

## 公司研究

## 破旧立新，价值闪耀

## ——格力电器（000651.SZ）投资价值分析报告

## 要点

**β：空调景气修复，竞争格局强化。**需求端看，当前经济环境转向“宽信用”，预计空调内需将在2022年明显改善。我们判断：1) 2022年空调内销温和复苏，内销量或达8700万台左右，同比增速+3%。2) 通胀向下游传导，2022年空调零售均价有望温和上涨+5%左右。**供给端看**，空调内销自2018年见顶向下，市场随之出清，行业CR3已由2018年的71%升至2021年的81%，行业景气度下行反而引领资本周期进入良性阶段，龙头公司的定价权得到强化。

**α：渠道理顺+治理优化+成本红利。**【1】**渠道理顺**：线下改革1.0阶段基本完成（削减代理层级），可释放10%的渠道毛利，针对均价3500元的产品，可腾出350元的降价空间；改革2.0阶段逐步推进，高效信息化+物流体系逐步成型。公司线上零售量份额显著向上（由2019年的18%提升至2021年的26%），格力在战略上高度重视（19年末成立电商公司），价格策略更加务实（同型号产品仅比美的高出350元）。【2】**治理优化**：回购超5亿股+推行员工持股+提升股东回报，根据业绩考核目标，21和22年归母净利润分别不低于233亿元及252亿元。股东回报规划锚定21-24年每年现金分红率不低于50%。【3】**成本红利**：2022年通胀环境有利下游，预计格力2022年综合毛利率/归母净利润率分别同比提升1.5pcts/0.6pcts。

**长期思考：格力的未来如何谋划？**中国空调内销的稳态水平约为1.0亿台，国内仍有20%左右空间，公司也正探索长期高质量增长的各种可能。诸多案例表明企业的竞争优势更容易在较小的地理和产品区域实现并维持，保持战略聚焦或是最优解，产品多元化可遵循三个原则：【1】**从事相关产业**，优先考虑家用空调近似品种，中央空调符合要求，冰箱也属于制冷范畴；【2】**进入能冲刺到前二的细分产业**；【3】**不进行品牌延伸**，启用“晶弘”、“大松”发展冰箱、小家电是正解。**国际化（区域多元化）**方面，大金等案例显示应集中火力突破重点区域，我们的量化模型筛选出东南亚地区作为格力的海外突破口。

**投资建议：看好渠道变革，估值底部区间，维持“买入”评级。**5年PE-Band估值中枢为13.5倍，当下公司PE(TTM)仅8.1倍，具备充分的安全边际。我们看好公司的渠道革新、长远规划、以及股东回馈机制，但受到地产政策收紧及原材料价格大幅上涨影响，下调公司2021年归母净利润预测为227.3亿元（下调3.6%）；而鉴于高瓴入股带来治理改善预期，我们看好公司中长期发展前景，因此上调公司2022-2023年归母净利润为262.7亿元（上调2.9%）、290.4亿元（上调1.9%），对应2021-2023年PE估值分别为9/7/6倍，维持“买入”评级，根据FCFF绝对估值，给予目标价46.62元。

**风险提示：空调需求下行；原材料价格上涨；人民币汇率波动。**

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	200,508	170,497	193,248	211,766	226,756
营业收入增长率	0.24%	-14.97%	13.34%	9.58%	7.08%
净利润(百万元)	24,697	22,175	22,731	26,266	29,040
净利润增长率	-5.75%	-10.21%	2.51%	15.55%	10.56%
EPS(元)	4.11	3.69	3.84	4.66	5.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.42%	19.25%	21.45%	21.75%	21.26%
P/E	8	9	9	7	6
P/B	1.8	1.7	1.8	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-04-01

\*注：2020年末公司总股本数为60.16亿股；因公司注销部分回购的股份，2021年末公司总股本数为59.14亿股，2022年末预测公司总股本数为56.31亿股

## 买入（维持）

当前价/目标价：33.02/46.62元

## 作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

021-52523793

hongjiran@ebscn.com

联系人：金屹唯

021-52523820

jinyiwei@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	59.14
总市值(亿元)	1952.96
一年最低/最高(元)	30.65/59.67
近3月换手率	54.03%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.91	0.91	-31.03
绝对	-10.34	-12.13	-43.98

资料来源：Wind

## 相关研报

空调出货优于行业，工厂库存增长较快——格力电器（000651.SZ）2021年三季度报点评（2021-10-27）

收入快速恢复，成本略有压力——格力电器（000651.SZ）2021年半年报点评（2021-08-22）

## 投资聚焦

格力电器是全球空调的标杆企业，也是价值成长股的典型代表。我们看好公司的投资前景，短期看行业修复以及公司变革，长期关注产品以及经营区域多元化。

### 关键假设

1) **空调行业内销量**：2021 年全年地产销售创下新高，预计 2022 年地产后周期行业具备韧性，预测行业 2021-2023 年内销量同比增速为 4.6%/3.0%/2.0%；2) **格力国内市占率**：公司近年来实行较为务实的价格策略并逐渐重视线上渠道，预测公司 2021-2023 年内销市占率为 37.4%/38.0%/38.2%；3) **格力国内出厂价**：预测 2021-2023 年公司空调内销均价同比+10%/+5%/+5%；4) **综合毛利率**：预测 2021-2023 年公司毛利率为 26.5%/28.0%/28.3%。

### 我们区别于市场的观点

**渠道革新带来市场份额回归**。格力线下改革 1.0 阶段基本完成（削减代理层级），可释放 10%的渠道毛利，腾出 350 元的终端降价空间；改革 2.0 阶段逐步推进，高效信息化+物流体系逐步成型。公司线上零售量份额显著向上（由 2019 年的 18%提升至 2021 年的 26%），这得益于格力在战略上高度重视（19 年末成立电商公司），价格策略更加务实（同型号产品仅比美的高出 350 元）。

**遵循“聚焦”法则，产品/经营区域多元化值得期待**。中国家用空调的市场容量仍有 20%左右空间，格力也正在思考如何追求持续稳定的未来增长。历史经验表明企业的竞争优势更容易在较小的地理或产品空间内维持，因此对于格力来说产品多元化可遵循：重点开发制冷相关产业；进入能冲刺到 TOP2 的细分产业；不进行品牌延伸。国际化（区域多元化）方面，公司可考虑集中火力突破重点区域，我们的量化模型综合筛选出东南亚地区作为格力的海外重点突破口。

**股息率隐含当前市值接近底部区间**。定义某年平均股息率=（现金分红+回购注销）/平均市值，假设 2022 年平均市值=2,069 亿元（截至 22 年 4 月 1 日的 2022 年以来平均市值），**格力 2022 年的预期平均股息率已达 13.1%**。结合理财收益率趋势性下滑（1 年期预期收益率由 2012 年的 5.34%降至 2021 年的 3.57%），2022 年格力平均股息率隐含的超额回报达到 9.58%，这一数值接近第二高峰的 2 倍。**因此从股息率反推，当前格力市值或已接近底部区间。**

### 股价上涨的催化因素

**短期来看**：1) 2022 年稳增长、宽信用背景下，空调行业的量价温和复苏；2) 原材料价格上涨趋势趋缓催生成本红利；3) 21-24 年分红率不低于 50%，高分红确定性明显增强；

**长期来看**：1) 公司线下渠道改革逐步落地；2) 电商建设、物流体系、信息化系统建设稳步落地；3) 员工持股计划+大规模股票回购，公司治理显著改善。

### 估值与目标价

**看好渠道变革以及长期规划，维持“买入”评级，目标价 46.62 元**。5 年 PE-Band 显示公司估值中枢为 13.5 倍 PE；截至 4 月 1 日收盘，公司 PE (TTM) 为 8.1 倍，已具备充分的安全边际。此外，考虑到高分红以及回购注销，当前市值下格力 2022 年的预期股息率已达 13.1%，为 2012 年以来的最高水平，从股息率角度来看目前市值亦处底部区域。我们看好公司的渠道革新、长远规划、以及股东回馈机制，预计格力 2021-2023 年归母净利润为 227.3 亿元、262.7 亿元、290.4 亿元，维持“买入”评级，目标价 46.62 元。

# 目录

<b>1、短期逻辑：行业景气修复+渠道逐渐理顺+治理结构改善</b>	<b>7</b>
1.1、空调行业景气度恢复几何？	7
1.1.1、内销尚未恢复至 2019 年水平	7
1.1.2、内需不佳原因：消费尚未恢复，地产持续收紧	8
1.1.3、2022 年空调景气展望：内需复苏+低库存催生补库	9
1.2、空调行业的竞争格局有什么变化？	10
1.3、为何空调龙头的竞争愈发胶着？	11
1.4、格力如何应对渠道变迁？	13
1.4.1、改革 1.0 阶段基本完成：削减渠道层级，释放渠道利润	13
1.4.2、改革 2.0 阶段进程中：建立高效的电商和物流体系	14
1.5、治理优化：员工持股计划+长期高分红承诺	16
<b>2、长期思考：格力如何长远打算？</b>	<b>17</b>
2.1、家用空调的天花板到了吗？	17
2.1.1、保有量角度：中国是否可以对标日本？	17
2.1.2、户均保有量提升=内销量向上？	17
2.1.3、中国空调稳态销量是多少？	18
2.2、如何打破天花板，聚焦 or 多元？	19
2.2.1、为什么有限的地理或产品空间拥有更高的进入壁垒？	19
2.2.2、案例一：国际化区域扩张=有代价的增长？沃尔玛：全球性扩张的衰落	20
2.2.3、案例二：无关多元化前路坎坷？日本 J 模式的启示	21
2.3、国际化：集中力量突破东南亚市场	22
2.3.1、大金工业的国际化启示是什么？	22
2.3.2、格力的国际化进行的如何？	26
2.4、有节制的多元化：遵循三个原则	31
2.4.1、谨慎多元化，只从事相关产业多元化	31
2.4.2、进入可能冲刺到前二的细分产业	31
2.4.3、避免品牌延伸，采用大树型品牌战略	32
<b>3、盈利预测 &amp; 投资建议</b>	<b>34</b>
3.1、收入拆分：空调内外销稳健增长，格力市占率回升	34
3.2、相对估值：静态估值位于中枢下方，同类比较估值偏低	36
3.2.1、公司自身历史角度	36
3.2.2、可比公司角度	37
3.2.3、股息率角度：当前市值或在底部区域	37
3.3、绝对估值	38
3.4、投资建议：短期看渠道变化，长期关注战略方向	39
<b>4、风险提示</b>	<b>39</b>

## 图目录

图 1: 空调内销出厂及零售量同比增速.....	7
图 2: 空调内销量 (万台) 及同比增速 (冷年口径) .....	7
图 3: 2021 年零售数据处于恢复通道 .....	7
图 4: 居民消费能力恢复尚需时日 .....	8
图 5: 2021 年乡村消费品零售总额恢复至接近 2019 年水平 .....	8
图 6: 各级城市商品房单月销售面积同比增速.....	8
图 7: 18 个典型大中城市二手房的成交面积及同比增速 .....	8
图 8: 房地产竣工数据可能被低估 .....	9
图 9: 前装刚需品种与地产销售关联度较好 .....	9
图 10: 空调年度内销量和外销量预测 (万台) .....	9
图 11: 空调全渠道零售均价及同比增速预测 (元/台) .....	9
图 12: 空调商业渠道库存及库存月数.....	10
图 13: 2016-2021 年空调品牌内销量市场份额变化 .....	11
图 14: 两大巨头价格差以及销量份额差 (线下渠道) .....	11
图 15: 两大巨头价格差以及销量份额差 (线上渠道) .....	11
图 16: 2019 年白电三巨头空调业务的渠道结构对比.....	12
图 17: 美的渠道改革前后的模式区别.....	12
图 18: 格力电器原渠道利润比竞争对手更为丰厚 .....	13
图 19: 调整后的格力销售模式 .....	13
图 20: 2019 年 1 月 1.5 匹畅销机线上销售均价 .....	14
图 21: 2021 年 11 月 1.5 匹畅销机线上销售均价 .....	14
图 22: 线上零售量的市场份额变化 .....	14
图 23: 线下零售量的市场份额变化 .....	14
图 24: 线上零售额的市场份额变化 .....	15
图 25: 线下零售额的市场份额变化 .....	15
图 26: 美的物流模式 (安得物流模式) .....	15
图 27: 2020 年中国城镇空调保有量水平接近日本 90 年代水平 .....	17
图 28: 日本独栋住宅的空调保有量显著高于高层公寓 .....	17
图 29: 1996 年后日本空调内销量基本停止增长+保有量继续上升 .....	17
图 30: 日本耐用品普查显示空调更新周期超过 10 年.....	18
图 31: 中国空调内销量的稳态中枢略超一亿台 .....	19
图 32: 沃尔玛利润率和投资回报率 .....	20
图 33: 1985 年沃尔玛成本优势总结 (占收入比重) .....	20
图 34: 沃尔玛国际业务的营业利润率平均只有美国业务的 75% 左右 .....	21
图 35: 日本电子巨头主业分散, 第一大业务收入占比通常低于 30% .....	21
图 36: 多元化日本电子巨头 ROIC 水平较低 .....	22
图 37: 四大日本电子整体净利率长期较低 .....	22
图 38: 2020 财年大金各项业务的收入占比 .....	22
图 39: 2020 财年大金工业各地区业务收入占比 .....	22

图 40: 大金各项业务的收入占比.....	23
图 41: 大金工业各地区业务收入占比.....	23
图 42: 大金的净利率、ROE 及毛利率曲折增长.....	23
图 43: 大金工业 FUSION 战略方向明确且不断优化.....	24
图 44: 2015 财年各地区利润占比与营收占比对照.....	25
图 45: 各地区市场利润率.....	25
图 46: 俄罗斯 RAC (家用空调) 市场格局.....	26
图 47: 俄罗斯 PAC (商用空调) 市场格局.....	26
图 48: 大金各地区固定资产投资增速.....	26
图 49: 格力海外收入占比在 10-20%.....	27
图 50: 格力年度出口量及同比.....	27
图 51: 格力国际化历程.....	27
图 52: 巴西格力净利率不稳定.....	28
图 53: 巴西空调销售受 GDP 影响.....	28
图 54: 美国空调市场格局.....	29
图 55: 日本空调市场格局.....	29
图 56: 越南空调市场格局.....	30
图 57: 菲律宾空调市场格局.....	30
图 58: 中国品牌在东南亚的认可度较高.....	30
图 59: 东南亚 GDP 近 20 年增长迅猛 (GDP 累计增幅).....	30
图 60: 泰国空调市场格局.....	30
图 61: 部分空调市场 2012-2017 年规模 CAGR.....	30
图 62: 200 年以上寿命的企业有一半在日本.....	31
图 63: 格力成立 20 周年的竞争优势总结.....	31
图 64: 2020 年空调零售额占比.....	32
图 65: 2020 年冰箱零售额占比.....	32
图 66: 2020 年洗衣机零售额占比.....	32
图 67: 2020 年主要小家电品类销额合计占比.....	32
图 68: 格力拒绝品牌延伸, 采取“大树型”品牌发展战略.....	33
图 69: 公司 5 年 PB 估值走势.....	36
图 70: 公司 5 年 PE 估值走势.....	36
图 71: 2014 年至今公司 PB 估值经历过多轮高低切换.....	36

## 表目录

表 1: 2013-2020 年空冰洗 CR3 (内销量口径) 与第 1 名/第 2 名比例变化 .....	10
表 2: 格力和美的线下渠道各环节毛利率 .....	12
表 3: 格力和美的线下渠道各环节提货价 .....	12
表 4: 股份回购及其用途明细 .....	16
表 5: 员工持股计划考核目标 .....	16
表 6: 稳态下空调更新需求测算 .....	18
表 7: 市场规模扩大削减了在位企业的成本优势 .....	20
表 8: 大金在中国的一体化布局 .....	25
表 9: 模型评分标准说明 .....	28
表 10: 根据既定标准筛选结果 .....	29
表 11: 格力分业务收入拆分 .....	35
表 12: 可比公司估值比较 .....	37
表 13: 格力历年平均股息率推算 .....	37
表 14: 绝对估值核心假设表 .....	38
表 15: 现金流折现及估值表 .....	38
表 16: 敏感性分析表 .....	39

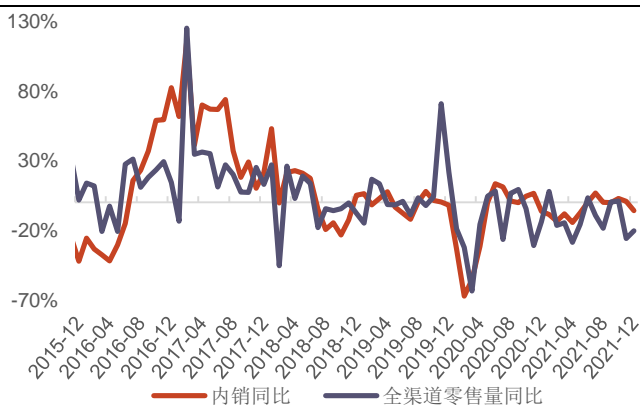
# 1、短期逻辑：行业景气修复+渠道逐渐理顺+治理结构改善

## 1.1、空调行业景气度恢复几何？

### 1.1.1、内销尚未恢复至 2019 年水平

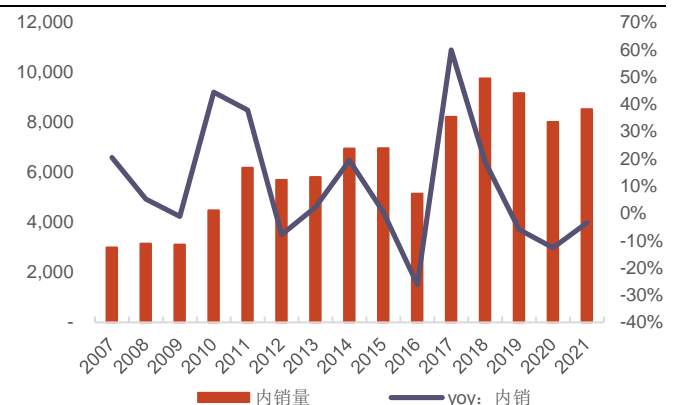
行业出厂数据渐进修复。(1) 财年角度：2021 年度，空调行业内销全年出货量同比上年同期+5.5%，对比 2019 年同期两年平均下降 4.0%，行业内销尚未恢复至疫情前水准。(2) 冷年口径：本轮空调周期已连续两年调整，其中 2019 冷年、2020 冷年内销量同比分别为-6.0%、-12.7%。2021 冷年仍未恢复至疫情前水准，虽较 2020 冷年有所增长，但较 2019 冷年仍然收缩(两年平均-3.6%)。

图 1：空调内销出厂及零售量同比增速



资料来源：产业在线，奥维云网，光大证券研究所；注：2021 年数据为相比 2019 年同期的两年几何平均增长率

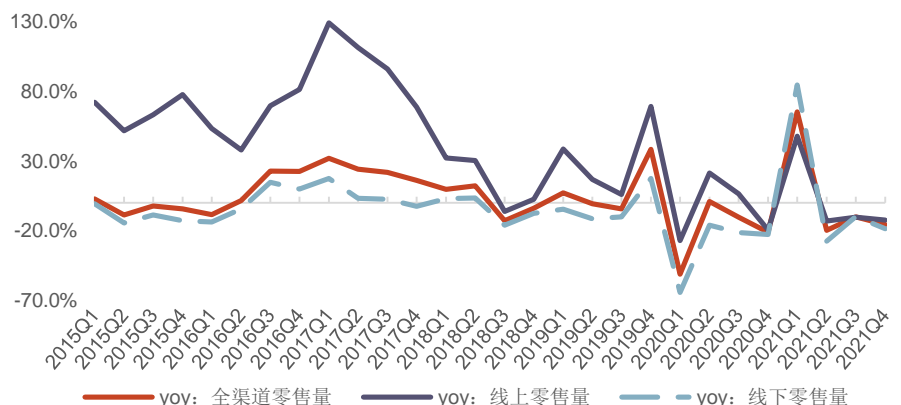
图 2：空调内销量（万台）及同比增速（冷年口径）



资料来源：产业在线，光大证券研究所；注：2021 冷年数据为 20 年 8 月-21 年 7 月相比 2019 冷年的两年几何平均增长率（冷年时间跨度为上年 8 月至当年 7 月）

零售数据同样处于恢复通道。地产周期淡化+疫情冲击消费，空调全渠道零售量同比增速自 2017 年后呈现下降趋势。2020 年受疫情冲击，全渠道零售量同比-14.9%，而 2021 年全年相对 2019 年的两年几何平均增长率为-11.8%，终端销售尚未恢复至 2019 年水平。单季度来看，2021 年 Q2-Q4 全渠道零售量较 2019 年的两年几何平均增速分别为-10.1%、-10.3%、-15.6%，销售下降主因地产销售承压、高温天气缺失、精装和家装分流、成本涨价传导至零售终端。

图 3：2021 年零售数据处于恢复通道

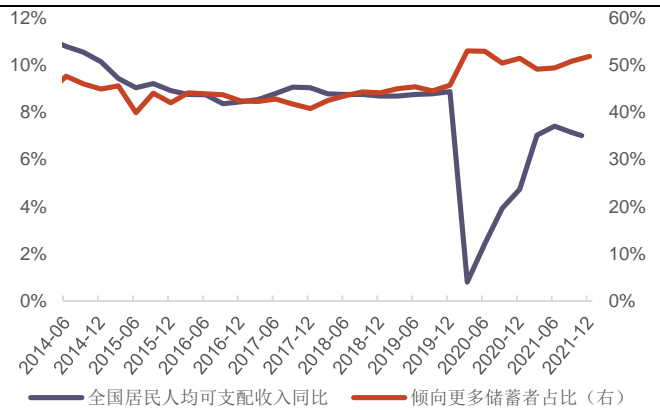


资料来源：奥维云网，光大证券研究所；\*注：2021 年各季度的增速是较 2019 年同期的几何平均增长率

### 1.1.2、内需不佳原因：消费尚未恢复，地产持续收紧

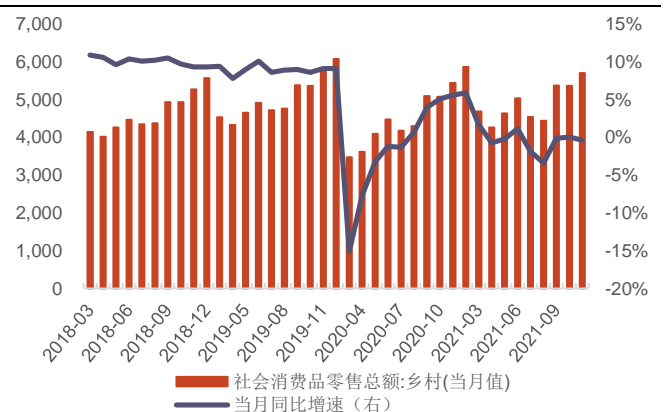
**更新需求：可支配收入增长放缓，预防性储蓄倾向上升。**受疫情影响，居民可支配收入季度同比增速于 20Q1 触及谷底并在随后缓慢爬升，2021 年全年可支配收入相对 2019 年的两年平均名义增长率为 6.9%，但仍低于 2019 年接近 9% 的水平。从全社会角度，中高端消费品恢复程度高，而乡村消费修复缓慢，这可能与农村外出务工减少带来的收入效应有关。此外，城镇居民的消费倾向也偏低，央行“城镇储户问卷调查”中“倾向更多储蓄者占比”反映 2020 年上半年起居民储蓄意愿出现跳升，此后该指标逐级下降，21 年下半年再次出现抬头倾向。

图 4：居民消费能力恢复尚需时日



资料来源：国家统计局，人民银行，光大证券研究所；注：2021 年的季度可支配收入同比增速为相对 2019 年同期的两年几何平均

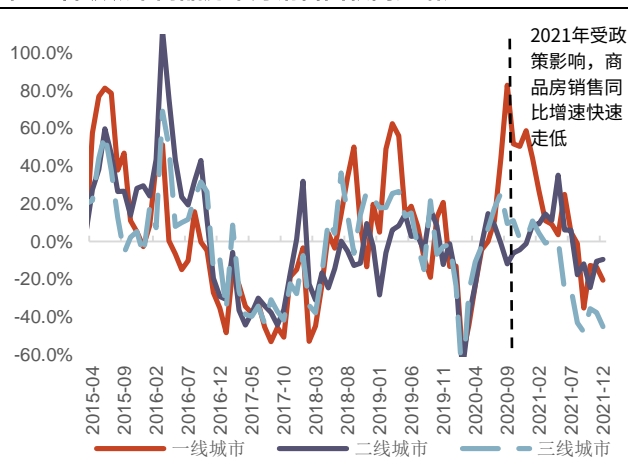
图 5：2021 年乡村消费品零售总额恢复至接近 2019 年水平



资料来源：国家统计局，光大证券研究所；单位：亿元；注：2021 年的同比数据为相对 2019 年同期的增速

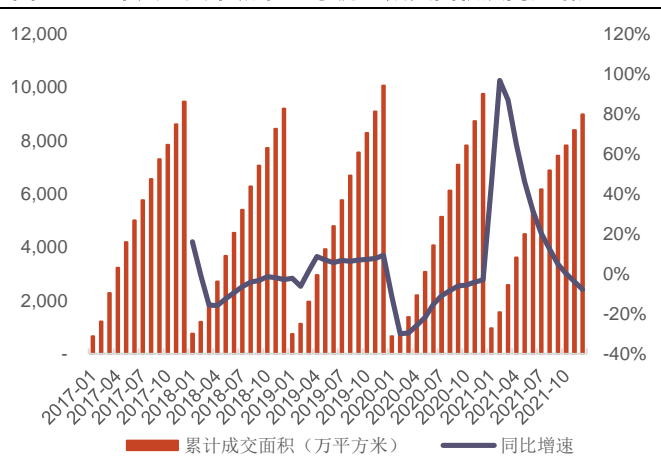
**新增需求：2021 年地产政策偏紧，房屋销售增速走低。**2021 年，全国商品房累计销售面积较 2020 年同比+1.9%，全年经历了前高后低的过程，主因 21 年下半年地产政策持续收紧，房贷利率上行。但随着 21 年底高层会议接连强调“稳增长”以及地产政策的边际宽松，2022 年地产销售或有望迎来改善。

图 6：各级城市商品房单月销售面积同比增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：18 个典型大中城市<sup>1</sup>二手房的成交面积及同比增速

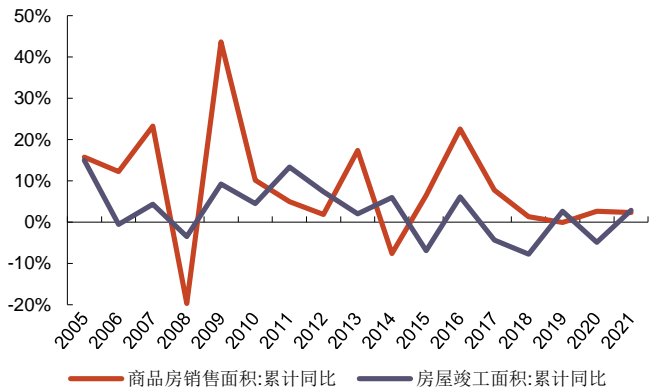


资料来源：Wind，光大证券研究所

<sup>1</sup> 18 个典型大中城市分别为：北京、广州、深圳、杭州、成都、青岛、苏州、厦门、无锡、东莞、扬州、常熟、南宁、佛山、金华、江门、清远、衢州。

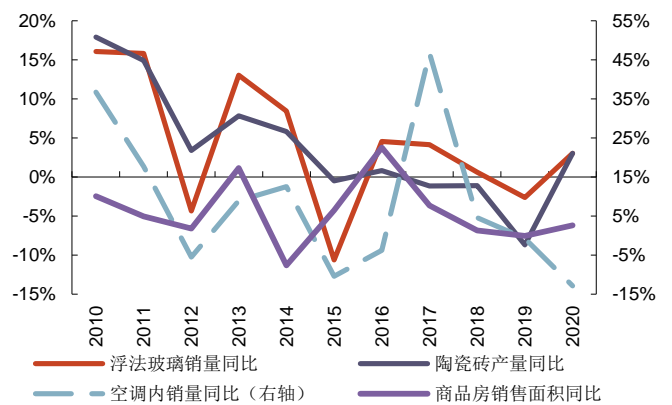
**竣工周期的内需拉动为何没有充分显现？**我们认为主因地产周期淡化，竣工数据质量存疑，2017年全国商品房销售面积16.9亿平米，此后2018-2021年销售面积分别为17.2、17.2、17.6、17.9亿平米，被熨平的地产周期带来后周期行业的需求增速平淡。市场寄望竣工周期为家电内需带来生机，但两者的实际关联度并无说服力，其原因可能包括：1) 竣工数据的质量存疑（近年停工率连续异常高→真实竣工可能被低估）；2) 空调的内销波动受地产周期+投资性住房空置+渠道库存周期+精装修中央空调分流等多因子影响，反观浮法玻璃、瓷砖等前装刚需品种和地产销售的拟合度更好，近年需求均呈现2016年见顶向下--2019年见底向上的趋势。

图8：房地产竣工数据可能被低估



资料来源：Wind，光大证券研究所；注释：2021年数据为相对2019年同期的两年几何平均增长

图9：前装刚需品种与地产销售关联度较好

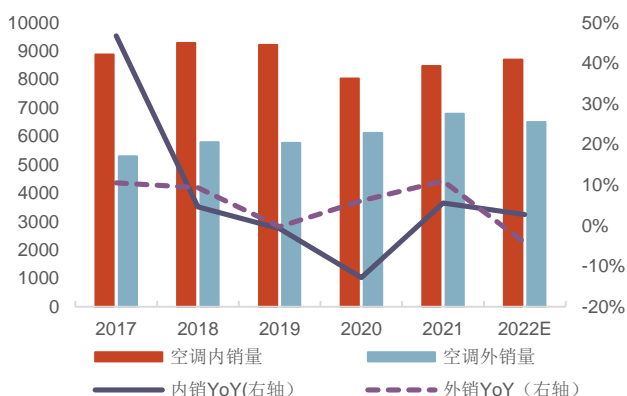


资料来源：产业在线，光大证券研究所

### 1.1.3、2022年空调景气展望：内需复苏+低库存催生补库

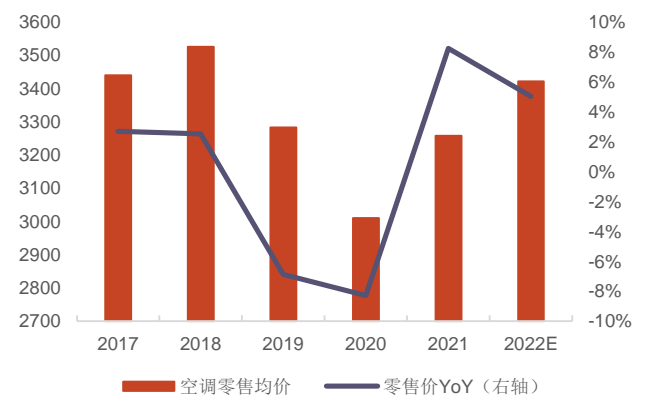
**预计2022年空调行业内需回暖+均价温和上涨。有利因素有三：**（1）**消费市场回升向好：**根据国家统计局最新数据，今年以来国内疫情防控措施持续优化，促消费政策陆续落地，网上零售拉动作用继续显现，1-2月社零总额同比增长6.7%；（2）**地产销售再创新高：**2021年全年商品房累计销售面积达17.9亿平方米，因此2022年地产后周期行业具备韧性；（3）**宏观环境有利：**“稳增长+宽信用”或成为今年政策主基调，耐用消费品需求或在22H1明显改善。在此基础上，我们判断：**1) 国内空调销量：**预计2022年空调内销市场温和复苏，内销量或达8700万台左右，同比增速+3%。**2) 终端均价：**预计2022年原材料价格走弱但终端需求回暖，零售均价有望保持温和复苏（同比+5%）。

图10：空调年度内销量和外销量预测（万台）



资料来源：产业在线，光大证券研究所预测

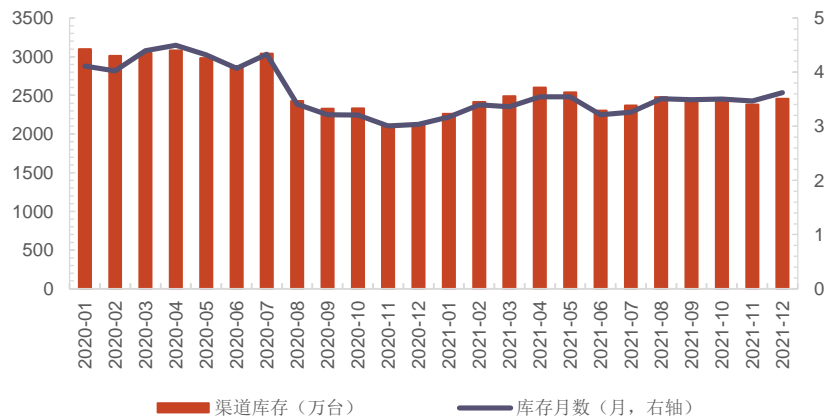
图11：空调全渠道零售均价及同比增速预测（元/台）



资料来源：奥维云网，光大证券研究所预测

**空调渠道库存处于较低水平。**本轮主动去库始于 2019 年“双 11”期间的价格竞争，新能效推行加速了结构调整。虽然 2021H1 终端需求不顺导致渠道库存被动抬升，整体上当前渠道库存仍处于近年较低水平，渠道库存由 2019 年高峰时期的 3,490 万台降低至 2021 年 12 月的 2,457 万台，库存销量比也由 4.3 倍降低至 3.6 倍。分品牌来看，美的已实行 T+3 高周转低库存模式，同时格力处于渠道变革期（压货回款政策不再强制），目前空调渠道库存处于较低水平。

图 12：空调商业渠道库存及库存月数



资料来源：产业在线，光大证券研究所

## 1.2、 空调行业的竞争格局有什么变化？

**2021 年行业集中度创新高。**与冰洗 CR3（内销量口径）稳步向上的态势不同，2013 年以来空调行业集中度绝对水平虽高但其与需求呈现负相关，即行业向好吸引更多商家参与，需求低迷时中小企业被洗牌出局。从数据来看，2016-2018 年空调内销快速增长，但 CR3 反降至 70% 左右；而后空调市场再掀价格竞争，叠加疫情以及新能效实施，中小品牌生存艰难，2019 年起行业集中度再度提升，2021 年 CR3 上升至 81.7%。

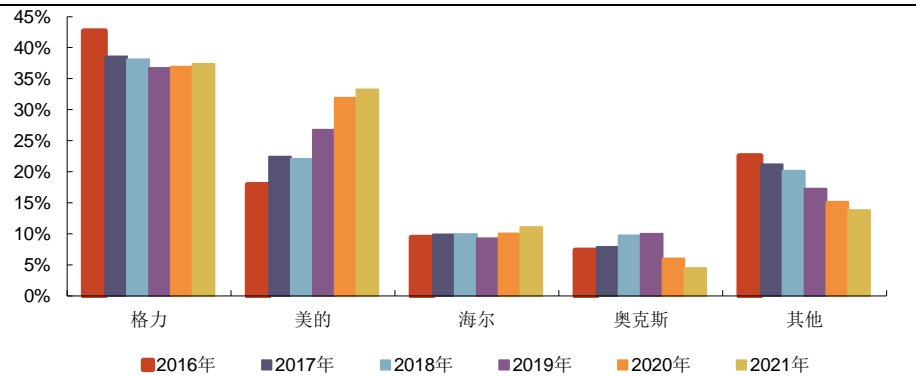
**头部品牌的竞争愈发胶着。**从第 1 名相对第 2 名的份额来看，2016 年格力的内销份额是美的 2.4 倍，到 2021 年已缩减至 1.1 倍，美的通过渠道和效率改革，使两者的差距大幅缩小。数据表明 2017-2018 年格力美的的线下价差中枢是 500 元左右，2019 年 Q1-Q2 价差扩大至 800 元以上，两者份额差距相对地快速缩小。为了应对变化，格力在 2019 年双十一开始了价格反击。2021 年，格力与美的的线下价差中枢回到 500 元左右，而美的的线下份额仍高于格力 5 个百分点左右。线上来看，格力和美的的价差中枢由 2019 年的 1000 元以上下降至 21Q4 的 472 元，格力也在 21Q3 实现了对美的的线上份额的反超。

表 1：2013-2020 年空冰洗 CR3（内销量口径）与第 1 名/第 2 名比例变化

指标	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
空调 CR3	76.5%	76.8%	77.1%	70.1%	70.9%	70.1%	72.8%	78.9%	81.7%
第 1 名/第 2 名	1.92	1.80	1.78	2.38	1.72	1.73	1.37	1.16	1.12
冰箱 CR3	46.9%	49.6%	51.7%	51.9%	55.7%	56.6%	57.2%	60.5%	62.3%
第 1 名/第 2 名	3.40	3.44	3.17	2.91	2.48	2.43	2.24	2.01	2.06
洗衣机 CR3	60.3%	62.7%	65.3%	67.3%	69.7%	71.1%	71.9%	71.7%	71.8%
第 1 名/第 2 名	1.75	1.60	1.33	1.17	1.11	1.10	1.14	1.20	1.23

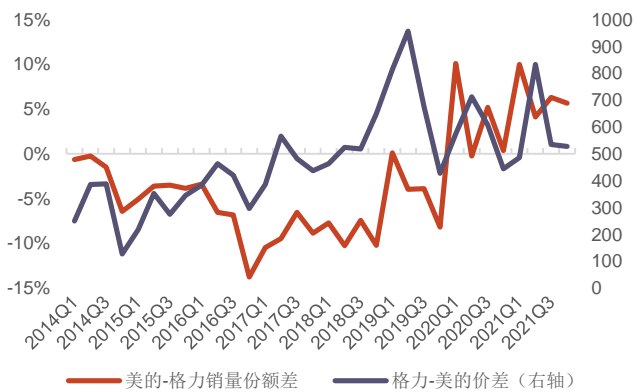
资料来源：产业在线，光大证券研究所；注：表中单元格按红蓝色阶填色，数值越高者红色越深，越低者蓝色越深

图 13: 2016-2021 年空调品牌内销量市场份额变化



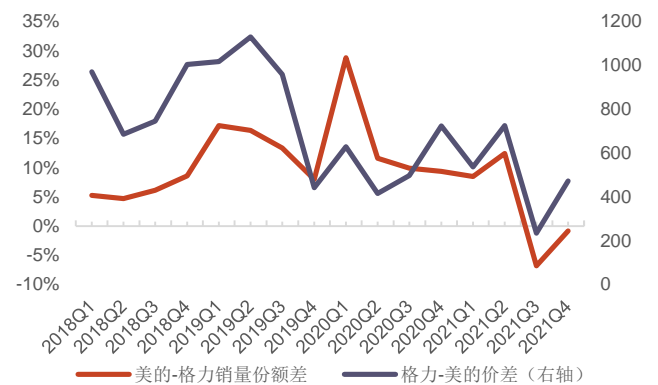
资料来源: 产业在线, 光大证券研究所

图 14: 两大巨头价格差以及销量份额差 (线下渠道)



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所; 右轴单位: 元/台

图 15: 两大巨头价格差以及销量份额差 (线上渠道)



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所; 右轴单位: 元/台

### 1.3、为何空调龙头的竞争愈发胶着?

美的内销出货占比已由 2016 年的 18% 升至 2021 年的 33%，这一变化在近两年加速发生，而同期格力的市场份额有所下滑（由 2016 年的 43% 下降至 2021 年的 37%），两者间的份额鸿沟几乎被抹平。美的空调快速崛起，最显性的原因是渠道扁平化，即削减中间环节并将其利润让渡给消费者；但在这背后更关键的是，美的自 2012 年全面拥抱数字化，借此对包含研发—供应链—生产制造—物流仓储—销售渠道在内的全价值链进行了效率重塑，其市占率的上升更像是长期规划下的自然结果，而 2018 年至 2020 年上半年空调内需以及原材料价格向下的情景也有利于快周转高效率的美的集团更为锐利地抢占高地。

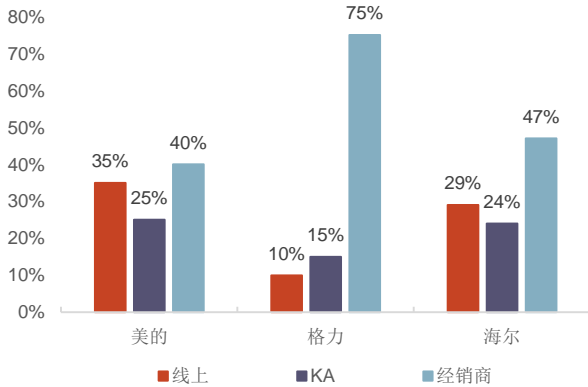
#### 直接原因：美的渠道扁平化变革抢占市场

美的如何将渠道扁平化？

更早重视线上渠道，美的空调的电商销售量占比超过 30%。美的空调 2015 年起步线上，2019 年空调的线上销售量占比约 35%，KA 占比约 20%，线下经销渠道占比约 40%。由于线上和 KA 渠道直接对接总部，这天然避免了多级经销商层层流转造成的低效和浪费，渠道整体效率高于竞争对手。

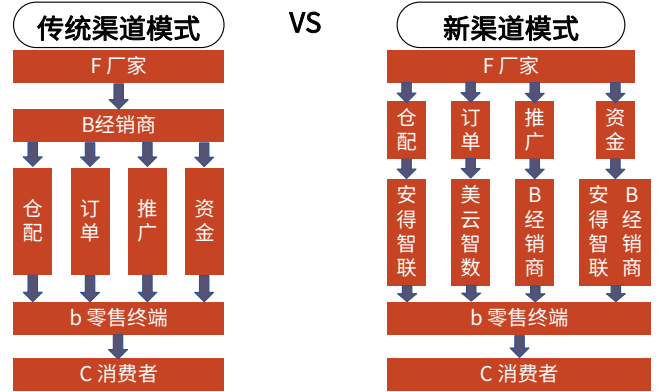
美的线下渠道调整主要做以下几方面的改变：1) 职能调整—省级销售公司被运营中心取代（价格、包装政策、收款过账职能移至总部，仅承担政策执行、库存和渠道管理工作），市县级代理商转型为运营商（负责推广、服务管理、部分资金功能，不再承担物流仓储）；2) 物流方面—安得智联将代理商和经销商的仓储和库存进行统仓统配；3) 信息化方面—美云智数支持低线经销商直接向工厂下单，增加定价、政策和库存的透明度，目前美云销直供（促销和活动时）占比为经销渠道的 20%左右。

图 16：2019 年白电三巨头空调业务的渠道结构对比



资料来源：渠道调研，光大证券研究所

图 17：美的渠道改革前后的模式区别



资料来源：渠道调研，光大证券研究所

美的渠道变革的效果如何？最直观的变化是拉大了格力与美的的价格差，在基准假设下，变革前后两者的价格差由 270 元扩大至 433 元，叠加美的更早地享受原材料降价红利，价差进一步上升至 700 元左右。美的让利消费者主要源自两点：1) 代理商转服务商，其毛利率由 10%左右降至 5%，空调龙头早先加价率 40%左右，美的渠道改革后仅 25%左右加价率；2) 制造和供应链 T+3 模式，叠加物流信息化改造让美的具备高周转、低库存的能力，使得原材料价格下降时成本端会率先受益。

表 2：格力和美的线下渠道各环节毛利率

	美的改革前		美的改革后	
	毛利率	利润来源	毛利率	利润来源
工厂	31%	31%	37%	
运营中心/省代	3%-5%	5%	总部提供费用	8%-10%
代理商	8%-11%	5%	价差+补贴	6%-8%
终端经销商	12%-14%	13%	价差+安装费	16%-18%

资料来源：渠道调研，光大证券研究所

表 3：格力和美的线下渠道各环节提货价

	美的改革前	美的改革后	原材料降价 10%	格力 (高库存)
空调成本	1,500	1,500	1,350	1,500
省代提货价	1,965	1,965	1,769	2,055
代理商提货价	2,063	2,063	1,857	2,261
经销商提货价	2,290	2,166	1,950	2,441
终端零售价	2,611	2,448	2,203	2,881
加价率	33%	25%	25%	40%
格力-美的价差	270	433	678	

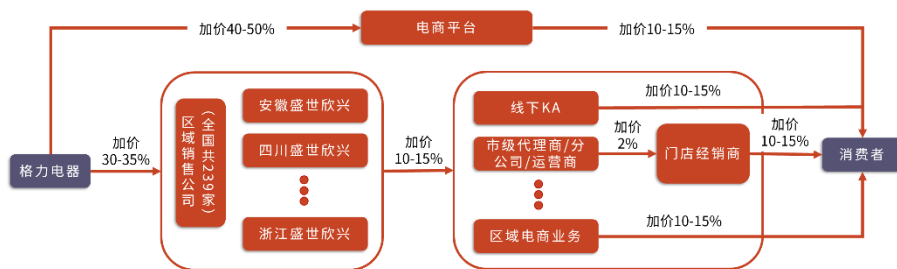
资料来源：渠道调研，光大证券研究所；注：空调成本以及各个环节利润率均为近似值；单位：元/台

## 1.4、 格力如何应对渠道变迁？

### 1.4.1、 改革 1.0 阶段基本完成：削减渠道层级，释放渠道利润

**渠道改革动了谁的奶酪？** 格力渠道改革的本质是削弱省级销售公司（自主经营组织变为服务性机构）+去掉市县级代理商，从而将较厚的渠道利润释放给终端经销商和消费者。改革全部完成后，“资金流/信息流”由（经销商→代理商→销售公司→总部）变更为（经销商→总部）；“物流”由（总部→销售公司→代理商→经销商→消费者）转变为（总部→销售公司→经销商/消费者）。渠道调整后可释放 10%左右的毛利空间，主要来源于销售公司（8%~10%→2%~3.5%）和代理商（6%~8%→2%~4%），如果按照空调 3000-4000 元均价计算，可以腾出 300-400 元的降价空间。

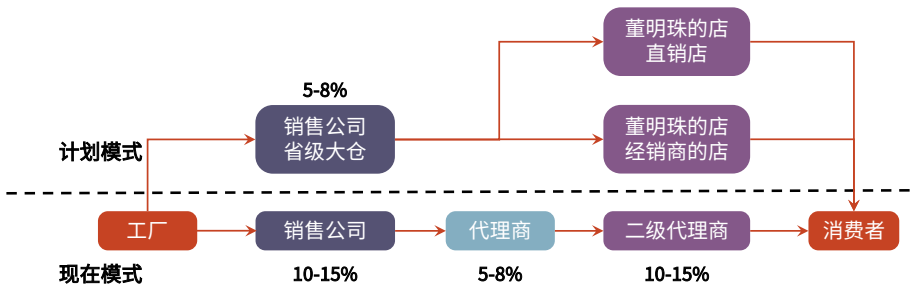
图 18：格力电器原渠道利润比竞争对手更为丰厚



资料来源：公司调研，光大证券研究所

**改革进度：渠道“削藩期”渐近尾声。** 根据渠道调研，空调销售小省容易改动（如贵州成立新销司做新零售），而大省进度一度较慢，其中山东、河南、河北三个销售大省在“去代理”过程中出现过波动。根据近期调研，整体看全国“削藩期”基本结束，后续值得关注的问题包括两点：（1）各省人员更迭，总部下派的管理人员承接原销司的社会网络和营销能力。（2）渠道分工：经销商原承担仓储物流+售后，销售公司负责资金流+渠道管理+政策推进，期待后续总部和经销商的分工明确高效。

图 19：调整后的格力销售模式

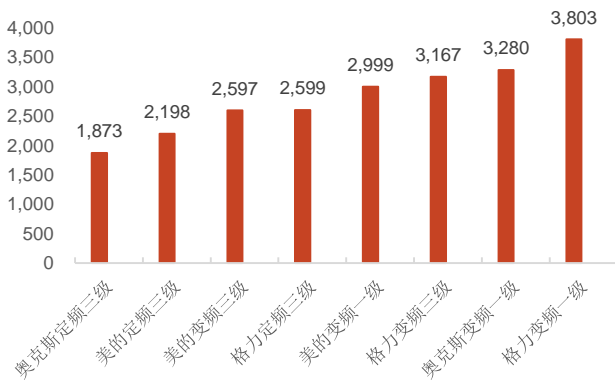


资料来源：公司调研，光大证券研究所；注：图中数据为各层级加价幅度

### 1.4.2、改革 2.0 阶段进程中：建立高效的电商和物流体系

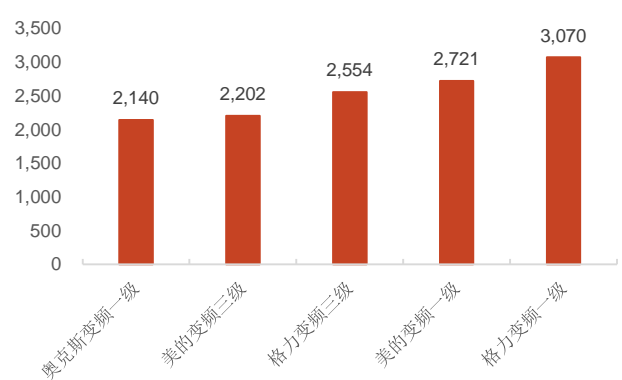
**旧时代：对格力线上渠道偏弱的解释。**无论是线上销售占比，还是市场份额，格力过去在电商渠道的表现要弱于美的，其原因主要包括三点：1) 格力角度：线下为王的时代，区域代理+销售返利模式一度使其站上行业顶峰，总部和线下体系互为利益共同体，因此格力对电商带来的价格冲击持保守态度；2) 友商态度：更早且更坚决地拥抱线上，美的于 2014 年成立电商公司（格力 2019 年成立），从战略高度搭建电商和物流平台，期间美的邀请专业团队进行产品规划、电商运营、营销推广、售后维护等全流程建设，有效提高了销售节奏及组织运营等；3) 价格策略：美的线上针对格力采取拉低打高战略，以 2019 年初的畅销机型为例，美的变频一级定价 2999 元，直接对标并且低于格力变频三级（3167 元），格力的定频三级更是被奥克斯定频三级、美的定频/变频三级等重重围困。

图 20：2019 年 1 月 1.5 匹畅销机线上销售均价



资料来源：奥维云网，光大证券研究所；单位：元/台

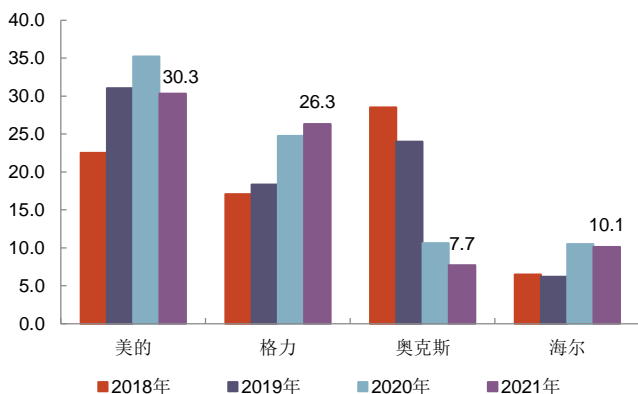
图 21：2021 年 11 月 1.5 匹畅销机线上销售均价



资料来源：奥维云网，光大证券研究所；单位：元/台

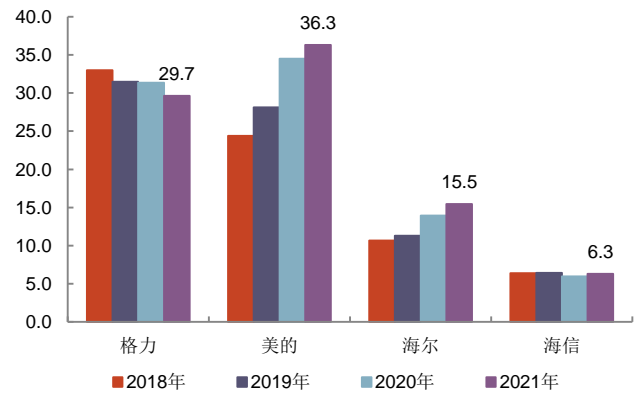
**新改变：战略上格外重视，线上份额显著提升。**近年格力的线上市占率有明显起色，与此同时奥克斯的市场份额出现大幅度下滑。这个现象源自三点：1) 格力对电商的战略重视提到新高度。2019 年 11 月电商公司成立，公司董事长也通过自有店铺频频亲自带货，格力线上零售量占比由 2019 年的 18.3% 提升至 2021 年的 26.3%；2) 价格策略上更加务实。21 年 11 月格力变频一级/三级的平均价格比美的变频一级/三级的平均价格高出 350 元左右（对比 2019 年两者价差在 500-800 元）；3) 大环境的支持。2020 年下半年起原材料价格明确向上，友商的成本红利不再，此外新能效标准有力防御了低价定频机的冲击。

图 22：线上零售量的市场份额变化



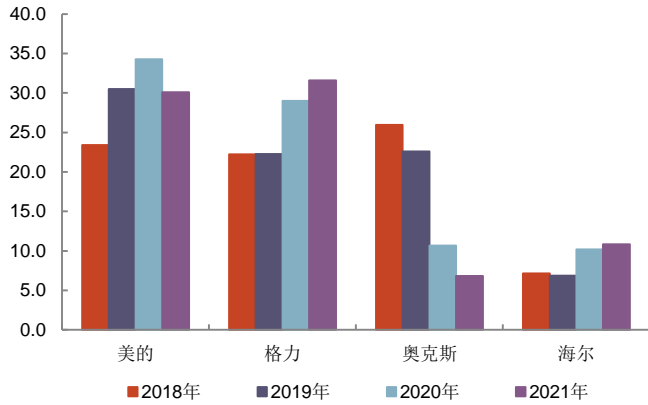
资料来源：奥维云网，光大证券研究所；单位：%

图 23：线下零售量的市场份额变化



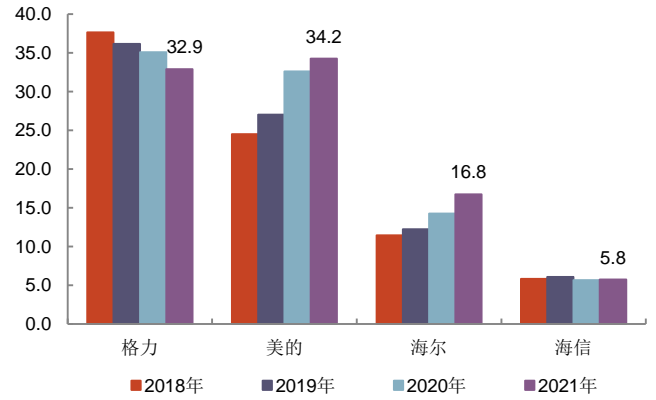
资料来源：中怡康，光大证券研究所；单位：%

图 24: 线上零售额的市场份额变化



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所; 单位: %

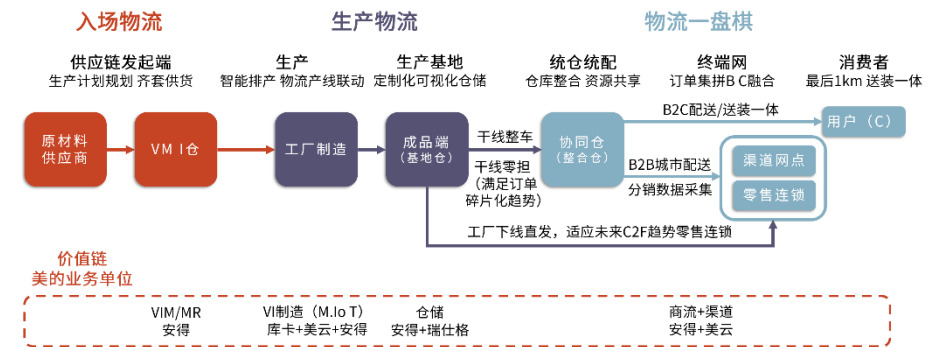
图 25: 线下零售额的市场份额变化



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所; 单位: %

**格力的电商和物流建设或将经历一段探索期。电商建设方面**, 美的 2014 年成立电商公司, 成立伊始曾出现过线上往线下窜货、促销节点不一致等问题, 美的应对方案为格力提供了宝贵的经验: 1) 线上线下产品区隔、同款同价, 线上用引流机打市场, 线下以中高端机型为主; 2) 线下经销商投入导购和活动资源, 引导客户购买中高端产品; 3) 严禁线上产品向线下窜货。**物流建设上**, 格力的仓配体系正发生以下变化: 1) 11 个生产基地本就有中心仓, 其将作为统仓统配的核心仓, 公司另将选取要地补建更多中心仓; 2) 自建或收购干线物流, 吸收第三方社会资源来完成支线和城际配送, 预计物流自建率不超过 30%。目前格力正从代理商仓储体系向统仓统配过渡, 全部完成后供应链成本将得到显著优化。

图 26: 美的物流模式 (安得物流模式)



资料来源: 安得智联, 光大证券研究所

## 1.5、治理优化：员工持股计划+长期高分红承诺

三期累计回购 5.25 亿股，推行员工持股+提升股东回报。2019 年 12 月格力集团与高瓴资本旗下珠海明骏签署《股份转让协议》，彼时约定珠海明骏将授予管理层和骨干员工不超过 4% 的上市公司股份。**第一期股份回购**，公司回购 1.08 亿股（占回购前总股本 1.80%），总成交金额约 60 亿元，据公司 2022 年 1 月 25 日的公告，其拟注销 0.62 亿股，剩余 0.46 亿股用于员工持股计划。**第二期股份回购**，公司累计回购 1.01 亿股（占回购前总股本 1.68%），总成交金额约 60 亿元，目前已全部注销。**第三期股份回购**，公司累计回购 3.16 亿股（占回购前总股本 5.25%），总成交金额约 150 亿元，拟注销 2.21 亿股。

表 4：股份回购及其用途明细

回购完成日	阶段	回购股数 (亿股)	占总股本比例	金额 (亿元)	用途
2021.02.24	第一期	1.08 亿股	1.80%	60.0	43%用于员工持股，剩余注销
2021.05.17	第二期	1.01 亿股	1.68%	60.0	全部注销
2021.09.08	第三期	3.16 亿股	5.25%	150.0	30%用于员工持股，剩余注销

数据来源：公司公告，光大证券研究所，注：总股本数为第一期回购前的 60.15 亿股，第二期回购股份已于 2021.11.11 注销完毕

表 5：员工持股计划考核目标

归属期	业绩目标
2021 年	归母净利润较 2020 年增长不低于 10%，且当年每股现金分红不低于 2 元或现金分红总额不低于当年净利润的 50%，股份支付费用 10.57 亿元。
2022 年	归母净利润较 2020 年增长不低于 20%，且当年每股现金分红不低于 2 元或现金分红总额不低于当年净利润的 50%，股份支付费用 14.09 亿元。

数据来源：公司公告，光大证券研究所，\*注：归母净利润的考核指标未扣除股份支付费用

**第一期员工持股计划考核目标清晰，《三年股东回报规划》锚定长期高分红。**2021 年 6 月公告第一期员工持股计划（草案），拟将第一期回购的 1.08 亿股用于股权激励计划，公司管理层和核心员工不超 1.2 万人以 27.68 元/股（回购均价的 50%，2020 年度派现后调整为 24.68 元/股）的价格购买。21 年 12 月公告该员工持股计划已认购 4633 万股并完成股票非交易过户。**根据业绩考核**，扣除股权激励费用后，2021 和 2022 年的归母净利润分别不低于 233 亿元及 252 亿元，如第一个考核期业绩不达标，将递延至第二个考核期合并考核，即 2021 年和 2022 年归母净利润（扣除股份支付费用）合计不低于 485 亿元。**分红方面**，员工持股计划表明 2021-2022 年每年现金分红不低于每股 2 元，或分红总金额占净利润之比不低于 50%。2022 年 1 月公司公告《未来三年股东回报规划（2022 年-2024 年）》，拟定 2022 年至 2024 年每年进行两次利润分配，且每年累计现金分红总额不低于当年净利润的 50%。

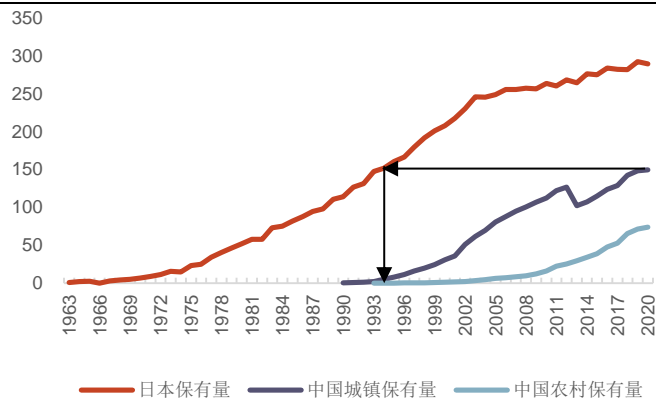
## 2、长期思考：格力如何长远打算？

### 2.1、家用空调的天花板到了吗？

#### 2.1.1、保有量角度：中国是否可以对标日本？

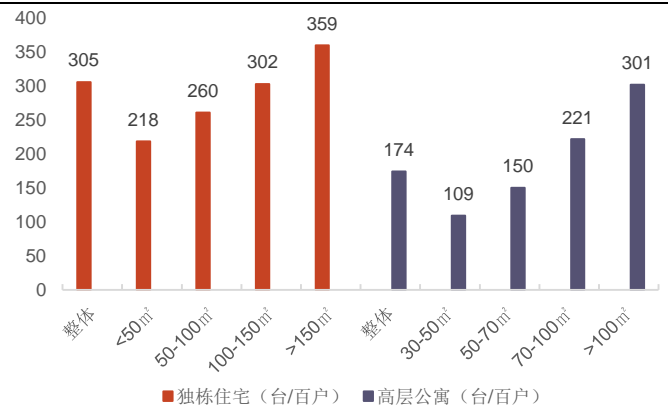
测算空调市场空间的时候，中国常被拿来对标日本，例如 2019 年日本、中国城镇、中国农村的空调保有量分别为 292、148、71 台/百户，中国城镇空调保有量相当于日本 1994 年的水平，提升空间看似相当宽广。但值得注意的是：（1）中国地域宽广，各省的气候环境、经济情况、基础设施都难复刻日本，其模仿日本路径的可能性和时间跨度存在差异；（2）更为重要的是，土地产权不同导致中日住房结构存在明显差异，日本人大都住在独门独院的私人住宅里（中国则多为集中开发的高层公寓），这意味着日本每户住宅常有更大面积、更多居住人口，自然也对应更高的空调保有量。数据显示，2014 年日本独栋住宅的空调保有量为 305 台/百户，高层公寓对应 174 台/百户，而后者距离中国城镇水平并不远。

图 27：2020 年中国城镇空调保有量水平接近日本 90 年代水平



资料来源：中国国家统计局，日本统计局，光大证券研究所；单位：台/百户

图 28：日本独栋住宅的空调保有量显著高于高层公寓

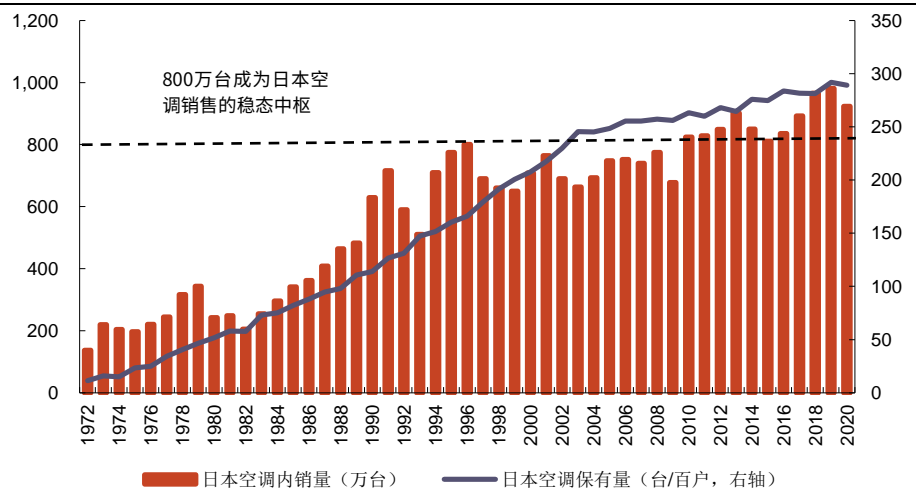


资料来源：日本统计局，光大证券研究所；统计时间为 2014 年

#### 2.1.2、户均保有量提升=内销量向上？

日本空调内销量在 1996 年达到 800 万台，此后 13 年都未能突破这一高度，1997-2020 年内销量的平均值为 786 万台，800 万台成为日本国内空调销售的稳态中枢。

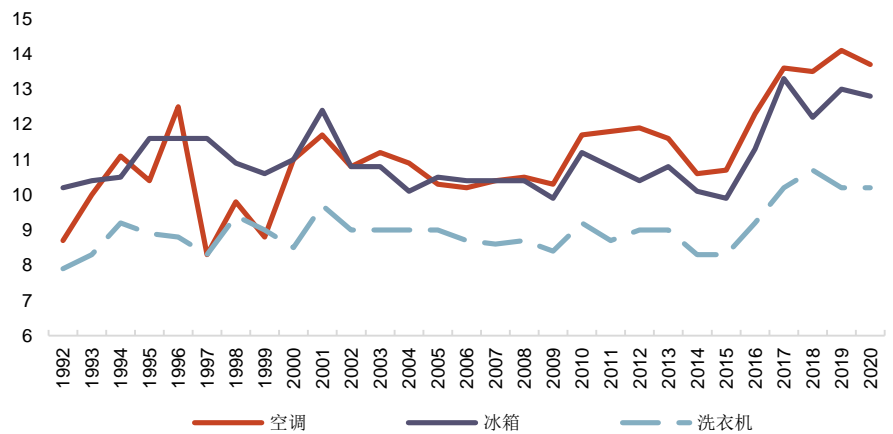
图 29：1996 年后日本空调内销量基本停止增长+保有量继续上升



资料来源：日本统计局，光大证券研究所

但与此同时,日本空调户均保有量持续向上,由 1996 年的 166 台/百户升至 2020 年的 289 台/百户。造成这种趋势分化的原因在于:(1)内销量=新增需求+更新需求,1995 年前后日本新屋开工见顶回落,而空调的耐用属性导致更新需求未能填补缺口;(2)户均保有量=空调存量/户数,只要满足存量变化=新增需求 > 64 万台即可保持渗透率上升(64 万=5300 万\*1.2%,1970 年日本家庭户数 3030 万户,2015 年 5333 万户,年均增长率为 1.2%,期间总人口增长约 2000 万人)。沿着这个角度,中国新房年销售面积在 2017 年达到 17 亿平后横盘四年并有见顶回落的迹象,加之空调普遍超更新标准服役,国内空调内销量的后续变化值得思考。

图 30: 日本耐用品普查显示空调更新周期超过 10 年



资料来源: 日本统计局, 光大证券研究所; 左轴单位: 年

### 2.1.3、中国空调稳态销量是多少?

通过对标日本空调保有量以及内销量变迁的历史,我们尝试测算中国市场的稳态内销规模。

**算法一:** 联合国、中国社科院等机构预测,2050 年中国总人口 14 亿,城镇化率 80%,农村 3 人/户,城镇 2.5 人/户,由此得到城镇家庭 4.5 亿户,农村家庭 0.9 亿户。参考日本 21 世纪初相同城镇化水平时的空调保有量约 230 台/百户,以及我国长期以来城镇空调保有水平为农村保有水平的 2 倍;我们假设稳态下中国城镇空调保有量 240 台/百户,农村 120 台/百户,更新周期 11.5 年(21 世纪日本平均值),国内稳态内销规模为 10330 万台。

表 6: 稳态下空调更新需求测算

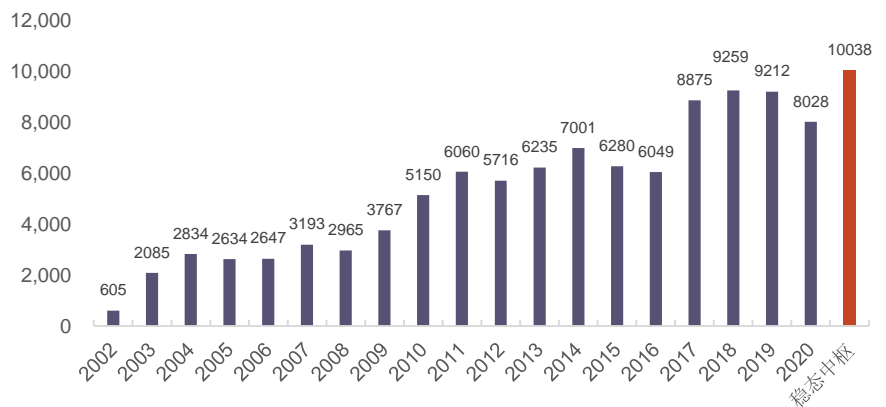
	户数 (亿户)	保有量 (台/百户)	更新周期 (年)	内销量 (万台)
农村	0.9	120	11.5	939
城镇	4.5	240	11.5	9,391
合计				10,330

资料来源: 中国社会科学院, 光大证券研究所测算

**算法二:** 对标中日人口规模: 2011-2020 年日本人口平均水平为 1.27 亿,期间空调内销平均值 884 万台,因此中国 14 亿人口的稳态内销量约为 9745 万台。

**综合考虑:** 取两种算法的平均水平,中国空调内销的稳态水平约为 1 亿台。

图 31：中国空调内销量的稳态中枢略超一亿台



资料来源：产业在线，光大证券研究所测算；单位：万台

## 2.2、如何打破天花板，聚焦 or 多元？

随着国内家用空调的容量逐步接近饱和，格力正面临诸多世界级企业曾遇到的难题，即如何在主业受困以后追求持续的增长。不少知名公司为了实现这个目标，曾尝试多元化发展、品牌延伸、协同效应，却通常适得其反。里斯的《聚焦》以及格林沃德的《企业战略博弈》共同阐述了一个道理，即“失焦”的增长战略可能成为利润率的克星，“增长或衰亡”的经营思路常常导致“增长并衰亡”的不良结果，留下凯马特、柯达、RCA、西屋电气等一连串声名显赫的失败案例。一个反直觉的商业逻辑常被忽略，即企业的竞争优势（超额利润）更容易在较小的地理或产品空间内找到并维持，这是因为区域性的经营范围（地理或产品）更有可能形成稳定的规模经济和客户忠诚。历史经验表明，基业长青的伟大公司战略上要聚焦，产品上不做无关多元化，经营区域上可以适当外拓，但需找到突破口集中火力。

### 2.2.1、为什么有限的地理或产品空间拥有更高的进入壁垒？

**供给层面：更牢固的规模/成本优势。**市场扩容经常是规模经济的敌人而不是朋友：地理空间扩大→市场扩容→企业固定成本占总成本的比例下降→优势企业相对新进入者的成本优势衰减。当市场规模和企业销量都变成原来的 10 倍时，在位企业和新进入者之间单位销量的固定成本差距缩减至原来的十分之一。本质上大市场可以支撑更多参与者，较小的市场份额就能让新进者跨过成本门槛，从而影响在位企业的垄断地位，这一规律既适用于地理区域，也适用于产品空间。例如相比大市场内竞争激烈的通用计算机，小市场内的专用计算机更易创造规模经济并获取超额回报，而家电领域中，公牛集团在转换器这一狭小的细分市场（100 亿元左右规模）占据绝对垄断则是另一个例证。换个角度看，专注于单一品类的企业通常拥有更高的利润率，其中一个原因是固定成本（研发费用、产线购置等）同样会被更大程度地分摊。

表 7：市场规模扩大削减了在位企业的成本优势

	新进入者	在位企业	在位企业的差异
<b>初始市场规模</b>			
销售额	50	250	200
固定成本	10	10	0
固定成本占比	20%	4%	-16%
<b>十倍市场规模</b>			
销售额	500	2500	2000
固定成本	10	10	0
固定成本占比	2.0%	0.4%	-1.6%

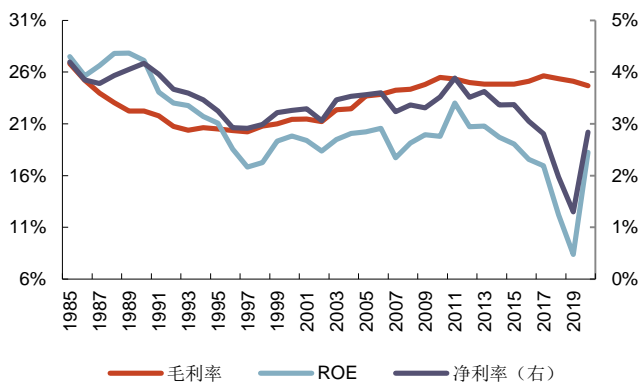
资料来源：《企业战略博弈》（[美] 布鲁斯·格林沃德 / [美] 贾德·卡恩），光大证券研究所；注：销售额和固定成本为模拟数，单位级一致。

**需求层面：客户忠诚度更有保障。**客户忠诚度同样具有区域属性。在有限的地理区域，在位企业通常具有很强的规模经济和成本优势，这使得新进入者很难获取利润，因为前者会采取争锋相对的策略（削价对削价，新产品对新产品）来压缩后者的利润空间并避免老客户的流失，而客户忠诚又反过来增强规模经济并形成一种正反馈机制。在有限的产品区间，聚焦一类产品有利于品牌在消费者心智中树立品类的认知和忠诚，当品牌在心智中和某个品类紧密挂钩时，品牌将很难被撼动。正如董明珠女士早年所言：“不是格力打垮了对手，是对手自己打垮了自己。”客观来讲，格力没有发明空调，也不是第一个进入消费者心智的空调品牌，格力早期能够建立起领先地位，某种程度上正是得益于部分竞争对手的多元化以及品牌延伸。

### 2.2.2、案例一：国际化区域扩张=有代价的增长？沃尔玛：全球性扩张的衰落

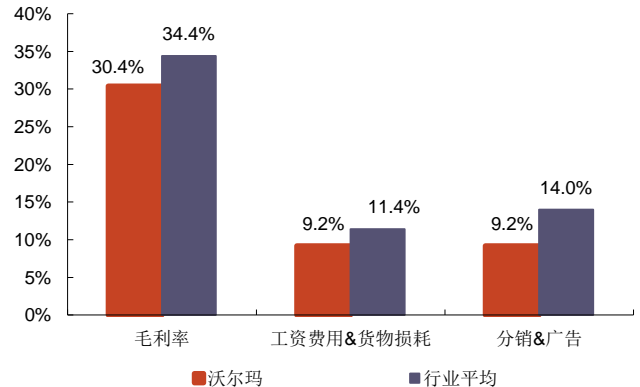
**1985年前，区域性的统治优势。**沃尔玛是商业历史上最大的成功之一，它有力地证明了区域性思维的重要性。1945年沃尔玛以阿肯色州的小镇为起点，扎根原有市场并进入相邻区域，到1985年底沃尔玛已拥有859家折扣店，其中80%都分布在阿肯色州相邻的11个州。经营区域集中带来低成本优势（店铺分布稠密→物流成本下降+节约广告费用+提高管理效率），这一优势在规模经济+客户忠诚的相互作用中得以强化，沃尔玛的投资回报率在20世纪80年代中期（1985年ROE=27.5%）达到了创立以来的顶峰。

图 32：沃尔玛利润率和投资回报率



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所；截至 2020 年度

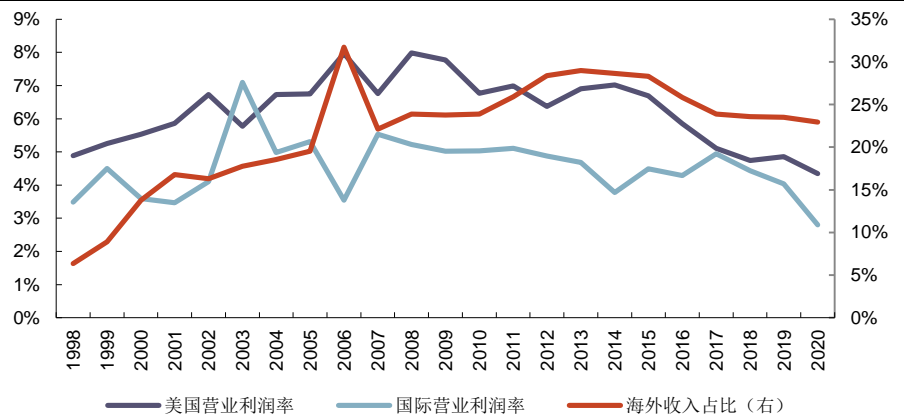
图 33：1985 年沃尔玛成本优势总结（占收入比重）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

1985年后，区域性扩张换来“有代价的增长”。1985年后随着沃尔玛在全美和世界范围内扩张成全球最大的零售商，它的经营利润率和投资回报率反而下降了（1998年ROE降至15%），主因扩张让沃尔玛逐步丧失了区域性的经济优势，当进入加利福尼亚州、美国中西部地区后，它不得不向当地的强势企业 Target 和 Caldor 发起挑战并遇到阻力，因此即使拥有顶尖的管理能力，沃尔玛也无法将资本回报率维持在 80 年代中期的水平。后期随着沃尔玛增加了商店分布密度，其资本回报率也开始回升。但国际业务却是一个例外，沃尔玛的海外业务收入占比从 1998 年的 6.4% 升至 2013 年的高点 29.0%，但因国际经营部的商店稀疏地分布在许多国家，其营业利润率长期只有美国本土业务的 75% 左右。

图 34：沃尔玛国际业务的营业利润率平均只有美国业务的 75% 左右

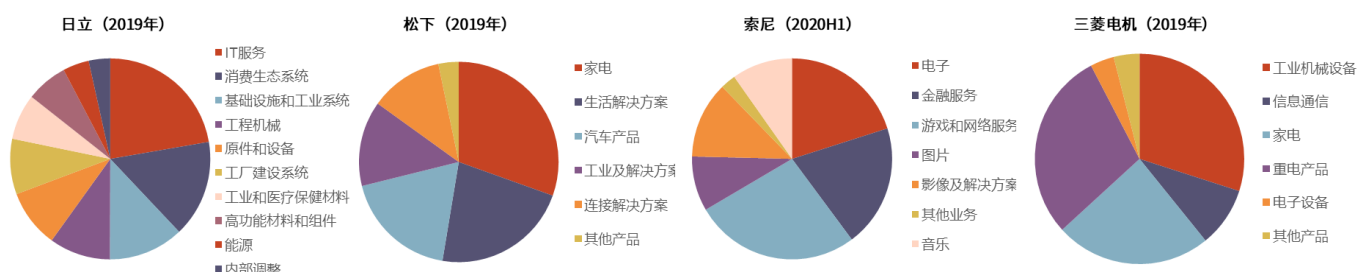


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

### 2.2.3、案例二：无关多元化前路坎坷？日本 J 模式的启示

日本四大电子巨头以多元化著称。美国公司主流的经营哲学通常称为 A (America) 模式，日本的主流经营哲学称为 J (Japan) 模式，A 模式主业相对聚焦，而 J 模式则涉猎广泛。作为中国家电企业的对标，日本著名的四大电子&电器公司（日立、松下、索尼、三菱电机）是以大范围多元化著称的综合商社，其第一大业务的收入占比常在 30% 以下，以日立公司为例，日立 2019 年收入 835 亿美元，其产品涵盖 IT 服务（系统集成、控制系统、云服务）、动力系统（楼宇装备、轨交等）、智慧生活（白色家电、医疗设备等）、工业设备、能源系统。

图 35：日本电子巨头主业分散，第一大业务收入占比通常低于 30%

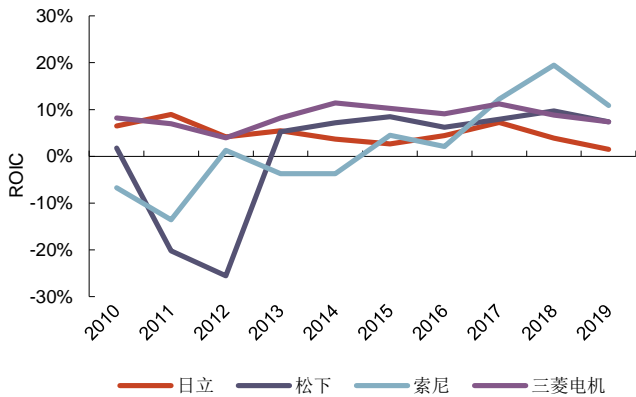


资料来源：Wind，光大证券研究所

若以经营结果论英雄：J 模式企业的盈利状况普遍不佳。日本四大电子公司全球经营，业务横跨诸多领域，但经营成果似乎乏善可陈。2010-2019 年期间，日立、松下、索尼、三菱电机的平均 ROIC 分别为 4.8%、0.8%、2.3%、8.5%，而它

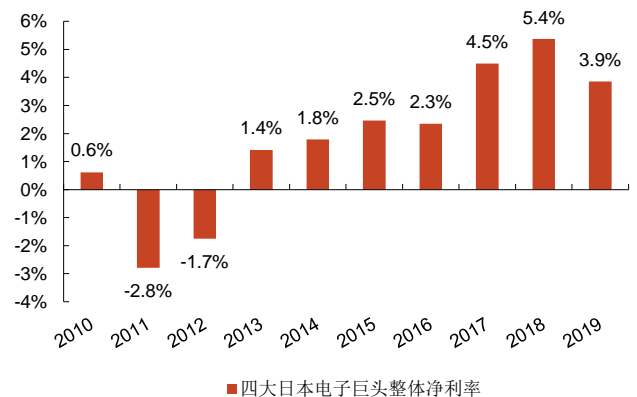
们的 WACC 分别达到 5.7%、7.8%、5.0%、4.9% (日本 10 年期国债收益率=0.1%，  
 日经 225 指数年化收益率 12.5%)，从这个角度看，日本巨头的多元化模式摧毁了  
 股东价值，当企业不能适当增长的时候，暂时停下来或许是更好的选择。利润率也  
 给出同样的答案，2010-19 年四大电子公司的整体净利率仅为 1.9%，日本大企业  
 仰仗政府为刺激经济采取的高额贴息政策才得以维持。反过来看，在全球范围内  
 成功的日本企业恰是在发挥产品优势的同时学习了 A 模式的聚焦经验。以同属电  
 子行业的任天堂为例，它聚焦游戏机领域并开创了家庭游戏机品类，尽管任天堂  
 的营业额只有索尼的 14%，但其利润率长期远超索尼。

图 36：多元化日本电子巨头 ROIC 水平较低



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 37：四大日本电子整体净利率长期较低



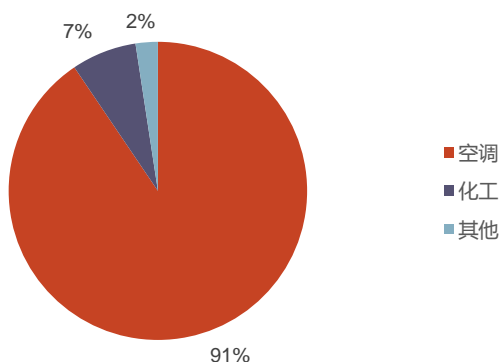
资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2.3、国际化：集中力量突破东南亚市场

### 2.3.1、大金工业的国际化启示是什么？

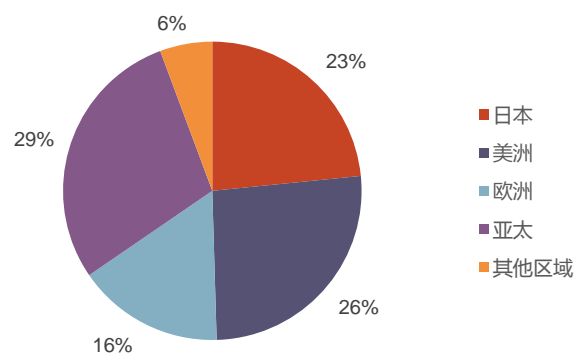
始终坚守白色家电的大金空调公司。家电曾是日本企业失败的代表，但大金却始终坚守该领域并获得成功。20 世纪 80 年代，大金曾实施多元化战略，除空调外还广泛涉足机器人、地暖、医疗器械以及电子设备。1994 年井上礼之社长实施“选择集中战略”，砍掉了空调之外的所有业务。改革令大金在家电领域异军突起，其具体手法包括以并购扩大市场、深耕空调事业（销售收入占比近九成）、“两头在外”（生产与销售重头在海外，二者海外占比均在七成以上）。

图 38：2020 财年大金各项业务的收入占比



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 39：2020 财年大金工业各地区业务收入占比



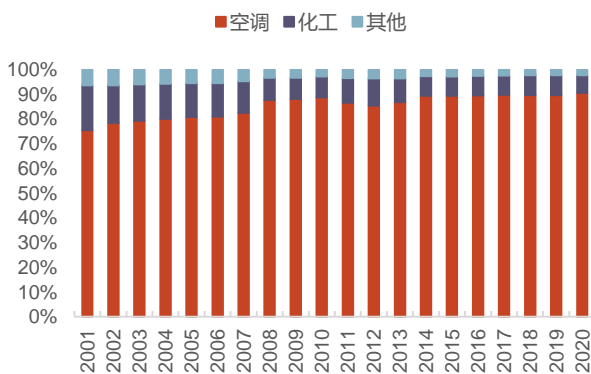
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

(1) 聚焦空调业务，明确全球化战略

**商用空调为核心全球化经营。**全球暖通巨头大金创立于 1924 年，主营业务包括空调、氟化工、液压设备，FY20 财年收入 25,503.1 亿日元，GAAP 净利润 1,707.3 亿日元。大金专注于空调主业，其空调收入占 FY20 财年收入的 91%。大金 1982 年首创智能化中央空调系统 VRV，奠定其商用中央空调的技术优势。1994 年日本商用空调市场萎缩，大金开始逐步全球化，至今在全球拥有 100 多个生产基地，业务遍及 150 多个国家和地区。

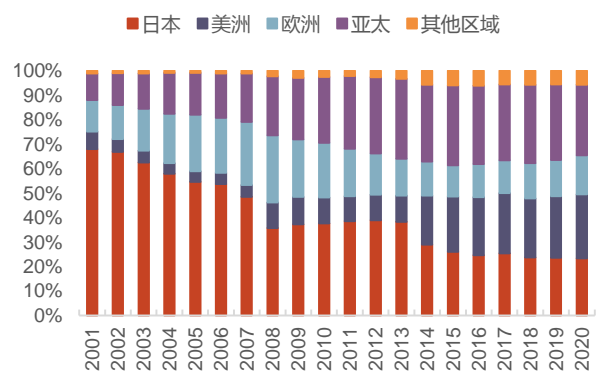
**大金全球化可分为两个阶段：1994 年-2006 年：**大金推出了“Fusion”系列战略管理计划，核心目标是提高和扩大公司价值。为此大金开始在日本、东盟国家、大洋洲、欧洲和中国以“开设工厂，构建当地销售网络”的形式建立自给自足的生产体系。**2007 年至今：**大金全面加速全球化，成为全球空调行业龙头。十余年间通过并购 OYL、Goodman 进军空调市场相对成熟的北美，并采用联盟、合作、并购的方式全面进入新兴市场，成功确立全球暖通龙头。

图 40：大金各项业务的收入占比



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

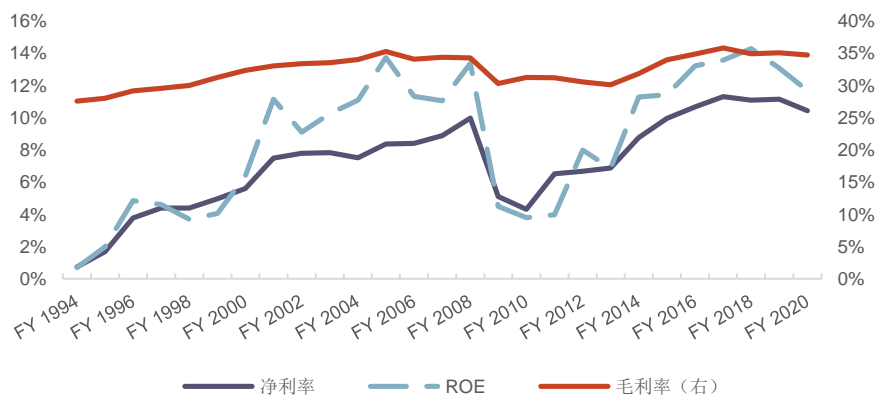
图 41：大金工业各地区业务收入占比



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

**财务分析：大金净利率与 ROE 曲折上涨。**大金在 1994-2020 财年期间净利率与 ROE 都呈曲折上升的趋势。1994-2007 财年净利率与 ROE 经历快速增长，二者从 0.7% 分别上涨至 8.9% 和 11%；2008-2010 财年由于全球金融危机导致净利率与 ROE 骤降至 2010 财年的 4.3% 和 3.8%；2011-2020 财年随着经济复苏步入正轨，净利率与 ROE 逐步恢复并在 2020 财年增长至 10.4% 和 11.7%。

图 42：大金的净利率、ROE 及毛利率曲折增长



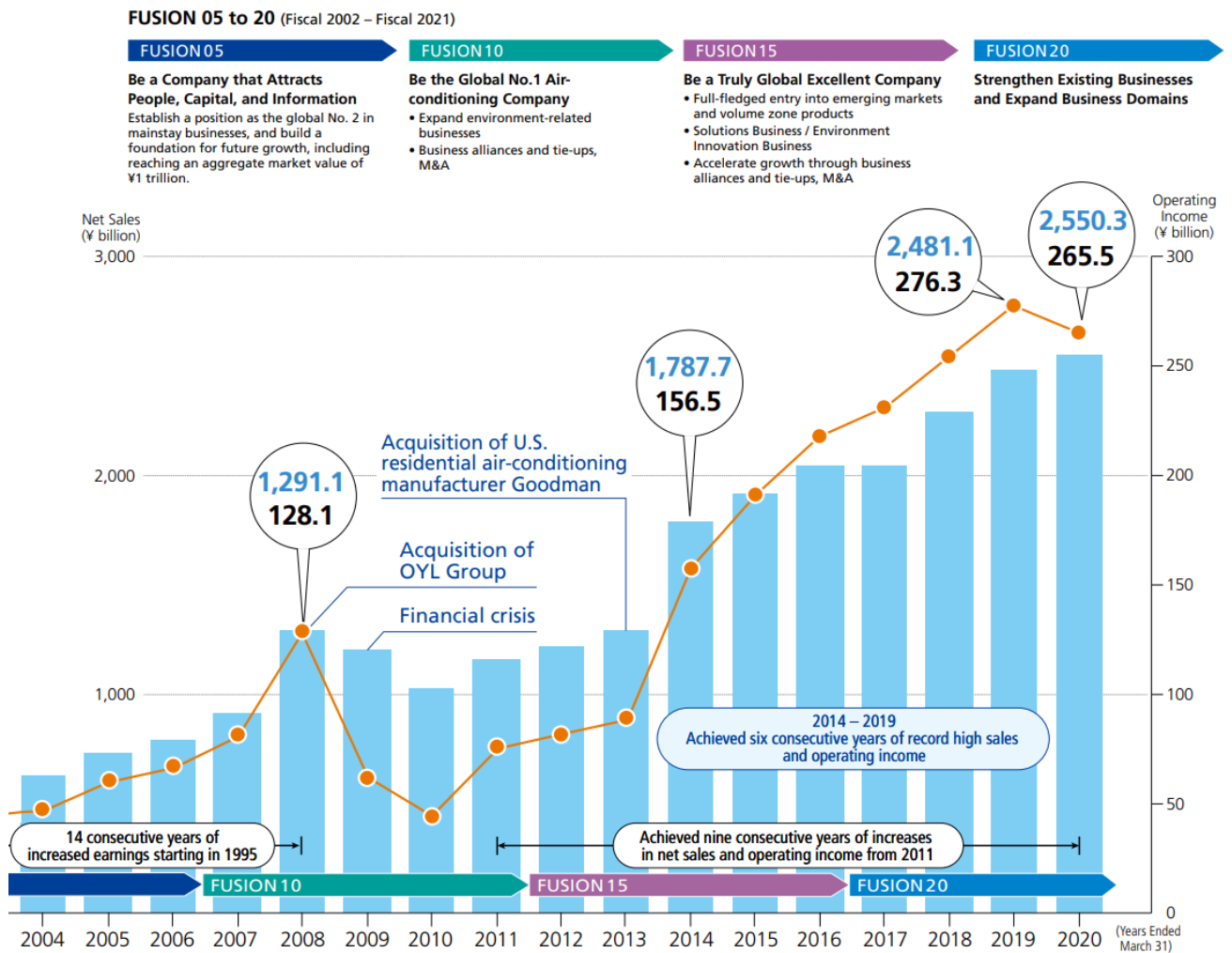
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

(2) 制定五年计划，保持战略定力

循序渐进国际化，心无旁骛做空调。“Fusion”是大金在集团理念的基础上对当前形势进行评估，以规划未来三年的量化目标以及五年发展的战略管理计划。

- 1) Fusion05: 成为具有吸引力的公司，市值达到 1 万亿日元且海外业务营收占比达 50%；
- 2) Fusion10: 成为全球第一空调公司，进行商业联盟、合作和并购并将集中资源加强核心空调业务；
- 3) Fusion15: 做真正实现全球化且卓越的公司，继续通过联盟、合作和并购加速全面进入新兴市场；
- 4) Fusion20: 加强现有业务，拓展业务领域。

图 43: 大金工业 FUSION 战略方向明确且不断优化

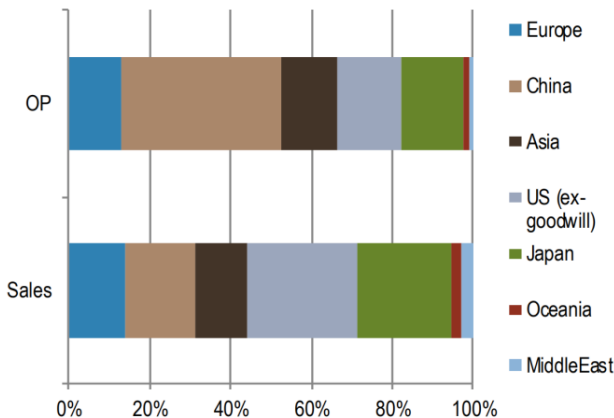


资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

(3) 全球化战略的区域评估: 亚洲实现高盈利，欧美地区增长缓慢

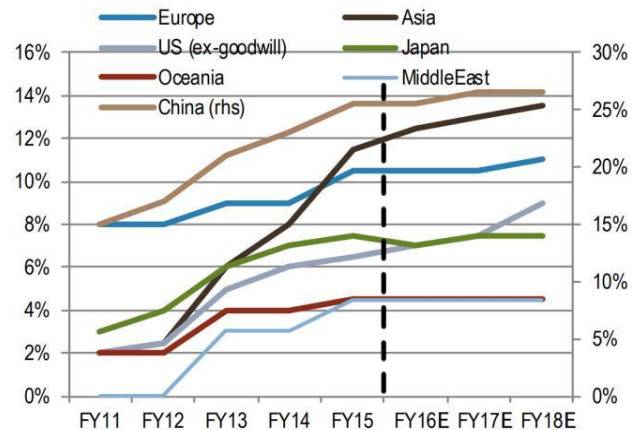
中国市场是大金的现金奶牛业务。2015 财年中国区用 15%左右的收入占比贡献了 40%左右的营业利润，利润率一路走高至 25%以上，是毫无疑问的现金牛业务。得益于中国消费升级以及各大城市鼓励地产开发商交付精装修住宅的政策，中国地区的中央空调市场规模保持着中高速增长。在这高速增长的市场中，大金又以较高的品牌影响力稳坐市占率第一并且不断增提升市场份额（自 2011 年的 16%至 2017 年的 25%）。

图 44: 2015 财年各地区利润占比与营收占比对照



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 45: 各地区市场利润率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

表 8: 大金在中国的一体化布局

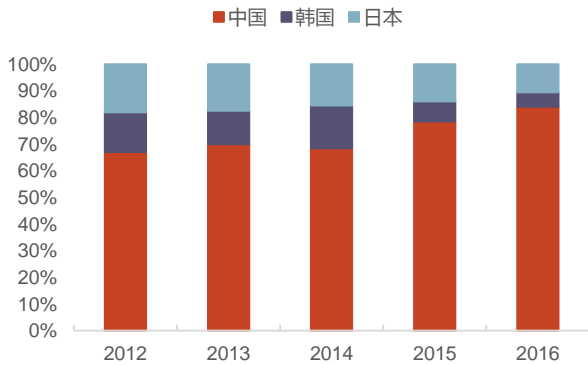
年份	事件
1995	上海大金空调有限公司成立
1996	西安大金庆安压缩机有限公司成立
1997	惠州大金三石空调有限公司, 生产水冷机组
2001	大金(中国)投资有限公司成立于北京, 控制所有的生产和销售基地
2003	大金中央空调(上海)有限公司成立
2003	大金设备(苏州)有限公司, 作为空调压缩机的生产基地
2008	大金与格力电器成立合资企业
2011	大金最大的空调生产基地在中国苏州成立

数据来源: 公司公告, 光大证券研究所

**亚洲 (剔除中国和日本) 市场势如破竹, 增长明显。**2015 财年亚洲区域以 10% 左右的收入占比贡献 10%-15% 的营业利润, 利润率达到 11.5%, 整体盈利表现良好, 也是利润率增长最快的区域。主要由于亚洲新兴市场经济持续高速发展, 空调需求激增, 大金在泰国、印度、马来西亚和越南等地建立了工厂, 有效降低了供货成本。同时, 大金积极开发满足该地区特定需求的产品, 例如能够承受印度 50 度以上高温的空调、能够承受不稳定供电情况的空调, 或是仅具有制冷功能的空调, 增强了自身的产品竞争力以及成本优势。

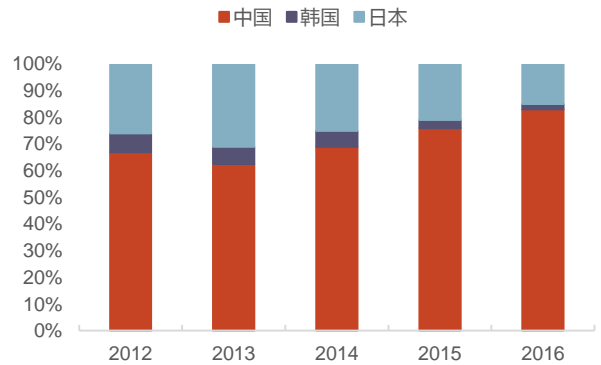
**欧洲市场中规中矩, 增长承压。**2015 财年欧洲区域营收占比为 15% 左右, 利润占比为 10% 左右, 利润率缓慢增长至 10.5%。欧洲盈利水平较高, 但增长幅度相对较小。在 21 世纪初, 由于欧洲地区较高的环保意识, 高附加值产品的销售额不断提升。但欧债危机后, 欧洲市场结构发生改变, 同时中国大量出口以及人民币对美元贬值使产品降价约 20%, 中国产品市场份额持续提升, 以欧洲最大的空调市场俄罗斯为例, 2012-2016 年期间, 中国产品在 RAC (家用空调) 和 PAC (商用空调) 市场的市占率均提升了 15 个百分点以上, 侵蚀了日韩企业的市场份额。

图 46: 俄罗斯 RAC (家用空调) 市场格局



资料来源: Litvinchuk Marketing, 光大证券研究所

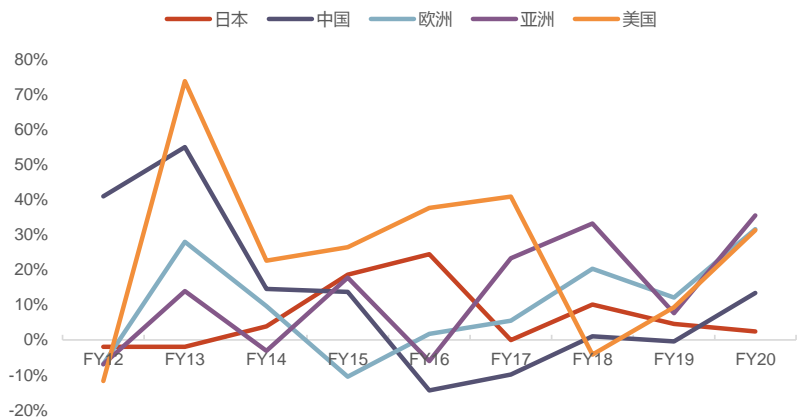
图 47: 俄罗斯 PAC (商用空调) 市场格局



资料来源: Litvinchuk Marketing, 光大证券研究所

**美国市场空间饱和, 盈利困难。**2015 财年美国以 35%左右的收入占比贡献 15%左右的营业利润, 利润率增长至 6.5%。美国市场收入占 2015 财年最大比例, 但盈利能力不足, 主要原因包括: 1) 市场饱和, 以更换需求为主, 增长缓慢; 2) 美国本土厂商技术与销售网络成熟, 品牌竞争激烈; 3) 昂贵的人工成本侵蚀利润空间; 4) 大金在美国固定资产投资增速在 FY13-FY17 保持在 20%以上导致计提折旧较多。

图 48: 大金各地区固定资产投资增速



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

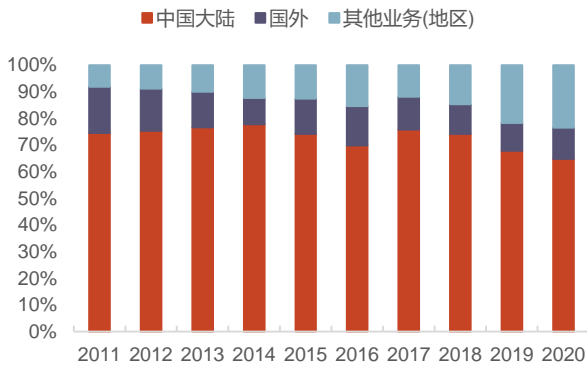
## 2.3.2、格力的国际化进行的如何?

### (1) “投石问路”, 重点突破

自主品牌“先有市场再有工厂”, 2012 年后加大商用空调投入。近 10 年格力海外收入占比在 10%-20%之间, 出口量增速波动, 总体增长不明显。出口中自主品牌占比约 30-40%。自有品牌方面, 格力自主创新的产品已远销 160 多个国家和地区, 策略上遵循两点: (1) 先有市场后有工厂。资源投入由低向高, 从无规则出口→出口代理→海外销售公司→海外工厂的模式, 主要建过 3 个海外工厂: 格力巴西生产基地 2001 年投产, 年生产能力 20 万台; 2006 年与 DWP 公司合作建设巴基斯坦生产基地 (1 万平米, 产能 10 万套); 2008 年越南生产基地建成, 2010 年开始撤资最终退出越南基地的经营管理。 (2) 2012 年以后加

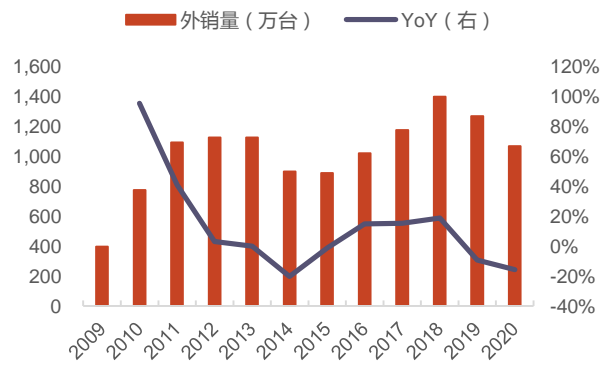
大商用领域的开拓。格力中央空调服务于巴基斯坦丹瓜达尔港项目、美国凤凰世贸中心项目、意大利米兰世博会场馆、巴西 2016 里约奥运会体育场等。

图 49：格力海外收入占比在 10-20%



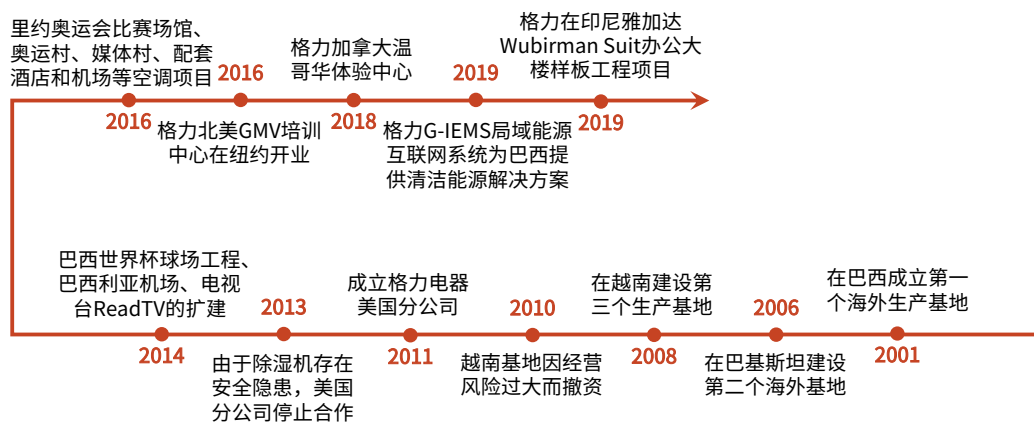
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 50：格力年度出口量及同比



资料来源：产业在线，光大证券研究所

图 51：格力国际化历程

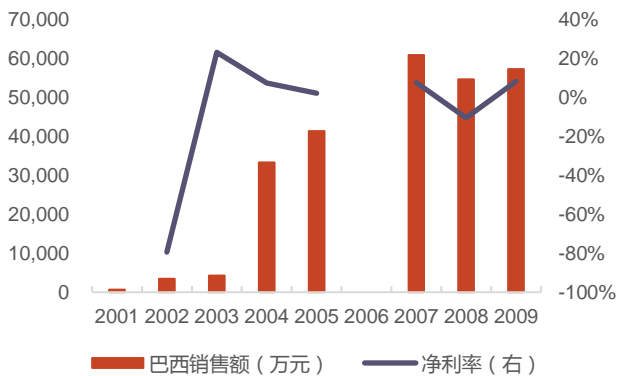


资料来源：公司官网，公司公告，光大证券研究所

## (2) 以史为鉴——格力巴西生产基地

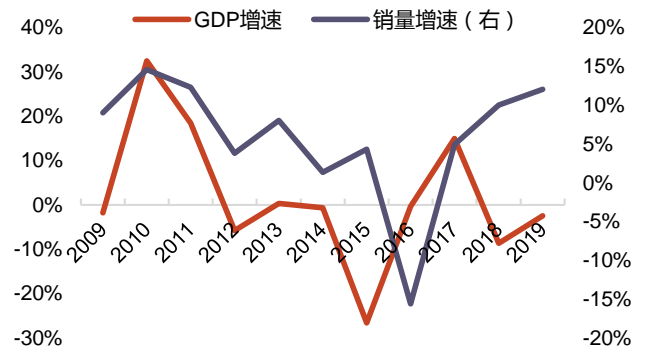
**格力在巴西的得与失：（1）采用本土化经营模式。**中方员工的比例严格控制在 5% 以内。在关键的治理税收方面，也实行运作本土化，聘用本土财务及律师；通过大型活动树立品牌形象。**（2）对巴西国内了解不深+投后经济环境恶化造成利润不稳定。**对当地国情与法律了解不深，加上格力海外投资经验不足导致投资计划拖延；投产后南美金融危机导致汇率波动，而格力过度依赖进口零部件生产组装引起成本控制困难。2002 年销售额为人民币 3,487 万元，但巴西货币贬值导致当年产生人民币 2,767 万元亏损。而巴西经济不景气导致需求疲弱，造成利润不稳定。2011-2016 年间，巴西 GDP 持续下滑，空调销量增速也在收窄。

图 52: 巴西格力净利率不稳定



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所; \*注: 2006 年及 2009 年后格力年报未再披露巴西公司经营数据

图 53: 巴西空调销售受 GDP 影响



资料来源: ABRAVA, Euromonitor, 光大证券研究所

### (3) 格力的国际化之路该怎么走?

**区域性思维, 集中力量突破重点区域。** (1) 理论上, 超额利润 (稳定的规模经济和客户忠诚) 更容易在较小的地理空间内找到并维持, 因此集中力量突破最有前景的重点区域不失为一个好的选择。(2) 海外同行经验。大金在全球化的过程中, 在中国做的最好, 其次是亚洲, 欧美比较一般。因为相比发达国家, 中国和亚洲等新兴市场上升空间较大, 厂商竞争压力较小。而发达国家市场相对成熟, 进入壁垒较高, 人工成本较高。(3) 中国企业成功出海经验。从竞争较小的细分市场进入全球市场较容易。华为选择竞争程度较小的发展中国家作为国际化的切入口, 在进入成熟市场时选择壁垒较低、难度较小的中小客户。海康威视在进入国际市场时瞄准了全球行业巨头不愿意接触的小公司, 针对它们的痛点开发了解决方案, 不仅迅速打响了品牌, 也磨练了国际化能力。

**什么样的区域值得去突破?** 根据以上分析, 我们采用以下 5 种条件筛选合适区域。

(1) **气温较高。** 气温越高, 潜在的空调市场需求越大; (2) **人口稠密。** 人口基数越大, 空调市场容量越大。根据美国人口普查局, 通常按人口数量将国家分为 6 类 13 级。为方便打分, 我们分为 3 类 8 级; (3) **高速发展的新兴市场。** 从 GDP 与用电两个维度筛选, 根据新兴市场的定义应满足人均 GDP 为 \$1036-\$4045 以及人均用电 400-1000KWh; (4) **人工成本较低。** 人工成本越低, 产品相对利润空间越大; (5) **进入壁垒低 (营商环境良好)。** 参照世界银行发布《2020 年全球营商环境报告》中的营商便利度, 分数高说明营商环境好。

表 9: 模型评分标准说明

得分	人口等级	人口基数	人均 GDP (\$)	人均用电 (KWh)	
5	大国	1 级	10 亿以上	1,036-4,045	400-1,000
5		2 级	1 亿-10 亿		
5		3 级	5 千万-1 亿		
4	中等国	4 级	3.5 千万-5 千万	4,046-12,535	1,000-4,000
4		5 级	2.5 千万-3.5 千万	不到 1,036	小于 400
3	小国	6 级	1.5 千万-2.5 千万	高于 12,535	大于 4,000
3		7 级	5 百万-1.5 千万		
3		8 级	5 百万以下		

数据来源: 美国人口普查局, 光大证券研究所

注: 除以上特定评分标准外, 气温 (北半球取 Q3 平均气温, 南半球取 Q1 平均气温)、营商便利度和人工成本分别排序并平均分为 6 份, 依次从 0-5 评分 (气温和营商便利度遵循越高分值越高、人工成本遵循越低分值越高)

表 10: 根据既定标准筛选结果

国家	平均气温 (°C)	分数	人口数量 (万人)	分数	营商便利度	分数	人均用电 (kwh/年)	分数	人均 GDP (美元)	分数	人工成本 (美元)	分数	综合得分
巴基斯坦	29.5	5	21,657	5	61	1	299.3	4	1,284	5	222	5	4.17
越南	28.6	4	9,648	5	70	3	692.2	5	2,715	5	438	3	4.17
泰国	28.6	4	6,963	5	80	5	662.4	5	7,806	4	646	2	4.17
孟加拉国	29.3	5	16,305	5	45	0	178.2	4	1,855	5	286	5	4
乌兹别克斯坦	26.3	2	3,298	4	70	3	423.4	5	1,724	5	241	5	4
菲律宾	27.8	4	10,812	5	63	2	268.8	4	3,485	5	311	4	4
马来西亚	28.1	4	3,252	4	82	5	957.2	5	11,414	4	865	2	4
印尼	27.5	4	27,063	5	70	3	392.4	4	4,135	4	308	4	4
印度	26.9	3	132,662	5	71	3	239.6	4	2,099	5	449	3	3.83
缅甸	26.7	3	5,405	5	47	0	148.9	4	1,407	5	240	5	3.67
突尼斯	26.9	3	1,169	3	69	2	438.1	5	3,317	5	304	4	3.67
加纳	28.6	4	3,042	4	60	1	227.6	4	2,202	5	330	4	3.67
哥伦比亚	25.4	1	5,034	5	70	3	509.8	5	6,428	4	325	4	3.67
阿尔及利亚	26.8	3	4,305	4	49	0	590.8	5	3,973	5	256	5	3.67
沙特阿拉伯	32.8	5	3,400	4	72	4	392.3	4	23,139	3	1,665	1	3.5

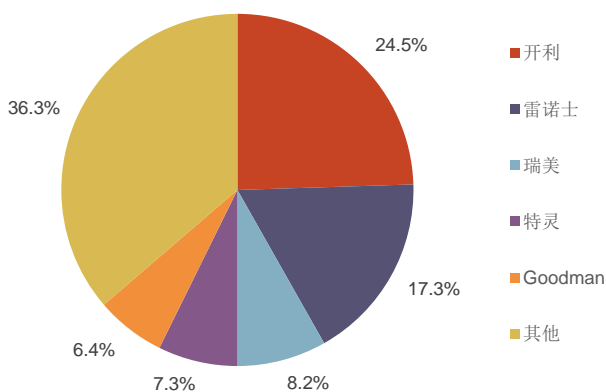
数据来源: Euromonitor, World Bank, Numbeo, 光大证券研究所; 综合得分由各项分值求平均得出

**以东南亚为突破口。**评分结果前 8 名中有 5 个东南亚国家。除了以上优势，东南亚还有对中国品牌认可度相对较高以及行业格局更加分散的特点。

**相比发达国家市场，东南亚对中国品牌认可度较高。**认可度高意味着中国产品进入市场阻力小。因文化传统、宗教及意识形态等原因，东南亚（除越南外）对中国品牌认可度普遍较高，欧美日对中国品牌的认可度则普遍较低。

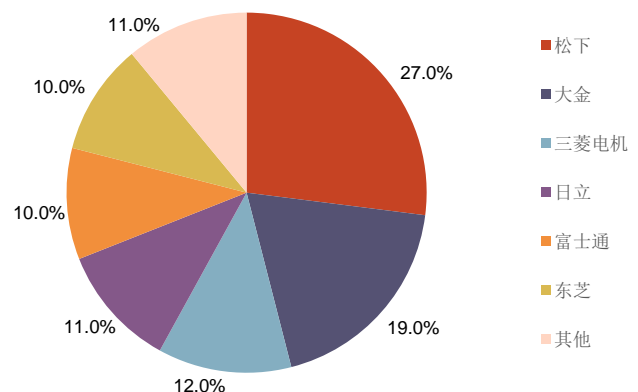
**发达国家市场集中度高，东南亚格局更分散。**美日市场高度集中，越南菲律宾等东南亚市场相对分散。美国和日本的空调 CR4 分别为 57%和 71%，而越南和菲律宾的 CR4 为 53%和 40%。美日空调历史悠久，市场饱和，格局稳定且形成区域垄断。虽然各大品牌进入东南亚超过 40 年，但是前期东南亚经济尚未达到迅速发展的阶段，空调需求还未完全激活。近 20 年来，东南亚经济腾飞让泰国、越南和印尼等国家成为空调消费增长的主力军。但目前东南亚空调市场格局尚未稳固，新进入企业还有较大拓展空间。

图 54: 美国空调市场格局



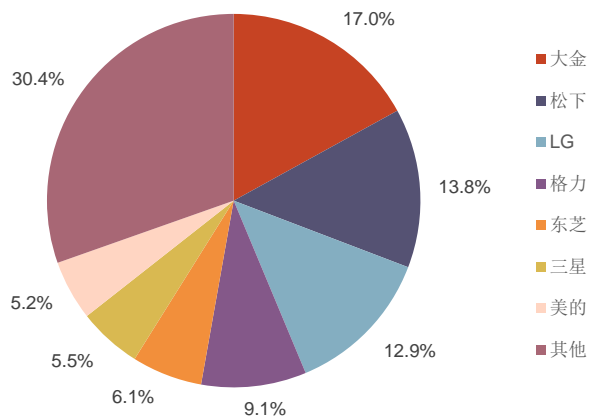
资料来源: Statista, 光大证券研究所; \*注: 该市占率数据为建筑商口径, 统计时间为 2018 年

图 55: 日本空调市场格局



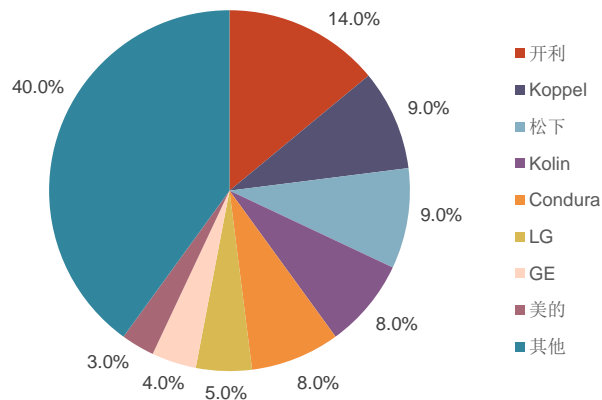
资料来源: 日经产业新闻报纸, 光大证券研究所; 统计时间为 2019 年

图 56: 越南空调市场格局



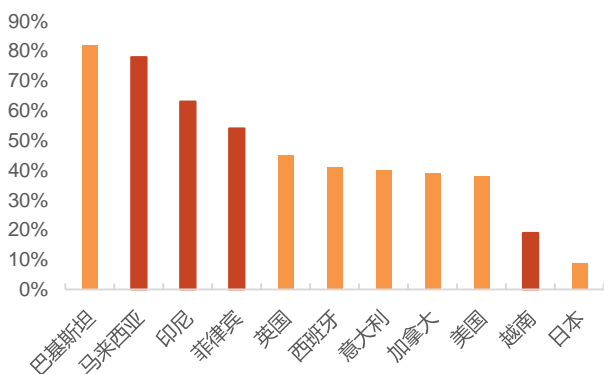
资料来源: CLASP, 光大证券研究所; 统计时间为 2019 年

图 57: 菲律宾空调市场格局



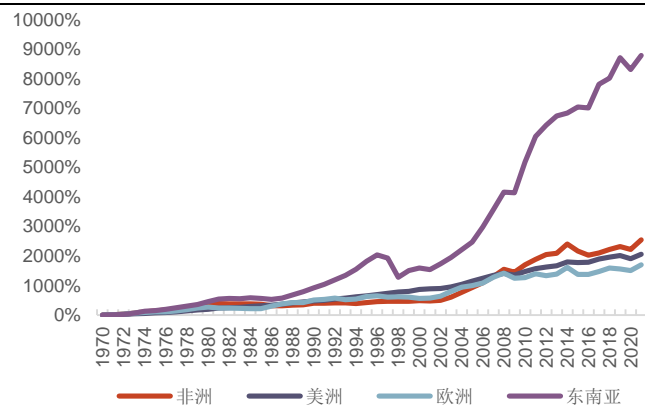
资料来源: CLASP, 光大证券研究所; 统计时间为 2019 年

图 58: 中国品牌在东南亚的认可度较高



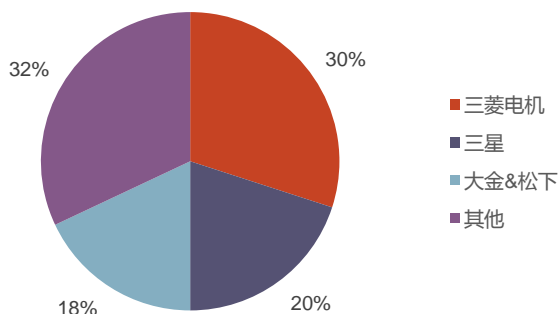
资料来源: Pew Global Attitudes Project, 光大证券研究所整理; 注: 调查统计时间为 2017 年

图 59: 东南亚 GDP 近 20 年增长迅猛 (GDP 累计增幅)



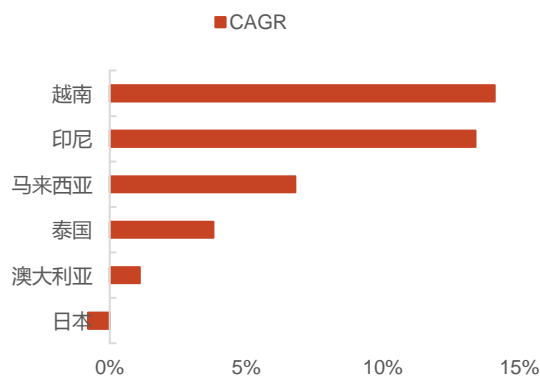
资料来源: 联合国, 光大证券研究所整理

图 60: 泰国空调市场格局



资料来源: BSRIA, 光大证券研究所; 统计时间为 2017 年

图 61: 部分空调市场 2012-2017 年规模 CAGR



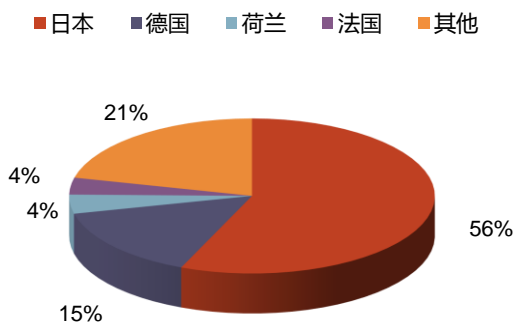
资料来源: BSRIA, 光大证券研究所

## 2.4、有节制的多元化：遵循三个原则

### 2.4.1、谨慎多元化，只从事相关产业多元化

**日本如何批量打造百年企业？** 韩国银行 2008 年发布的企业长寿基因报告显示，全球 200 年以上的企业共 5586 家，其中 3146 家集中在日本，接下来分别是德国 837 家、荷兰 222 家、法国 196 家。日本拥有 7 家千年老店，32 家 500 年老店，以及 5 万多家百年老店。有意思的是，90% 的日本百年企业是雇佣员工不足 300 人的中小企业，它们普遍专注于一种产品，拥有极致的工匠精神，选择超越血缘关系的职业经理人制度，这在某种程度上印证了前文提到的“竞争优势具有区域性而非普适性特点”。

图 62：200 年以上寿命的企业有一半在日本



资料来源：《企业长寿基因报告》(韩国银行，2008 年)，光大证券研究所

图 63：格力成立 20 周年的竞争优势总结



资料来源：公司公告，光大证券研究所

**格力电器是聚焦战略的优秀典范。**多元化能否成功不仅取决于市场、人才、渠道、组织管理能否跟上战略变化，更取决于多元化方向是否和原主业高度相关。作为负面案例，中国空调的早期霸主 C 品牌，曾先后进入电视、冰箱、摩托车、汽车、动力电池等业务，颠覆了同心圆的多元化模式，也导致其空调业绩直线下滑。而作为正面典型，格力电器长期专注于空调领域，从一家小型企业发展成为中国盈利能力最强的家电巨头，其在成立 20 周年时总结了 10 个核心竞争优势，第二项便是聚焦战略优势：“格力长期专注于制冷产业，集中资源做强做大家用空调、商用空调、特种空调乃至制冷产业，这为企业的持续长远发展打下坚实的基础”。从这个角度看，如果国内空调市场接近饱和，格力应考虑新的品类，但应优先考虑和家用空调近似的品种，中央空调无疑符合这个要求，严格来说冰箱也属于制冷范畴。

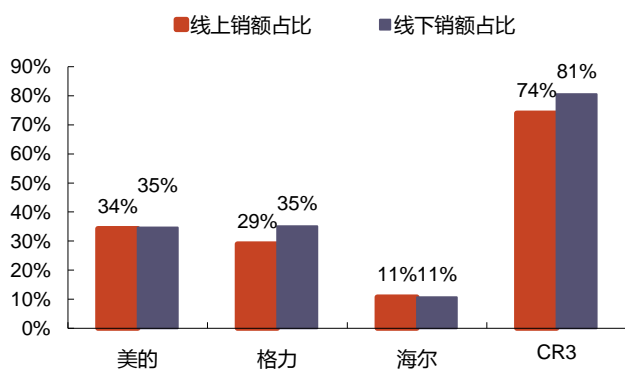
### 2.4.2、进入可能冲刺到前二的细分产业

**“二元法则”和“数一数二”定律。**信息爆炸时代使顾客的心智阶梯更加拥挤，定位理论中著名的“二元法则”认为，随着市场成熟，顾客只能为两个品牌留下心智空间。杰克·韦尔奇上任通用电气后运用类似的“数一数二”定律，他认为任何事业部存在的条件是“数一数二”，否则应被毫不留情地裁减。这一战略被证明行之有效，韦尔奇 1981 年初掌通用电气时，通用的销售额 250 亿美元，盈利 15 亿美元，市值全美第十，而到 1999 年通用电气实现 1110 亿美元收入，107 亿美元利润（世界第一），市值位居全球第二。

**格力生活电器能否弯道超车，复刻美的白电多元化之路？**自 2019 年起格力先后在成都、洛阳、长沙、珠海分期建设冰洗生产基地，人们不禁会问，格力能否复

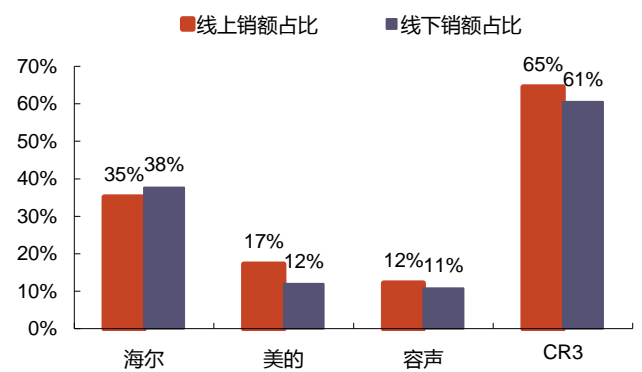
制美的相对聚焦并实现白电的品类多元化？我们无意妄下判断，跟踪和观察是更妥当的方式，不过客观来讲现今格力的突破难度似乎高于当年的美的：1) 白电产业趋于成熟，集中度较早期明显提升，2020 年冰箱、洗衣机、小家电线下销额 CR3 已经达到 61%、76%、92%，品牌等价品类的消费者心智逐渐形成，新兴品牌要冲进 TOP2 的壁垒更高，相对而言冰箱仍是海尔一骑绝尘，格局并未完全定型；2) 美的品牌延伸成功也得益于各个领域的“老大”在防御上出现了疏漏，如 2008 年美的抓住变频趋势，主打“买变频，选美的”（第一胜过更好定律），而格力没有更快地推出变频产品并在营销上发力（掌握核心技术），又如当时的洗衣机龙头海尔和微波炉龙头格兰仕忙于多元化扩张；3) 格力在冰洗乃至小家电的技术积累、产品矩阵、渠道资源、营销策略需要接受时间的考验，从商业逻辑出发，空调、冰洗、小家电已有独立品牌，同时也需要独立的组织架构、考核体系、和经销渠道。

图 64：2020 年空调零售额占比



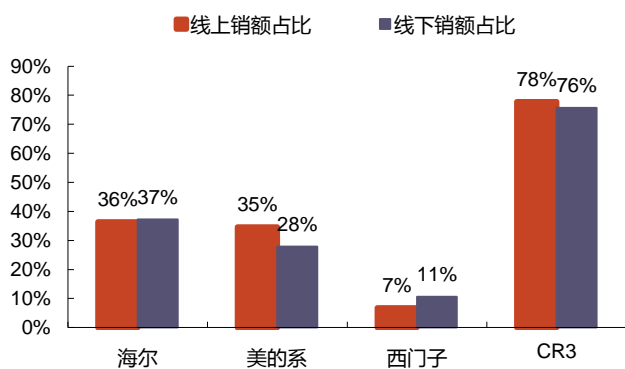
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 65：2020 年冰箱零售额占比



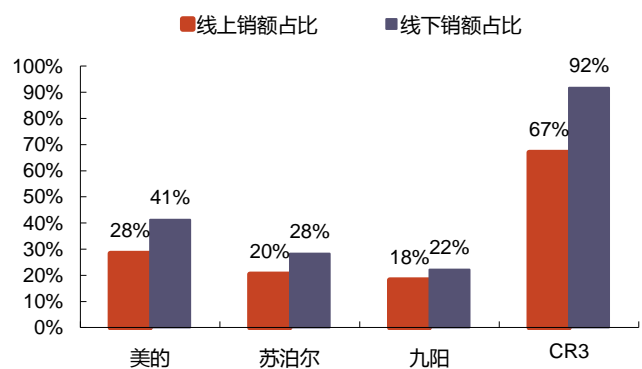
资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 66：2020 年洗衣机零售额占比



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

图 67：2020 年主要小家电品类销额合计占比



资料来源：奥维云网，光大证券研究所

### 2.4.3、避免品牌延伸，采用大树型品牌战略

企业推出新品类时的最佳的选择是启用新品牌，这是因为消费者用品类来思考，用品牌来表达，在其心智中一个品牌通常代表的只是某一品类，反之盲目地延伸品牌，采用所谓的“大品牌战略”会导致品牌稀释（日本 J 模式）。从营销历史看，新品类的机会大多属于新品牌，如丰田的高端汽车是雷克萨斯，卡萨帝是海尔最成功的高端品类。品牌延伸在一种情况下可行，即延伸的领域里没有专家品

牌，但一个值得延伸的市场基本会产生专家品牌，且专家品牌通常会战胜延伸品牌。格力长期聚焦一个品牌并逐渐主导空调品类，直到主业丰满才推出第二品牌进入新的品类，这是典型的“大树型”品牌发展模式，主导品牌为第二品牌提供后盾的同时也避免了品牌延伸造成的稀释效应。从这个角度看，启用“晶弘”品牌发展冰箱，开创“大松”品牌对应小家电都避免了品牌延伸，但并未完美契合定位理论，因为推出一个新品牌最好意味着开创一个新品类，如芬达（可口可乐第二个软饮品牌）开创了橙味汽水，雷克萨斯开创了日系豪华车，iPod（苹果第二个成功品牌）开创了海量音乐播放器。

图 68：格力拒绝品牌延伸，采取“大树型”品牌发展战略



资料来源：公司官网，光大证券研究所

## 3、盈利预测 & 投资建议

### 3.1、收入拆分：空调内外销稳健增长，格力市占率回升

#### 营业收入

**行业内销量：**2021 年全年地产销售面积创下新高，预计 2022 年地产后周期行业具备韧性，叠加稳增长的政策主基调，2022 年空调行业内需或将回暖，预测行业 2021-2023 年内销量增速为 4.6%/3.0%/2.0%。

**公司内销：**根据产业在线数据，公司 2019-2020 年内销市占率分别为 36.7%、36.6%，而 2021 年公司逐步施行较为务实的价格策略并重视投入线上渠道，未来内销市占率或将稳步提升，我们预测公司 2021-2023 年内销市占率为 37.4%/38.0%/38.2%，由此可以推算出公司 2021-2023 年内销量增速为 6.8%/4.7%/2.5%。由于 21 年原材料价格大幅上涨导致公司出厂价格提升，预测 2021-2023 年公司空调内销均价同比+10.0%/+5.0%/+5.0%，因此 2021-2023 年公司空调内销收入同比增速为 17.5%/10.0%/7.7%。

**行业外销量：**2021 年海外产能向中国转移，出口延续增长态势，预计 22 年上半年出口将维持较高景气度，但将边际减弱，23 年受高基数影响增速将降低，预测 2021-2023 年行业外销量同比增速为 11.0%/10.0%/3.0%。

**公司外销：**根据产业在线数据，公司 2019-2020 年外销市占率分别为 22.0%、17.5%。因近年来竞争对手在海外不断发力，公司外销市占率下滑明显，因此 21 年外销市占率或将进一步下滑。展望未来，在高瓴入股的背景下，公司将加速推进国际化战略、提高自有品牌的出口力度，并将加快中东、欧美市场的渗透率，外销市占率有望逐步企稳回升，预测公司 2021-2023 年外销市占率为 16.3%/18.0%/19.0%，由此可以推算出公司 2021-2023 年外销量增速为 3.8%/21.2%/8.7%。由于海外疫情导致海外供给收缩，中国产品议价能力较高，预测 2021-2023 年公司空调外销均价同比增速为 10.0%/4.0%/3.0%，因此 2021-2023 年公司空调外销收入同比增速为 14.2%/27.3%/12.0%。

**其他业务：**预测 2021-2023 年公司生活电器业务收入同比增速为 6.7%/6.0%/5.5%；智能装备业务收入同比增速为 12%/10%/8%；其他主营业务收入同比增速为 6.0%/5.5%/5.0%、其他业务收入同比增速为 0.0%/4.0%/2.0%。

**综上：预测公司 2021-2023 年营业收入同比增长分别为 13.3%/9.6%/7.1%。**

#### 毛利率

2021 年大宗商品价格快速上行，导致公司成本端压力骤增，因而毛利率或有所下降。展望未来，我们认为原材料价格将走弱，成本压力将有所缓解。预测 2021-2023 年公司毛利率为 26.5%/28.0%/28.3%。

#### 净利润

按以上营业收入增速以及毛利率假设，预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 227.3 亿元、262.7 亿元、290.4 亿元，同比增速分别为 2.5%/15.6%/10.6%。

**综上：**我们预测公司 2021-2023 年营业收入同比增长分别为 13.3%/9.6%/7.1%，毛利率为 26.5%/28.0%/28.3%，归母净利润增速为 2.5%/15.6%/10.6%。

表 11: 格力分业务收入拆分

单位: 百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入合计</b>	<b>200,508</b>	<b>170,497</b>	<b>193,248</b>	<b>211,766</b>	<b>226,756</b>
YoY	0.2%	-15.0%	13.3%	9.6%	7.1%
<b>成本合计</b>	<b>143,499</b>	<b>124,229</b>	<b>142,061</b>	<b>152,552</b>	<b>162,643</b>
<b>毛利率合计</b>	<b>28.4%</b>	<b>27.1%</b>	<b>26.5%</b>	<b>28.0%</b>	<b>28.3%</b>
<b>空调及配件</b>					
收入	138,665	117,882	139,562	155,513	168,669
YoY	-10.9%	-15.0%	18.4%	11.4%	8.5%
成本	87,192	77,430	93,859	102,235	110,885
毛利率	37.1%	34.3%	32.7%	34.3%	34.3%
<b>家用空调内销</b>					
<b>全行业内销量 (万台)</b>	9,217	8,096	8,470	8,724	8,899
YoY	-0.7%	-12.2%	4.6%	3.0%	2.0%
公司内销收入	107,501	88,564	104,063	114,449	123,220
YoY	-12.2%	-17.6%	17.5%	10.0%	7.7%
销量 (万台)	3,382	2,963	3,165	3,315	3,399
YoY	-4.4%	-12.4%	6.8%	4.7%	2.5%
内销市占率	36.7%	36.6%	37.4%	38.0%	38.2%
均价 (元/台)	3,179	2,989	3,288	3,452	3,625
YoY	-8.1%	-6.0%	10.00%	5.00%	5.00%
<b>家用空调外销</b>					
<b>全行业外销量 (万台)</b>	5,769	6,118	6,789	7,468	7,692
YoY	-0.3%	6.0%	11.0%	10.0%	3.0%
公司外销收入	19,666	18,988	21,688	27,604	30,912
YoY	-6.6%	-3.4%	14.2%	27.3%	12.0%
销量 (万台)	1,268	1,068	1,109	1,344	1,462
YoY	-9.2%	-15.8%	3.8%	21.2%	8.7%
外销市占率	22.0%	17.5%	16.3%	18.0%	19.0%
均价 (元/台)	1,551	1,778	1,956	2,053	2,115
YoY	2.9%	14.6%	10.00%	5.00%	3.00%
<b>中央空调</b>					
中央空调收入	11,499	10,329	13,811	13,460	14,536
YoY	-10.00%	60.00%	10.00%	6.00%	6.00%
<b>生活电器</b>					
收入	5,576	4,522	4,827	5,116	5,399
YoY	47.0%	-18.9%	6.7%	6.0%	5.5%
晶弘冰箱收入	2,351	2,704	2,866	3,024	3,175
成本	4,271	3,083	3,282	3,735	4,157
毛利率	23.4%	31.8%	32.0%	27.0%	23.0%
<b>其他主营</b>					
收入	10,506	7,233	7,667	8,089	8,494
YoY	31.2%	-31.2%	6.0%	5.5%	5.0%
成本	10,226	6,804	7,207	7,685	8,154
毛利率	2.7%	5.9%	6.0%	5.0%	4.0%
<b>智能装备</b>					
收入	2,141	791	886	974	1,052
YoY	-31.1%	-63.1%	12.0%	10.0%	8.0%
成本	2,014	603	797	896	989
毛利率	5.9%	23.7%	10.0%	8.0%	6.0%
<b>其他业务</b>					
收入	43,620	40,070	40,305	42,073	43,142
YoY	48.2%	-8.1%	0.0%	4.0%	2.0%
成本	39,796	36,308	36,206	37,654	38,407
毛利率	8.8%	9.4%	10.2%	10.5%	11.0%

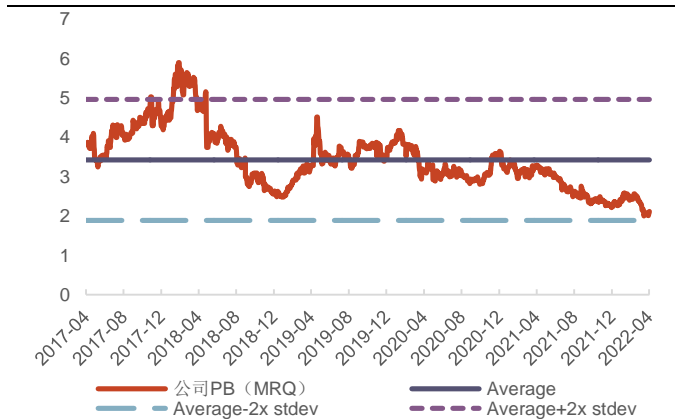
资料来源: Wind, 公司公告, 产业在线, 暖通资讯, 光大证券研究所预测

## 3.2、 相对估值：静态估值位于中枢下方，同类比较估值偏低

### 3.2.1、 公司自身历史角度

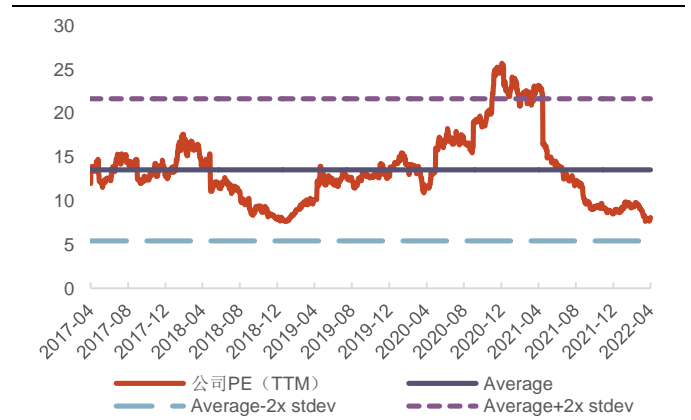
静态估值处于中枢下方。截至 4 月 1 日，5 年 PB-BAND 显示格力的估值中枢约为 3.4 倍 PB，估值底部约为 2.1 倍 PB，当下公司 PB (MRQ) 为 2.1 倍，已接近历史底部。5 年 PE-Band 显示公司估值中枢为 13.5 倍 PE，当下公司 PE(TTM) 为 8.1 倍。

图 69：公司 5 年 PB 估值走势



资料来源：Wind，光大证券研究所；截至 2022 年 4 月 1 日

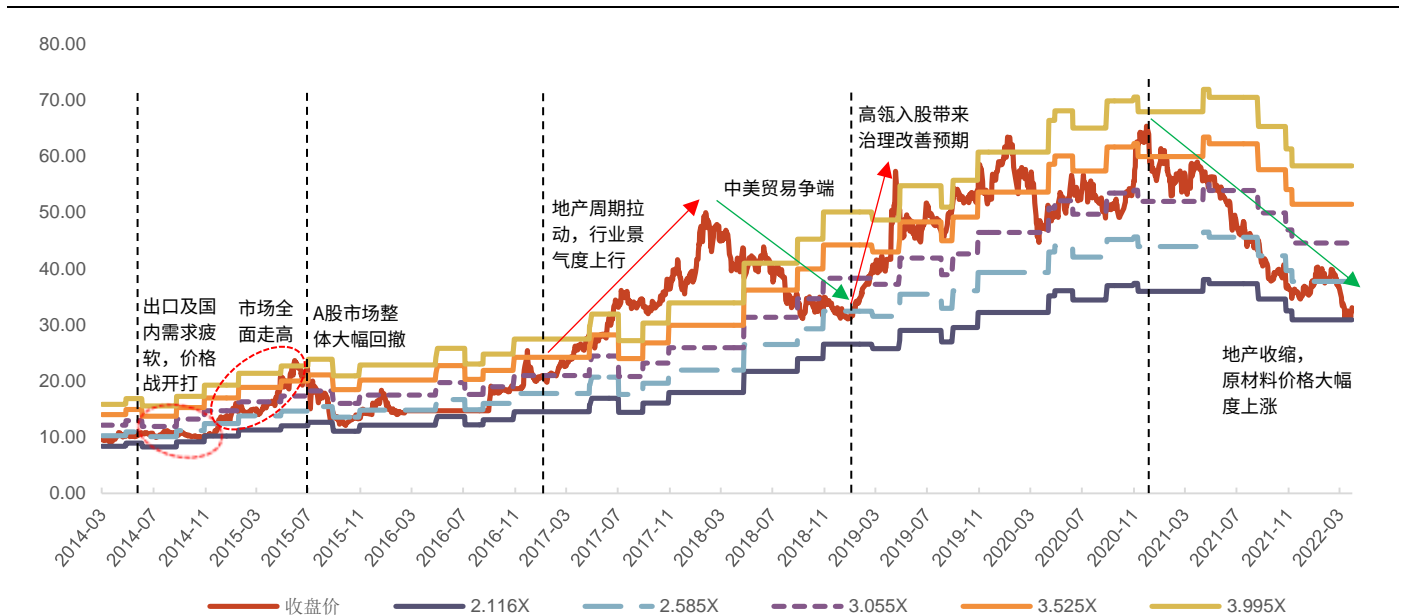
图 70：公司 5 年 PE 估值走势



资料来源：Wind，光大证券研究所；截至 2022 年 4 月 1 日

复盘近年 PB，格力估值经历几轮高低切换，中长期出现均值回归。2014 年，由于海外天气原因导致出口疲软，国内市场也处于家电下乡及以旧换新等一系列政策透支市场后增长乏力的阶段。在此背景下，行业出现大规模去库存，公司估值于当年 11 月 20 日达到了历史最低位，当日收盘价对应 PB 约为 2.1 倍。

图 71：2014 年至今公司 PB 估值经历过多轮高低切换



资料来源：Wind，光大证券研究所；收盘价单位：元；截至 2022 年 4 月 1 日

2014 年底至 2015 年中，随着消费升级带动了空调的更新需求以及 A 股市场整体走高，公司估值得以修复并快速提升。随后市场整体大幅回撤，公司估值也随之回落，最低点时 PB 约为 2.3 倍。

2017 年起，受到天气炎热以及地产滞后拉动的影响，空调行业销量整体高速增长，对于公司盈利能力的乐观预期使得估值逐步提升并于 2018 年 1 月达到最高点，PB 约为 5.9 倍。随后因中美贸易争端等原因，公司估值回落至 2.5 倍 PB。

2019 年公司进行股权转让，高瓴入股带来治理预期，PB 估值提升至 4.7 倍。

2021 年二季度以来，房地产行业接连出现风险事件，悲观预期发酵下地产行业出现收缩态势，叠加原材料价格大幅上行，公司 PB 估值下跌至 2.3 倍，处于近 10 年 PB 估值的 2%分位，存在较大的修复空间。

### 3.2.2、可比公司角度

我们选取美的集团、海尔智家、海信家电为可比公司，与公司同属白色家电行业。若采取可比公司 PE 平均值作为参考，给予公司 2022 年 10 倍 PE，按公司 2022 年 EPS=4.66 元，对应估值 46.6 元。

表 12：可比公司估值比较

公司名称	收盘价 (元, 04/01)	EPS (元)			PE (X)			PB (X, MRQ)	市值 (亿元)
		21 年	22 年	23 年	21 年	22 年	23 年		
美的集团	58.60	4.18	4.77	5.38	14.0	12.3	10.9	3.5	4,098.7
海尔智家	23.75	1.37	1.62	1.87	17.3	14.7	12.7	2.8	2,243.5
海信家电	10.98	1.02	1.23	1.41	10.8	8.9	7.8	1.4	149.6
<b>平均值</b>					<b>14.0</b>	<b>12.0</b>	<b>10.5</b>	<b>2.6</b>	
格力电器	33.02	3.84	4.66	5.16	8.6	7.1	6.4	2.1	1,953.0

资料来源：可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，格力电器盈利数据由光大证券研究所预测

### 3.2.3、股息率角度：当前市值或在底部区域

表 13：格力历年平均股息率推算

年份	归母净利润 (亿元)	现金分红金额 (亿元)	回购注销 (亿元)	平均市值 (亿元)	平均股息率 (%)	1 年期理财产品 预期收益率 (%)	股息率-理财收益率 (%)
2012	74	30		651	4.6%	5.34%	-0.72%
2013	109	45		847	5.3%	5.14%	0.18%
2014	142	90		894	10.1%	5.65%	4.43%
2015	125	90		1,348	6.7%	5.13%	1.57%
2016	154	108		1,243	8.7%	4.07%	4.64%
2017	224	0		2,194	0.0%	4.59%	-4.59%
2018	262	126		2,643	4.8%	4.82%	-0.04%
2019	247	72		3,241	2.2%	4.26%	-2.04%
2020	222	227		3,442	6.6%	3.95%	2.63%
2021E	227	113.5	59.99	2,911	6.0%	3.57%	2.39%
2022E	263	131	139.35	2,069	<b>13.1%</b>	3.50%	<b>9.58%</b>

资料来源：Wind，光大证券研究所；

\*注：1.假设第一及第三期股份回购的注销部分均在 22 年执行完毕；2.假设 2022 年以来的平均市值（截至 2022.03.31）=22 年平均市值；3.假设 21 和 22 年现金分红率为 50%

**2022 年度平均股息率已达 2012 年以来最高水平。**定义某年平均股息率=（现金分红+回购注销）/平均市值，假设 2022 年平均市值=2,069 亿元（截至 22 年 4 月 1 日的 2022 年以来平均市值），格力 2022 年的预期平均股息率已达 13.1%，这是 2012 年以来的最高水平，背后既是未来长期分红率稳定（至少 50%），也

是股份回购陆续注销所致。结合理财收益率趋势性下滑（1 年期预期收益率由 2012 年的 5.34% 降至 2021 年的 3.57%），2022 年格力平均股息率隐含的超额回报达到 9.58%，这一数值接近第二高峰的 2 倍。因此从股息率反推，当前格力市值或已接近底部区间。

### 3.3、绝对估值

**绝对估值核心假设：**1) **长期增长率：**随着地产开发节奏渐缓，预测公司以及行业长期增长将趋于温和增长，因此假设长期增长率为 1%；2) **β 值：**选取中信三级行业分类-白色家电行业 β (1.13) 作为公司无杠杆 β 的近似；3) **无风险利率：**选取十年期国债收益率 (2.79%) 作为无风险利率的近似；4) **税率：**我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 15.4%。

表 14：绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	1.00%
无风险利率 Rf	2.79%
β(Blevered)	1.64
Rm-Rf	8.00%
Ke(levered)	15.91%
税率	15.40%
Kd	3.85%
Ve	197,995.8
Vd	28,569.5
目标资本结构	35.00%
WACC	11.69%

资料来源：光大证券研究所预测

表 15：现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	86,197.13	31.03%
第二阶段	105,450.73	37.96%
第三阶段 (终值)	86,167.66	31.02%
企业价值 AEV	277,815.52	100.00%
加：非经营性净资产价值	29,933.42	10.77%
减：少数股东权益 (市值)	3,476.43	-1.25%
减：债务价值	28,569.52	-10.28%
总股本价值	275,703.00	99.24%
股本 (百万股)	5,914.47	-
每股价值 (元)	46.62	-
2022 年对应 PE (隐含)	9.99	-
2022 年对应 PE (动态)	7.08	-

资料来源：光大证券研究所预测

表 16: 敏感性分析表

长期增长率 \ WACC	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
10.69%	49.60	50.47	51.43	52.50	53.69
11.19%	47.32	48.07	48.90	49.82	50.83
<b>11.69%</b>	45.24	45.90	46.62	47.41	48.28
12.19%	43.33	43.91	44.53	45.22	45.97
12.69%	41.58	42.08	42.63	43.23	43.89

资料来源: 光大证券研究所预测

我们选取 FCFF 估值法, 在长期增长率以及 WACC 各自正负波动 1% 的范围内, 公司的股票价值区间为 41.58-53.69 元/股。

### 3.4、投资建议：短期看渠道变化，长期关注战略方向

5 年 PB-BAND 显示格力的估值中枢约为 3.4 倍 PB, 估值底部约为 2.1 倍 PB, 当下公司 PB (MRQ) 2.1 倍, 已接近历史底部; 5 年 PE-Band 显示公司估值中枢为 13.5 倍 PE, 当下公司 PE (TTM) 为 8.1 倍, 公司估值已位于历史中枢下方, 具备充分的安全边际。

根据核心假设, 预计格力 2021-2023 年归母净利润为 227.3 亿元、262.7 亿元、290.4 亿元。**根据相对估值**, 给予公司 2022 年 10 倍 PE, 按公司 2022 年 EPS=4.66 元, 对应估值 46.60 元; **根据 FCFF 绝对估值**, 在长期增长率为 1% 以及 WACC=11.69% 的情况下, 公司合理估值为 46.62 元。

综合以上, 我们看好公司的渠道革新、长远规划、以及股东回馈机制, 维持“买入”评级, 目标价 46.62 元。

## 4、风险提示

- 1) 空调需求下行风险:** 房地产行业负面情绪可能进一步发酵的情况下, 地产销售可能会逐步走低, 叠加消费整体景气度不高, 空调需求或有所下行, 将会对公司主营业务收入产生较大影响;
- 2) 原材料价格大幅上涨:** 宽松的货币环境将进一步推升通胀率, 各国家疫情后经济重启节奏不同或导致大宗商品供求两端的错配, 若主要原材料涨价, 公司毛利率将会承压。
- 3) 人民币汇率剧烈波动:** 由于公司出口业务量较大, 公司或因汇率波动而产生超预期的非经常性损益。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	200,508	170,497	193,248	211,766	226,756
营业成本	143,499	124,229	142,061	152,552	162,643
折旧和摊销	3,193	3,589	4,073	4,495	4,911
税金及附加	1,543	965	1,488	1,631	1,746
销售费用	18,310	13,043	13,527	14,824	15,873
管理费用	3,796	3,604	4,058	4,447	4,762
研发费用	5,891	6,053	6,764	7,412	7,936
财务费用	-2,427	-1,938	-518	624	273
投资收益	-227	713	250	260	270
营业利润	29,605	26,044	26,777	30,961	34,258
利润总额	29,353	26,309	27,082	31,266	34,563
所得税	4,525	4,030	4,171	4,815	5,323
净利润	24,827	22,279	22,911	26,451	29,240
少数股东损益	131	104	180	185	200
归属母公司净利润	24,697	22,175	22,731	26,266	29,040
EPS(元)	4.11	3.69	3.84	4.66	5.16

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	27,894	19,239	37,938	34,426	37,061
净利润	24,697	22,175	22,731	26,266	29,040
折旧摊销	3,193	3,589	4,073	4,495	4,911
净营运资金增加	-16,200	-15,989	4,079	9,640	7,376
其他	16,204	9,463	7,055	-5,975	-4,267
投资活动产生现金流	-11,275	98	-4,065	-4,048	-4,038
净资本支出	-4,704	-4,522	-4,300	-4,300	-4,300
长期投资变化	7,064	8,120	0	0	0
其他资产变化	-13,636	-3,500	235	252	262
融资活动现金流	-19,222	-21,111	-35,013	-17,415	-22,530
股本变化	0	0	-101	-283	0
债务净变化	-6,077	6,174	-3,572	-5,336	-9,031
无息负债变化	18,482	-14,761	2,940	5,795	5,375
净现金流	-2,400	-2,148	-1,140	12,963	10,493

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	28.4%	27.1%	26.5%	28.0%	28.3%
EBITDA 率	16.2%	16.3%	15.5%	17.0%	17.3%
EBIT 率	14.6%	14.2%	13.4%	14.9%	15.2%
税前净利润率	14.6%	15.4%	14.0%	14.8%	15.2%
归母净利润率	12.3%	13.0%	11.8%	12.4%	12.8%
ROA	8.8%	8.0%	8.5%	9.3%	9.8%
ROE (摊薄)	22.4%	19.3%	21.5%	21.7%	21.3%
经营性 ROIC	19.4%	20.0%	20.5%	22.9%	23.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	60%	58%	60%	57%	53%
流动比率	1.26	1.35	1.29	1.39	1.51
速动比率	1.12	1.17	1.16	1.25	1.36
归母权益/有息债务	6.89	5.20	5.70	9.11	32.32
有形资产/有息债务	16.56	11.80	13.53	20.10	65.89

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	282,972	279,218	269,538	284,993	297,351
货币资金	125,401	136,413	135,273	148,236	158,729
交易性金融资产	955	371	378	386	394
应收账款	8,513	8,738	7,589	8,316	8,905
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	159	147	193	212	227
存货	24,085	27,880	20,762	22,281	23,735
其他流动资产	51,317	36,591	36,591	36,591	36,591
流动资产合计	213,364	213,633	203,487	218,901	231,630
其他权益工具	4,645	7,788	7,788	7,788	7,788
长期股权投资	7,064	8,120	8,120	8,120	8,120
固定资产	19,111	18,983	19,255	19,023	18,363
在建工程	2,431	4,016	3,672	3,414	3,191
无形资产	5,306	5,878	6,058	6,234	6,406
商誉	326	202	202	202	202
其他非流动资产	15,372	6,062	6,062	6,062	6,062
非流动资产合计	69,608	65,585	66,051	66,092	65,721
总负债	170,925	162,337	161,706	162,165	158,509
短期借款	15,944	20,304	16,233	10,397	866
应付账款	41,657	31,605	35,515	38,138	40,661
应付票据	25,285	21,427	21,309	22,883	24,397
预收账款	8,226	0	9,662	10,588	11,338
其他流动负债	68,609	65,418	65,418	65,418	65,418
流动负债合计	169,568	158,479	157,319	157,249	153,064
长期借款	47	1,861	2,361	2,861	3,361
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	382	587	587	587	587
非流动负债合计	1,356	3,859	4,387	4,916	5,445
股东权益	112,048	116,880	107,832	122,828	138,843
股本	6,016	6,016	5,914	5,631	5,631
公积金	3,593	3,622	3,723	4,006	4,006
未分配利润	93,795	102,842	107,526	122,336	138,151
归属母公司权益	110,154	115,190	105,962	120,773	136,587
少数股东权益	1,894	1,690	1,870	2,055	2,255

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	9.13%	7.65%	7.00%	7.00%	7.00%
管理费用率	1.89%	2.11%	2.10%	2.10%	2.10%
财务费用率	-1.21%	-1.14%	-0.27%	0.29%	0.12%
研发费用率	2.94%	3.55%	3.50%	3.50%	3.50%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	1.20	3.00	1.94	2.35	2.60
每股经营现金流	4.64	3.20	6.41	6.11	6.58
每股净资产	18.31	19.15	17.92	21.45	24.25
每股销售收入	33.33	28.34	32.67	37.60	40.27

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	8	9	8	7	6
PB	1.8	1.7	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.8	7.0	6.8	5.3	4.6

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 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。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE