

从护城河角度看 A 股系列之八

家电：传统家电高端化，小家电供给创造需求

投资要点：

- ▶ **家电行业护城河的来源主要是无形资产（专利、品牌）和成本优势。**专利提高品质，品质提升品牌形成正反馈。品牌效应不仅仅辅助推动家电产品的销售并提高溢价，同时也是中低端品牌走向高端的一个垫脚石。成本优势是家电行业的另一个护城河之一，但护城河普遍较低。
- ▶ **关注传统家电高端化，小家电供给创造需求。**家电行业目前的特点是传统家电高端化，以精致生活为导向提升需求及客户粘性。小家电及细分品类呈现明显的供给创造需求，通过快速创新，提供个性化、新奇的产品，不断地满足不同消费人群的猎奇心态，抓住当前消费人群对清洁、健康、护理、智能等方面的需求进行细分品类的不断更新，渗透率得以不断提升。
- ▶ **各子行业具有护城河的公司。**我们逐个子行业分析其主要护城河来源，从而找出我们认为有较深护城河的公司。

风险提示：

- ▶ **一个公司是否有护城河，有一定的主观性。**我们可能没有发现一个行业的护城河，从而犯第一类错误；也可能将一个原本没有护城河的行业误认为有护城河，从而犯第二类错误。
- ▶ **一个公司护城河的深浅，可能随时间变化而变化。**企业有的经营策略会加深其护城河，而有的会削弱其护城河，需要用动态的眼光来待。

团队成员：

分析师 杨升松
执业证书编号：S0210520030001
电话：021-20655201
邮箱：yss1578@hfzq.com.cn

相关报告

《从护城河角度看 A 股系列之一_序》
《从护城河角度看 A 股系列之二_食品饮料》
《从护城河角度看 A 股系列之三_农林牧渔》
《从护城河角度看 A 股系列之四_消费者服务》
《从护城河角度看 A 股系列之五_纺织服装》
《从护城河角度看 A 股系列之六_轻工制造》
《从护城河角度看 A 股系列之七_商贸零售》

正文目录

一、	家用电器行业护城河来源	3
1.1	无形资产	3
1.2	成本优势	4
二、	传统家电高端化，小家电供给创造需求	5
三、	疫情加速渠道变化，电商崛起	5
四、	家电各子行业重点公司	6
4.1	白色家电	6
4.2	黑色家电	7
4.3	厨房电器	7
4.4	小家电	8
4.5	零部件	10
五、	行业护城河较深的企业汇总	10
六、	风险提示	11

图表目录

图表 1:	家电各子行业护城河来源	3
图表 2:	消费者心目中的品牌形象	4
图表 3:	部分家电主要零部件一览	4
图表 4:	渠道优缺点对比	5
图表 5:	细分行业主要线下渠道	6
图表 6:	白色家电主要公司一览	6
图表 7:	黑色家电主要公司一览	7
图表 8:	厨房电器主要公司一览	8
图表 9:	小家电 CR3 一览	9
图表 10:	小家电主要公司一览	9
图表 11:	零部件主要公司一览	10
图表 12:	家电护城河较深的企业汇总	10

一、家用电器行业护城河来源

家电行业护城河的来源主要是无形资产（专利、品牌）和成本优势。

图表 1：家电各子行业护城河来源

子行业	无形资产	转换成本	网络效应	成本优势	规模效应
白电	√			√	
黑电	√			√	
厨电	√			√	
小家电	√			√	
零部件	√				

数据来源：华福证券研究所

目前中国部分家电企业在全球有竞争优势，因此我们关注其**境外销售占比**。

大部分家电（尤其是白电、黑电、厨电）已经处于成熟阶段，因此我们关注其**分红率**。

而且大多数子行业已经形成了寡头垄断的竞争格局，因此我们关注**行业集中度 CR3** 的变化。往往出现前三 ROIC 和 ROE 都很高，但后面的公司多数在盈亏边缘挣扎的情况。头部企业已经有一定的品牌优势，因此在同类产品的不同价格带均有产品，从而进一步提高市占率。

2017 年，细分产品的市场占有率前三名(CR3)合计为：空调 71%，洗衣机 70%，冰箱 56%；电视机 46%；电池炉 92%，抽油烟机 46%；电饭煲 85%，电水壶 79%，电压力锅 93%，豆浆机 98%。

1.1 无形资产

家电行业无形资产主要包括专利和品牌。

1.1.1 专利

制造业讲究“造得出来、卖得出去、能挣钱”，其中无形资产中的专利和技术是“是否造得出来”的核心，渠道和品牌是“卖得出去”的根本，成本优势则是“能挣钱”的关键。

专利创新是解决产品同质化、提高细分市场占有率和品牌效应的有效手段。以海尔、美的为代表的本土龙头企业在近年频繁出海，进行大规模并购，实现产品线横向拓宽；同时，提高研发费用和研发人员占比，引进高学历技术人才，提升自主研发能力，实现技术领先。

1.1.2 品牌

家电行业是制造业中最具消费属性的行业，其 to C 的特性使得品牌尤其重要。

专利提高品质，品质提升品牌形成正反馈。家电行业品牌效应突出。数十年的家电发展，大型家电公司已经在广大消费者心中树立了品牌标杆，品牌效应不仅仅有助

于推动家电产品的销售并提高溢价，同时也是中低端品牌走向高端的一个垫脚石。

图表 2：消费者心目中的品牌形象

品牌名称	品牌形象
格力	掌握核心科技
美的	原来生活可以更美的
海尔	真诚到永远
老板	大吸力油烟机
方太	高端厨电领导者

数据来源：华福证券研究所

1.2 成本优势

成本优势是家电行业的另一个护城河。但大多数子行业中的企业的成本优势都不明显。

1.2.1 标准化

先发的大型企业利用其在资金和研发实力方面的优势，逐步完善零部件和产品的标准化和平台化，将零部件和成品生产线实行标准化整合，形成可以批量生产的标准产线，节约磨具成本提升产品生产效率和稳定性。

1.2.2 智能化生产

传统产线对实时产出率和良品率波动只能事后查证和改良，从而导致生产成本和管理费用较高，而利用自行研发或外购的智能化产线对以往生产线进行改造后，例如自动化产线、触摸屏人机交互功能等功能将人员、设备、投料、检测等多个环节整合，大幅提高产线的自动化比例，减少人为差错，大幅度提升产品良品率，减少人工成本和不必要的管理费用，进一步提升产品的核心竞争力。

1.2.3 产业链一体化，核心技术以及零部件自产

家电制造成本的 70%用于零部件，零部件的成本和质量在很大程度上决定了家电企业的盈利能力和产品质量，此前除少数几个家电企业拥有配套零部件自产线，绝大多数的家电企业零部件采用代工或者采购的模式。

图表 3：部分家电主要零部件一览

家电	主要零部件
冰箱	压缩机、压缩机启动器、压缩机过载保护器、电磁阀补偿器、复位控温器、补偿开关、温控磁性开关、LED 灯、主控板、温度传感器、风门控制器、化霜加热器、化霜温控器、温度熔断器等。
空调	主板、风机、压缩机、电磁阀、节流部件、过滤器、压力开关、热交换器、排气温控器、温度传感器、继电器等。
洗衣机	电机、滤波器、排水泵、程控器、温控器、进水阀、电磁阀、水位传感器、电容器、气泡发生器、联动开关等。
彩电	显示屏、背光组件、逻辑组件、高频调制器、变压器、高频头、高压包等。
微波炉	磁控管、变压器、高压二极管、电容器等。

部分小家电

加热器、温控器、支架、扇叶、调速器、小电机、水位电极、防干烧器、刀片、保温开关、限流开关、指示灯、LED 背板等。

数据来源：Wind，华福证券研究所

未来，主要的家电产商将逐步形成产业链一体化的模式，将压缩机、电机等核心技术以及部分附加值较高的小型零部件纳入自产体系，通过自身强大的研发能力促使零部件以及成本的更新换代和转型升级，利用核心零部件的配套自产强化自身的技术竞争实力和成本控制。

二、传统家电高端化，小家电供给创造需求

家电行业目前的特点是传统家电高端化。通过掌握核心技术提升产品科技含量，通过控制成本提升产品性价比，通过对低价同质化商品的再升级，抓住消费升级的热潮，注重提升消费者的生活体验，以精致生活为导向提升需求及客户粘性，改变消费者心中便宜一样能用的心理。

小家电及细分品类的特点则是供给创造需求。通过快速创新，提供个性化、新奇的产品，不断地满足不同消费人群的猎奇心态，抓住当前消费人群对清洁、健康、护理、智能等方面的需求进行细分品类的不断更新，渗透率得以不断提升。

三、疫情加速渠道变化，电商崛起

家电的主要销售渠道以经销商为主，少部分直营。渠道主要包括：经销商（国美苏宁商超等）、专卖店、电商、工程等。电商平台和网络直播的兴起为家电行尤其是小家电行业提供了一个新的渠道，目前大量小家电企业线上销售占比均超过了 50%。

图表 4：渠道优缺点对比

渠道	优点	缺点
经销商	可以借助国美、苏宁等大型连锁商超卖场的优势快速导入产品，短时间获得较大的销售额。同时，大型商场无形中为家电产品背书，是对企业以及产品的一种良好宣传。	话语权较弱，渠道掌控力弱。
专卖店	渠道掌控力度强，大量网点尽可能地覆盖较多的人群，通过店内展示提高企业形象和产品体验以带来更多的利润转换。	专卖店选址极为重要，客流量高的地方成本高。
电商	较少地域限制，符合现代人的消费习惯，成本最低，线上评价对品牌的影响更为重要，目前已经是很多家电企业最重要的渠道之一。	对线下产品的价格和销量打击巨大。
绑定工程	快速放量	利润较少

数据来源：华福证券研究所

从线下渠道来看，传统黑白电企业基本实现了充分的渠道下沉，乡镇级别覆盖率 95% 以上，白电龙头线下除经销商以外，网点数目都已超过 3 万。厨电以专卖店为主，工程嵌入模式也在逐步兴起。

图表 5：细分行业主要线下渠道

	经销商	专卖店	电商	网点	工程
白电	√			√	
黑电	√			√	
厨电		√			√
小家电	√		√	√	

数据来源：华福证券研究所

小家电公司因产品特性和消费特点，电商渠道已经变为最为重要的渠道之一，电商渠道符合现代人消费习惯，减少地域限制，显著提高了产品的覆盖范围，能快速提高营收，疫情更是加速了这一变化；部分传统黑白电公司也逐步提升电商渠道的占比。

四、 家电各子行业重点公司

4.1 白色家电

- **品牌。**白电巨头纷纷加大品牌的宣传。格力强调“掌握核心科技”，美的宣传“原来生活可以更美的”，海尔则坚持“真诚到永远”。

图表 6：白色家电主要公司一览

白色家电主要公司一览							ROIC (%)				
证券代码	证券简称	主营	海外	分红	陆股通	风险点	2016年	2017年	2018年	2019年	2020Q3
600690.SH	海尔智家	冰箱30%，洗衣机20%	45%	30%	第5/5.47%		12.86	12.52	12.31	13.99	8.61
000521.SZ	长虹美菱	冰箱45%，空调40%	20%			亏损边缘	2.79	-0.26	-0.08	0.26	-1.90
600336.SH	澳柯玛	冰箱50%				亏损边缘	1.84	1.31	2.91	6.91	3.95
002668.SZ	奥马电器	冰箱85%	66%			减持	14.92	9.96	-26.88	1.90	11.77
000921.SZ	海信家电	冰箱洗衣机45%，空调40%	30%	30%	第3/4.72%		22.68	32.96	18.61	18.24	13.46
600854.SH	春兰股份	空调+房地产				未分配利润为负	0.02	-4.02	0.74	0.94	2.54
000333.SZ	美的集团	空调40%，小家电	42%	40%	第2/15.96%		21.88	18.21	15.91	15.76	12.59
000651.SZ	格力电器	空调75%	25%	50%	第1/16.85%		23.23	27.98	25.06	18.68	9.32
600983.SH	惠而浦	洗衣机50%，微波炉30%				一年亏一年盈	6.02	-2.26	6.61	-8.22	-2.62

数据来源：Wind，华福证券研究所

- **前三市占率 (CR3)。**白色家电已进入寡头垄断期，基本上前三的市场占有率已达到或超过 70% (2017 年，空调 CR3 为 71%，洗衣机 70%，冰箱 56%)，其他竞争者很难有突袭的机会。而且龙头有横向和纵向并购的趋势，如美的吸收合并小天鹅 A，格力入股海立股份。
- **海外收入占比。**中国家电行业在全球亦有竞争力，因此海外收入占比逐步提高。
- **护城河较深的公司。**我们认为，白色家电行业目前护城河较深的公司包括海尔智家、海信家电、美的集团和格力电器。

4.2 黑色家电

黑色家电主要指电视机。一方面，电视机近年来受到手机的强烈冲击，人们的注意力已经从电视转移到手机上，花在手机和各种 APP 上的时间也逐步增加，电视机销量并不乐观。另一方面，电视机的核心技术在屏幕上（从普通到高清、超清），而屏幕受到韩国三星、日本索尼的冲击比较大，国内 CR3 的集中度不升反降。

- **无形资产。**电视机的护城河在于屏幕，受到韩国和日本的冲击比较大。国内的 TCL 和京东方归在电子行业中。
- **成本优势。**液晶面板具有高投入、技术迭代快的特点，周期特性明显。随着液晶面板产能过剩、价格不断下跌，价格战带来的现状是低价产品同质化严重，低价产品在技术或硬件上又没有实质的进步，在消费者心中形成了“没有技术含量、啥牌子都能用”的思维，进一步削减了消费需求。虽然国内彩电市场整体下滑，但消费者逐步选择消费升级，因此在低端入门电视持续走低的同时，大尺寸和万元级高端电视销量却在稳步上升。

图表 7：黑色家电主要公司一览

黑色家电主要公司一览							ROIC (%)				
证券代码	证券简称	主营	海外	分 红	陆股通	风险点	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 Q3
002429.SZ	兆驰股份	ODM	30		第4/0.91%		4.88	6.16	2.83	6.95	7.53
600839.SH	四川长虹	黑电18%				前十29%	3.58	2.09	2.09	1.35	-1.06
002420.SZ	ST毅昌	电视+汽车结构件				未分利润	2.03	-25	-59	27.60	9.17
000016.SZ	深康佳A	电视20%	63		第10/0.37%	供应链60%	1.92	41.97	4.98	3.38	3.93
000801.SZ	四川九洲	电视50%					7.31	0.08	3.76	1.91	1.82
002519.SZ	银河电子	电视65%				巨亏模式	9.86	4.85	-30	5.38	5.95
600060.SH	海信视像	电视80%	40		第10/1%		13.85	7.65	3.71	4.24	4.34

数据来源：Wind，华福证券研究所

- **护城河较深的公司。**我们认为，黑色家电公司目前护城河相对还较浅。

4.3 厨房电器

厨电主要是指燃气灶、抽油烟机、热水器和照明。护城河来源主要是无形资产（品牌）。

- **品牌。**厨电中因为燃气灶和抽油烟机直接关乎安全和健康，因此品牌的建设尤其重要。
- **前三市占率（CR3）。**2017年，厨电中燃气灶 CR3 达到 92%，抽油烟机为 46%。

图表 8：厨房电器主要公司一览

厨房电器主要公司一览							ROIC (%)				
证券代码	证券简称	主营	海外	分红	陆股通	风险点	2016年	2017年	2018年	2019年	2020 Q3
300911.SZ	亿田智能	集成灶95%				次新股	20.01	31.44	47.71	40.96	27.19
605336.SH	帅丰电器	集成灶95%				次新股	38.80	77.03	41.14	27.38	10.02
002543.SZ	万和电气	燃气热水器	33	50		12亿投资	14.63	13.01	13.43	14.20	10.14
002677.SZ	浙江美大	燃气灶：90%		70	第7/2.61%		18.27	24.64	27.96	31.10	21.56
603366.SH	日出东方	太阳能热水器				亏损	6.46	2.06	-13	2.72	2.07
002035.SZ	华帝股份	油烟机40%，灶具25%		35	第3/3.53%		19.14	24.03	26.34	25.92	8.69
002508.SZ	老板电器	油烟机55%，燃气灶25%		40	第2/12.91%		31.25	29.43	24.51	23.53	14.40
300650.SZ	太龙照明	照明：福建					19.00	12.61	10.12	8.11	0.29
300632.SZ	光莆股份	照明：福建	65				13.98	11.66	16.22	18.86	7.58
000541.SZ	佛山照明	照明：广东佛山					21.11	15.05	8.09	6.11	4.42
002723.SZ	金莱特	照明：广东江门				亏损	0.19	1.22	-13	6.24	4.12
300625.SZ	三雄极光	照明：广州					32.85	16.76	8.11	11.11	6.71
603515.SH	欧普照明	照明：上海	10	35	第4/3.2%		18.94	19.37	21.72	18.17	9.93
600651.SH	飞乐音响	照明：上海				巨亏模式	6.05	0.51	-39	-29	12.38
603303.SH	得邦照明	照明：浙江东阳					27.41	11.49	9.61	10.88	10.57
300582.SZ	英飞特	照明：浙江杭州	50	10		有限合伙	7.94	2.50	6.85	8.92	5.90
603685.SH	晨丰科技	照明：浙江嘉兴					26.93	17.71	10.49	10.57	4.59
600261.SH	阳光照明	照明：浙江绍兴	80	50	第3/5.98%		13.59	11.04	9.72	11.97	11.36
002076.SZ	雪莱特	照明->杀菌消毒				亏损	2.90	3.50	-59	-98	5.83
603679.SH	华体科技	照明工程					17.53	12.88	11.59	13.14	5.93
300916.SZ	朗特智能	智能控制器				次新股	23.09	27.89	24.15	22.70	22.58
603195.SH	公牛集团	转换器+插座				次新股	68.19	58.85	65.20	52.04	21.59

数据来源：Wind，华福证券研究所

- **护城河较深的公司。**我们认为，厨房电器公司目前护城河较深的企业包括**老板电器、华帝股份和浙江美大**。跟踪公牛集团（次新股）、阳光照明（海外 80%）和欧普照明（分红率 35%）。

4.4 小家电

小家电的护城河来源是无形资产（品牌和技术）。

- **无形资产(品牌和技术)。**传统黑白电企业专利创新以提升产品品质和性能为主，而小家电以**供给创造需求**的行业特性使得其创新主要在品类上。随着人均收入的提高，对各种智能小家电的需求快速增长，扫地机器人、吸尘器等劳动替代型小家电渗透率快速提升。
- **前三市占率 (CR3)。**目前，绝大多数小家电均形成了美的、苏泊尔、九阳三足

鼎立的态势。

图表 9：小家电 CR3 一览

大类	细分	美的	苏泊尔	九阳	CR3
食品加工系列	豆浆机	12%	8%	67%	87%
	榨汁机	9%	8%	26%	43%
	料理机	19%	10%	28%	57%
营养系列	电饭煲	43%	34%	12%	89%
	压力锅	44%	37%	15%	95%
	电热水壶	38%	25%	19%	82%
电磁炉系列	电磁炉	43%	28%	18%	88%

数据来源：Wind、华福证券研究所

- **护城河较深的公司。**我们认为目前小家电中护城河较深的企业包括苏泊尔、飞科电器、科沃斯、石头科技和九阳股份。跟踪新宝股份。

图表 10：小家电主要公司一览

小家电主要公司一览							ROIC (%)				
证券代码	证券简称	主营	海外	分红	陆股通	风险点	2016年	2017年	2018年	2019年	2020 Q3
002614.SZ	奥佳华	按摩器	77		第6/2.04%	代工	8.66	10.59	11.99	7.00	7.54
603579.SH	荣泰健康	按摩器	50			有限合伙	41.18	19.88	15.95	17.00	9.79
002615.SZ	哈尔斯	保温杯	80			减持	13.71	9.49	8.23	4.46	0.99
002242.SZ	九阳股份	厨房小家电		80	第3/6.91%		21.21	19.80	19.84	20.69	16.12
002959.SZ	小熊电器	厨房小家电			第7/1.68%	次新股	81.63	66.91	47.46	25.00	17.66
002032.SZ	苏泊尔	厨房小家电	30	60	第2/6.7%		23.53	26.67	29.97	29.48	15.90
002403.SZ	爱仕达	炊具90%	30				6.32	6.38	5.13	4.99	5.43
689009.SH	九号公司	电动滑板车				次新股	-17	-53	386	508	-
002759.SZ	天际股份	电炖锅+六氟磷酸锂				减持	3.93	0.70	2.55	1.35	-0.98
002473.SZ	*ST圣莱	电热水壶				未分利润	-8.80	-16	3.92	-57	-8.18
603311.SH	金海高科	过滤网	50	40			9.79	10.63	8.09	8.92	7.62
300247.SZ	融捷健康	红外灯、按摩器				未分利润	3.94	2.80	-37	-54	-2.11
300272.SZ	开能健康	净水机				改名字	7.81	0.85	21.66	8.79	7.09
603486.SH	科沃斯	扫地机器人	40		第6/2.62%	次新股	6.78	34.36	24.88	4.54	10.07
688169.SH	石头科技	扫地机器人				次新股	-7.71	32.19	63.41	71.51	21.41
603868.SH	飞科电器	剃须刀80%		70	第3/1.62%		38.92	37.23	33.27	26.02	17.71
002705.SZ	新宝股份	西式小家电	85	50	第7/1.16%		16.85	12.23	12.03	15.21	20.27
603355.SH	莱克电气	吸尘器	60		第5/1.77%		15.91	9.78	11.90	15.40	12.33
300824.SZ	北鼎股份	创意小家电					23.07	15.67	23.96	21.45	14.48
603551.SH	奥普家居	浴霸+集成吊顶				有限合伙	29.99	35.21	31.80	23.01	7.29

数据来源：Wind，华福证券研究所

4.5 零部件

零部件的护城河来源主要是无形资产(专利和技术)。与汽车零部件供应商不同,家电零部件因为门槛较低,可替代性较高,因此转换成本较低。

图表 11: 零部件主要公司一览

零部件主要公司一览							ROIC (%)				
证券代码	证券简称	主营	海外	分红	陆股通	风险点	2016年	2017年	2018年	2019年	2020 Q3
300342.SZ	天银机电	压缩机零部件					15.05	13.97	7.14	9.96	5.88
603578.SH	三星新材	玻璃门体					20.69	14.90	11.52	9.98	9.01
300217.SZ	东方电热	电加热器					2.18	4.88	6.95	-3.80	2.70
603726.SH	朗迪集团	空调风叶70%					10.02	14.79	12.83	10.30	7.12
002676.SZ	顺威股份	空调风叶75%				资管计划	3.17	-1.72	2.51	2.27	3.25
603311.SH	金海环境	空调过滤网				改名字	9.79	10.63	8.09	8.92	7.62
300403.SZ	汉宇集团	排水泵	60	50		减持	14.33	10.91	10.14	10.57	8.73
603657.SH	春光科技	软管+配件				次新股	19.04	24.69	15.79	11.16	10.06
002420.SZ	ST毅昌	外观结构件				未分利润	2.03	-25	-58	27.60	9.17
002290.SZ	ST禾盛	外壳复合材料				非标意见	2.89	0.16	3.08	-63	7.49
603519.SH	立霸股份	外壳复合材料	30	60			10.50	11.78	12.69	18.12	11.21
300475.SZ	聚隆科技	减速离合器				有限合伙	7.91	6.62	1.34	3.68	2.39
603677.SH	奇精机械	洗衣机离合器					17.51	13.67	6.73	6.58	5.18
600619.SH	海立股份	压缩机					3.99	5.48	6.22	5.58	2.78
000404.SZ	长虹华意	压缩机				改名字	9.93	4.19	3.02	1.32	2.10
002860.SZ	星帅尔	压缩机				进军光伏	23.01	17.25	13.64	20.68	8.46
002050.SZ	三花智控	制冷: 冰箱+汽车	50	35	第3/6.59%		14.19	16.32	13.55	13.35	9.61
002418.SZ	*ST康盛	制冷控制				亏损	8.11	5.76	-25	-24	0.74

数据来源: Wind, 华福证券研究所

➤ **护城河较深的公司。**我们认为家电零部件公司中护城河较深的企业为三花智控。

五、 行业护城河较深的企业汇总

综上所述,我们认为家电行业护城河较深的企业如下:

图表 12: 家电护城河较深的企业汇总

子行业	护城河较深的公司
白电	海尔智家、海信家电、美的集团、格力电器
黑电	
厨电	老板电器、华帝股份、浙江美大
小家电	苏泊尔、飞科电器、科沃斯、石头科技、九阳股份
零部件	三花智控

数据来源：华福证券研究所

六、 风险提示

需要特别说明的是，一个公司是否有护城河，有一定的主观性。我们可能没有发现一个行业的护城河，从而犯第一类错误；也可能将一个原本没有护城河的行业误认为有护城河，从而犯第二类错误。

同时，一个公司护城河的深浅，可能随时间变化而变化。企业有的经营策略会加深其护城河，而有的会削弱其护城河，需要用动态的眼光来看待。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1088 号招商银行上海大厦 18 层

机构销售：金灿灿

联系电话：021-20657884

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn