

# 家电团队·行业年度策略报告

---

## 延续回暖，积极布局

分析师：吴东炬 S0910523070002

联系人：王颖 S0910123080010

2023年11月1日



## ◆ 消费弱复苏，板块景气有所回升

- ✓ 截至10月27日，申万家用电器板块涨幅为5.6%，跑赢沪深300指数13.6pct，位于申万31个行业中第6位。基本面层面，总体来看，在空调高景气以及线下整体回暖带动下，今年板块景气有所回升，空调增速提振，大家电线下需求改善，线上冰箱表现稳健、洗衣机略有承压，传统烟灶、洗碗机表现平稳，集成灶有所下滑，小家电方面景气度略有回落，扫地机、小厨电线上个位数下滑，洗地机增速放缓。

## ◆ 24年展望：出口迎来拐点，白电确定性依旧、小家电复苏可期

- ✓ 出口链：低基数效应带动我国家电出口迎来回暖，考虑到海外渠道去库渐入尾声、美国地产将迎改善，以及通胀背景下欧美消费者购买力下降，我国家电出口有望受益于产品性价比优势实现加速改善，叠加欧美通胀逐步缓解、加息放缓降息或将开启，海外消费有望迎来改善，综合因素推动下我国家电出口有望延续回暖态势，继续看好出口链表现。
- ✓ 白电：得益于渠道库存消化较好、疫后线下流量回升，经销商提货积极性提升，白电内销迎来改善，其中在高温天气催化下，空调表现尤为强劲，出口方面，渠道库存已逐步去化，叠加低基数效应，今年白电出口有望实现良性增长，展望明年，内销有望维持稳健，出口景气度延续，龙头份额有望进一步提升。
- ✓ 小家电：弱消费背景下表现较为平淡，随着后续消费复苏，小家电需求有望迎来回暖，其中清洁赛道渗透率较低、市场空间广阔，随着行业以价换量逻辑逐步兑现，清洁电器有望迎来加速渗透，小厨电受益于产品迭代、新品推出，长期有望实现稳健增长。

## ◆ 投资建议：延续回暖可期，布局出口链与白电龙头

- ✓ 在空调高景气以及线下整体回暖带动下，今年板块景气有所回升，展望24年，我们对板块基本面依旧保持乐观，一方面，在海外通胀压力缓解、加息有望逐步停止以及海外去库存临近尾声背景下，明年家电出口有望迎来持续改善；另一方面，内销层面，今年高景气使得空调基数较高，但在集中度提升推动下，24年白电龙头内销仍有望稳健增长，此外，清洁电器、小厨电需求端也有望迎来改善。
- ✓ 受A股市场整体影响，家电板块估值已降至历史较低水平，随着24年基本面进一步修复，我们看好板块估值迎来修复，重点推荐出口链、白电两大方向，第一，出口链，23Q2以来部分清洁以及小厨电公司海外业务持续向好，预计出口整体向好背景下24年小厨电出口将继续改善，而在新品投放、营销加强以及渠道扩张推动下，清洁电器海外有望迎来进一步向好，**推荐石头科技、科沃斯、泉峰控股，建议关注新宝股份**；第二，白电板块，预计24年内销表现稳健，出口延续回暖态势，同时看好白电海外品牌表现，龙头业绩确定性不改，**推荐美的集团、海尔智家、海信家电**。

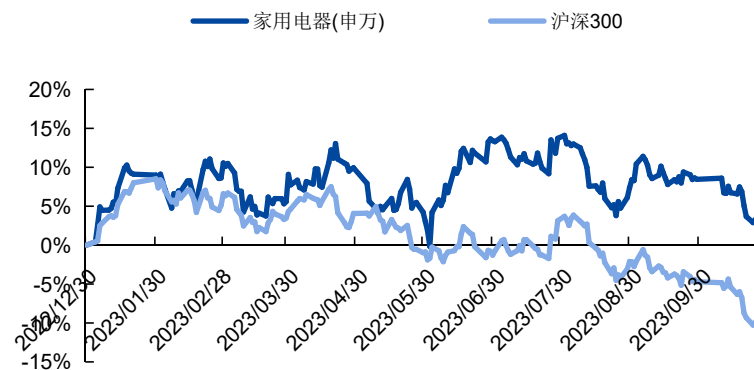
## ◆ 风险提示：出口表现不及预期，消费持续低迷、房地产修复不及预期、行业竞争加剧、原材料价格不利波动等。

- 01 消费弱复苏，板块景气有所回升
- 02 出口链：去库渐入尾声，出口拐点已至
- 03 白电：内销平稳、外销改善，龙头确定性依旧
- 04 小家电：消费分化，布局优质赛道
- 05 投资建议：延续回暖可期，布局出口链与白电龙头
- 06 风险提示

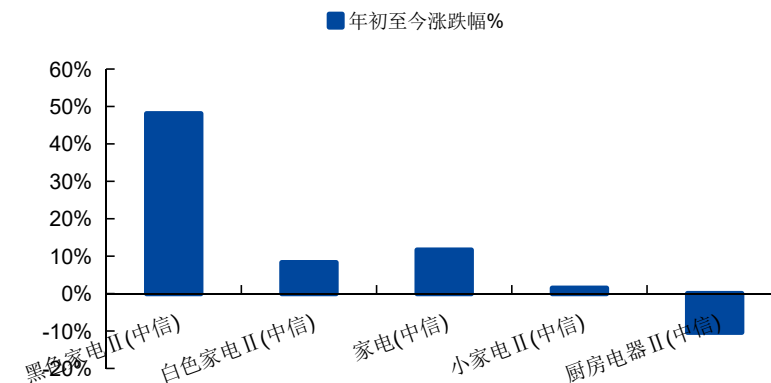
# 一、消费弱复苏，家电板块景气有所回升

◆ 今年以来家电板块整体走势强于大盘，涨幅排名第6。今年家电板块行情较强，截至10月27日，申万家用电器板块涨幅为5.6%，跑赢沪深300指数13.6pct，位于申万31个行业中第6位。细分板块来看，根据中信行业分类，黑色家电子行业涨幅显著领先，为48.05%，白电、小家电也纷纷上涨，年初至今涨幅分别为8.26%、1.43%，细分板块中仅厨房电器有所下跌，跌幅为10.33%。

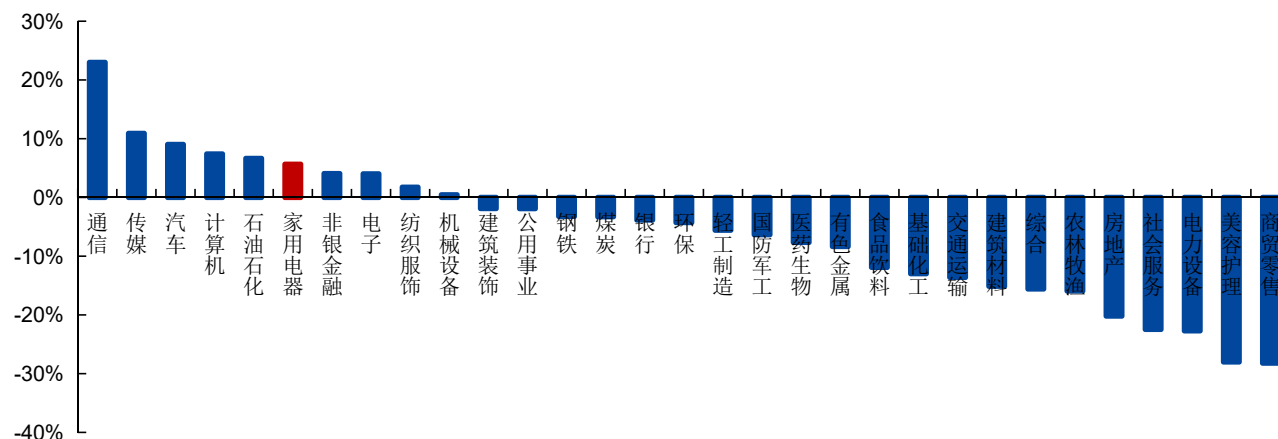
图：家电行业（申万）跑赢沪深300  
（截至2023年10月27日）



图：家电行业子板块（中信）涨跌幅  
（截至2022年10月27日）



图：家电主要标的年初至今涨跌幅%

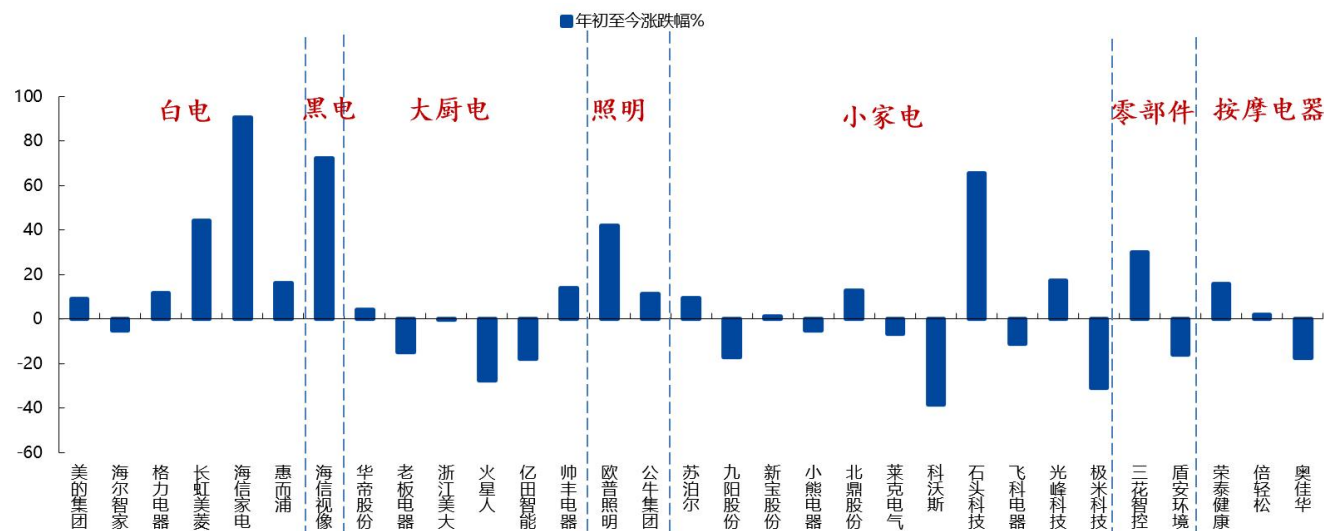


# 一、消费弱复苏，家电板块景气有所回升

◆ **海信家电、海信视像、石头科技等个股领涨。**截至10月27日，白电海信家电涨幅90.44%，黑电海信视像涨幅72.17%，小家电石头科技涨幅65.46%，戴维斯双击之下三家公司股价表现尤为突出。细分板块来看，受益于线下需求回暖、空调高景气，白电业绩有所修复，但估值略有下行，多数公司股价涨幅低于20%，厨电则因地产业低迷有所承压，弱消费背景下小家电（含按摩电器）表现普遍较为疲软。

◆ **家电板块估值有所回落，布局性价比较高。**截至10月27日，申万家电行业整体估值为13.05倍，较今年年初估值下降11.5%，2015年以来平均估值为17.39倍，目前估值仍处于历史低位，PE（TTM）近三年、近五年、近十年分位数水平分别为3.95%、8.63%和12.11%。细分板块来看，白电、黑电、小家电和厨卫电器目前估值分别为10.46、26.34、21.40、15.24倍。整体来看，家电基本面稳健修复，叠加估值偏低，板块配置价值凸显。

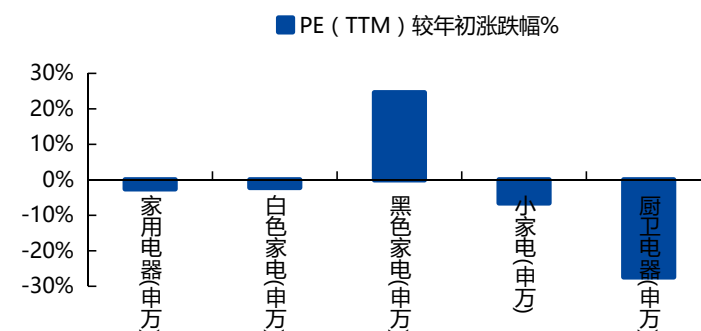
图：年初至今重点公司涨幅（截至2023年10月27日）



图：家电行业（申万）整体市盈率情况（截止2023年10月27日）



图：家电各板块（申万）估值较年初变动情况（截至2023年10月27日）

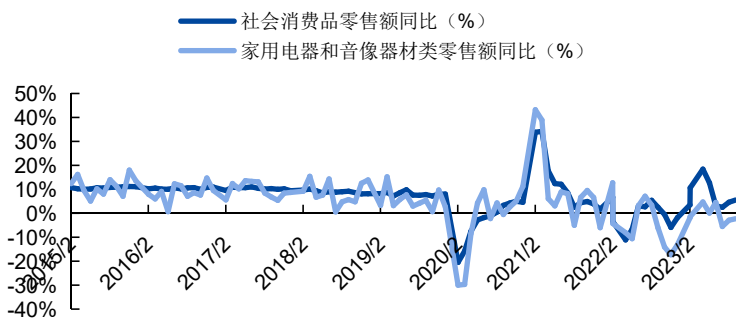


# 一、消费弱复苏，家电板块景气有所回升

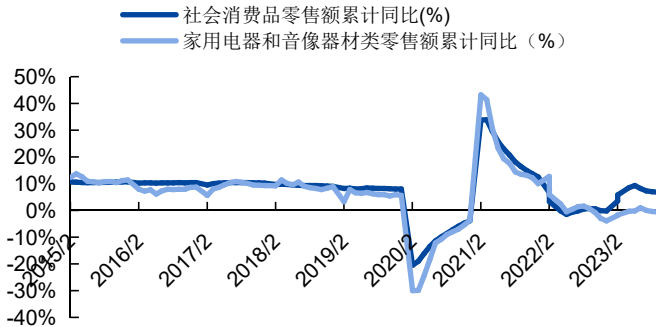
◆ **23年至今国内消费弱复苏，家电类表现平淡。**2023年至今，国内消费呈弱复苏态势，受益于低基数效应，1-9月社会消费品零售额迎来回暖，累计同比+6.8%，家电增速表现不及社零，累计同比-0.6%。随着后续经济复苏、市场信心恢复，预计24年社会消费品及家电零售额将恢复较好增长。

◆ **零售终端：疫后线下整体回暖，板块基本面有所改善。**总体来看，在空调高景气以及线下整体回暖带动下，今年板块景气有所回升，1-9月空调增速提振，大家电线下回暖，线上冰箱表现稳健，洗衣机略有承压，传统烟灶、洗碗机表现平稳，集成灶有所下滑，彩电线上线下需求疲软、增速下滑，小家电方面景气度略有回落，扫地机、小厨电线上个位数下滑，洗地机增速放缓。

图：2015年至今社会消费品零售额和家电零售额当月同比



图：2015年至今社会消费品零售额和家电零售额累计同比



图：家电各板块季度销额增速

| 板块  | 品类   | 渠道 | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 | 2023Q3 | 23M1-M9 |
|-----|------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 白电  | 空调   | 线上 | -2.0%  | -15.0% | 29.7%  | 12.5%  | 13.5%  | 44.8%  | -13.6% | 18.1%   |
|     |      | 线下 | -17.9% | -23.2% | -9.3%  | -35.2% | 1.6%   | 12.3%  | -12.2% | 1.3%    |
|     | 冰箱   | 线上 | -1.8%  | 4.1%   | 0.4%   | 5.2%   | 0.4%   | 9.4%   | -1.1%  | 3.6%    |
|     |      | 线下 | -15.7% | -8.0%  | -12.9% | -31.9% | -8.5%  | 7.3%   | 9.6%   | 2.4%    |
|     | 洗衣机  | 线上 | 3.1%   | 0.0%   | -1.3%  | -8.8%  | -11.7% | -4.5%  | -12.0% | -9.3%   |
|     |      | 线下 | -19.8% | -18.7% | -22.3% | -40.2% | -16.8% | 6.2%   | 14.3%  | -0.9%   |
| 厨电  | 油烟机  | 线上 | 13.3%  | 2.5%   | 5.3%   | -0.3%  | -1.6%  | 10.5%  | -0.3%  | 3.8%    |
|     |      | 线下 | -16.7% | -22.1% | -19.5% | -35.4% | -5.1%  | 19.8%  | 18.0%  | 10.9%   |
|     | 燃气灶  | 线上 | 0.4%   | -11.9% | 1.7%   | -5.8%  | -6.3%  | 5.7%   | -1.6%  | 0.0%    |
|     |      | 线下 | -12.7% | -14.2% | -15.4% | -35.3% | -10.8% | 16.6%  | 14.2%  | 5.9%    |
|     | 集成灶  | 线上 | 23.6%  | 7.6%   | 6.2%   | -11.5% | -10.0% | -14.1% | -18.5% | -14.4%  |
|     |      | 线下 | 46.0%  | -20.4% | -0.5%  | -27.9% | 15.8%  | 40.9%  | 43.1%  | 35.8%   |
|     | 洗碗机  | 线上 | 7.4%   | 12.8%  | 0.7%   | 6.8%   | -2.4%  | 1.6%   | -5.5%  | -1.2%   |
|     |      | 线下 | 25.6%  | -5.7%  | -11.4% | -22.3% | 5.1%   | 32.3%  | 43.9%  | 26.1%   |
| 黑电  | 彩电   | 线上 | -12.6% | -7.4%  | -9.2%  | -11.5% | -21.3% | -1.2%  | -10.4% | -10.9%  |
|     |      | 线下 | -22.4% | -20.9% | -29.5% | -38.7% | -25.2% | -2.2%  | 4.4%   | -9.7%   |
| 小家电 | 清洁电器 | 线上 | -6.8%  | 8.4%   | 0.4%   | 1.1%   | -10.7% | -1.1%  | -5.3%  | -5.0%   |
|     | 扫地机  | 线上 | -4.3%  | 10.9%  | -4.4%  | -0.8%  | -16.5% | 2.0%   | -0.3%  | -3.8%   |
|     | 洗地机  | 线上 | 75.1%  | 56.2%  | 39.6%  | 33.3%  | 21.9%  | 9.1%   | 2.2%   | 10.4%   |
|     | 小厨电  | 天猫 | -4.0%  | -4.4%  | -5.2%  | 5.3%   | -3.2%  | -4.1%  | -8.9%  | -5.3%   |

- 01 消费弱复苏，板块景气有所回升
- 02 出口链：去库渐入尾声，出口拐点已至
- 03 白电：内销平稳、外销改善，龙头确定性依旧
- 04 小家电：消费分化，布局优质赛道
- 05 投资建议：延续回暖可期，布局出口链与白电龙头
- 06 风险提示

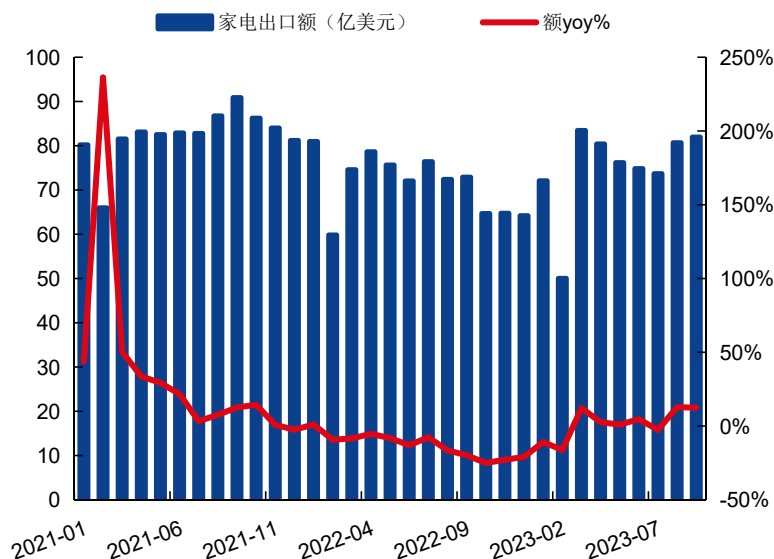
## 二、出口：去库渐入尾声，出口拐点已至

◆ **低基数效应增强，家电出口渐趋回暖。**20-21年因国外疫情大规模爆发，海外订单转移至国内，拉动我国家电出口高增长，根据海关总署，20、21年我国家电出口额分别同比增长23.7%、49.1%，高基数叠加海外通胀高企、库存高位，22年我国家电出口遇冷，同比下滑13.3%，出口基数降低，特别自22年8月之后，家电出口进入双位数下滑阶段；低基数背景下，23年海外通胀压力趋于缓解、渠道库存逐步去化，推动我国出口迎来回暖，23Q1-Q3家电出口额分别同比-4.6%、+2.2%、+6.6%，低基数效应增强趋势之下，家电出口回暖持续性明确。

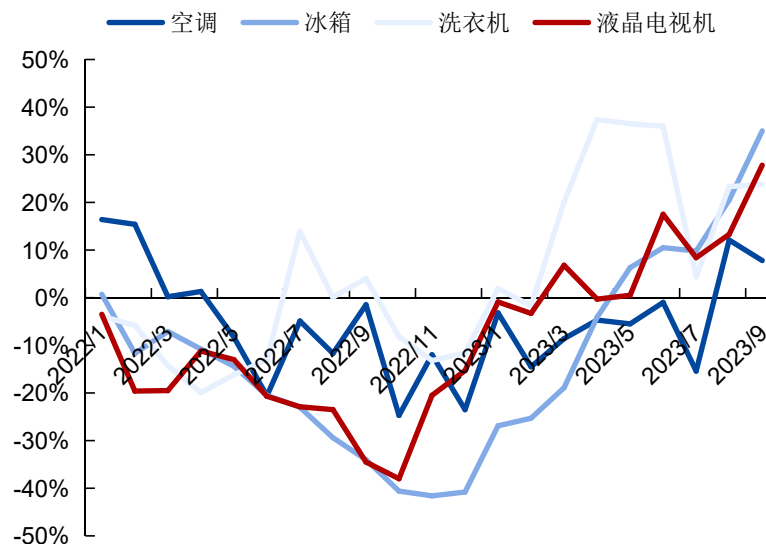
◆ **分品类来看：**

- ✓ **大家电出口增速迎来改善，冰洗表现优于空调。**根据海关总署，1-9月空冰洗出口增速为-5.6%/-1.0%/19.2%，液晶电视机出口增速为1.2%，洗衣机表现最为亮眼。
- ✓ **小家电多品类出口回暖。**根据海关总署，1-9月水果或蔬菜的榨汁器出口额同比+32.1%，电烤箱+10.4%，家用自动面包机+9.7%，电饭煲+8.4%，食品研磨机及搅拌器+7.2%，电扇+5.5%，吸尘器+1.2%，微波炉、电磁炉基本持平。

图：中国家电出口额月度表现



图：大家电出口额月度增速表现



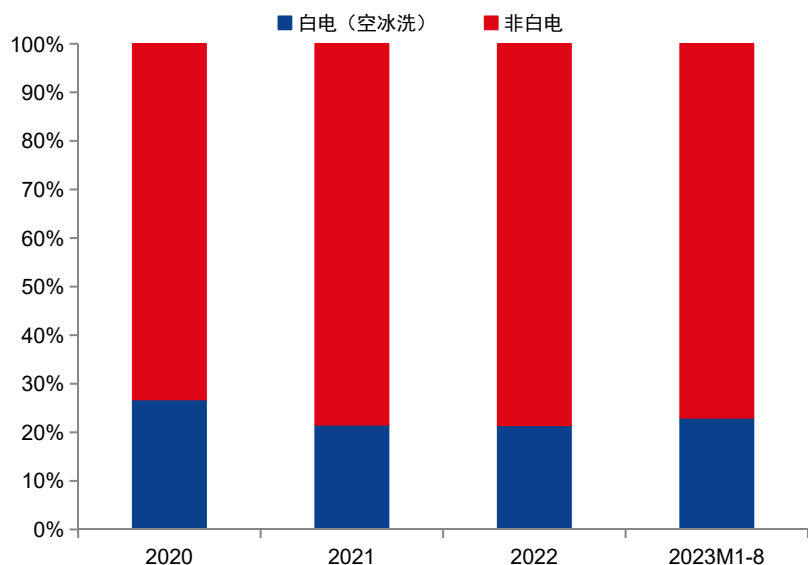
图：大家电出口额月度增速表现

|           | 微波炉  | 电磁炉  | 电饭锅  | 电烤箱  | 家用自动面包机 | 片式烤面包机(多士炉) | 水果或蔬菜的榨汁器 | 食品研磨机及搅拌器 | 电扇   | 吸尘器  |
|-----------|------|------|------|------|---------|-------------|-----------|-----------|------|------|
| 202201~02 | 6%   | 9%   | 4%   | -25% | -51%    | -3%         | -20%      | -11%      | 10%  | -19% |
| 202203    | 2%   | 9%   | -3%  | -19% | -44%    | 0%          | -12%      | -16%      | 1%   | -21% |
| 202204    | 19%  | 19%  | -5%  | -27% | -52%    | 20%         | -18%      | -18%      | 6%   | -21% |
| 202205    | 9%   | 31%  | 13%  | -27% | -48%    | -3%         | -3%       | -13%      | -1%  | -25% |
| 202206    | 4%   | 34%  | 20%  | -26% | -65%    | -10%        | -15%      | -19%      | 1%   | -22% |
| 202207    | -9%  | 40%  | 29%  | -23% | -26%    | -19%        | -11%      | -19%      | 5%   | -1%  |
| 202208    | -11% | 35%  | 19%  | -23% | -43%    | -33%        | -20%      | -29%      | 7%   | -22% |
| 202209    | -26% | 15%  | 18%  | -35% | -35%    | -29%        | -1%       | -27%      | 8%   | -18% |
| 202210    | -30% | 10%  | 16%  | -42% | -43%    | -46%        | -10%      | -38%      | 16%  | -30% |
| 202211    | -23% | 15%  | 17%  | -27% | -40%    | -40%        | -12%      | -35%      | 8%   | -18% |
| 202212    | -29% | -2%  | 4%   | -28% | -1%     | -29%        | 6%        | -14%      | -1%  | -23% |
| 202301~02 | -11% | -1%  | 3%   | -15% | -17%    | -28%        | 10%       | -16%      | 0%   | -17% |
| 202303    | 0%   | 23%  | 58%  | 9%   | 25%     | 9%          | 68%       | 36%       | 43%  | 8%   |
| 202304    | -11% | 8%   | 24%  | 9%   | 36%     | -13%        | 60%       | 15%       | 12%  | 5%   |
| 202305    | 0%   | 3%   | 3%   | 11%  | -1%     | -2%         | 35%       | 6%        | 1%   | 3%   |
| 202306    | 4%   | -5%  | 7%   | 9%   | 57%     | -14%        | 19%       | -1%       | 3%   | -3%  |
| 202307    | 8%   | -10% | -12% | 27%  | 6%      | 7%          | 20%       | 1%        | -11% | -10% |
| 202308    | 4%   | -2%  | 11%  | 32%  | 19%     | 25%         | 36%       | 24%       | -9%  | 19%  |
| 202309    | 15%  | -6%  | -7%  | 18%  | 4%      | 27%         | 32%       | 19%       | -4%  | 21%  |

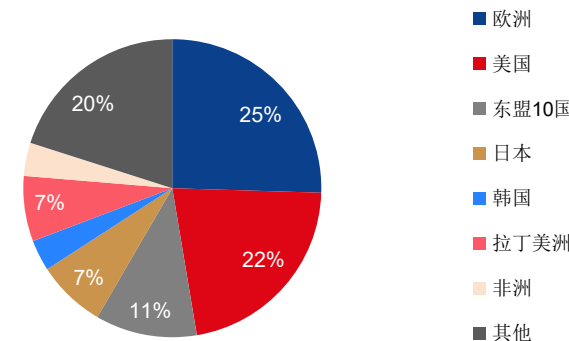
## 二、出口：去库渐入尾声，出口拐点已至

- ◆ **以白电为例，欧洲、美国、东盟为家电主要出口国。**根据海关总署，白电（空冰洗）出口额占据我国家电出口总额一定比例，近几年占比均略高于20%，是主要的出口品类之一。以白电为例，我国家电主要出口至欧洲、美国和东盟等国家和地区，根据中国机电产品进出口商会公布的出口额数据，22年我国白色家电出口至欧洲的占比为25%、美国为22%、东盟十国为11%，三地区合计占比高达58%。

图：中国家电出口中白电占比情况



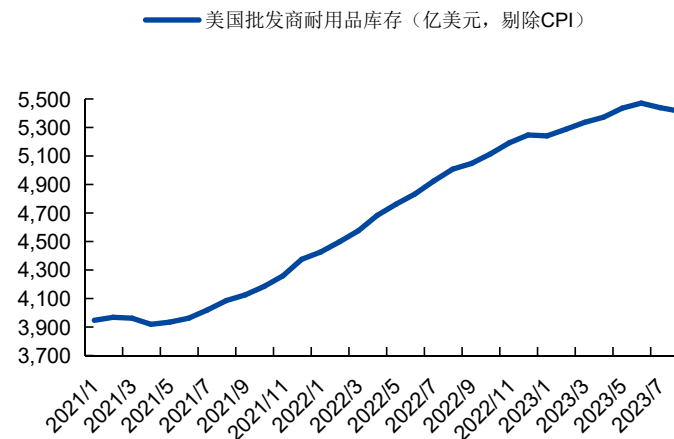
图：我国出口白电各地区占比情况



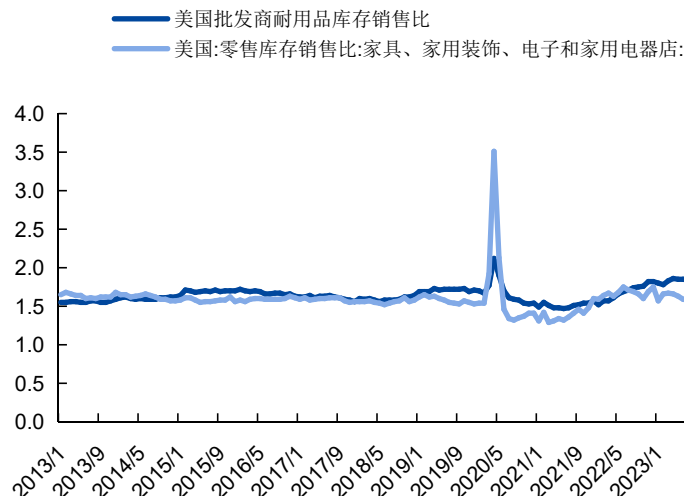
## 2.1.欧美：消费韧性较足，去库助推增长

◆ **渠道库存压力减缓，补库周期逐步到来。**剔除通胀影响，今年以来美国家电相关零售商库存逐步下行，耐用品批发商亦有望迎来下行拐点，两者库销比亦呈现改善态势；Q2海外大客户库存普遍较22Q3高点有所下滑，其中百思买下降29.5%、塔吉特下降21.1%、沃尔玛下降12.6%，渠道库存压力显著缓解。**考虑到海外渠道去库渐入尾声，新一轮补库周期逐步到来，家电出口有望迎来持续改善。**

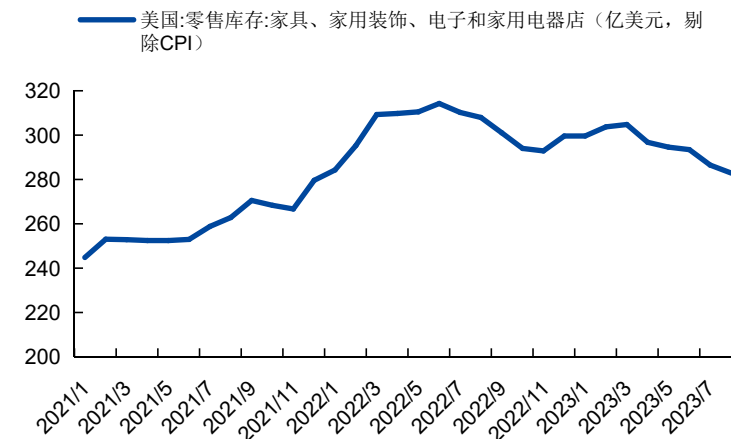
图：批发商耐用品库存或迎来拐点



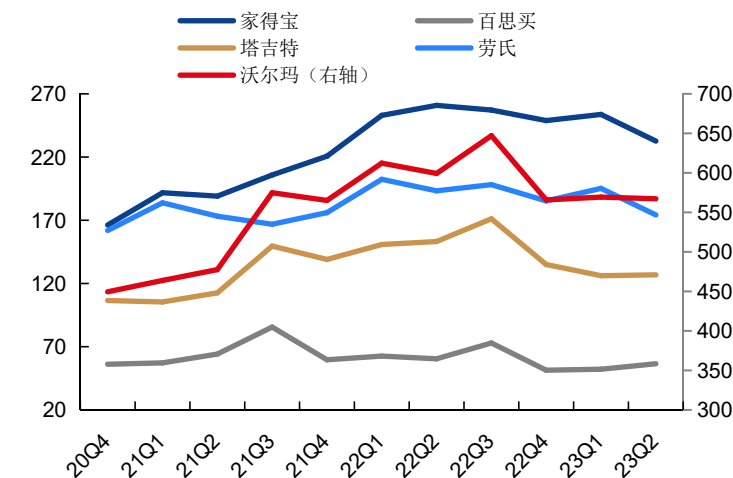
图：批发商、零售商库存比呈改善态势



图：美国家电零售商库存逐步下行



图：北美主要零售商库存压力有所缓解  
（单位：亿美元）

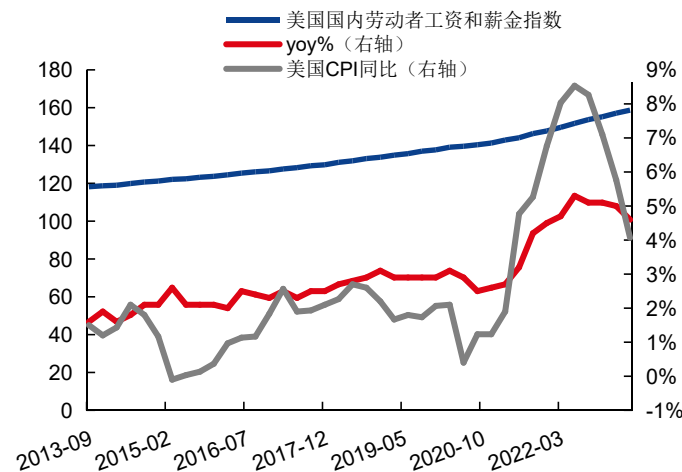


## 2.1.欧美：消费韧性较足，去库助推增长

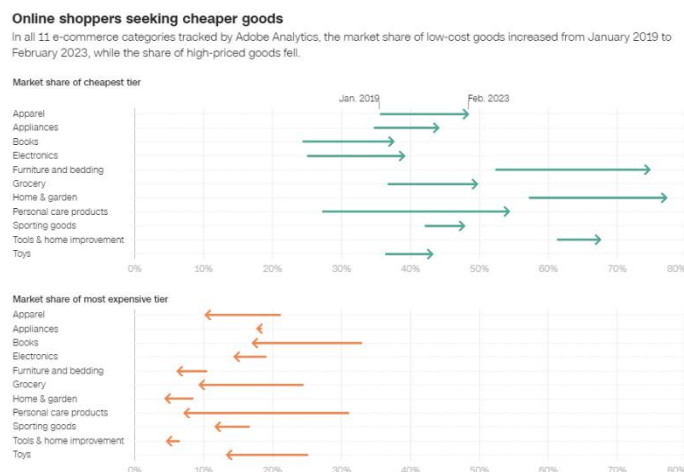
◆ 受通胀、战争等因素影响，欧美消费者购买力下降，更倾向于性价比产品。根据美国劳工部数据，尽管近两年美国劳动力薪资增速高于以往，但仍跑输于同期CPI同比，导致美国居民购买力有所下降，据CNN报道，Adobe Analytics研究发现2019年1月-2023年2月美国11个品类的低价产品市场份额明显提升，消费者倾向于购买低价产品。

◆ 欧美消费降级+人民币贬值，中国家电性价比优势凸显，有望推动出口迎来持续回暖。

图：美国劳动者薪资水平较高



图：美国低价产品份额明显提升

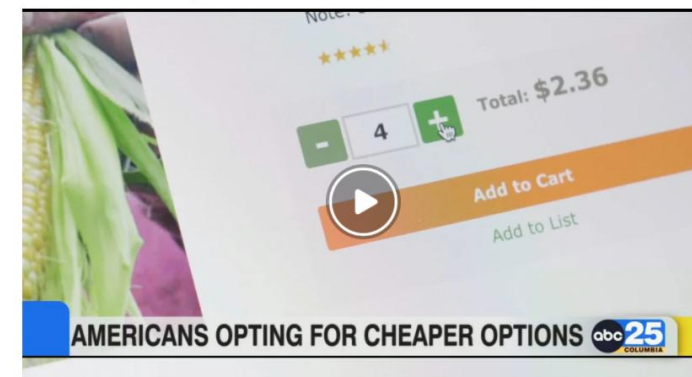


图：美国消费者更倾向购买低价产品

Americans opting for cheaper options

Many online shoppers are ditching premium goods and opting for cheaper products.

Mar 21, 2023 5:33 PM EDT by CNN



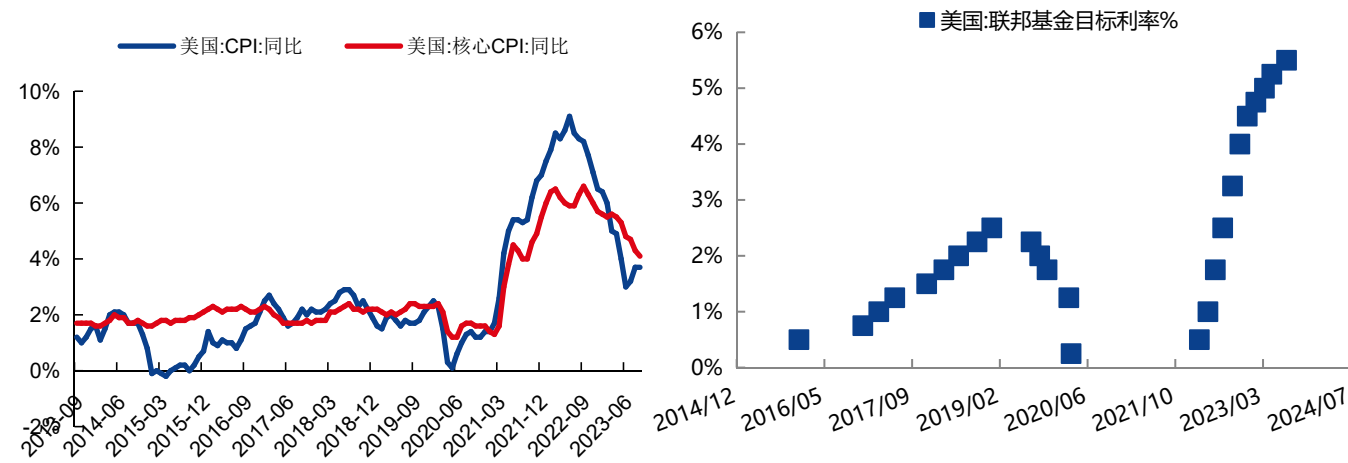
图：近两年人民币持续贬值



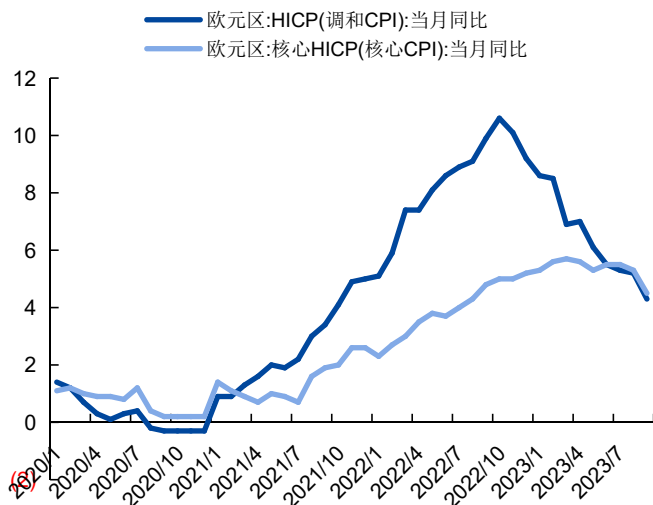
## 2.1.欧美：消费韧性较足，去库助推增长

◆ **欧美通胀下行、加息放缓，消费市场有望提振。**22年美联储、欧央行为应对通胀开启了新一轮加息周期，截止目前美联储累计加息525bp、欧央行累计加息450bp，随着加息效果逐步显现，欧美通胀亦明显缓解，其中美国CPI同比由高点9.1%下降至3.7%，欧洲由10.6%下降至4.3%，加息幅度也随之由前期的75bp逐步下降至25bp，预计后续加息节奏和幅度将继续放缓。**利率预期降低叠加通胀放缓，欧美消费信心有望提振、市场需求或将迎来回暖。**

图：美国CPI逐步下行，通胀压力有所缓解 图：美联储加息节奏趋于放缓



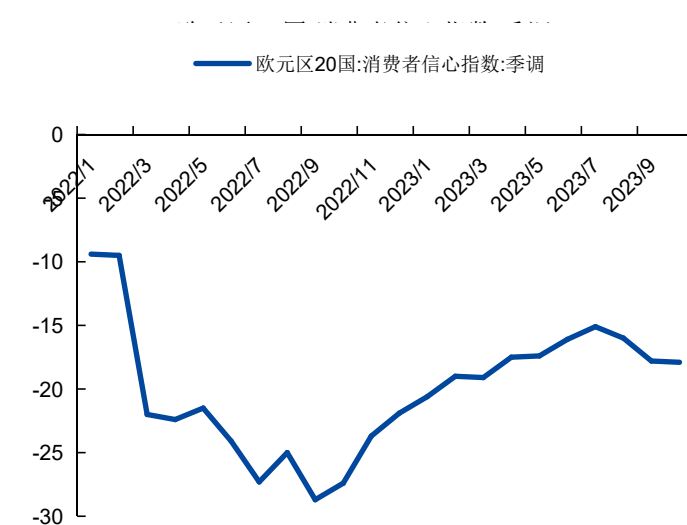
图：欧元区HICP同比持续下降



图：美国消费者信心指数震荡回升



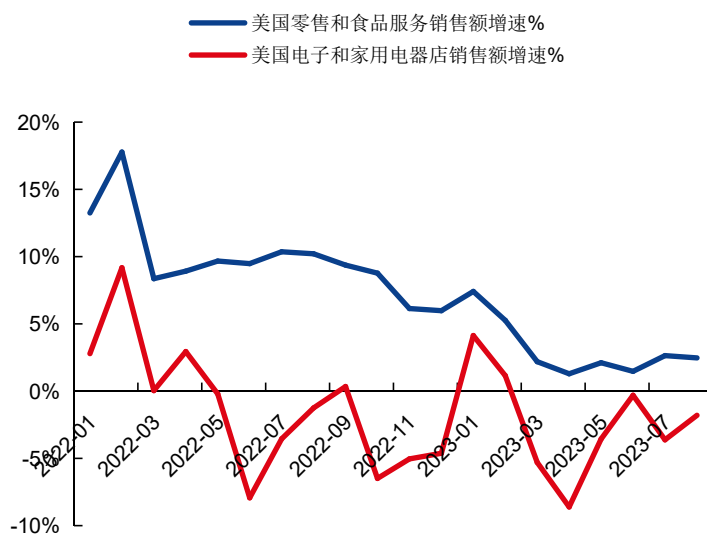
图：欧元区消费者信心指数有所回升



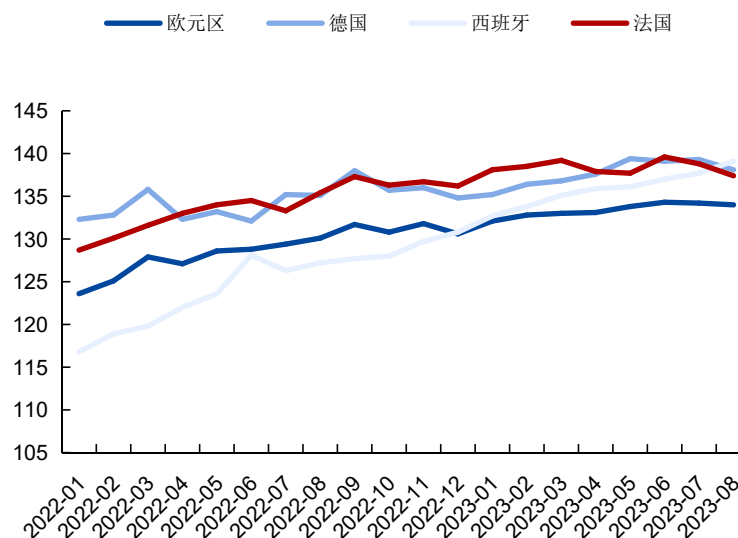
## 2.1.欧美：消费韧性较足，去库助推增长

- ◆ **美国地产改善，有望推动欧美家电销售加速回暖。**从零售终端来看，欧元区零售指数整体温和上行，美国3月以来零售和食品服务销额持续平稳增长，电子和家用电器店降幅有所波动，但趋势收窄，海外零售总体呈向好态势，在此背景之下，美国新房销量增速亦有明显反弹，8月因高基数效应增速虽有所放缓，但基于后期低基数预计仍将实现较快增长，有望推动家电销售加速回暖。

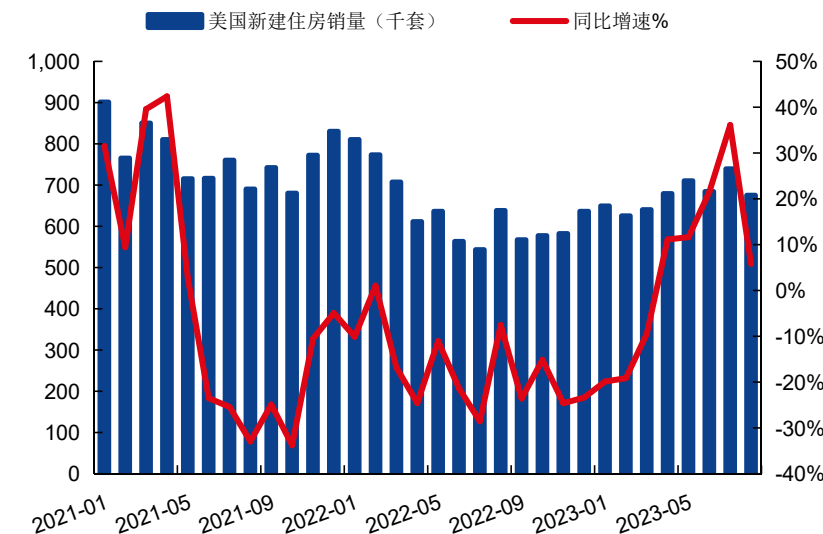
图：美国零售终端表现



图：欧元区零售指数温和上行



图：美国新房销量表现，8月增速有所放缓



## 2.1.欧美：消费韧性较足，去库助推增长

- ◆ **Q3海外龙头欧美区经营改善，家电需求有所提振。**根据各公司公告，Q3惠而浦北美地区收入同比+3.6%，环比Q2提升8.3pct，EMEA收入同比-4.4%，环比Q2提升10.8pct，AO 史密斯北美收入同比+8.7%，环比Q2提升11.7pct，增速均获提振，伊莱克斯Q3情况尚未公布、Q2欧美收入增速环比回落，但根据彭博预测数据，Q3亦呈现改善态势；与此同时，今年以来伊莱克斯欧洲地区家电出货量降幅较低点22Q3有所收窄，预计市场需求有所提振。

图：海外家电公司欧美地区季度收入增长

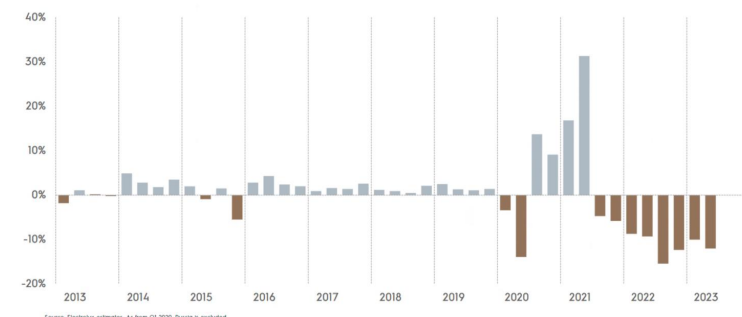
| 公司     | 地区                           | 2021 Q1 | 2021 Q2 | 2021 Q3 | 2021 Q4 | 2022 Q1 | 2022 Q2 | 2022 Q3 | 2022 Q4 | 2023 Q1 | 2023 Q2 | 2023 Q3 |
|--------|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 惠而浦    | North America                | 19.8%   | 21.6%   | 5.1%    | 2.6%    | -8.3%   | -2.6%   | -7.7%   | -13.6%  | -1.6%   | -4.7%   | 3.6%    |
|        | Europe, Middle East & Africa | 33.2%   | 49.5%   | -0.2%   | -0.3%   | -7.4%   | -19.4%  | -28.1%  | -27.2%  | -18.0%  | -15.3%  | -4.4%   |
| 伊莱克斯   | North America                | 7.1%    | 18.7%   | -5.6%   | 6.6%    | 10.4%   | 17.5%   | 24.4%   | 12.0%   | 15.7%   | -5.6%   | -5.1%   |
|        | Europe                       | 6.7%    | 31.9%   | -3.3%   | 1.4%    | -0.9%   | -3.2%   | -6.7%   | -10.9%  | -1.7%   | -4.9%   | 0.4%    |
| AO 史密斯 | North America                | 3.8%    | 25.6%   | 21.0%   | 27.4%   | 32.0%   | 23.3%   | -0.8%   | -3.2%   | 3.1%    | -2.9%   | 8.7%    |

- ◆ **家电出口欧美表现有望持续向好。**低基数效应带动我国家电出口迎来回暖，考虑到海外渠道去库渐入尾声、美国地产将迎改善，以及通胀背景下欧美消费者购买力下降，我国家电出口有望受益于产品性价比优势实现加速改善，叠加欧美通胀逐步缓解、加息放缓降息或将开启，海外消费有望迎来改善，综合因素推动下我国家电出口有望延续回暖态势。

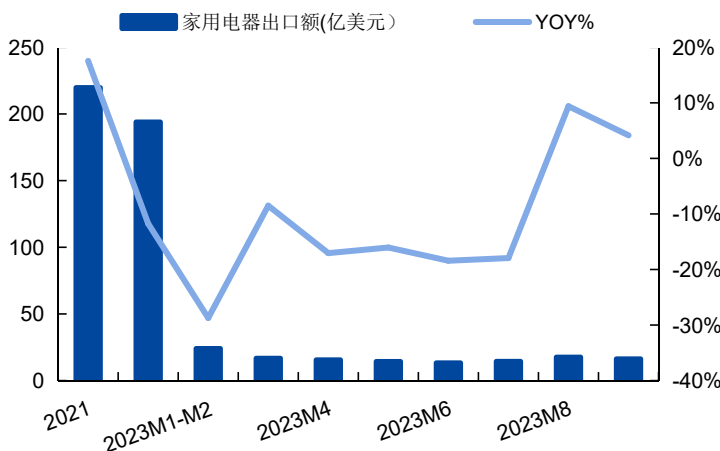
图：伊莱克斯欧洲家电出货量同比变动情况

European Core Appliances Market

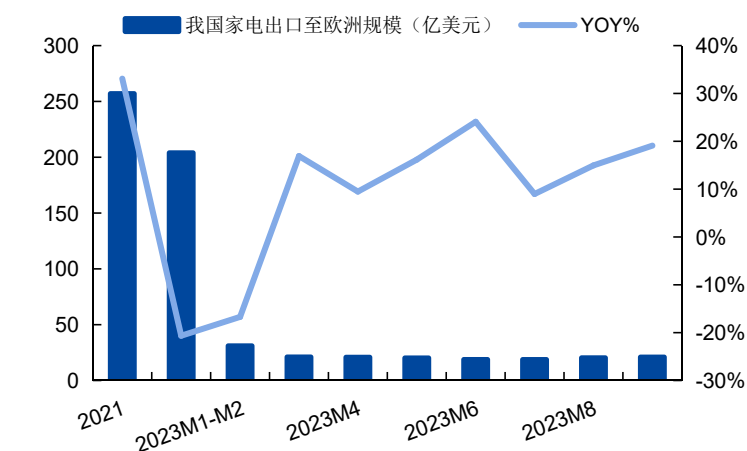
Total European shipments, quarterly unit comparison y-o-y



图：我国家电出口至美国表现情况



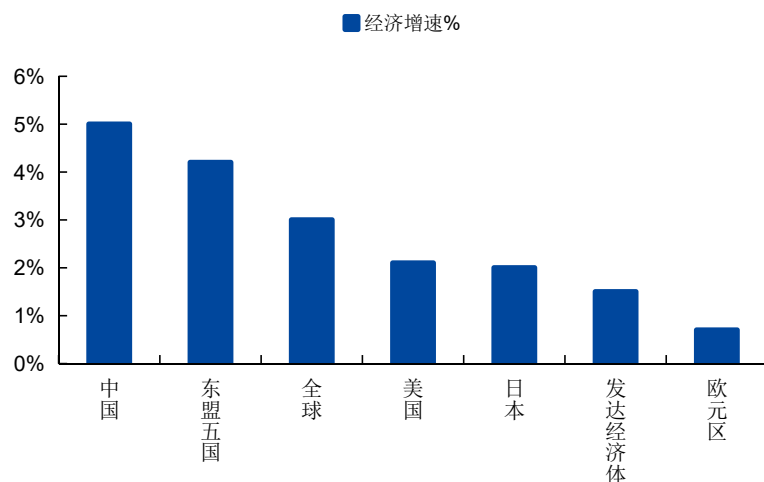
图：我国家电出口至欧洲表现情况



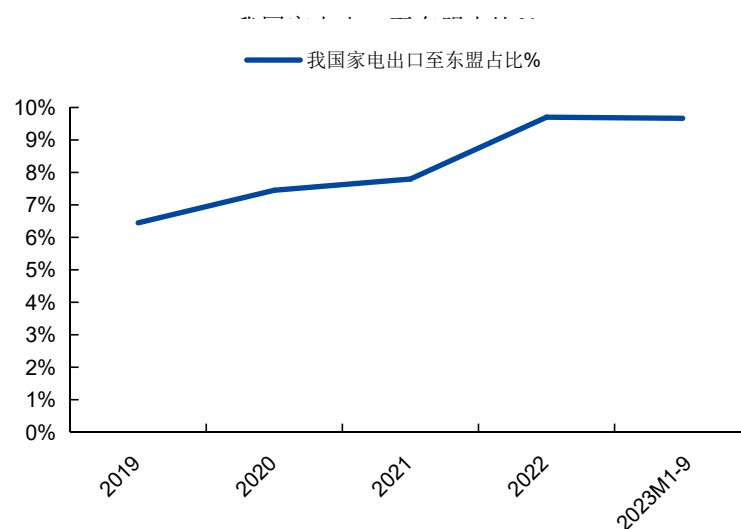
## 2.2.东盟：内需走强+政策红利，出口增长新动能

- ◆ **内需走强+政策红利，家电出口至东盟比例持续提升。**近几年东盟经济快速发展、内需持续扩大，根据IMF预测数据，2023年东盟五国经济增速将达4.2%，高于发达经济体的1.5%，经济增长潜力较大，与此同时，随着RCEP（《区域全面经济伙伴关系协定》）等逐步落地，我国与东盟国家的外贸联系持续加强。根据海关总署，我国家电品类出口至东盟的比例稳步提升，23年1-9月占比9.7%、出口额增速7%，我们认为，东盟占比提升带来的结构优化有望为我国家电出口改善增添新动能。

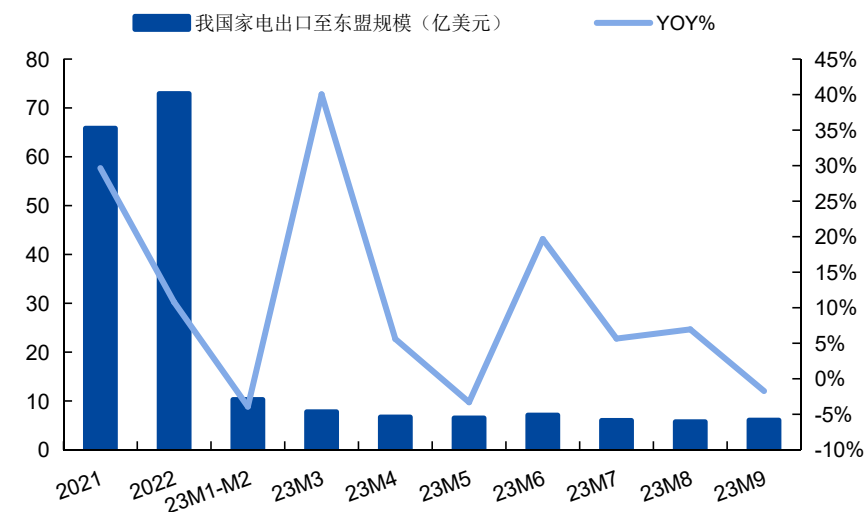
图：IMF预计23年东盟经济增速较为领先



图：东盟占我国家电出口比例持续上升



图：我国家电出口至东盟表现情况



## 2.3.小家电外销率先回暖，板块出口有望全面提振

- ◆ 部分小家电公司海外业务率先迎来改善，出口改善逻辑初步兑现，基于低基数效应、渠道库存消化较好补库周期到来，家电公司海外业务有望全面提振。
  - ✓ 石头科技：23Q1-Q3营收增速持续提升，主要得益于新品销量增加及海内外收入增加所致，据估算23Q1-Q3石头外销收入同比分别约-20%、+40%、+60%，海外业务迎来持续回暖。
  - ✓ 科沃斯：得益于新品投放、渠道扩张，公司海外业务持续拓展，外销维持较高增速，根据公告，2022年，公司科沃斯品牌海外业务收入同比+20.2%，添可品牌海外业务收入同比+34.0%，23H1公司科沃斯品牌海外业务收入同比增长26.5%，添可品牌海外业务收入同比增长24.2%。
  - ✓ 苏泊尔：根据公告，受到全球经济及欧美市场需求低迷的影响，Q1公司主要外销客户订单数量有一定下滑，Q2以来，主要外销客户的库存进一步得到消化，对公司的订单数量逐步增加，Q2外销整体同比增长7.18%。Q3公司营收增速提升至15.63%，预计外销同比+50%左右，外销业务进一步回暖。
  - ✓ 新宝股份：公司外销收入占比高达70%以上，根据公告，23年前三季度海外小家电总体需求逐步恢复，反映到收入端，23Q1-Q3公司营收增速分别为-22.32%/+1.18%/+22.52%，增速持续提升。
  - ✓ 九阳股份：23H1公司外销收入9.21亿元，同比+49.21%，外销实现快速增长，根据公告，公司Q1实现关联交易约0.20亿美元，相较去年同期的0.33亿美元左右约下降38.9%，基于此预计公司Q2外销或实现翻倍增长，增速进一步提升。

## 2.4.出口链：去库渐入尾声，出口拐点已至

### ◆ 库存去化确定性强，需求或迎回暖，出口景气度有望延续。

- ✓ 海外渠道去库渐入尾声，新一轮补库周期逐步到来，有望拉动家电出口持续提升；
- ✓ 通胀、战争等因素叠加，欧美购买力下降、消费降级，我国家电有望受益于产品性价比优势实现外需回暖；
- ✓ 低基数效应有望带动美国地产持续回暖，推动家电需求逐步提升；
- ✓ 随着欧美通胀逐步收窄、加息渐趋放缓，海外消费需求有望逐步释放、家电市场或将提振；
- ✓ 我国家电出口重心现已逐步向快速发展的东盟地区转移，出口结构逐步优化，进一步强化外需向好预期；
- ✓ 小家电海外业务边际向好，出口改善逻辑初步兑现，后续家电公司外销业务有望实现全面提振；

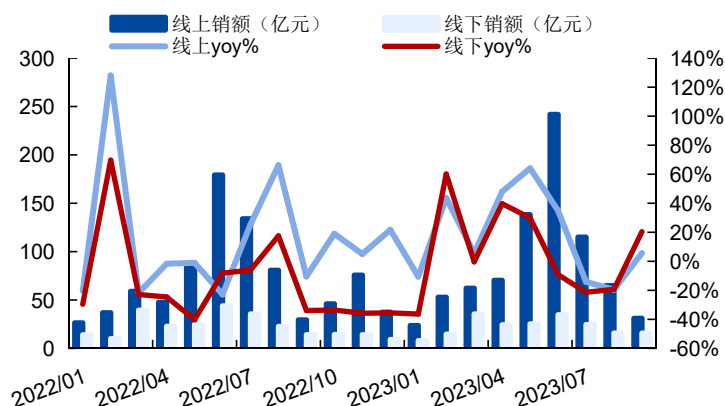
### ◆ 看好外销占比较高、品类修复弹性较大的标的，推荐石头科技、科沃斯、泉峰控股、海尔智家、美的集团，建议关注新宝股份。

- 01 消费弱复苏，板块景气有所回升
- 02 出口链：去库渐入尾声，出口拐点已至
- 03 白电：内销平稳、外销向好，龙头确定性依旧
- 04 小家电：消费分化，布局优质赛道
- 05 投资建议：延续回暖可期，布局出口链与白电龙头
- 06 风险提示

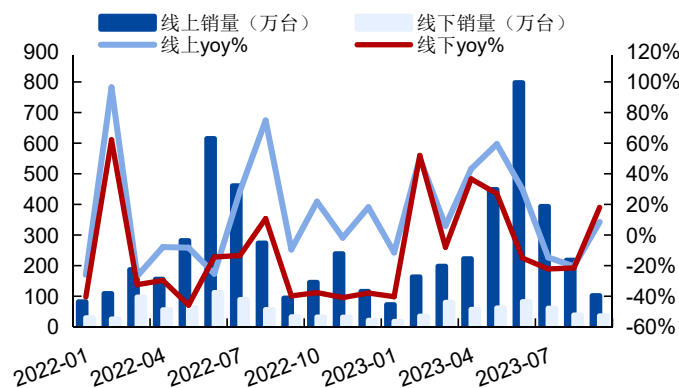
### 三、白电：内需平稳、出口向好，龙头确定性依旧

◆ **空调内销：去年热夏推动库存消化较好+高温天气刺激需求+疫后经销商提货积极，23年空调内销出货有望实现两位数增长，高基数背景下预计24年增速略有放缓、实现稳健增长。**零售终端，根据AVC，1-9月空调线上/线下销额同比+18.14%/+1.27%，市场需求向好，出货端，根据产业在线，1-9月空调内销出货同比+16.42%。展望明年，高基数背景下24年增速或有放缓，预计将实现稳健增长。

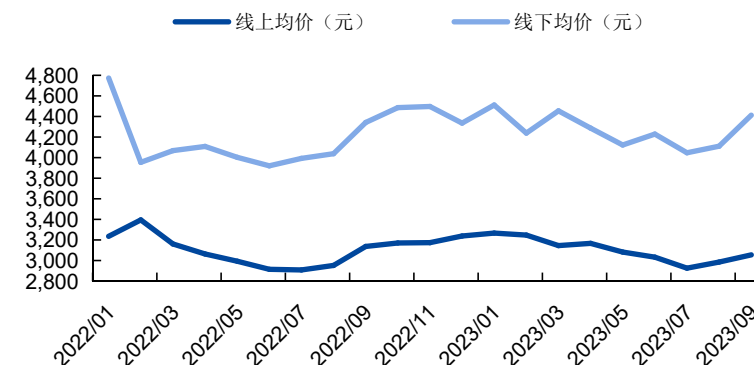
图：空调线上线下游表现-零售终端



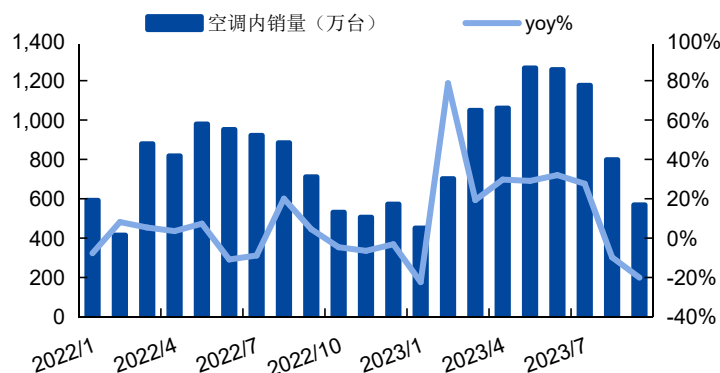
图：空调线上线下游表现-零售终端



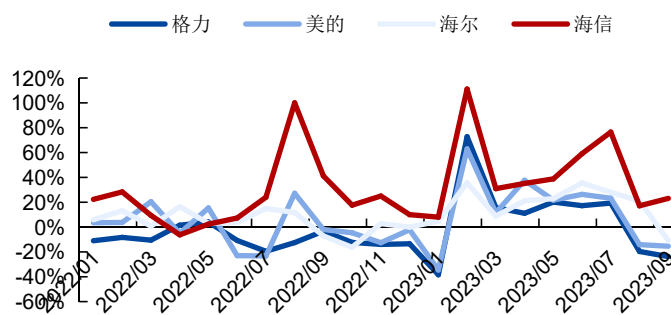
图：空调线上线下游均价表现-零售终端



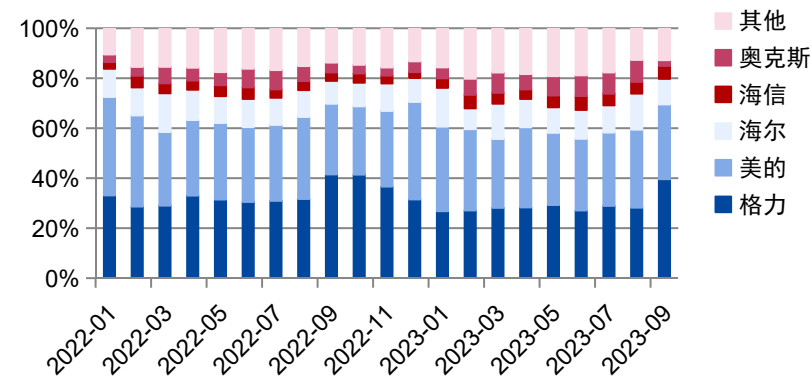
图：空调内销表现-出货端



图：龙头内销增速表现-出货端



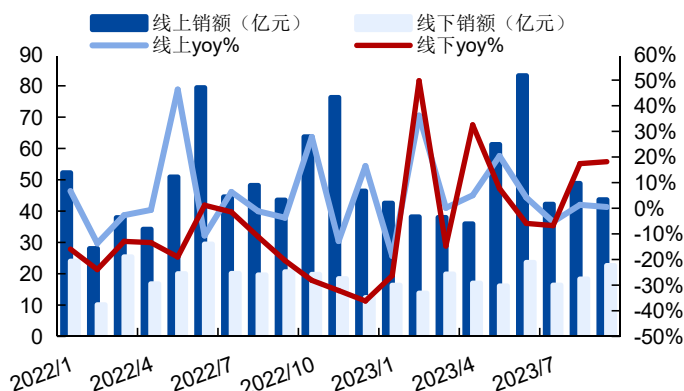
图：龙头市场份额变动-出货端



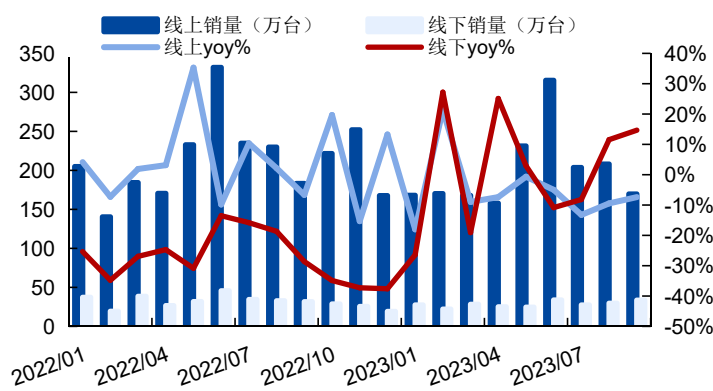
### 三、白电：内需平稳、出口向好，龙头确定性依旧

◆ **冰洗内销：线下回暖+疫后经销商提货积极，23年出货端预计0-5%增长，24年随消费复苏仍有望延续稳健增长。**零售终端，根据AVC，1-9月冰箱线上/线下销额同比+3.56%/+2.42%，洗衣机线上/线下销额同比-9.27%/-0.88%，冰箱表现更优，出货端，根据产业在线，1-9月冰箱/洗衣机内销出货同比+4.69%/+1.04%，随着后续市场消费稳步复苏，预计23/24年冰洗内销将实现稳健增长。

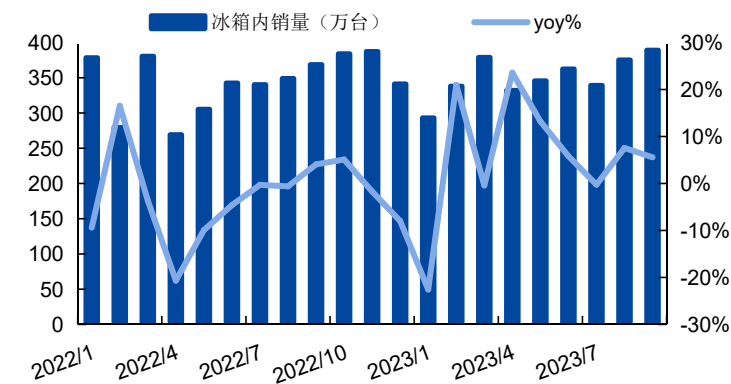
图：冰箱线上线下销额表现-零售终端



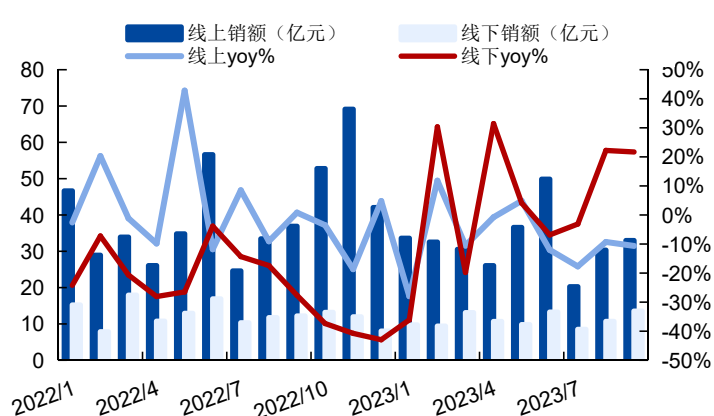
图：冰箱线上线下销量表现-零售终端



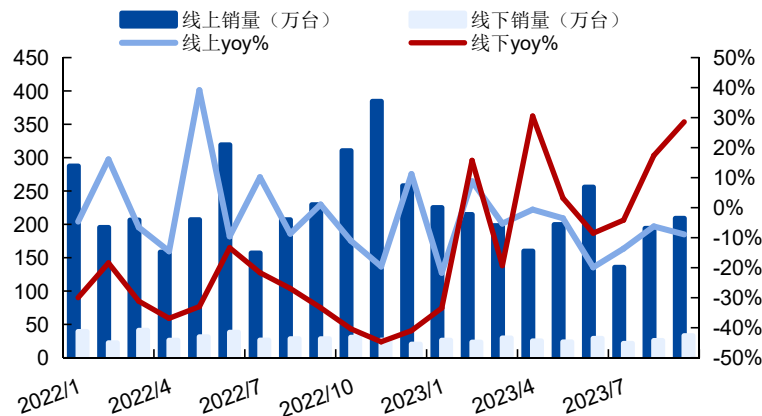
图：冰箱内销出货-出货端



图：洗衣机线上线下销额表现-零售终端



图：洗衣机线上线下销量表现-零售终端



图：洗衣机内销出货-出货端



### 三、白电：内需平稳、出口向好，龙头确定性依旧

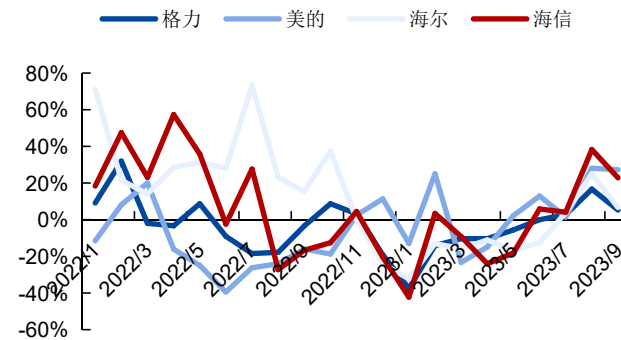
◆ **出口：低基数效应带动出口回暖，未来有望延续改善态势。**根据产业在线，1-9月空调/冰箱/洗衣机出口同比+3.74%/+18.43%/34.93%，呈现改善态势。20-21年初海外订单转移至国内拉动出口基数提升，叠加海外需求放缓、渠道库存过高，导致22年我国白电出口承压，特别22H2白电出口明显下滑，对应23H2白电出口低基数效应增强，叠加海外需求逐步回暖、渠道去库渐入尾声，预计渠道提货积极性将持续提升，白电出口有望延续改善态势。

◆ **展望24年，海外渠道库存消化较好、补库周期到来，美国地产亦有望持续改善，叠加海外通胀缓解、降息预期增强，市场需求将迎回暖，预计24年白电出口将迎来较好增长。**

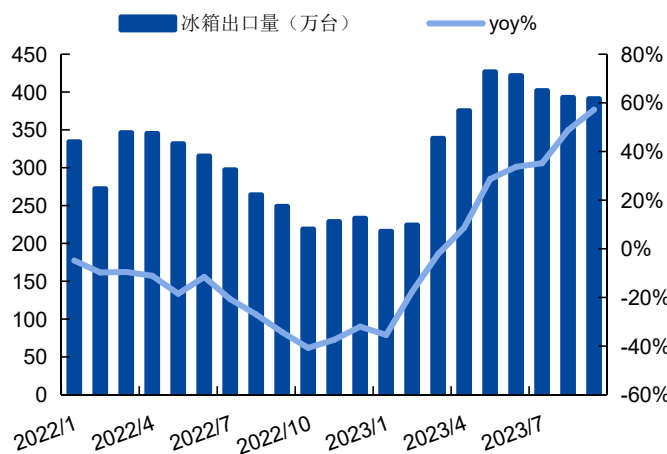
图：空调出口表现-出货端



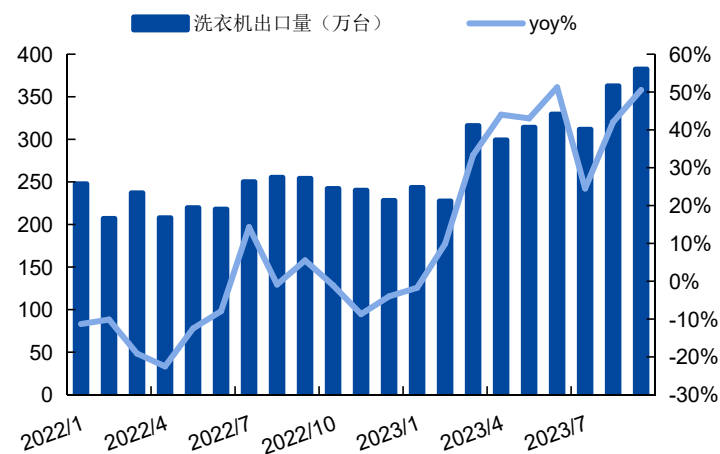
图：空调龙头出口量增速表现-出货端



图：冰箱出口表现-出货端



图：洗衣机出口表现

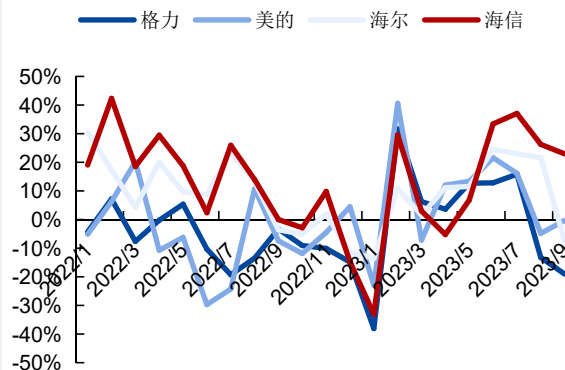


### 三、白电：内需平稳、出口向好，龙头确定性依旧

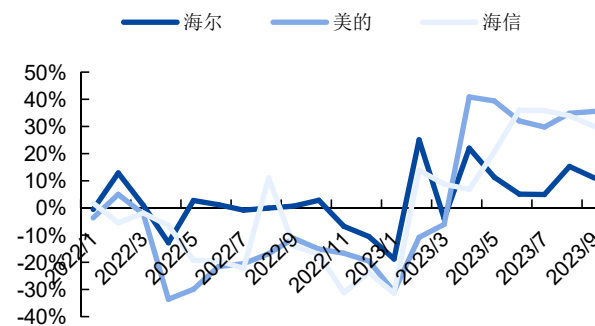
◆ **龙头出货普遍改善，经营表现稳健。**根据产业在线，空调方面，1-9月格力/美的/海尔/海信内外销累计出货同比+1.1%/+6.4%/+9.4%/+10.9%，较去年同期增速提升7.2pct/13.8pct/-3.7pct/-7.4pct；冰箱，1-9月海尔/美的/海信内外销累计出货同比+6.9%/+14.7%/+15.3%，较去年同期增速提升6.9pct/29.9pct/24.4pct；洗衣机，1-8月海尔/美的内外销累计出货同比+1.4%/+8.2%，较去年同期增速提升-2.8pct/16.3pct。

◆ **24年空调龙头集中度有望提升。**23年空调高景气+消费弱复苏背景下，二三线空调企业凭借低价优势抢夺部分份额、实现较好增长，龙头集中度有所下滑，根据产业在线，1-9月出货口径空调CR4为69.6%，同比下降3.8pct，随着明年行业增速放缓、消费复苏，龙头品牌优势凸显，市场份额有望迎来回升。

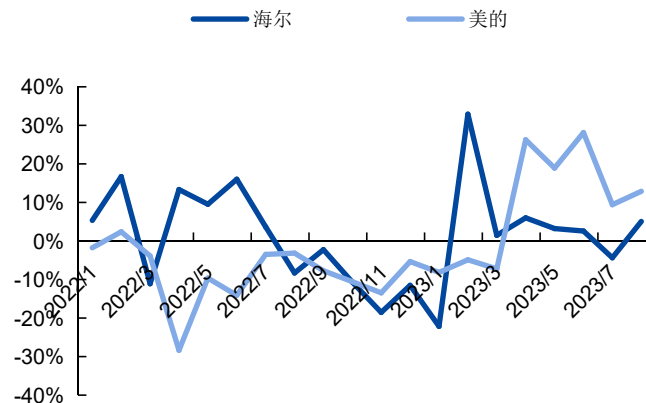
图：空调龙头出货表现



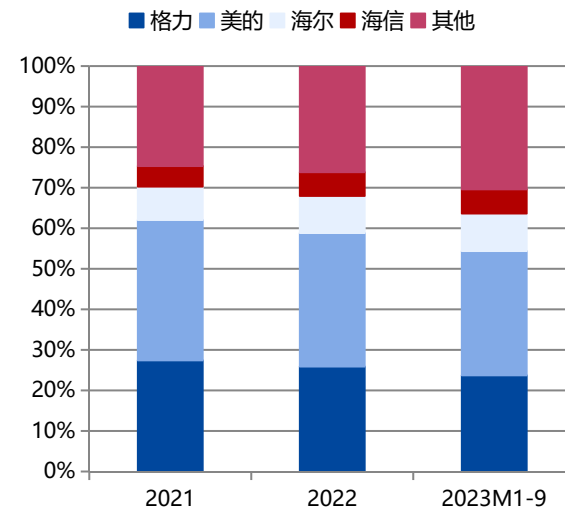
图：冰箱龙头出货表现



图：洗衣机龙头出货表现



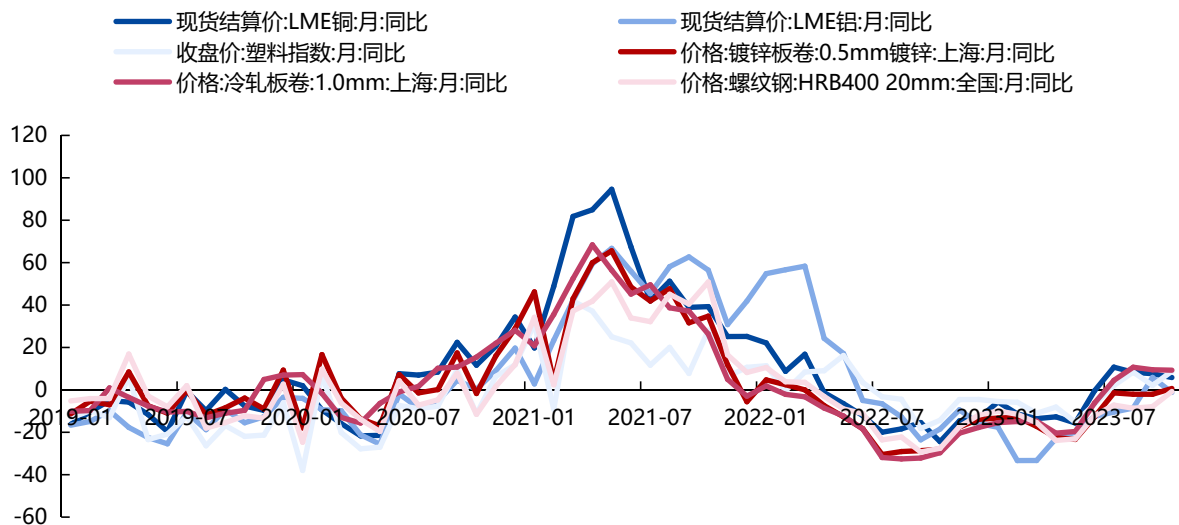
图：出货端空调竞争格局



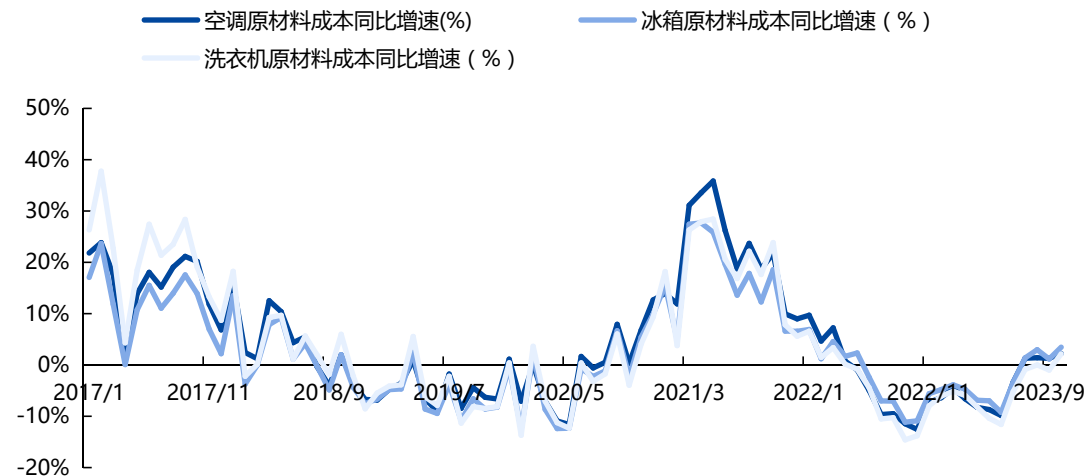
# 三、白电：内需平稳、出口向好，龙头确定性依旧

◆ **原材料价格趋稳，零售均价稳中有升，龙头业绩确定性较强。**22Q2以来铜、钢材、镀锌板等主要原材料价格陆续见顶回落，23年上半年延续下滑态势，近期部分虽小幅上涨但仍处于正常波动范围内，原材料价格整体趋于稳定，经测算，9月空调、冰箱、洗衣机原材料成本同比仅变动+1.28%、+1.16%、-1.00%，成本端无明显上涨压力，有望持续保持稳定。与此同时，白电龙头不断提升供应链效率、顺应消费升级积极迭代新品，零售均价稳中有升，根据奥维云网，前三季度空冰洗线上均价同比+2.0%、+10.5%、+0%，线下均价同比+5.2%、+5.6%、+1.6%，龙头盈利能力稳健、业绩确定性较强。

图：原材料价格趋势向稳



图：空冰洗成本端无明显压力

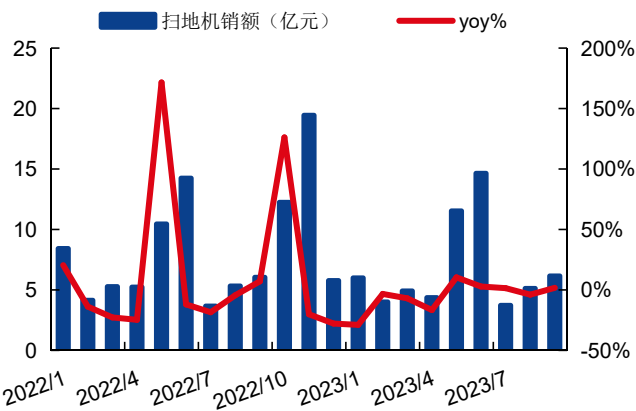


-  01 消费弱复苏，板块景气回升
-  02 出口链：去库渐入尾声，出口拐点已至
-  03 白电：内销平稳、外销改善，龙头确定性依旧
-  04 小家电：消费分化，布局优质赛道
-  05 投资建议：延续回暖可期，布局出口链与白电龙头
-  06 风险提示

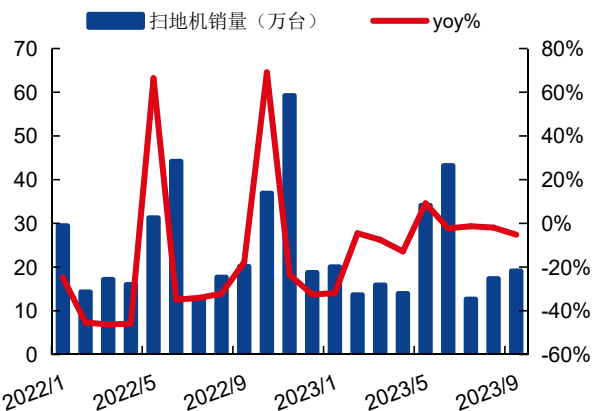
# 四、扫地机：需求向好可期，格局将迎优化

- ◆ **消费转弱行业增速放缓，以价换量助力加速渗透。**受制于消费疲软，扫地机需求修复不及预期，根据奥维云网，23年1-9月扫地机线上销额60.33亿元，同比-3.75%，整体表现平淡。
- ◆ **自22年Q3头部品牌陆续降价、低价推新以来，扫地机因产品结构更迭带来的均价上涨幅度明显缩窄。**根据AVC，22Q3-23Q3扫地机线上均价涨幅分别为32.4%、9.8%、2.6%、2.3%、2.9%，1-7月全渠道均价为2947元，同比+4%，其中**全能款扫地机价格较以往明显下调**，4500+元高端产品占比减少，部分价格已下降至3000+元，购买门槛降低有效推动了自清洁产品的全面普及，根据AVC线上监测数据，1-7月全能款产品占比达到70.4%、单自清洁拖地产品占比达21%，两者合计占比超90%，较22年提升7pct。

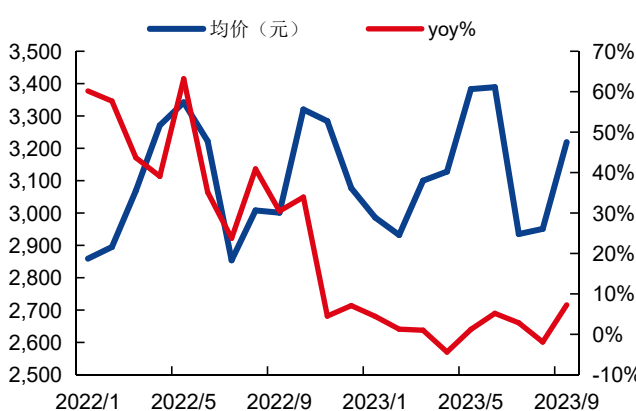
图：扫地机线上月度销额表现



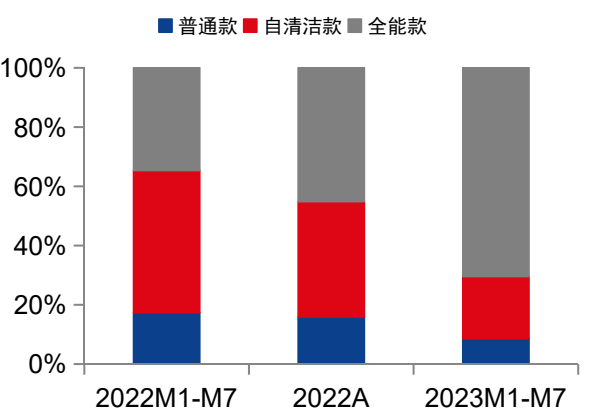
图：扫地机线上月度销量表现



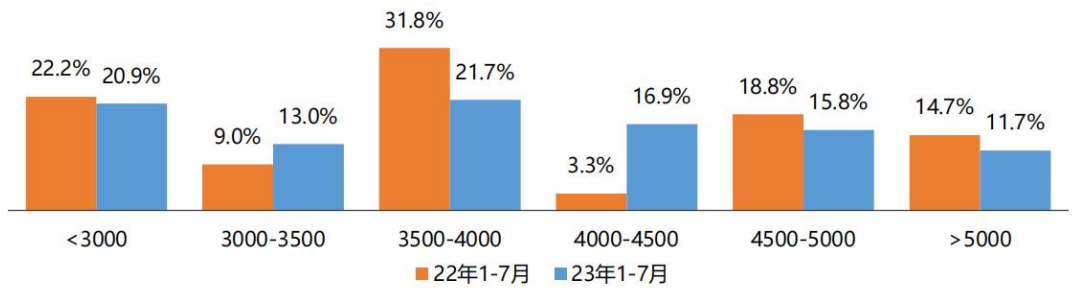
图：扫地机线上均价变动



图：扫地机细分产品类型占比



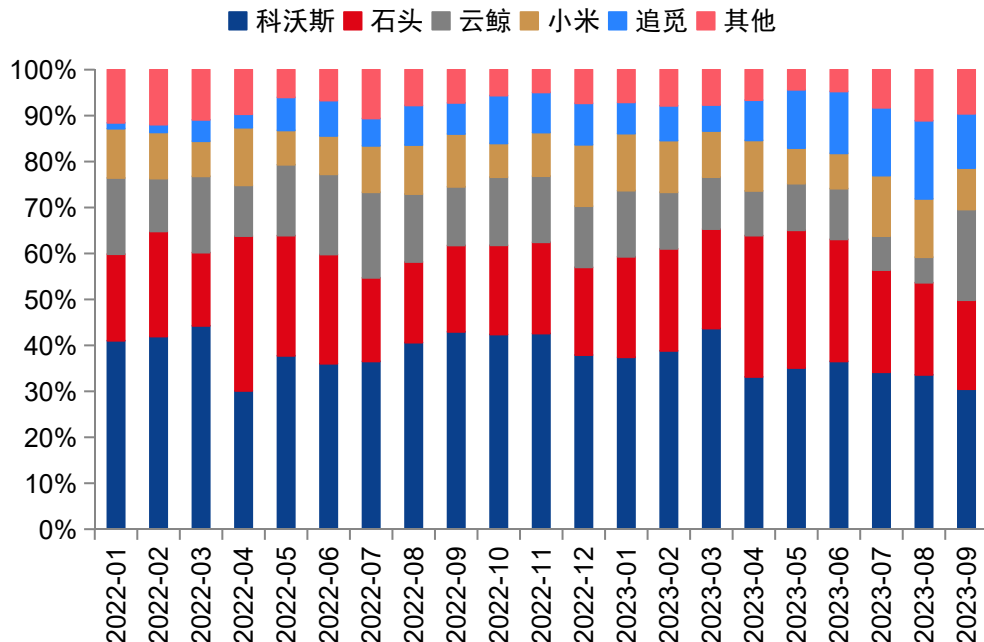
图：扫地机价格分布



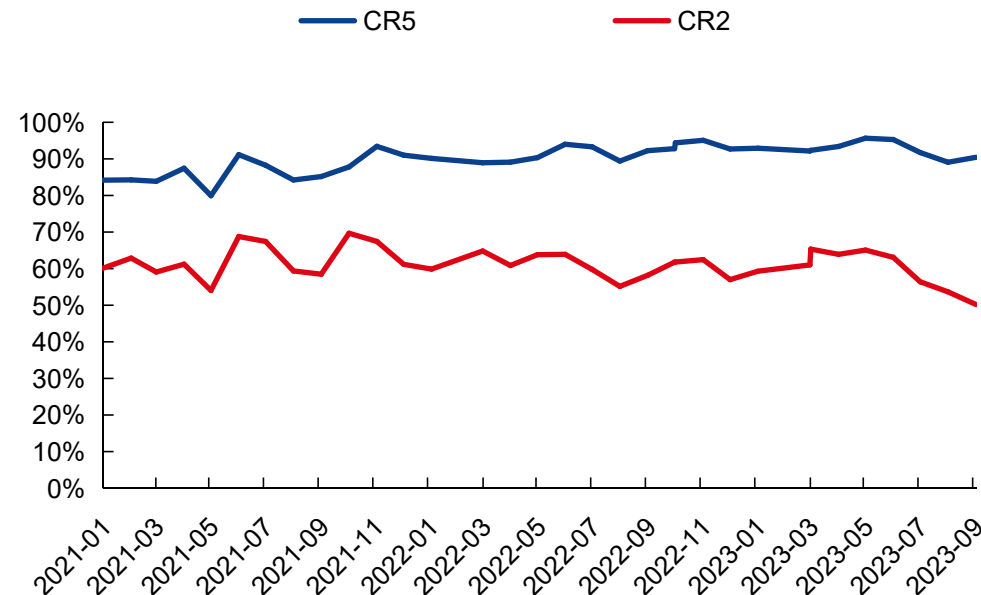
## 四、扫地机：需求向好可期，格局将迎优化

- 龙头竞争加剧、以价换量逻辑将持续兑现。**根据AVC，近两年扫地机线上渠道CR5基本为90%左右，市场集中度较高。23年至今头部品牌陆续发布多款自清洁产品，新品性能提升但价格相对偏低，叠加老品降价，行业以价换量逻辑线明确，龙头依托新品抢夺份额、竞争加剧，1-9月线上CR2有所下行，9月CR2为50.2%，同比-11.6pct。
- 新品驱动增长，石头份额提升、云鲸势头迅猛，中小品牌将加速出清。**23年截止9月，据不完全统计，科沃斯发布6款新品、石头4款、追觅3款、云鲸1款、萤石1款等，有效驱动品牌增长，其中石头于3月推出年度双旗舰P10、G20，丰富产品线的同时又率先将自清洁产品价格下移至3000-3500元价格区间，推动份额显著提升，新品驱动下石头23Q1-Q3线上份额同比+2.52pct，此外云鲸8月推出新品J4，拉动9月销额增长58%，线上份额提升7pct至19.7%，具备较强的增长势能，随着龙头持续发力，中小品牌将加速出清，市场集中度有望进一步提升。

图：扫地机市场集中度



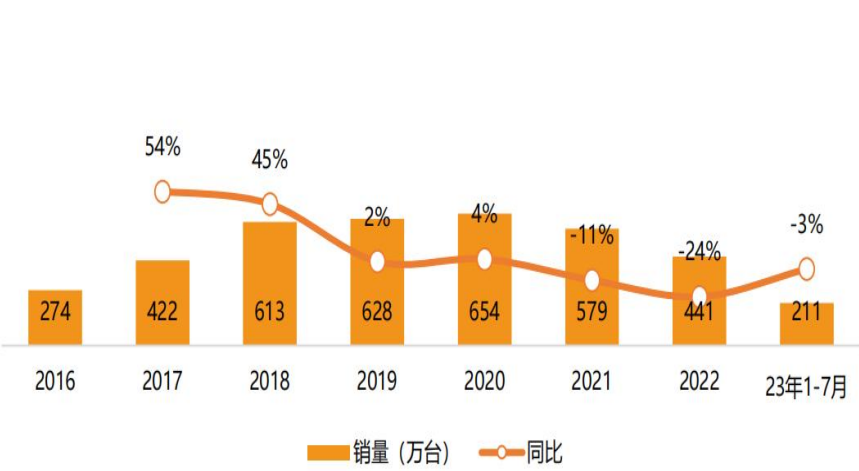
图：扫地机线上竞争格局



## 四、扫地机：需求向好可期，格局将迎优化

- ◆ **扫拖一体换机潮来临，行业景气度有望提升。**自19年Q4扫拖一体机问世之后，科沃斯、石头等接连推出相关产品，推动扫拖一体机迎来放量，根据AVC全渠道推总数据，20、21年扫地机销量分别高达654万台、579万台，考虑到扫地机换新周期约为3-5年，预计最早一代扫拖机将于24-25年迎来大规模换新，有望带动行业景气度显著回升。
- ◆ **扫地机满足日常刚需，长期渗透空间较大。**我们认为，扫地机尚处于自清洁产品迭代期，自清洁机器人均价远高于传统扫拖机器人，导致自清洁机器人增加的销量难以完全弥补传统扫拖机减少的量，进而渗透率降低，预计23年仍将延续下滑态势，但随着自清洁产品价格逐步下降，渗透率有望迎来较快提升。假设扫地机更新周期为4年，根据推算，2030年扫地机市场规模或将达到358亿元，2021-2030年均复合增速12.9%，行业成长性较优。

图：2016-2023年7月扫地机器人零售量及同比



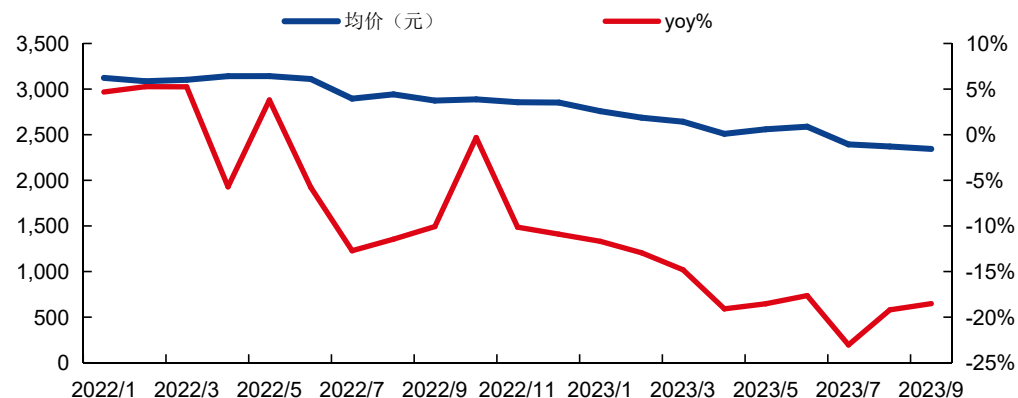
表：扫地机行业长期空间测算

|            | 2021  | 2022  | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E  | 2029E  | 2030E  |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 城镇家庭户数（亿户） | 3.21  | 3.24  | 3.28  | 3.32  | 3.35  | 3.39  | 3.42  | 3.46   | 3.49   | 3.51   |
| 扫地机保有量     | 2474  | 2303  | 2196  | 2187  | 2344  | 2708  | 3078  | 3456   | 3841   | 4213   |
| 渗透率水平      | 7.71% | 7.10% | 6.70% | 6.60% | 7.00% | 8.00% | 9.00% | 10.00% | 11.00% | 12.00% |
| 渗透率变动      | 0.4%  | -0.6% | -0.4% | -0.1% | 0.4%  | 1.0%  | 1.0%  | 1.0%   | 1.0%   | 1.0%   |
| 扫地机销量（万台）  | 579   | 441   | 312   | 583   | 755   | 803   | 830   | 961    | 1140   | 1175   |
| YOY%       | -11%  | -24%  | -29%  | 86.8% | 29.5% | 6.3%  | 3.4%  | 15.8%  | 18.7%  | 3.1%   |
| 均价（元）      | 2072  | 2812  | 2840  | 2868  | 2897  | 2926  | 2955  | 2984   | 3014   | 3044   |
| YOY%       | 44%   | 36%   | 1%    | 1%    | 1%    | 1%    | 1%    | 1%     | 1%     | 1%     |
| 扫地机规模（亿元）  | 120   | 124   | 89    | 167   | 219   | 235   | 245   | 287    | 344    | 358    |
| YOY%       | 28%   | 3%    | -29%  | 89%   | 31%   | 7%    | 4%    | 17%    | 20%    | 4%     |

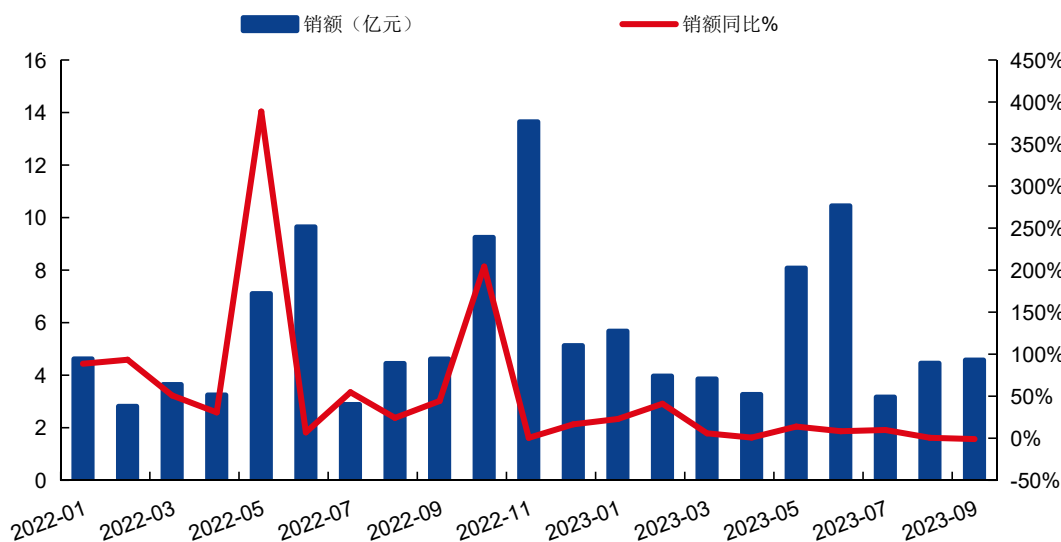
# 四、洗地机：以价换量，格局分化

◆ **消费疲软、需求转弱，洗地机增速略有放缓，以价换量为行业主旋律。**根据AVC，22年洗地机规模突破百亿，23年1-9月洗地机线上销额47.4亿元，同比+10.4%，销量186万台，同比+32.5%，1-7月全渠道推总零售额为60亿元，同比+30%，零售量232万台，同比+52%，均价2576元，同比-14.8%，疲软消费背景下，均价下行有效带动洗地机快速放量，**行业以价换量效果显著，随着后续消费逐步复苏，洗地机销额增速有望迎来回升。**

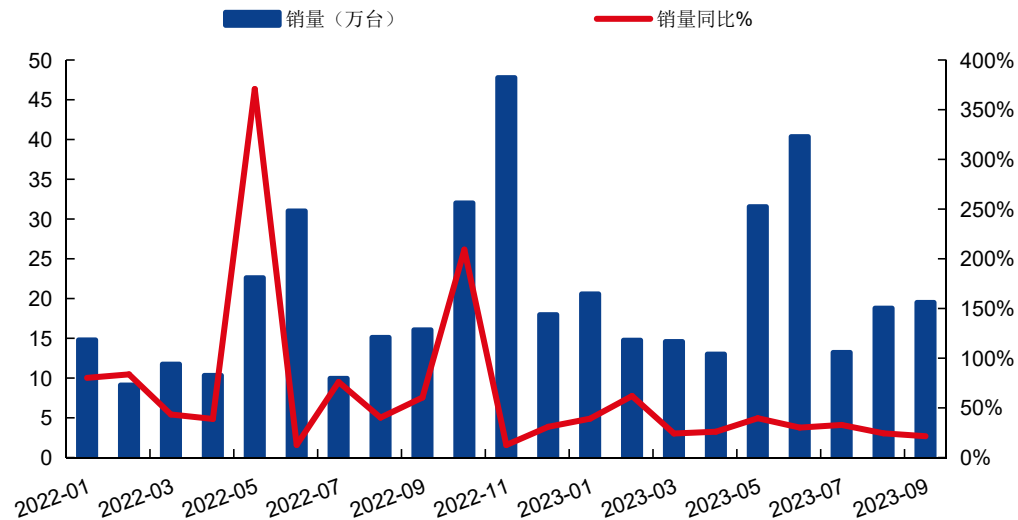
图：洗地机线上均价



图：洗地机月度销额表现



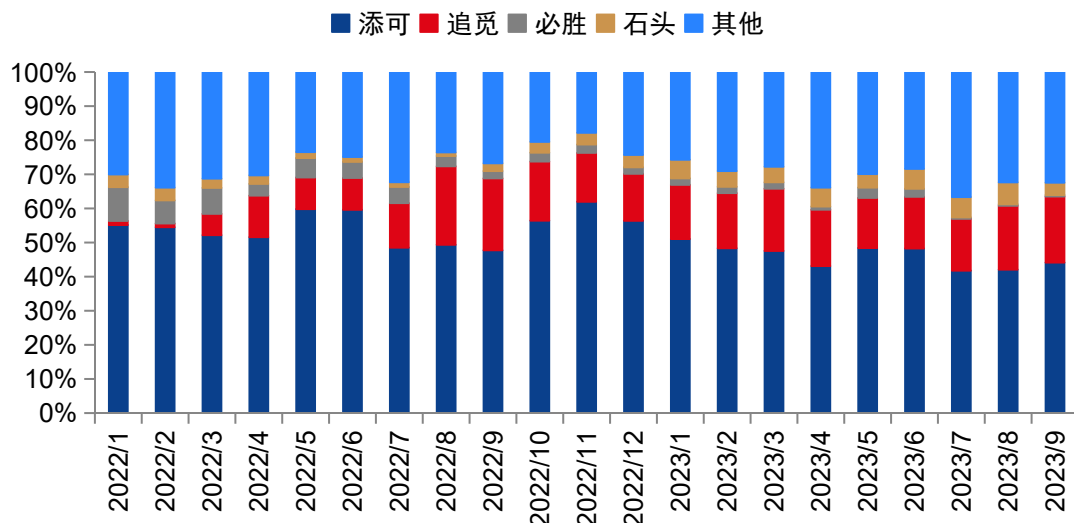
图：洗地机月度销量表现



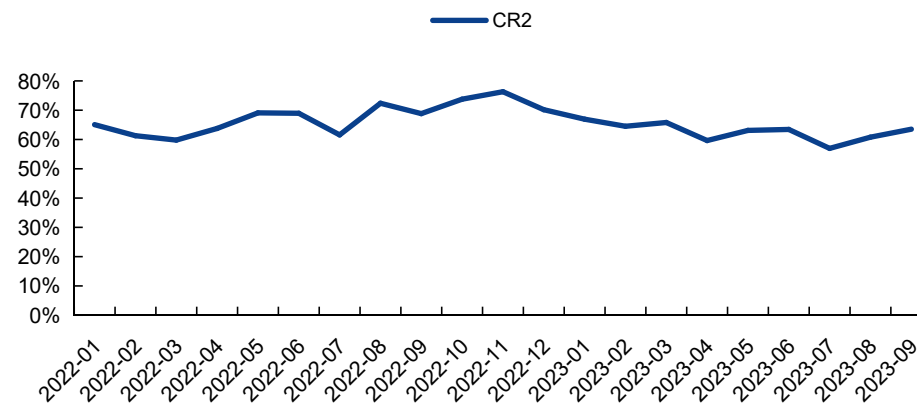
## 四、洗地机：以价换量，格局分化

**◆ 市场竞争激烈，格局或将分化。**从竞争格局来看，添可、追觅份额领先，23年1-9月线上销额市占率分别为46.8%、16.3%，同比-7.7pct、+5.5pct。小家电板块中洗地机景气度相对较高、进入门槛偏低，吸引众多品牌陆续加入，根据AVC，截止7月底，行业累积品牌数量已经超过 250 家且仍在持续提升，市场竞争较为激烈，有望加速均价下行、释放增长潜力。伴随消费K型分化，洗地机竞争格局或将迎来分化，德尔玛、海尔等品牌有望受益于性价比优势逐步崛起。

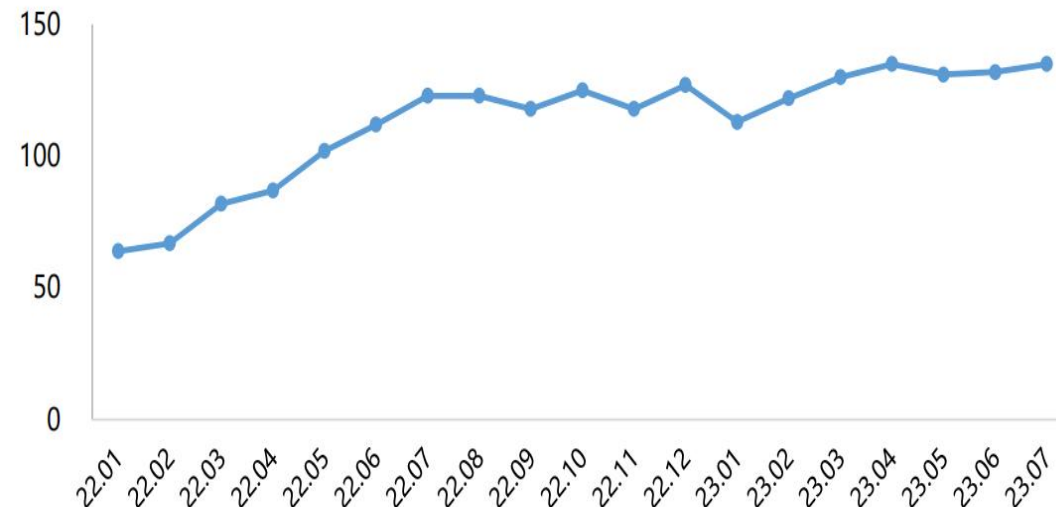
图：洗地机市场竞争格局



图：洗地机市场集中度



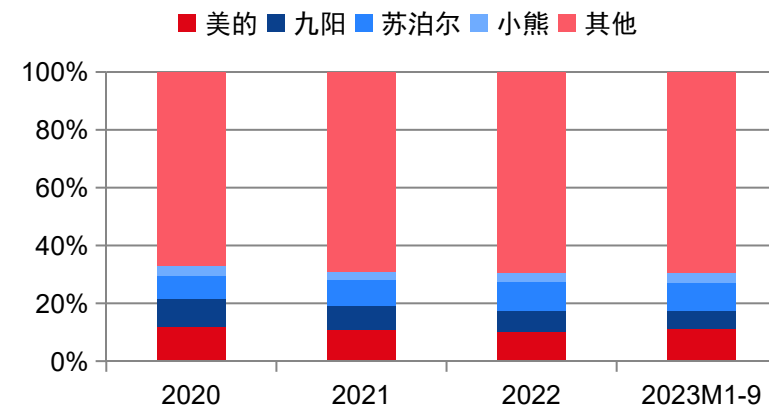
图：线上洗地机月度品牌动销数走势（个）



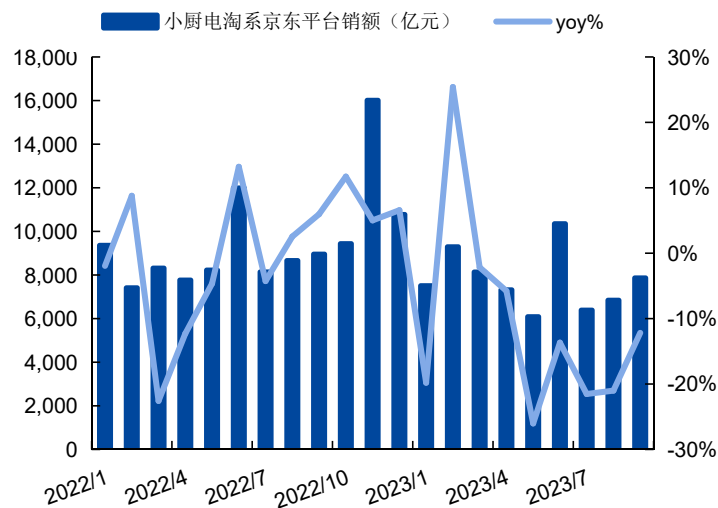
## 四、小厨电：看好稳健复苏，关注新品表现

**◆ 消费复苏进度缓慢，小厨电阶段性承压。**当前消费市场表现疲软、复苏进度不及预期，叠加前期爆品空气炸锅快速渗透，增长势能逐步转弱，小厨电行业陷入低迷，根据魔镜数据，1-9月淘系+京东平台小厨电大盘销额为697.4亿元，同比-11.5%，分品牌来看，美的同比+0.8%，九阳同比-23.5%，苏泊尔同比-15.6%，小熊同比+2.76%，消费呈K型分化之势，性价比品牌小熊增速较为领先。

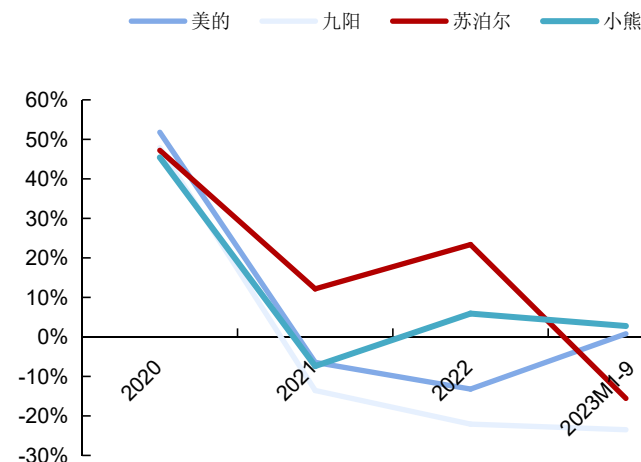
图：小厨电淘系京东平台市场竞争格局（销额口径）



图：小厨电淘系京东平台销售情况



图：小厨电淘系京东平台各品牌销售增速



图：618刚需品类电饭煲高端份额明显增长，消费K型分化



## 四、小厨电：看好稳健复苏，关注新品表现

- ◆ **消费K型分化，高端化、性价比受益，消费趋于理性，刚需品或表现更优。**经济形势影响下消费呈现K型复苏态势，消费行为向高端化、性价比两端倾斜，部分中产群体需求下沉、趋于保守，除部分新兴品类如电蒸锅、咖啡机等，消费者购物更倾向于刚需属性较强的品类，根据AVC，1-9月电水壶、电饭煲等增速明显优于长尾品类。
- ◆ **24年小厨电或迎反弹，预计将恢复个位数增长。**受益于产品迭代、新品推出，非疫情时期小厨电整体保持稳健增长，16-19年全渠道销额CAGR为6.4%。20年以来受疫情干扰，小厨电销售有所波动，弱消费背景下预计小厨电23年将实现个位数下滑，随着后续消费复苏，行业有望恢复稳健增长。

图：历年厨房小家电市场全渠道全品类零售额规模及变化



注：AVC推总数据（含抖音）包含品类：咖啡机、电饭煲、电磁炉、电压力锅、豆浆机、破壁机、搅拌机、榨汁机、电水壶、煎烤机、电蒸炖锅、养生壶、台单烤、空气炸锅，抖音从21年开始包含

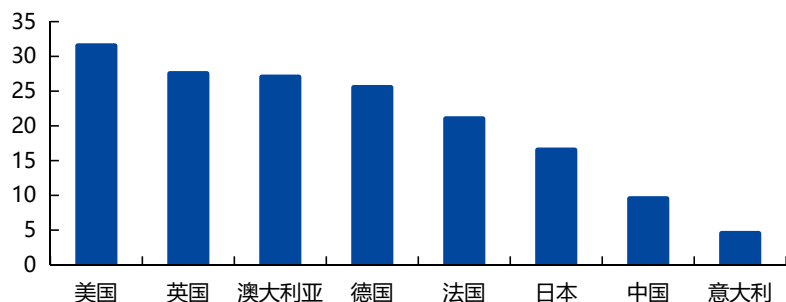
图：2023M1-M9累计厨房全渠道（含抖音）小家电分品类零售额及同比



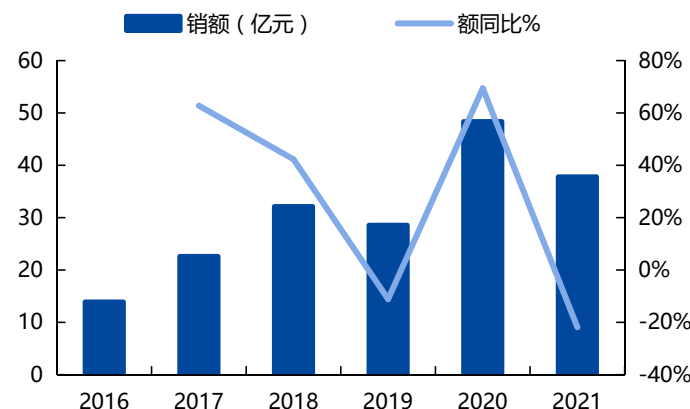
## 四、小厨电：看好稳健复苏，关注新品表现

- ◆ **消费升级、代际更迭，厨房小家电前景可期。**根据奥维云网，截止2021年，我国平均每户家庭有9.5件小家电，相较国外仍有较大的发展空间。随着国内经济发展、中长期消费升级逻辑不改，叠加人口迭代、90后等年轻群体逐步崛起，消费者个性化、品质化生活要求提高，小厨电迎来较好的发展前景。
- ◆ 回顾历史，2015年以来国内新品类持续涌现，推动行业持续增长；**展望未来，老品升级、新品驱动仍将是小厨电持续增长的动力来源。**

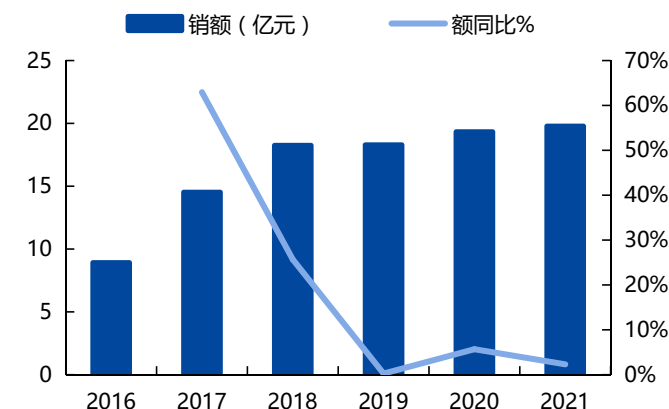
图：全球主要国家家庭拥有小家电个数情况（单位：个）



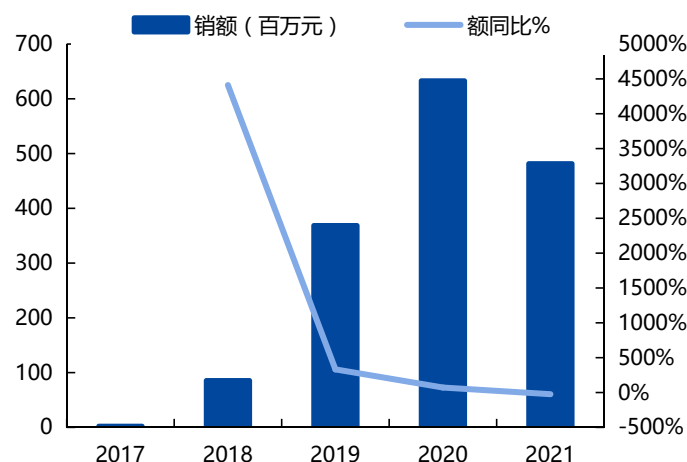
图：2016年以来破壁机崛起



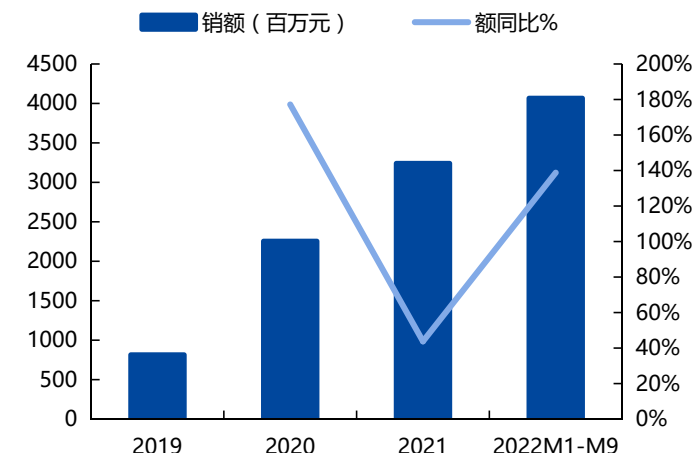
图：2016年以来养生壶崛起



图：2018年以来多功能锅快速放量



图：2020年以来空气炸锅快速放量



- 01 消费弱复苏，板块景气回升
- 02 出口链：去库渐入尾声，出口拐点已至
- 03 白电：内销平稳、外销改善，龙头确定性依旧
- 04 小家电：消费分化，布局优质赛道
- 05 投资建议：延续回暖可期，布局出口链与白电龙头
- 06 风险提示

# 投资建议：延续回暖可期，布局出口链与白电龙头

- ◆ 在空调高景气以及线下整体回暖带动下，今年板块景气有所回升，展望24年，我们对板块基本面依旧保持乐观，一方面，在海外通胀压力缓解、加息有望逐步停止以及海外去库存临近尾声背景下，明年家电出口有望迎来持续改善；另一方面，内销层面，今年高景气使得空调基数较高，但在集中度提升推动下，24年白电龙头内销仍有望稳健增长，此外，清洁电器、小厨电需求端也有望迎来改善。
- ◆ 受A股市场整体影响，家电板块估值已降至历史较低水平，随着24年基本面进一步修复，我们看好板块估值迎来修复，重点推荐出口链、白电两大方向，**第一，出口链**，23Q2 以来部分清洁以及小厨电公司海外业务持续向好，预计出口整体向好背景下24年小厨电出口将继续改善，而在新品投放、营销加强以及渠道扩张推动下，清洁电器海外有望迎来进一步向好，**推荐石头科技、科沃斯、泉峰控股，建议关注新宝股份**；**第二，白电板块**，预计24年内销表现稳健，出口延续回暖态势，同时看好白电海外品牌表现，龙头业绩确定性不改，**推荐美的集团、海尔智家、海信家电**。

# 重点公司业绩预测

| 编号 | 公司代码      | 公司名称 | 收盘价    | 总市值<br>(亿元) | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|----|-----------|------|--------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|    |           |      |        |             | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 1  | 000333.SZ | 美的集团 | 52.92  | 3721        | 4.78  | 5.28  | 5.80  | 11.06 | 10.02 | 9.12  |
| 2  | 000651.SZ | 格力电器 | 33.93  | 1911        | 4.82  | 5.26  | 5.70  | 7.04  | 6.45  | 5.95  |
| 3  | 600690.SH | 海尔智家 | 22.22  | 2097        | 1.79  | 2.06  | 2.33  | 12.39 | 10.81 | 9.53  |
| 4  | 000921.SZ | 海信家电 | 23.80  | 330         | 1.92  | 2.23  | 2.56  | 12.39 | 10.68 | 9.30  |
| 5  | 603187.SH | 海容冷链 | 16.40  | 63          | 1.05  | 1.26  | 1.50  | 15.65 | 13.03 | 10.92 |
| 6  | 600060.SH | 海信视像 | 23.27  | 304         | 1.69  | 1.98  | 2.30  | 13.79 | 11.77 | 10.11 |
| 7  | 002508.SZ | 老板电器 | 23.10  | 219         | 1.99  | 2.23  | 2.47  | 11.62 | 10.35 | 9.35  |
| 8  | 300894.SZ | 火星人  | 17.82  | 73          | 0.88  | 1.04  | 1.21  | 20.27 | 17.06 | 14.77 |
| 9  | 300911.SZ | 亿田智能 | 36.67  | 39          | 2.21  | 2.53  | 2.89  | 16.61 | 14.49 | 12.70 |
| 10 | 603486.SH | 科沃斯  | 43.16  | 249         | 2.61  | 3.18  | 3.81  | 16.56 | 13.59 | 11.33 |
| 11 | 688169.SH | 石头科技 | 315.99 | 415         | 13.35 | 15.82 | 18.74 | 23.67 | 19.97 | 16.87 |
| 12 | 688007.SH | 光峰科技 | 28.38  | 131         | 0.35  | 0.57  | 0.81  | 81.81 | 49.81 | 34.83 |
| 13 | 688696.SH | 极米科技 | 115.06 | 81          | 5.03  | 6.41  | 7.77  | 22.89 | 17.95 | 14.81 |
| 14 | 002242.SZ | 九阳股份 | 13.35  | 102         | 0.78  | 0.90  | 1.02  | 17.03 | 14.82 | 13.15 |
| 15 | 002032.SZ | 苏泊尔  | 50.13  | 404         | 2.73  | 3.02  | 3.36  | 18.38 | 16.58 | 14.93 |
| 16 | 002959.SZ | 小熊电器 | 54.58  | 85          | 3.06  | 3.67  | 4.29  | 17.85 | 14.89 | 12.71 |
| 17 | 002705.SZ | 新宝股份 | 16.78  | 139         | 1.22  | 1.39  | 1.56  | 13.79 | 12.09 | 10.75 |
| 18 | 603868.SH | 飞科电器 | 53.69  | 234         | 2.54  | 3.12  | 3.67  | 21.17 | 17.19 | 14.62 |
| 19 | 002050.SZ | 三花智控 | 26.74  | 998         | 0.86  | 1.07  | 1.32  | 30.97 | 24.90 | 20.32 |
| 20 | 002011.SZ | 盾安环境 | 11.88  | 126         | 0.66  | 0.84  | 1.01  | 17.98 | 14.10 | 11.78 |
| 21 | 688475.SH | 萤石网络 | 50.59  | 285         | 1.00  | 1.32  | 1.74  | 50.82 | 38.37 | 29.10 |

注：数据采用wind一致预期，更新时间为2023年10月31日

- 01 消费弱复苏，板块景气回升
- 02 出口链：去库渐入尾声，出口拐点已至
- 03 白电：内销平稳、外销改善，龙头确定性依旧
- 04 小家电：消费分化，布局优质赛道
- 05 投资建议：延续回暖可期，布局出口链与白电龙头
- 06 风险提示

## ◆ 出口表现不及预期

✓ 若海外渠道库存消化不及预期、欧美通胀持续导致需求放缓，我国家电出口将面临一定压力。

## ◆ 消费持续低迷

✓ 若消费低迷、市场需求疲软，产品销售可能会受到负面影响。

## ◆ 房地产修复不及预期

✓ 厨电、白电销售与地产关联度较高，房屋销售不及预期可能会影响家电需求释放。

## ◆ 行业竞争加剧

✓ 市场竞争加剧，公司份额及产品价格可能会受到威胁，影响业绩表现。

## ◆ 原材料价格不利波动

✓ 若原材料价格大幅波动、公司成本端管理不当，则盈利端可能会受到较大影响。

## ◆ ...

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上。

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

## 行业评级体系

### 收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

### 风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

## 分析师声明

吴东炬声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。

在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话: 021-20655588

网址: [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)