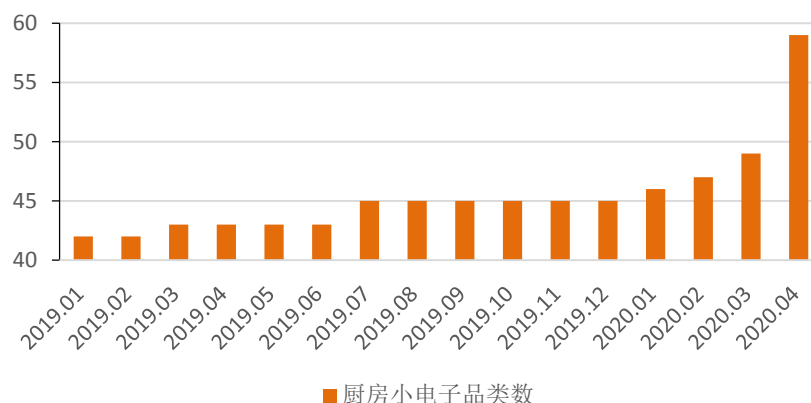
图 4：预计 2020 年小家电整体销售额同比增长 15%



资料来源：前瞻产业研究院，奥维云网、浙商证券研究所

阿里巴巴的淘宝+天猫作为线上第一大零售载体，在品类类目划分上有一套相对完整的管理体系，从阿里生意参谋数据看，厨房电器类目下 2020 年 4 月份一共有 59 个可监测的子类目，而 2019 年 1 月份却仅有 42 个子类目。今年春节过后，茶吧机、台式净水器、三明治机、食物烘干机、牛排机、电动打奶器、餐具消毒机等品类如雨后春笋般出现。

图 5：生意参谋厨房小家电品类数量



资料来源：阿里生意参谋、浙商证券研究所

2. 白领女性是新兴小家电主力军，产品设计得颜值者得天下

从各品牌的购买人群数据看，厨房小家电的女性购买者居多，占比 65%，其中摩飞女性占比最高为 85%，小熊 79%、九阳 70%、苏泊尔 66%、美的 60%。摩飞、小熊、九阳在产品的设计更注重颜值，相对更受女性用户青睐。

从年龄维度看，34 岁以下人群是厨房小家电的主流消费人群，美的品牌定位一直主打年轻人，同时公司长期做校园活动推广，在学生群体中具有很高的品牌认知度，因此 18-24 岁年轻人占比相对较高；摩飞由于欧美风格的轻奢产品定位，年轻学生消费群体的比例相对最少；小熊 4 月份推出的多款新品养生壶、破壁机等，普遍定价超过 199 元，可以看出小熊正在积极拥抱 25-34 岁初入职场的白领女性；九阳、苏泊尔的目标用户跟小熊比较接近，只是产品品类布局有所不同，而且两家公司的客单价远高于小熊。

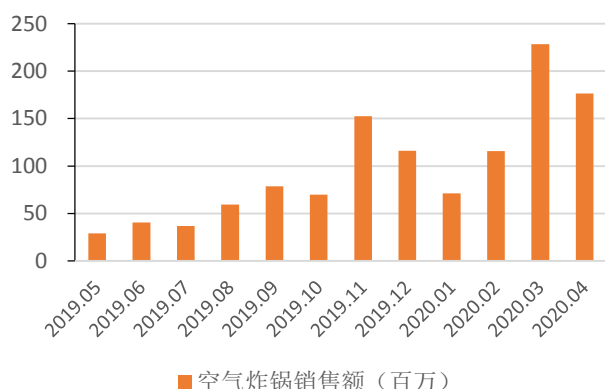
表 1：厨房小家电各品牌购买人群（4 月）

		厨房小电	美的	九阳	苏泊尔	小熊	摩飞
性别	男	34%	38%	28%	32%	19%	14%
	女	65%	61%	70%	67%	79%	85%
年龄	≥50	8%	7%	8%	9%	7%	5%
	40~49	18%	16%	18%	19%	16%	14%
	35~39	14%	13%	14%	14%	15%	16%
	30~34	20%	20%	20%	20%	22%	25%
	25~29	21%	23%	22%	21%	24%	26%
	18~24	19%	21%	17%	16%	16%	13%
客单价		247	245	244	217	127	391

资料来源：阿里生意参谋、浙商证券研究所

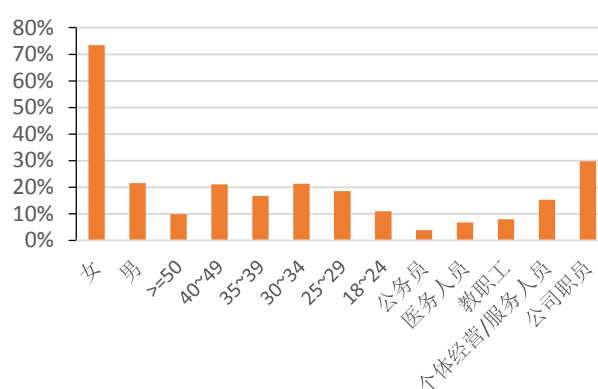
空气炸锅品类是本次疫情来临之后，高速增长的一个网红新品类，2020 年一季度同比增长 363%，今年 3 月份天猫女王节，各大电商直播的主播纷纷推广空气炸锅，并广受消费者好评。2020 年 4 月空气炸锅销量 1.76 亿，不到一年的时间，从一个小家电长尾品类，逐步成长为仅次于净水器、电饭煲、破壁机、电烤箱、电热水壶、榨汁机的第七大品类。从购买人群来看，4 月份女性购买者占比 73.41%，30-34 岁占比 21.27%，公司职员占比 29.76%，从人群数据看，有一定购买力的职场女性，特别是有家庭和孩子之后，更愿意尝试使用空气炸锅烹饪的既能满足口腹之欲，同时更健康、更便捷的 DIY 精致美食。

图 6：空气炸锅月度销售额（百万）



资料来源：阿里生意参谋，浙商证券研究所

图 7：空气炸锅 4 月购买人群分布



资料来源：阿里生意参谋，浙商证券研究所

首先女性消费者本身更注重颜值，而且白领女性由于兼顾工作和家庭，购物决策时间相对更短。外加上新兴的网红小家电多数以简单的电热和电动技术为主，技术门槛较低，产品差异化较小，因此造型设计的美观度尤为重要。小熊、摩飞作为新兴品类的风向标，更互联网化和时尚潮流的工业设计理念是两个公司高速成长的基石。其中两家设计风格也有所差异，小熊偏向日韩风，设计特点是“萌系”、“少女系”；摩飞偏向欧美风，设计特点是“简约”、“时尚感”

图 8：小熊日韩风设计理念



资料来源：阿里生意参谋，浙商证券研究所

图 9：摩飞欧美风设计理念

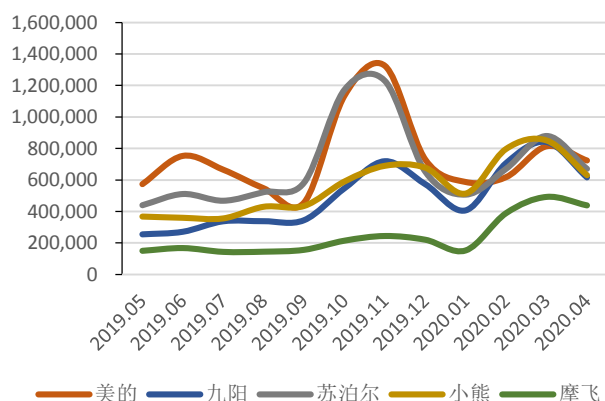


资料来源：阿里生意参谋，浙商证券研究所

从用户自发搜索品牌词（美的、九阳、苏泊尔、小熊、摩飞五个关键词）的人数走势来看，摩飞今年一季度品牌力上升幅度最大，小熊、九阳对比 19 年四季度环比有所上升，与美的、苏泊尔的差距越来越小。从月度销售数据看，九阳由于提前布局新零售和数字化转型，通过本次疫情，在 2 月份美的、苏泊尔下滑的情况下，九阳逆势增长，并一举反超苏泊尔并拉开了一段距离。与此同时，小熊、摩飞增长相对较快，2020 年一季度逐渐缩短跟第一梯队的差距。

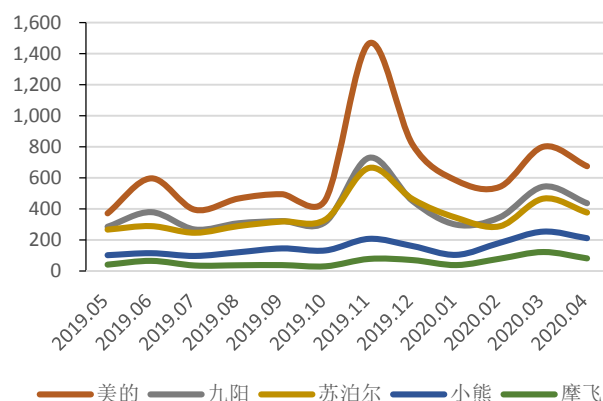
从历史数据看，每逢 6.18、11.11 大促，龙头品牌可以争取更多的平台资源，获益最大。由于小家电行业的快速发展，格局也正在发生潜移默化的改变，今年的 6.18 年中大促将会是各品牌在新品类赛道上的一次短兵相接，预计各大品牌商都会在 6 月初强势推出一系列新品，并通过新老产品促销组合，通过 6.18 大战的胜利奠定 2020 年小家电新品类的品牌格局。

图 10：用户自发搜索品牌词的搜索人数



资料来源：阿里生意参谋，浙商证券研究所

图 11：各品牌厨房小家电滚动 12 月销售额（百万）

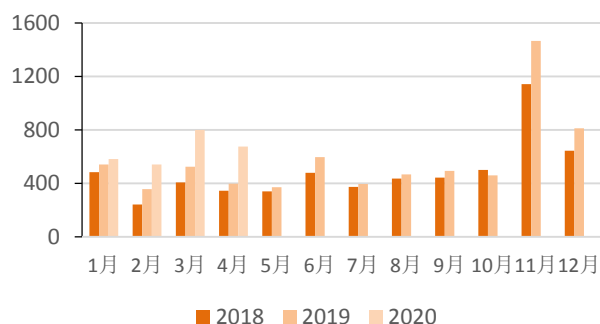


资料来源：阿里生意参谋，浙商证券研究所

3. 华山论剑，五大品牌革故鼎新各有绝招

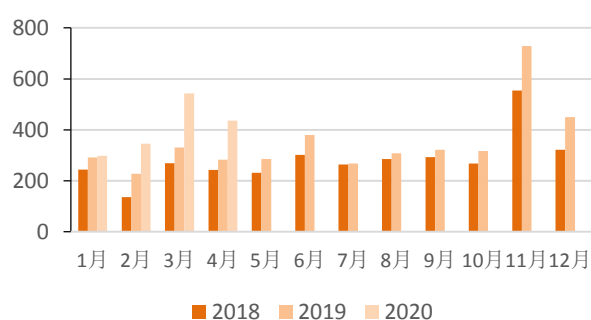
根据生意参谋厨房小家电类目数据，美的、九阳、苏泊尔、小熊、摩飞4月份销售额分别为6.74亿、4.36亿、3.77亿、2.11亿、0.81亿，分别同比增长69%、54%、36%、89%、87%。4月份厨房小家电同比增长31.5%，五大品牌同比增长皆超过行业平均，CR5同比提升5.3个百分点，其中小熊、摩飞增速最快，正在迎头追赶第一梯队。

图 12：美的 4 月同比+69%（百万）



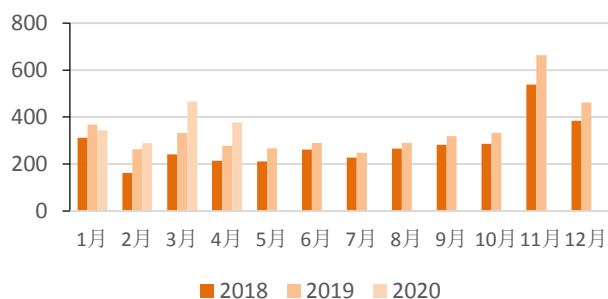
资料来源：生意参谋，浙商证券研究所

图 13：九阳 4 月同比+54%（百万）



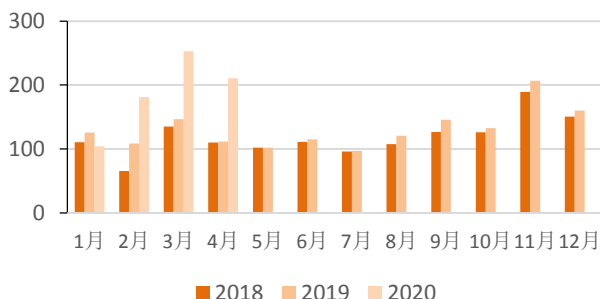
资料来源：生意参谋，浙商证券研究所

图 14：苏泊尔 4 月同比+36%（百万）



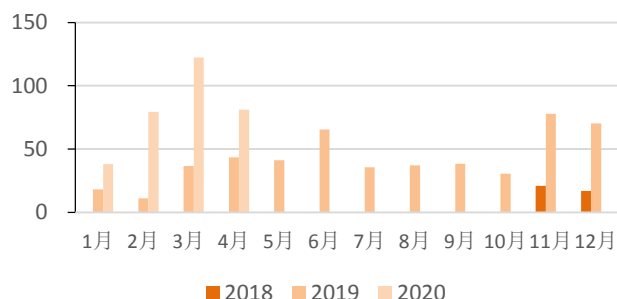
资料来源：生意参谋，浙商证券研究所

图 15：小熊 4 月同比+89%（百万）



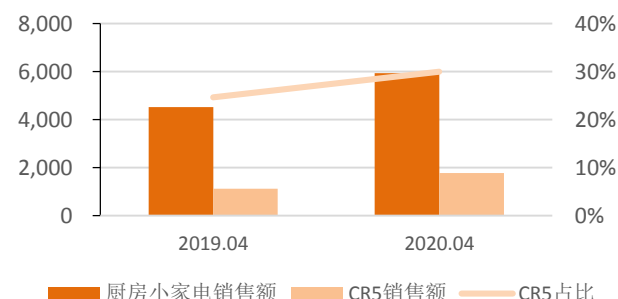
资料来源：生意参谋，浙商证券研究所

图 16：摩飞 4 月同比+87%（百万）



资料来源：生意参谋，浙商证券研究所

图 17：厨房小家电 4 月 CR5 增加 5.3 个百分点（百万）



资料来源：生意参谋，浙商证券研究所

分品类看，美的产品结构还是以传统老品类电饭煲、微波炉、破壁机、电压力锅等为主，新品类主要为电烤箱、电饼铛；九阳围绕 SKY 核心产品，保持优势品类破壁机、豆浆机、榨汁机、电饭煲共计占比 52.1%，网红新品类面条机、空气炸锅紧随其后；苏泊尔在保持电饭煲、电压力锅、破壁机、电热水壶的热销，同时新品电饼铛、绞肉机等网红新品也取得了不错的成绩；小熊作为细分网红品类王者，销售额贡献前十皆为网红品类，其中绞肉机、打蛋器、厨师机、三明治机品类占比增长迅猛；摩飞产品数量相对较少，基本集中在多功能料理锅、榨汁机、餐具消毒机、绞肉机、搅拌机五个品类，其中榨汁机为 MR9600 和 MR9800 两款便携榨汁杯。

综合来看，美九苏三大品牌中，苏泊尔的网红新品类占比相对较高，可以看出公司在新品类战略上的高度重视，以及产品结构的快速转型。小熊仍然保持网红新品类的纯正血脉，在新品类规模扩张的同时获得较好的业绩增长。摩飞的产品功能和设计具有一定的独特性，与其他品牌保持较大的差异化，这也是其相对高端定价的立足之本。

表 2：各品牌 4 月销售 TOP 10 品类占比

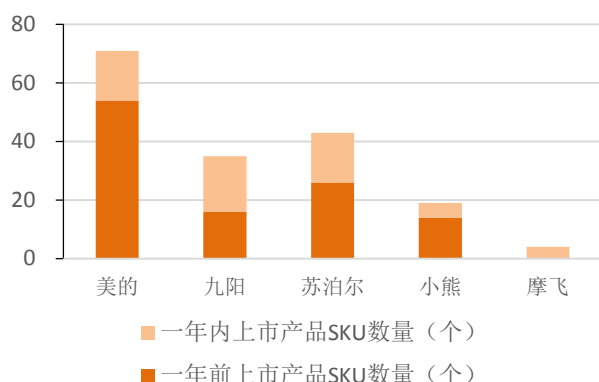
TOP	美的	九阳	苏泊尔	小熊	摩飞
1	电饭煲 16.2%	破壁机 21.3%	电饭煲 22.1%	绞肉机 11.9%	多功能料理锅 38.1%
2	微波炉 12.2%	豆浆机 18.1%	电压力锅 12.5%	养生壶 9.2%	榨汁机 25.7%
3	破壁机 9.4%	榨汁机 6.8%	电饼铛 12.5%	电动打蛋器 8.5%	餐具消毒机 11.9%
4	电压力锅 8.9%	电饭煲 5.9%	破壁机 8.5%	电热火锅 7.3%	绞肉机 8.6%
5	净水器 7.9%	电烤箱 5.3%	电热水壶 6.9%	电炖锅 7.0%	搅拌机 5.7%
6	电烤箱 7.8%	面条机 4.8%	绞肉机 5.1%	电热饭盒 5.5%	电饼铛 3.1%
7	电热水壶 7.5%	净水器 4.7%	电热火锅 4.9%	电烤箱 5.3%	电热水壶 1.8%
8	电磁炉 6.3%	空气炸锅 4.3%	电烤箱 4.5%	厨师机 5.0%	食物烘干机 1.4%
9	电饼铛 4.8%	电压力锅 4.2%	电磁炉 4.4%	三明治机 4.7%	咖啡机 1.4%
10	榨汁机 2.3%	电热水壶 3.8%	电炖锅 3.8%	煮蛋器 4.6%	其它厨电 0.8%

资料来源：阿里生意参谋，浙商证券研究所

4 月份生意参谋厨房小家电 TOP 300 热销 SKU 中，美的、九阳、苏泊尔、小熊、摩飞分别上榜 71、35、43、19、4 款产品，热销榜中一年内上市的新产品分别由 17、19、17、5、4 款，美的销量最好 3 款新产品为 MF-KZ42E101 空气炸锅、MRC1891C-40 净水器、MB-40LS02 电饭煲，由于新产品中有单价较高的净水器产品，因此平均单价比老产品高出许

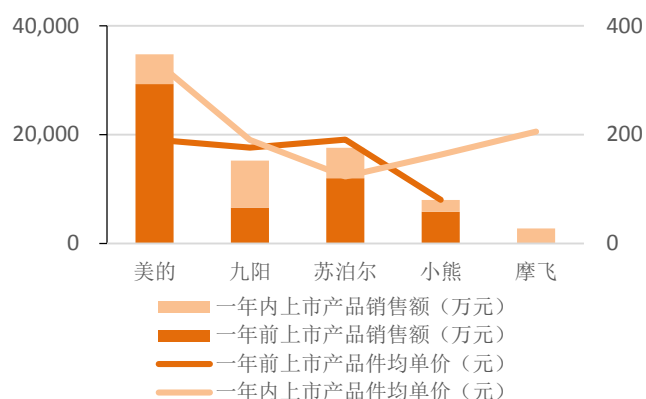
多；九阳销量最好的3款产品为K150豆浆机、A1 solo 豆浆机、KX12-J88电烤箱，新品平均单价跟老品基本一致；苏泊尔销量最好的3款产品为SF40FC665电饭煲、SJ1512C801三明治机、JC306 便携榨汁机，其中三明治机和便携榨汁机平均成交价格仅132元和65元；小熊一共5款新品荣登热销榜，分别为A14D1空气炸锅、C03G5绞肉机、A13F1多士炉、P05B1电饼铛和A06L1豆浆机，产品改为功能升级路线，与以往聚焦性价比的打法不同；摩飞由于电商渠道起步较晚，4款产品都属于一年内上市的新品，分别是MR9600榨汁机、MR9800榨汁机、MR9401绞肉机和MR6006多功能绞肉机。

图 18：4 月厨房小家电 TOP 300 SKU 中各品牌数量情况



资料来源：阿里生意参谋，浙商证券研究所

图 19：4 月厨房小家电 TOP 300 SKU 中各品牌销售情况



资料来源：阿里生意参谋，浙商证券研究所

从各品牌纵向数据看，美的、九阳、苏泊尔、小熊、摩飞的新品销售额贡献比例分别为20.2%、48.8%、36.9%、35.8%、54.1%，其中摩飞新品贡献值较高，品类相对比较集中，以多功能料理锅、榨汁机、餐具消毒机、绞肉机为主；九阳的新品贡献值仅次于摩飞，主要新品还是自身优势的豆浆机领域；苏泊尔从新品SKU数量上看首屈一指，但是由于其新产品价格主打亲民路线，比如推出69元便携榨汁机、109元空气炸锅等网红产品抢占市场，因此销售贡献值相对不及九阳；小熊一方面不断深化网红新品类布局，同时也在推广豆浆机、电热水壶等传统大品类，新品主打品类升级，开始进军中端市场。美的新品贡献占比较低，品类相对还是聚焦在净水器、电饭煲、电压力锅、电热水壶等传统大品类上，不过老产品的市场表现依然亮眼，多数老产品稳居热销榜前列，广受市场好评。

表 3：各品牌 TOP 300 SKU 中新品占比情况

分品牌 TOP 300 SKU 情况	美的	九阳	苏泊尔	小熊	摩飞
一年前上市产品 SKU 数量（个）	210	180	163	177	26
一年内上市产品 SKU 数量（个）	90	120	137	123	30
一年前上市产品销售额（万元）	41,649	14,955	18,528	11,191	1,688
一年内上市产品销售额（万元）	10,570	14,277	10,824	6,228	1,986
一年前上市产品件均单价（元）	191	172	183	92	172
一年内上市产品件均单价（元）	273	178	144	139	263

资料来源：阿里生意参谋，浙商证券研究所

4. 展望未来，看新品类短兵相接谁主沉浮

从电饼铛、绞肉机和养生壶三个高速增长、目前竞争比较激烈的品类来看，摩飞的定价策略是市场价格的 2-3 倍，小熊是市场价格的 0.8 倍左右，美九苏定价策略高于市场均价，根据品类侧重点不同，定价策略上下波动，但也会心照不宣的形成一定的价格梯度。五大品牌形成比较清晰的产品价格梯度，分别在各自赛道上快速发展，通过不同功能、规格、价位段的差异化产品满足不同消费群体的需求。

表 4：电饼铛、绞肉机、养生壶 4 月销售情况（SKU TOP 300）

		美的	九阳	苏泊尔	小熊	摩飞	总计
电饼铛	SKU 数	27	19	34	22	4	300
	交易金额（万元）	3017	739	4552	813	250	13260
	支付件数（万件）	22.2	6.4	28.3	7.9	0.6	99.1
	件均单价（元）	136	116	161	103	449	134
绞肉机	SKU 数	9	10	8	19	3	300
	交易金额（万元）	574	556	1904	2497	690	13584
	支付件数（万件）	5.3	4.4	14.1	28.4	3.4	133.8
	件均单价（元）	109	126	135	88	201	102
养生壶	SKU 数	14	20	14	31	-	300
	交易金额（万元）	781	1210	595	1888	-	11278
	支付件数（万件）	6.1	8.7	3.8	16.7	-	96.5
	件均单价（元）	128	139	157	113	-	117

资料来源：阿里生意参谋，浙商证券研究所

目前我国小家电市场还有巨大的增长空间，因此每个品牌都有足够的发展赛道，短期内新品类尚处于高速增长红利期，各品牌都在加快新品布局，抢占蓝海市场。从 2020 年 1 月-4 月的生意参谋销售数据看，美的、九阳、苏泊尔、小熊、摩飞均实现了快速增长，增速高于行业平均。除了美九苏熊摩以外，山本、志高、海氏、米家等小家电品牌也在日新月异的高速成长。

当然这种百家争鸣的高速发展时代不会长久的持续下去，我们预计三年后新品类增量或有所放缓，届时品牌格局会逐渐固化，未来三元或二元格局将会是小家电行业的最终形态。长远看，美的品牌聚焦年轻化、九阳品牌自高端 SKY 产品向中端下沉、苏泊尔快速

转型拥抱多品类布局,以及小熊、摩飞的高颜值产品设计,每个品牌都有各自制胜的法宝,今年 6.18 和 11.11 两次大促正面交锋之后,品牌未来格局会逐渐明朗。

5. 风险提示

原材料价格大幅波动风险;行业竞争加剧;汇率大幅波动风险

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“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，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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和/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。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200120

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn