

家用电器行业 2020 年中期策略

拨云见日，拐点已现

核心观点：

- **2020H1 回顾：疫情影响下行业承压，小家电走出独立行情。**年初以来在疫情冲击下，宏观、地产、行业数据均大幅下滑。板块内部出现分化，小家电估值、业绩均表现最优。短期线上占比较高、无需安装等特点使得小家电受疫情影响最小，长期视角下在消费升级中后期刚需产品完成普及后，以小家电、洗烘一体机、洗碗机等为代表的可选产品进入快速增长期。盈利能力方面，2020Q1 在费用刚性下公司盈利弱于收入表现。
- **2020H2 展望：关注白电格局重塑、小家电高增长、厨电边际改善三条主线。**展望下半年，疫情影响逐渐减弱，行业有望景气上行。具体来看：
 - (1) 白电：内销拐点清晰，外销仍需验证，但集中度有望提升。近期终端零售均价环比提升，虽然同比依然下滑，但我们认为价格战最激烈时期已经过去。后续随景气向上、格局重塑后在新能效推动下均价有望持续上行。
 - (2) 小家电：整体保有量与海外相比仍有较大空间，西式小家电等渗透率有望持续提升，未来新品拓展将不断延伸行业边界。短期疫情激发烹饪、健康需求，在直播电商风口下行业有望继续保持高增长。
 - (3) 厨电：前期受疫情打断的竣工回暖有望延续，工程渠道渗透率提升有助于龙头提升份额，增强业绩确定性。同时，疫情加速洗碗机等普及进程。板块兼具成长性与景气向上周期。
- **再论家电行业的“变”与“不变”。**(1) 变化的行业竞争环境：行业内部规模增长红利褪去，外部零售环境、渠道结构、消费者需求变化，均给传统龙头的经营带来挑战。(2) 不变的龙头竞争壁垒：龙头的产业链一体化规模优势、长期积淀的品牌力以及锐意进取的开拓精神，在新的竞争环境下仍为制胜利器。(3) 与此同时，估值层面，对比海外家电龙头与国内其他消费品龙头，A 股家电龙头估值依然具有吸引力。且随着资金结构中长线资金占比提升，估值体系有望重构，高 ROE 稳定分红的家电龙头有望获得青睐。
- **投资建议。**2020 年下半年投资主线聚焦地产景气回升下白电、厨电的边际改善，以及直播电商风口下的小家电高增长。鉴于此，我们继续推荐业绩稳健、长期竞争力显著的白电龙头：**格力电器、美的集团、海尔智家**，关注受益消费升级和品类扩张带来成长空间的小家电龙头：**小熊电器、新宝股份、九阳股份、苏泊尔**；关注受益工程渠道红利、边际改善趋势明确的厨电龙头：**老板电器**。
- **风险提示。**原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动；地产竣工不及预期；市场竞争环境恶化。

行业评级

持有

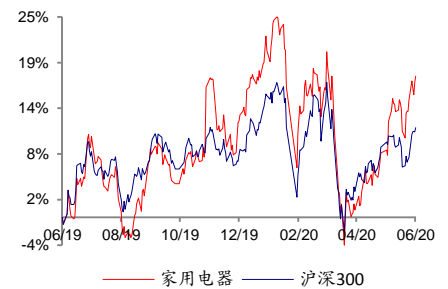
前次评级

持有

报告日期

2020-06-07

相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002



SFC CE No. BNV293



0755-82771936

zengchan@gf.com.cn

分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001



SFC CE No. BNV055



021-60750604

yuanyuchen@gf.com.cn

分析师：

王朝宁



SAC 执证号：S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

家用电器行业:家电牛股复 2020-05-30

盘：探过去牛股，寻未来方向

家用电器行业:我国空调行业 2020-05-05

格局变迁史：四十年回顾，
现强者恒强

联系人：高润鑫

gaorunxin@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
格力电器	000651.SZ	人民币	60.17	2020/4/30	买入	57.30	3.82	4.38	15.74	13.73	10.00	8.27	19.55	19.75
美的集团	000333.SZ	人民币	58.95	2020/4/30	买入	60.89	3.58	4.05	16.46	14.54	11.52	9.47	21.09	21.06
海尔智家	600690.SH	人民币	16.75	2020/4/30	买入	16.95	1.13	1.27	14.88	13.20	8.12	5.94	13.60	13.30
小熊电器	002959.SZ	人民币	132.38	2020/4/29	买入	117.20	2.93	3.70	45.15	35.80	33.47	26.18	17.45	18.04
新宝股份	002705.SZ	人民币	33.54	2020/4/28	增持	26.00	1.04	1.21	32.18	27.74	17.77	15.68	16.12	15.75
九阳股份	002242.SZ	人民币	33.94	2020/4/30	买入	37.42	1.17	1.30	29.02	26.02	27.54	24.68	22.92	24.32
苏泊尔	002032.SZ	人民币	67.50	2020/4/29	买入	78.40	2.48	3.02	27.26	22.36	20.97	18.09	24.91	24.35
老板电器	002508.SZ	人民币	33.98	2020/5/25	买入	36.32	1.82	2.05	18.67	16.58	15.26	12.93	20.00	18.40

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中收盘价为 2020/6/5 收盘价

目录索引

一、2020H1 回顾：疫情冲击行业承压，小家电走出独立行情	7
（一）板块行情回顾：板块内部出现分化，小家电估值提升	7
（二）基本面回顾：行业整体承压，小家电表现亮眼	8
（三）财务表现回顾：费用刚性下盈利弱于收入	10
二、2020H2 展望：关注白电格局重塑、厨电边际改善、小家电高增长三条主线	12
（一）白电：景气回升，格局重固	12
（二）小家电：空间广阔，景气持续	19
三、再论家电行业的“变”与“不变”	25
（一）“变”：增长驱动、渠道结构、消费者需求均发生变化	25
（二）“不变”：龙头产业链一体化的制造优势、长期积累的品牌竞争力以及锐意进 取的开拓精神	29
（三）家电龙头估值仍具吸引力	32
四、投资建议	35
五、风险提示	35

图表索引

图 1: 各板块指数涨跌幅(%)：家电指数涨幅-0.23%，跑赢沪深 300 指数 2.10pct (2020.1.1-2020.6.5)	7
图 2: 家电各子板块涨幅(%)：小家电、黑电涨幅较高 (2020.1.1-2020.6.5)	8
图 3: 各板块 PE-TTM：疫情影响下小家电板块逐渐走出分化行情	8
图 4: 2020Q1 我国 GDP 增速大幅下滑至-7%	9
图 5: 社零总额、限额以上零售总额、家用电器及音像零售总额月度增速：3 月起降幅收窄	9
图 6: 住宅销售、竣工面积单月同比增速：年初大幅下滑，3 月销售降幅收窄，竣工再次转正	9
图 7: 年初至今各品类线上线下零售额累计增速：小家电好于白电、厨电，线上好于线下 (2020.1.1-5.31)	10
图 8: 1-4 月空冰洗烟内外销累计增速	10
图 9: 1-5 月空冰洗烟线上线下零售量累计增速	10
图 10: 家电各板块分季度营业总收入增速	11
图 11: 家电各板块分季度归母净利润增速	11
图 12: 家电各板块分季度毛利率	11
图 13: 家电各板块分季度归母净利率	11
图 14: 空调月度内销出货量(万台)及同比增速	13
图 15: 空调月度外销出货量(万台)及同比增速	13
图 16: 冰箱月度内销出货量(万台)及同比增速	13
图 17: 冰箱月度外销出货量(万台)及同比增速	13
图 18: 洗衣机月度内销出货量(万台)及同比增速	14
图 19: 洗衣机月度外销出货量(万台)及同比增速	14
图 20: 2007 年至今空调行业线下零售均价(元)变化	15
图 21: 核心城市夏季气温：2016 年天气炎热带动终端销售火爆	15
图 22: 各品牌线下均价(元)	16
图 23: 各品牌线上均价(元)	16
图 24: 各品牌线下均价同比增速：今年 2 月起降幅收窄	16
图 25: 各品牌线上均价同比增速：今年 3 月起降幅收窄	16
图 26: 上一轮价格战结束系天气、地产等带动下销售火爆，渠道库存(万套)消化良好	17
图 27: 前 20 畅销机型中一级变频占比提升(外圈：2020 年 4 月，内圈：2019 年 11 月，线下零售量份额占前 20 畅销机型份额比例)	17
图 28: 近期现货 LME 铝价走势(美元/吨)	17
图 29: 近期现货 LME 铜价走势(美元/吨)	17
图 30: 近期冷轧板卷价格走势(元/吨)	18
图 31: 近期布伦特原油价格走势(美元/桶)	18
图 32: 2020M1-4 空调内销 CR2 提升至 68%	18
图 33: 格力、美的分季度净利率(%)	18

图 34: 我国小家电保有量 (台/百户) 与美国、日本相比有较大空间 (2018 年)	19
图 35: 九阳、小熊、摩飞官方旗舰店周度销售额 (万元) 及同比增速: 年初以来近三位数高速增长	20
图 36: 核心小家电线上销售额年累计增速 (2020.1.1-2020.5.31)	20
图 37: 直播电商迎来爆发期	21
图 38: 小家电线上销售量及占比	21
图 39: 住宅销售数据 (滞后两年) 与竣工数据的剪刀差: 2018-19 年有待补齐	22
图 40: 电梯产量当月同比 (%): 4 月转正	22
图 41: 钢化、中空玻璃月度同比增速 (%): 3 月降幅收窄	22
图 42: 政策驱动下, 精装房开盘量保持高速增长, 渗透率不断提升	23
图 43: 2018 年高中低档楼盘精装房厨电格局: 老板市占率均位列前 2 名	23
图 44: 老板油烟机分价格段零售量市占率: 高端市场地位较强, 中低端市场较薄弱 (2019 年)	24
图 45: 格力空调分价格段零售量市占率: 中低端到高端市场均有较高份额 (2019 年)	24
图 46: 2019 年各品类精装修配套规模及配套率: 烟灶配置率较高, 消毒柜、净水器、洗碗机等仍有空间	24
图 47: 我国洗碗机每百户保有量 (台) 仍有较大提升空间 (2019 年)	25
图 48: 疫情期间消毒柜、洗碗机线上销量大幅增长	25
图 49: 空冰洗内销量 (万台) 及内销增速: 白电大规模增长时期已经过去	26
图 50: 小家电分品类全渠道零售量增速: 核心小家电 2017 年后增速放缓	26
图 51: 传统多层深度分销与扁平化网批直供模式对比: 渠道加价率减少	27
图 52: 从传统电商模式到社交电商带货模式	27
图 53: 中国拟在建住宅 (含住宅) 项目装修类型结构: 精装房比例 2022 年后将提升至 53.4%	28
图 54: 我国精装房渗透率与国外相比依然有较大提升空间 (2018 年)	28
图 55: 中国与日本人均 GDP (元): 我国迎来第三消费时代	28
图 56: 高端价位各品类 2019 年销量同比增长	29
图 57: 各企业单台空调生产成本 (元)	29
图 58: 老板、方太精装修市场份额领先优势逐年扩大	30
图 59: 老板工程渠道收入高速增长	30
图 60: 各品牌空调线下零售量份额变化	31
图 61: 各品牌空调线上零售量份额变化	31
图 62: 董明珠开启直播带货	32
图 63: 九阳与 Line Friends 跨界 IP 合作	32
图 64: 北上资金持有 A 股家电板块市值占家电板块总市值比例不断提升	32
图 65: 北上资金持有 A 股家电主要个股市值占家电公司总市值比例不断提升	32
图 66: 家电公司与海外其他龙头估值 (PE-TTM) 比较 (截止 2020/5/29)	33
图 67: 家电公司与 A 股其他板块消费品龙头 PB-ROE: 估值仍具吸引力	33
图 68: 海内外家电龙头十年营业收入 CAGR 对比	33
图 69: 海内外家电龙头十年净利润 CAGR 对比	33
图 70: 海内外家电龙头毛利率对比 (2019 年)	34

图 71: 海内外家电龙头净利率对比 (2019 年)	34
图 72: 海内外家电龙头 ROE 对比 (2019 年)	34
图 73: 海内外家电龙头 ROIC 对比 (2019 年)	34
表 1: 我国家电保有量已经处于高位 (2018 年)	26

一、2020H1 回顾：疫情冲击行业承压，小家电走出独立行情

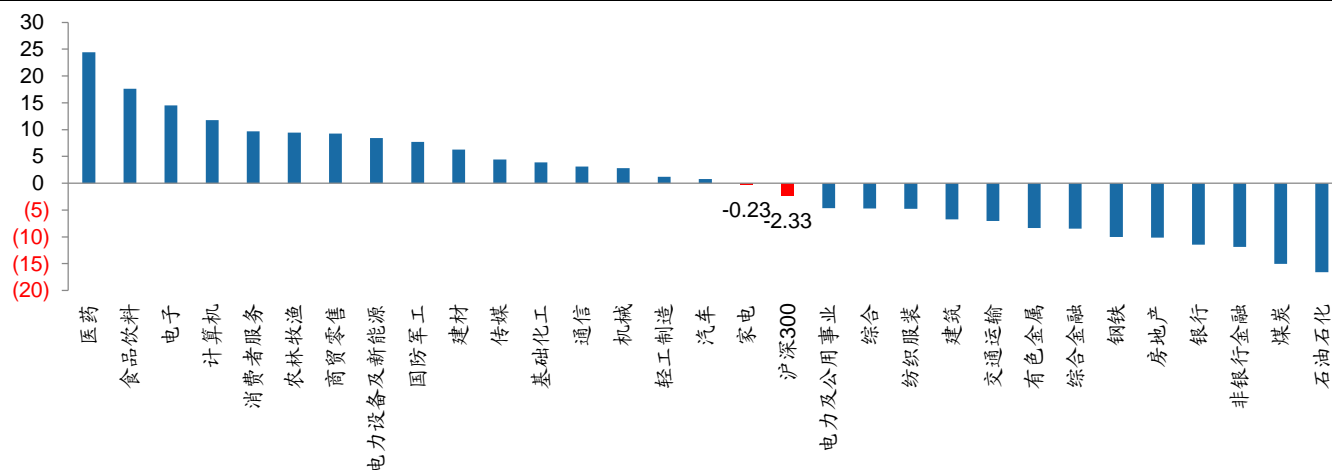
（一）板块行情回顾：板块内部出现分化，小家电估值提升

根据中信板块指数，年初以来（2020.1.1-2020.6.5）家电指数下跌0.23%，位居所有行业第17名，跑赢沪深300指数2.1pct。疫情影响下，各子板块出现分化：小家电、黑电涨幅较好，白电、厨电、照明均有不同程度下跌。（注：本文所有板块相关指标均采用中信分类标准）

估值层面：春节后，子板块开始出现估值分化，市场情绪偏好线上销售比例更高、无需安装、受疫情影响较小的小家电板块：小家电PE-TTM由春节前最后一个交易日25.6倍（2020.1.23）仅一周时间提升至28.7倍（2020.2.7），而白电、厨电分别从17.2倍、21.6倍下滑至15.0倍、20.2倍。后续小家电公司业绩不断得到验证，带动估值持续上行，同时白电、厨电在海内外疫情持续发酵影响下，估值进入下行通道。

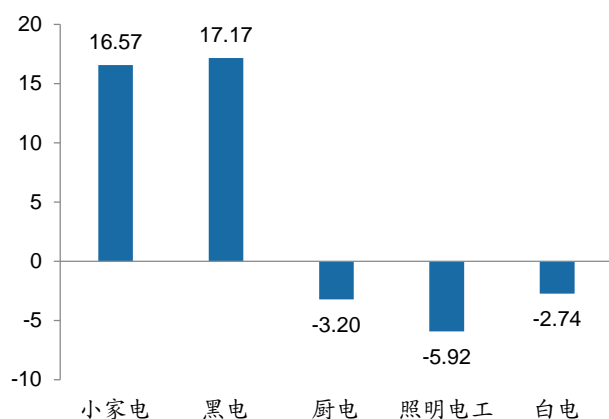
业绩层面：小家电表现最优，白电、厨电受影响较大。本章2、3部分将从基本面及财务方向详细分析。

图 1：各板块指数涨跌幅（%）：家电指数涨幅-0.23%，跑赢沪深300指数2.10pct（2020.1.1-2020.6.5）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

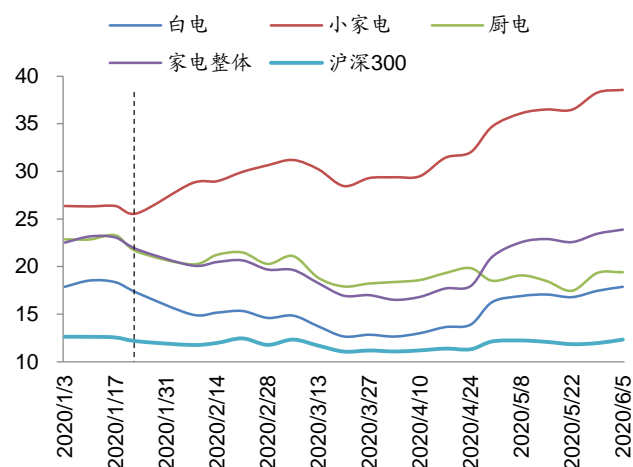
图 2：家电各子板块涨幅（%）：小家电、黑电涨幅较高（2020.1.1-2020.6.5）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：黑电主要系海信视像混改预期提升估值、原材料成本下降等利润弹性预期较高

图 3：各板块PE-TTM：疫情影响下小家电板块逐渐走出分化行情



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：黑电板块估值波动较大，照明电工受公牛上市影响可参考性较差，予以剔除。所选 PE 为各板块 PE-TTM

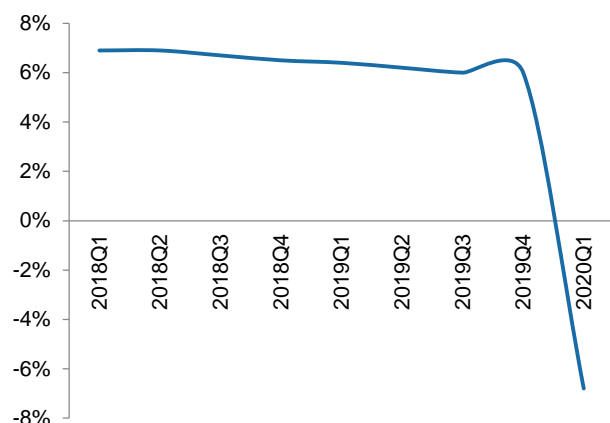
（二）基本面回顾：行业整体承压，小家电表现亮眼

疫情影响下宏观经济、地产均受到较大冲击：

（1）GDP、社零总额年初出现断崖式下滑：2020Q1我国GDP增速下滑7%，社零月度数据双位数大幅下滑，3月起降幅环比收窄，但仍未转正。

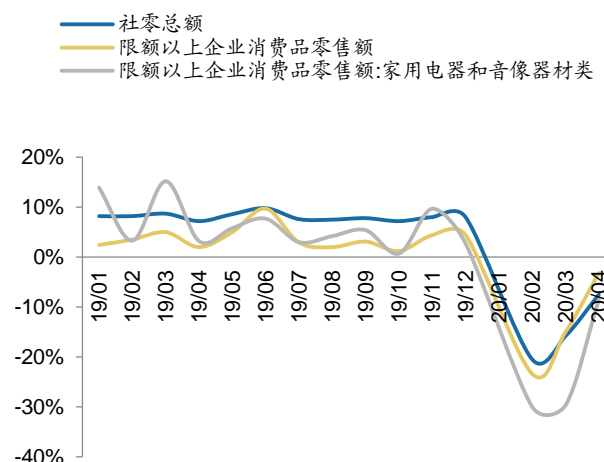
（2）地产方面呈现与宏观经济相同趋势：住宅销售面积、竣工面积月度增速今年年初大幅下滑，3月起销售面积降幅逐渐收窄，竣工数据再次转正。

图 4：2020Q1我国GDP增速大幅下滑至-7%



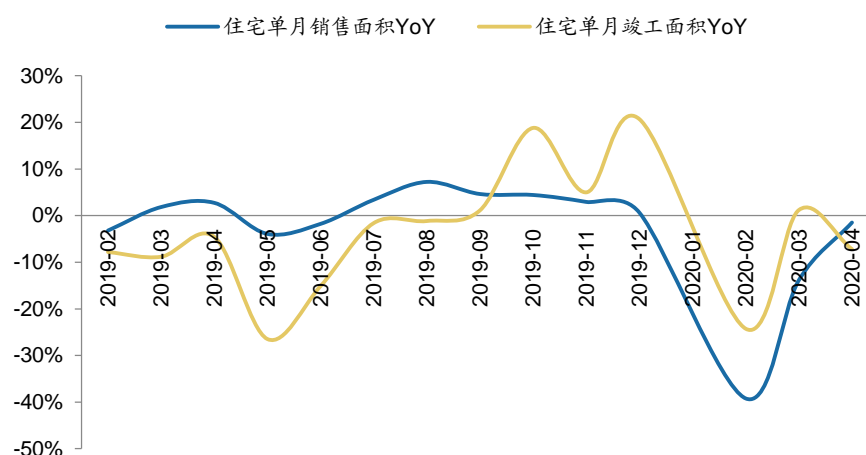
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：社零总额、限额以上零售总额、家用电器及音像零售总额月度增速：3月起降幅收窄



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：住宅销售、竣工面积单月同比增速：年初大幅下滑，3月销售降幅收窄，竣工再次转正



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

行业层面出现分化：

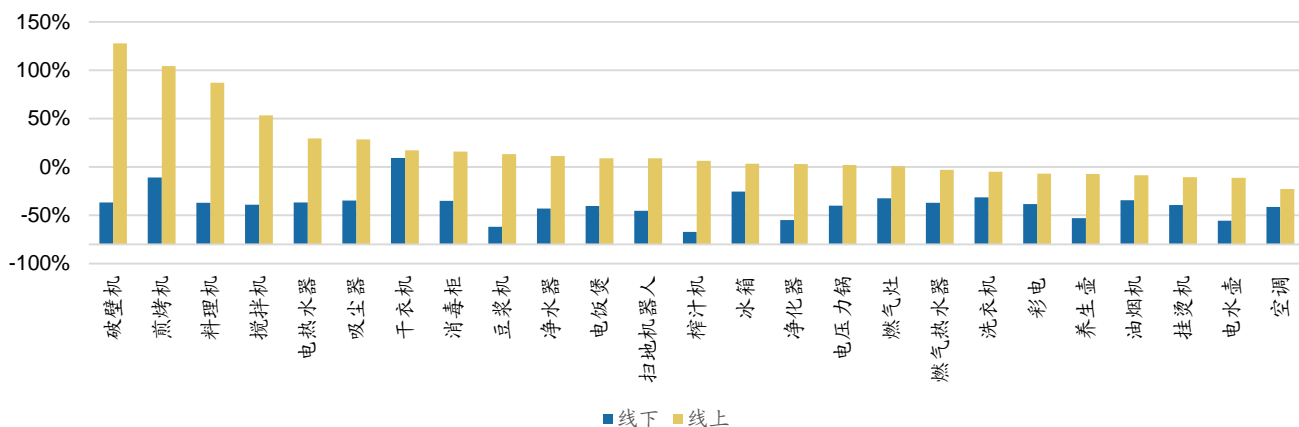
(1) 小家电表现优于白电、厨电：短期小家电因无需安装、线上销售占比高、消费属性受地产影响较小等因素整体增速较好，且疫情进一步激发烹饪、健康需求，促进小家电销售。白电、厨电等则因无法安装进户等原因销售近乎停滞。

(2) 线上增速优于线下：疫情催生“宅经济”，直播电商风口下品牌商纷纷走向线上寻求流量转化，线上表现明显好于线下。

(3) 外销好于内销：由于海外疫情发酵时间晚于国内、且部分外销订单提前锁定等

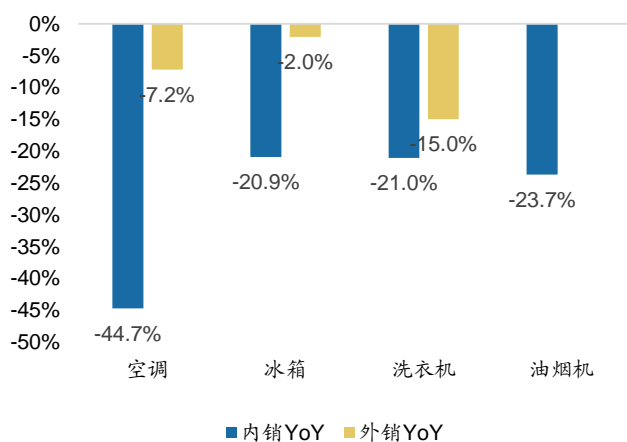
因素，上半年外销增速好于内销。

图 7：年初至今各品类线上线下零售额累计增速：小家电好于白电、厨电，线上好于线下（2020.1.1-5.31）



数据来源：奥维，广发证券发展研究中心

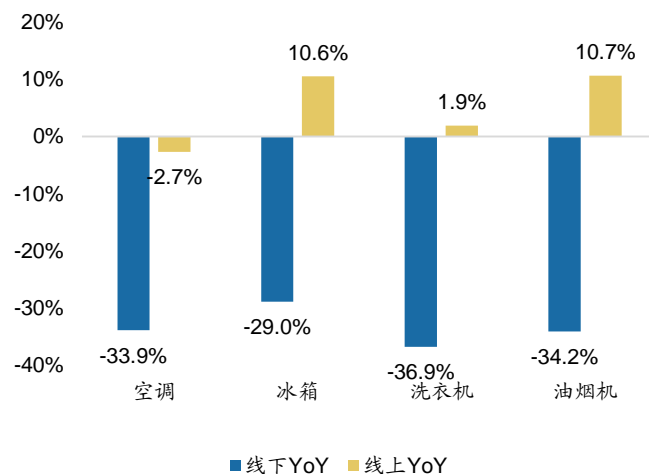
图 8：1-4月空冰洗烟内外销累计增速



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

注：油烟机无外销数据

图 9：1-5月空冰洗烟线上线下零售量累计增速

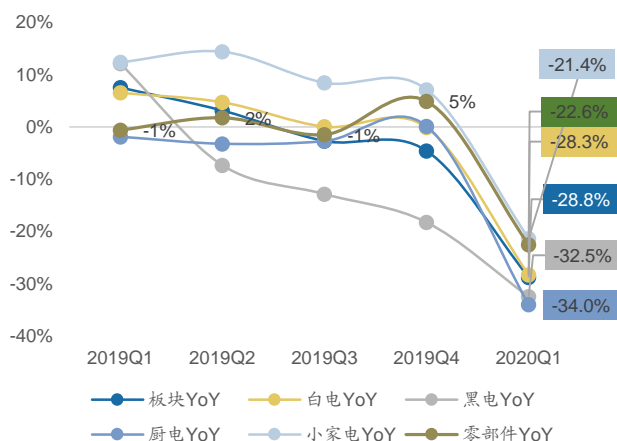


数据来源：奥维，广发证券发展研究中心

（三）财务表现回顾：费用刚性下盈利弱于收入

板块财务表现与基本面表现趋势基本相同，板块整体在费用刚性下盈利弱于收入。其中白电2019Q4-2020Q1受竞争与疫情影响，收入大幅下滑同时归母净利率水平也处于历史低位。小家电收入、利润降幅最低，同时归母净利率有所提升。

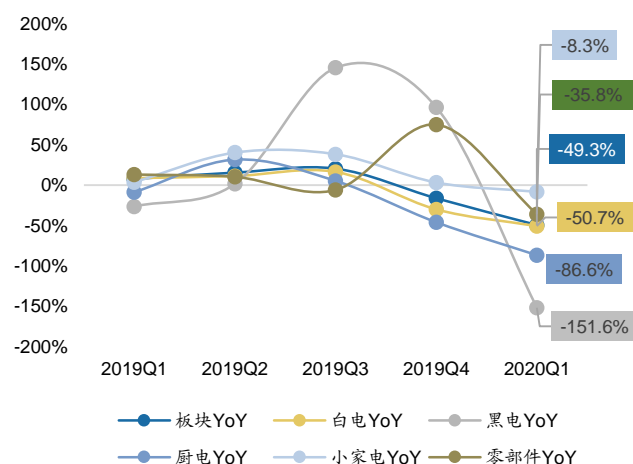
图 10: 家电各板块分季度营业总收入增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

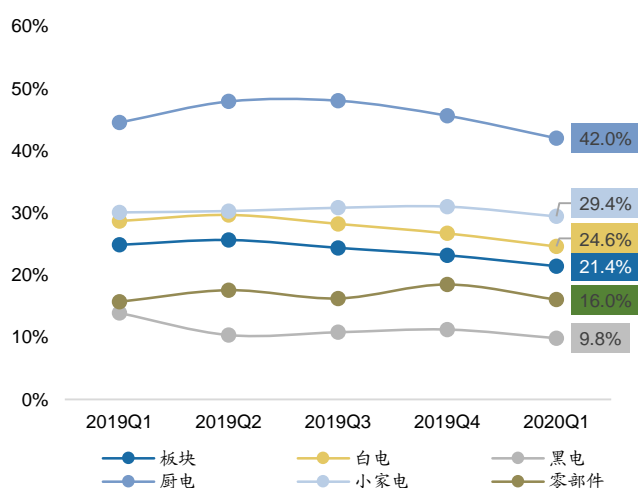
注: 选取 53 家家电公司并剔除异常值, 下同

图 11: 家电各板块分季度归母净利润增速



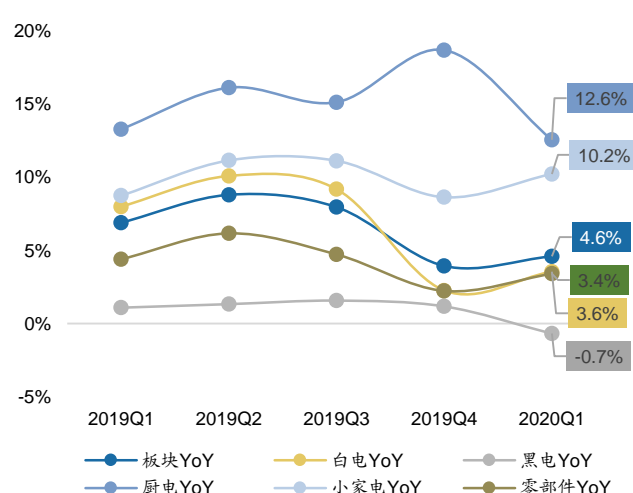
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 家电各板块分季度毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 家电各板块分季度归母净利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、2020H2 展望：关注白电格局重塑、厨电边际改善、小家电高增长三条主线

（一）白电：景气回升，格局重固

展望下半年，我们认为板块边际改善趋势明，同时格局有望重塑。（1）销量层面：内销拐点清晰，外销有待进一步观察；（2）价格层面：价格战最激烈时期已经过去，价格环比已有回升，但同比仍是下降，期待景气回升、行业格局重塑后在新能效标准推动下均价持续回升；（3）企业盈利层面：短期原材料成本、渠道提效红利进一步释放，中长期在格局重塑后，盈利有望触底回升。

1. 内销拐点清晰，外销有待观察

内销端：国内疫情影响逐步减小，生产、经济活动已基本恢复正常，下半年内销增速降幅收窄或转正的拐点清晰。

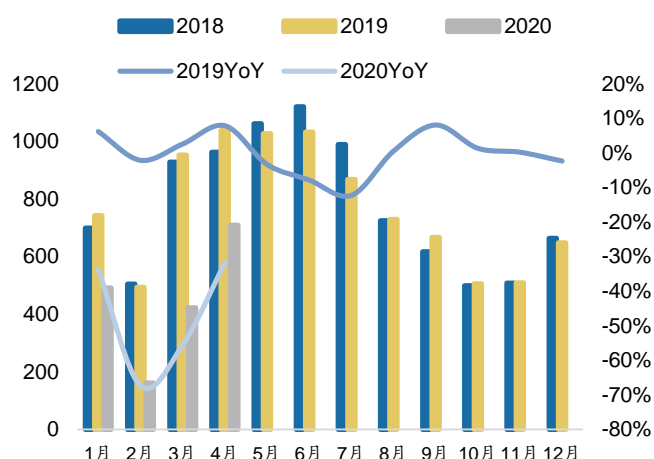
外销端：考虑到海外疫情后续发酵程度、订单交付时间、不同品类受疫情影响不同等因素，下半年外销端仍有较大不确定性，具体来看：

（1）以空调为例，签订订单——生产——货物交付至海外通常需要3个月时长，再考虑到当地渠道铺货时间1-2个月，所以海外品牌商下单时间一般会提前半年左右。故而上半年外销出货一部分为前期已确认订单，海外疫情影响并未充分体现，下半年外销端受疫情影响将暴露的更加充分，海外疫情发酵的不确定性增加预测难度。

（2）不同品类或出现分化。4月冰箱出口好于空调、洗衣机，疫情增加居家时间、增加在家就餐次数，囤积食物需求或导致冰箱表现较好。

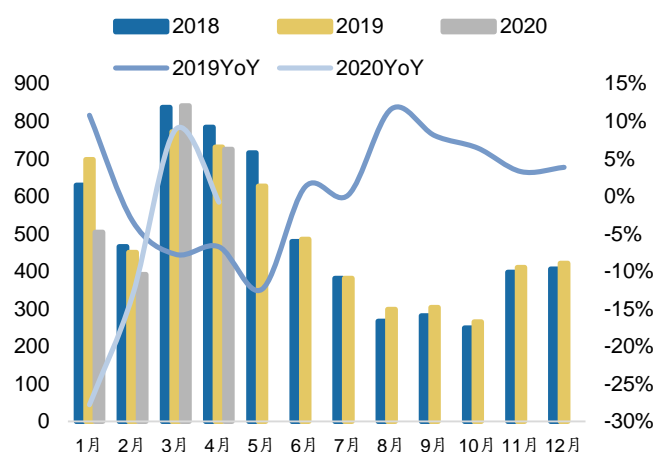
（3）出口集中度将加快提升，龙头将好于行业。龙头在生产交付能力、服务能力上均优于小厂，疫情期间韧性更强。同时，海外尾部品牌销售情况受疫情影响更大，头部品牌集中度提升，所对应的国内龙头一般为头部品牌代工，集中度随之被动提升。

图 14: 空调月度内销出货量 (万台) 及同比增速



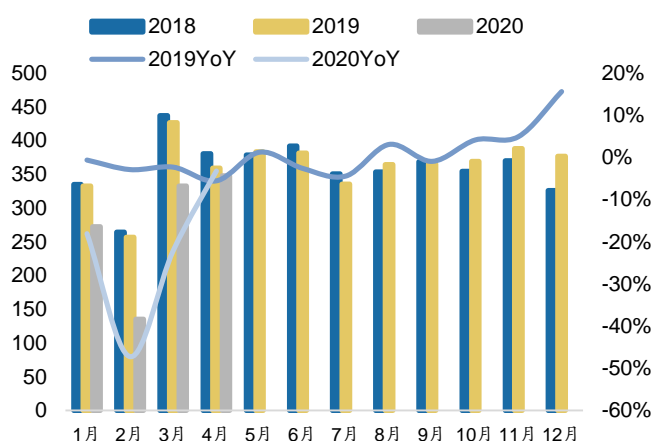
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 15: 空调月度外销出货量 (万台) 及同比增速



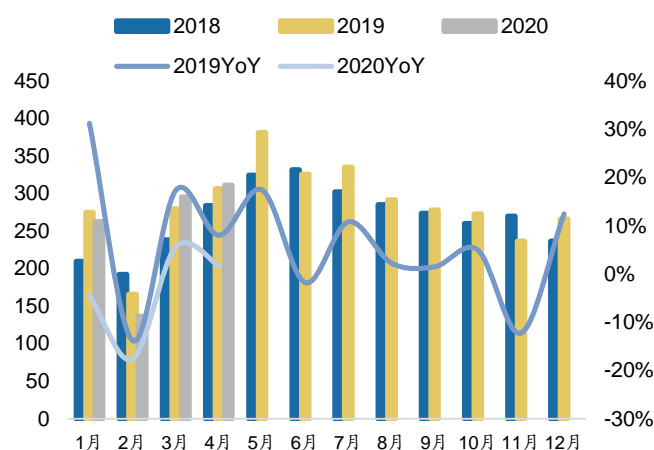
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 16: 冰箱月度内销出货量 (万台) 及同比增速



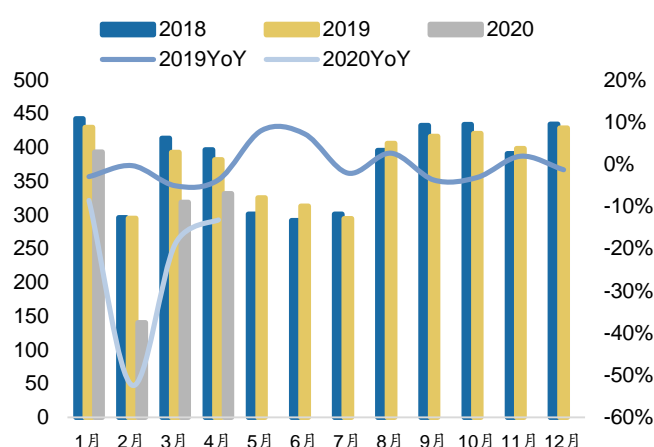
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 17: 冰箱月度外销出货量 (万台) 及同比增速



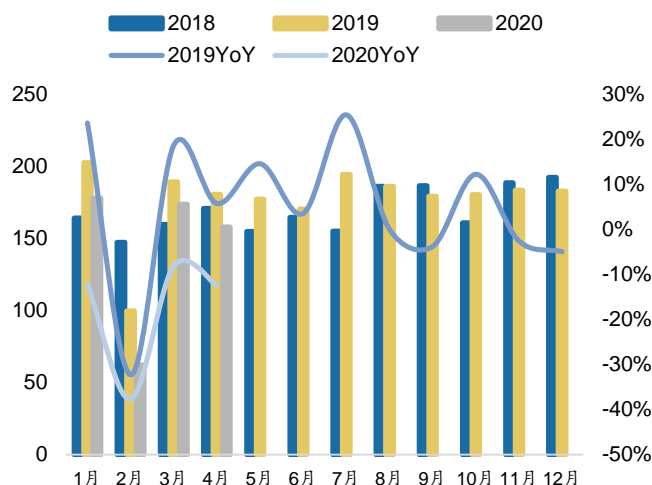
数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 18: 洗衣机月度内销出货量（万台）及同比增速



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 19: 洗衣机月度外销出货量（万台）及同比增速



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

2. 价格战最激烈时期已经过去，期待景气回升、格局重塑后在能效推动下的均价持续提升

下半年空调价格如何变化是当前市场最关心的问题，在此我们不妨先跳脱近期高频的月度、周度价格数据跟踪，拉长时间维度，重新回到空调行业价格的大周期和小周期视角，在此框架下完成对后续价格的预判。

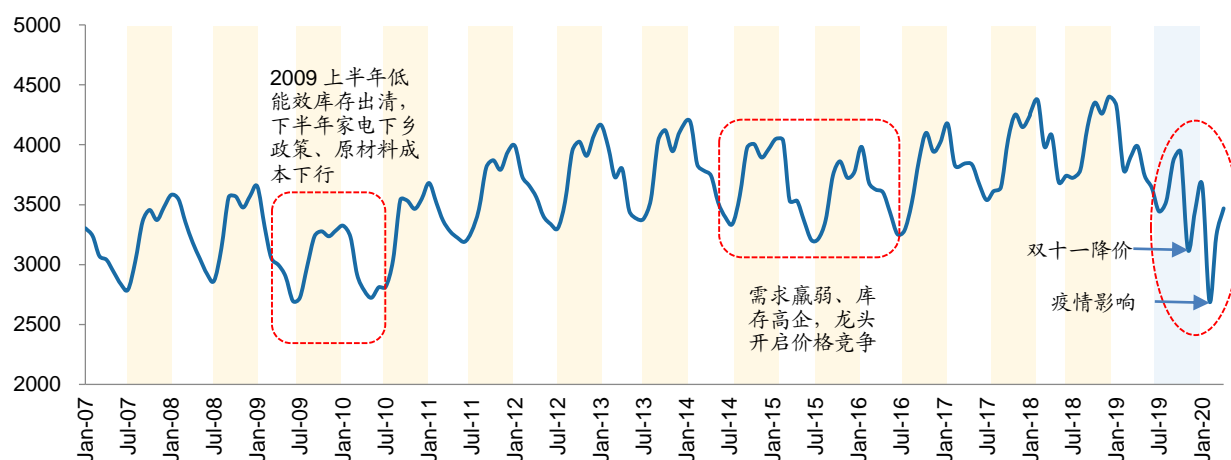
（1）大周期：2006年市场完成初步出清后，空调均价持续上行期间经历了两次大的价格下行周期。

2009年初-2010年中旬：当年新能效标准生效前完成清库为上半年价格下降起因，但随着空调纳入家电下乡政策名单，下半年政府补贴力度加大、叠加原材料成本下行成为此轮均价下行的主要因素。

2014年中旬-2016年上旬：格力前期压货导致渠道库存高企、终端需求羸弱下主动发起大规模降价。直到2016年天气炎热、地产催化下终端销售火爆、渠道库存降至较低水位，价格才逐渐回归上行。

（2）小周期：空调消费的季节性特征导致其每年的6月至次年1月经历一次规律性的价格上行周期。大周期角度的价格战影响均价中枢，而小周期视角下，经营年份期间的价格波动呈现规律特征。每年旺季开始到次年12月—1月价格呈上行趋势，而第一次促销大概率发生在次年3月，持续到旺季前。

图 20: 2007年至今空调行业线下零售均价（元）变化



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图21: 核心城市夏季气温：2016年天气炎热带动终端销售火爆

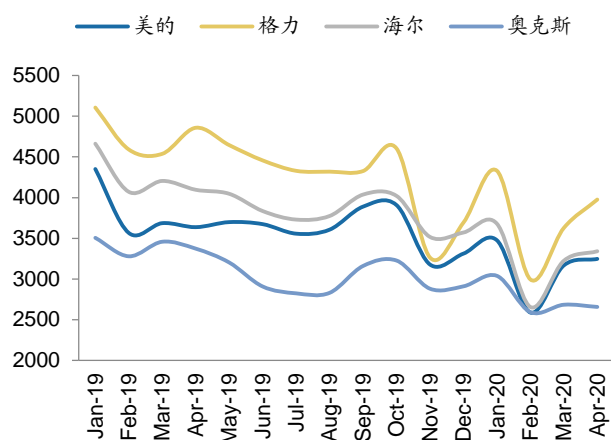


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在此视角下重新审视本轮价格竞争：

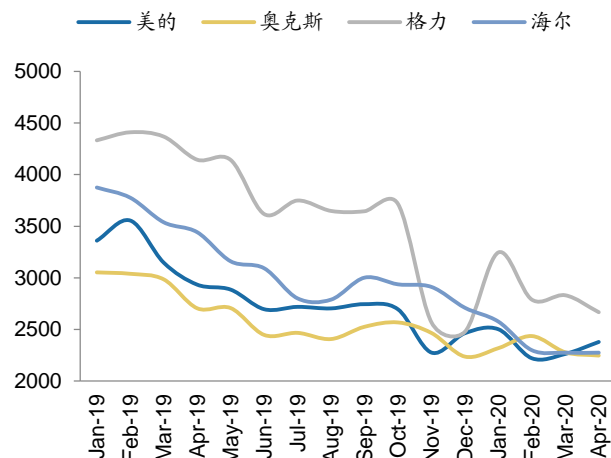
(1) 均价环比提升趋势明确，小的上行周期迎来修复。去年双十一格力发起随后蔓延至全行业的大规模降价、2020年初的疫情打乱了十多年来稳定的小价格周期。近期我们观察到终端均价环比提升，小周期被打乱后已经持续迎来修复，我们判断618促销大概率是价格最低时点，随着销售旺季到来，终端均价将持续上行。

图 22: 各品牌线下均价 (元)



数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

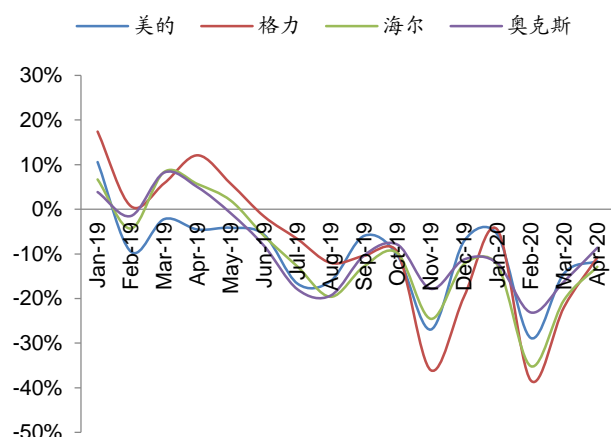
图 23: 各品牌线上均价 (元)



数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

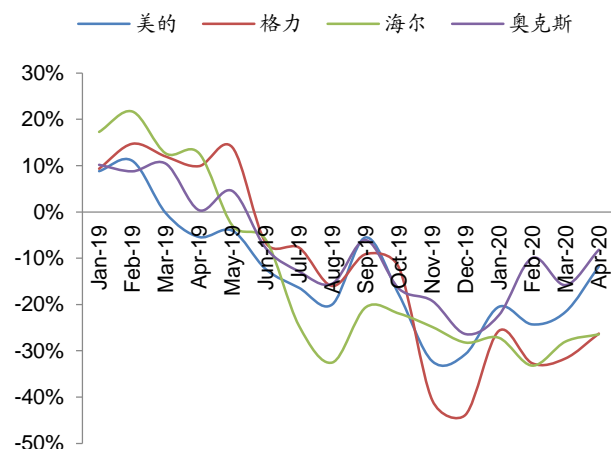
(2) 价格战最激烈时期已经过去, 期待景气回升、格局重塑后在新能效推动下的**大周期结束**。参照14-15年价格战经验, 我们认为价格战是否深化取决于龙头渠道库存尤其低能效库存的去化程度。根据中怡康数据, 较去年11月相比, 今年4月前20畅销机型中一级能效零售量占比已经从25%提升至78%, 可见消费重心已经从三级能效转移至一级能效, 一定程度上说明低能效库存去化情况良好。后续随地产改善、景气回升, 格局重塑后在新能效推动下均价有望持续提升。

图 24: 各品牌线下均价同比增速: 今年2月起降幅收窄



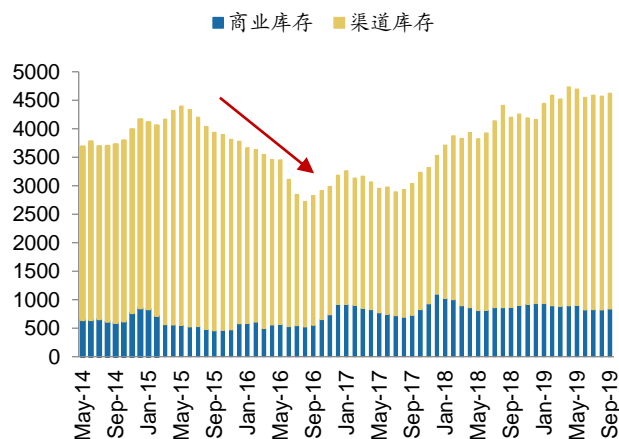
数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

图 25: 各品牌线上均价同比增速: 今年3月起降幅收窄



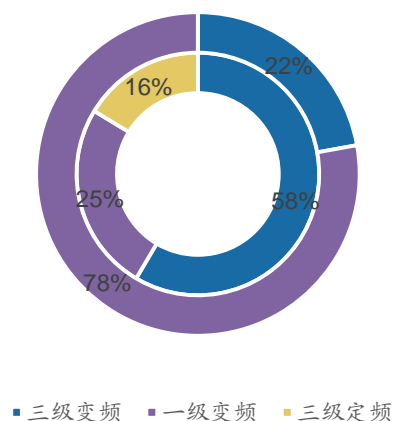
数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

图 26: 上一轮价格战结束系天气、地产等带动下销售火爆, 渠道库存 (万套) 消化良好



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 27: 前20畅销机型中一级变频占比提升 (外圈: 2020年4月, 内圈: 2019年11月, 线下零售量份额占前20畅销机型份额比例)

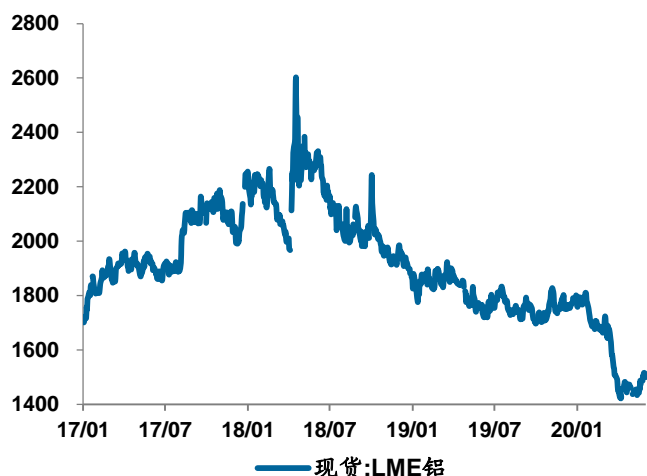


数据来源: 中怡康, 广发证券发展研究中心

3. 企业盈利: 短期成本红利、渠道效率释放, 长期格局稳固后盈利重回上行

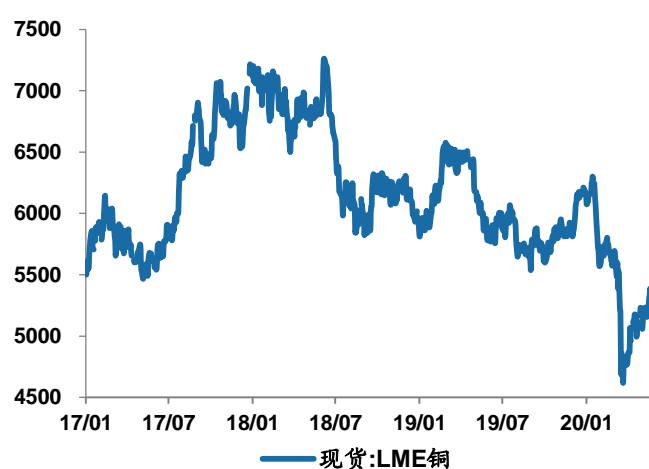
(1) 短期来看: 原材料成本下滑, 渠道冗余加价释放等缓冲终端价格压力。2020年初至6月2日, 铝、铜、冷轧板、原油平均收盘价分别同比变动-15.0%/-5.7%/-5.1%/-35.4%, 有助于缓冲终端价格压力。同时, 以美的为代表的渠道改革提效, 也将继续平滑企业端业绩波动。

图 28: 近期现货LME铝价走势 (美元/吨)



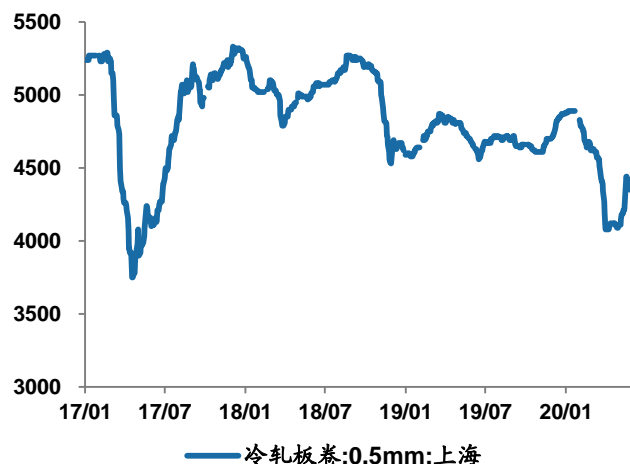
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 近期现货LME铜价走势 (美元/吨)



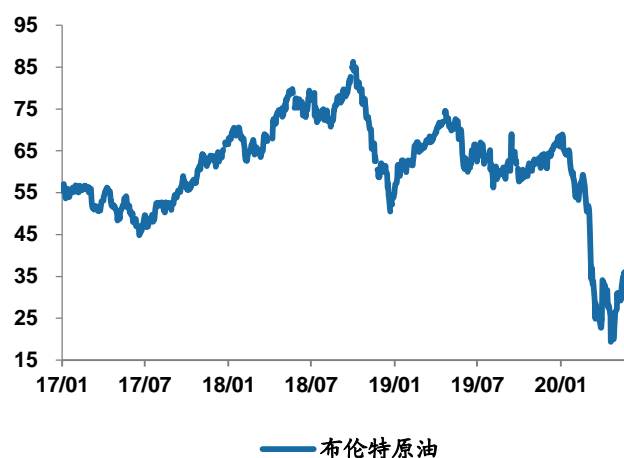
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 30: 近期冷轧板卷价格走势 (元/吨)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 近期布伦特原油价格走势 (美元/桶)

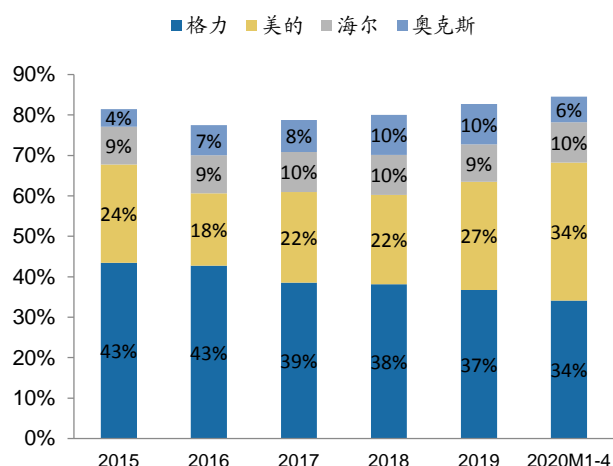


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(2) 中长期来看: 格局重塑后盈利有望触底回升

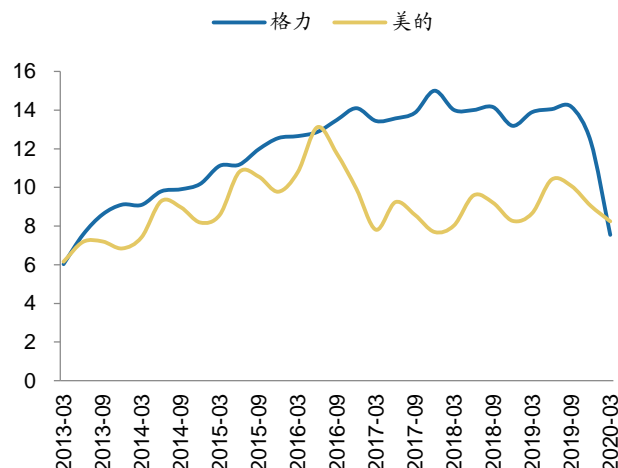
本轮价格竞争主要系弱需求背景下龙头对于份额的诉求。过去几年龙头不断提价给奥克斯等让出市场空间，如今价格竞争开启，奥克斯等失去价格优势份额被不断蚕食，且盈利能力进一步被压缩至临近盈亏平衡，行业格局有望重塑。当搅局者被肃清后，龙头追求份额与利润的天平或将重新倾斜，盈利有望触底回升。

图 32: 2020M1-4 空调内销 CR2 提升至 68%



数据来源: 产业在线, 广发证券发展研究中心

图 33: 格力、美的分季度净利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（二）小家电：空间广阔，景气持续

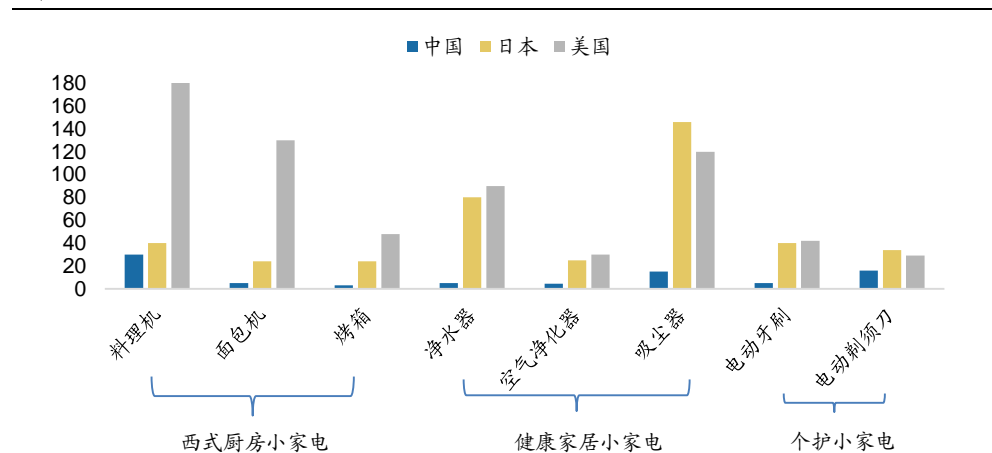
1. 小家电市场整体保有量较低，未来有望持续增长

从保有量的角度出发，我们认为小家电，尤其是西式厨房小家电、健康家居、个人护理类小家电市场增长空间较大。

（1）小家电整体保有量较低，品类丰富，提升空间较大。对比白电、厨电等传统大家电，我国小家电保有量较低，与发达国家存在较大差距。长期来看，消费升级趋势下，差异化、个性化的小家电产品将满足消费者日益增长的品质生活需求，小家电渗透率有望持续提升。

（2）西式厨房小家电、健康家居、个人护理类小家电产品处于导入阶段，将长期受益于人们健康意识和消费水平的提高。其中料理机、面包机、净水器、吸尘器等品类保有量显著低于发达国家，未来随着消费水平提高、健康意识增强，新兴品类将不断拓展小家电行业边界。

图 34：我国小家电保有量（台/百户）与美国、日本相比有较大空间（2018 年）



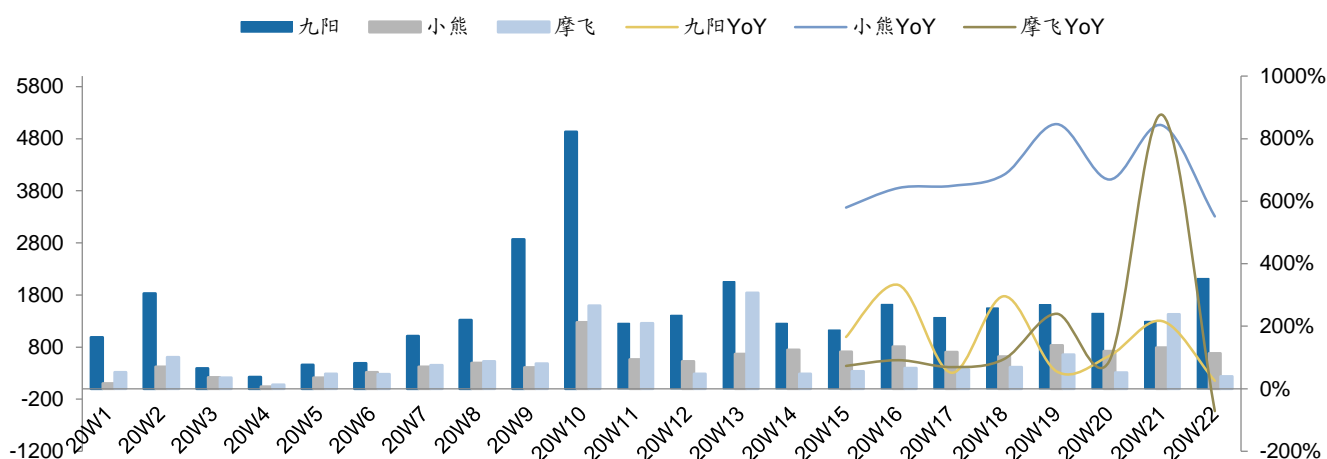
数据来源：中国产业信息网，Gfk，广发证券发展研究中心

2. 受益消费升级、疫情催化以及直播电商兴起，年初以来的高景气度有望持续

年初至今小家电表现亮眼：品牌角度，九阳、小熊、摩飞年初以来官方旗舰店销售额几乎保持近三位数高增长；行业角度，厨电、清洁类小家电年初以来线上销售额同样逆势增长。我们认为，这是长期消费升级背景下可选产品需求增强与短期疫情催化、直播电商东风下共同作用的结果。

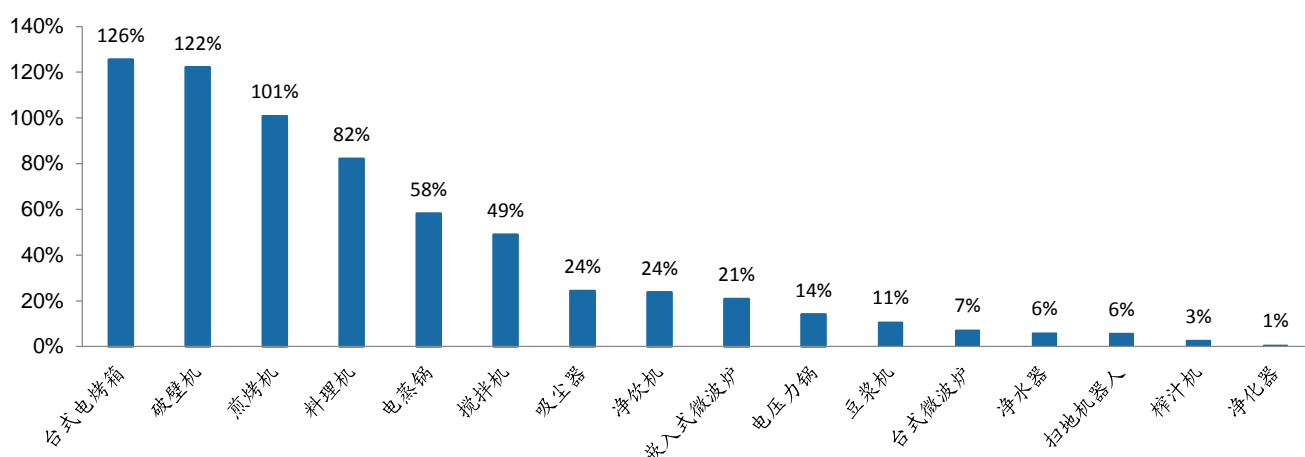
（1）消费升级中后期，刚需产品完成普及后，可选属性较强的小家电渗透率开始提升。疫情进一步激发了潜在的烹饪、健康需求，加速产品普及进程，高增长有望持续。

图 35：九阳、小熊、摩飞官方旗舰店周度销售额（万元）及同比增速：年初以来近三位数高速增长



数据来源：淘数据，广发证券发展研究中心

图 36：核心小家电线上销售额年累计增速（2020.1.1-2020.5.31）

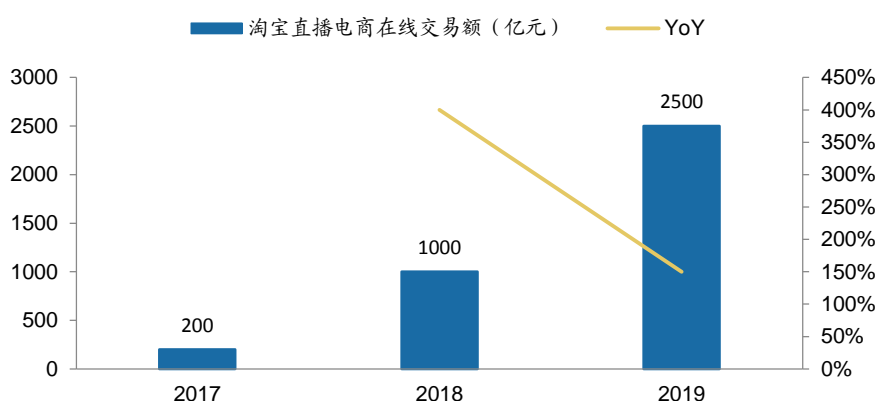


数据来源：奥维，广发证券发展研究中心

（2）小家电产品属性与直播带货模式最为契合，有望持续依托渠道东风快速发展。

随着传统电商流量面临枯竭，社交电商借助社交网络实现低成本引流，通过信任机制促成购买从而转化率高。直播电商作为内容类社交电商的一种，在2018-2019期间迎来爆发期。

图 37：直播电商迎来爆发期



数据来源：艾媒数据中心，广发证券发展研究中心

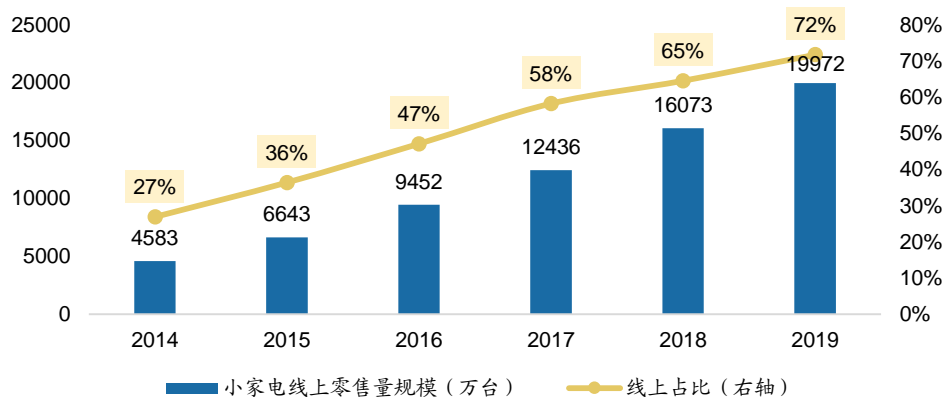
综合考虑直播带货的用户人群、消费行为及产品特点，我们认为小家电产品最为契合直播带货模式，有望继续依托渠道东风快速发展。

用户人群：下沉市场、年轻化、女性消费者为主。目前，小家电市场渗透的空间较大，女性用户更愿意动手下厨、承担家务，对小家电产品的需求更强。

消费行为：KOL引导下的冲动消费。渗透率低的、具有新功能小家电产品更需要动态展示，使消费者了解其功能，更易促成冲动型消费。

产品特点：以高性价比的快消品为主。成为新型快消品的小家电产品需求价格弹性高、客单价低等特征使得其促销效果最好。

图 38：小家电线上销售量及占比



数据来源：奥维云网，广发证券研究所

（三）厨电：竣工回暖，改善可期

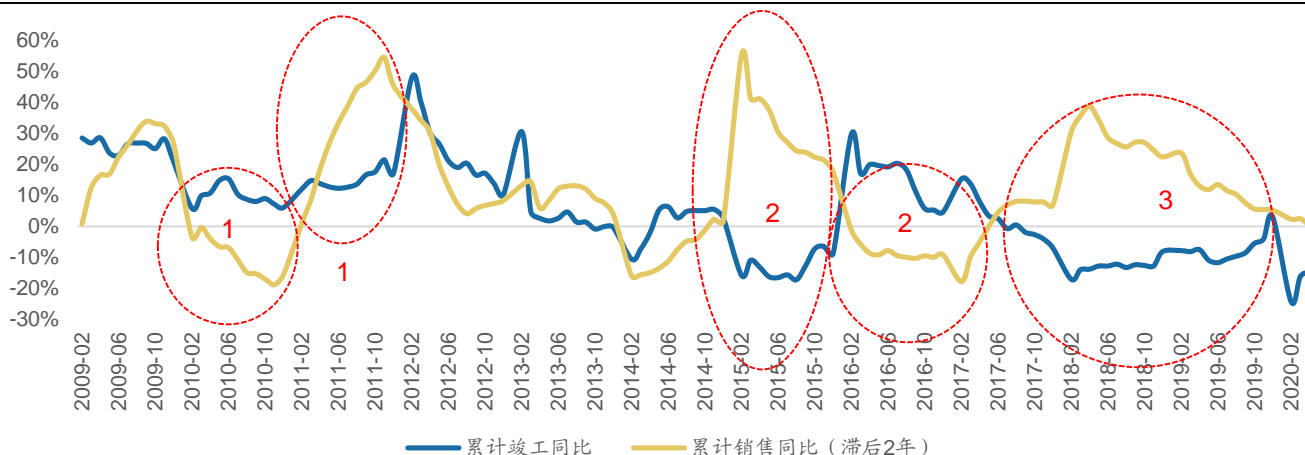
作为受地产影响最大的子版块，下半年厨电在地产复苏带动下有望边际改善，精装房比例提升进一步增强龙头业绩确定性。同时，疫情增强健康意识，加速了洗碗机、

消毒柜的普及进程。总体而言，短期地产景气向上周期与长期新品带动的成长性共振，厨电下半年表现值得期待。

1. 被疫情打断的竣工交付有望持续兑现

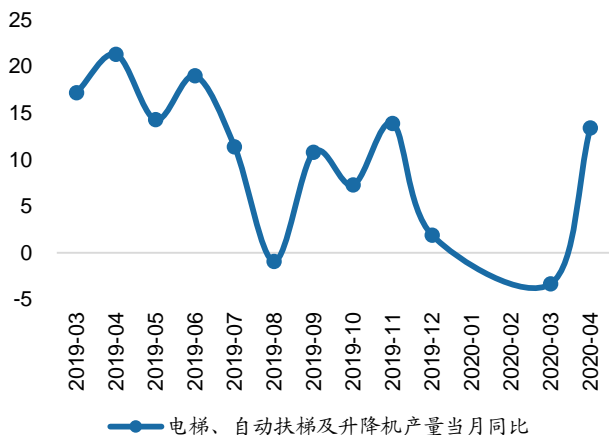
自去年上半年起市场一直怀有竣工数据改善的预期，单9月竣工面积增速首次转正后落地趋势明显。近期结合同为后周期的电梯、玻璃等数据交叉验证，我们判断竣工周期在被疫情短暂的打断后已逐渐恢复，2016-17年销售的期房在刚性兑付约束下有望在下半年迎来集中交付，带动厨电销售边际改善。

图 39：住宅销售数据（滞后两年）与竣工数据的剪刀差：2018-19年有待补齐



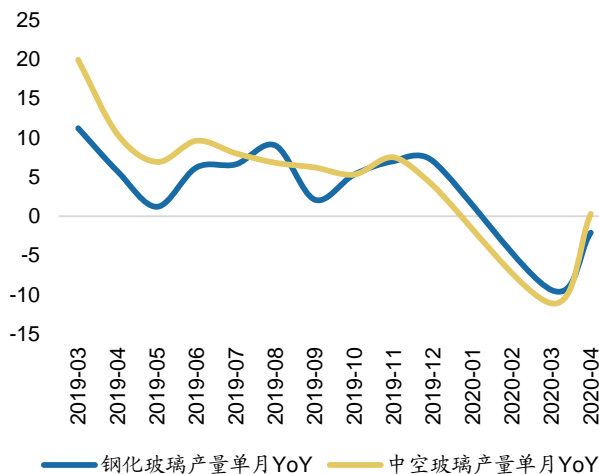
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 40：电梯产量当月同比（%）：4月转正



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图 41：钢化、中空玻璃月度同比增速（%）：3月降幅收窄



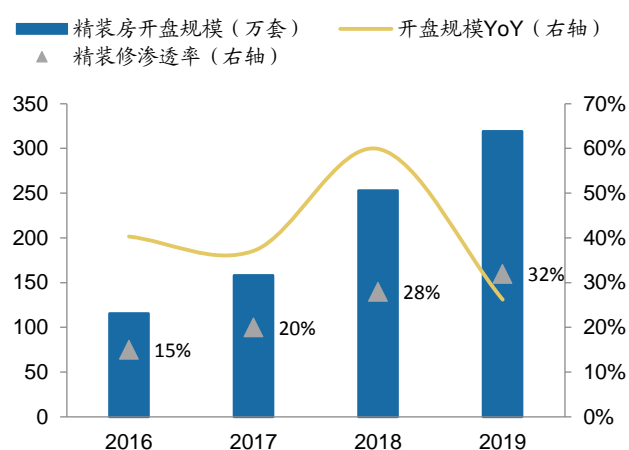
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

2. 精装房渗透率提升增强龙头业绩确定性

精装房渗透率不断提升，龙头凭借高端品牌力、较好的配套服务能力有望最先受益工程渠道增长。政策驱动下，2019年精装房渗透率提升至32%，开盘量增长26.2%。工程渠道对品牌商核心能力提出不同诉求，相同价格地产商更倾向于选择高端品牌提升自身楼盘档次。老板等龙头依靠高端品牌力、较好的配套服务有望率先受益，实现一轮消费者下沉。

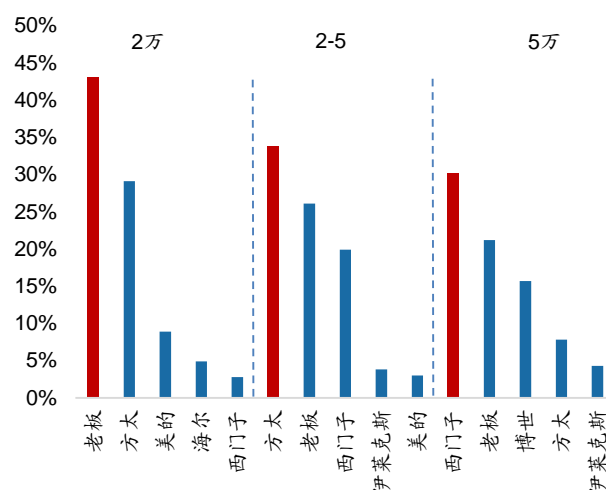
从收入确认节奏上来看：老板从发货至交付确认收入时间基本在2个月左右，考虑到厨电进场安装处于偏后期，竣工时点基本与老板收入确认时点相同，预计下半年工程渠道收入增速可期。

图 42：政策驱动下，精装房开盘量保持高速增长，渗透率不断提升



数据来源：奥维，广发证券发展研究中心

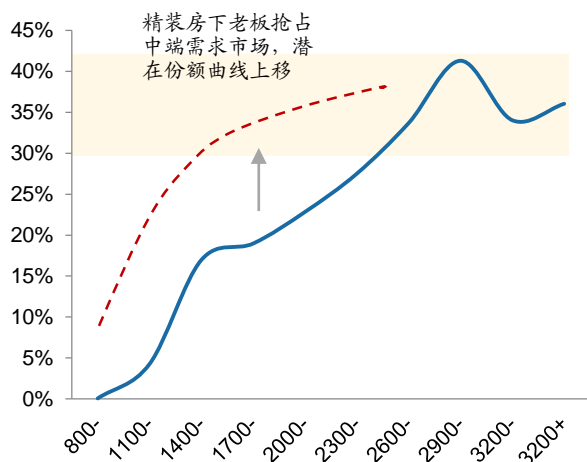
图 43：2018年高中低档楼盘精装房厨电格局：老板市占率均位列前2名



数据来源：奥维，广发证券发展研究中心

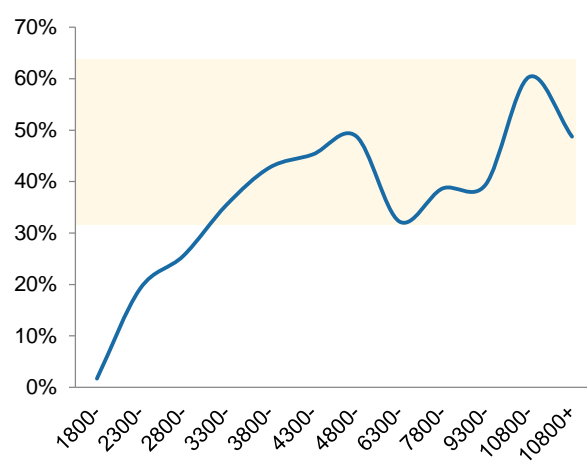
注：其中2万以下、2-5万、5万以上为精装房每平方米售价

图 44：老板油烟机分价格段零售量市占率：高端市场地位较强，中低端市场较薄弱（2019年）



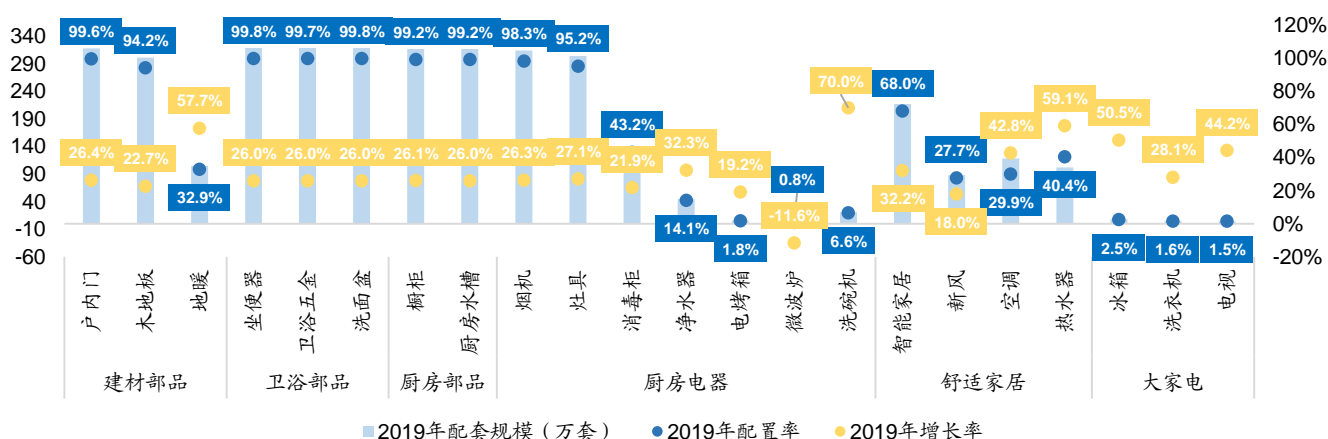
数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图 45：格力空调分价格段零售量市占率：中低端到高端市场均有较高份额（2019年）



数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

图 46：2019年各品类精装修配套规模及配套率：烟灶配置率较高，消毒柜、净水器、洗碗机等仍有空间



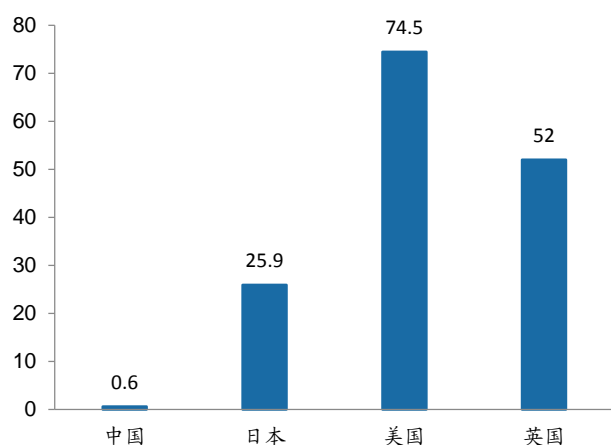
数据来源：奥维，广发证券发展研究中心

对于市场普遍关心的盈利问题，我们认为（1）工程渠道毛利率水平有所下滑，但节省部分销售费用，整体对净利率水平影响有限；（2）后续消费者的品质追求、定制化需求等，有望推动地产商从目前批量化精装转变为定制化精装，带来厨电产品溢价。

3. 疫情加速洗碗机、消毒柜等普及进程，新品类仍有较大成长空间

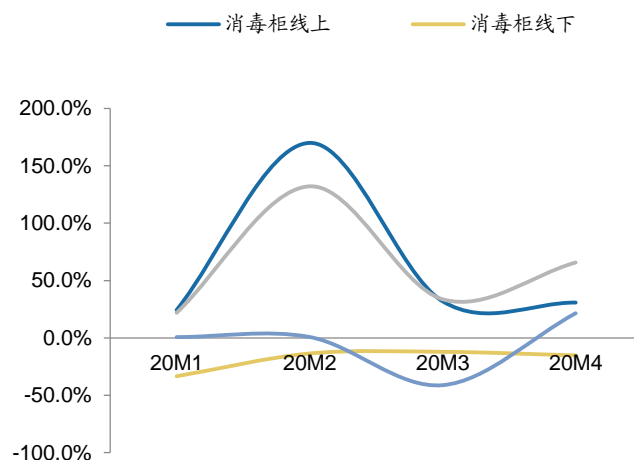
疫情期间，消费者健康意识增长，消毒柜、洗碗机2月线上销量分别增长170%、132%，新品普及进程有望加速。长期来看，虽然烟灶保有量较高，但洗碗机、蒸烤一体机等新兴品类刚刚开始普及，厨电整体仍具成长属性。

图 47：我国洗碗机每百户保有量（台）仍有较大提升空间（2019年）



数据来源：Gfk，广发证券发展研究中心

图 48：疫情期间消毒柜、洗碗线上销量大幅增长



数据来源：奥维，广发证券发展研究中心

三、再论家电行业的“变”与“不变”

最近几年来家电研究中“变革”一直是绕不开的话题，行业保有量达到高位后规模红利褪去，外部零售环境、渠道结构、消费者需求的变化，又给长期稳定的家电行业蒙上了一层不确定性。市场开始关心龙头的竞争优势能否在新的竞争环境中发挥作用，甚至对龙头是否会对外部环境变化感知钝化、故步自封存在隐忧。

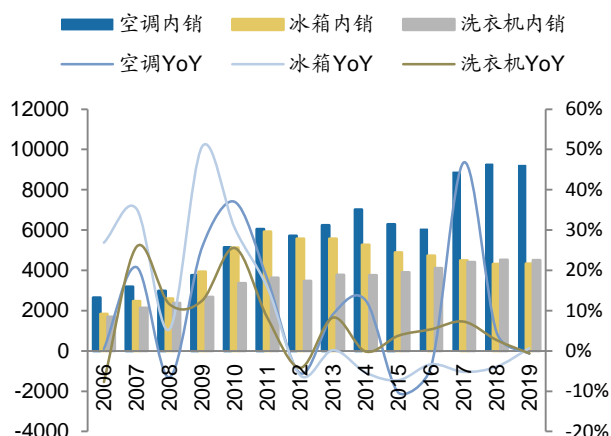
本章我们重点讨论家电行业竞争环境的“变化”与龙头竞争实力的“不变”，并认为，龙头产业链一体化的规模优势、长期积淀的品牌竞争实力以及锐意进取的开拓精神将仍然成为未来竞争中的制胜利器。

（一）“变”：增长驱动、渠道结构、消费者需求均发生变化

1. 增长驱动因素变化：从全面增长到结构性增长

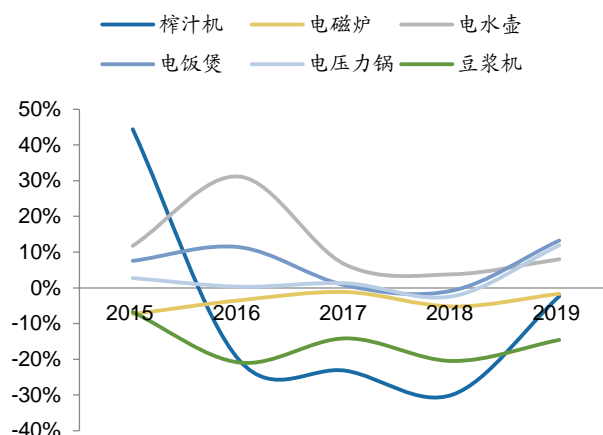
我国家电行业已经基本完成大规模增长的产品普及阶段，大家电如冰洗等保有量已经处于高位，空调、烟灶、部分小家电核心产品也难以持续前期渗透率提升带来的高增速。行业大规模增长阶段已经过去，未来增长驱动更多来自结构性增长，渠道结构变化、消费者需求变化成为家电行业未来需要关注的核心。

图 49：空冰洗内销量（万台）及内销增速：白电大规模增长时期已经过去



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 50：小家电分品类全渠道零售量增速：核心小家电2017年后增速放缓



数据来源：奥维，广发证券发展研究中心

表 1：我国家电保有量已经处于高位（2018 年）

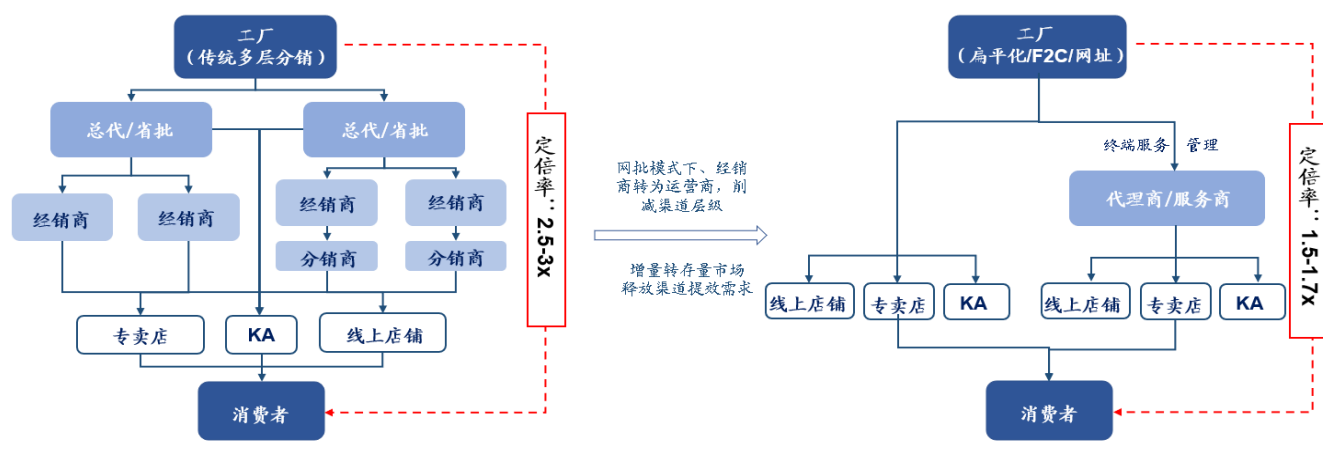
	我国城镇居民	我国农村居民	日本居民
电视	122.8	120.0	209.0
洗衣机	95.7	86.3	106.0
冰箱	98.0	91.7	122.0
空调	128.6	52.6	280.0
油烟机	71.5	18.4	/
小家电	<10 台/户		>20 台/户

数据来源：国家统计局，日本内阁府，日本统计局，广发证券发展研究中心

2. 渠道变化：网批模式、社交电商、工程渠道兴起

（1）线下渠道：从层层分销的传统渠道模式到线上线下融合、削减渠道层级的网批模式，倒逼企业改革。2018年起，苏宁、京东等通过网批方式进行新一轮渠道下沉。以苏宁零售云为例，加盟商（经销商）从零售云平台直接下单后，只需负责门店运营，仓储物流均由苏宁总部提供。网批模式颠覆了家电企业层层分销的渠道模式，通过数据支撑将线上线下打通，释放冗余环节的渠道加价，提升渠道运营效率的同时增强终端价格竞争力。外部零售环境的变化，正在倒逼家电企业从传统分销走向新零售模式。

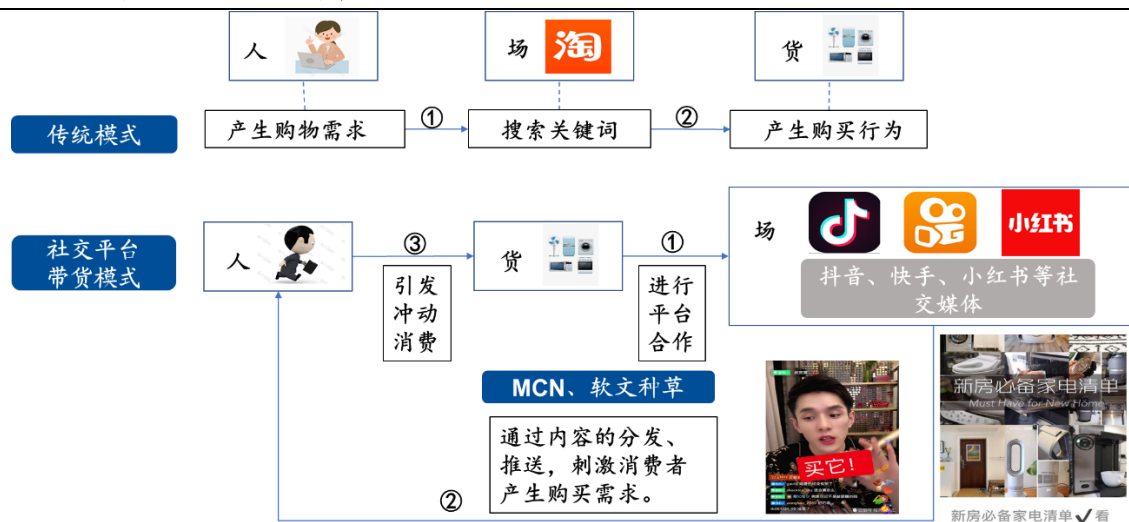
图 51：传统多层深度分销与扁平化网批直供模式对比：渠道加价率减少



数据来源：美的年报，广发证券发展研究中心

(2) 线上渠道：从中心化流量的传统电商到私域流量分发的社交电商，人货场关系重构。2019年是MCN的爆发元年，改变了传统电商“人”找“货”的零售本质。社交电商的核心是基于私域流量的内容分发，从而创造潜在消费需求进行商业变现。通俗来讲，品牌商通过抖音、快手等KOL直播或小红书种草，激发消费者潜在的购买欲望从而刺激冲动消费，典型的如摩飞，通过多平台集中推广打造爆款的方式迅速走红。新的流量入口带给新品牌与新产品更多触及消费者的通道，同时人货场关系的重构也给传统企业理解并入局带来一定挑战。

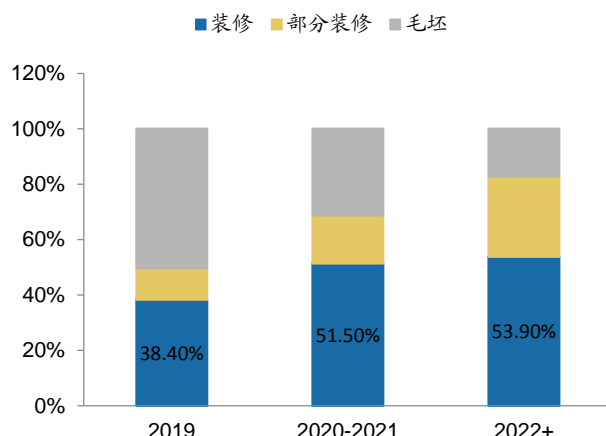
图 52：从传统电商模式到社交电商带货模式



数据来源：淘宝网等，广发证券发展研究中心

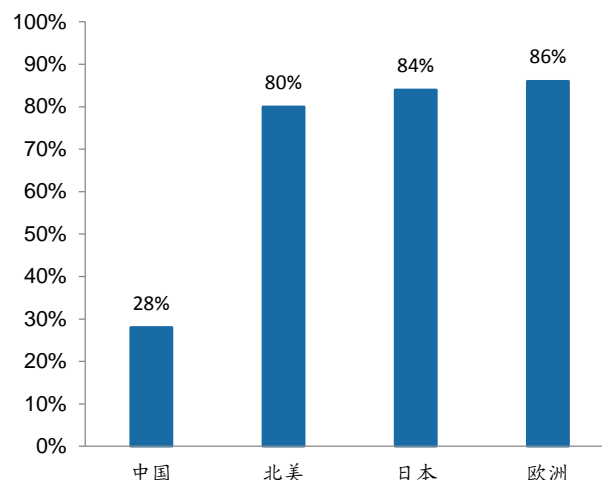
(3) 工程渠道渗透率不断提升。前文所述，政策指引下精装房渗透率大概率持续增长。从C端到B端转移过程中，对品牌商的竞争要素、运营能力提出不同需求，处于产业链后周期的行业或面临格局变动。

图 53：中国拟在建住宅（含住宅）项目装修类型结构：精装房比例2022年后将提升至53.4%



数据来源：奥维，广发证券发展研究中心

图 54：我国精装房渗透率与国外相比依然有较大提升空间（2018年）

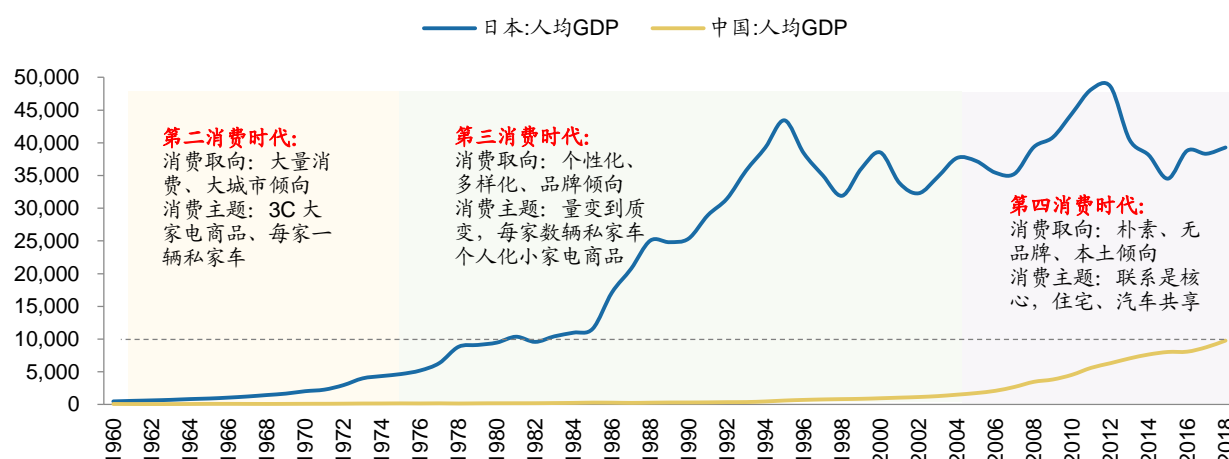


数据来源：奥维，广发证券发展研究中心

3. 消费者需求变化：高端化、个性化、细分化需求崛起

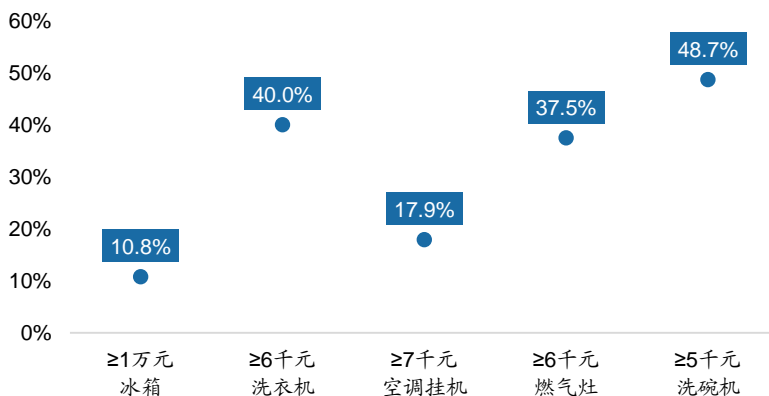
对比日本经验，我国正迎来第三消费时代，消费趋向从大、量消费转向高端化、个性化、多样化消费。《第四消费时代》中将日本社会消费分为四个时期，我国目前人均GDP与日本1980年左右水平相当，正处于第三消费时代。耐用消费品完成基本普及后，消费者需求将从大众产品向高端化、个性化、功能细分化转移。

图 55：中国与日本人均GDP（元）：我国迎来第三消费时代



数据来源：世界银行，《第四消费时代》，广发证券发展研究中心

图 56: 高端价位各品类2019年销量同比增长



数据来源：商务部研究院《2020家电消费趋势报告》，广发证券发展研究中心

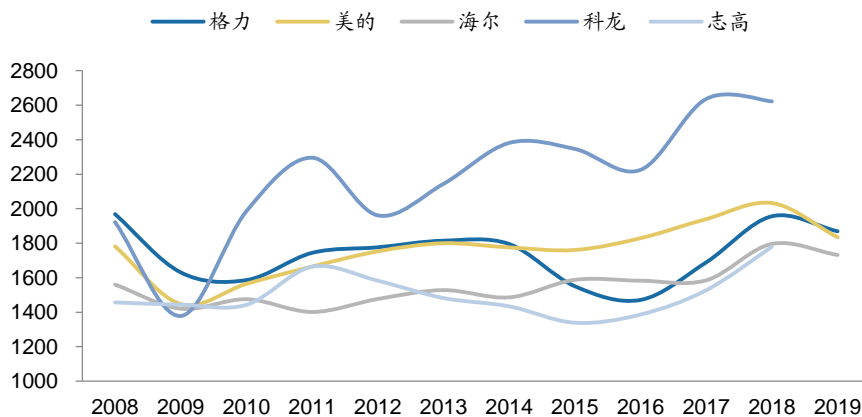
（二）“不变”：龙头产业链一体化的制造优势、长期积累的品牌竞争力以及锐意进取的开拓精神

1. 产业链一体化制造优势壁垒依然深厚

龙头曾在竞争初期不断向上游布局，产业链深度一体化带来的规模优势助力其稳固领先地位。（详细请参考报告《空调格局变迁史：40年回顾，现强者恒强》）

近年来我们不断看到有搅局者跃跃欲试，试图借助渠道端优势（小米自有渠道、奥克斯与京东合作）弯道超车。但龙头早期对于供应链的封闭再一次将竞争者挡在门外，从价格杀手小米进军空调后黯然退场，到奥克斯被动降价后利润被压缩至接近盈亏平衡，可见产业链深度一体化带来的制造成本优势、产品稳定性等壁垒依然深厚。

图 57: 各企业单台空调生产成本（元）



数据来源：公司年报，产业在线，广发证券发展研究中心

注：单台空调生产成本=空调主营业务成本/空调年累计产量，其中空调主营业务成本来自年报，年累计产量来自产业在线。科龙、志高2019年数据缺失。

2. 长期积淀的品牌力自带天然流量

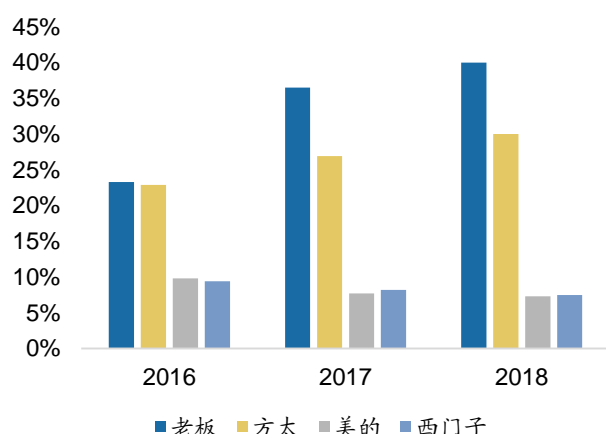
零售环境变化中，市场对于龙头的反应速度、品牌力老化存在担忧。但通过老板在工程渠道的亮眼表现、格力双十一降价后电商渠道的份额激增，我们认为龙头积累的品牌竞争力壁垒依然深厚。其背后逻辑在于：

（1）耐用消费品的品牌粘性更强，往往经历一轮长周期的产品更换才会改变沉淀下来的品牌形象。

（2）新渠道有意愿与优质品牌合作提升自身形象，如拼多多起初定位面向低线城市消费者，但也逐渐开始与大牌美妆、电子产品合作。在多数消费品领域，具有品牌力的企业可以率先享受新渠道流量红利。

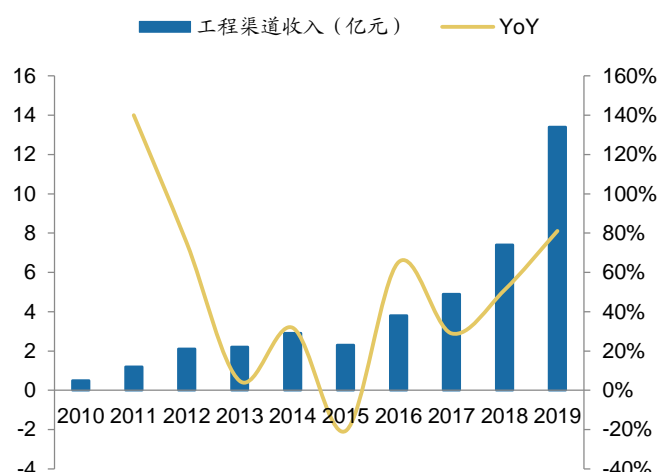
（3）即使出于自身经营策略的考虑对新渠道布局较晚，一旦发力也可以立竿见影。在新兴品牌还在寻求如何最快的把握新流量入口时，龙头自身品牌力已经成为天然的流量汇聚载体。

图 58：老板、方太精装修市场份额领先优势逐年扩大



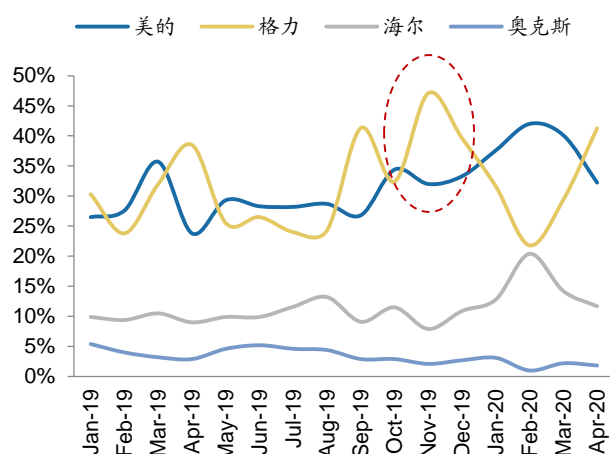
数据来源：奥维，广发证券发展研究中心

图 59：老板工程渠道收入高速增长



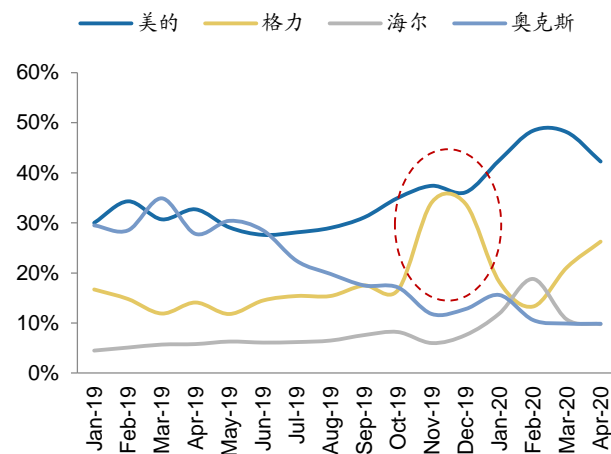
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 60: 各品牌空调线下零售量份额变化



数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

图 61: 各品牌空调线上零售量份额变化



数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

3. 锐意进取的开拓精神与敏锐的变革能力

市场在关注新模式、新品牌的过程中, 往往忽略了龙头过去几十年的发展中, 不断依靠自身锐意进取的变革能力与开拓精神披荆斩棘, 才成就今天的地位:

- (1) 格力在2006年与国美决裂, 开启自建专卖店渠道之路。
- (2) 美的事业部多次改革, 提出“产品领先”口号后对于研发的大力投入和可见的产品品质提升。
- (3) 九阳研发出首款豆浆机。对新渠道敏锐, 在电商崛起时率先布局线上渠道, 发展具备电商运营思路的线上经销商。

我们看到, 如今面对变化传统公司也并非嗅觉迟钝, 而是纷纷开始寻求转型:

- (1) 董明珠开启直播带货, 设立“董明珠的店”, 试水线上线下新零售模式。
- (2) 美的全面推行“T+3”模式, 继续提升全流程运营效率。
- (3) 九阳与Line Friends跨界的IP合作, 在萌产品上吸引年轻消费群体。推出KSY系列产品, 免手洗破壁机更是打破了消费者心中小家电的价格天花板, 实现价值登高。

图 62: 董明珠开启直播带货



数据来源: 格力电器公众号, 广发证券发展研究中心

图 63: 九阳与Line Friends跨界IP合作

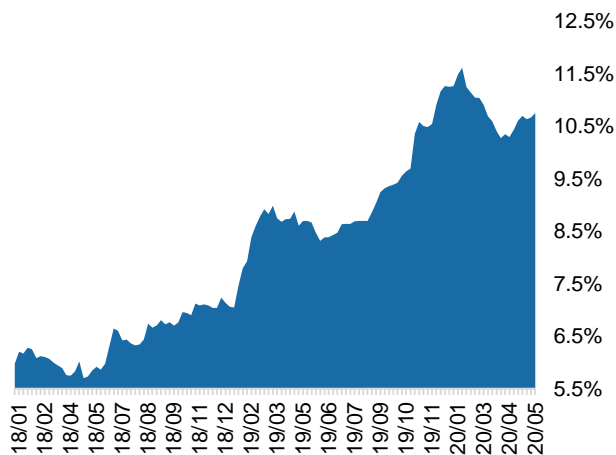


数据来源: 九阳官网, 广发证券发展研究中心

(三) 家电龙头估值仍具吸引力

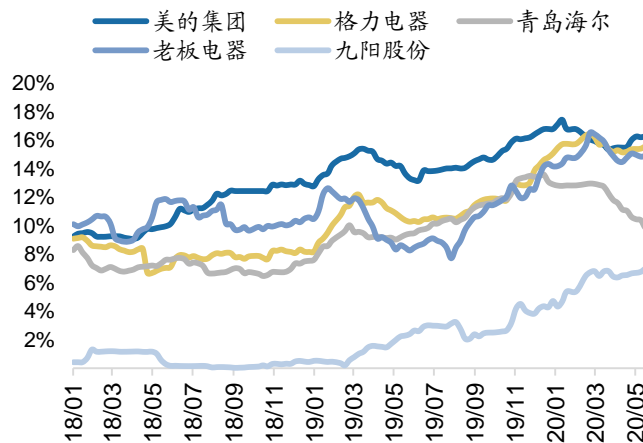
站在当前位置, 市场担心家电公司估值已经处于历史高位, 我们认为随着外资持续流入, 资金结构变化或将重构A股估值体系, 未来高ROE稳定分红的家电龙头有望获得青睐。

图64: 北上资金持有A股家电板块市值占家电板块总市值比例不断提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图65: 北上资金持有A股家电主要个股市值占家电公司总市值比例不断提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

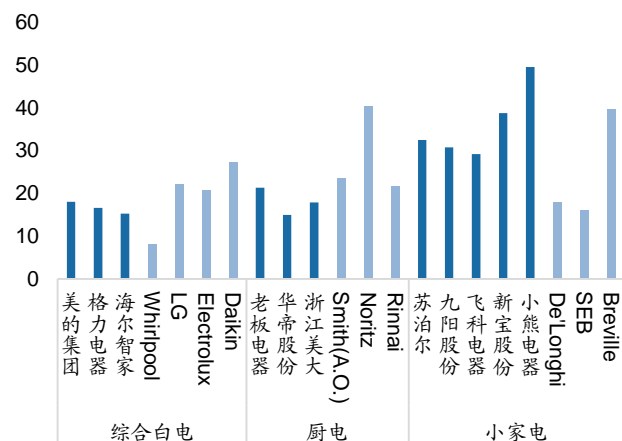
同时, 在横向对比之下, A股家电公司估值仍具吸引力:

(1) 与A股其他消费品龙头比较: 在PB-ROE分析框架下, 家电龙头估值仍具吸引力。尤其小熊、新宝等具备新零售特征的个股, 需要跳出家电行业分析框架, 与其他具有成长性的消费龙头进行比较。

(2) 与海外家电龙头比较: 国内家电公司在增长、盈利能力上均优于海外。白

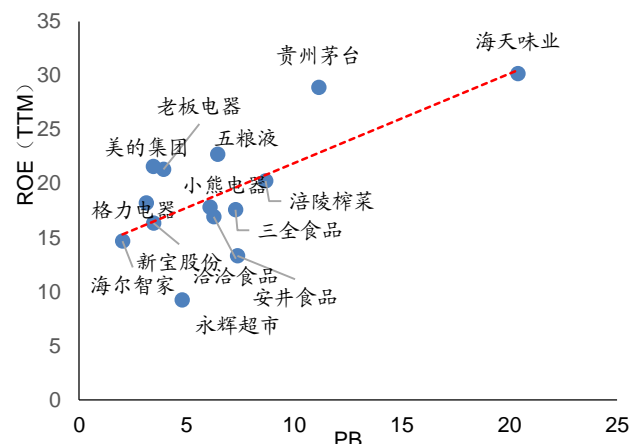
电、厨电估值有望进一步提升。

图66: 家电公司与海外其他龙头估值 (PE-TTM) 比较 (截止2020/5/29)



数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

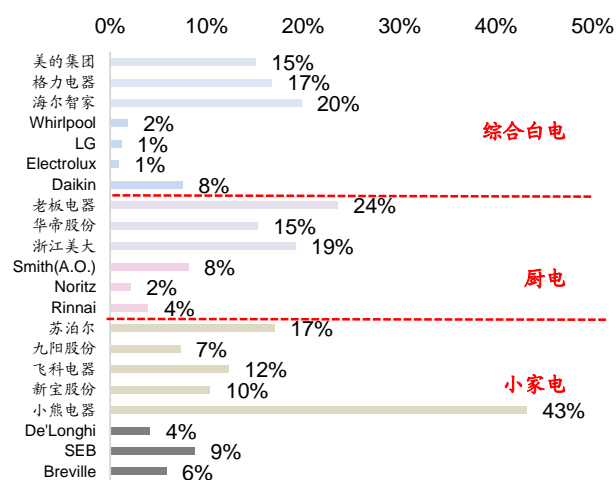
图67: 家电公司与A股其他板块消费品龙头PB-ROE: 估值仍具吸引力



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: ROE-TTM 为 2019Q2-2020Q1

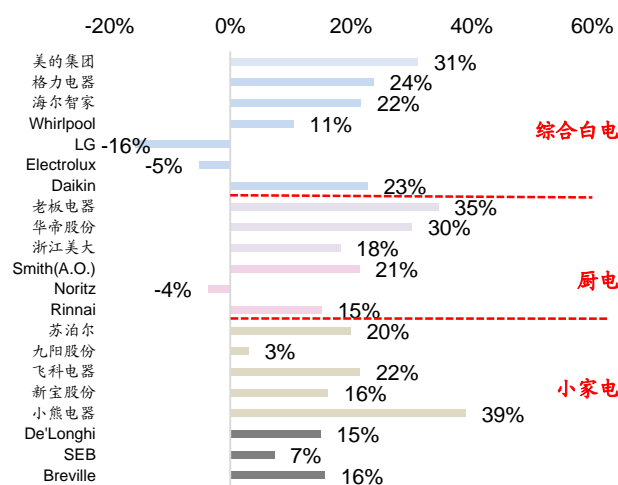
图 68: 海内外家电龙头十年营业收入CAGR对比



数据来源: Bloomberg, wind, 广发证券发展研究中心

注: 飞科电器为 2011-2019 年 CAGR, 小熊电器为 2014-2019 年 CAGR, 其他公司采用 2009-2019 十年 CAGR。

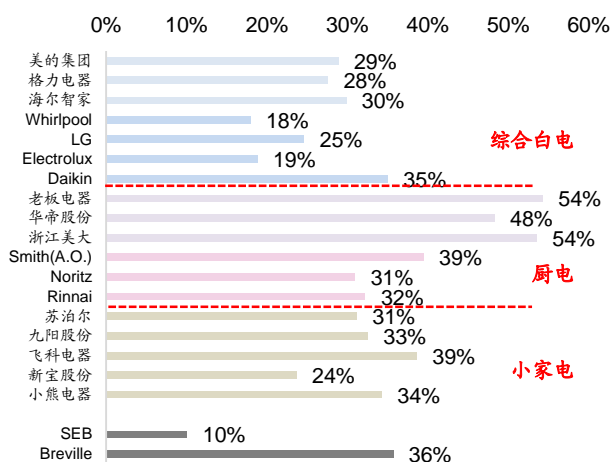
图 69: 海内外家电龙头十年净利润CAGR对比



数据来源: Bloomberg, wind, 广发证券发展研究中心

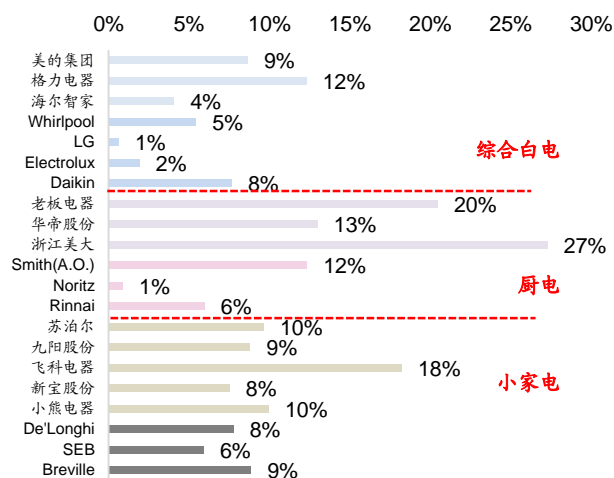
注: 飞科电器为 2011-2019 年 CAGR, 小熊电器为 2015-2019 年 CAGR。其他公司采用 2009-2019 十年 CAGR

图 70: 海内外家电龙头毛利率对比 (2019年)



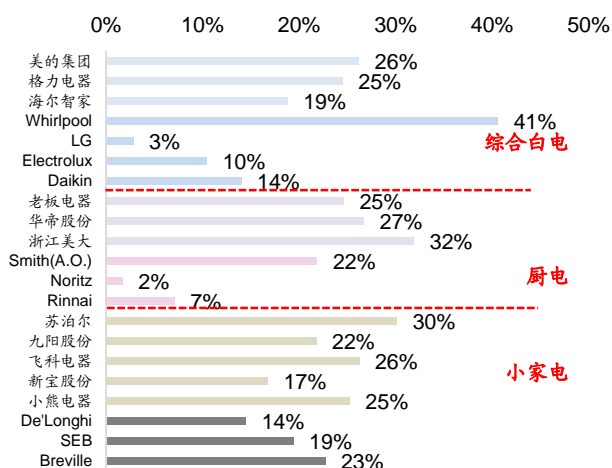
数据来源: Bloomberg, wind, 广发证券发展研究中心

图 71: 海内外家电龙头净利率对比 (2019年)



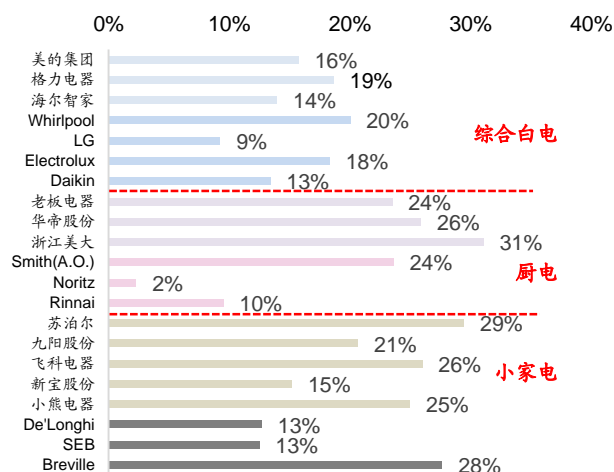
数据来源: Bloomberg, wind, 广发证券发展研究中心

图 72: 海内外家电龙头ROE对比 (2019年)



数据来源: Bloomberg, wind, 广发证券发展研究中心

图 73: 海内外家电龙头ROIC对比 (2019年)



数据来源: Bloomberg, wind, 广发证券发展研究中心

四、投资建议

2020年初以来，疫情影响下行业整体承压。展望下半年，疫情对经济活动影响边际减弱，行业整体景气度有望持续上行。具备来看：

（1）白电：内销拐点清晰，外销仍需验证，但龙头外销集中度有望进一步提升。同时，价格战最激烈时期已经过去，后续随景气回升、格局重塑，新能效推动下均价有望持续上行。

（2）小家电：行业整体空间广阔，西式小家电等保有量有望持续提升。同时受益于直播电商风口以及消费升级，高增长有望持续。

（3）厨电：竣工有望持续回暖，边际改善趋势确定。且精装房渗透率提升进一步加速龙头收割份额，增强龙头业绩确定性。同时疫情加速洗碗机等新品普及进程，行业兼具成长性与向上周期。

虽然当前行业估值处于历史偏高位，但我们认为长线资金将重构估值逻辑，高ROE稳定分红的家电龙头将获得青睐。且与海外家电龙头及国内其他消费品公司横向比较，A股家电公司估值仍具吸引力。

鉴于此，我们继续推荐业绩稳健、长期竞争力显著的白电龙头：**格力电器、美的集团、海尔智家**，关注受益消费升级和品类扩张带来成长空间的小家电龙头：**小熊电器、新宝股份、九阳股份、苏泊尔**；关注受益工程渠道红利、边际改善趋势明确的厨电龙头：**老板电器**。

五、风险提示

原材料价格大幅上涨

原材料价格上涨将提升制造成本，公司盈利能力会下降，从而影响公司业绩。

汇率大幅波动

汇率波动会影响出口型企业的营业收入、毛利率及财务费用，从而影响公司盈利能力稳定性。

地产竣工不及预期

竣工不及预期会导致家电、家居等后周期行业整体需求趋弱，进而影响公司收入与业绩。

市场竞争环境恶化

行业竞争格局决定公司定价空间，竞争环境恶化会导致公司盈利能力弱化。

广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，带领团队荣获 2019 年新财富家电行业第三名、II China 第一名。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名、II China 第一名团队成员。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名、II China 第一名团队成员。
- 高 润 鑫：联系人，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券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广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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、刊登、转载和引用者承担。