



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告·行业专题

黑电海外分区观察

2024. 09. 28

分析师：陈姝 S0010522080001 chenshu@hazq.com

联系人：成浅之 S0010124040029 chengqianzhi@hazq.com

核心结论

□ **黑电国牌出海进入下半场，增量来源从美国转向欧洲和新兴，本篇报告将重点讨论国牌海外销量如何获得增量空间。**

- ✓ **美国：市场分化。** 低端市场价格竞争延续，国产跟进、韩系谨慎；中高端市场竞争趋缓，国产依靠MiniLED质价比优势，有望持续抢占韩系竞品份额。若中长期国牌在低端市场能充分抢占Vizio的Walmart渠道外份额，且中高端市场MiniLED替代OLED顺利，我们测算对应28年美国市场国产品牌销量增量约300万台。
- ✓ **欧洲：赛事短期拉动显著，相较韩系仍有足够替代空间。** TCL/海信通过弥补渠道短板、优化组织架构、注重品牌建设，持续抢占竞品份额。若中长期国牌销量份额对标美国，我们测算对应28年欧洲市场国产品牌销量增量约800万台。
- ✓ **新兴：新兴市场增长空间广阔，其中拉美和中东非替代空间更大。** 本土化运作是国牌获得销量增量的核心，TCL产能出海打法成熟，海信借东芝双品牌运作，均有望持续抢占韩系竞品份额。若中长期国牌销量份额接近甚至超越韩系，我们测算对应28年新兴市场国产品牌销量增量约1250万台。
- ✓ **投资建议：结合上述策略和空间分析，我们首推TCL电子，有望充分享受欧洲短期高增和新兴长期红利。** 美国提均价，欧洲争份额，新兴保盈利的策略下量价利皆可期，我们预计24-26年归母净利润同比+70%/23%/26%，对应PE9/7/6X，假设分红率保持50%对应股息率超5.5%，低估值高股息标的，维持买入。

风险提示： 全球电视需求增长不及预期；海外关税和出口政策变化风险；原材料成本上涨；市场竞争加剧

目录

- 1. 美国：价格竞争复盘
- 2. 欧洲：补短板+强内功
- 3. 新兴：本土化运作
- 4. 投资建议

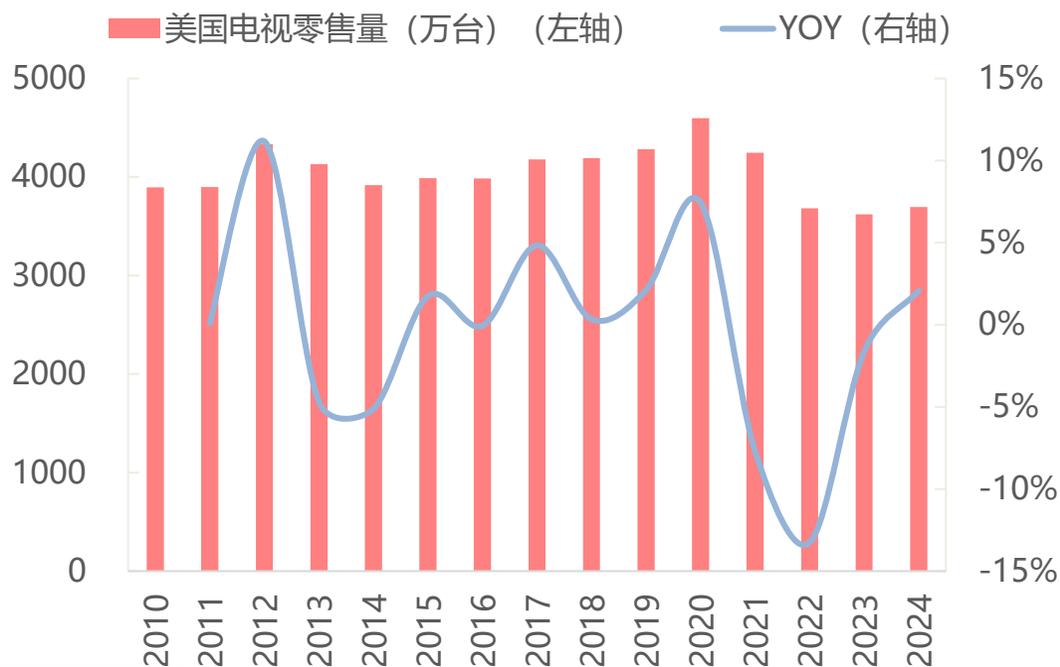
PART 1

美国：价格竞争复盘

核心关注：美国价格竞争

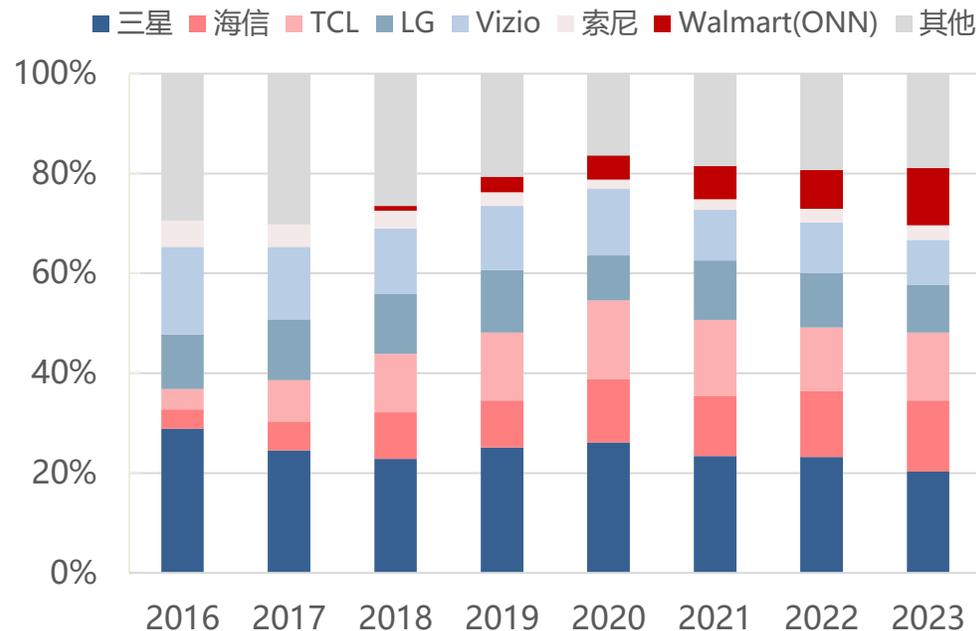
- 美国黑电出货量稳定在3500-4000万台左右，23年渠道品牌发起价格竞争，市场担忧其对中国品牌的份额影响。
- ✓ 渠道品牌主动降价：23年Walmart渠道品牌ONN将55/65/75寸电视价格分别下调-7%/-19%/-14%至248/298/498美元，快速抢占低端市场份额，带动销量增长50%。由此为始，美国黑电市场开始价格竞争。
- ✓ 价格竞争驱动因素：①美国经济增长放缓，消费者青睐性价比产品；②Walmart渠道销售额占比近40%，掌握美国主要下沉渠道，有意愿通过低价自有品牌抢占市场份额，以提高盈利；③软件平台成为黑电厂商主要盈利来源，公司降价抢占市场份额意愿上升。

美国黑电存量市场



资料来源：欧睿，华安证券研究所

ONN降价提升市场份额



资料来源：迪显，华安证券研究所

价格竞争复盘：国产跟进、韩系谨慎

□ 从价格竞争来源Walmart渠道看，主流65寸产品上国产品牌有所跟进、韩系品牌应对保守。

- ✓ **TCL**：基础线用老款S431积极跟进，24Q3新款S451与ONN价差缩至40美元。
- ✓ **海信**：A6H与TCL S451在23年价差基本保持20美元以内，24Q3推促销款A6N更贴近ONN。
- ✓ **三星**：推出促销款CU7000应对，价位同上述TCL S451及海信A6H。
- ✓ **LG**：降价谨慎，老款UQ系列23Q3降价幅度较小。

国产品牌积极跟进ONN降价

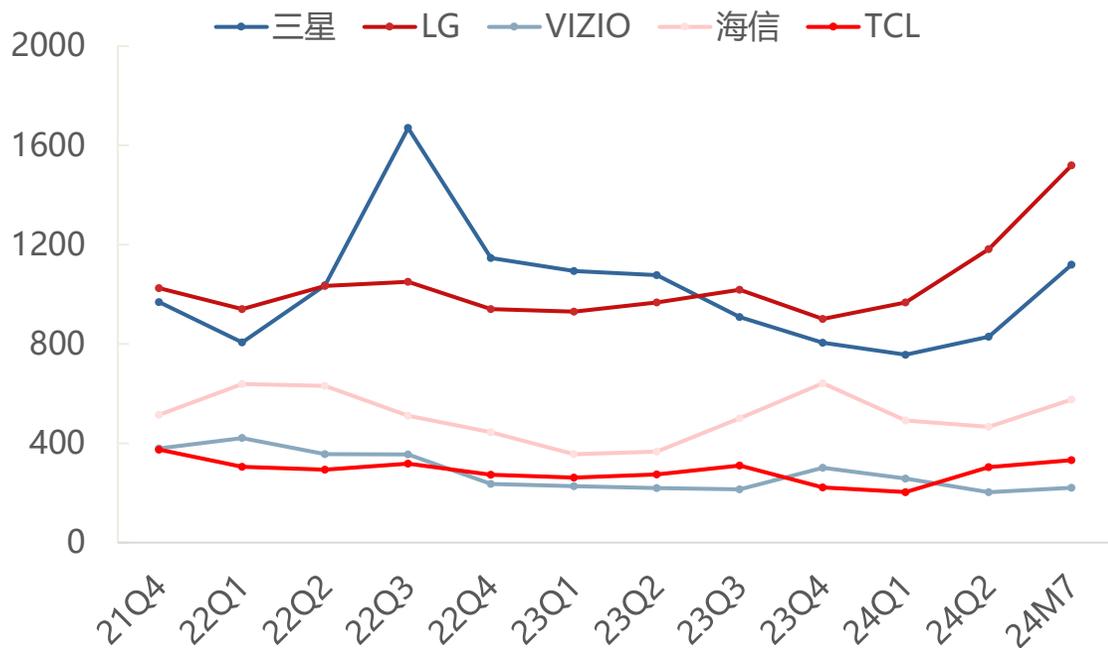
品牌	型号	23M1	23M2	23M3	23M4	23M5	23M6	23M7	23M8	23M9	23M10	23M11	23M12	24M1	24M2	24M3	24M4	24M5	24M6	24M7	24M8
ONN		368	298	298	298	298	298	298	348	348	298	298	298	298	298	298	298	298	298	298	298
TCL	S431	-	-	-	-	298	298	298	298	298	298	298	298	298	298	298	298	298	298	298	298
TCL	S451	378	368	368	368	368	368	378	378	378	398	398	378	378	368	368	368	368	378	378	338
海信	A6H	398	398	398	398	388	388	348	378	398	398	398	398	348	348	378	378	378	378	378	378
海信	A6N	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	348	298
三星	DU7200B	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	528	498	498	468
三星	CU7000B	-	-	-	-	-	499	599	478	478	478	478	428	398	398	398	378	378	-	-	-
LG	UQ	476	476	476	476	476	476	476	476	458	458	458	458	458	428	428	428	448	448	448	448

备注：表中价格为Walmart渠道65寸最低价格。

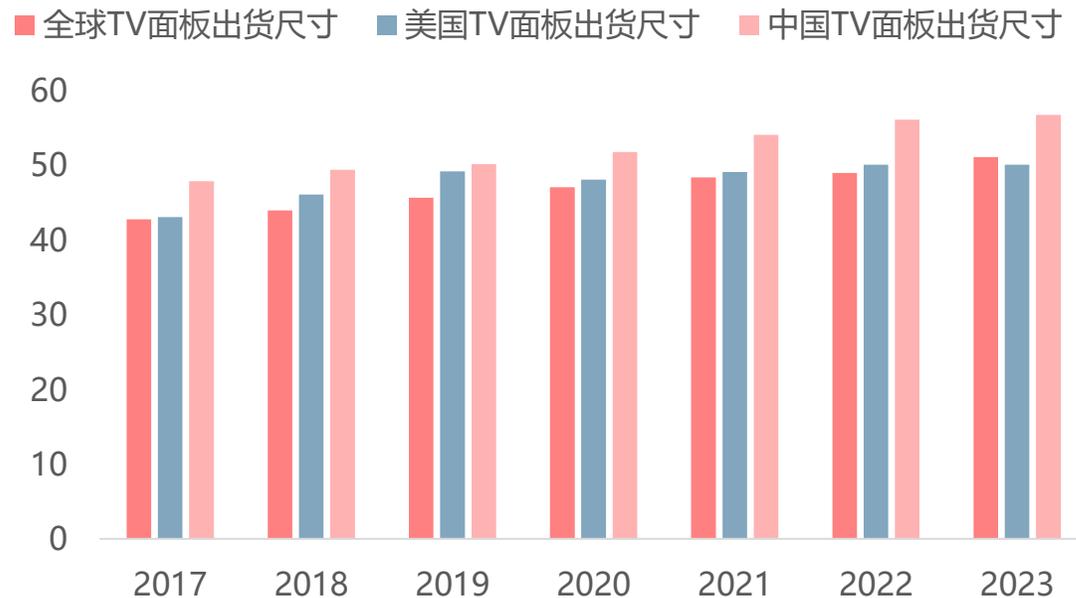
价格竞争展望：均价已有修复

- 23年市场价格下探后，24年品牌均价已有修复，预计此后高中低梯队维持价差。
- ✓ 中高端在大屏化拉动下价格竞争趋缓。中高端价格带主要品牌美亚均价23Q3-23Q4期间降价最为激烈，24Q1起已重回升级通道，基本已恢复至23Q2水平。
- ✓ 低端市场竞争仍有延续。ONN23年市占率12%，极端假定Walmart渠道中50%为自有品牌，对应ONN市占率天花板20%，当前上升空间8pct，低端价格竞争仍可能持续。

线上：美亚马逊品牌电视均价（美元）



美大屏化仍有较大空间（英寸）



梯队对比：国产聚焦中端

□ 国产聚焦中端错位竞争，渠道覆盖深度与产品体系仍有提升空间。

✓ 价格：国产聚焦中端。渠道品牌定位低端，国产定位中端，韩系定位高端，基本错位竞争。

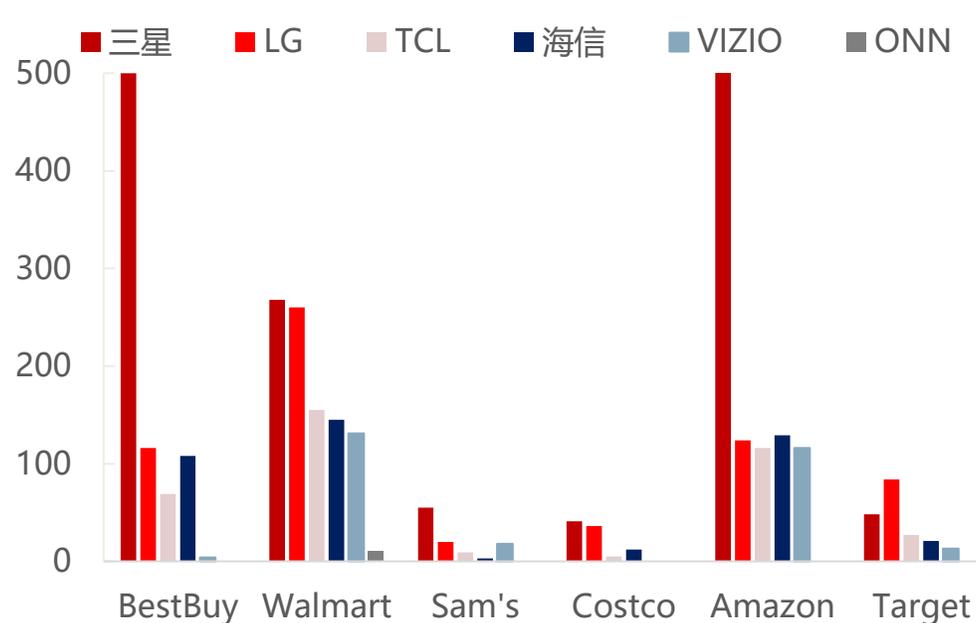
✓ 渠道：韩系SKU丰富布局高端。对标韩系，国产在SKU数及高端渠道布局仍有提升空间。

✓ 技术：各有倚重，ONN相对落后。三星技术覆盖全面，LG深耕OLED，TCL发力MiniLED，海信打造ULED标签，Vizio有OLED、QLED，ONN仅有普通LCD产品。

国产品牌价格聚焦中端

品牌	BestBuy	Walmart	Sam's	Costco	Amazon	Target
TCL	380-2000	298-1400	379-500	-	379-1300	380-550
海信	400-1300	298-1400	-	400-800	400-1300	400
三星	400-6500	398-6500	477-1200	500-3100	470-4800	629-5000
LG	400-2800	439-2950	470-2000	470-2700	440-2400	470-2700
Vizio	-	378-698	379-500	-	500-2200	380-500
ONN	-	298	-	-	-	-

韩系高端渠道SKU更丰富



产品变化：重心回归盈利

□ 从美国核心新品布局看：国产渠道结构试水高端，韩系强化软件服务，皆以盈利为重。

✓ **TCL**：新品侧重MiniLED定位1000-1500美元，同步发力BestbuyCostco高端渠道，Walmart仅做基础份额；

✓ **海信**：新品侧重1000美元，同时绑定Bestbuy及Walmart。

✓ **韩系**：坚守高端并强化平台服务，三星在QD-OLED、MiniLED、NeoQLED布局，LG更重OLED，皆强化平台服务拉动盈利。

美国主要新品系列

品牌	产品定位	型号	技术路线	价格 (美元)	品牌	产品定位	型号	技术路线	价格 (美元)
TCL	高端	QM851G	QD-MiniLED	2000	三星	高端	S95D	QD-OLED	3400
	主力	QM751G	QD-MiniLED	1500		主力	QN90D	QLED	2700
		Q651G	QLED	750			QN85D	QLED	1900
	促销	S551G	LED	600		促销	DU7200	LED	470
海信	高端	U8N	ULED×MiniLED	1500	LG	高端	G4	WOLED	3100
	主力	U7N	ULED×MiniLED	1100		主力	C4	WOLED	1600
		U6N	ULED×MiniLED	800			B4	WOLED	1500
	促销	A6N	LED	298		促销	QNED80T	QLED	800

讨论：美国增量空间

□ **Vizio收购打开性价比价格带市场份额。** Vizio是性价比价格带市场（<500美元）主要参与者，预计随着Walmart收购落地，Vizio将逐步退出Walmart以外渠道，为国产品牌留下开拓空间。**若28年国牌在性价比价格带上销量占比从40%提升至45%，则对应约128万台增量。**

□ **MiniLED质价比优势抢占中高端价格带份额。** 国产品牌MiniLED成本领先且性能表现突出，质价比优势明显，持续助力份额提升，有望持续向上抢占三星/LG份额。**若28年国牌在中高端价格带上销量占比从18%提升至30%追赶韩系，则对应约175万台增量。**

□ **短期看，海信更重份额，量增领先；中长期看，TCL中高端化持续推进，大屏化趋势下市场空间更大，更具长期优势。** 我们测算24年TCL/海信美国出货量增速分别+2%/+5%对应增量13/19万台。28年假设性价比价格带增量中海信/TCL占比7：3，中高端价格带增量中海信/占比3：7，则TCL/海信28年增量空间分别为161/142万台，对应未来5年CAGR分别为+5%/+6%。

北美市场增量空间测算

品牌	2023销量 (万台)	23年市占率	2024销量E (万台)	24YOY	2028销量空间E (万台)	28年增量空间E (万台)	未来5年CAGR	28年市占率E
三星	664	19.5%	671	1.0%	648	-16	0%	18.5%
TCL	613	18.0%	626	2.1%	774	161	5%	22.1%
Vizio	534	15.7%	521	-2.5%	410	-125	-5%	11.7%
LG	432	12.7%	427	-1.1%	340	-93	-5%	9.7%
海信	398	11.7%	417	4.7%	540	142	6%	15.4%
行业销量	3,404	-	3,475	2.1%	3500	96	1%	-

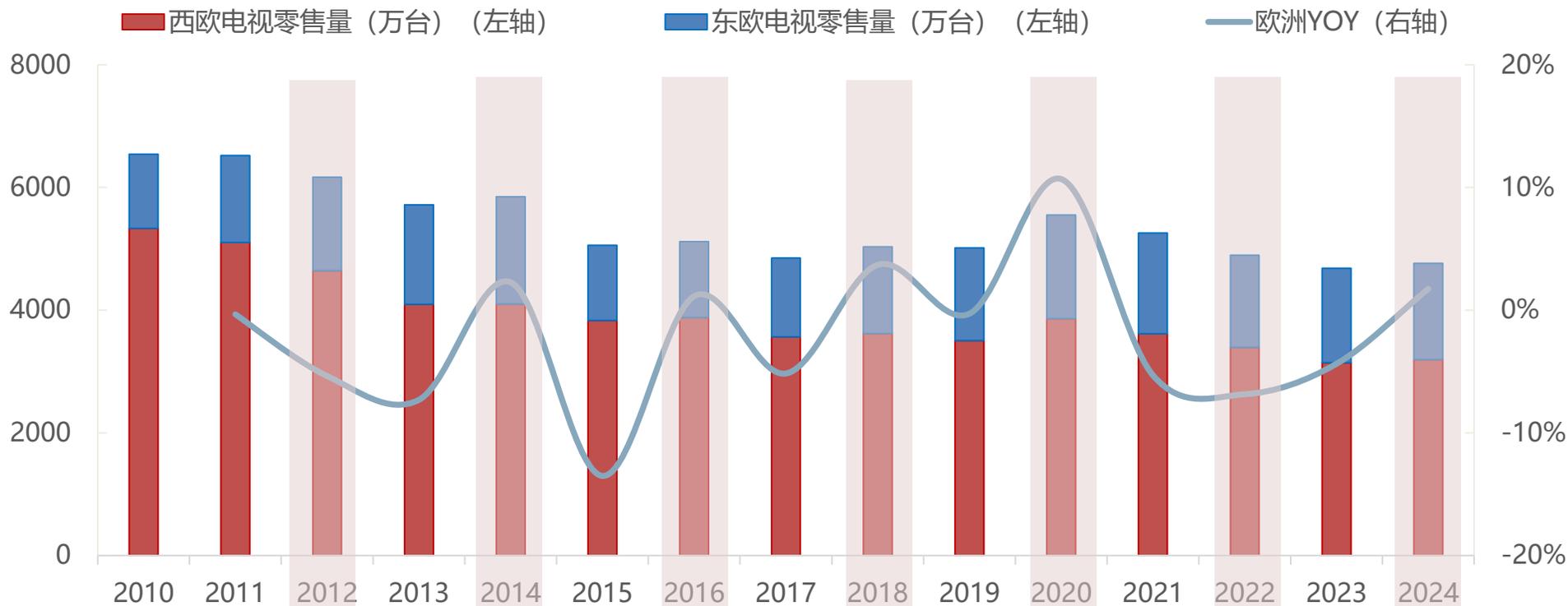
PART 2

欧洲：补短板+强内功

核心关注：欧洲份额趋势

- 欧洲黑电出货量稳定在约5000万台水平（高于美国），市场关心24年赛事催化之后，国产份额提升可否持续。
- ✓ 体育赛事短期呈现拉动效应。24年欧洲杯与奥运会拉动下，H1黑电欧洲出货量同比+9.2%，TCL赞助球队，24H1欧洲销量同比+40%；海信大力赞助欧洲杯，24H1欧洲销额同比+20%（预计销量同比+17%）；二者皆高于行业增速。

欧洲黑电大型体育赛事年份增速相对较快



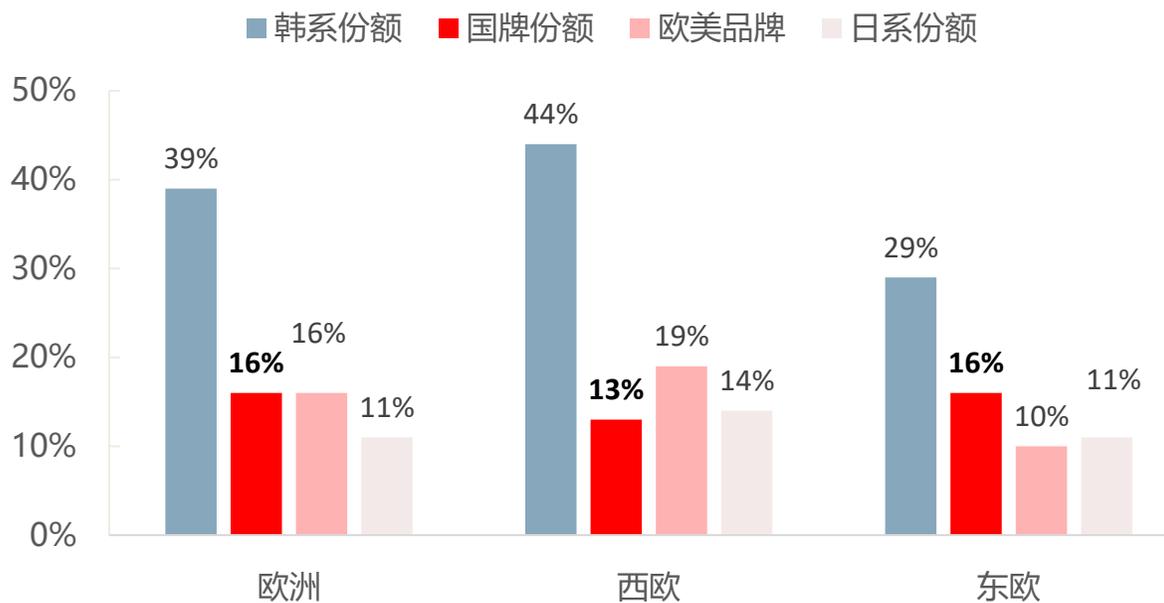
资料来源：欧睿，华安证券研究所

注：底色区域为欧洲杯赛事期间。

相较韩系：份额替代空间足够

- ✓ **西欧为品牌高地，东欧为性价比市场**：西欧约3100万销量趋顶，韩系份额绝对领先；东欧约1500万台，小米及海尔品牌借性价比与先发优势份额居前。
- ✓ **当前海信与TCL整体份额各约5%，西欧虽占据一席之地（相较韩系CR2的44%仍有足够替代空间），东欧开发相对空白（相较小米的先发优势仍有渠道填补空间）**。飞利浦、索尼、松下等品牌由于经营压力逐步让出市场份额。

海信/TCL欧洲市占率相近约5%



资料来源：欧睿，华安证券研究所

地区	23年销量(万台)	5年CAGR	第一		第二		第三		第四		第五		CR5
			品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	
西欧	3142	-3%	三星	23%	LG	21%	飞利浦	9%	TCL	6%	海信+东芝	6%	65%
东欧	1541	2%	LG	15%	三星	14%	海尔	6%	松下	5%	小米	4%	44%
欧洲	4682	-1%	三星	20%	LG	19%	飞利浦	7%	松下	6%	海信+东芝	5%	57%

资料来源：欧睿，华安证券研究所

增长路径：补短板+强内功

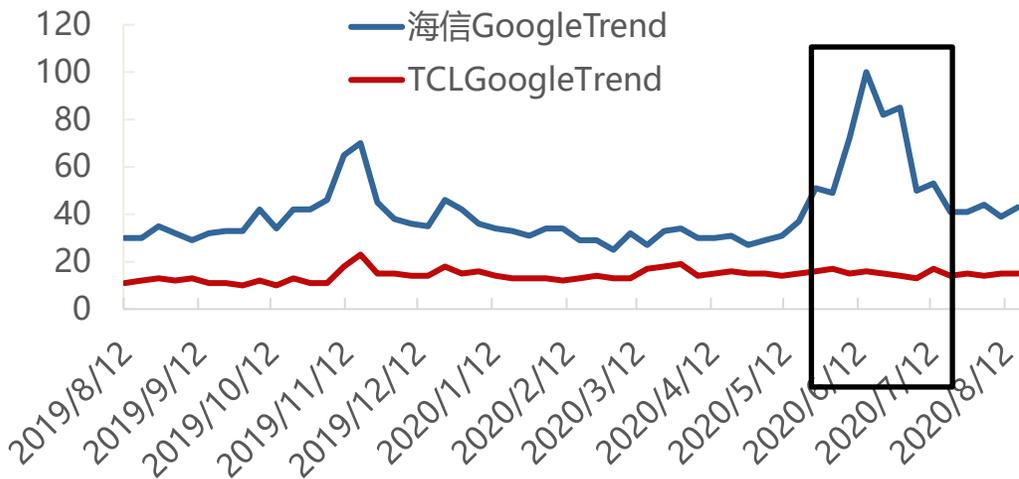
□ 补短板：TCL积极拓展空白渠道；海信持续精耕渠道发力中高端。

- ✓ TCL：欧洲渠道覆盖率约70%，通过提高返利等方式吸引渠道商推广，24H1高增主因英国/意大利/西班牙等新进渠道的开拓。
- ✓ 海信：欧洲渠道覆盖率达85%，接近三星LG，基本覆盖主要国家TOP5渠道，通过提升品牌专区和高端展台数量以持续精耕渠道。

□ 强内功：TCL/海信持续优化组织架构，并注重品牌建设。

- ✓ TCL：23年拆分欧洲营销本部由TCL实业直接管理，下设10+区域分公司。2004年收购法国汤姆逊后获得波兰工厂，产能已经超越500万台。通过赞助球队，持续品牌宣传。
- ✓ 海信：国际营销公司统一管理欧洲黑白电业务，拥有5个主要的生产基地，6个研发中心，27个销售单元，拥有近1万名员工。自16年起3次赞助欧洲杯，体育营销持续提高品牌力，助力公司冲击中高端市场。

欧洲杯期间海信品牌营销出圈



TCL/海信优化组织架构

	TCL	海信
管理	23年拆分欧洲营销本部由TCL实业直接管理，下设10+区域分公司	国际营销公司统一管理黑白电业务，拥有5个主要的生产基地，6个研发中心，27个销售单元，拥有近1万名员工
产能	2004年收购法国汤姆逊后获得波兰工厂，产能已经超越500万台	2015年成立捷克工厂，产能100万台；18年收购东欧家电巨头Gorenje并布局斯洛文尼亚电视产能

讨论：欧洲增量空间

- 短期看西欧市场，TCL拓展空白渠道增速更快。若延续24H1增长趋势，我们预计24年TCL/海信欧洲增量分别约89/54万台。
- 长期市占率对标美国，对应28年增量约800万台。其中，西欧市场份额仍有12pct提升空间，对应570万台增量，缩小与韩系差距；东欧市场份额仍有10pct提升空间，对应230万台增量，接近韩系。假设TCL/海信西欧市场份额均达14%，则对应增量空间各约275万台；东欧市场预计小米等国牌凭借性价比与先发优势仍占据一定市场份额，若TCL/海信市场份额达8%/10%，则对应增量空间分别为110/104万台。

TCL/海信欧洲市场增量空间测算

品牌	地区	2023销量 (万台)	23年市占率	2024销量E (万台)	24YOY	2028销量空间E (万台)	2028增量空间E (万台)	未来5年CAGR	28年市占率E
TCL	西欧	185	5.9%	269	45%	462	277	20%	14%
	东欧	26	1.7%	32	20%	136	110	39%	8%
	欧洲合计	212	4.5%	300	42%	598	386	23%	12%
海信	西欧	189	6.0%	236	25%	462	273	20%	14%
	东欧	66	4.3%	73	10%	170	104	20%	10%
	欧洲合计	255	5.4%	309	21%	632	377	20%	13%

资料来源：欧睿，华安证券研究所测算

PART 3

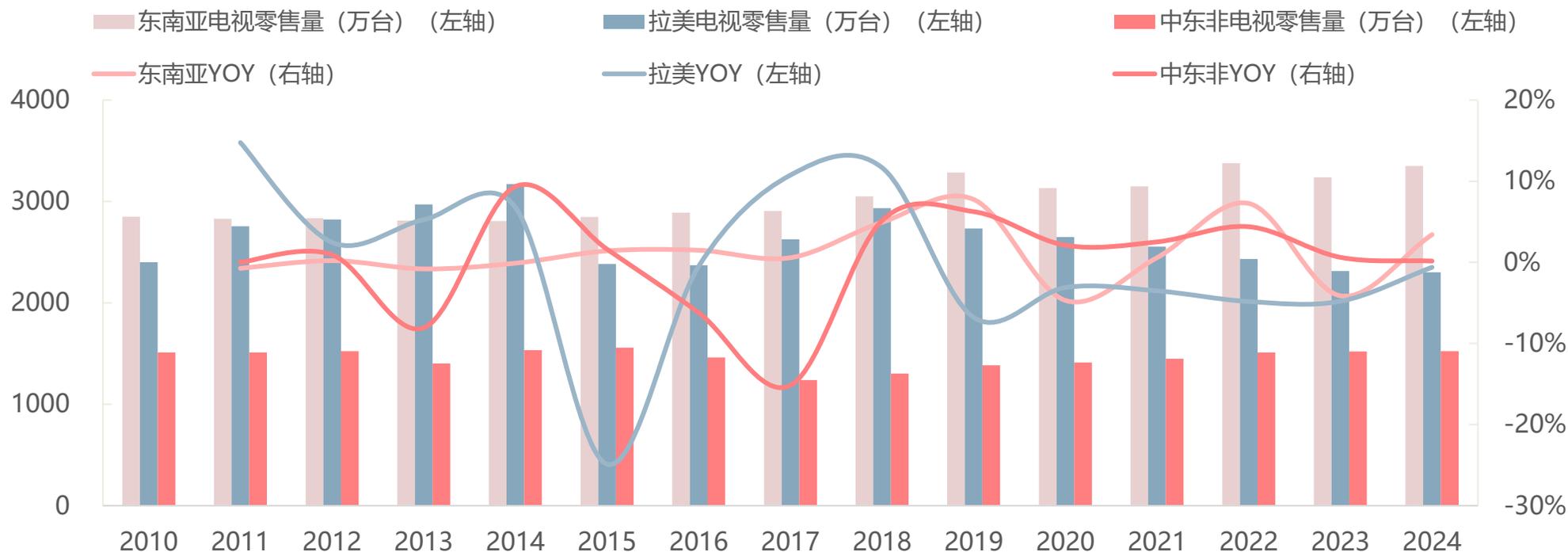
新兴：本土化运作

核心关注：新兴增长趋势

□ 新兴市场空间广阔已是共识，整体黑电合计出货量超7000万台，东南亚增长相对稳健。

✓ 新兴市场渗透提升+结构升级双重驱动，具长期布局价值。新兴市场整体黑电出货量超7000万台，容量东南亚>拉美>中东非，东南亚/拉美/中东非过去5年CAGR+1.3%/-4.6%/+3.2%，其中以东南亚增长相对稳健，拉美&中东非因通胀疫情/政治环境因素在波动中成长；但整体看，新兴市场背靠充足的人口红利及更高的经济增速，仍是未来黑电主要增量市场。

新兴市场销量及增速



份额空间：拉美&中东非更大

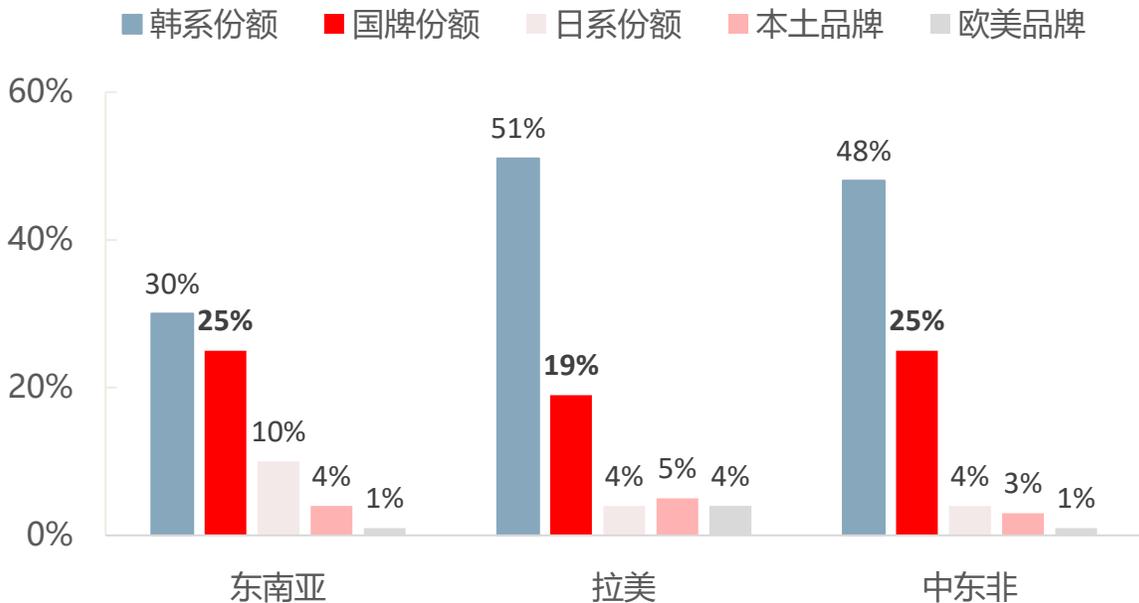
□ 新兴市场整体仍处成长阶段，国产与韩系在东南亚份额相当，拉美&中东非替代空间更大。

✓ 东南亚：国产与韩系充分竞争，当前份额逼近韩系，替代空间相对有限。

✓ 拉美：消费力较强，受美国辐射，国产份额处于快速提升通道，未来替代空间较大。

✓ 中东非：人口红利强，国产品牌具接受度，除头部外，小米海尔创维也有市场，未来替代空间可比拉美。

新兴份额：TCL略高于海信



地区	23年销量(万台)	5年CAGR	第一		第二		第三		第四		第五		CR5
			品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	
东南亚	2989	1%	三星	17%	LG	13%	TCL	9%	小米	6%	一加	5%	51%
拉美	2315	-5%	LG	28%	三星	23%	TCL	13%	海信+东芝	6%	飞利浦	4%	74%
中东非	1522	3%	三星	27%	LG	21%	海信+东芝	16%	TCL	7%	索尼	2%	73%

增长路径：本土化运作

□ 国产品牌在新兴市场以制造输出为主，定位性价比产品。

✓ **TCL产能出海打法成熟。**公司99年率先布局东南亚，16年与巴西TEMP合资设厂布局拉美，以产能本土化打通当地渠道并辐射周边国家，当前在东南亚及拉美产能优势显著。

✓ **海信借东芝双品牌运作。**公司18年收购东芝品牌，继承埃及/以色列/泰国等国份额，缩短新市场周期和投入；22年成立东盟区并重启东芝越南，双品牌运营东南亚市场，24H1东芝东南亚销额+24%。

新兴市场产品布局

新兴市场	国家/地区	品牌	在售型号数量	MiniLED型号数量
东南亚	印度	TCL	31	2
		海信	22	3
	泰国	TCL	41	4
		海信	13	3
		东芝	11	-
拉美	巴西	TCL	19	5
		海信	7	3
	墨西哥	TCL	30	4
		海信	24	8
中东非	沙特	TCL	40	3
		海信	16	8
	南非	TCL	30	3
		海信	25	7

新兴市场产能布局

	TCL	海信
产能	出海顺序中东非—亚太—拉美 越南700万台，墨西哥400万台，巴西350万台	出海顺序亚太—拉美—中东非 南非100万台，墨西哥800万台，印尼60万台，埃及（在建）
优势市场	拉美和亚太	中东非
优势国家	菲律宾、缅甸、巴基斯坦第一 沙特阿拉伯第二 哈萨克斯坦、巴西第三	南非第一 墨西哥第二 马来西亚第三
管理	23年拆分亚太、拉美、中东非营销本部由集团直接管理	22年成立东盟区总部重启东芝品牌布局 23年海信家电和海信视像设立合资公司加码东南亚本土化
营销	2019-2024三次赞助美洲杯	

讨论：新兴增量空间

□ 短期围绕海外工厂辐射重点国家，TCL重点发展拉美和中东非，海信以东芝品牌切入东南亚。假设延续24H1增速趋势，预计24年TCL东南亚/拉美/中东非销量分别同比+3%/12%/25%，对应合计增量约73万台；海信东南亚/拉美/中东非销量分别同比+10%/3%/10%，对应合计增量约41万台。

□ 长期国产品牌增量源自新兴市场渗透率提升和格局变化。考虑竞争充分程度和当地消费水平，国牌份额预计能够接近甚至超越韩系。我们预计28年国产品牌在东南亚/拉美/中东非销量份额分别+10/20/20pct，达35%/40%/45%。对应增量空间分别为350/500/400万台。其中，TCL/海信在新兴市场中长期增量空间约517/393万台，其他国产品牌预计贡献增量约350万台。

TCL/海信新兴市场空间测算

地区	品牌/行业	2023销量 (万台)	23年市占率	2024销量E (万台)	24YOY	2028销量空间E (万台)	2028增量空间E (万台)	未来5年CAGR	28年市占率E
东南亚	TCL	270	9%	278	3%	384	114	7%	12%
	海信	118	4%	129	10%	320	202	22%	10%
	行业	2989		3101	4%	3200	211	1%	
拉美	TCL	306	13%	342	12%	480	174	9%	20%
	海信	137	6%	141	3%	240	103	12%	10%
	行业	2315		2301	-1%	2400	85	1%	
中东非	TCL	111	7%	139	25%	340	229	25%	20%
	海信	253	17%	278	10%	340	87	6%	20%
	行业	1522		1524	0%	1700	178	2%	
新兴合计	TCL	687	10%	760	11%	1204	517	12%	16%
	海信	507	7%	548	8%	900	393	12%	12%
	行业	6826		6927	1%	7300	474	1%	

PART 4

投资建议



海外市场空间预计

- **短期增速：欧洲>新兴>北美；假设28年增长空间2350万台，新兴1250万台>欧洲800万台>美国300万台。**
- ✓ **TCL电子：近年量增来源新兴，未来重心欧洲+拉美中东非，北美提盈利。**我们预计24年公司量增200万台，同比+10%；稳态下，预计公司28年增量空间达1241万台，对应全球市占率+4.6pct，未来5年CAGR达10%。
- ✓ **海信视像：近年量增来源欧美，未来重心欧洲+东南亚。**我们预计24年公司量增94万台，同比+4%；稳态下，预计公司28年增量空间达991万台，对应全球市占率+3.4pct，未来5年CAGR达8%。

TCL/海信空间销量份额测算(万台)

TCL	2023	23年份额	2024E	2024YOY	24年增量	2028年E	5年CAGR	28年份额E	28年增量E
合计	2029	10%	2236	10%	200	3270	10%	15%	1241
美国	613	18%	626	2%	13	774	5%	22%	161
欧洲	212	5%	300	42%	89	598	23%	12%	386
新兴	687	10%	760	11%	73	1204	12%	16%	517
其他	114	7%	120	5%	6	170	8%	10%	56
海信	2023	23年份额	2024E	2024YOY	24年增量	2028年E	5年CAGR	28年份额E	28年增量E
合计	2208	11%	2301	4%	93	3199	8%	14%	991
美国	398	12%	417	5%	19	540	6%	15%	142
欧洲	255	5%	309	21%	54	632	20%	13%	377
新兴	507	7%	548	8%	41	900	12%	12%	393
其他	314	18%	329	5%	16	340	2%	20%	26

投资建议

□ 结合上述策略和空间分析，我们首推TCL电子，建议关注海信视像。

- ✓ **TCL电子**：电视核心区域皆实现有效增长，长期伴随销量提升，电视收入空间+60%以上，美国提均价，欧洲拓渠道，新兴保增长，预计24-26年营收同比+17%/14%/12%，归母净利润同比+70%/23%/26%，对应PE9/7/6X，分红率50%对应股息率超5.5%，低估值高股息，维持买入。
- ✓ **海信视像**：全球业务稳步向上，参考股权激励24年-26年净利增速触发值-1%/+10%/+11%，预计公司25年有望重回增长中枢，长期增量空间依旧可观，预计24-26年营收同比+7%/+10%/+9%，归母净利润同比+0%/+12%/+11%，对应11/10/9X，建议关注底部向上。

可比公司业绩估值

证券代码	公司简称	市值 (亿元/亿港元)	归母净利润 (亿元/亿港元)				归母净利润YOY				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
1070.HK	TCL电子	115	7.4	12.7	15.6	19.7	66.4%	70.3%	23.4%	25.8%	9.1	7.4	5.9
600060.SH	海信视像	232	21.0	21.0	23.5	26.1	24.8%	0.1%	12.2%	10.9%	11.1	9.9	8.9
000810.SZ	创维数字	107	6.0	7.3	8.6	10.5	-26.9%	21.5%	17.3%	22.7%	14.7	12.5	10.2
600839.SH	四川长虹	236	6.9	8.8	11.6	13.5	47.0%	27.2%	32.3%	16.2%	27.0	20.4	17.5

注：数据截至2024.9.25，创维数字和四川长虹盈利预测采用wind一致预期

资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示

1、全球电视需求增长不及预期：

全球宏观经济对需求有较大影响，同时手机平板等小屏发展也对电视需要有一定冲击。

2、海外关税和出口政策变化风险：

地缘政治风险、中美贸易摩擦升级等因素，或导致公司海外拓展进展受影响。

3、原材料成本上涨：

面板成本在电视成本占比较高，若短时间快速上涨无法顺利传导，对公司盈利能力有较大影响。

4、市场竞争加剧：

国内外产品不断推陈出新，国内其他厂商也纷纷出海市场参与者或将增多。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

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%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。

感谢您的信任与支持!

分析师：陈姝 S0010522080001 chenshu@hazq.com

联系人：成浅之 S0010124040029 chengqianzhi@hazq.com