

# 单日直播 65 亿：格力的渠道变革终于要来了么？

## ——格力电器(000651.SZ)跟踪报告

公司动态

◆**引言：**格力或许是三大白中最为矛盾的“爱恨”集合体。一面是混改落地后治理改善，一面却是年报分红低预期；一面是最好赛道中的最佳资产，一面却是在美的挑战下的“节节败退”。我们在去年8月《何时重塑格局，期待王者归来》报告中就指出公司短期抢份额，长期变渠道的紧迫性。截止2019年底，公司调整一直慢于市场的预期。但在2020Q1后，格力开启了盛世欣管理团队的调整，同时，在快手、抖音、京东上的一次次直播（“6·1”直播更是获得了单日65亿元的销售额），千呼万唤之中，格力的渠道变革似乎终于要启动了。

◆**从财报说起，销司利润为症结所在，利益理顺或为最好催化。**美的和格力在这轮周期中表现分化，让不少人给格力的销售体系贴上了低效的标签。但结合报表拆分来看，格力最主要的层级冗余其实在于销售公司所保留的5~8%的净利，但公司对销司有着极强控制力。我们认为：随着混改后利益一致性的提升，销司逐步转向职业经理人管理的成本中心或水到渠成，很大程度缓解格力降低渠道加价率的“燃眉之急”。

◆**后续战略思维转变更为关键，在渠道层级上做减法，更要在新零售/数据/物流等新能力上做加法。**更深层看，空调行业这轮变局的背后不是经营周期的分化，而是龙头战略思路的分化。美的/海尔都已通过新渠道拓展、升级数据系统、物流能力进行扁平快周转经营；格力却在2019年饱受积压的高价库存拖累。格力在维持品牌/产品壁垒的前提下，能否快速调整全渠道模式，升级数据/物流等中台能力，或是决定未来五年格局走势的关键。目前格力线上份额逐现起色，直播探索线上线下融合，释放出积极的信号。

◆**如何看格力利润中枢：以变革后的美的为锚，叠加品牌溢价，远期利润可达300亿。**落实到基本面，渠道变革无疑打破了过去家电“规模制造+深度分销”模式中的分销壁垒。那么中长期视角下，我们又该如何判断格力的稳态利润中枢。美的2019年通过效率升级，拥抱新渠道，在自身利润率稳中有升的情况下，成功压制了二线品牌的规模和利润。判断格力的盈利就可以美的为锚，叠加格力长期以来在消费者心中形成的品牌认知带来的溢价能力（耐用消费品购买频次低，短期内较难颠覆）。只要积极变革，升级渠道，格力远期净利规模达到300亿确定性较强。

◆**投资建议：短期去库无忧，长期聚焦改革。**格力短期份额被动的核心还是在于高价库存。随着行业趋势回暖，公司份额提升，库存有望在旺季后去化。届时，格力产品定价和份额竞争的压力就会大幅缓解，价格竞争就会回归理性。2020H2基本面表现将迎来底部向上，当前股价安全性无忧。长期来看，领先的品牌制造能力仍是公司最核心壁垒，只要做好新周期下战略升级，对公司的长期盈利中枢也无需悲观。当前可选与必选消费品的PE估值差达到历史高位，随着基本面的回暖，有望迎来资产配置迁移，外资回流也将进一步助推公司估值修复，中期来看有望获得超额回报。我们维持预测公司2020~22年EPS预测为4.14/4.67/5.15元，对应PE为15/13/12倍。维持“买入”评级。

◆**风险提示：**渠道变革战略和执行速度不及预期；去库存速度不及预期，价格战进一步拉长；分红表现低于预期。

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	200,024	200,508	182,393	199,453	213,363
营业收入增长率	33.33%	0.24%	-9.03%	9.35%	6.97%
净利润(百万元)	26,203	24,697	24,888	28,085	31,004
净利润增长率	16.97%	-5.75%	0.78%	12.84%	10.39%
EPS(元)	4.36	4.11	4.14	4.67	5.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	28.69%	22.42%	19.53%	20.36%	20.78%
P/E	14	15	15	13	12
P/B	4.1	3.4	2.9	2.7	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年6月8日

### 买入(维持)

当前价：62.39元

#### 分析师

金星(执业证书编号：S0930518030003)

021-52523878

[jinxing@ebsec.com](mailto:jinxing@ebsec.com)

甘骏(执业证书编号：S0930518030002)

021-52523877

[ganjun@ebsec.com](mailto:ganjun@ebsec.com)

王奇琪(执业证书编号：S0930519050001)

021-52523880

[wangqq@ebsec.com](mailto:wangqq@ebsec.com)

王彦玮(执业证书编号：S0930519100001)

021-52523879

[wangyw@ebsec.com](mailto:wangyw@ebsec.com)

#### 市场数据

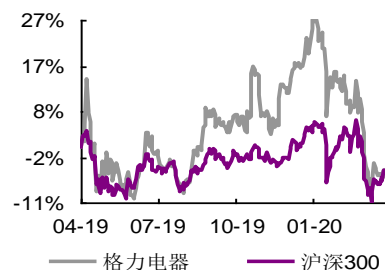
总股本(亿股)：60.16

总市值(亿元)：3753.21

一年最低/最高(元)：48.40/70.56

近3月换手率：52.67%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	8.00	4.30	9.24
绝对	9.48	1.48	22.07

资料来源：Wind

#### 相关研报

空调的修昔底德陷阱——消费品研究的经典案例 2020-05-05  
何时重塑格局，期待王者归来——格力电器(000651.SZ)跟踪报告 2019-08-12

## 目 录

1、 销售公司是否已成格力变革的阿喀琉斯之踵？ .....	3
1.1、 格力的渠道模式是否真的是落后低效的代名词？ .....	3
1.2、 按迹循踪：从财报理解格力与销售公司的结算体系.....	3
1.3、 尾大不掉？利益统一或为改革销售公司最好催化 .....	6
2、 新周期下的十字路口：格力的战略升级与转变？ .....	7
2.1、 核心还是在于新周期下战略思路的转变和进步 .....	8
2.2、 拥抱新渠道？积极直播至少释放了变革的决心 .....	9
3、 巨人迟暮还是华丽转身？如何判断格力远期的利润中枢？ .....	11
3.1、 美的提供最好样本：品牌+规模制造的能力才是新周期下超额盈利的底层逻辑 .....	12
3.2、 利润中枢逐步回归无需悲观，长期仍需关注战略升级 .....	13
4、 投资建议 .....	16
5、 风险提示 .....	16

## 1、销售公司是否已成格力变革的阿喀琉斯之踵？

### 1.1、格力的渠道模式是否真的是落后低效的代名词？

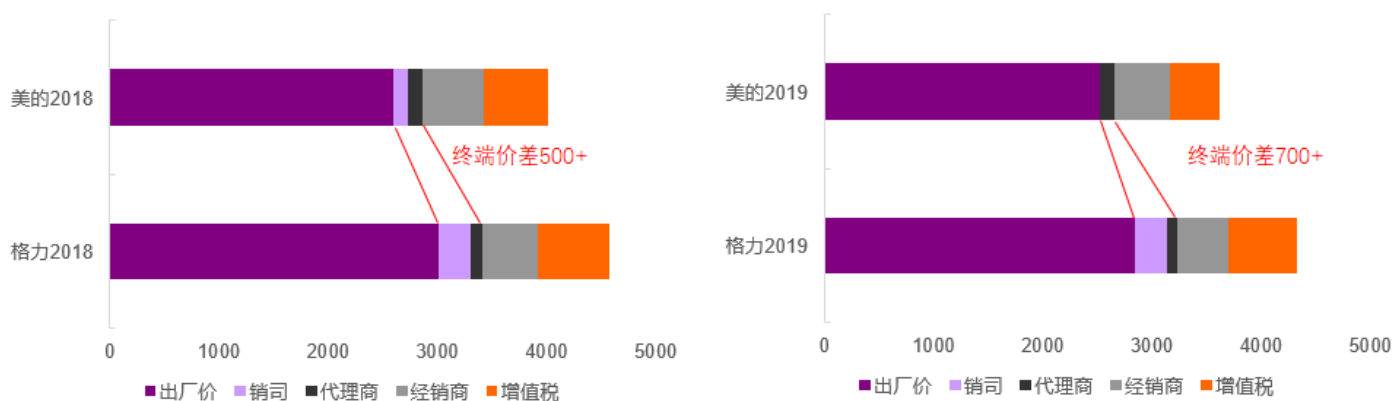
美的渠道升级后，2019 年以来零售和基本面表现高歌猛进。而对比之下，格力传统的线下渠道体系似乎一下子成为了低效和落后的代名词。事实果真如此？格力渠道的症结究竟在何处？

同为空调销售公司，格力与美的（变革前）形似而神不同。作为空调领域一直以来的领跑者，销售公司体系正是格力率先建立。虽然美的在其后也效仿格力建立了空调销售公司，但两者内在模式存在巨大差异。

**格力：销司相当于各地的格力总代理。**格力会给各地销售公司制定每阶段的提货目标，然后再由销司统一管理线下的代理商和经销商的打款提货。格力在销售公司层级加价（含返利）较多，会由销司统一负责到代理商的仓储物流、向下的返利分配和兑现等等。所以格力销售公司规模较大，可以理解为上市公司在各个省区设立的总代理。

**美的（变革前）：销司+代理商可以视作一个环节。**美的销司加价基本仅为 4%~5%（承担到代理商层级的仓储物流费用），接下去再由代理商加价分销到经销商。所以美的销司的规模小、职能少，更多地可以理解为在公司物流能力仅能触达省区级别的情况下，用于统一管理代理商的平台。

#### 1：格力美的空调产业链价值拆分对比（元）



资料来源：Wind，中怡康，光大证券研究所根据产业调研情况绘制

从产业链价值拆分看，格力主要的渠道价值冗余在于销司层级。格力代理商+经销商环节的渠道成本只有 20%左右，这一高效建立在格力的强品牌地位带来的高销售规模与坪效，以及较低的营销引流成本。但是加价较高的销售公司层级（盛世欣兴体系）普遍保留有 5~8%的净利润率（图 1），这是其产业链中最主要的冗余环节。美的在空调销司时代，销司+代理商层级加价基本为 10%。但仓储物流职能收回后，仅剩代理商层级了，格力的销司层级的加价劣势被放大。

### 1.2、按迹循踪：从财报理解格力与销售公司的结算体系

既然格力的销售公司层级是其产业链环节中冗余加价的主要来源，在讨论如何优化之前，理解格力与地区销司之间的结算体系便是首要任务。

格力渠道中很大一部分的毛利（加价）是以返利的形式兑现的（导致部分地区和环节甚至会有批零倒挂的现象），而返利中很大一部分又是实物返利，这使得返利计提和兑现对上市公司报表的影响相对复杂。

**实物返利模式下，格力特殊的会计科目处理模式。**结合模拟的会计分录来看（图 2），计提返利会增加销售费用，增加其他流动负债；兑现实物返利会冲销费用（计提成本），减少其他流动负债。所以，如果每个财务周期内计提返利和兑现返利一致，那么期间发生的销售费用中是不会体现返利的（计提和兑现正好抵消），而其他流动负债规模也会保持不变。

图 2：格力返利处理会计处理示意

<p><b>打款阶段：</b></p> <p>借：应收票据或银行存款 2340元 贷：预收账款 2340元</p>	<p><b>出货完成销售阶段：</b></p> <p><b>确认收入：</b> 借：预收账款 2340元 贷：主营业务收入 2000元     应交税费-增值税 340元</p> <p><b>结转成本：</b> 借：主营业务成本 1400元 贷：库存商品 1400元</p>	<p><b>计提返利：</b></p> <p>借：销售费用-返利 200元 贷：预提费用（其他流动负债） 200元</p>	<p>返利计提</p>
<p><b>返利兑现</b></p> <p><b>实物返利视同销售处理：</b></p> <p><b>转结成本：</b> 借：主营业务成本 140元 贷：库存商品 140元</p>	<p><b>红字冲销收入：</b></p> <p><b>冲销收入：</b> 借：应收帐款 -234元 贷：主营业务收入 -200元     应交税费-增值税 -34元</p>	<p><b>冲销费用：</b> 借：销售费用-返利 -200元 贷：预提费用（其他流动负债） -200元</p>	

成本1400元，实际出货价格售价2000-返利200=1800元，通过计提返利费用，提高收入和毛利率。毛利率、费用率齐升。

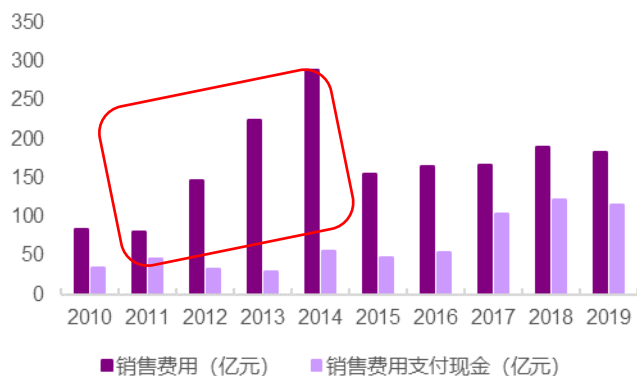
返利兑现当期，主营业务成本净增加，毛利率降低，销售费用红字冲销，费用率同步降低。

资料来源：光大证券研究所绘制

注：格力经销商返利来源有：打款贴息、提货奖励、淡季奖励、年终返利这四部分，正常持续经营的经销商每年可获得10~16%的返利。

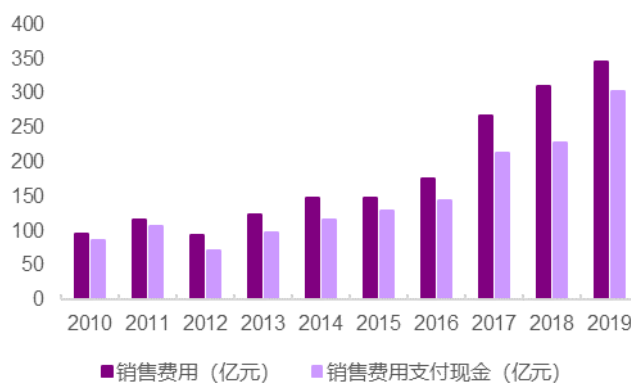
所以，格力销售费用中大量的非现金支出项其实反映了返利的超额计提。美的报表中销售费用与销售费用支付现金规模较为接近，而格力则相差甚远（图 3~4）。除了销售人员工资、票据结算等因素的影响，很大一部分来源于超额计提的返利（当年计提返利-兑现返利）。所以我们看到格力每年的非现金支出销售费用与当年预提返利的变动规模趋势一致（图 5）。

图 3：格力销售费用与销售费用支付现金规模差异较大



资料来源：公司公告，光大证券研究所，未明确销售费用支付现金中是否含有销售人员工资

图 4：美的销售费用与销售费用支付现金规模较为接近

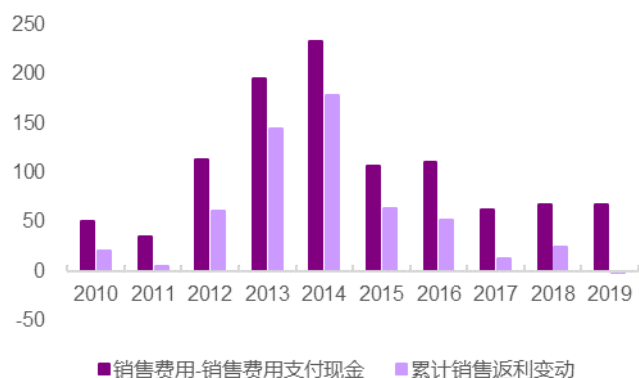


资料来源：公司公告，光大证券研究所，销售费用支付现金中不含销售人员工资

而不断增长的其他流动负债其实对应着销售公司资产的增长。考虑到格力的直接交易对手方是各地的销售公司，所以格力报表中其他流动负债的直接“债权人”为各地的销售公司，体现为销售公司的资产。

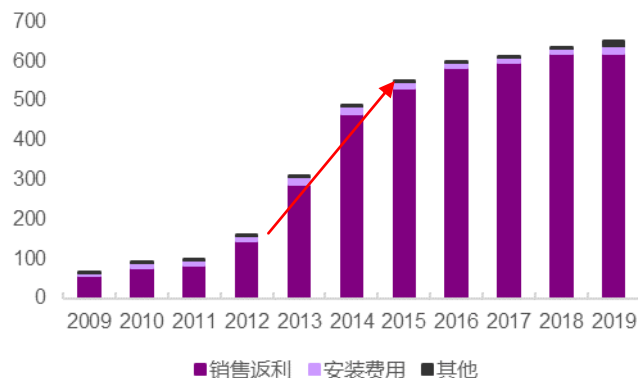
考虑到代理商和经销商的返利基本保持滚动计提和兑现，规模相对稳定，除了部分已退出经销商留在账面的返利外，上市公司报表中其他流动负债科目中很大一部分或正对应销售公司层级留存的部分（图6）。

图5：非现金销售费用与销售返利负债变动一致（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所，2019年累计销售返利下降，推测是对经销商低成本特价机型销售补贴

图6：格力高企的销售返利很多体现为销司资产（亿元）

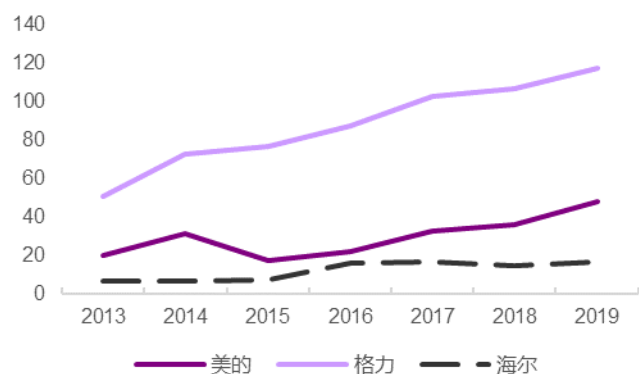


资料来源：Wind，光大证券研究所

注：不难观察到2011-2015年，格力报表中销售返利规模快速增长。这一方面是由于垄断定价红利下，公司通过超额计提构建了利润蓄水池，另一方面也与2011年起盛世欣兴销售公司体系的建立有关（返利的增长对应为销售公司账面资产从0到1的快速扩张）。

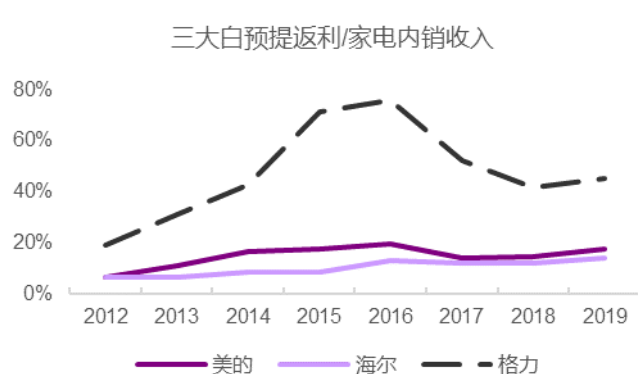
对比三大白的预提返利。截止2019年年报，格力/美的/海尔预提费用产生的递延所得税资产规模分别为117亿（税基781亿）/48亿（税基246亿）/16亿。而从预提返利占家电内销收入比重看，格力也显著高于对手（图8，美的/海尔均为10~20%）。

图7：三大白递延所得税资产-预提费用规模对比（亿元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图8：格力的返利计提占收入比重遥遥领先



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算，其中海尔以其他应付款计算

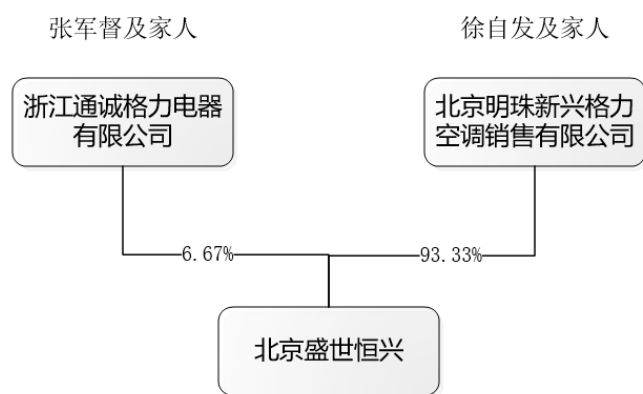
### 1.3、尾大不掉？利益统一或为改革销售公司的最好催化

理解了格力销售公司之间的结算体系和层级利润之后，似乎格力渠道变革的第一步已经呼之欲出：压缩销司层级利润。但市场仍有一个普遍的疑虑，格力是否已经被销售公司所绑架，是否有能力以及动力去改革？

**格力 VS 销司？从历史变革看，格力仍是主导方。**2001年，格力察觉到湖北销售公司老总利用湖北销售公司进行“体外循环”，提高了对下级经销商的出货价格，继而发生著名的“湖北兵变”事件，欣兴格力公司成立取代原先的湖北格力销售公司。2011年，盛世欣兴体系成立，各地原来销售公司领导持股销售公司的模式逐步被北京盛世恒兴统一全资控股模式取代。

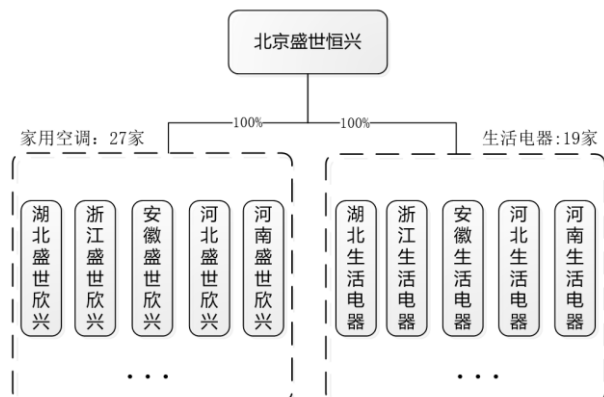
无论是“湖北兵变”事件还是盛世欣兴体系建立，都反映了一个事实：格力对于各地销售公司仍是强掌控：随时可以“废除”原来的销售公司体系，而快速另立门户。这一方面来源于过硬品牌力带来的号召力，另一方面也来源于返利体系下，下级经销商和公司利益的深度绑定。

图 9：徐自发及家人在北京盛世恒兴体系中持股 93%



资料来源：企查查，光大证券研究所，截止 2020 年 6 月

图 10：盛世恒兴收编各地销售公司：分空调和生活电器



资料来源：企查查，光大证券研究所，截止 2020 年 6 月

再次开启“削藩”？盛世欣兴体系成立后，在很长时间内保持稳定。但 2020 年以来，新一轮的变化似乎山雨欲来。根据行业媒体“家电圈”的报道，2020 年 5 月，长期以来负责山东市场的段秀峰宣布离职，而其名下存在的“二级销售公司”（经销商实际提货的公司）也被取缔。由格力电器总裁助理胡文丰亲自兼管山东市场。

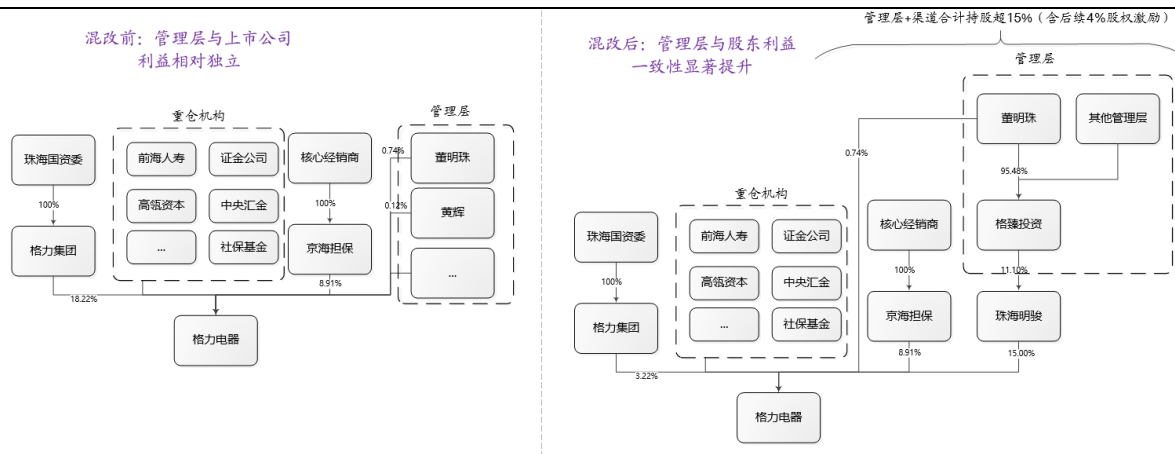
**销售公司变化的背后围绕着对渠道利益体系的梳理。**既然有能力动，为何迟迟不动？公司对渠道利益体系的梳理值得关注。在盛世欣兴体系建立之前，格力各地的销售公司是由各地大经销商所控股的，渠道利益是相对分散的。但 2011 年后，各地逐步成立盛世欣兴取代原销司，并均由北京盛世恒兴 100% 控股和管理。

同时，除了徐自发、张军督以及少部分传统时代的销售公司老总外，绝大部分销售公司领导从变革前分享渠道利润的“合伙人”变为代为执行总部渠道管理的“职业经理人”（类似美的销司）。

**利益理顺为销司变革的最关键催化剂。**如前文所说，格力在建立了盛世欣兴体系后，销司的加价和利润留存，很大程度反映了管理层在经营层面对上市公司和渠道之间利益的结算和分配。而管理层与上市公司之间利益一致

性又较低，这也正是投资者之前对格力与销司之间结算的担忧所在。但混改之后，管理层与上市公司更好绑定，管理层有充足的动力去压缩销司利润，进一步保障上市公司层面经营表现。

图 11：混改之后，格力管理层利益与上市公司更好绑定



资料来源：公司公告，光大证券研究所绘制

和格力在代理商、经销商层级不断的推行直营化和扁平化所矛盾的是，销售公司层级一直与渠道层级扁平化的原则背道而驰。多年来，很多销售公司的提货甚至还经过北京盛世恒兴这一层级（在省区层级之外，北京盛世恒兴还充当着一个全国总代理角色）。

所以，通过这一部分的探讨，我们不难看出，对于格力来讲，当前渠道环节中第一步应该解决的冗余正是销售公司中的利润留存。过去上市公司和销售公司共同分享了产业链的价值（从上文对格力销售费用、其他流动负债等科目的分析中可窥见一斑）。

但随着管理层与上市公司平台利益一致性的显著提升，格力对销售公司层级的利益收编也就水到渠成。所以我们也看到了格力地区销售公司所发生的变动。对于格力来讲，各地的销司或逐步向美的之前的模式靠拢，采取职业经理人管理，负责代理商的管理和省区内的仓储物理，该环节的加价基本用于覆盖运输和管理成本。

而完成对销售公司利润环节的收编后，短期来看，格力线下渠道体系的效率劣势可以得到很大程度缓解。（但是相比较美云销能够实现直达代理商和经销商，还是会有一定的层级劣势）

## 2、新周期下的十字路口：格力的战略升级与转变？

什么是好的战略？核心是与产业周期相匹配。格力过去的渠道模式充分利用了社会资金进行了杠杆扩张，平滑了制造端的淡旺季波动，并通过返利实现了和经销商的“滚雪球”式绑定，为格力上个周期的成功锦上添花。

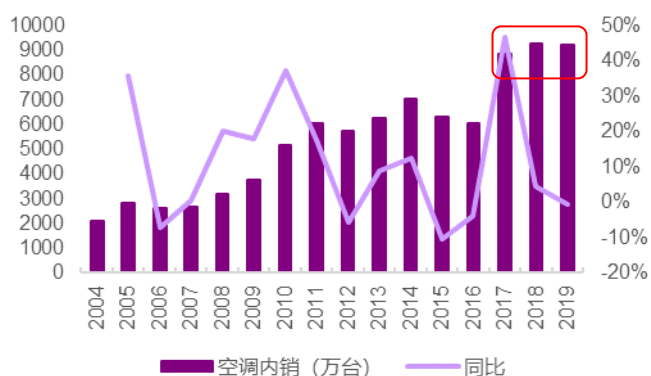
但随着规模扩张放缓，商品效率流通提升，美的变革带来的靓丽表现使得格力不免相形见绌。过去带来成功的渠道模式在当前却好比悬在头上的达摩克利斯之剑，此时变革升级不算为时已晚，但也已经时不我待。

## 2.1、核心还是在于新周期下战略思路的转变和进步

如上一部分所说，格力挤压出销售公司层级的冗余利润后，短期看可以缓解价格竞争中的被动局面。但格力本轮周期中被冲击，核心还是在于新零售周期来到后，格力的战略思路 and 经营模式未有对应的改变和升级。

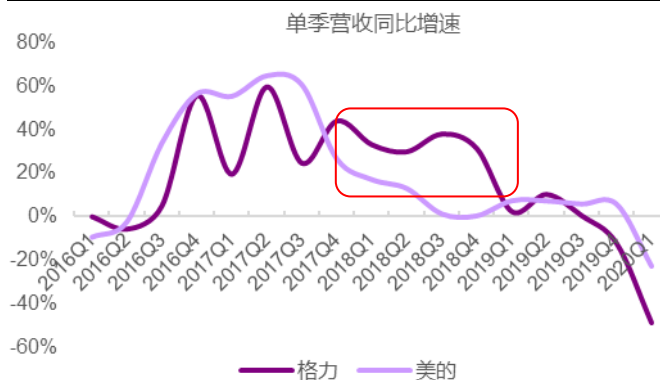
行业规模扩张放缓+商品流通效率提升，传统体系弊端愈发凸显。产品普及进入尾声，人口增长放缓，地产扩大周期不再使得行业规模扩张放缓，利用社会化资金杠杆扩张模式的优点基本消失，而商品流通效率的提升，反而使得高库存、多层级运转模式的弊端充分暴露。

图 12：行业规模增长放缓，扩张红利淡化



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 13：格力 2018H2 积压了大量库存，埋下隐忧



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 应对行业新周期，美的和海尔都做了什么？

- **升级仓储物流能力，降低传统线下渠道的分销层级数量。**美的的安得物流、海尔的日日顺物流，都在进一步提升自己的分销半径。美的从过去覆盖干线物流，到直接可以触达代理商甚至部分经销商。这使得取消销售公司，直接对接代理商成为了可能。
- **以销定产，出货采取零售导向，降低经销商库存水平。**经历了 2014-2015 年去库存的阵痛后，美的坚决的执行低库存运作，在 2018H2 行业需求下行后，美的未随格力压货（空调双寡头首次经营周期分化）。2019 年整体渠道库存水平更是同比下降 10% 以上。（经营思路转型是一方面，背后不可忽略的是柔性生产能力升级使得生产能力可以快速响应旺季月份的需求）。
- **数据化系统和能力的建设至关重要。**数字化系统打通是以销定产、动销监测得以实现的关键因素。而后续无论是对终端零售数据的掌控还是 C2M 模式的探索也都将依赖于数据系统的进一步完善。2013~20 年，美的累计规划投入约 80 亿元用于数据系统的建设与开发。海尔已经拥有易理货、巨商汇等数据系统，美的 2019 年更是通过美云销系统实现直销规模约为 30 亿元。

**格力新周期中需进行战略思路 and 对应能力的升级。**格力在新周期中战略布局已经落后对手，在挤压出销售公司层级冗余加价解了“燃眉之急”后，后续的核心还是战略的全面升级。上个产业周期正确的战略选择带来了后续的辉煌，但新的周期如果战略不能及时奋起直追，那么也同样会使得在后竞争中处于被动（如上个周期中海尔空调业务表现，图 15）。



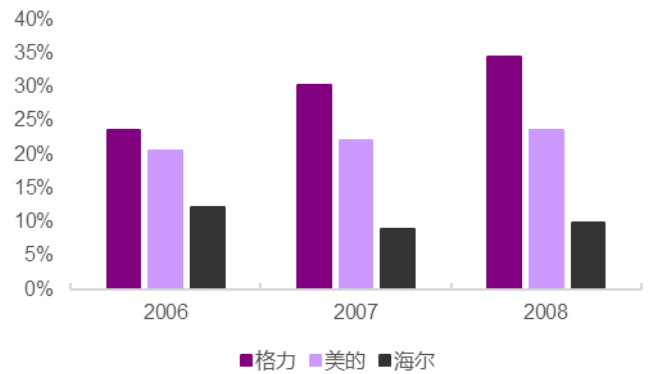
何时可以真的将销司层次取消，转变为运营中心？数据物流的建设+高周转战略的推行。目前格力还无法直接取消销售公司层级，便是因为自身的物流系统和数据系统有所欠缺。物流和信息流无法直接触达代理商，需要还需要借助销司层级进一步分销和管理。其中数据系统的缺失不仅仅影响了层级扁平化的可能，而且一旦格力决心进入低库存高周转运营模式，需要的不仅仅是战略思路的转变，更有全产业链能力的匹配。拉通上游零部件制造到下游渠道动销的数据，才有可能培养出快速响应和匹配订单和需求的能力。

图 14：美的海尔加快物流和数据系统能力建设

	美的	海尔
数据系统	美云销	巨商汇（经销商）、 易理货（乡镇）、 e-store（服务商）、 顺逛（社区店）
物流系统	安得物流	日日顺物流

资料来源：光大证券研究所整理

图 15：海尔在上个周期采取了温和的零售导向模式，导致空调份额逐步落后格力美的



资料来源：中华商务网，光大证券研究所

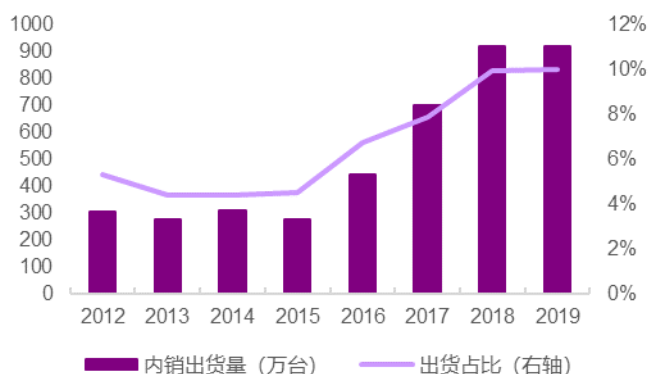
## 2.2、拥抱新渠道？积极直播至少释放了变革的决心

美的 2019 年的渠道变革给出了一个很好的样本，但也不意味着就是标准答案，也并不是完全适合格力的路。格力“6.1”直播通过董明珠的店实现 65 亿元交易额。遑论交易额背后多少是消费者购买，多少是零售提货，直播事项本身至少释放了格力决心拥抱新渠道的明确信号。

高效电商渠道的崛起是整体社会商品流通效率的提升，格力同样可以利用。美的甚至家电行业这轮变革的背后，本质其实是中国这一轮商品流通效率的提升。背后是互联网的崛起、社会化物流的发展。最先是奥克斯利用电商快速崛起（图 16，2018 年内销行业份额 10%），随后是美的的全面积极拥抱电商+网批（图 17，美的空调线上销量份额从 2018 年的 20~25%提升到目前的 40%~45%）。这既然是社会化的渠道红利，那格力自然也可以借力。

从渠道立场看，很欢迎格力带来的客户流量。现如今国内零售平台与物流体系的供给是充分的，阿里京东稍有超额利润，拼多多便横空出世，零售很难出现一家独大的局面。而从家电零售平台格局看，相当分散，2019 年苏宁线上线下合计获得的渠道占比为 22.8%，京东和阿里分别为 14.4%/8.8%（图 18）。竞争格局远不如空调双寡头集中。所以会有哪家零售平台会去拒绝格力美的带来的消费者流量呢？而格力更是得益于品牌力领先（图 19），所需平台扣点还要更低。

图 16: 奥克斯空调内销份额的崛起就是借助线上渠道



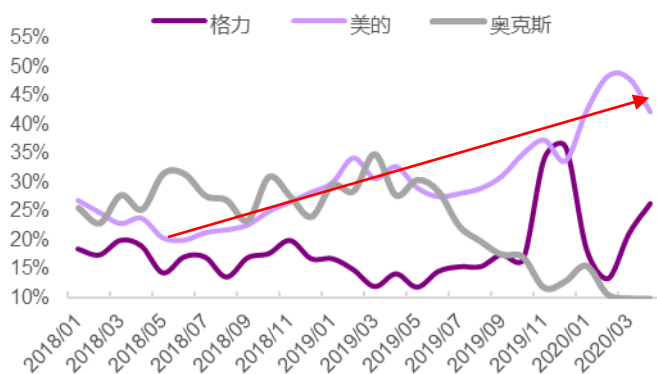
资料来源: 产业在线, 光大证券研究所

图 18: 国内家电渠道格局还相对较为分散



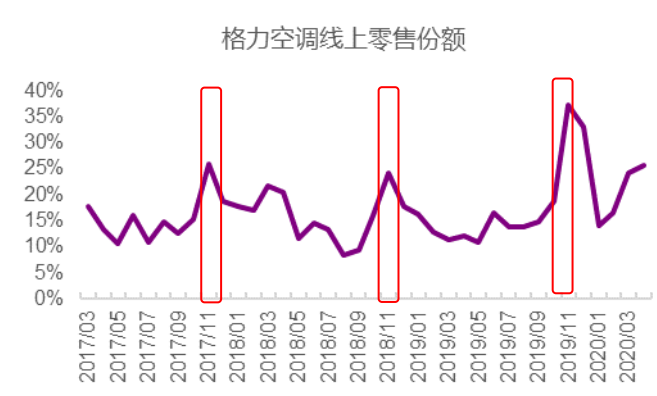
资料来源: 全国家用电器工业信息中心, 光大证券研究所

图 17: 美的积极拥电商和网批: 空调线上份额提升显著



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

图 19: 在线上渠道, 格力适度促销, 份额就有对应提升

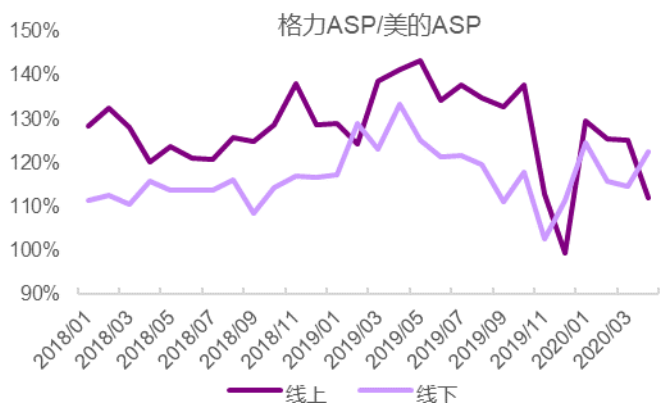


资料来源: 淘数据, 光大证券研究所

为何格力过去对待线上渠道态度相对消极?

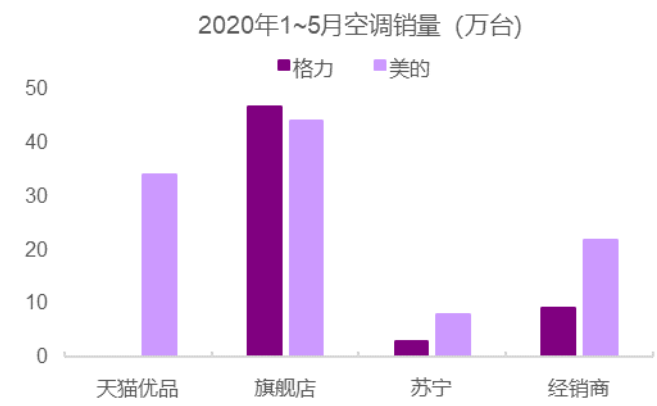
1. 要想放手合作电商平台, 需要协调好线下渠道的加价率。所以诸如格力这样的传统龙头在自己线下渠道没有提效之前, 渠道之间的效率差异会带来显著的线上线下价差, 传统品牌在拥抱线上渠道方面有所掣肘。而最为典型的格力, 其线上产品的品牌溢价总体上要高于线下, 且产品投放数量也全面低于竞争对手。

图 20: 格力在线上的产品溢价总体上要高于线下



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

图 21: 格力美的的淘宝平台空调销量分布对比



资料来源: 淘数据, 光大证券研究所

注：虽然总体看线上产品均价略低于线下，但考虑线上的渠道加价水平要低于线下，所以龙头电商渠道利润水平反而更高于线下。尤其格力线上产品较线下基本无折价，整体扣点却只有10~15%（线下预计有30%），空调线上渠道的利润率水平可达30%左右。

2. **格力对渠道和终端销售想保持强掌控的模式。**长期以来格力的渠道体系保持封闭，好处在于经销商的忠诚度高，对于终端价格保持强掌控。但这也使得格力面对外部渠道时的合作意愿较弱，担心丧失掌控权（无论是与线下苏宁的合作还是与线上阿里京东的合作）。大力宣传董明珠的店也还是希望将线上购买成为自己的“私域流量”。而在经销商网店以及网批、苏宁易购线上等渠道规模显著落后对手（图21）。

只要做好产品、巩固品牌，放手拥抱新零售又有何不可？正如我们前面所说，渠道变革的加速，对手战略的领先，使得格力处在了关键的十字路口。占比不断提升的电商渠道已经不容忽视，而以终局视角考察，线上渠道渗透率仍有充足的提升空间。开放心态拥抱新渠道必然是大势所趋。

格力渠道融合、发展网批的战略方向已经逐步显现。格力真的没有意识到渠道结构的变化吗？并非如此。在格力管理层线上交流中，董总也提出，线下将逐步转变为服务体验仓储的网点，线上购买或逐步成为主流。

而“6·1”直播带货65亿，无论直播成交金额背后有多少是消费者下单，有多少是经销商提货，均释放出了积极的信号：逐步开启线上线下融合销售，探索厂家直发经销商模式（网批）。疫情带来的冲击显而易见，但或许对于格力加快探索新零售渠道模式反而是一个良好的催化。

总结来看，在解决好销售公司冗余加价后，格力更深层次的问题是，新行业周期中的战略升级。如果还进行较大规模的压货，没有产业链的数据信息，无法完成物流的触达，格力就仍离不开销售公司这一层级。当后续美的等对手，进一步通过美云销和安得物流实现代理商层级的精简后，格力销司-代理-经销的层级数量和加价劣势会充分暴露。

而格力如果能够完成线下效率的提升，也会使得公司面对占比日益高企的线上渠道时，能够更加积极地拥抱。美的通过变革交出了一份靓丽的成绩单，但格力自然也有属于自己合适的变革路径。无论是高频的直播也好，不断宣传的董明珠的店也罢，至少标志着上市公司在线上线下融合，经销商网批提货的模式上开启了探索，且决心坚定。

### 3、巨人迟暮还是华丽转身？如何判断格力远期的利润中枢？

渠道变革的发生，龙头战略的分化，使得一直以来教科书般的空调格局出现了巨变，美的份额快速提升，基本面逆势增长，但格力却经历了2019Q4~2020Q1连续两个季度利润的大幅下滑。过去的分销壁垒被打破后，是否意味着行业竞争格局走向恶化？格力的利润下行，是否意味着其过去一直以来的高ROE、高利润率也将进入下行通道？

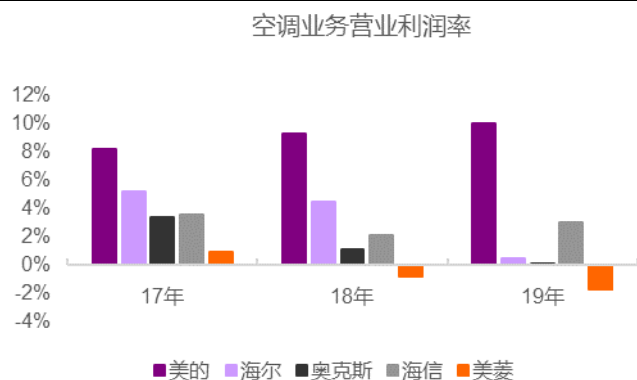
### 3.1、美的提供最好样本：品牌+规模制造的能力才是新时期下超额盈利的底层逻辑

过去的商业模型中，龙头的壁垒在于两端：**规模制造+规模分销**。而渠道变革的发生开始弱化龙头建立的深度分销壁垒。而在过去中美家电行业对比中，我们就提到过：国内家电形成垄断定价权的一个重要因素就是对上下游均保持强大的掌控力。那么，在“两条腿走路”变为“单轮驱动”后，板块龙头的盈利中枢预期如何变动，还是要首先分析龙头超额盈利的来源。

龙头宽松提价，奥克斯就会崛起，龙头垄断或是伪概念？2012年后，龙头在弱成本周期中宽松提价，利润率提升，但也给了二线品牌充足的盈利空间，奥克斯借助电商顺利崛起。那在电商占比提升，渠道开放的背景下，为了维持自己的份额水平，是否意味着龙头必须挤出自己的超额盈利水平，来抑制二线品牌的不断成长？那利润维持或份额集中不就容易实现了吗？

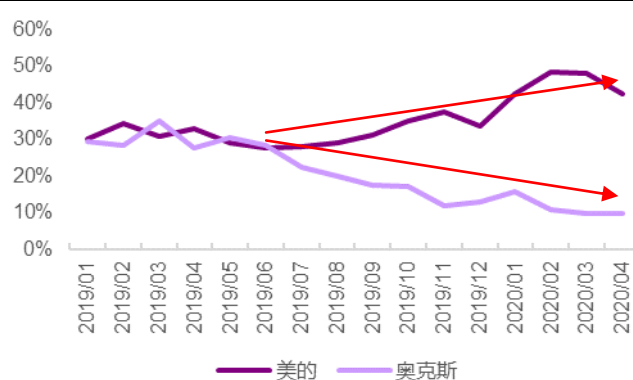
美的2019年的表现证明，龙头可以很好的拥抱新渠道，无需牺牲利润率便可有效的压制住二线品牌。美的2019年靓丽的财务表现就已经是最好的案例：过去因为兼顾线下而对新渠道有所保留，但美的完成了传统渠道的改革提效后，积极拥抱新渠道，缺乏品牌力支撑的奥克斯份额被快速挤占。且由于电商渠道加价更低，降价无碍龙头利润率稳中有升，但反观二线品牌，在龙头入局后，其成本端的劣势暴露，空调基本盈亏平衡甚至小幅亏损。

图 22：美的未影响自身利润率，二线品牌已基本不盈利



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算，集中海信家电2019年空调盈利主要系非经损益贡献

图 23：美的线上发力后，奥克斯份额快下降



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

在被压制到盈亏平衡后，行业内的奥克斯也好，外部挑战者小米也罢，很难借助新渠道冲击行业格局，龙头品牌+成本优势下其利润率领先优势完全可以持续。

所以，通过美的的案例，制造端的成本优势和品牌端号召力才是龙头超额利润率优势的根本，而这也是挑战者所难以逾越的屏障。奥克斯的崛起本质是渠道的崛起，而拥抱新渠道这件事情，二线品牌有能力做，龙头可以做的更好（品牌越强，电商扣点越低，同等价格下份额弹性越大）。所以，虽然渠道开放后，龙头利润率进一步上行的空间存在天花板（难以超越成本优势+品牌溢价），但对于龙头现有的利润中枢的维持无需悲观。

### 3.2、利润中枢逐步回归无需悲观，长期仍需关注战略升级

那么中长期视角下，如何看待格力的盈利中枢（空调业务）？

过去格力主导着行业 and 主要品牌的经营节奏。所以格力也是行业定价和利润水平的锚。过去空调行业中有一句俗语“赚多少看格力，能不能赚看美的”。背后的定价逻辑在于，格力是行业定价的锚，美的和其余二线品牌会在此基础上对应折价。如果美的折价高了，那么二线品牌定价也面临隐形天花板，自然无法盈利。

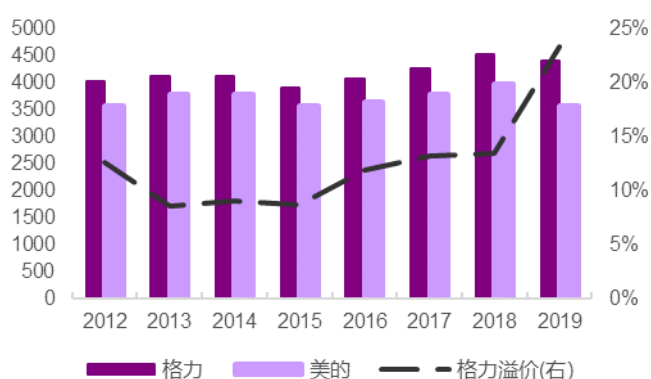
所以展望远期，如何预判格力的利润中枢？以稳态视角来考虑，找定两个锚即可。但是本轮空调变革中，我们认为行业的定价逻辑发生了变化，由于美的的战略布局和执行能力是市场所认可的，拥抱新渠道后，其制造端的成本优势是保障自己相对于二线品牌利润溢价的由来。

所以美的所能实现的利润水平反而成为了行业竞争稳态的锚。如果美的的盈利水平提升过多，那么二线品牌可以获得一定的盈利空间，内外部竞争者存在发起挑战的可能。但是美的如果将二线品牌压制在盈亏平衡，那么格局将维持稳态。

其次，就是美的与格力之间的动态竞争。以美的的盈利水平为中枢，那么格力在此基础上会拥有一定的品牌溢价。如果格力后续在渠道效率方面要做到和美的相当（只要战略正确，变革快速，格力渠道效率甚至有能力做到更高），那么其盈利就相当于在美的盈利+产品溢价。（但如果渠道效率低于对手，那么格力盈利中枢就是美的盈利+格力产品溢价-渠道效率折价）

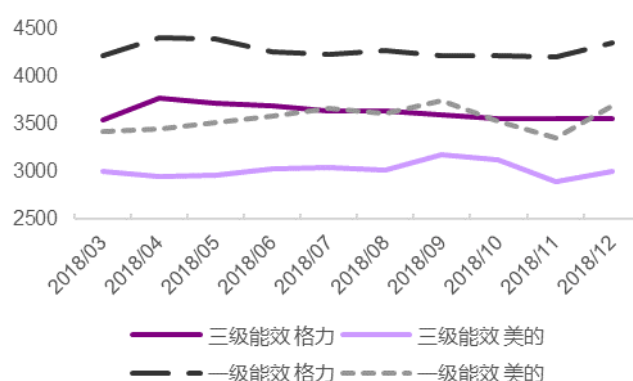
所以我们不妨以2019年美的空调盈利表现为第一个盈利锚（二线品牌基本为盈亏平衡），以格力尽快完成渠道变革，效率做到与美的的相当作为第二个锚。以此为基础测算格力潜在的稳态利润中枢。

图 24：格力/美的空调 ASP 对比（元）



资料来源：中怡康，光大证券研究所

图 25：格力/美的可比机型价差在 20% 左右（元）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所，均为 1.5P 变频挂机

从图 24 不难看出，两者份额的分化还是由于美的提效+拥抱新渠道后带来的降价空间，格力则受制于渠道效率+高价库存，两者价差快速拉大，导致份额表现分化，并非格力的品牌溢价消失，而是价差超越了溢价的范围。

从历史数据出发，我们首先需要定量拆解 2018~19 年格力/美的家用空调内销收入和盈利模型：

根据中怡康统计，格力美的 2017-2018 年线下 ASP 价差在 450-500 元左右（图 24-25，不含税）。在 2018 年前，虽然格力销司层级存在优化空间，但规模和品牌优势使得线下加价率整体还略低于对手（估计格力整体为 30%，美的可能还略高于 30%）。所以实际上两家出厂价基本相差 500 元（格力 2018 年出厂价约为 3000 元，美的约为 2500 元）。而格力的品牌溢价也很好的转化为了超额盈利，单机营业利润为 600 元左右（利润率 20% 左右），高于美的 250-300 元的盈利水平（利润率 10~12%）。

但 2019 年，这一情况发生了扭转。美的线下渠道变革提效，整体加价率估计降低到 25% 左右，叠加成本红利，带动终端均价明显降低；同时积极拥抱新渠道，线上渠道占比不断提升。一方面获得了份额和收入的增长，一方面单机利润仍保持在 250-300 元。但反观格力，线下渠道的加价问题暴露，更叠加高成本库存问题，与美的的价差拉大，份额和收入双双下降。且由于对高价库存机的补贴，全年单机盈利规模还有小幅下降。

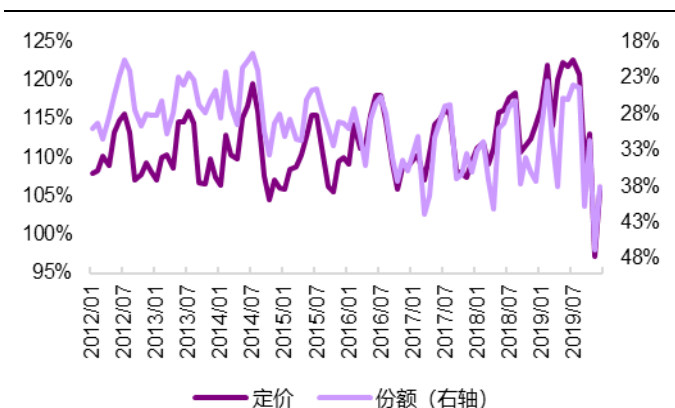
（对格力/美的 2018~2019 家用空调内销业务收入和盈利的详细拆分测算可参见文末附表）

#### 如何研判中长期格力的利润中枢？从两个锚出发。

首先明确我们对格力盈利中枢测算的几个假设前提：1) 格力的渠道变革如期推进，线下渠道效率与美的基本一致（考虑到品牌力的优势，格力其实有潜力做到效率更为领先）；2) 积极拥抱线上，格力线上产品适当降价，缩小与美的的价差（现在格力线上溢价更大于线下）；3) 格力在产品 and 品牌力方面保持领先，能够维持前期稳态溢价。

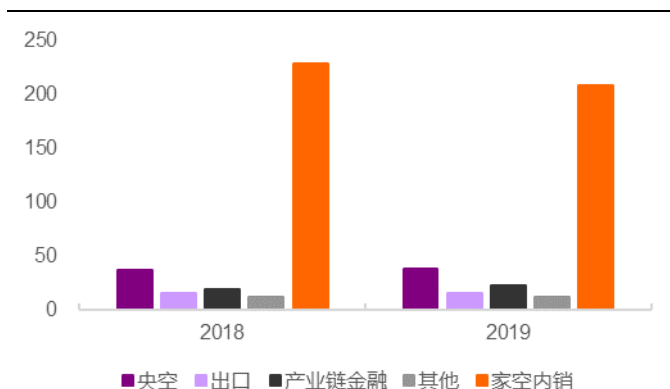
中长期视角下，格力归母净利可达 300 亿规模。首先，我们将 2019 年美的家用空调单季盈利 250-300 元的水平作为可以维持二线品牌基本盈亏平衡，行业格局稳态的第一个锚；接着，假设格力线上线下对美的保持 450-500 元的单机溢价（对应 10~15%）。那么倒推到上市公司层面，格力出厂价将领先 400 元左右。考虑 2018 年格力出厂价领先 500 元，转化为 250-300 元的单机超额盈利（根据 2018 年数据推算），实际单机盈利可以保持在 550 元左右（考虑线上占比提升，线上价差收窄，单季盈利可能会略有下降）。

图 26：格力产品份额与定价水平相关度极高



资料来源：中怡康，光大证券研究所测算，定价指数为品牌均价/行业均价，数据区间为 2012~2019 年

图 27：格力电器 2018-19 年利润结构拆分



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

另一方面，全面渠道提效势必带来格力市占率的提升：仅看线上渠道，格力 2019 年之前线上渠道销量份额仅为 15% 左右，保守考虑达到 30% 的水

平（2018年奥克斯基本保持30%，2020年以来美的份额基本达到40-45%，格力为25%左右），那会对格力整体销量产生10%以上的拉动。不妨假设格力稳态规模下的内销量可以达到4500万套（2018年估计格力实际安装卡规模为3700-3800万套，对应20%增长），则家用空调内销业务的营业利润即可达到250亿元左右。

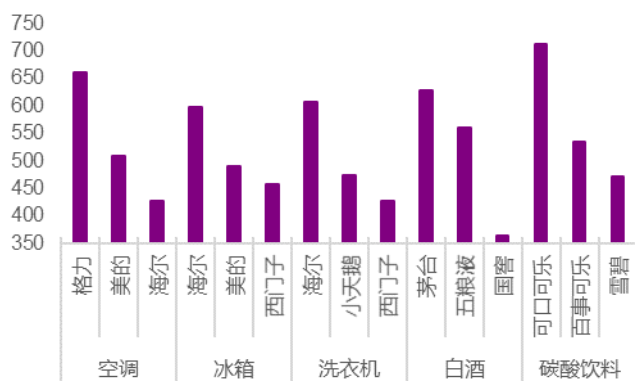
在加上中央空调，出口，产业链金融以及其他业务所贡献的利润（2018~19年为80亿左右）适度增长，只要渠道变革顺利，格力长期利润总额预计就可以达到350亿元，而对应归母净利润规模300亿元。

### 长期探讨，格力的品牌溢价能否长期维持？

考虑到耐用消费品的更迭频次较低，所以品牌口碑的形成往往需要长时间的积淀，品牌粘性较强。目前来看，格力的品牌优势依旧明显（图28，整个家电领域，格力首位度的领先幅度最明显）。所以关于格力对于美的的盈利溢价能否持续是一个相对中长期的讨论命题。但我们也看到了美的在不断进步后，缩小了与格力的差距：

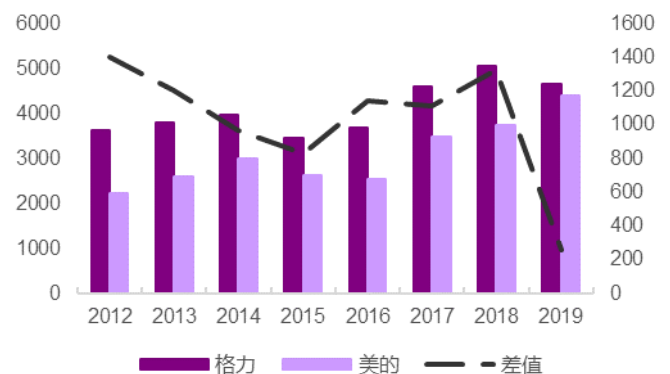
1、两者规模逐步持平。根据产业在线统计，美的的产量规模（内外销）与格力的差距为1400万台。但截至2019年，两者产量规模落差仅剩200-300万台。在规模生产方面，两者已经基本接近。

图 28：格力品牌力领先优势依旧明显（品牌力指数）



资料来源：chnbrand（2020），光大证券研究所  
考虑产品属性的差异，品牌力不直接代表份额和产品溢价的大小

图 29：格力美的空调产量落差在不断缩小（万台）

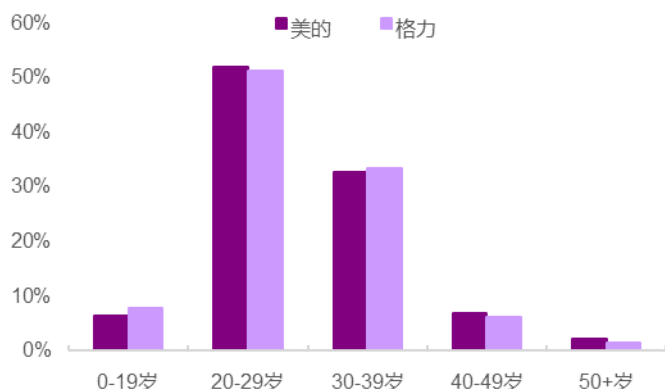


资料来源：产业在线，光大证券研究所

2、美的的产品力和产品创新在不断提升。随着技术研发投入的不断增长，美的近年来推出了无风感等拳头产品，随技术的成熟也使得两者产品的耐用性（至少是消费者所感知到）差距逐步缩小。格力能否继续维持产品端的领先是维持品牌调性领先的关键因素。

3、格力近年来的品牌宣传仍在央视等相对传统的媒介进行，但相比之下，美的的产品宣传，外观设计等方面更加多元年轻（事业部会有90/95后的逆向导师）。考虑到年轻消费者获取信息的渠道已经有很大变化，且消费需求也更加多元，格力能否在产品宣传和设计上有更多的创新也值得期待

图 30：目前格力美的线上客户年龄结构仍基本接近



资料来源：独道数据，光大证券研究所，为 2020 年 5 月数据

图 31：美的近年来在产品创新方面亮点颇多



资料来源：淘宝网，光大证券研究所

## 4、投资建议

**短期库存去化，安全性无忧；长期战略升级，决定利润天花板。**格力短期份额被动的核心原因还是在于高价库存。随着经济活动和地产竣工的恢复，行业需求将趋于回暖。需求回暖叠加公司份额提升，动销表现良好（4~5月安装卡均有正增长）。只要旺季需求不会大幅低于预期，格力有望在旺季后完成库存去化。而一旦库存有效去化，格力在产品定价和份额竞争层面的压力就会大幅缓解，双寡头之间的价格竞争有望随着新能效产品的推出默契收尾。随着价格和需求向上，2020H2 公司基本面也将逐步迎来底部向上。

长期来看，领先的品牌制造能力仍是公司最核心壁垒，只要做好新周期下的传统渠道升级，并积极拥抱电商等新渠道，对公司远期的盈利中枢无需悲观，格力仍是家电最好赛道中的稀缺标的。

考虑到当前可选与必选消费品的 PE 估值差达到历史高位，随着基本面的回暖，有望逐步迎来资金配置迁移，而外资回流也将进一步助推龙头公司估值修复，中期来看有望获得超额回报。我们维持预测公司 2020~22 年 EPS 预测为 4.14/4.67/5.15 元，对应 PE 为 15/13/12 倍。维持“买入”评级。

### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	200,024	200,508	182,393	199,453	213,363
营业收入增长率	33.33%	0.24%	-9.03%	9.35%	6.97%
净利润（百万元）	26,203	24,697	24,888	28,085	31,004
净利润增长率	16.97%	-5.75%	0.78%	12.84%	10.39%
EPS（元）	4.36	4.11	4.14	4.67	5.15
ROE（归属母公司）（摊薄）	28.69%	22.42%	19.53%	20.36%	20.78%
P/E	14	15	15	13	12
P/B	4.1	3.4	2.9	2.7	2.5

## 5、风险提示

- 1、渠道变革战略和执行速度不及预期；
- 2、去库存速度不及预期，价格战进一步拉长；
- 3、财报分红表现低于预期。



附表 1: 格力美的空调业务单机收入和盈利能力拆分 (元)

	2018 年			2019 年				
	线上	线下	工程机	线上	线下	工程机		
美的	含税价	3121	4001	-	含税价	2729	3609	-
	不含税	2679	3434	-	不含税	2394	3166	-
	出厂价	2330	2602	2200	出厂价	2082	2533	2000
	出厂价 (加权平均)	2494			出厂价 (加权平均)	2344		
	家用空调内销收入 (亿)	550			家用空调内销收入 (亿)	595		
	推算单台出厂价	2500			推算单台出厂价	2288		
	内销营业利润 (亿)	61			内销营业利润 (亿)	68		
	推算单台利润	277			推算单台利润	262		
格力	含税价	3905	4565	-	含税价	3359	4317	-
	不含税	3352	3918	-	不含税	2883	3706	-
	出厂价	2966	3014	2500	出厂价	2552	2850	2200
	出厂价 (加权平均)	2957			出厂价 (加权平均)	2744		
	家用空调内销收入 (亿)	1150			家用空调内销收入 (亿)	987		
	推算单台出厂价	3026			推算单台出厂价	2742		
	内销营业利润 (亿)	229			内销营业利润 (亿)	209		
	推算单台利润	603			推算单台利润	581		

资料来源: 奥维云网, 产业在线, 公司公告, 光大证券研究所测算

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	200,024	200,508	182,393	199,453	213,363
营业成本	138,234	143,499	130,119	140,784	149,550
折旧和摊销	3,109	3,193	3,555	3,923	4,294
税金及附加	1,742	1,543	1,404	1,536	1,643
销售费用	18,900	18,310	16,233	17,692	18,883
管理费用	4,366	3,796	3,465	3,790	4,054
研发费用	6,988	5,891	5,654	6,183	6,614
财务费用	-948	-2,427	-3,031	-2,930	-3,193
投资收益	107	-227	250	260	270
营业利润	30,997	29,605	29,327	33,111	36,579
利润总额	31,274	29,353	29,632	33,416	36,884
所得税	4,894	4,525	4,563	5,146	5,680
净利润	26,379	24,827	25,068	28,270	31,204
少数股东损益	176	131	180	185	200
归属母公司净利润	26,203	24,697	24,888	28,085	31,004
EPS(按最新股本计)	4.36	4.11	4.14	4.67	5.15

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	26,941	27,894	25,338	30,119	32,929
净利润	26,203	24,697	24,888	28,085	31,004
折旧摊销	3,109	3,193	3,555	3,923	4,294
净营运资金增加	17,835	-16,442	-4,152	2,058	1,646
其他	-20,207	16,447	1,047	-3,946	-4,015
投资活动产生现金流	-21,846	-11,275	-3,773	-4,059	-4,050
净资本支出	-3,831	-4,704	-4,300	-4,300	-4,300
长期投资变化	2,251	7,064	0	0	0
其他资产变化	-20,265	-13,636	527	241	250
融资活动现金流	2,514	-19,222	-20,532	-14,618	-16,595
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	3,422	-6,077	-15,944	0	0
无息负债变化	6,965	18,482	-5,354	5,802	4,562
净现金流	7,413	-2,400	1,033	11,442	12,284

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	30.9%	28.4%	28.7%	29.4%	29.9%
EBITDA 率	16.5%	16.2%	16.2%	17.0%	17.6%
EBIT 率	15.0%	14.6%	14.2%	15.0%	15.5%
税前净利润率	15.6%	14.6%	16.2%	16.8%	17.3%
归母净利润率	13.1%	12.3%	13.6%	14.1%	14.5%
ROA	10.5%	8.8%	9.0%	9.6%	10.0%
ROE (摊薄)	28.7%	22.4%	19.5%	20.4%	20.8%
经营性 ROIC	71.1%	91.0%	91.5%	95.0%	98.1%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	63%	60%	54%	53%	51%
流动比率	1.27	1.26	1.41	1.46	1.51
速动比率	1.14	1.12	1.27	1.32	1.37
归母权益/有息债务	4.14	6.89	2717.73	2942.46	3181.66
有形资产/有息债务	10.63	16.56	5556.17	5899.16	6230.45

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	251,234	282,972	279,123	295,647	311,624
货币资金	113,079	125,401	126,434	137,876	150,159
交易性金融资产	1,012	955	974	994	1,014
应收账款	7,700	8,513	7,163	7,833	8,379
应收票据	35,912	28,226	27,359	29,918	32,005
其他应收款(合计)	2,554	159	182	199	213
存货	20,012	24,085	20,561	21,564	22,175
其他流动资产	17,111	23,091	23,091	23,091	23,091
流动资产合计	199,711	213,364	208,514	224,406	240,116
其他权益工具	0	4,645	4,645	4,645	4,645
长期股权投资	2,251	7,064	7,064	7,064	7,064
固定资产	18,374	19,111	19,493	19,524	19,247
在建工程	1,664	2,431	2,483	2,522	2,522
无形资产	5,205	5,306	5,496	5,684	5,867
商誉	52	326	326	326	326
其他非流动资产	9,859	15,372	15,372	15,372	15,372
非流动资产合计	51,523	69,608	70,608	71,242	71,509
总负债	158,519	170,925	149,626	155,428	159,990
短期借款	22,068	15,944	0	0	0
应付账款	38,987	41,657	37,734	40,124	41,874
应付票据	10,835	25,285	23,421	25,341	26,919
预收账款	9,792	8,226	9,120	9,973	10,668
其他流动负债	63,677	68,609	68,609	68,609	68,609
流动负债合计	157,686	169,568	148,251	154,035	158,577
长期借款	0	47	47	47	47
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	297	382	382	382	382
非流动负债合计	833	1,356	1,375	1,394	1,413
股东权益	92,715	112,048	129,497	140,219	151,634
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
公积金	3,593	3,593	3,593	3,593	3,593
未分配利润	81,940	93,795	111,464	122,001	133,216
归属母公司权益	91,327	110,154	127,423	137,960	149,175
少数股东权益	1,388	1,894	2,074	2,259	2,459

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	9.45%	9.13%	8.90%	8.87%	8.85%
管理费用率	2.18%	1.89%	1.90%	1.90%	1.90%
财务费用率	-0.47%	-1.21%	-1.66%	-1.47%	-1.50%
研发费用率	3.49%	2.94%	3.10%	3.10%	3.10%
所得税率	16%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	1.50	1.20	2.92	3.29	3.89
每股经营现金流	4.48	4.64	4.21	5.01	5.47
每股净资产	15.18	18.31	21.18	22.93	24.80
每股销售收入	33.25	33.33	30.32	33.16	35.47

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	14	15	15	13	12
PB	4.1	3.4	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	9.7	9.3	9.5	8.1	7.1
股息率	2.4%	1.9%	4.7%	5.3%	6.2%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼