



扫地机线上降幅收窄，石头新品上市

2023年03月26日

► 本周核心观点：

扫地机线上销售降幅收窄，石头科技表现亮眼：

扫地机线下销售持续增长，线上销售降幅收窄。本周扫地机线下销量销额同比均为正增长，线下销额、销量分别为 0.05 亿元、0.13 万台，同比分别+74.6%、75.4%。扫地机线上销额、销量分别为 0.86 亿元、2.97 万台，同比分别-6.6%、-1.1%，降幅逐渐收窄，有望触底反弹。

扫地机线上销售拐点将至，石头科技表现亮眼。本周扫地机行业整体线上销量、销额同比逐渐收窄，石头科技扫地机线上销量销额同比均大幅增长，线上销额、销量同比分别+58%、71%。

石头新品跟踪：新品 G20、P10 上市

石头新品扫拖机器人 G20 上市，预售价为 4999 元（标准版）/5599 元（增配上下水）。作为石头科技年度高端旗舰产品，G20 在 G10S 系基础上对拖布、主刷、吸力、清洁力、烘干方式、避障等都进行了优化。G20 主要亮点为：1) 全能基站：自动清洗拖布、自动集尘、自动补水、自动除菌、基站自清洁+自动换水、自动热风烘干（拖布、基站双向烘干防止异味）。2) 清扫能力：6000Pa 大吸力，3000 次/min 四区双震擦地，拖布、主刷双升降，越过地毯、门槛等障碍更轻松，实现静音纯拖模式。3) 导航和避障能力：结构光测距+AI3.0 识别技术，识别 42 种障碍物。

新品扫拖机器人 P10 上市，预售价为 3299 元（标准版）/3899 元（自动上下水）。P10 主要亮点为：1) 超高性价比：搭载石头全能基站，软件配置与 G20 均搭载 RR mason10.0 系统，上市价格较 G10S Pure 直降 700 元。2) 全能基站：自动清洗拖、自动集尘（集尘袋容量 2.7L，使用周期可达 65 天）、自动补水、自动除菌、基站自清洁+自动换水、自动热风烘干（拖布、基站双向烘干防止异味）。

投资建议：从家电板块投资角度，建议从以下三条主线进行布局：1) 稳增长背景下，保交楼、“三支箭”政策从竣工端、供给端带来的地产链相关投资机会，建议关注亿田智能、老板电器、火星人。2) 行业产品结构性替代进入尾声+以价换量，量增逻辑逐步强化，建议关注石头科技、科沃斯。3) 低估值、具备全球竞争力的白电龙头，原材料价格下行有望带来盈利端修复，建议关注海尔智家。

► **风险提示：**主要原材料价格波动的风险、疫后需求恢复不及预期、地产恢复不及预期。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
000921	海信家电	19.20	0.71	1.00	1.32	27	19	15	推荐
688169	石头科技	370.50	14.97	12.78	15.10	25	29	25	推荐
300911	亿田智能	43.90	1.96	2.28	2.78	22	19	16	推荐
300894	火星人	31.31	0.93	0.77	0.93	34	41	34	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2023 年 3 月 24 日收盘价)

推荐

维持评级



分析师 汪海洋

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

分析师 王刚

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang_yjy@mszq.com

相关研究

1. 家电行业周报 20230320：关注利好大家电需求的地产因子变化-2023/03/20

2. 扫地机行业深度报告：拐点将至，布局正当时-2023/03/18

3. 家电行业周报 20230312：1 月大家电产销数据跟踪-2023/03/13

4. 家电行业周报 20230305：地产如期好转，科沃斯新品 T20 系列上市-2023/03/05

5. 家电行业周报 20230226：石头科技发布新品，住房租赁“金融 17 条”落地-2023/02/27

目录

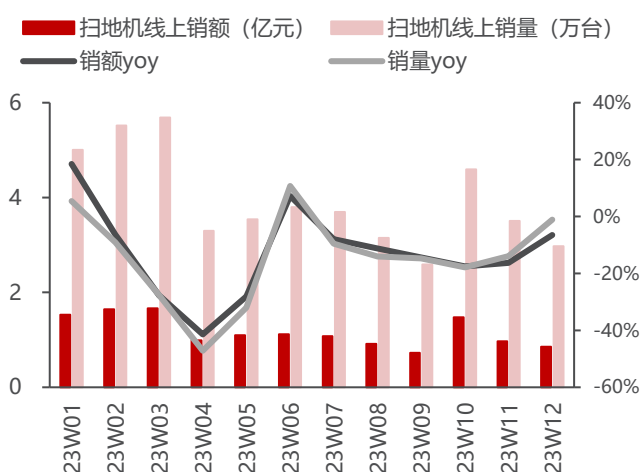
1 本周核心观点：石头科技新品跟踪	3
1.1 扫地机线上销售降幅收窄，石头科技表现亮眼	3
1.2 石头新品跟踪：高端旗舰 G20 与性价比优选 P10 上市	4
2 行业重点数据跟踪.....	6
2.1 市场及板块行情回顾	6
2.2 北上资金动态.....	6
2.3 原材料价格跟踪.....	7
2.4 汇率及海运价格跟踪	8
2.5 房地产数据跟踪.....	9
3 重点公司公告及行业动态	11
3.1 重点公司公告	11
3.2 行业动态	11
4 投资建议	13
5 风险提示	14
插图目录	15
表格目录	15

1 本周核心观点：石头科技新品跟踪

1.1 扫地机线上销售降幅收窄，石头科技表现亮眼

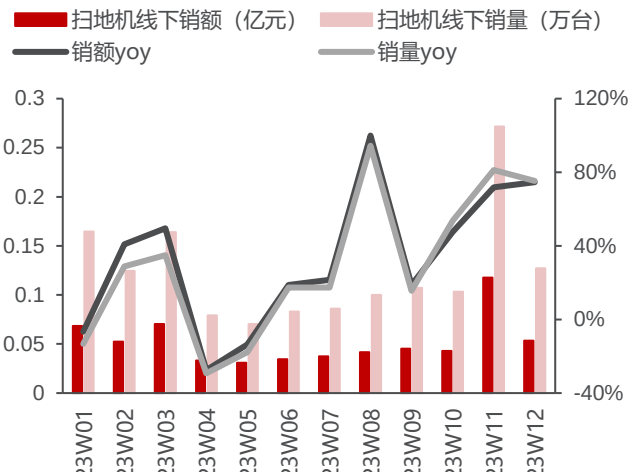
扫地机线上销售降幅收窄，线下销售持续增长。本周扫地机线上销额、销量降幅收窄明显，从上周同比-16.24%、-13.90%，分别收窄 9.69pct、12.85pct 至本周的同比-6.55%、-1.05%。本周扫地机线下销量销额同比均为正增长，线下销额、销量分别为 0.05 亿元、0.13 万台，同比分别为 74.59%、75.35%，扫地机线下销额销量已连续七周同比为正增长。

图1：扫地机线上销售数据



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

图2：扫地机线下销售数据



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

扫地机线上销售拐点将至，石头科技表现亮眼。本周扫地机行业线上销量、销额降幅收窄明显，其中，线上销量、线上销额同比为-1%、-7%。本周线上销量较23W1-W12 累计销量、23W10-12 累计销量的降幅分别收窄 16pct、12pct；销额较 23W1-W12 累计销额、23W10-12 累计销额降幅分别收窄 8pct、8pct。本周石头科技线上销量销额同比均大幅增长，线上销额、销量同比分别为 58%、71%。

表1：扫地机行业及龙头公司线上销量、销额同比数据

扫地机线上销量同比数据			
	23W1-23W12	23W10-W12	23W12
行业	-17%	-13%	-1%
石头科技	-7%	29%	58%
科沃斯	-27%	-21%	-35%
云鲸	-23%	-43%	9%
扫地机线上销额同比数据			
	23W1-23W12	23W10-W12	23W12
行业	-15%	-15%	-7%
石头科技	1%	39%	71%
科沃斯	-25%	-30%	-49%
云鲸	-25%	-45%	9%

资料来源：奥维云网，民生证券研究院

1.2 石头新品跟踪：高端旗舰 G20 与性价比优选 P10 上市

2023 年 3 月 21 日，石头科技新品扫拖机器人 G20 上市，预售价为 4999 元（标准版）/3299 元（增配上下水）。作为石头科技年度高端旗舰产品，G20 在 G10S 系列全能基站的基础上进一步升级，在拖布、主刷、吸力、清洁力、烘干方式、避障等都进行了优化。

G20 主要亮点为：

(1) 清扫能力更强：6000Pa 飓风吸力席卷灰尘，清扫能力更加强劲。（G10S 为 5100Pa）

(2) 双主刷提升清洁力：提升垃圾拾起率，双螺旋对内卷毛发不易缠绕（G10S 仅为单主刷）

(3) 拖布、主刷双升降：主刷可升降的优点为 ①越过地毯、门槛等障碍更轻松 ②可以实现静音纯拖模式，主刷升起时风机自动停转，噪音减小（G10S 仅能拖布升降，不可主刷升降）。

(4) 标配版内置双向烘干：对拖布和基站进行双向烘干，防止异味（G10S 此项为选配）

(5) 避障升级：由 AI 避障 2.0 升级至 3.0，识别障碍物种类更多。

同日，石头科技新品扫拖机器人 P10 上市，预售价为 3299 元（标准版）/3899 元（自动上下水）。作为石头科技超高性价比产品的代表之作，P10 搭载石头全能基站，软件配置与 G20 均搭载 RR mason10.0 系统，布局中端市场，有望进一步拓宽客户群体。

P10 的主要亮点为：

(1) 超高性价比：搭载石头全功能基站，软件配置与 G20 保持一致，均搭载 RR mason10.0 系统，拥有 G10S Pure 相似性能，较前者上市价格直降 700 元。

(2) 集尘容量更大：内置 2.7L 大容量集尘袋，不倒垃圾时间增加到 65 天。（G10S Pure 集尘袋为 2.5L，不倒垃圾时间为 60 天）

(3) 标配版内置双向烘干：对拖布和基站进行双向烘干，防止异味（G10S 此项为选配）

表2：石头科技扫地机主要产品参数对比

	G20 系列		P10 系列		G10 系列	
产品型号	G20	P10	G10S Pure	G10S Pro	G10S	G10
外观						
上市时间	2023/3/21	2023/3/21	2023/2/16	2022/3/22	2022/3/22	2021/8/25
导航技术	激光导航 (LDS)	激光导航 (LDS)	激光导航 (LDS)	激光导航 (LDS)	激光导航 (LDS)	激光导航 (LDS)
避障技术	结构光测距+AI 识别	结构光测距+多传感器融合	结构光测距+多传感器融合	结构光测距+AI 识别	结构光测距+AI 识别	Lidar 机械避障
识别障碍物	42 种	-	-	27 种	27 种	-
扫地模式	单边刷+双螺旋胶刷	单边刷+单向浮动胶刷	单边刷+全向浮动胶刷	单边刷+全向浮动胶刷	单边刷+全向浮动胶刷	单边刷+全向浮动胶刷
拖地模式	声波震动擦地	双拖布旋转擦地	声波震动擦地	声波震动擦地	声波震动擦地	声波震动擦地
智控升降	拖布、主刷双升降	拖布升降	拖布升降	拖布升降	拖布升降	拖布升降
地毯识别	识别地毯抬起拖布	识别地毯抬起拖布	识别地毯抬起拖布	识别地毯抬起拖布	识别地毯抬起拖布	识别地毯抬起拖布
吸力	6000Pa	5500Pa	5500Pa	5100Pa	5100Pa	2500Pa
拖布自回洗	有	有	有	有	有	有
自动上下水	选配	水箱或上下水用户自选	水箱或上下水用户自选	选配	选配	无
自动补水	有	有	有	有	有	有
自动集尘	有 (60 天)	有 (65 天)	有 (60 天)	有 (60 天)	有 (60 天)	无
银离子除菌	有	选配	有	有	有	无
机身水箱	200ml	80ml	200ml	250ml	250ml	250ml
集尘容量	0.35L+基站 2.5L	0.35L+基站 2.7L	0.4L+基站 2.5L	0.4L+基站 2.5L	0.4L+基站 2.5L	0.47L
基站自清洁	有	有	有	有	有	有
烘干方式	热烘干	热烘干	热烘干	热烘干 (选配)	热烘干 (选配)	热烘干 (选配)
使用面积	140 m ²	250 m ²	140 m ²	140 m ²	140 m ²	140 m ²
续航时间	150min	150min	180min	180min	180min	180min
电池容量	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh	5200mAh
机身高度	9.65cm	9.65cm	9.65cm	9.65cm	9.65cm	9.65cm
噪音	67dB	63dB	67dB	67dB	67dB	67dB
上市售价	4999(标配) 5599(增配上下水)	3299 (标配) 3899 (自动上下水)	3999(标配) 4599(增配上下水)	5799	4799	3099

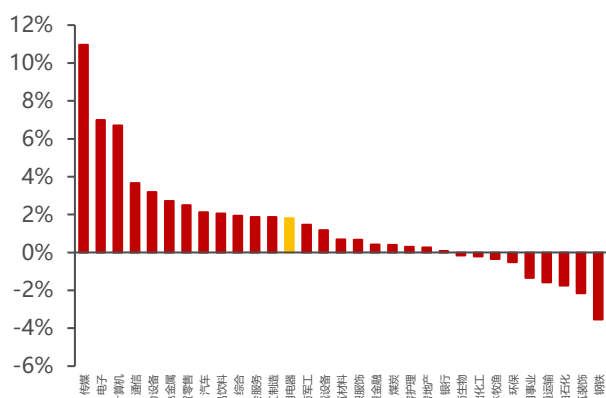
资料来源：天猫，京东，民生证券研究院

2 行业重点数据跟踪

2.1 市场及板块行情回顾

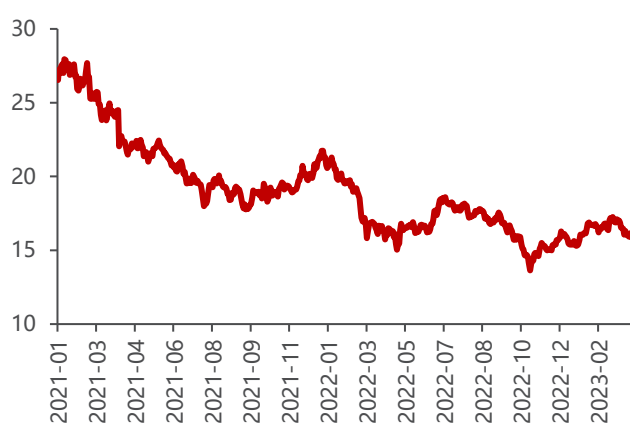
本周沪深 300 指数上涨 1.72%，申万家电指数上升 1.81%。个股中，涨幅前三名分别是四川长虹（+18.18%）、极米科技（+14.35%）、九联科技（+13.37%）；本周跌幅前三名分别是彩虹集团（-4.22%）、德业股份（-3.58%）、九阳股份（-2.62%）。

图3：申万一级行业涨跌幅（3/20-3/24）



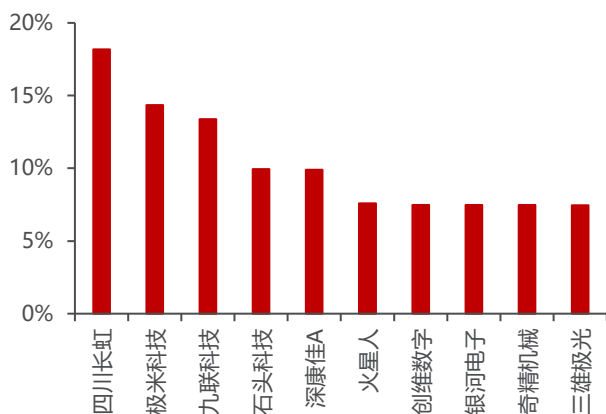
资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：家电板块 PE-TTM（21/1/1-23/3/24）



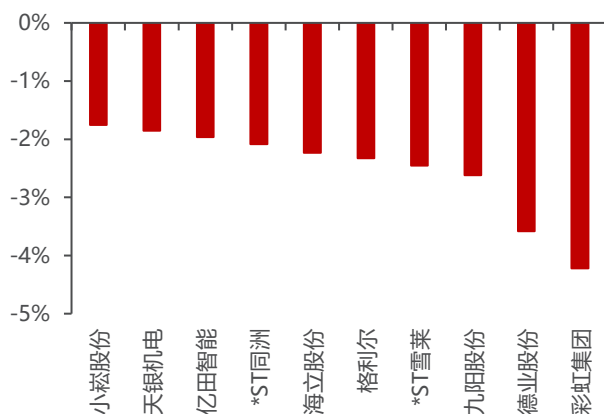
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：本周涨幅前十名公司（3/20-3/24）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：本周跌幅前十名公司（3/20-3/24）



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 北上资金动态

本周（3.20-3.24）北上资金持股占比环比增加 TOP3：九阳股份（+0.33%）、

华帝股份 (+0.28%)、海尔智家 (+0.16%); 持股占比环比减少 TOP3: 海信家电 (-0.21%)、小熊电器 (-0.19%)、格力电器 (-0.12%)。

表3: 陆股通家电持仓变动情况 (3/20-3/24)

公司名称	公司市值 (亿元)	占流通 A 股 (%)	陆股通持股数量 (万股)	本周股价表现%	陆股通本周增持比例%
九阳股份	131	5.60%	4,296	-2.62%	0.33%
华帝股份	63	1.63%	1,389	1.10%	0.28%
海尔智家	2,119	11.71%	73,896	0.43%	0.16%
科沃斯	495	2.87%	1,626	7.17%	0.08%
浙江美大	79	1.60%	1,038	1.84%	0.07%
公牛集团	931	1.41%	846	-4.21%	0.06%
海容冷链	71	2.56%	702	-2.67%	0.05%
老板电器	272	11.86%	11,261	3.36%	0.05%
苏泊尔	455	9.71%	7,855	4.05%	-0.04%
石头科技	347	0.81%	76	9.94%	-0.04%
新宝股份	144	0.95%	792	2.54%	-0.07%
美的集团	3,645	19.30%	135,460	3.50%	-0.10%
格力电器	2,076	12.41%	69,907	-1.73%	-0.12%
小熊电器	104	4.17%	651	2.46%	-0.19%
海信家电	222	4.58%	4,141	1.53%	-0.21%

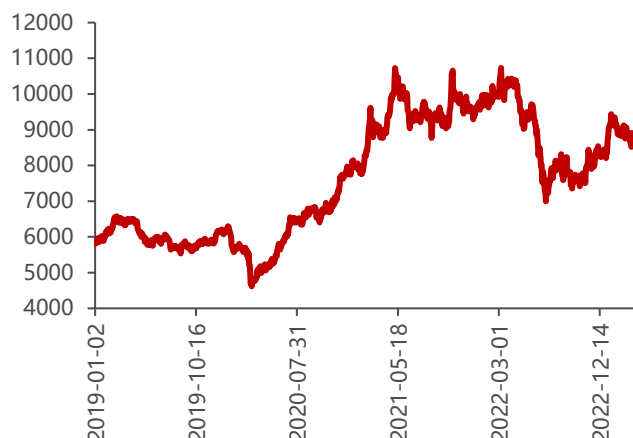
资料来源: Wind, 民生证券研究院

注: 市值对应日期为 2023/3/24

2.3 原材料价格跟踪

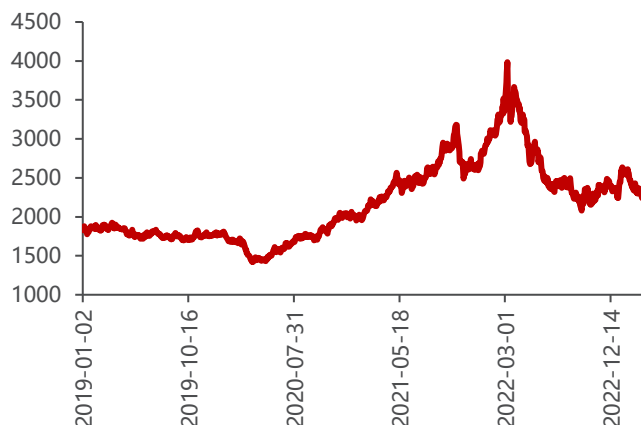
本周(3/20-3/24)铜价指数 2.88%, 铝价指数 1.23%, 冷轧板卷指数-0.57%, 中国塑料城价格指数-0.64%; 本月(3/1-3/24)铜价指数-1.54%, 铝价指数-4.19%, 冷轧板卷指数+1.56%, 中国塑料城价格指数-0.52%。23 年以来, 铜价指数+6.40%, 铝价指数-3.10%, 冷轧板卷指数+6.76%, 中国塑料城价格指数-2.38%。

图7: LME 铜价本周 3/20-3/24 上升 2.88% (美元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图8: LME 铝价本周 3/20-3/24 上升 1.23% (美元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图9: 冷轧板卷本周 3/20-3/24 下降 0.57% (元/吨)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图10: 塑料本周 3/20-3/24 下降 0.64% (元/吨)

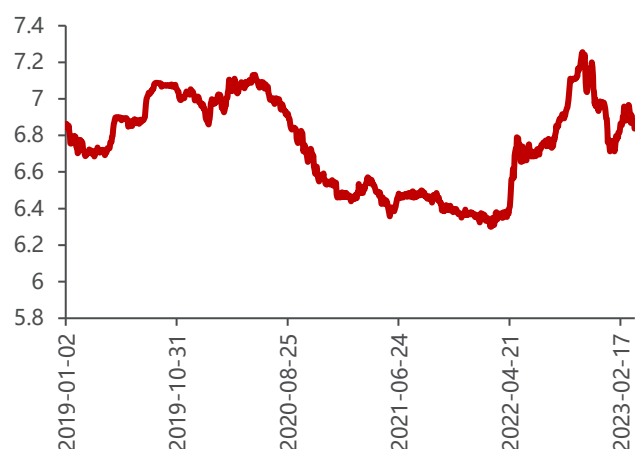


资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.4 汇率及海运价格跟踪

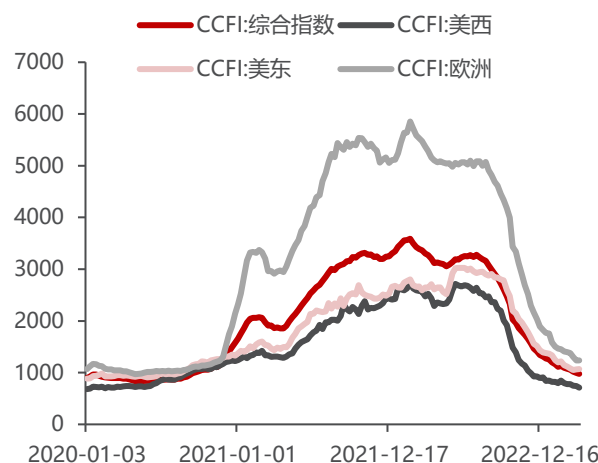
22 年 11 月以来美元对人民币贬值, 23 年 1 月中旬美元兑人民币汇率在 6.7 左右筑底, 2 月以来回弹至 6.9 左右, 截至 2023 年 3 月 24 日, 美元兑人民币汇率中间价报 6.84, 周涨幅-0.47%, 年初至今-1.58%。本周出口集装箱运价综合指数下降 1.55%, 近 30 周基本保持持续下降趋势。

图11：美元兑人民币汇率：周涨幅-0.03%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图12：集装箱运价综合指数下跌 1.55%

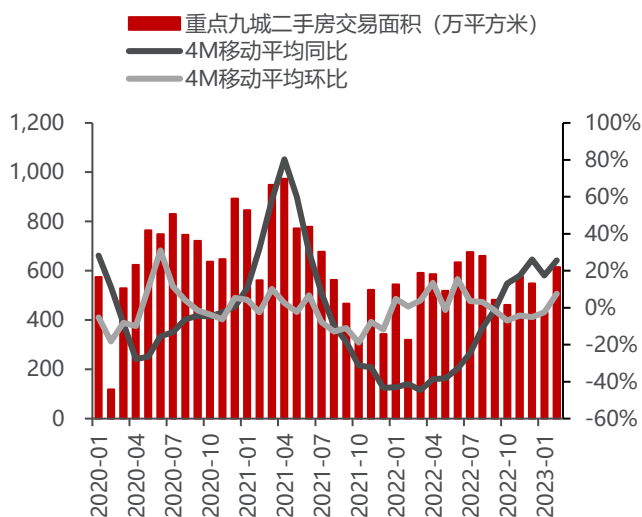


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.5 房地产数据跟踪

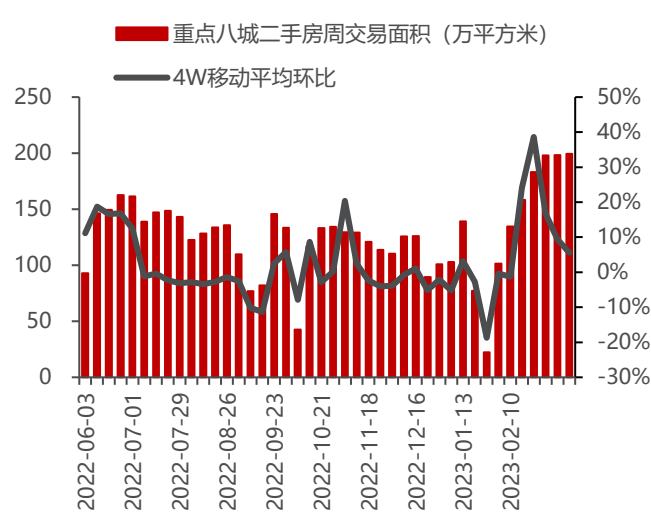
重点九城本月二手房交易面积为 614.86 万平方米，达到近半年最高水平，同比增幅 92.13%，环比增幅 42.36%。重点八城本周二手房交易面积为近两年内最高峰，高达 199.31 万平方米，环比上涨 0.5%。

图13：重点九城本月二手房交易面积同比增幅 92.13%



资料来源：Wind，民生证券研究院

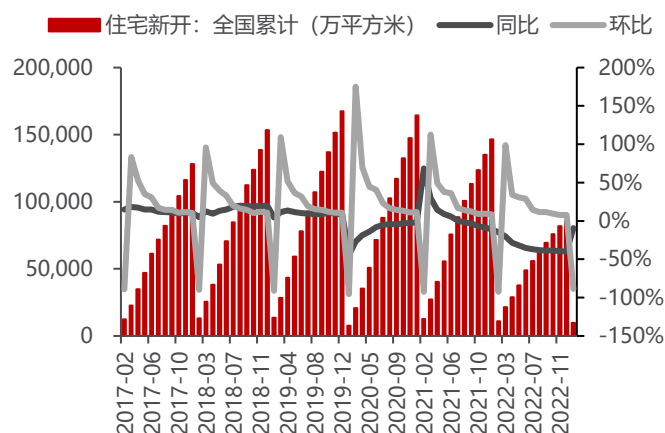
图14：重点八城本周二手房交易面积环比增幅 0.5%



资料来源：Wind，民生证券研究院

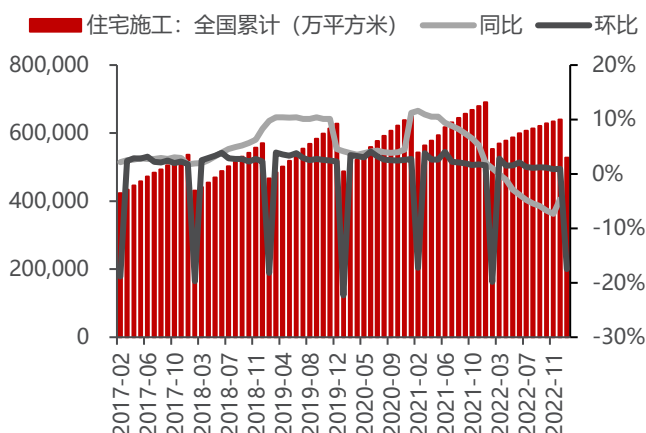
2023 年以来住宅竣工端、需求端恢复情况优于供给端，1-2 月，住宅新开工全国累计面积 9801.04 万平方米，同比-9.5%；住宅施工全国累计面积为 527695.21 万平米，同比-4.7%；住宅竣工全国累计面积 9781.5 万平方米，同比+9.7%；住宅销售全国累计面积为 13387.18 万平米，同比-0.6%。

图15：1-2月住宅新开全国累计面积同比-9.5%



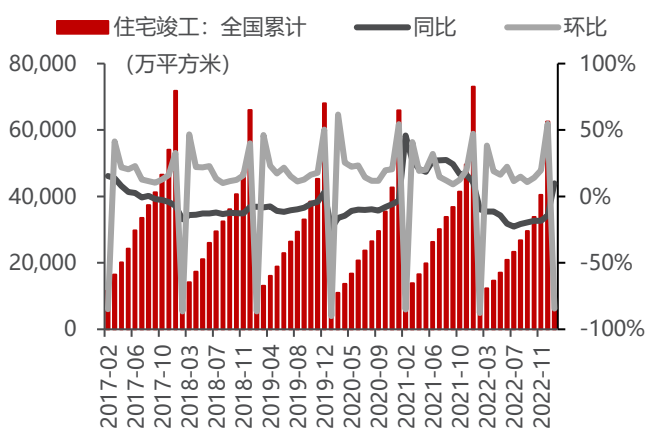
资料来源：Wind，民生证券研究院

图16：1-2月住宅施工全国累计面积同比-4.7%



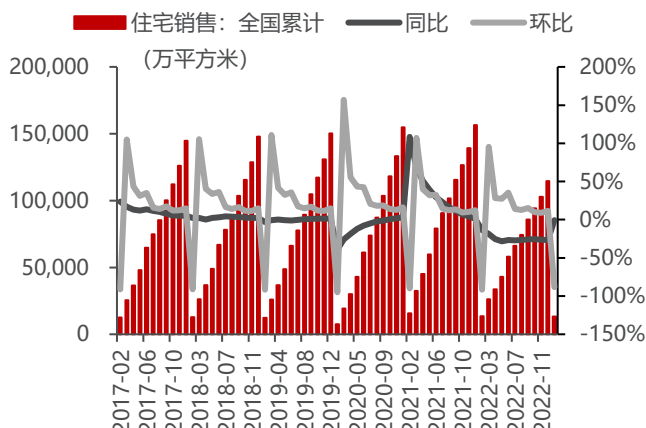
资料来源：Wind，民生证券研究院

图17：1-2月住宅竣工全国累计面积同比+9.7%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图18：1-2月住宅销售全国累计面积同比-0.6%



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 重点公司公告及行业动态

3.1 重点公司公告

【创维数字：2022 年度业绩报告】3 月 20 日，创维数字发布 2022 年度业绩报告。2022 年公司营收 120.09 亿元，同比增长 10.71%；利润总额 8.84 亿元，同比增长 118.00%；归属净利 8.23 亿元，同比增长 95.13%。

【火星人：股东减持】3 月 21 日，火星人发布公告称，海宁融朴在 2022-9 至 2023-3 期间共减持 3,156,000 股，减持均价 30.3 元/股，减持比例为 0.78%。3 月 23 日，火星人发布公告称，截至 3 月 21 日，红杉智盛共减持 394.76 万股，减持比例为 1.0235%。

【东贝集团：2022 年度业绩报告】3 月 24 日，东贝集团发布公告称，2022 年公司营业收入 53.45 亿元，同比下降 11.79%；利润总额 1.55 亿元，同比增长 441.09%；归属于上市公司股东的净利润 1.42 亿元，同比增长 345.48%。

3.2 行业动态

【1-2 月集成灶市场体量仍处于下行通道】2023 年 1-2 月集成灶全渠道零售额规模 18.4 亿元，同比下跌 8.3%，零售量规模 21.0 万台，同比下跌 4.6%。其中线上零售额 3.9 亿元，同比下跌 12.9%，线下零售额 14.5 亿元，同比下跌 4.1%。细分品类中，蒸烤复合类产品保持上升趋势，线上零售额占比 68%，同比增长 8pct，线下零售额占比 53%，同比增长 10pct。2 月上新品类中，19 种为蒸烤复合类机型，超新品数量五成，主推差异化内胆材质、大火力、大容量等性能以及更新的智能化和外观升级。线上万元以下集成灶零售额占比 57%，同比上涨 4%，线下万元以下集成灶零售额占比 43%，同比上涨 1%，系消费者信心仍在修复期。

资料来源：奥维云网，2023 年 3 月 21 日

【2022 年全球激光显示产业链发展及国家区域竞争力白皮书】中国电子视像行业协会和洛图科技（RUNTO）联合发布了《2022 全球激光显示产业链发展及国家区域竞争力白皮书》。根据洛图科技数据显示，2022 年全球激光投影市场出货量将达到 145 万台，同比增长 24%。在整机出货方面，中国是全球激光显示产品最大的消费市场，占据全球近一半的市场份额。北美是激光显示产品的第二大消费市场，占比超过 20%。其次为西欧和亚太，份额均超过 10%；中东非、拉美等新兴国家和地区份额较低，不足 5%。

资料来源：洛图科技，2023 年 3 月 22 日

【2023 年两联供市场品牌竞争或将加剧】据艾肯网统计，2022 年两联供市

场发展放缓，但仍保持两位数的增长率，在家装零售产品中的占有率逐年上升，2022 年达 8.4%。两联供市场的攀升系产品兼具夏季制冷、冬季供暖，以及较高的便捷性和舒适性等优越性能。市场体量扩大引发格力、麦克维尔等各大品牌纷纷切入两联供赛道，行业竞争加剧以及萎缩的房地产市场都使得依赖零售的两联供市场发展减速。目前，由于南方无集中供暖以及北方市场煤改电趋势，消费者对两联供品类仍有较大需求。厂商端，面对竞争日益激烈的行业格局，各品牌需进行三恒、五恒的产品升级以及全方位一体化的家居系统转型，以满足用户的舒适性要求。预计两联供市场规模持续增加，短期仍有更多厂商进入。

资料来源：艾肯网，2023 年 3 月 23 日

4 投资建议

从家电板块投资角度，建议从以下三条主线进行布局：1) 稳增长背景下，保交楼、“三支箭”政策从竣工端、供给端带来的地产链相关投资机会，建议关注亿田智能、老板电器、火星人。2) 行业产品结构性替代进入尾声+以价换量，量增逻辑逐步强化，建议关注石头科技、科沃斯。3) 低估值、具备全球竞争力的白电龙头，原材料价格下行有望带来盈利端修复，建议关注海尔智家。

5 风险提示

1) 主要原材料价格波动的风险：家电产品原材料成本占公司主营业务成本比例较高，其价格波动将会影响公司产品成本，从而影响公司盈利能力。

2) 疫后需求不及预期：家电市场需求受宏观经济影响较大，若疫后需求恢复速度缓于预期，对家电需求会有一定负面冲击。

3) 地产恢复不及预期：家电行业具备一定地产后周期属性，白电、厨电等大家电板块地产后周期属性强，若地产销售、竣工恢复情况不及预期，对家电整体需求将会造成一定影响。

插图目录

图 1: 扫地机线上销售数据	3
图 2: 扫地机线下销售数据	3
图 3: 申万一级行业涨跌幅 (3/20-3/24)	6
图 4: 家电板块 PE-TTM (21/1/1-23/3/24)	6
图 5: 本周涨幅前十名公司 (3/20-3/24)	6
图 6: 本周跌幅前十名公司 (3/20-3/24)	6
图 7: LME 铜价本周 3/20-3/24 上升 2.88% (美元/吨)	8
图 8: LME 铝价本周 3/20-3/24 上升 1.23% (美元/吨)	8
图 9: 冷轧板卷本周 3/20-3/24 下降 0.57% (元/吨)	8
图 10: 塑料本周 3/20-3/24 下降 0.64% (元/吨)	8
图 11: 美元兑人民币汇率: 周涨幅-0.03%	9
图 12: 集装箱运价综合指数下跌 1.55%	9
图 13: 重点九城本月二手房交易面积同比增幅 92.13%	9
图 14: 重点八城本周二手房交易面积环比增幅 0.5%	9
图 15: 1-2 月住宅新开全国累计面积同比-9.5%	10
图 16: 1-2 月住宅施工全国累计面积同比-4.7%	10
图 17: 1-2 月住宅竣工全国累计面积同比+9.7%	10
图 18: 1-2 月住宅销售全国累计面积同比-0.6%	10

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 扫地机行业及龙头公司线上销量、销额同比数据	3
表 2: 石头科技扫地机主要产品参数对比	5
表 3: 陆股通家电持仓变动情况 (3/20-3/24)	7

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026