

# 从渠道演化历史看美的： 因势而变，龙头亦舞

## 本周核心观点：

美的的发展史也是一部渠道进化的历史。从渠道的视角看，美的的发展历程可分为三个阶段：一是 2005 年以前，行业从导入期向发展期过渡，从产品供不应求到价格战频发。此时美的采用代理制渠道模式，链条为“美的集团—>一级代理—>二级代理—>零售商—>顾客”，收入从 92 年的 5 亿发展到 05 年的 213 亿，业绩高速增长的同时波动率较高。

二是 2005 年至 2011 年，行业从发展期向成熟期过渡，苏宁、国美等连锁卖场强势崛起。出于风险和自主性考虑，美的开始构建地方销售公司体制，渠道链条转变为“制冷/日电集团总公司的营销总部—合资公司—经销商”，更加扁平，更为敏捷。美的的电器营业收入从 09 年的 473 亿跃升至 11 年的 931 亿，GAGR 为 28%，业绩高速增长的同时波动率降低。日电集团效仿制冷集团改革后，销售额快速增长，专卖店网络在三四级市场强势渗透。但改革配套措施不足，区域营销公司很快出现亏损，此时美的在经历阵痛后很快对渠道进行再调整，显示出公司“迅速应变”的优良的基因。

三是 2012 年至今，行业步入成熟期，增速放缓，寡头垄断的市场格局愈发清晰，电商等新的消费趋势出现。渠道部分回归代理制，理念上从强调收入规模到注重利润创造转变。并在网点数量实现一、二级市场全覆盖，三、四级市场覆盖率达到 95% 以上后，美的开始着手改造渠道形态和渠道流程再造：1) 线上开拓电商渠道，2) 线下铺设旗舰店，3) “T+3” 模式变革。集团的利润增速开始超过收入增速，利润从 33 亿到 202 亿，GAGR 为 36%，是收入增速的两倍；盈利能力显著改善，净利率从 6% 升至 8% 以上一度高达 10%；总体业绩呈平稳向上趋势。

梳理这一历史，我们发现中间虽有挫折和反复，但美的渠道变革的方向并没有改变，一直在往触达更广泛的消费者，更扁平的渠道结构，更敏捷的市场反应的方向努力。前期依靠大量铺设网点，触达更多消费者获得规模优势，后期变革渠道形态，提高周转和效率从而降低成本，构建综合渠道优势。

## 家电行业跑输大盘，飞乐音响领涨板块

本周家电指数下跌 1.76%，同期上证指数下跌 0.82%，家电板块本周跑输大盘。年初至今，家电指数上涨幅度为 41.21%，跑赢上证综指 20.55pct。

## 家用电器

维持

增持

陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

执业证书编号：S1440518100004

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

发布日期：2019 年 09 月 23 日

## 市场表现



## 相关研究报告

19.09.02

2019 年秋季投资策略报告：白电龙头优势显，厨电底部将向上

本周受益于上海市国资委国企改制利好消息，上海市国资委旗下飞乐音响本周股价上涨 9.18%；万和电气周五尾盘直线拉升至涨停，本周上涨 8.5%；本周海信家电、科沃斯、苏宁易购股价下滑，周内跌幅分别达到 5.91%、4.07% 及 3.99%。

## 北向资金持续流入白电龙头

本周北向资金入场活跃，合计净流入 218.68 亿元，其中沪港通净流入 96.8 亿元，深港通净流入 121.88 亿元。北向资金持续锁定家电绩优股，本周，陆股通持股前 10 大家电公司均获增持。其中，老板电器、三花智控、格力电器本周陆股通持股占总股本比例分别提升 0.3、0.24、0.16 个百分点。

## 原油价格小幅上涨，铜铝下跌、面板延续下跌

本周布油价格受沙特阿美石油公司无人机袭击事件影响，9 月 16 日大幅上涨至 69.02 美元/桶，其后平稳回落，收于 64.28 美元/桶，周涨幅 6.74%。LME 铜价收于 5758.5 美元/吨，本周下跌 1.9%；铝收于 1762.5 美元/吨，本周下跌 0.31%。

8 月 Open Cell 面板价格数据公布，32 寸 Open Cell 面板价格 8 月均价收于 33 美元 / 片，较前期下降 3 美元 / 片；43 寸均价 75 美元 / 片，较前期下降 2 美元/片；49 寸均价 90 美元/片，较前期下降 9 美元/片；55 寸均价 106 美元 / 片，较前期下降 13 美元/片。

## 公司动态：

【奥佳华】通过股票回购专用证券账户已累计回购股份 725 万股，占总股本 1.29%，最高成交价为 17.66 元/股，最低成交价为 11.70 元/股。

【创维数字】19H1 权益分派，每 10 股派现 0.8 元（含税）。

【苏泊尔】回购股份决议前公布股东 SEB 持股 81%，无变动，港资持股 5.2%，较 8 月 29 日+0.05%。

【TCL 集团】累计回购股份占总股本 3.57% 的股票，耗资 16 亿，超出回购方案 15~20 亿的下限。

【科沃斯】向 283 名激励对象授予 575.2 万限制性股票，占公司总股本比例的 1.03%。

## 目录

一、本周核心观点：从渠道演化历史看美的：因势而变，龙头亦舞.....	3
二、家电行业跑输大盘，飞乐音响领涨板块 .....	14
（一）本周家电板块有所回调 .....	14
（二）飞乐音响表现靓丽，万和电气尾盘涨停.....	14
三、北向资金持续流入白电龙头 .....	15
四、原油价格上涨，铜、铝回落，面板继续下跌.....	16
（一）大宗原材料价格：原油价格上涨，铜铝价格下跌.....	16
（二）上游面板价格：8月面板数据公布，价格下跌.....	17
五、行业动态 .....	17
六、公司动态 .....	19
（一）公司公告 .....	19
七、投资建议及公司估值 .....	20
八、风险因素 .....	21

## 图表目录

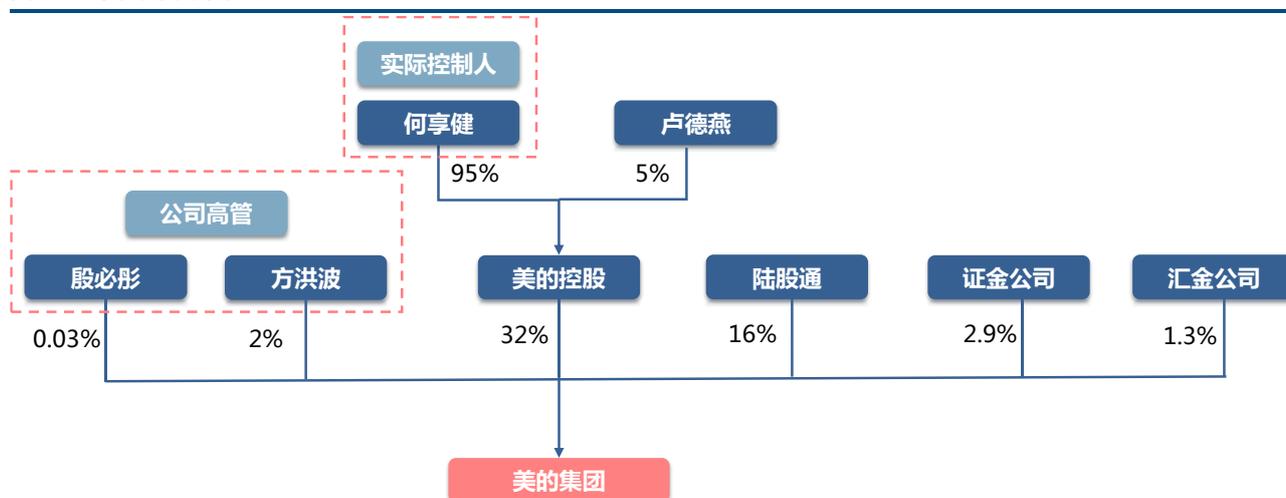
图表 1：美的集团股权结构 .....	3
图表 2：美的集团历年营业收入 .....	4
图表 3：美的集团历年净利润 .....	5
图表 4：美的集团历年盈利能力 .....	5
图表 5：2008 年上半年营销分公司设立 .....	7
图表 6：分公司治理架构 .....	8
图表 7：代理商回归，冰洗分灶 .....	10
图表 8：“集团一事业部”两级架构 .....	11
图表 9：2011 年后空冰洗增速迅速下滑.....	11
图表 10：美的集团渠道全景 .....	13
图表 11：板块涨跌幅度（单位：%） .....	14
图表 12：本周各板块涨跌幅：（单位，%） .....	14
图表 13：家电板块股价涨跌幅表现 .....	15
图表 14：陆股通持股比例前十位近一周持股比例环比增减趋势（单位：%） .....	15
图表 15：陆股通持股比例前四位近三个月陆股通持股比例趋势变化：（单位，%） .....	16
图表 16：油价与线材价格（单位：美元/桶，元/吨） .....	16
图表 17：铜价与铝价（单位：美元/吨） .....	16
图表 18：各尺寸 Open-Cell 面板价格走势（单位：美元） .....	17

## 一、本周核心观点：从渠道演化历史看美的：因势而变，龙头亦舞

### 1、股权结构多元，治理水平较高

美的集团股权结构清晰，实际控制人何享健间接持有公司 30.82% 的股权，集团自 2014 年以来实施了 9 轮股权激励计划，将公司利益与员工利益绑定，公司高管方洪波、殷必彤分别持股 2%、0.03%。海外资金对公司较为偏好，陆股通渠道资金近年持股比例持续上升，从 18 年的 9.87% 上升至当前的 16.23%，此外证金、汇金公司亦长期持有公司股份。整体而言，公司股权结构稳定，持股多元化且有较高的治理水平。

图表 1：美的集团股权结构



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

### 2、美的上市以来的业绩变迁：从收入创造到利润创造

美的 1968 年成立于广东顺德，是一家消费电器、暖通空调、机器人与自动化系统、智能供应链（物流）的科技集团，提供多元化的产品种类与服务，包括以厨房家电、冰箱、洗衣机、及各类小家电为核心的消费电器业务；以家用空调、中央空调、供暖及通风系统为核心的暖通空调业务；以库卡集团、美的机器人公司等为核心的机器人及自动化系统业务；以安得智联为集成解决方案服务平台的智能供应链业务。

美的的空调业务始于 1985 年成立的“美的空调设备厂”，1992 年完成股份制改造，成立美的集团股份有限公司，1993 年，美的电器股票在深圳证券交易所挂牌上市。上市以来，美的的业绩主要经历三个阶段：

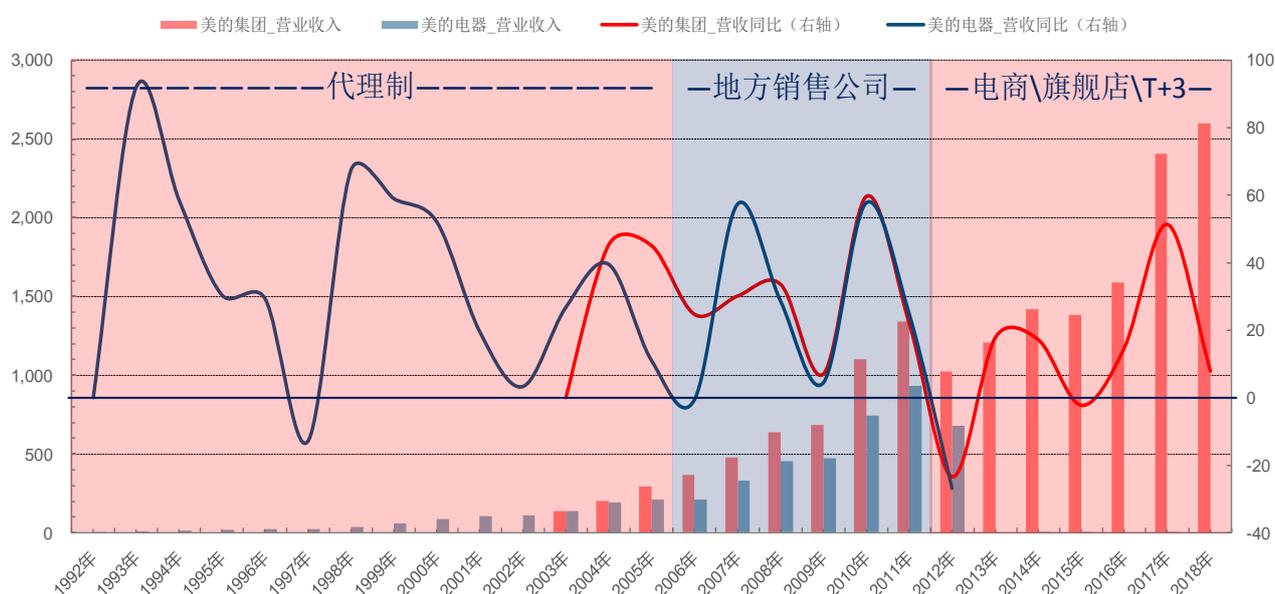
第一阶段，1992—2005 年，行业从导入期到发展期过渡，从供不应求到价格战频发。以渠道视角看，此时美的依靠代理商进行渠道拓展和产品推广。这一阶段期间，美的电器营业收入从 5 亿增长到 213 亿，GAGR 为 33.73%；净利润从 0.96 亿到 3.82 亿，GAGR 为 11.20%，低于收入增长；毛利率从 93 年的 35.7% 降至 2005 年的 18.4%，净利率从 93 年的 15.4% 降至 02 年的 3.0%。总体业绩波动率较高。

第二阶段，2006—2011 年，行业从发展期到成熟期过渡，中小弱厂商逐渐退出市场，市场格局向寡头垄断

过渡。以渠道视角看，此时美的开始自建渠道，开拓更多销售通路，进行销售公司体制改革，增强渠道掌控力。这一阶段期间，美的集团营业收入从 368 亿增长到 1340 亿，GAGR 为 29.49%；净利润从 6.76 亿增长到 34.73 亿，GAGR 为 38.72%，高于收入增长；毛利率主要在 18%—19% 区间内波动，净利率主要在 4%-5% 区间波动。总体业绩波动率降低。

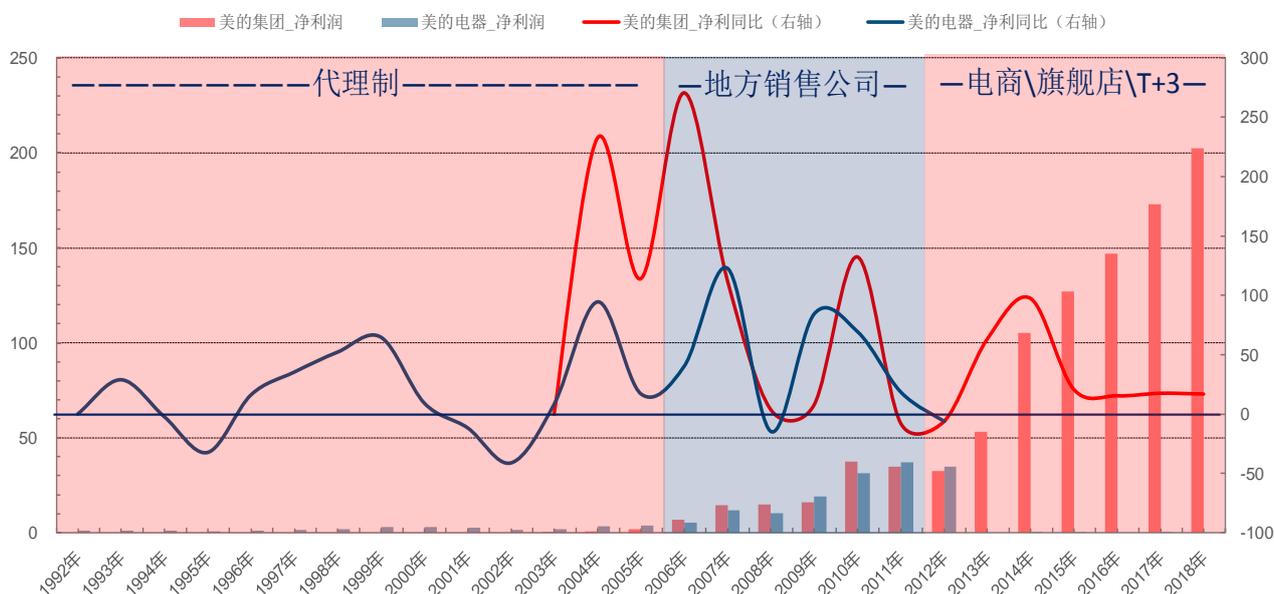
第三阶段，2012—2018 年，行业步入成熟期，市场寡头垄断格局愈发清晰。以渠道视角看，此时美的渠道体制经历阵痛后再调整，部分回归代理制，并在网点覆盖面足够后，着手改造渠道形态和流程再造。这一阶段期间，美的集团营业收入 1210 亿到 2559 亿，GAGR 为 16.50%；净利润从 32.59 亿增长至 202.31 亿，GAGR 为 35.57%，是收入增速的两倍；毛利率从 22.6% 逐步提高大 27.5%，净利率从 6% 升至 8% 以上一度高达 10%，盈利能力显著改善。总体业绩呈平稳向上趋势。

图表 2：美的集团历年营业收入



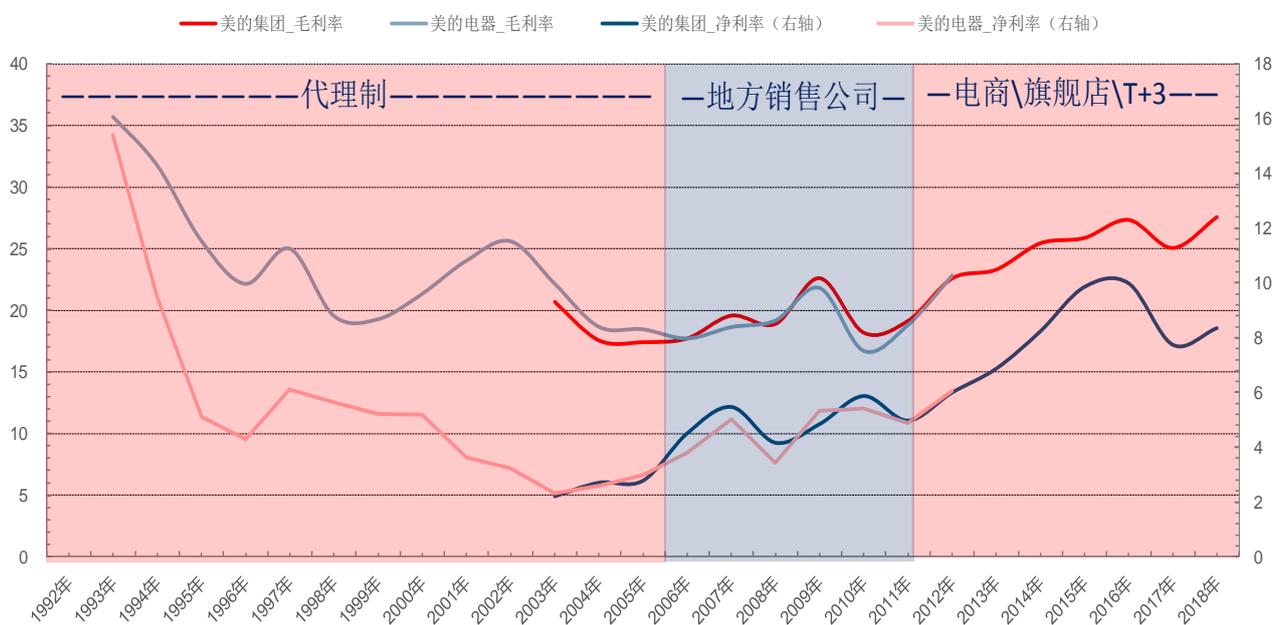
资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

图表 3：美的集团历年净利润



资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

图表 4：美的集团历年盈利能力



资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

### 3、从渠道视角看美的发展：顺势而为，因势而变

#### （一）2005 年以前：依托代理，行销天下

在 2005 年以前，美的集团采取“美的集团—>一级代理—>二级代理—>零售商—>顾客”的渠道策略。公司以一级代理商为主体，将产品以卖断形式销售给一级代理商，通过一级代理商及其分销商覆盖 KA（如国美、苏宁）、专卖店、传统以及网络等销售渠道。美的集团仅与一级代理商存在经销关系，并不直接覆盖其他销售渠道，在与一级代理商合作过程中，美的集团提供必要的广告投放、推广策略等，其他销售安排均由一级代理商负责，如分销渠道选择、终端制作费、促销费、物流和仓储费等。

代理商在美的集团的渠道中占据了极为重要的作用，美的集团依托代理商建立自有渠道。由于美的的销售活动灵活，代理商拥有极大的利润空间，自有渠道也得到了良好发展，为美的发展起到极为关键的作用。

#### （二）2005—2011 年：体制改革，加强控制

#### 改革背景：渠道费用高增、“格力国美”“分手事件”为标志

1) 市场竞争恶化，原有渠道费用高增。2005 冷年，空调市场竞争恶化，国内市场销量下降，国内空调总销售 2694 万台，比 2004 年减少近 2 万台。但与此同时，家电连锁卖场消耗的营销费用却继续大幅增加。2005 年上半年，国美的门店数量从去年 162 家增长到 309 家，增幅为 91%，但销售收入只增长 32%，永乐门店数量从 04 年同期 74 家增长到 135 家、增长 82%的同时，销售收入也只增长 43%，苏宁营业费用同比翻一倍。家电连锁高速圈地，单店效益却普遍下滑，高增的费用转嫁给了厂商，但销售收入未能同步增长，厂商利益被削弱。

2) “格力国美分手事件”后，分散渠道风险的考虑。2004 年，国美将格力的空调大幅降价销售去库存，破坏了格力在市场中一向统一的、稳定的价格体系，直接导致了两者合作破裂。此事过后，美的等家电厂商对开拓多元化渠道，增强渠道掌控力方面开始着手推进。

#### 改革措施：建立地方营销公司体制

##### 美的制冷集团（美的电器）：

美的渠道变革始于家用空调产品，2005 年美的开始了空调营销改革试水，由广东美的制冷设备公司与代理商合作成立了三家控股销售合资公司，分别是中山美的空调销售公司、浙江美的空调销售公司和上海美的空调销售公司，其中美的占股 51%。

2006 年，美的制冷集团扩大合资公司的范围，开始推动各地营销中心实体化运作，在北京、上海、杭州、重庆、长沙、芜湖等地试点与经销商合资成立 8 家空调销售公司，在有效监控之下，销售业务权力充分下放到试点的销售公司。销售业务权下放，使企业可以快速响应市场需求，使美的空调在国内市场份额不断提升。

2007 年，美的家用空调事业部进一步推动各地分公司与代理商成立合资公司。如美的空调浙江销售分公司与代理商杭州百诚集团共同成立了美的浙江杭嘉湖销售公司，负责杭州、嘉兴、湖州三个地区的销售代理。公司组建后，大部分原来分公司的职业经理人变身成为合资公司的股东，原二级代理商得以打掉中间环节，开始直

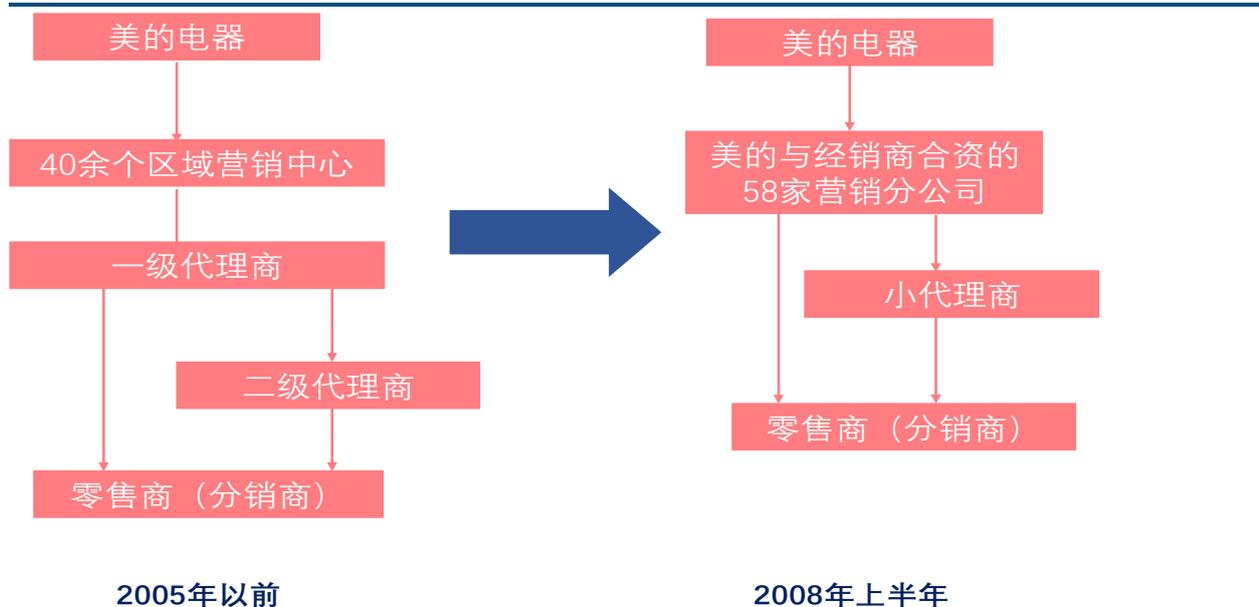
接从厂家合作。

营销分公司的股权关系上，美的从变革之初的控股、参股到最后逐步退出。如 2009 年注销中山市美的空调销售有限公司，出售控股子公司成都市美的空调销售有限公司、云南美的空调销售有限公司、汕头市美的空调销售有限公司等。

改革后的最终形态是，营销分公司由美的空调经销商与美的分公司管理团队合资成立。美的制冷集团不投资，也不占股，合资销售分公司与总部完全变成市场关系，实现销售渠道社会化。对于营销分公司，美的输出其品牌、管理、政策支持等资源，同时在一段时间内承诺，如果区域销售公司产生亏损，美的将予以补贴。

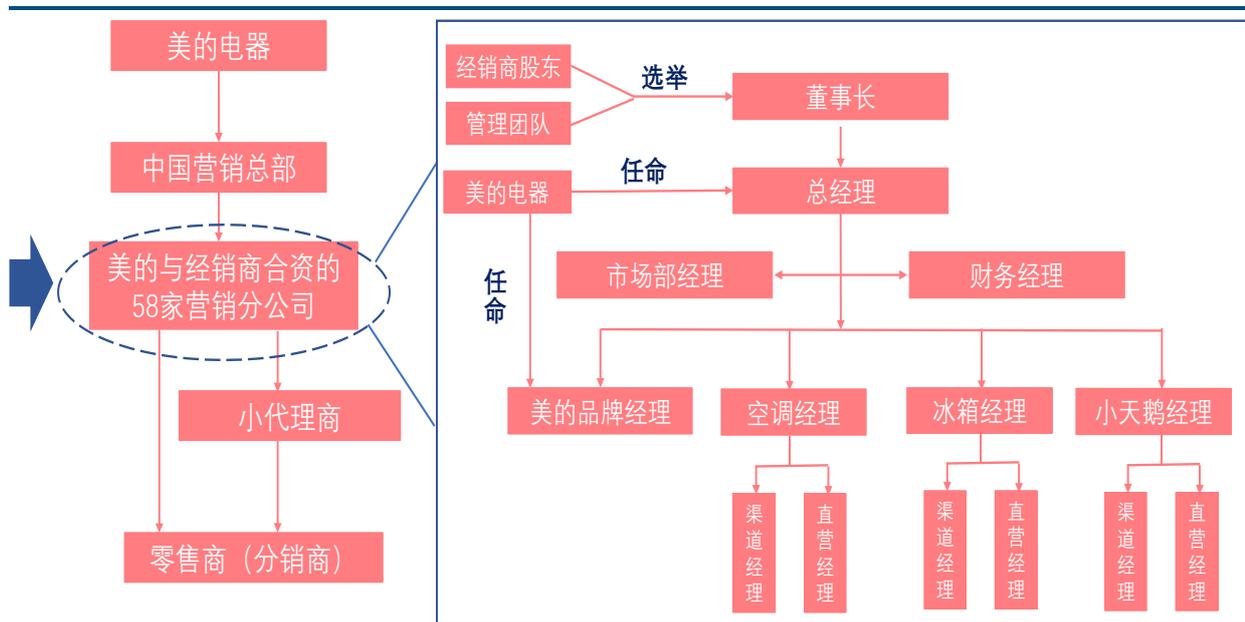
改革后营销分公司的治理架构：1) 公司董事长由股东选出，负责监督公司运营及对外关系沟通，一般为代理商担任；2) 总理由美的派驻，对董事长及美的电器负责，管理市场部经理、财务经理、品牌经理，对整个企业的内部运作负责，但在实际运作中代理商经销商股东的话语权较弱，运营工作主要由美的派驻的总经理决策；3) 品牌经理对总经理和美的电器负责，进行人员管理、网络开发、活动策划、产品规划等，由美的电器任命，总经理有否决权。产品线负责销售公司提供店内美的产品专柜的装修，提供整体门店设计，并承担房租。美的电器要求销售公司货物库存较大，每月制定促销政策及提货奖励，要求经销商从销售公司提货；4) 市场部经理对总经理负责，由总经理任命。销售公司市场部协助品牌经理来制定市场整体推广计划，从事广告促销宣传的选材、活动计划和实施等工作；5) 销售公司提供专柜促销员，负责销售人员的招聘、培训和管理；销售公司招聘销售人员运转，并利用当地代理商人员进行终端促销，经销商一般只需配合工作；6) 销售公司建立的售后服务网络，以承担安装和售后服务工作，销售公司自行规定市场价格，对于违反规定价格的行为加以制止，但不同销售公司间价格有可能不同。整体上，这一阶段销售公司的经营职权和产品定价权仍牢牢把握于美的手中，经销商和代理商更多是以参股方式和美的形成利益绑定。

图表 5：2008 年上半年营销分公司设立



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表 6：分公司治理架构



资料来源：中信建投证券研究发展部

2009年，美的制冷集团进一步推动营销模式变革，继对各地销售公司实体化变革后，对总部资源进一步整合。制冷家电集团以家用空调国内事业部营销公司为平台，整合制冷集团市场部国内市场及冰箱事业部国内营销等非业务管理职能，成立中国营销总部，负责空调和冰箱市场销售，实现统一管理内销市场。各区域市场冰箱业务统管机构也并至当地美的空调销售公司，搭建起统一的销售平台。原美的空调销售公司也更名为“美的制冷家电销售公司”。

### 美的日电集团：

2007年，美的小家电河南北部试行组建合资销售公司，引入了四家当地主要的代理商参股。

2008年，美的小家电在汕头与当地代理商成立合资营销公司。合资公司中，代理商和美的的小家电参股比例先是8:2，引入职业经理人后将调整为代理商8成、美的小家电1成、合资公司管理层1成。

2009年，美的日电集团全面推行渠道变革。在原来各品类的代理商体系上产生各自的营销公司，衍生出了大量的营销公司。

2010年，美的日用家电集团对旗下的五大事业部的国内销售本部职能重新进行整合，将原生活电器、微波电器、环境电器、整体厨卫、精品电器、水家电，销售公司下设各驻外营销机构调整至中国营销总部，成立日用家电集团中国营销总部。营销总部在全国下设60个分部，成立以日电集团为大平台的销售公司，成为美的所有日电产品在当地的总代理商。

2011年5月，美的日电集团再次推进渠道变革，进一步向美的制冷家电集团对营销平台整合的成果靠拢，对下设各分部进行调整，最新设立63个分公司。

至2011年下半年，美的日电集团的渠道变革完成。各地的分公司完全成为美的在区域市场中唯一的代理

商，与营销总部完全变成贸易关系。各销售公司成为具有管理和经营双重职能的平台，掌握代理商营销业务的决策权，代理商的地盘被缩小。架构和治理上，美的分公司是独立法人，自负盈亏，代理商可以入股，由美的派出总经理指导经营。

### （三）2011—2012 年：调档换速，精兵简政

#### 改革背景：行业低迷，亏损出现

1) 刺激政策结束。2011 年 6 月 30 日，家电行业的“节能惠民产品补贴”宣告结束，家电下乡、以旧换新等政策也于 2011 年 12 月 31 日结束；2) 地产调控到来。政府对地产行业的严厉调控，使得房地产交易同比大跌 4 成以上；3) 出口需求衰减。海外订货量也受到欧美债务危机的影响而逐步下降。出口量前四位的格力、美的、海尔和志高，2011 年 11 月出口同比下滑 50%以上。4) 2011 年年末，区域销售公司陆续开始出现亏损，并且亏损不断蔓延。市场降速后，美的集团派驻在各合资销售公司的大量人员（集团营销人员高峰时逾万人）成为沉重的成本负担。

#### 改革措施：冰洗分家，日电重回代理制

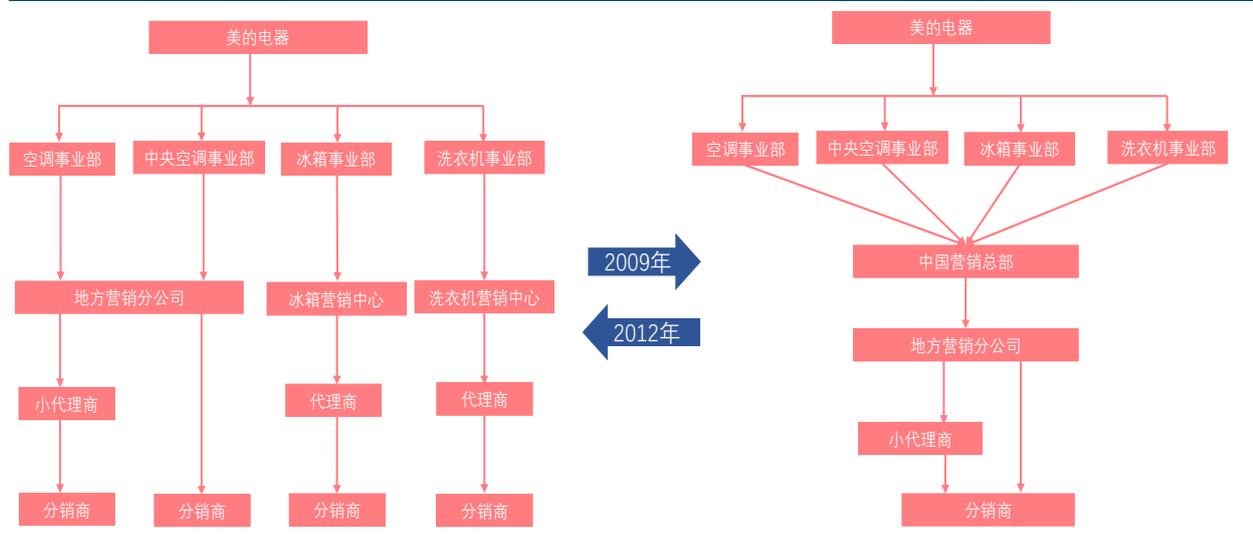
##### 营销体系变革：

1) 日电集团重回代理机制。2011 年年末公司果断对并未完全成型的小家电（美的日电）营销体系进行瘦身，大部分地区市场运作，由合资销售分公司模式回到代理制，人员也随之减少。60 多家合资销售分公司，只保留了 11 家，余下机构经过部分合并变为 50 个分部。

2) 区域分公司专注空调业务，“冰洗分灶吃饭”。空调、冰箱、洗衣机的营销业务分灶吃饭，冰箱、洗衣机销售重返代理制，区域营销公司专注于高毛利率的空调业务。并且进一步精简销售分公司，将 60 多家合并至 40 余家。公司将冰箱和洗衣机业务从区域销售公司独立出来，回归产品事业部，推动“研产销”一体化管理与专业化运作，扁平组织机构，优化渠道结构，推行大代理制，确保代理规模。

3) 区域分公司自负盈亏。相关的预算费用由总部下放到销售公司，销售公司自负盈亏，总部不再对其补贴。

图表 7：代理商回归，冰洗分灶



资料来源：中信建投证券研究发展部

### 集团架构变革：

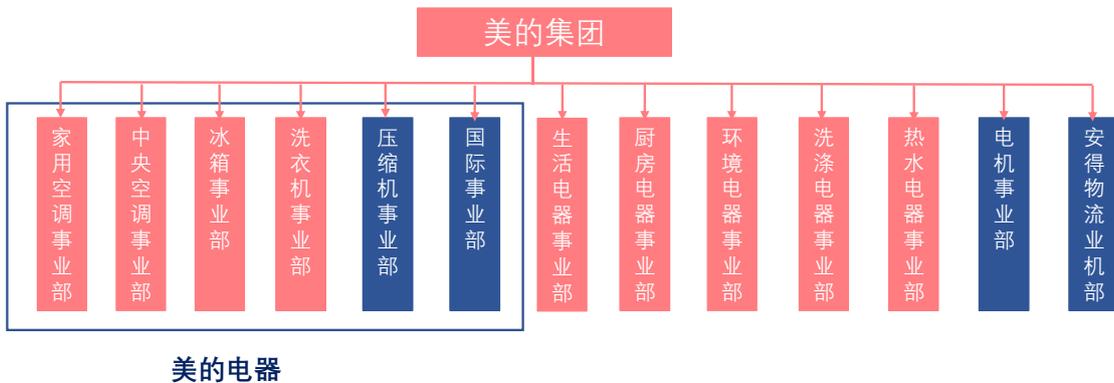
#### 实施“小集团、大事业部”运营模式：

##### 1) 撤销中国营销总部，重新归由事业部独立运营（群狼机制）。

2) 推行内部整合，实现“集团—事业部”两级架构，更加扁平化。集团层面，定位管控平台，全面把握公司战略发展方向、运营风险管控、服务支持以及整合集团采购、物流以及售后等功能，最大化发挥集团资源整合和协同效应。在员工层级上，集团普通员工到方洪波层面一共 4 级，原有管理岗 M5-M8 被压缩为一个职级，更加精简高效。

3) 事业部层面，形成“9+2+1 结构”。9 个终端消费品事业部（空、冰、洗、中央空调、生活、厨房、环境、洗涤、热水器）+2 个产业链的核心部件事业部（压缩机、电机）+ 1 个国际运营平台（国际事业部负责自主品牌推广）及全国网络布局物流公司（安得）共十三个经营单位，架构清晰精简。集团充分放权，各事业部拥有经营自主权，实现“研产销”一体化。

图表 8：“集团—事业部”两级架构



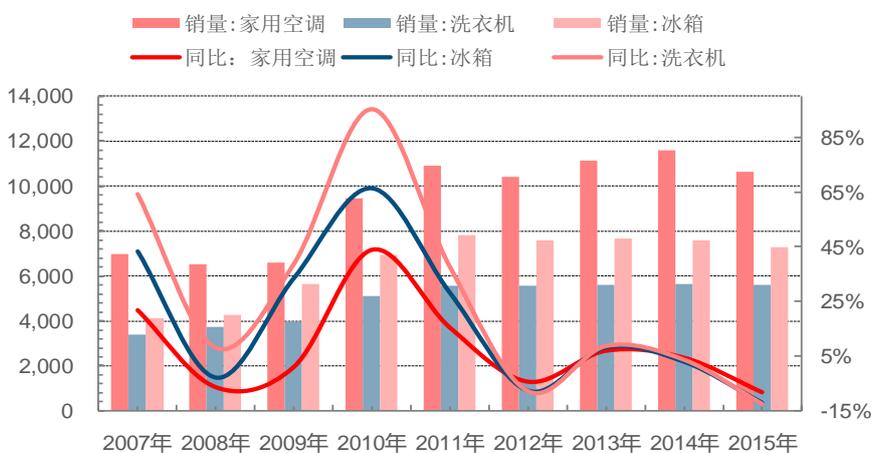
资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

#### （四）2013 年一至今：渠道形态变革与流程再造

##### 改革背景：传统网点覆盖率较高，新消费趋势出现

1) 电子商务方兴未艾。时值家电网购刚起步，2012 年奥维咨询（AVC）预测家电网购 2015 年家电网购规模将破千亿，占总体家电市场比重 14%，成为家电市场的第三大渠道。这一趋势被美的所捕捉。2012 年，美的年报首次提及电商并援引了这一数据，2013 美的年再度援引艾瑞咨询数据再度说明电商的快速发展。2) 行业增速放缓，“空冰洗”告别 2010、2011 年的双位数增长，随后几年行业增速负增长或低速增长。3) 前次去库存的教训。2011 年以来砍品类、去库存、控费用的断臂求存经历让美的对于渠道库存风险有了深刻教训。4) 渠道网点密度充足后，更高效的渠道形态需要。2012 年底，美的集团在全国拥有约 70000 家经销商，约 15,000 家专卖店、约 45,000 个乡镇网点，在一、二级市场实现全覆盖，在三、四级市场覆盖率达到到了 95% 以上。至此，美的集团的网点铺设密度基本充足，后续进入了渠道形态升级阶段。

图表 9：2011 年后空冰洗增速迅速下滑



资料来源：产业在线、中信建投证券研究发展部

## 改革措施：变革渠道形态，再造渠道流程

此轮渠道改革可归纳为三个面向：1) 线上开拓电商渠道。2) 线下渠道下沉，铺设大量旗舰店。3) 渠道流程再造，推行 T+3 模式。

### 1) 线上开拓电商渠道

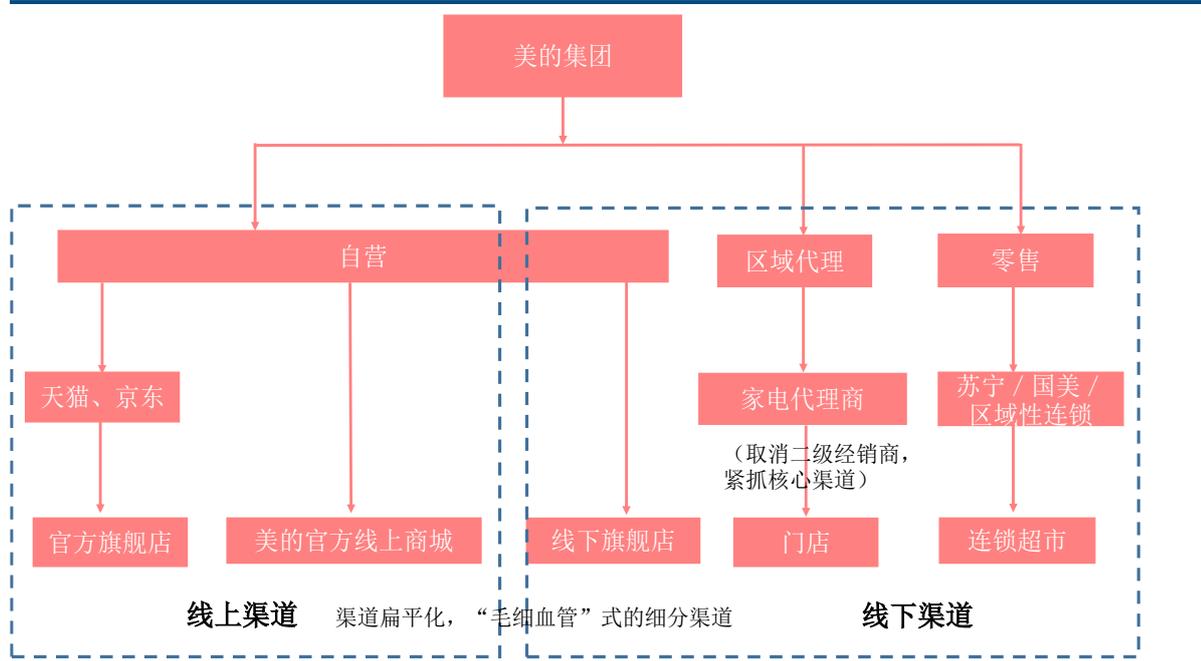
- ① 2008 年，美的开始试水电商，但以经销商为主。
- ② 2012 年 6 月，美的生活电器独家合伙京东，推行线上线下双品牌策略。9 月，注册电商品牌“Easy Cooker”易酷客，配备从研发到营销配备独立的团队，开启美的电商渠道大跃进。
- ③ 2013 年美的整合 16 家天猫旗舰店，为今后线上发展扫清障碍。
- ④ 2014 年，正式成立集团电子商务公司，启动“美的官方”商城运营。
- ⑤ 2015 年，公司发布公告与京东签署战略合作意向书，在渠道拓展领域进行更加全面深入的合作，年度经营目标为 100 亿。
- ⑥ 2016 年，构建互联网大数据平台体系，加快美的电商业务全渠道战略部署。
- ⑦ 2017 年，推动渠道变革转型，推动电商平台直营，降低渠道库存。
- ⑧ 2018 年，和电商平台开展供应链深度协同项目，通过精细化运营提升效率。

### 2) 线下渠道下沉，致力融合线下与扁平化

- ① 2013 年大力推动美的旗舰店与专卖店建设，旗舰店数量提升至 800 家。
- ② 2014 年，美的在县城，积极推进旗舰店建设。线下旗舰店总数突破 1900 家，在三四级市场实现超过 70% 覆盖，同时与苏宁、国美和各区域 70 多家家电连锁建立战略合作。以旗舰店为主要载体的电商 O2O 融合业务逐步落实。
- ③ 2015 年，旗舰店数量达 3000 家，实现零售、服务、配合电商、会员互动的四大功能。
- ④ 2016 年开始构建大数据平台体系，推进全渠道部署。
- ⑤ 2017 年推动渠道变革转型，缩减线下渠道层级。
- ⑥ 2018 年提出全屋智能解决方案，在建材渠道开设体验中心，同时开始着力拓展 B2B 业务。
- ⑦ 2018-至今，探索网批模式，上线美云销系统，构建“厂商——小 B 商”通路。

至此，美的集团形成了在成熟一、二级市场，依托大型家电连锁卖场，在广阔三、四级市场，以旗舰店、专卖店、传统渠道和新兴渠道为有效补充的全渠道布局。营收占比上，线上渠道、线下专卖店渠道、KA 渠道占比分别约为 30%、60%、10%。

图表 10：美的集团渠道全景



资料来源：中信建投证券研究发展部

## 4、总结：从渠道角度再看美的，因势而变，龙头亦舞

美的的发展史也是一部渠道进化的历史。从渠道的视角看，美的的发展历程可分为三个阶段：

一是 2005 年以前，行业从导入期向发展期过渡，从产品供不应求到价格战频发。此时美的采用代理制渠道模式，链条为“美的集团→一级代理→二级代理→零售商→顾客”，收入从 92 年的 5 亿发展到 05 年的 213 亿，业绩高速增长的同时波动率较高。

二是 2005 年至 2011 年，行业从发展期向成熟期过渡，苏宁、国美等连锁卖场强势崛起。出于风险和自主性考虑，美的开始构建地方销售公司体制，渠道链条转变为“制冷/日电集团总公司的营销总部—合资公司—经销商”，更加扁平，更为敏捷。美的电器营业收入从 09 年的 473 亿跃升至 11 年的 931 亿，GAGR 为 28%，业绩高速增长的同时波动率降低。日电集团效仿制冷集团改革后，销售额快速增长，专卖店网络在三四级市场强势渗透。但改革配套措施不足，区域营销公司很快出现亏损，此时美的在经历阵痛后很快对渠道进行再调整，显示出公司“迅速应变”的优良的基因。

三是 2012 年至今，行业步入成熟期，增速放缓，寡头垄断的市场格局愈发清晰，电商等新的消费趋势出现。渠道部分回归代理制，理念上从强调收入规模到注重利润创造转变。并在网点数量实现一、二级市场全覆盖，三、四级市场覆盖率达到 95% 以上后，美的开始着手改造渠道形态和渠道流程再造：1) 线上开拓电商渠道，2) 线下铺设旗舰店，3) “T+3” 模式变革。集团的利润增速开始超过收入增速，利润从 33 亿到 202 亿，GAGR 为 36%，是收入增速的两倍；盈利能力显著改善，净利率从 6% 升至 8% 以上一度高达 10%；总体业绩呈平稳向上趋势。

梳理这一历史，我们发现中间虽有挫折和反复，但美的渠道变革的方向并没有改变，一直在往触达更广泛的消费者，更扁平的渠道结构，更敏捷的市场反应的方向努力。同时，美的也在过往历次渠道变革中，展现出面对市场变化的快速反应能力，体现出公司优良治理结构带来的高弹性、高柔性的基因，目前家电行业渠道变

革风起云涌，电商新零售变革正在快速展开，复盘美的渠道变化历史，也使我们对公司未来的发展道路更加有信心。想要了解更多美的渠道变革的详细情况，欢迎参阅我们的同名深度《从渠道演化历史看美的，因势而变，龙头亦舞》。

## 二、家电行业跑输大盘，飞乐音响领涨板块

### （一）本周家电板块有所回调

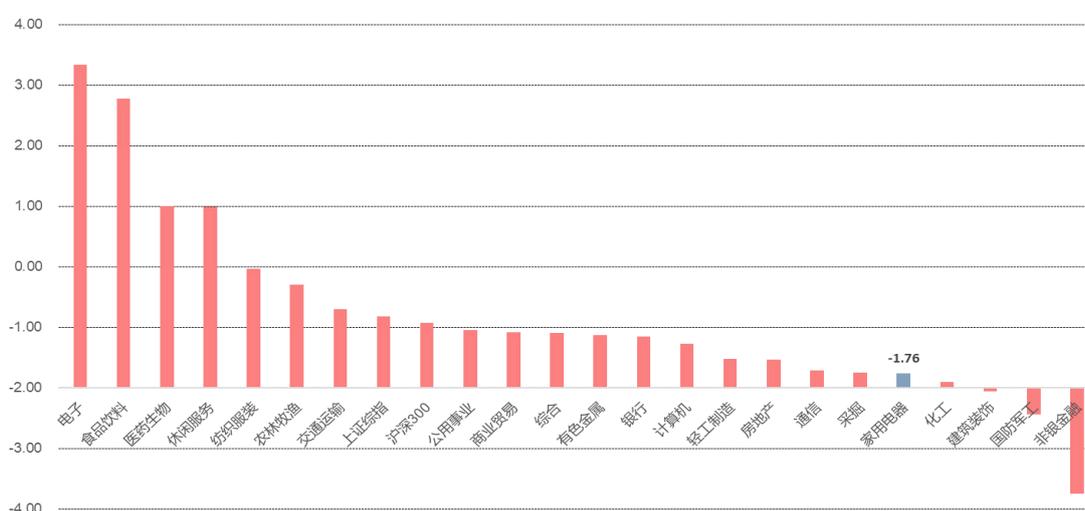
本周家电指数下跌 1.76%，同期上证指数下跌 0.82%，家电板块本周跑输大盘。年初至今，家电指数上涨幅度为 41.21%，跑赢上证综指 20.55pct。

图表 11：板块涨跌幅度（单位：%）

证券代码	证券简称	最新股价	本周涨幅	本月涨幅	本季涨幅	年初至今涨跌幅
000300.SH	沪深 300	3935.65	-0.92	3.58	2.88	30.72
000001.SH	上证综指	3006.45	-0.82	4.16	0.93	20.55
801110.SI	家用电器	6997.70	-1.76	3.32	2.46	41.21

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 12：本周各板块涨跌幅：（单位，%）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

### （二）飞乐音响表现靓丽，万和电气尾盘涨停

本周受益于上海市国资委国企改制利好消息，上海市国资委旗下飞乐音响本周股价上涨 9.18%；万和电气周五尾盘直线拉升至涨停，本周上涨 8.5%；本周海信家电、科沃斯、苏宁易购股价下滑，周内跌幅分别达到 5.91%、4.07% 及 3.99%。

**图表 13：家电板块股价涨跌幅表现**

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	2019年09月14日收盘价（元）	一周涨跌幅（%）	月初至今涨跌幅（%）	本季度涨跌幅（%）	年初至今涨跌幅（%）
涨幅排行榜							
600651.SH	飞乐音响	44.5	4.52	9.18	17.71	22.16	39.94
002543.SZ	万和电气	78.7	10.59	8.50	14.49	5.88	10.57
600060.SH	海信电器	117.6	8.99	5.15	17.52	5.36	4.63
002668.SZ	奥马电器	74.0	6.83	4.43	24.18	31.85	40.25
600261.SH	阳光照明	64.0	4.41	3.52	6.52	20.16	34.84
跌幅排行榜							
0921.HK	海信家电	110.7	8.12	-5.91	-1.22	-11.28	46.79
603486.SH	科沃斯	137.2	24.49	-4.07	-3.01	-19.04	-24.79
002024.SZ	苏宁易购	985.0	10.58	-3.99	-1.49	-7.84	8.53
600839.SH	四川长虹	131.6	2.85	-3.39	5.17	-2.66	24.31
1070.HK	TCL 电子	95.4	4.04	-2.88	17.10	7.16	38.83

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

### 三、北向资金持续流入白电龙头

本周北向资金入场活跃，合计净流入 218.68 亿元，其中沪港通净流入 96.8 亿元，深港通净流入 121.88 亿元。北向资金持续锁定家电绩优股，本周，陆股通持股前 10 大家电公司均获增持。其中，老板电器、三花智控、格力电器本周陆股通持股占总股本比例分别提升 0.30、0.24、0.16 个百分点。

**图表 14：陆股通持股比例前十位近一周持股比例环比增减趋势（单位：%）**

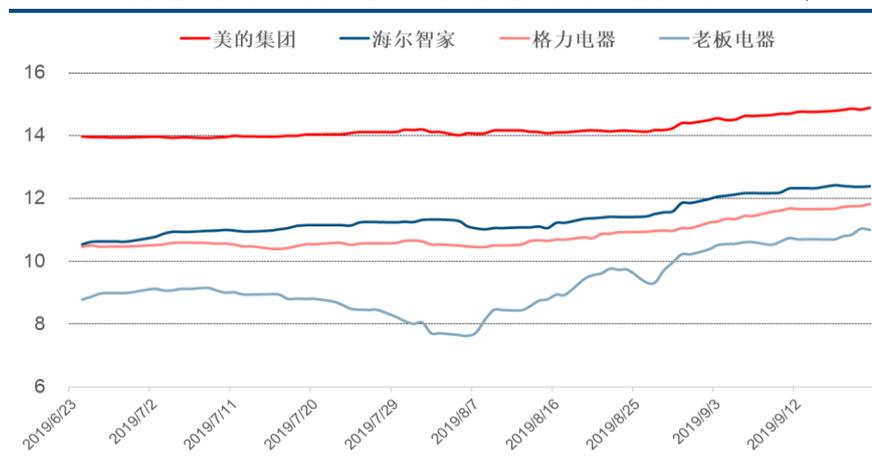
证券代码	证券简称	沪（深）股通持股占比	9月16日	9月17日	9月18日	9月19日	9月20日	较上周累计增减
000333.SZ	美的集团	14.88	0.03	0.03	0.04	-0.03	0.06	0.13
600690.SH	海尔智家	12.39	0.09	-0.02	-0.02	-0.01	0.02	0.06
000651.SZ	格力电器	11.83	0.01	0.06	0.02	0.01	0.06	0.16
002508.SZ	老板电器	10.99	0.00	0.10	0.05	0.19	-0.04	0.30
002050.SZ	三花智控	9.40	-0.04	-0.01	0.04	0.15	0.10	0.24
002032.SZ	苏泊尔	5.21	0.00	-0.01	0.02	0.03	0.02	0.06
600261.SH	阳光照明	5.11	0.00	0.10	0.05	-0.17	0.03	0.01
000921.SZ	海信家电	4.46	-0.04	0.05	0.01	0.04	0.06	0.12
002677.SZ	浙江美大	2.52	0.00	0.01	0.03	0.03	0.05	0.12
002242.SZ	九阳股份	2.44	-0.03	0.04	0.10	0.03	0.06	0.20

资料来源：WIND、中信建投证券研究发展部

本周陆股通持股比例前四位的龙头企业均获大量增持，美的、海尔、格力、老板陆股通持股占比较上周分

别提升 0.13、0.06、0.16、0.30 个百分点，截至 9 月 20 日，美的、海尔、格力、老板的沪深股通占全部 A 股比例分别为：14.88%、12.39%、11.83%、10.99%。

图表 15：陆股通持股比例前四位近三个月陆股通持股比例趋势变化：（单位，%）



资料来源：WIND、中信建投证券研究发展部

## 四、原油价格上涨，铜、铝回落，面板继续下跌

### （一）大宗原材料价格：原油价格上涨，铜铝价格下跌

本周布油价格受沙特阿美石油公司无人机袭击事件影响，9 月 16 日大幅上涨至 69.02 美元/桶，其后平稳回落，收于 64.28 美元/桶，周涨幅 6.74%。LME 铜价收于 5758.5 美元/吨，本周下跌 1.9%；铝收于 1762.5 美元/吨，本周下跌 0.31%。

图表 16：油价与线材价格（单位：美元/桶，元/吨）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 17：铜价与铝价（单位：美元/吨）

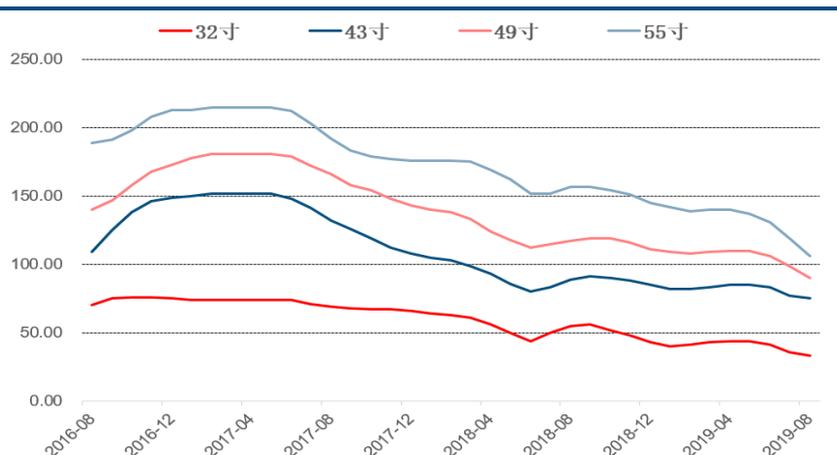


资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

## （二）上游面板价格：8月面板数据公布，价格下跌

8月Open Cell面板价格数据公布，32寸Open Cell面板价格8月均价收于33美元/片，较前期下降3美元/片；43寸均价75美元/片，较前期下降2美元/片；49寸均价90美元/片，较前期下降9美元/片；55寸均价106美元/片，较前期下降13美元/片。

**图表 18：各尺寸 Open-Cell 面板价格走势（单位：美元）**



资料来源：Witsview 中信建投证券研究发展部

## 五、行业动态

【产业在线：19年8月新能源车市场表现不佳，销量达8.5万，-15.8%】19年8月新能源汽车产量完成8.7万，-12.1%，同时销量比上年同期明显下降。其中纯电动汽车销售达6.9万，-6.0%；插电式混合动力汽车销量达1.6万辆，-41.3%。

<https://mp.weixin.qq.com/s/gQaRSHXL5o4XuLdU5nNB5A>

【中怡康时代：19年中美贸易战对中国家电业产生不利影响，部分中国商品关税税率提高到25%】中国对美国的贸易中家电出口额占7%，贸易顺差10%，主要是黑电及照明产品，占比达65%左右。原物料价格的波动加剧与国际品牌打造的较大阻力将对中国家电业产生深远影响。

<https://mp.weixin.qq.com/s/FLYfg7CiDbMbvfg-LIWY-A>

【奥维云网：19年8月冰箱线上市场增长良好，零售额为32亿，+10.4%】2019年8月冰箱线上市场零售量为175万，+16.0%。各类型产品价格均呈下探趋势，2000元以下的产品零售额占比超过40%，零售量占比超过67%，需求集中在低端市场释放。

<https://mp.weixin.qq.com/s/9PVwH6E1IyLawWVD3yl-3Q>

【奥维云网：2019年8月家电线下市场回暖，冰箱线下零售额59亿元，+7.1%】2019年8月线下市场冰箱零售额59亿元，+7.1%，零售量159万台，+0.6%；洗衣机零售额37.3亿元，+6.8%，零售量139万台，-0.1%；

空调零售额 90 亿元, -4.3%, 零售量 256 万套, +1.4%; 油烟机零售额 25.3 亿元, +6.2%, 零售量 178 万台, +11.5%; 洗碗机零售额 3.8 亿元, +43.5%。

[https://mp.weixin.qq.com/s/N6nWSOXFMuKOxM\\_lcqA6uA](https://mp.weixin.qq.com/s/N6nWSOXFMuKOxM_lcqA6uA)

【奥维云网: 中秋促销效果显著, 冰箱销售额同比+108.2%】2019 中秋促销期, 冰箱、洗衣机、冷柜、空调零售额分别同比+108.2%、82.5%、47.9%、39.6%。空调销售增长得益于均价大幅下降, -2.66%, 冰箱和洗衣机则是因为结构升级, 高端产品占比提升。

<https://mp.weixin.qq.com/s/BLf3plu1ycyXf5kjCIJ9w>

【产业在线: 2019H1 全封活塞压缩机表现良好, 销量 9361 万台, +8.4%】2019H1 全封活塞压缩机销量 9361 万台, +8.4%, 其中出口 3409 万台, +16.4%, 增长得益于出口市场需求增长, 厂商不断拓展海外市场, 季节特征进一步弱化。

[https://mp.weixin.qq.com/s/\\_p3SE30I1UH8L4GOvYwqKA](https://mp.weixin.qq.com/s/_p3SE30I1UH8L4GOvYwqKA)

【产业在线: 18 年工业制冷产业自然工质快速发展, 应用产品规模+23.7%】18 年中国工业制冷设备规模为 59.1 亿, +4.5%, 氟类、碳氢类、自然工质的占比分别为 52.7%、19.0% 和 28.3%。从应用产品来看, 自然制冷工质压缩机 18 年为 1200 台, +23.7%。

[https://mp.weixin.qq.com/s/eD-kl\\_dAFCLvW7ZzjwQUgQ](https://mp.weixin.qq.com/s/eD-kl_dAFCLvW7ZzjwQUgQ)

【奥维云网: 19 年 8 月低糖电饭煲强势切入市场, 渗透率达 3.1%】19 年 1-8 月, 电饭煲市场整体规模达 110.1 亿, +5.9%; 其中线上规模 48.3 亿, +21.9%; 线下规模 61.8 亿, -3.9%。更多企业将“健康”作为新增长点的突破口, “低糖电饭煲”、“糙米发芽饭”等进入消费者视野。

[https://mp.weixin.qq.com/s/5A76x\\_pYKaY0vUKwqamG8w](https://mp.weixin.qq.com/s/5A76x_pYKaY0vUKwqamG8w)

【奥维云网: 2019 年 8 月彩电市场价格战激烈, 均价 2600 元, -7.5%】2019 年 8 月彩电均价 2600 元, -7.5%; 国内整体零售量 374 万台, +0.9%, 零售额 96 亿元, -6.7%; 互联网品牌额份额-6.6%, 量份额+3.8%, 以价换量现象普遍。

【奥维云网: 2019 年第 37 周彩电市场增长强劲, 零售额 18.2 亿元, +50.4%】2019 年第 37 周彩电国内整体零售额 18.2 亿元, +50.4%, 零售量 70.8 万台, +40.2%, 较上周有大幅改善。

【中怡康时代: 19 年 1-7 月带蒸功能的产品增长疲软, 零售额+4.9%】因价格昂贵、消费者接受度低等原因, 1-7 月带蒸功能的产品(蒸汽炉、蒸烤一体机、微蒸烤一体机)零售额仅达 30.9 亿。线下市场嵌入式蒸汽炉均价在 6700 元, 台式蒸汽炉均价在 2400 元。

<https://mp.weixin.qq.com/s/Iamw4J3XY-eQw-ZNNyoojw>

【奥维云网: 预计 9 月 Notebook 面板价格下降, 降幅收窄】受多边贸易关系影响, 各面板厂出货量较去年同期均有所下降。11.6” TN 面板、13.3” IPS 面板、14.0” TN 面板预计 9 月份将下跌 0.1 美金, 14.0” IPS

面板、15.6” IPS 面板预计跌幅收窄到 0.2 美金。

<https://mp.weixin.qq.com/s/Uo5BPlh6LMc-2qkVNRZB-g>

## 六、公司动态

### （一）公司公告

【秀强股份】控股股东新星投资（持股 24.36 %）质押股份中 3000 万股，其所持有的公司股份累计被质押 9200 万股，占总股本的 15.52%。

【奥佳华】通过股票回购专用证券账户已累计回购股份 725 万股，占总股本 1.29%，最高成交价为 17.66 元/股，最低成交价为 11.70 元/股。

【苏州科达】可解除限售的限制性股票数量为 416 万股，占公司总股本的 0.83%，解锁流通时间为 2019 年 9 月 23 日。

【国光电器】港子公司拟出资 600 万美元，持股 40%，与智度股份、智度集团设立合资公司，负责人工智能音箱、人工智能耳机等智能穿戴设备研发销售。

【盛康股份】实际控制人陈汉康未按协议采取履约保障所质押股份，被判支付原告国海证券回购款本金 1.7 亿元、利息 532 万元。

【飞乐音响】累计新增诉讼（仲裁）金额 1300 万元。

【三星新材】持股比例 2.46% 的股东德华创投拟减持不超过 179 万股，占公司总股本比例 2%。

【深康佳 A】拟向上海华侨城公司转让滁州康金公司 51% 的股权，作价 1.2 亿元。

【深康佳 A】拟非公开发行票面总额合计不超过 6 亿元的公司债券，期限不超过 5 年。

【春光科技】持股 0.26% 的股东及董事王胜永拟减持不超过 3.1 万股，占公司总股本比例 0.03%。

【融捷健康】控股股东融捷集团从持股 10.43% 的股东金道明处购买了 804 万股公司股票，变更后融捷集团持有总股本 12.73% 的股份，金道明持有 9.43%。

【星帅尔】部分董事、监事、高管人员减持时间过半，减持后卢文成、孙华民、夏启逵、钮建华、孙建分别持有占总股本 1.21%、1.92%、1.65%、0.73%、0.13% 的股份。

【创维数字】19H1 权益分派，每 10 股派现 0.8 元（含税）。

【苏泊尔】回购股份决议前公布股东 SEB 持股 81%，无变动，港资持股 5.2%，较 8 月 29 日+0.05%。

【TCL 集团】累计回购股份占总股本 3.57% 的股票，耗资 16 亿，超出回购方案 15~20 亿的下限。

【科沃斯】向 283 名激励对象授予 575.2 万限制性股票，占公司总股本比例的 1.03%。

【奇精机械】回购注销 7 名激励对象持有的已授予但尚未解锁的限制性股票，合计 14.9 万，占总股本比例为 0.077%，回购价格为 10.14 元/股。

【华体科技】① 高管杨雄减持股份计划时间过半，累计减持 0 股，当前持股比例为 0.05%。② 拟使用不超过人民币 1 亿元的闲置募集资金购买保本型理财产品。

【华体科技】暂缓向 2 名激励对象授予合计 20 万股限制性股票，占公司总股本 0.2%。

【秀强股份】实际控制人卢秀强因个人资金需求，拟质押 1187 万股股权，占公司总股本 2%。

【ST 中新】因拖欠紫光租赁第四期合计 281 万元租金被起诉，案件处于调节阶段。

【圣莱达】投资者诉圣莱达案赔偿请求被驳回，部分案件尚处于审理阶段。

【圣莱达】副总经理、董事会秘书于良因个人原因辞职。

【银河电子】财务总监徐敏减持不超过 45 万股，占本公司总股本 0.04%，当前持股 0.12%。

【顺威股份】持股 5% 以上股东蒋九明所持的 3000 万股拟被司法拍卖，占总股本 15.05%，若拍卖成功蒋将被动减持至 23.52%。

【和晶科技】以 1 亿元将澳润科技 100% 股权转让给上海一什智能科技。

【银河电子】对全资子公司亿都智能增资人民币 16155 万元，持有股权不变。

## 七、投资建议及公司估值

我们维持行业“增持”评级，公司方面，白电领域我们看好龙头地位稳固，业绩增长强劲的三大白电龙头以及中央空调最纯标的海信家电，厨电看好华帝、老板、浙江美大，小家电看好苏泊尔。业绩预测如下：

**美的集团：**美的集团经过近几年 T+3 高效运营转型，目前正逐步收获成果，我们认为，公司在家电品类及上下游布局全面，今年上半年已经为 2019 全年打下良好的基础，2020-2010 年白电行业新能效提升将是白电龙头集中度进一步提高，未来 2-3 年内公司将持续享受效率+行业整合红利，我们上调公司业绩预计，预计公司 2019-2020 净利润 238.3 亿、283.6 亿，同比增长 17.8%、18.9%，对应 PE15.4、12.9 倍，维持“买入”评级。

**海尔智家：**公司作为世界级家电龙头，经过前几年海外市场布局，目前已经进入收获成果新阶段。我们看好公司在国内中高端市场的持续发力，以及海外各地区市场的运营输送管理优化，预计公司 2019-2020 年收入分别同比增长 11%、12%，利润同比增长 12%、13%，对应 PE 为 12.1X、10.7X，维持“买入”评级

**海信家电：**我们看好未来在精装房占比持续提升下中央空调行业渗透率的长远提高，以及空调行业在整个内销市场的长期容量空间，海信日立作为中国中央空调最纯粹标的，看好其长远发展空间。暂不考虑海信日立并表因素影响，我们预计公司 2019—2020 年营业收入为 337.0 亿、360.5 亿，分别同比-6.4%、+7.0%，归母净利润为 16.4 亿、19.3 亿，分别同比+18.7%、+18.2%，对应 PE 为 9.8X，8.4X，评级为“增持”。

**华帝股份：**公司经过近年渠道调整以及产品升级布局，目前已进入稳定发展车道。我们认为公司目前在管理层面继续推进精细化管理，在产品层面加大洗碗机、燃气灶等新品研发，在价格层面维持中高端定位，在渠道层面多元拓展，19-20 年将保持优于行业的业绩增长。我们看好厨电行业下半年基本面底部向上，上调华帝股份全年业绩，预计公司 2019-2020 年收入分别为 61.74、66.68 亿元，同比增长 1.3%、8.0%，归母净利润分别为 7.78、9.19 亿元，同比增长 15.0%、18.0%，对应 PE 为 12.4X、10.5X，维持“买入”评级。

**老板电器：**我们认为，厨电行业目前已经处于底部区间，后续随着房地产竣工回暖，老板电器 Q3-4 业绩有望走出前低后高走势，我们预计公司 2019-2020 年营业收入分别为 77.77、80.19 亿元，同比增长 4.75%、8.00%；归母净利润分别为 15.50、16.90 亿元，同比增长 5.21%、9.03%，对应 PE 分别为 17.7x、16.2x，维持“买入”评级。

**浙江美大：**我们看好集成灶行业后续渗透率的提高，以及浙江美大在集成灶行业龙头地位，预计公司 2019-2020 年收入分别同比增长 25.00%、25.00%，利润分别为 4.83 亿、6.19 亿，同比增长 28.00%、28.00%，对应 PE 18、14X，鉴于集成灶细分行业优于厨电的整体表现，以及公司在集成灶行业的龙头地位，上调评级，给予“买入”评级。

**苏泊尔：**我们看好公司 2019 年外销市场的稳健增长和内销市场的份额提升。我们预计公司 2019-2020 年收入分别为 202 亿、232 亿，同比增长 13%、15%，净利润分别为 19 亿、22 亿，同比增长 14%、16%，对应 PE 为 31X、27X，维持“买入”评级。

---

## 八、风险因素

房地产行业进一步下滑，贸易冲突进一步加剧。

## 分析师介绍

**陈伟奇**：中信建投家电消费行业负责人，厦门大学财政学硕士，2016 年加入中信建投，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

**花小伟**：中信建投证券研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名；2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名。

## 报告贡献人

**翟延杰**：家电消费行业研究员，北京大学金融硕士，2019 年加入中信建投。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn  
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn  
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn  
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn  
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn  
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn  
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn  
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn  
李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

### 深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn  
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn  
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859