

空调 3 月排产延续高增，5 年期 LPR 下调

2024 年 02 月 25 日

空调 3 月空调排产延续高增：

▶ **传统空调旺季将至，3 月空调排产延续高增。**根据奥维云网排产监测数据，3 月份家用空调排产 2032.0 万台，较去年同期实绩同比+21.6%，1-2 月份实绩+排产合计 2794.2 万台，较去年同期同比+21.9%。内销方面，家电销售的三月、四月传统旺季将至，品牌抢跑备货预期拉动排产保持较快增速，1-3 月为家用空调内销实绩+排产合计 2289.5 万台，同比+15.7%，外销方面，海外渠道商补库周期的动能延续，叠加一带一路与第三世界国家订单增长带来的出口结构性变化力量，成为拉动排产修复的主要力量，1-3 月为家用空调外销实绩+排产合计 2536.7 万台，同比+27.8%。

5 年期 LPR 下调，利好地产平稳发展：

▶ **春节期间新房楼市表现较为平淡，二手房市场表现亮眼。**据中指数据，2024 年春节假期期间（2.10~2.17），25 个代表城市新房日均成交面积较上年春节假期（2023.1.21~2023.1.27）下降约 27%，其中一线城市表现亮眼，日均成交面积同比增长 108%。二手房楼市表现优于新房，春节期间二手房交易量同比去年同期增长 70%以上，其中一线城市交易量比去年同期微降 3%，二线城市增加 98%，三线城市增加 65%。

▶ **LPR 非对称性下调，利好地产平稳发展。**2 月 20 日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新一期贷款市场报价利率(LPR)：1 年期 LPR 为 3.45%，维持不变，5 年期以上 LPR 为 3.95%，较上月下调 25 个基点。本次下调为非对称性下调，是 5 年期以上 LPR 历史上下调幅度最大的一次，5 年期以上 LPR 是个人住房贷款的主要参考，因此本次政策调整所针对的对象侧重地产市场，其大幅下调有助于降低居民房贷利息支出，或将有效提振市场信心，促进房地产市场平稳发展，利好稳增长预期。

▶ **投资建议：**从家电板块投资角度，建议从以下四条主线进行布局：1) 出海及全球化：推荐海信家电、海信视像，建议关注美的集团、海尔智家。2) 布局左侧清洁电器赛道：推荐石头科技，建议关注科沃斯。3) 小家电板块：消费者购买逐渐回归理性，小型化、迷你化风潮起，同时多功能集成化与智能化或成为厨小电未来增长筹码，推荐小熊电器、苏泊尔。4) 地产链：推荐亿田智能、建议关注老板电器、火星人。

▶ **风险提示：**主要原材料价格波动的风险、销售不及预期风险、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
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
000921	海信家电	26.55	1.05	2.11	2.45	25	13	11	推荐
600060	海信视像	24.10	1.28	1.71	2.08	19	14	12	推荐
688169	石头科技	316.68	12.66	15.92	18.87	25	20	17	推荐
300911	亿田智能	29.95	1.96	2.30	2.62	15	13	11	推荐
002959	小熊电器	51.14	2.48	3.06	3.72	21	17	14	推荐
002032	苏泊尔	53.32	2.56	2.75	3.07	21	19	17	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2024 年 02 月 23 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 20240129：空调 2 月排产发布，2023M12 热泵出口降幅缩窄-2024/01/29
2. 家电行业周报 20240121：2023M12 家电出口高增长，空调延续正增-2024/01/21
3. 家电行业周报 20240115：CES 消费展上周举行，石头科技发布扫地机新品-2024/01/15
4. 家电行业周报 20240108：线上扫地机表现亮眼，洗地机维持增长-2024/01/08
5. 家用咖啡机专题报告：潜力赛道，顺应咖啡消费新趋势-2023/12/29

目录

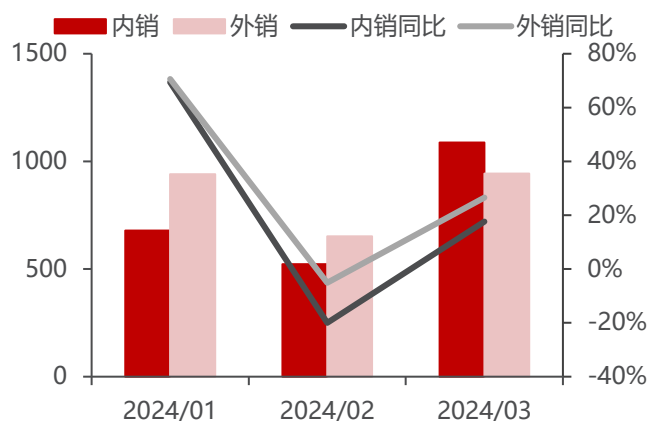
1 周核心观点	3
1.1 3月空调排产高增延续.....	3
1.2 5年期 LPR 下调，利好地产平稳发展.....	3
2 行业重点数据跟踪	5
2.1 市场及板块行情回顾.....	5
2.2 北上资金动态.....	5
2.3 原材料价格跟踪.....	6
2.4 汇率及海运价格跟踪.....	7
2.5 房地产数据跟踪.....	7
3 重点公司公告及行业动态	10
3.1 重点公司公告.....	10
3.2 行业动态.....	10
4 投资建议	12
5 风险提示	13
插图目录.....	14
表格目录.....	14

1 周核心观点

1.1 3月空调排产高增延续

传统空调旺季将至，3月空调排产延续高增。根据奥维云网排产监测数据，3月份家用空调排产 2032.0 万台，较去年同期实绩同比+21.6%，1-2 月份实绩+排产合计 2794.2 万台，较去年同期同比+21.9%。内销方面，家电销售的三月、四月传统旺季将至，品牌抢跑备货预期拉动排产保持较快增速，1-3 月为家用空调内销实绩+排产合计 2289.5 万台，同比+15.7%，外销方面，海外渠道商补库周期的动能延续，叠加一带一路与第三世界国家订单增长带来的出口结构性变化力量，成为拉动排产修复的主要力量，1-3 月为家用空调外销实绩+排产合计 2536.7 万台，同比+27.8%。

图1：2024/1-2024/3 月空调内外销情况(单位:万台)



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

注：1月数据为实绩，2、3月数据为排产数据

图2：2022/1-2024/1 月空调内外销量合计及同比



资料来源：奥维云网，民生证券研究院

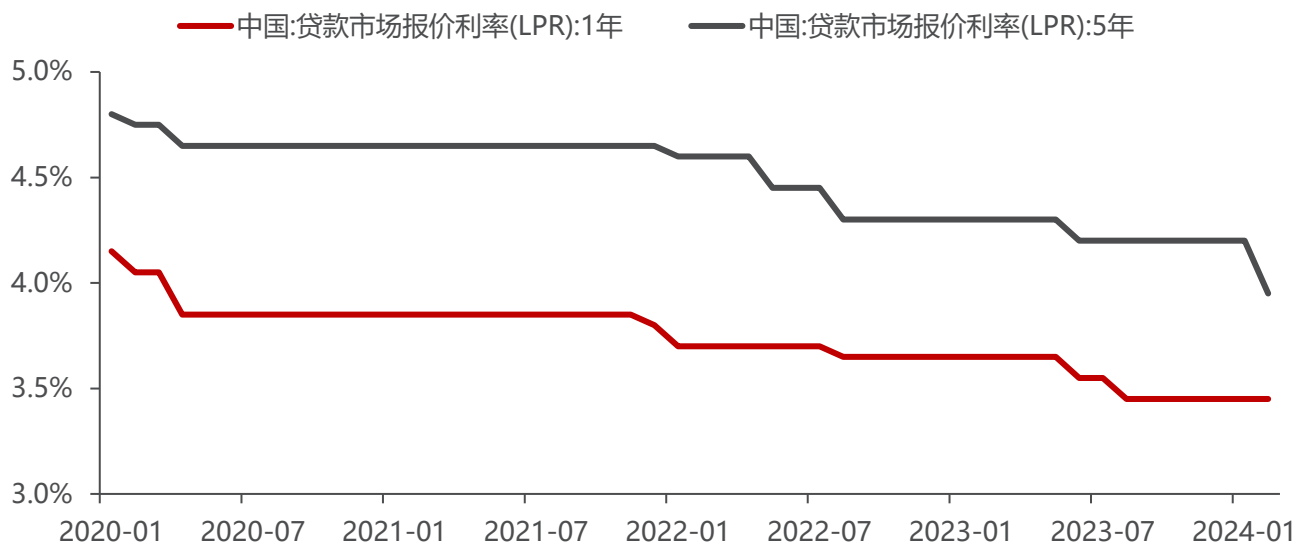
1.2 5年期 LPR 下调，利好地产平稳发展

春节期间新房楼市表现较为平淡，据中指数据，2024 年春节假期期间（2.10~2.17），25 个代表城市新房日均成交面积较上年春节假期（2023.1.21~2023.1.27）下降约 27%，其中一线城市表现亮眼，日均成交面积同比增长 108%，其中，上海、深圳、广州的日均成交面积分别为 0.44 万平方米、0.32 万平方米、0.15 万平方米，较去年春节假期增长 126%、125%、87%。二手房楼市表现优于新房，春节期间二手房交易量同比去年同期增长 70%以上，其中一线城市交易量比去年同期微降 3%，二线城市增加 98%，三线城市增加 65%。

LPR 非对称性下调，利好地产平稳发展。2月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布最新一期贷款市场报价利率(LPR):1年期 LPR 为 3.45%，维持不变，5年期以上 LPR 为 3.95%，较上月下调 25 个基点。本次下调为非对称

性下调，是 5 年期以上 LPR 历史上下调幅度最大的一次，5 年期以上 LPR 是个人住房贷款的主要参考，因此本次政策调整所针对的对象侧重房地产市场，其大幅下调有助于降低居民房贷利息支出，或将有效提振市场信心，促进房地产市场平稳发展，利好稳增长预期。

图3：2020 年以来 1 年期、5 年期 LPR 变化情况



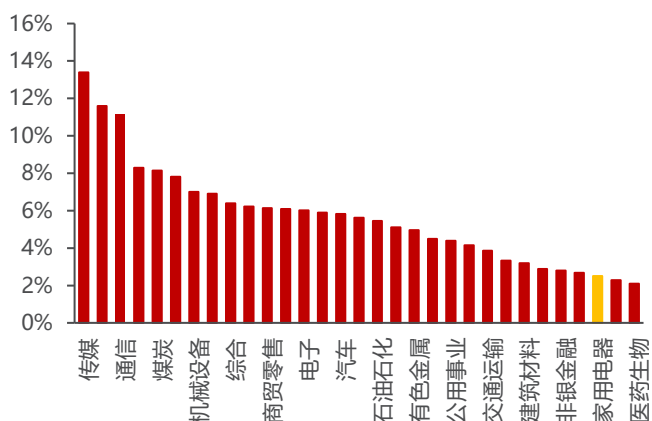
资料来源：Wind，民生证券研究院

2 行业重点数据跟踪

2.1 市场及板块行情回顾

上周沪深 300 指数+3.71%，申万家电指数+2.50%。个股中，涨幅前三名分别是爱仕达 (+36.30%)、小崧股份 (+33.45%)、禾蓝新材 (+32.54%)；上周跌幅前三名分别是苏泊尔 (-8.57%)、合肥高科 (-4.52%)、飞科电器 (-3.02%)。

图4：申万一级行业涨跌幅 (02/19-02/23)



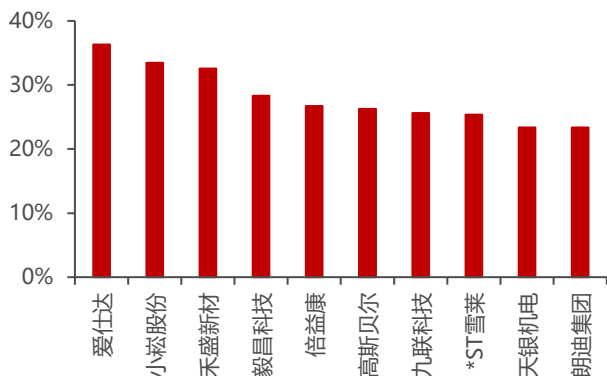
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：家电板块 PE-TTM (21/1/4-24/2/23)



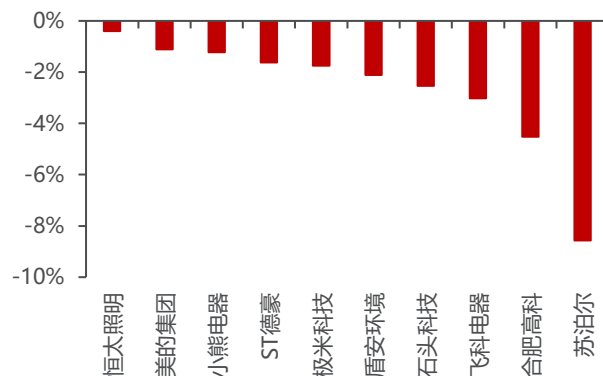
资料来源：Wind，民生证券研究院

图6：上周涨幅前十名公司 (02/19-02/23)



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：上周跌幅前十名公司 (02/19-02/23)



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 北上资金动态

上周(02/19-02/23)北上资金持股占比环比增加 TOP3:石头科技(+0.54%)、老板电器 (+0.38%)、海尔智家 (+0.27%); 持股占比环比减少 TOP3: 小熊电器 (-0.24%)、九阳股份 (-0.21%)、华帝股份 (-0.19%)。

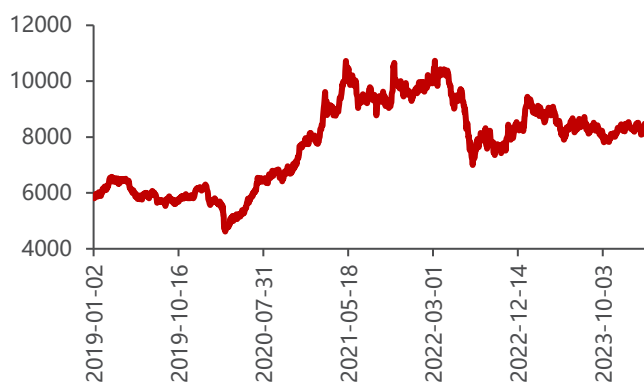
表1：陆股通家电持仓变动情况 (02/19-02/23)

股票代码	公司名称	占流通 A 股 (%)	陆股通持股数量 (万股)	上周股价市场表现	北上资金上周增持比例
688169.SH	石头科技	8.16%	1074	-2.53%	0.54%
002508.SZ	老板电器	7.90%	7506	1.37%	0.38%
600690.SH	海尔智家	9.38%	59226	-0.25%	0.27%
603486.SH	科沃斯	2.63%	1501	9.03%	0.15%
000921.SZ	海信家电	6.47%	6013	1.10%	0.14%
000651.SZ	格力电器	11.05%	62230	5.48%	0.13%
000333.SZ	美的集团	19.36%	134936	-1.11%	0.05%
603195.SH	公牛集团	1.73%	1537	1.87%	-0.02%
002705.SZ	新宝股份	2.55%	2097	0.37%	-0.09%
002677.SZ	浙江美大	2.09%	1357	0.76%	-0.09%
603187.SH	海容冷链	2.71%	1045	0.28%	-0.10%
002032.SZ	苏泊尔	7.99%	6452	-8.57%	-0.11%
002035.SZ	华帝股份	5.95%	5048	3.45%	-0.19%
002242.SZ	九阳股份	2.39%	1836	-0.18%	-0.21%
002959.SZ	小熊电器	0.79%	124	-1.22%	-0.24%

资料来源：Wind，民生证券研究院；注：市值对应日期为 2024/02/23

2.3 原材料价格跟踪

上周 (02/19-02/23) 铜价指数+1.40%，铝价指数-0.30%，冷轧板卷指数-0.19%，中国塑料城价格指数+1.52%。本月 (02/01-02/23) 铜价指数+0.53%，铝价指数-1.54%，冷轧板卷指数-0.58%，中国塑料城价格指数+3.01%。23 年以来，铜价指数+0.62%，铝价指数-6.76%，冷轧板卷指数-1.91%，中国塑料城价格指数+4.90%。

图8：LME 铜价上周 02/19-02/23 上升 1.40% (美元/吨)


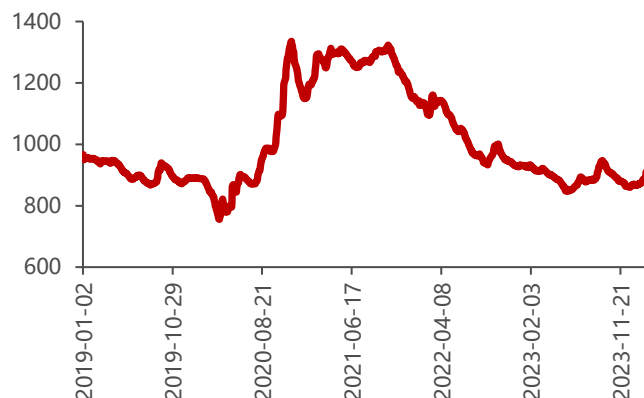
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：LME 铝价上周 02/19-02/23 下降 0.30% (美元/吨)


资料来源：Wind，民生证券研究院

图10: 冷轧板卷上周 02/19-02/23 下降 0.19%(元/吨)

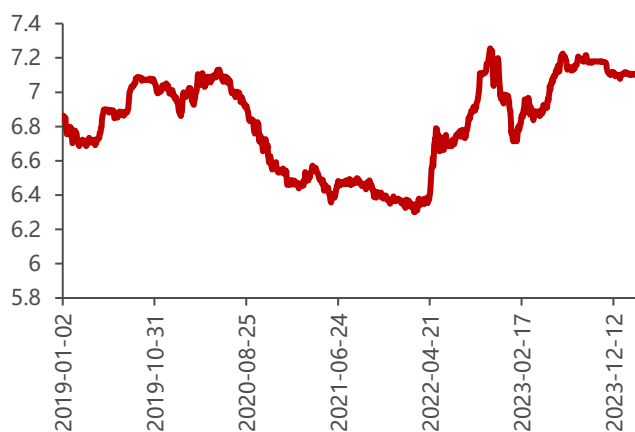

资料来源: Wind, 民生证券研究院

图11: 塑料上周 02/19-02/23 上升 1.62% (元/吨)


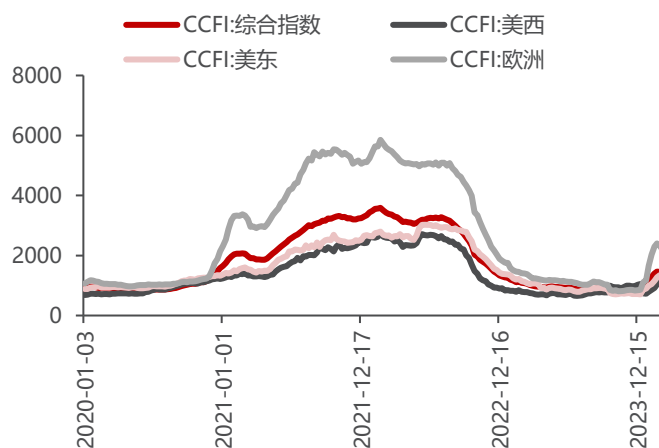
资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.4 汇率及海运价格跟踪

22 年 11 月以来美元兑人民币快速贬值, 23 年 1 月中旬美元兑人民币汇率在 6.7 左右筑底, 2 月以来在小幅波动后上涨。但从 23 年 6 月份开始, 美元回调, 美元兑人民币汇率最高达到 7.23。截至 2024 年 02 月 23 日, 美元兑人民币汇率中间价报 7.11, 周涨幅+0.05%, 年初至今+0.42%。上周出口集装箱运价综合指数环比-3.64%, 海运价格有所回落。

图12: 美元兑人民币汇率: 周涨幅+0.05%


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图13: 集装箱运价综合指数环比-3.64%


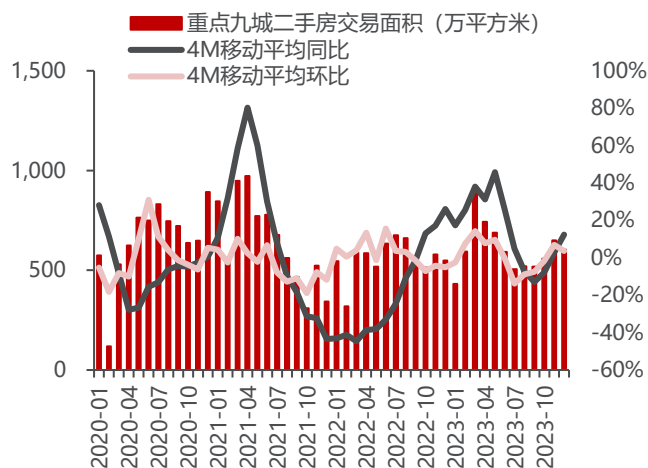
资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.5 房地产数据跟踪

2023 年 12 月重点九城二手房交易面积为 602.8 万平方米, 环比-7.2%, 同

比+9.9%，10-12月重点九城二手房成交面积同比均实现增长。受春节假期影响，重点八城上周二手房交易面积为11.8万平方米，环比-68.4%。

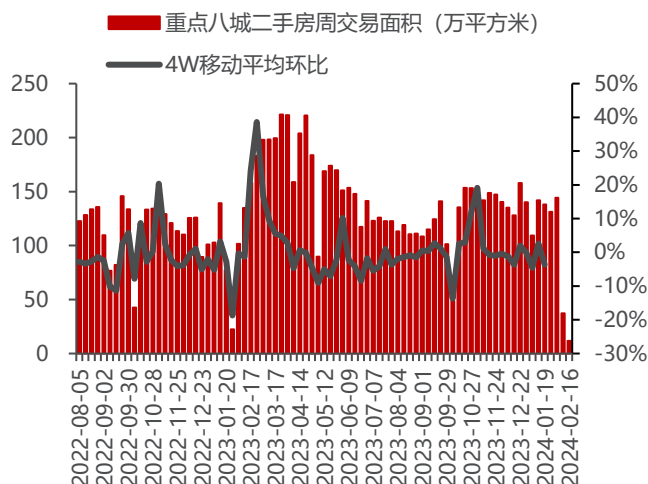
图14：重点九城2023年12月二手房交易面积同比上升9.9%



注：数据以月为时间节点；起止时间为2020/01-2023/12

资料来源：Wind，民生证券研究院

图15：重点八城上周二手房交易面积环比下降68.4%

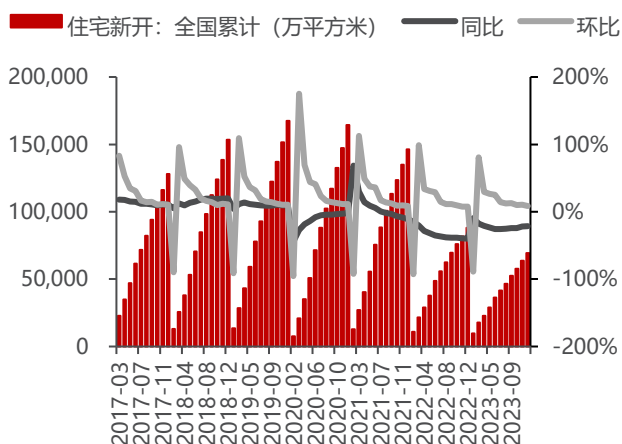


注：数据以周为时间节点；起止时间为2022/08/05-2024/02/23，

资料来源：Wind，民生证券研究院

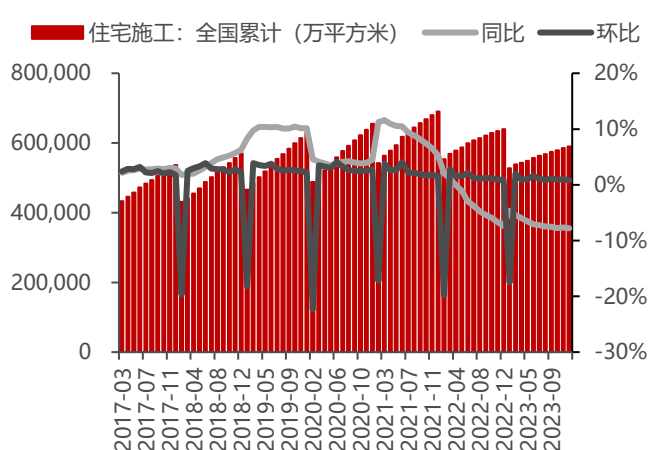
2023年以来住宅竣工端、需求端恢复情况优于供给端，1-12月，住宅新开工全国累计面积69285.6万平方米，同比-21.4%；住宅施工全国累计面积为589884.6万平米，同比-7.8%；住宅竣工全国累计面积为782432.6万平方米，同比+15.8%；住宅销售全国累计面积为94796.4万平米，同比-17.3%。

图16：2023年1-12月住宅新开工全国累计面积同比-21.4%



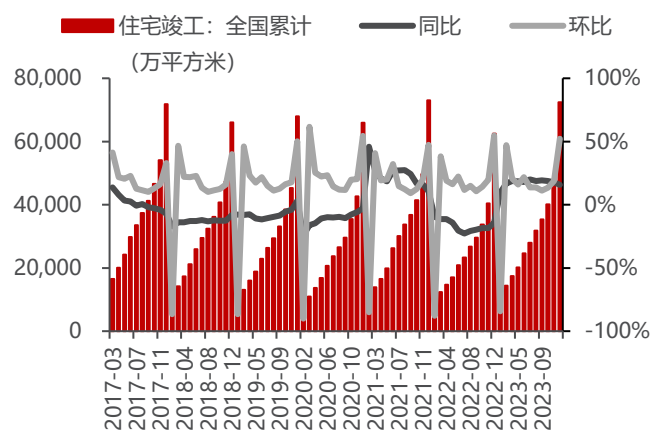
资料来源：Wind，民生证券研究院

图17：2023年1-12月住宅施工全国累计面积同比-7.8%



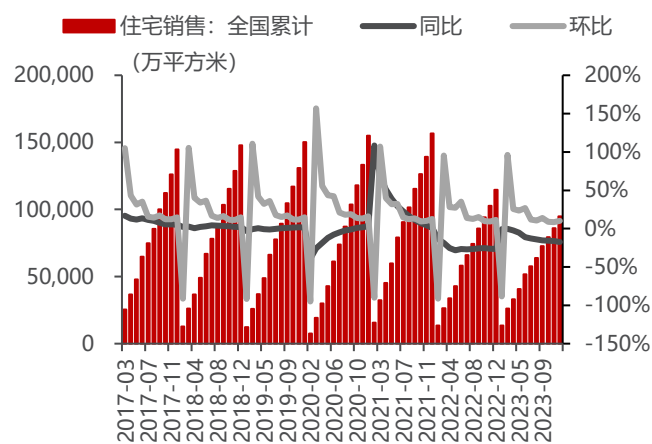
资料来源：Wind，民生证券研究院

图18: 2023 年 1-12 月住宅竣工全国累计面积同比 +15.8%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图19: 2023 年 1-12 月住宅销售全国累计面积同比 -17.3%



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

【美的集团】回购股份：公司于 2024 年 2 月 7 日在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完毕上述 69,807,864 股回购股份注销手续，本次注销所回购的股份不会对公司的财务状况和经营成果产生实质性影响。

【ST 同洲】管理层变化：公司拟发行股份及支付现金购买朱丹、柳明兴等 17 名交易对方持有的厦门靠谱云股份有限公司 100% 股权，同时向福建腾旭实业有限公司发行股份募集配套资金。本次交易预计构成关联交易，构成重大资产重组，不构成重组上市。根据标的公司未经审计的财务数据初步判断，本次交易完成后，预计公司的控股股东及实际控制人将发生变化，控股股东将变更为福建腾旭实业有限公司，公司实际控制人将变更为刘用旭。本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

【石头科技】回购股份：截至 2024 年 2 月 18 日，北京石头世纪科技股份有限公司（以下简称“公司”）通过集中竞价交易方式已累计回购股份 17.0085 万股，已回购股份占公司总股本的比例为 0.1294%，购买的最高价为 352.02 元/股，最低价为 266.38 元/股，已支付的总金额为 5,115.77 万元（不含印花税、交易佣金等交易费用）。

【浙江美大】子公司成立：浙江美大实业股份有限公司（以下简称“公司”）基于战略规划及未来经营发展需要，于 2024 年 2 月 4 日与浙江鑫集品牌管理有限公司签订了《关于设立浙江美大电子商务有限公司之合资合同》，共同投资设立浙江美大电子商务有限公司（暂定名），注册资本人民币 1000 万元。具体内容详见公司刊载于《证券时报》及巨潮资讯网的《关于对外投资设立控股子公司的公告》（公告编号：2024-004）。2024 年 2 月 8 日，该控股子公司已办理完成相关工商登记注册手续，并取得了海宁市市场监督管理局颁发的《营业执照》。

【东方电热】注销回购股份：1、公司本次注销回购股份 9,729,600 股，占注销前公司总股本的 0.6540%，本次注销完成后，公司总股本由 1,487,706,540 股减少至 1,477,976,940 股。2、经中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司（以下简称：中结算深圳分公司）审核确认，公司本次 9,729,600 股回购股份注销事宜已于 2024 年 2 月 19 日办理完成。

3.2 行业动态

【家用空调 1 月产销高增】据产业在线监测数据显示，2024 年 1 月家用空调生产 1740.9 万台，同比增长 63.7%；销售 1631.5 万台，同比增长 55.8%。其中

内销 732.3 万台，同比增长 62.6%；出口 899.2 万台，同比增长 50.6%。库存小幅下降 4.3%。本月同比数据大幅增长很大程度受到春节假期影响，因为今年的春节在 2 月，企业的生产备货需求大都前置到 1 月释放，在同期低基数下实现了超高增长，因此后续关注 1-2 月累计同比情况意义更大。

【2023 洗衣机产销双位高增】产业在线数据显示，2023 年我国家用洗衣机行业总产量 7995.8 万台，同比增长 16.4%；总销量 8045 万台，同比增长 16.9%。其中国内市场销量 4200.1 万台，同比增长 3%；出口量 3844.9 万台，同比增长 37%。从内销走势来看，洗衣机在近五年出货量都没有明显提升，在 2018 年突破 4500 万台高点之后，市场规模一直在 4000-4500 万台之间徘徊，2023 年洗衣机虽然实现了小幅增长，但销量尚未回升到 2020 年时的水平。

【家用空调 3 月排产发布】在经历了春节假期休整的 2 月，即将与阳春 3 月的天气一起回暖的似乎还有空调市场。据奥维云网（AVC）排产监测数据，2024 年 3 月家用空调总排产 2032.0 万台，同比增长 21.6%；其中内销排产 1088.0 万台，同比增长 17.6%；出口排产 944.0 万台，同比增长 26.5%。排产增速的高涨是否也彰显了企业对市场信心的高涨？是否意味着市场旺季的到来呼之欲出？无论是从春节期间宏观消费趋势还是近期空调行业市场表现来看，答案似乎都是肯定的。

【三家 LED 相关公司 IPO 新进展】2 月 18 日至 19 日，证监会召开系列座谈会听取意见建议，与会代表建议，严把 IPO 准入关。未来，证监会将更加聚焦严把 IPO 准入关，进一步加大对拟上市企业的督导检查力度，大力整治财务造假。尽管 IPO 审核力度不断加大，仍有不少 LED 相关企业在努力推进 IPO 进程。2 月以来，先后有多家 LED 照明企业披露最新 IPO 进程，包括先导电子、裕富照明、大明电子。

【北交所“照明第一股”】2 月 22 日，恒太照明发布公告，2023 年，预计公司实现营业总收入 5.66 亿元，同比下降 12.91%；预计归属上市公司股东的净利润为 0.74 亿元，同比下降 43.97%。对于报告期内营业收入变下降的原因，恒太照明表示是受 2022 年下半年开始海外客户去库存影响，2023 年上半年新接订单量同比减少；2023 年下半年越南工厂投入试运营，由于跨国运营管理磨合期较长，整体运营进展及出货量低于公司预期。对于净利润的下降，则是由于公司加大了外汇套期保值及远期结售汇业务规模，报告期内汇兑收益较上年同期下降较多。

4 投资建议

从家电板块投资角度，建议从以下四条主线进行布局：1) 出海及全球化：推荐海信家电、海信视像，建议关注美的集团、海尔智家。2) 布局左侧清洁电器赛道：推荐石头科技，建议关注科沃斯。3) 小家电板块：消费者购买逐渐回归理性，小型化、迷你化风潮起，同时多功能集成化与智能化或成为厨小电未来增长筹码，推荐小熊电器、苏泊尔。4) 地产链：推荐亿田智能、建议关注老板电器、火星人。

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) 销售不及预期风险：若家电新品销售不及预期，对家电企业的业绩表现会有一定负面冲击。

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: 2024/1-2024/3 月空调内外销情况 (单位: 万台)	3
图 2: 2022/1-2024/1 月空调内外销量合计及同比	3
图 3: 2020 年以来 1 年期、5 年期 LPR 变化情况	4
图 4: 申万一级行业涨跌幅 (02/19-02/23)	5
图 5: 家电板块 PE-TTM (21/1/4-24/2/23)	5
图 6: 上周涨幅前十名公司 (02/19-02/23)	5
图 7: 上周跌幅前十名公司 (02/19-02/23)	5
图 8: LME 铜价上周 02/19-02/23 上升 1.40% (美元/吨)	6
图 9: LME 铝价上周 02/19-02/23 下降 0.30% (美元/吨)	6
图 10: 冷轧板卷上周 02/19-02/23 下降 0.19% (元/吨)	7
图 11: 塑料上周 02/19-02/23 上升 1.62% (元/吨)	7
图 12: 美元兑人民币汇率: 周涨幅+0.05%	7
图 13: 集装箱运价综合指数环比-3.64%	7
图 14: 重点九城 2023 年 12 月二手房交易面积同比上升 9.9%	8
图 15: 重点八城上周二手房交易面积环比下降 68.4%	8
图 16: 2023 年 1-12 月住宅新开全国累计面积同比-21.4%	8
图 17: 2023 年 1-12 月住宅施工全国累计面积同比 -7.8%	8
图 18: 2023 年 1-12 月住宅竣工全国累计面积同比+15.8%	9
图 19: 2023 年 1-12 月住宅销售全国累计面积同比 -17.3%	9

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 陆股通家电持仓变动情况 (02/19-02/23)	6

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