



公司研究 | 深度报告 | 格力电器 (000651.SZ)

解构龙头系列之一：如何看待格力估值较低？

报告要点

白电龙头中，格力估值长期处于较低水平，市场无法给出更高估值主要是担心其发展空间较为受限，但无论是从行业规模还是成长性角度来看，空调都是家电产业中最优质的赛道之一，格力虽受外部环境影响，近年份额出现回落，但其自身仍然保持着较强的竞争力，消费边际改善后份额回升的可能性较大；此外，格力目前也已在海外新兴市场初步建立一定产能、渠道、品牌基础，有望通过持续提升份额充分享受海外市场带来的规模增量。基于此，我们认为格力发展前景并非十分受限，进而使估值端存在较大的修复空间。

分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408

解构龙头系列之一：如何看待格力估值较低？

格力估值究竟为何掉队？

白电板块根据行业增速情况，以 2011 年为界经历过一轮重估，个股的估值水平均与其预期的成长空间呈正相关，其中格力由于仍是偏空调单主业经营的模式，且对国内市场的依赖度较高，导致市场认为其增长潜力受限，最终使其估值长期大幅低于美的和海尔。

格力增长空间是否真的受限？

表观来看，格力现阶段业务布局确实相对单一，规模主要由空调贡献，但一方面，格力家电主业收入占比与多元化战略推进较好的美的集团家电主业收入占比差距不大，另一方面，家电产业内部来看，无论是当前的行业规模还是远期的成长空间，空调都是家电产业中最为优质的赛道，若格力能够保持其在空调领域的竞争力，其发展前景或比市场预期的更好。

格力空调业务竞争力是否真的有所减弱？

除业务空间外，格力空调份额有所回落也是导致其估值较低的原因之一，但我们认为品牌定位较高，而外部环境偏弱是导致格力份额近几年出现回落的关键原因。边际来看，本轮国补带动产品均价提升后，格力份额已显著提升，在国补有望延续，消费环境有望边际改善的背景下，格力空调份额存在持续恢复的空间和可能性。

格力出海进程是否真的较慢？

格力报表端外销占比偏低并非完全是其海外布局欠缺，与其出厂价也存在一定关系，2023 年格力海外自主品牌收入占比已提升至 70%，在新兴市场也已具备一定产能、渠道和品牌基础，因此，长期来看格力有望进一步提升全球份额，进而充分享受海外市场带来的规模增量。

更进一步看，格力到底是否有被低估？

截至 2024 年中报，格力货币资金高达 1198 亿元，位列行业首位，若将短期借款&长期借款从货币资金&交易性金融资产中剔除，并与市值进行比较，格力现金资产在总市值中的占比高达 26%，与美的、海尔相比用于经营的资产溢价程度相对较低。此外，格力 2023 年加权净资产收益率高达 26.5%，位列行业第一，但市净率大幅低于可比公司，存在较大估值修复空间。

投资建议：看好格力估值端迎来修复

白电龙头中，格力估值长期处于较低水平，或主要是市场担心其发展空间较为受限，但我们认为该观点并不完全准确，原因有三：其一，无论是当前行业规模还是远期成长空间，空调都是产业中最优质的赛道之一，且格力份额回落或主要系外部环境偏弱；其二，横向扩张方面，格力家电主业收入占比与美的基本持平，前者多元化进程并非十分缓慢；其三，格力报表端海外营收偏低或与出厂价有关，其自主品牌业务近几年已取得显著突破，在新兴市场也已具备一定基础，长期份额提升空间可期。在此基础上，考虑到格力用于经营的资产溢价程度偏低，且股东回报率与市净率匹配度较低，我们认为格力价值被市场低估。基于此，我们判断公司增长前景可期，且具备较大估值修复空间，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 314.38 亿元、340.57 亿元和 369.56 亿元，对应 PE 分别为 8.00、7.38 和 6.80 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、宏观经济波动风险；2、原材料价格波动风险；3、标的公司整合效果不及预期的风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

公司基础数据

当前股价(元)	44.89
总股本(万股)	560,141
流通A股/B股(万股)	551,545/0
每股净资产(元)	22.44
近12月最高/最低价(元)	52.73/35.13

注：股价为 2025 年 1 月 27 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《营收规模短期承压，盈利能力显著提升》2024-11-11
- 《格力电器：初心如磐，奋楫笃行》2024-09-11
- 《格力电器：初心如磐，奋楫笃行》2024-09-08



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言.....	6
格力估值究竟为何较低?	6
格力增长空间是否真的受限?	8
表观来看, 格力增长动能的确相对单一	8
远期来看, 空调品类增长空间最为广阔	9
格力空调业务竞争力是否真的有所减弱?	11
格力份额回落主要是行业景气偏低, 国补催化下正边际转好.....	12
格力成本优势突出, 具备较强调价反制能力	17
格力出海进程是否真的较慢?	17
更进一步看, 格力到底是否有被低估?	21
投资建议: 看好格力估值端迎来修复.....	22
风险提示.....	23

图表目录

图 1: 2005-2023 年空调、冰箱、洗衣机内销量.....	6
图 2: 1997-2023 年白电行业龙头企业 PE-TTM (单位: 倍)	7
图 3: 2024H1 格力营收规模位列三大白之末 (单位: 亿元)	8
图 4: 2024H1 格力归母净利润仅次于美的 (单位: 亿元)	8
图 5: 2024H1 格力空调业务收入占比高达 77.74%.....	8
图 6: 2024H1 美的暖通空调业务收入占比为 46.52%	8
图 7: 海尔空冰洗业务收入占比相对均衡.....	9
图 8: 格力外销收入占比仍处于较低水平.....	9
图 9: 2023 年, 空调内外销合计销量为 17044 万台 (万台)	9
图 10: 2023 年, 空调品类占空冰洗合计总销量超 50%.....	9
图 11: 1983-2023 年中国空调、冰箱、洗衣机综合百户拥有量 (台/百户)	10
图 12: 1960-2024 年日本空调、冰箱、洗衣机百户拥有量 (台/百户)	10
图 13: 2003 年至今, 空调内销出货量份额	12
图 14: 2020 年至今中国空调行业线上/线下销量端份额.....	12
图 15: 2024 年前 11 月空调线上均价明显松动 (元)	13
图 16: 2024 年前 11 月中低价格段空调产品线上销量占比提升明显 (价格单位: 元)	13
图 17: 2020 年以来空调线上市场挂机/柜机销量占比基本保持平稳.....	13
图 18: 2024 年前 11 月线上市场一匹以上空调挂机销量占比有所提升	14
图 19: 2024 年前 11 月线上市场空调柜机结构升级显著	14
图 20: 2020 年至今各品牌线上空调均价及同比变动	14
图 21: 2021 年至今, 各品牌空调线上销量端份额同比变动 (pct)	15
图 22: 2022 年至今格力空调在各价格段销量端份额 (价格单位: 元)	15
图 23: 2024 年国补启动后, 空调行业景气度快速回升.....	16
图 24: 2024 年 8 月起, 空调终端均价开始上提 (元)	16

图 25: 2024 年各月空调品牌销量端份额.....	16
图 26: 2021 年以来, 空调龙头扣非归母净利润率逐年提升.....	17
图 27: 格力空调业务毛利率显著高于可比公司.....	17
图 28: 2024H1 格力外销收入规模为 148 亿元 (亿元).....	18
图 29: 2024H1 格力外销收入占比仅为 14.8%.....	18
图 30: 2008 年至今各企业外销出货量占其总出货量的比例.....	18
图 31: 2008 年至今白电上市公司空调外销出货量份额.....	19
图 32: 2023 年格力海外自主品牌业务收入占比高达 70%.....	19
图 33: 2023 年格力海外业务毛利率为 23.75%.....	19
图 34: 2023 年格力空调东欧市场份额为 16.9%, 新兴市场份额呈现提升趋势.....	20
图 35: 截至 2024 年中报, 格力货币资金高达 1198 亿元 (亿元).....	21
图 36: 格力现金资产在总市值中的占比高达 26%.....	21
图 37: 白电行业主要上市公司 PB-ROE 散点图 (PB 单位: 倍).....	22
表 1: 2023 年除北美和澳新地区, 空调渗透率仍处于较低水平.....	11
表 2: 2018-2023 年中国白电企业全球主要地区空调销量端市占率.....	20
表 3: 公司收入和利润敏感性分析 (单位: 亿元).....	23

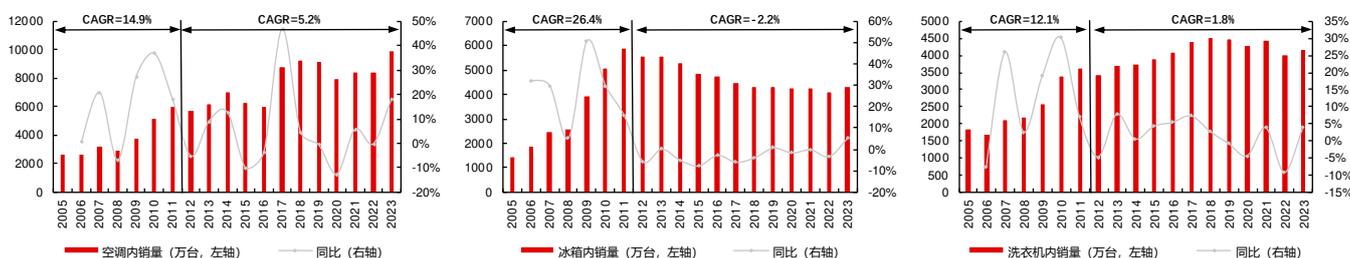
引言

近三年来看，格力电器估值水平中枢来看仅不到 8 倍，而同为家电行业龙头的美的集团和海尔智家估值中枢位于 13-15 倍区间，格力估值明显偏低；市场普遍认为无法给出格力更高估值一方面是其内部治理存在优化空间，另一方面是其增长空间相对受限。由于组织架构的效用较难具化，且我们也无法准确判断哪种类型的领导人或组织形式对企业最为有利，因此本篇报告我们旨在从业务的角度出发，判断格力长期增长前景是否真的如此有限，以及是否存在突破的可能性，从而判别格力当前是否被“低估”。

格力估值究竟为何较低？

整体来看，随着家电行业步入成熟期，白电板块估值于 2011 年开始换挡。2011 年及之前，中国白电行业仍处于高速发展期，根据产业在线，2005-2011 年空调、冰箱、洗衣机内销量 CAGR 分别高达 14.9%、26.4%、12.1%，白电龙头估值水平也相对较高，中枢位于 20-30 倍之间；而随着家电保有量行至较高水平，外加以旧换新、节能惠民等补贴政策也相继退出，家电行业正式步入成熟期，2012-2023 年空调、冰箱、洗衣机内销量 CAGR 分别放缓至 5.2%、-2.2%、1.8%，龙头估值自此开始换挡，中枢处于 10-20 倍之间。

图 1：2005-2023 年空调、冰箱、洗衣机内销量



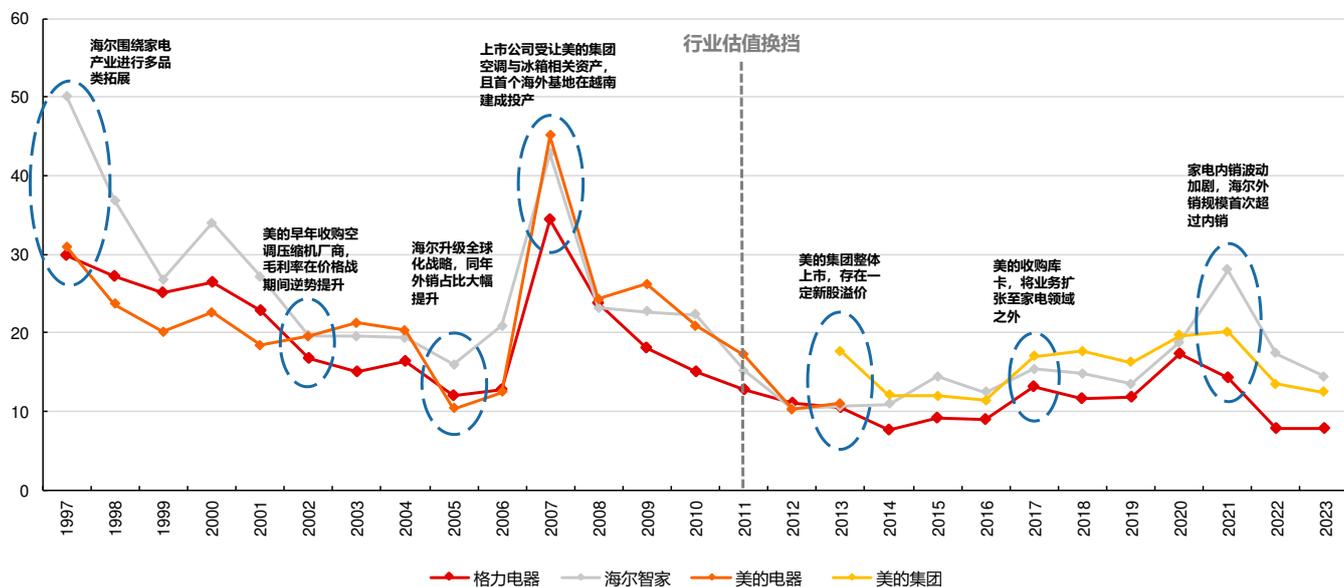
资料来源：产业在线，长江证券研究所

对比三大白电龙头，市场倾向给予发展空间广阔的企业更高估值，格力估值长期处于较低水平。复盘 1997-2023 年格力、美的和海尔估值排名，除 2013 年美的集团整体上市有一定新股溢价外，共出现过六轮较大的变化，具体来看：

- **1997 年海尔估值大幅领先格力&美的：**虽三大白初期均围绕单一品类发展业务，但海尔较早地开始了对其余家电品类的探索，于 1991 年切入冰柜、空调产业，1997 年切入电视、洗衣机产业，多业务并行模式下海尔增长预期空间相对较大，估值显著高于格力和美的；
- **2002 年起美的实现对格力&海尔估值端的反超：**2002 年空调行业价格竞争呈加剧态势，且核心零部件压缩机供给端有所波动，而美的 1999 年便已收购东芝万家乐制冷设备有限公司（现名为“GMCC 美芝”），供应链稳定性相对较强，完成了毛利率的逆势提升（2002 年美的/海尔/格力毛利率分别同比+1.59/-3.94/-1.11pct）；在价格竞争或将延续的预期下，美的受益于成本端的相对优势，估值水平超越格力，并于次年超越海尔；

- **2005 年海尔估值阶段性超越美的：**2005 年海尔全面升级全球化战略，海外自主品牌发展被提升至新的战略高度，同年外销营收大幅增长 51.07%，对应收入占比提升近 8 个百分点至 23.72%，海外业务的突破打开了海尔长期增长的想象空间，估值再次超越美的；
- **2007 年美的估值超越海尔：**一方面，美的集团 2007 年通过业务重组的方式将其空调与冰箱业务相关资产注入美的电器上市公司，另一方面，美的第一个海外基地在越南建成投产，标志着美的在多元化与全球化领域均有显著进展，成长空间大幅提升，估值跃升至三大白首位；
- **2017 年美的自集团整体上市后估值再次超越海尔：**2017 年美的完成对机器人智能自动化公司德国库卡的收购，虽该举并非白电行业上市公司首次尝试对家电以外的领域进行横向拓展，譬如格力曾在 2013 年和 2014 年先后进军新能源和手机产业，但本次收购投入较大，标的公司具备一定规模且业内竞争力相对较强，在一定程度上标志着美的从家电制造企业向多元化科技集团转型的开端，市场相应给予更高估值；
- **2021 年至今，海尔估值中枢领先格力&美的：**2020 年起，随着国内家电保有量逐步见顶，以及外部因素对内需造成较强影响，家电内销波动程度较大，而外销在新兴市场的带动下仍保持较好的增长态势；在此背景下，由于海尔全球化布局最为完善，而美的 B 端业务又暂未形成规模，前者估值再次超越美的。

图 2：1997-2023 年白电行业龙头企业 PE-TTM（单位：倍）



资料来源：各公司公告，各公司官网，解放日报，中国营销传播网，Wind，长江证券研究所（注：取每年各交易日 PE-TTM 平均值）

综上所述，白电板块估值根据行业整体增速情况，以 2011 年为界经历过一轮重估，成熟期估值水平显著低于快速发展期，但无论是快速发展期或是成熟期，龙头个股的估值高低均与其预期成长空间呈正相关。格力电器由于外销贡献仍然较低，业务结构中也仍以空调为主，导致市场认为其增长潜力相对受限，最终使其估值水平长期大幅低于美的和海尔。

格力增长空间是否真的受限？

表观来看，格力增长动能的确相对单一

格力现阶段业务布局确实相对单一，收入主要靠空调及内销贡献。2019 年空调内销出现回落，格力营收规模随即被海尔反超，此后三年受外部因素，叠加地产下行的影响，空调内销量仍在低位震荡，格力营收被海尔进一步拉开，主要原因便是格力较为依赖空调内销，当行业需求出现波动时抗风险能力相对较弱。

2024H1 格力空调业务规模占比高达 77.74%，而同样以空调业务起家的美的暖通空调业务占比仅为 46.52%，以冰箱业务起家的海尔冰箱业务占比也仅为 30.13%；进一步拆分来看，格力工业制品（主要是家电上游零部件）、绿色能源（主要是标的公司格力钛的业务）、生活电器（主要是冰洗及小家电等）、智能装备（主要是工业机器人、数控机床等）业务 2024H1 收入占比仅分别为 6.18%、1.98%、2.40%、0.26%，因此客观来讲格力无论是从家电产业的多品类延展，或是非家电产业的横向拓张角度目前规模都相对有限。在此基础上，2024H1 格力外销规模占比为 14.78%，美的和海尔已分别高达 41.75% 和 52.55%。因此，从业务结构的角度来看，格力现阶段布局确实相对单一，规模主要靠空调和内销贡献。

图 3：2024H1 格力营收规模位列三大白之末（单位：亿元）



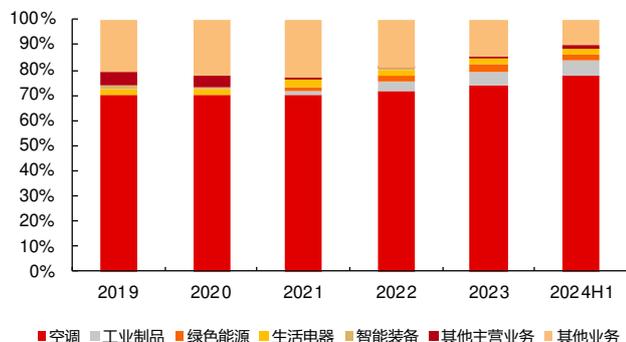
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2024H1 格力归母净利润仅次于美的（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：2024H1 格力空调业务收入占比高达 77.74%



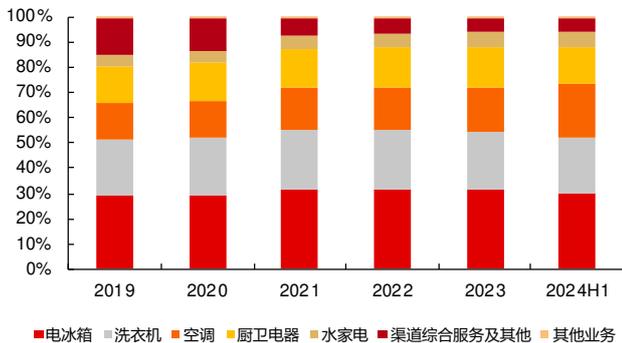
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2024H1 美的暖通空调业务收入占比为 46.52%



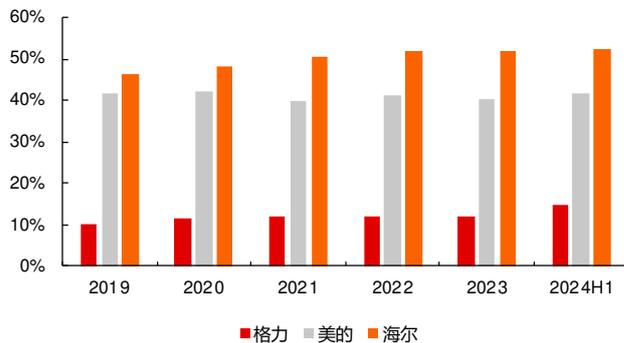
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：海尔空冰洗业务收入占比相对均衡



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：格力外销收入占比仍处于较低水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

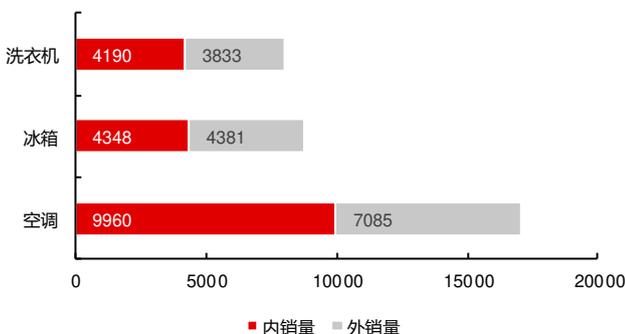
但值得注意的是，格力 2024H1 家电主业（空调+生活电器）收入占比为 80.14%，与行业内多元化战略推进较好的美的集团家电主业收入占比差距不大（暖通空调+消费电器收入占比为 80.97%），所以我们认为格力非家电业务的多元化进程并没有非常迟缓，该因素也不应成为导致格力长期估值较低的核心原因。因此，我们认为市场给予格力较低估值的合理化原因或是其在家电产业内的多品类拓展，以及家电出海业务相对较缓。

远期来看，空调品类增长空间最为广阔

上一部分，我们已经论证造成格力估值较低的一部分原因是其在除空调以外的其余家电领域表现较弱，从而使市场认为其空间受限，但即使格力真的仅专注于空调产业，其增长潜力应该如何看待呢？

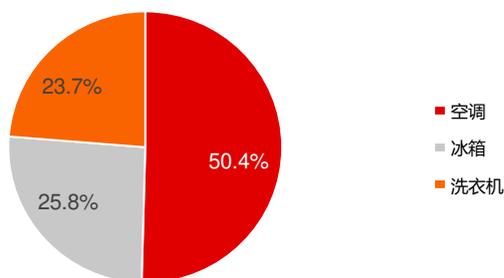
当前行业规模方面，根据产业在线企业出货端数据，2023 年中国空调内销规模已接近一亿台，外销规模已超 7000 万台，合计出货量超 1.7 亿台，相当于同年冰箱和洗衣机总出货量之和。因此，即使格力暂时还没有在冰洗领域取得突破，但只要能够维系住在空调产业的龙头地位，其发展并不会受到所在行业空间的限制。

图 9：2023 年，空调内外销合计销量为 17044 万台（万台）



资料来源：产业在线，长江证券研究所

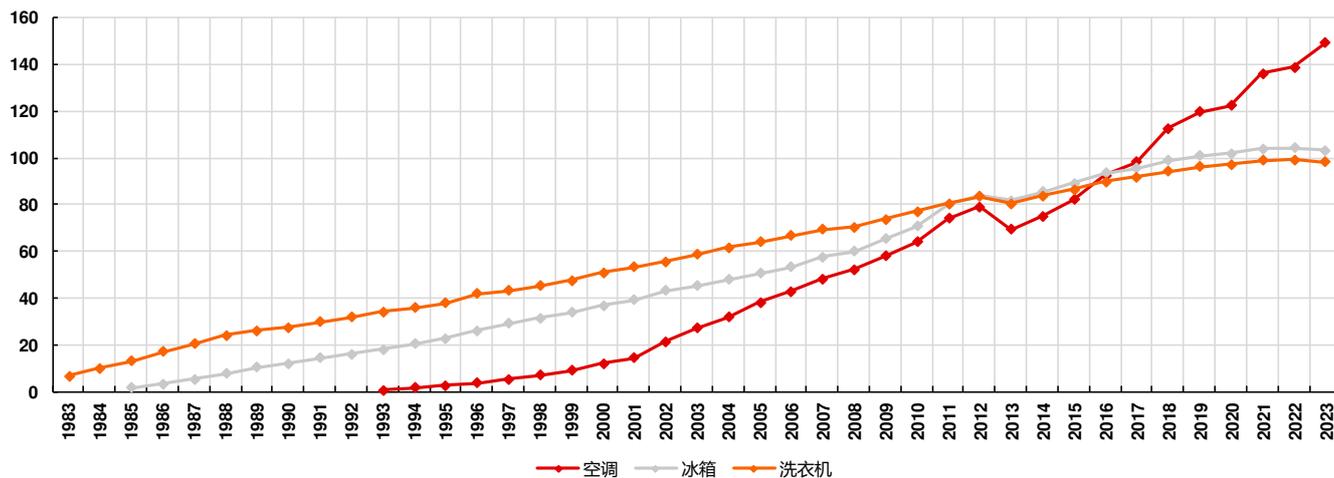
图 10：2023 年，空调品类占空冰洗合计总销量超 50%



资料来源：产业在线，长江证券研究所

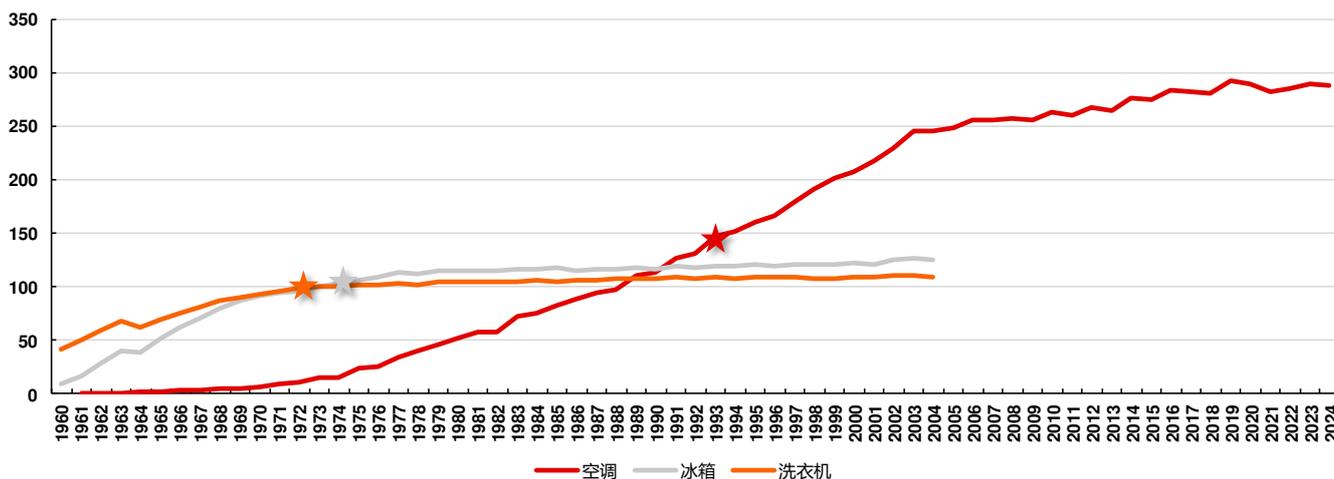
后续成长性方面，中国冰箱、洗衣机需求总量已趋于成熟，2023 年综合保有量分别高达 103.2、98.2 台/百户，大致相当于日本 1974 年和 1972 年的水平，而自此之后，日本冰洗保有量虽呈提升态势，但幅度已相对有限。反观空调品类，2023 年国内综合保有量虽已达 149.4 台/百户，但近几年节奏上并未有所放缓，且日本保有量在 1993 年突破 148 台/百户后仍保持着较快的提升速度；若乐观假设国内空调远期人均保有量将达到日本当前水平，则还存在将近翻倍的新增需求空间。

图 11：1983-2023 年中国空调、冰箱、洗衣机综合百户拥有量（台/百户）



资料来源：国家统计局，长江证券研究所（注：综合百户拥有量=城镇地区百户拥有量*城镇化率+农村地区百户拥有量*（1-城镇化率）；2013 年国家统计局口径有所变化）

图 12：1960-2024 年日本空调、冰箱、洗衣机百户拥有量（台/百户）



资料来源：日本统计局，长江证券研究所（注：图中星型标记对应纵坐标代表中国 2023 年百户保有量水平）

海外市场来看，根据欧睿披露的数据，2023 年大部分地区冰箱和洗衣机品类的渗透率已经处于较高水平，即使是家电产业起步相对较晚的中东非地区冰箱和洗衣机渗透率也已分别超过 50%和 40%，而空调品类仅北美和澳新地区渗透率超过 80%，欧洲和拉美

区域基本在 30%左右，气温最为炎热的中东非渗透率仅有约 19%。基于此，从全球视角来看，空调行业长期的增长空间也要远高于冰洗品类。

表 1：2023 年除北美和澳新地区，空调渗透率仍处于较低水平

	空调	冰箱	洗衣机
东欧	34.5%	99.2%	94.1%
西欧	31.8%	99.3%	97.4%
北美	88.6%	99.5%	86.7%
拉美	29.0%	90.1%	70.2%
中东非	19.1%	53.5%	43.0%
亚太	63.2%	76.8%	67.8%
澳新	80.2%	98.6%	98.6%

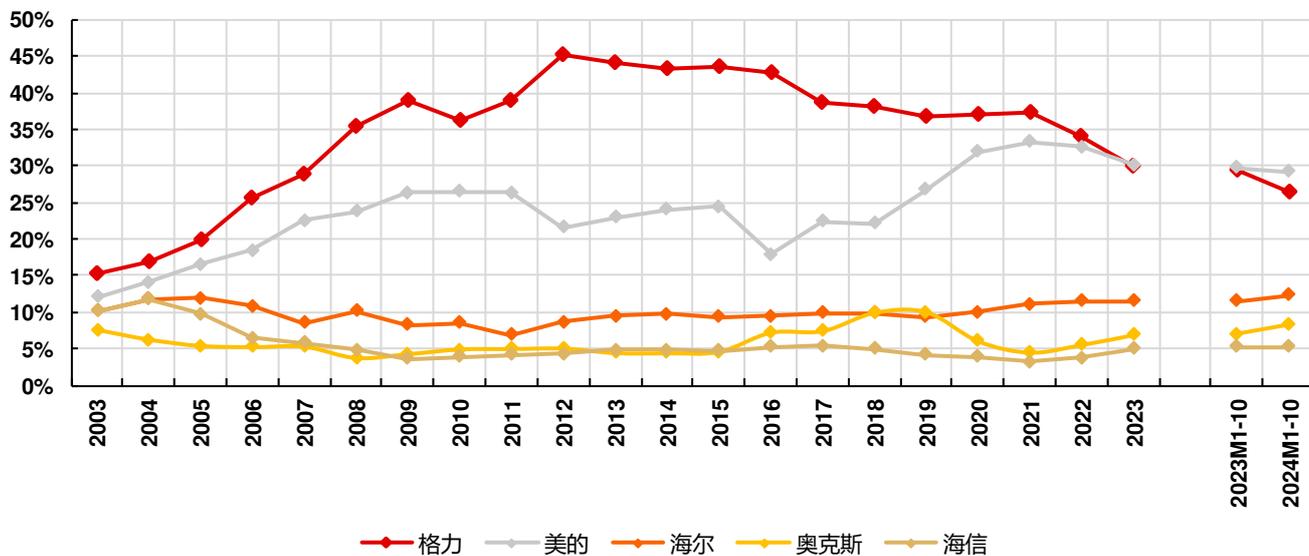
资料来源：欧睿，长江证券研究所

综上所述，我们认为与竞对相比，格力现阶段在业务多元化方面或的确存在一定差距，但格力基于自身竞争力及优势积极拓展增量，因为无论是从当前的行业规模，还是从未来的成长空间来看，空调都是家电产业中最为优质的赛道之一，若格力能够保持其在空调领域的竞争力，其发展前景或并非十分有限。

格力空调业务竞争力是否真的有所减弱？

除业务空间外，格力在空调行业的市场份额有所回落或也是导致其估值较低的原因之一。根据产业在线企业出货端数据，在行业高速发展期受益于较强的渠道快速下沉能力，格力空调内销量份额在 2012 年达到顶峰，随后由于线上渠道扩张较缓，中枢呈现下降趋势，尤其是 2024 年外部消费环境偏弱，格力的中高端定位使其 2024 年 1-10 月累计份额回落至 26.32%；在此基础上，根据奥维云网终端销售数据，2021 年至今，格力市场份额也同样有所下滑，其中 2024 年 1-11 月线上/线下累计销量端份额分别较 2023 年全年下降 4.1/1.9pct。惯性思维下，市场或更偏向于认为格力市占率回落主要是因为其自身在空调行业的竞争力开始减弱，从而无法给出更高估值。

图 13: 2003 年至今, 空调内销出货量份额



资料来源: 产业在线, 长江证券研究所

图 14: 2020 年至今中国空调行业线上/线下销量端份额

	线上					线下					
	2020	2021	2022	2023	2024M1-11	2020	2021	2022	2023	2024M1-11	
格力	24.8%	26.3%	25.6%	23.4%	19.3%	格力	31.3%	30.2%	29.9%	29.8%	27.9%
美的	35.2%	30.3%	24.1%	22.8%	21.8%	美的	36.3%	38.2%	33.9%	33.8%	32.8%
小米	1.4%	3.7%	6.5%	8.3%	14.0%	海信	5.5%	6.6%	8.6%	9.8%	10.2%
华凌	1.9%	5.8%	7.0%	8.9%	9.9%	海尔	12.9%	13.4%	16.7%	14.5%	11.5%
海尔	10.5%	10.1%	7.4%	5.4%	4.9%	TCL	1.2%	1.0%	2.2%	2.5%	2.9%
奥克斯	10.6%	7.7%	7.2%	7.9%	7.5%	奥克斯	1.8%	0.6%	1.1%	1.8%	2.1%
海信	2.3%	2.3%	2.6%	3.2%	3.7%	长虹	1.3%	1.4%	2.1%	2.2%	2.0%
TCL	4.8%	4.6%	5.7%	5.5%	5.8%	科龙	0.9%	0.9%	1.4%	1.7%	1.6%

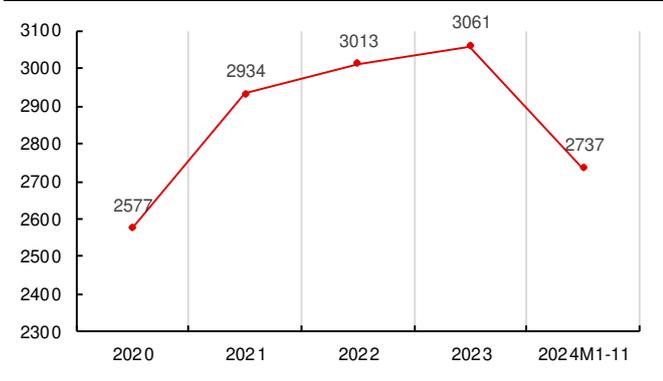
资料来源: 奥维云网, 长江证券研究所 (注: 由于奥维云网线上市场统计方法有所调整, 故 2020-2021 年与 2022 年至今线上销量份额口径不一致)

格力份额回落主要是行业景气偏低, 国补催化下正边际转好

但格力市场份额下降真的是缘于其自身的能力有所倒退吗?

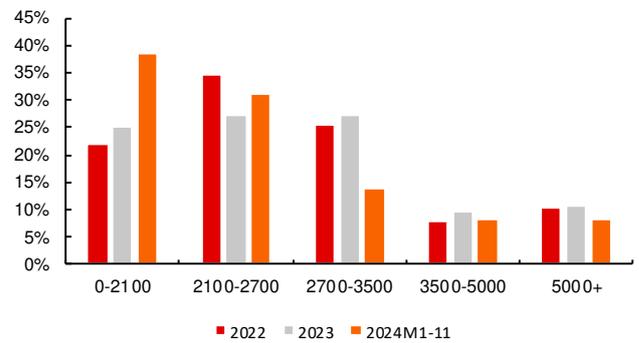
由于出货端数据容易受库存、企业生产计划和渠道提货节奏等因素干扰, 终端销售表现或更能公允地反映品牌的市场竞争力。实际上, 除 2021 年终端销售相对强势外, 2020-2023 年中枢来看格力份额虽的确有所下降, 但幅度比较有限, 真正出现明显下滑的是 2024 年。以占绝大部分空调销售的线上渠道为例, 居民消费偏谨慎的背景下, 2024 年前 11 月空调终端均价明显松动, 较上年全年下降超 10%, 且需求结构来看, 2100 元以下低价机型的销量占比较上年全年提升 13.38pct, 居民消费 2024 年整体呈现谨慎特征。

图 15: 2024 年前 11 月空调线上均价明显松动 (元)



资料来源: 奥维云网, 长江证券研究所

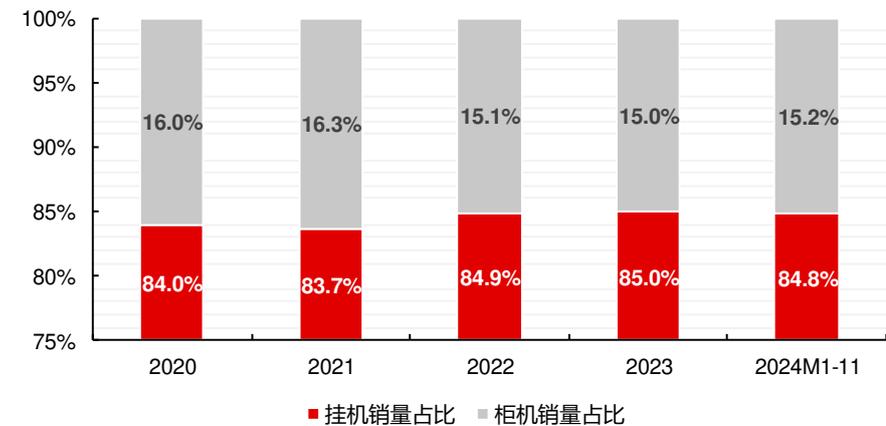
图 16: 2024 年前 11 月中低价格段空调产品线上销量占比提升明显 (价格单位: 元)



资料来源: 奥维云网, 长江证券研究所

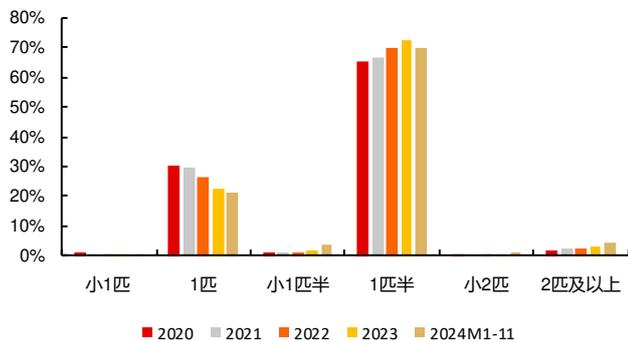
2024 年空调行业的消费谨慎更多地体现在价格而非结构上。一方面从机型分类来看, 定价相对更高的柜机 2024 年前 11 月线上累计销量占比较 2023 年全年提升 0.2 个百分点, 另一方面从更细分的功率区分来看, 无论是挂机还是柜机, 高匹数机型线上销量占比 2024 年均有明显提升; 基于此, 我们认为本轮空调消费谨慎与销售结构没有关系, 而单纯是因为消费者更加倾向于选择低价产品。

图 17: 2020 年以来空调线上市场挂机/柜机销量占比基本保持平稳



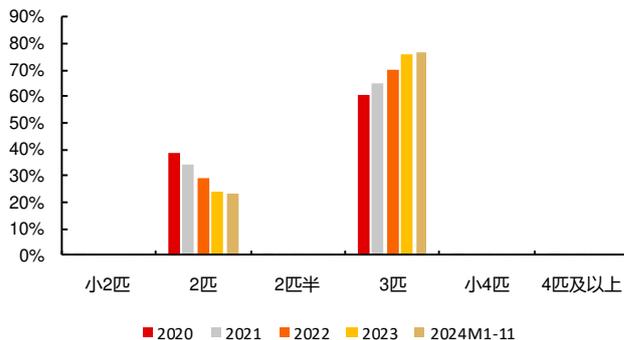
资料来源: 奥维云网, 长江证券研究所

图 18: 2024 年前 11 月线上市场一匹以上空调挂机销量占比有所提升



资料来源: 奥维云网, 长江证券研究所

图 19: 2024 年前 11 月线上市场空调柜机结构升级显著



资料来源: 奥维云网, 长江证券研究所

谨慎消费环境下, 低均价品牌相较于高价品牌整体表现相对更好。2024 年前 11 月累计来看, 除小米之外, 其余品牌价格均有所下探, 但小米均价本身就处于较低水平, 凭借其极致性价比策略外加 AIOT 差异化优势, 小米 2024 年前 11 月走势最强, 线上销量端份额同比大幅提升 4.51 个百分点, 其余二三线品牌, 如海信、奥克斯、长虹等也依靠较低的定价实现了份额端的提升。值得关注的是, 2024 年前 11 月, 美的虽然以均价下降 100 元左右为代价就实现了市占率的明显提升, 但实际上其在年中同样采取了较为激进的价格策略。而格力由于定位较高, 线上均价几乎断层式高于国内主要品牌, 并且 2024 年降价幅度也相对有限, 导致市场份额出现比较明显的回落。

图 20: 2020 年至今各品牌线上空调均价及同比变动

	线上均价 (元)					均价同比变动 (元)				
	2020	2021	2022	2023	2024M1-11	2021	2022	2023	2024M1-11	
行业整体	2577	2934	3013	3061	2737	356	80	48	-88	
格力	3019	3521	3683	3720	3529	502	182	37	-70	
美的	2507	2910	3197	3471	3157	403	287	274	-101	
海尔	2619	3167	3183	3242	2998	548	16	59	-211	
奥克斯	2474	2598	2631	2616	2197	124	34	-16	-271	
小米	2397	2505	2331	2236	2337	108	-174	-95	90	
华凌	2151	2266	2414	2544	2311	114	148	130	-237	
TCL	1913	2270	2509	2461	2310	357	239	48	-89	
海信	2590	2916	2975	3015	2652	326	59	40	-138	
科龙	2514	2574	2333	2340	2230	60	-241	6	-91	
长虹	2252	2781	2749	2701	2181	530	32	48	-463	

资料来源: 奥维云网, 长江证券研究所

图 21: 2021 年至今, 各品牌空调线上销量端份额同比变动 (pct)

	2021	2022	2023	2024M1-11
格力	1.56	-0.68	-2.25	-2.30
美的	-4.89	-6.28	-1.21	1.86
海尔	-0.44	-2.65	-2.00	0.26
奥克斯	-2.91	-0.54	0.73	0.31
小米	2.33	2.79	1.81	4.51
华凌	3.85	1.20	1.91	-0.30
TCL	-0.24	1.10	-0.20	-0.65
海信	0.00	0.31	0.60	0.24
科龙	-0.28	0.09	0.50	-0.35
长虹	-0.03	0.46	0.00	0.31

资料来源: 奥维云网, 长江证券研究所

格力电器在其主力价格带以及高端市场仍保持着较高的市场份额。线上市场来看, 2024M1-11 格力在其 3000-3500 元主力价格带销量端份额较上年全年实现超 2pct 的提升, 但在 2700-3000 元主力价格带的份额下降约 23pct, 部分原因或是美的、小米等品牌加大了在该价格段的布局导致竞争有所加剧, 但考虑到格力在 2400-2700 元价格带份额提升超 26pct, 我们认为主要原因或是格力主动进行了价格带的向下延伸; 在此基础上, 尽管近几年卡萨帝、COLMO、海信璀璨等品牌发展较快, 但格力在 6000 元以上高端市场仍保持着较大的领先优势。线下市场来看, 格力产品核心价格集中在 3000-4500 元区间, 其中除 3000-3500 元格力销量端份额出现回落之外, 其余两个价格带均有提升, 并且在更高的价格带中, 格力份额回落的幅度也相对有限。

图 22: 2022 年至今格力空调在各价格段销量端份额 (价格单位: 元)

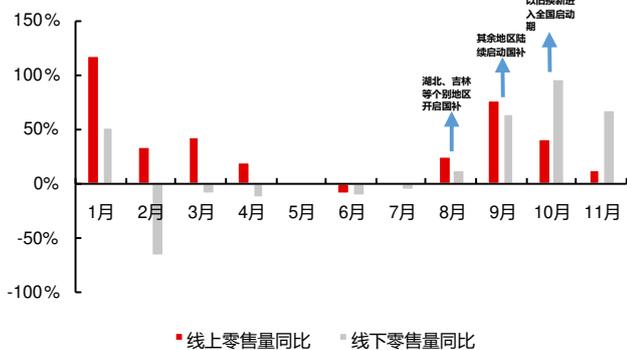
线上市场														
年份	0-1500	1500-1800	1800-2100	2100-2400	2400-2700	2700-3000	3000-3500	3500-4000	4000-4500	4500-5000	5000-6000	6000-7000	7000-8000	≥8000
2022	0.1%	0.0%	0.1%	4.7%	20.9%	60.8%	47.2%	9.8%	8.7%	15.1%	29.0%	40.5%	67.2%	30.1%
2023	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	17.6%	69.6%	45.7%	24.6%	16.3%	11.7%	24.2%	43.3%	71.4%	36.3%
2024M1-11	0.0%	0.0%	0.1%	9.2%	44.3%	46.5%	47.9%	13.0%	10.6%	5.7%	19.8%	49.9%	72.9%	48.3%
线下市场														
年份	0-1500	1500-1800	1800-2100	2100-2400	2400-2700	2700-3000	3000-3500	3500-4000	4000-4500	4500-5000	5000-6000	6000-7000	7000-8000	≥8000
2022	0.4%	0.3%	2.3%	9.2%	20.9%	27.4%	37.5%	39.6%	37.8%	35.2%	32.3%	34.1%	35.3%	43.3%
2023	5.5%	0.9%	2.0%	5.0%	15.8%	30.6%	40.2%	39.6%	32.9%	31.1%	27.0%	27.5%	39.7%	39.8%
2024M1-11	0.7%	0.1%	0.7%	5.0%	17.3%	21.1%	32.1%	40.5%	42.4%	35.7%	23.8%	26.3%	36.8%	38.5%

资料来源: 奥维云网, 长江证券研究所

边际来看, 格力份额回落主要是消费环境偏谨慎而非品牌竞争力减弱得到进一步验证。2024 年 2 月以来, 空调线下销量开始同比走弱, 5 月以来线上市场也出现增长压力, 需求偏弱的环境下低价品牌表现较为亮眼, 例如小米、奥克斯等品牌在 5-7 月线上单月销量端份额升至年内高点, 而格力市场份额则回落至相对较低水平。随着 8 月以旧换新政

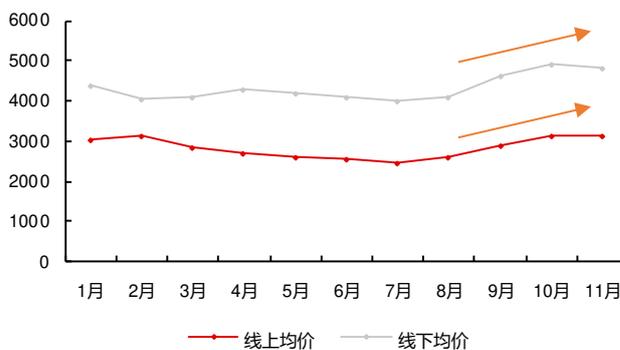
策的实施，终端景气开始逐步回暖，行业均价也有所回升，格力空调市占率提升趋势显著，单 11 月线上/线下销量端份额已分别高达 24%/33.2%，边际超越美的，而小米、奥克斯等份额出现明显回落。因此，我们认为即使存在一定的溢价，在信心或购买力足够的情况下，消费者还是更倾向于选择格力等一线品牌的产品。

图 23：2024 年国补启动后，空调行业景气度快速回升



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 24：2024 年 8 月起，空调终端均价开始上提（元）



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 25：2024 年各月空调品牌销量端份额

线上市场											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
格力	16.6%	16.5%	19.2%	17.2%	19.4%	20.2%	17.2%	16.4%	20.8%	24.2%	24.0%
美的	25.7%	29.1%	19.7%	18.8%	18.9%	19.3%	22.9%	22.7%	24.6%	25.7%	23.9%
小米	9.1%	6.1%	9.5%	13.4%	16.3%	17.4%	15.6%	14.8%	11.1%	12.0%	12.2%
华凌	9.0%	7.3%	10.4%	10.7%	12.6%	10.4%	8.1%	8.5%	9.9%	9.6%	10.1%
奥克斯	6.7%	5.6%	7.4%	6.7%	6.7%	8.8%	8.5%	9.1%	6.8%	5.5%	6.8%
海尔	5.6%	10.3%	4.6%	5.0%	4.8%	4.4%	4.3%	4.9%	4.0%	4.8%	5.2%
海信	6.7%	5.0%	4.2%	3.9%	3.1%	2.9%	3.0%	3.5%	3.9%	4.2%	4.2%
TCL	6.3%	6.4%	6.5%	6.3%	5.2%	6.1%	6.8%	6.2%	5.3%	3.8%	4.1%
线下市场											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月
格力	26.7%	24.3%	23.2%	37.9%	24.4%	24.4%	24.4%	24.7%	29.4%	34.2%	33.2%
美的	36.1%	28.0%	42.8%	24.1%	33.8%	33.4%	29.3%	30.3%	34.7%	29.7%	31.9%
海尔	10.0%	18.0%	11.0%	9.7%	13.2%	13.4%	13.4%	13.5%	8.7%	10.0%	9.6%
海信	10.8%	13.7%	10.3%	9.8%	10.5%	10.3%	10.8%	10.2%	9.3%	9.3%	9.5%
TCL	2.8%	3.2%	2.0%	2.8%	3.8%	3.2%	4.3%	3.7%	2.2%	2.3%	2.1%
奥克斯	2.4%	2.3%	1.6%	2.0%	1.9%	2.3%	3.1%	2.4%	2.0%	1.7%	1.6%
长虹	1.8%	2.3%	1.3%	2.2%	2.2%	1.9%	2.8%	3.2%	2.4%	1.5%	1.4%
科龙	1.2%	1.2%	1.1%	2.6%	2.0%	1.8%	2.3%	1.9%	1.2%	1.1%	1.1%

资料来源：奥维云网，长江证券研究所

总结来说，我们认为渠道变革收效较慢在一定程度上确实使格力竞争力有所下降，但考虑到格力在其主力价格带以及高端市场仍保持着较高的市占率，我们认为品牌定位较高，外部环境又比较弱才是近几年，尤其是 2024 年格力份额端出现较大回落的关键原因，家电国补落地以来格力份额出现大幅回升使该论点得到进一步验证。虽然同质化严重，各品牌在表现参数方面也已不存在明显差异，但空调作为耐用消费品，格力的产品质量和使用舒适度等已经历了消费者长时间的考验，从而形成了较强的品牌影响力，消费者

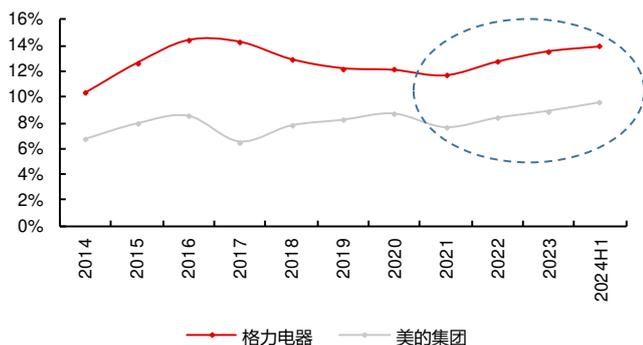
也愿意为格力付出一定品牌溢价，所以在国补有望延续，消费环境边际改善的大趋势下，我们认为格力空调内销份额存在较大的恢复空间。

格力成本优势突出，具备较强调价反制能力

那么，格力暂未采取更为激进的降价策略是否是因为其成本压力较大导致降价空间相对有限呢？

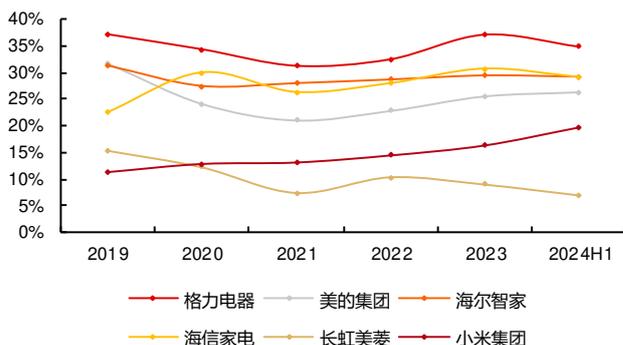
实际上，白电行业定价权仍握在龙头手中，之所以格力、美的没有进行激进的价格下探行为主要是近几年相对于规模，其更加注重盈利，从两者 2021 年以来扣非归母净利润率逐年改善便可看出；正是因为龙头将盈利放在更高的优先级，二、三线企业的生存状况才较为良好，但这并不代表格力不具备下调价格的能力。受益于品牌溢价、规模优势以及较强的产业链一体化能力，格力空调业务毛利率长期居于白电企业之首，降价空间非常可观。若以净利率口径来看，格力较二、三线品牌优势更大，譬如 2023 年格力归母净利润率高达 14.23%，而海尔空气能源解决方案分部利润率仅约为 4.1%，小米硬件业务综合净利润率仅不到 3%，海信家电若剔除日立，净利润率也仅只有 2.4% 左右。

图 26：2021 年以来，空调龙头扣非归母净利润率逐年提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 27：格力空调业务毛利率显著高于可比公司



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：美的为暖通空调业务毛利率，小米为 IoT 与生活消费产品业务毛利率）

基于此，我们认为格力在空调领域的品牌优势仍然较为突出，并且具有较强的规模和成本优势，市场份额的阶段回落或更多是在当下偏谨慎的消费环境下，公司坚持较高品质和较稳定的品牌定位，以保障其盈利的效率，这或是对公司长期竞争力保持做出的较为理性的选择。

格力出海进程是否真的较慢？

格力报表端外销占比偏低并非完全是因为其海外布局欠缺，一部分也是由于其出口产品出厂价较低。2024H1 格力海外业务收入为 148 亿元，在主要白电上市公司中仅高于长虹美菱，对应规模占比仅为 14.8%，位列行业末位，但从产业在线出货端数据来看，2023 年格力空调外销占其总出货量 26.5%，2024 年前 10 月份进一步提升至 31.3%，与报表口径存在较大差异。基于此，我们认为格力外销收入及占比偏低或是因为其出口产品的出厂价相对较低，而并不能公允地体现其在海外市场的竞争力或公司内部对海外业务的重视程度。

图 28：2024H1 格力外销收入规模为 148 亿元（亿元）

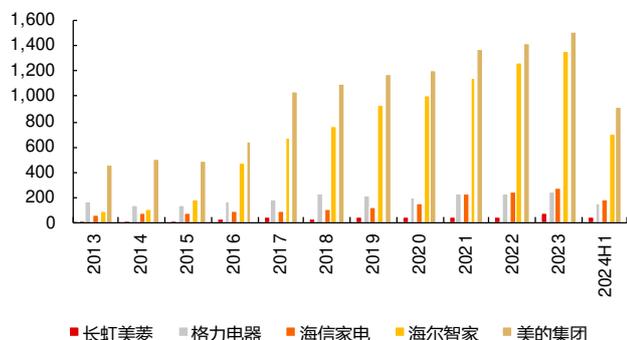
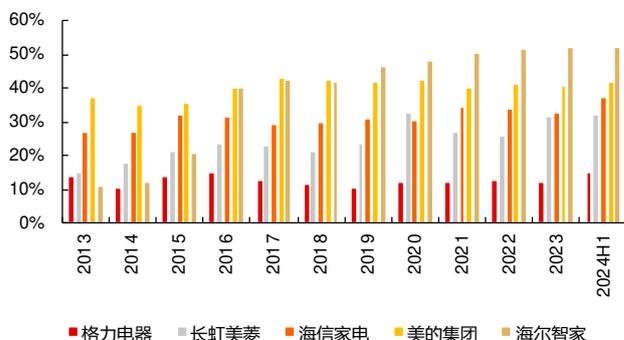


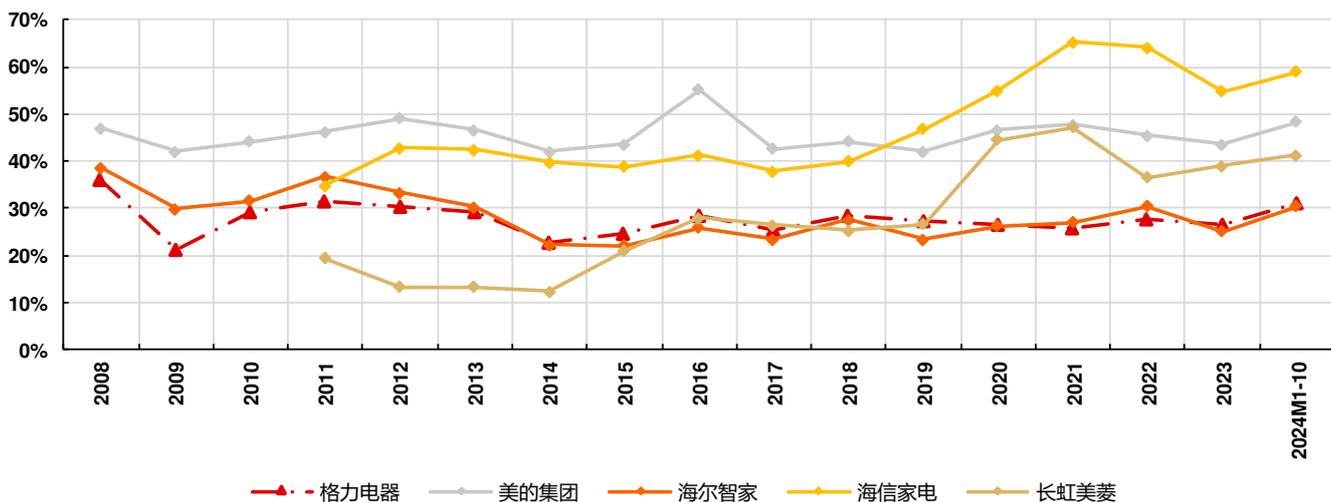
图 29：2024H1 格力外销收入占比仅为 14.8%



资料来源：Wind，长江证券研究所

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 30：2008 年至今各企业外销出货量占其总出货量的比例

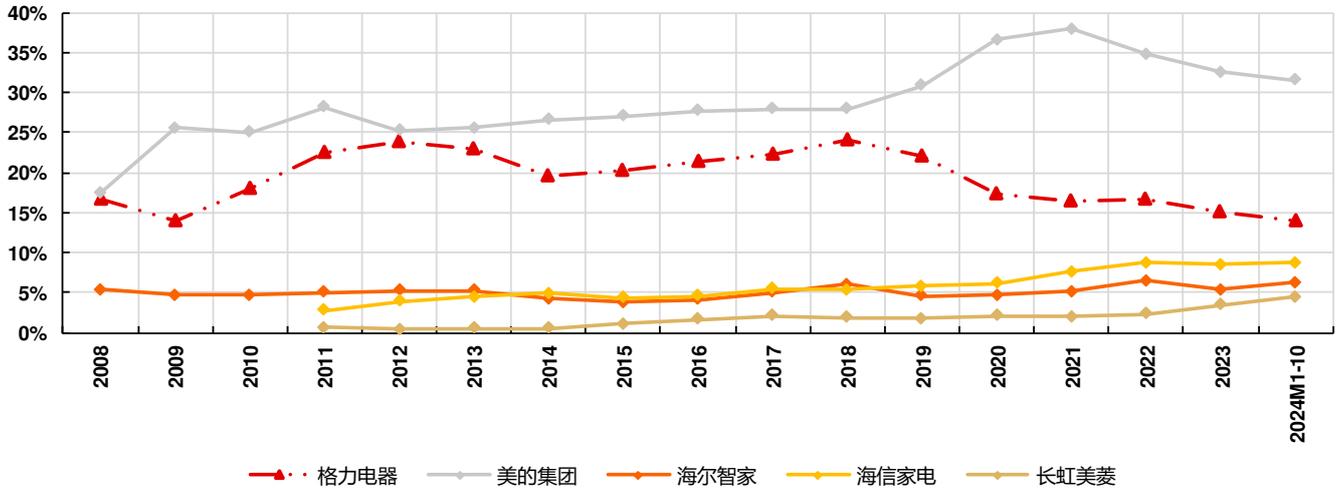


资料来源：产业在线，长江证券研究所

那么，格力海外布局到底如何呢？

2024 年 1-10 月，格力外销出货量占行业整体的 13.88%，近几年呈中枢下降趋势，或主要是部分生产转至其亚洲和南美洲生产基地；当前水平来看，格力外销出货量份额虽然较美的集团的 31.63% 存在较大差距，但也显著高于海信家电 (8.76%)、海尔 (6.3%) 和长虹美菱 (4.44%)，虽然后者也同样存在产能转移的因素，但至少说明格力的海外业务布局已有所成效。

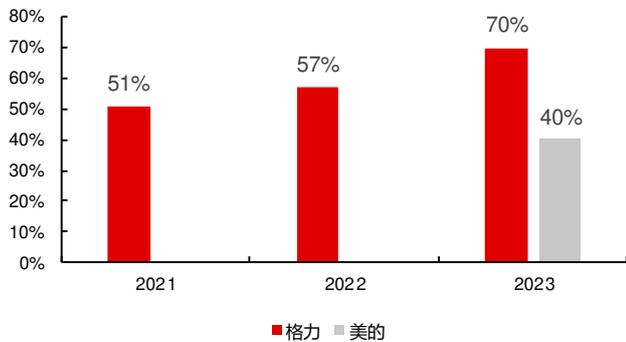
图 31：2008 年至今白电上市公司空调外销出货量份额



资料来源：产业在线，长江证券研究所

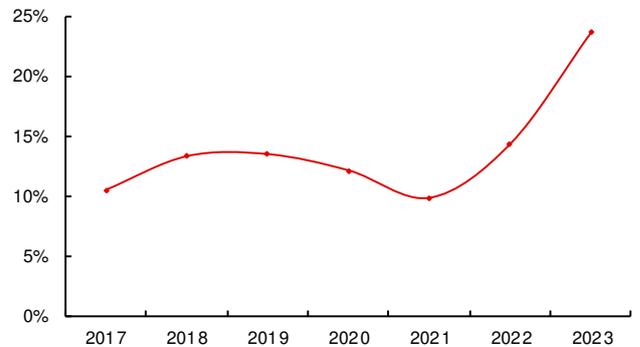
具体来看，自格力将外销发展重心从 OEM 切换至自主品牌后，其海外自主品牌收入占比已取得显著提升，2023 年高达 70%，且生活电器品类已打通欧美 Amazon、Walmart、东南亚 SHOPEE、LAZADA、拉美 Mercadolibre 等主要零售电商平台，销售结构优化下，2023 年格力外销毛利率已提升至 23.75%。

图 32：2023 年格力海外自主品牌业务收入占比高达 70%



资料来源：各公司公告，长江证券研究所（注：美的为 OBM 业务在海外智能家居业务重的占比）

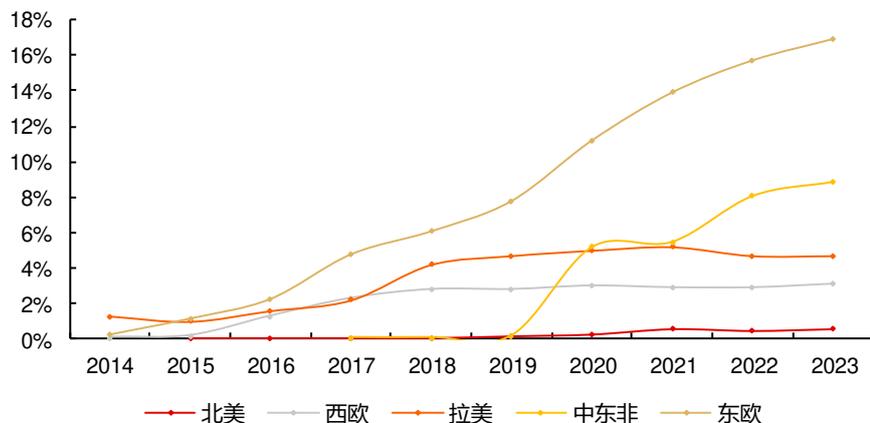
图 33：2023 年格力海外业务毛利率为 23.75%



资料来源：Wind，长江证券研究所

份额表现来看，格力近几年在东欧、拉美和中东非等发展中国家空调份额提升节奏较快，尤其是在东欧和中东非品牌市占率已超越美的，2023 年分别达 16.9%和 8.9%。横向对比美的、海尔等外销布局更为成熟的企业，格力现阶段份额还处于较低水平，考虑到格力在海外，尤其是新兴市场已具备一定的产能、渠道和品牌基础，我们认为长期来看格力有望进一步提升全球份额，进而充分享受海外市场带来的规模增量。

图 34：2023 年格力空调东欧市场份额为 16.9%，新兴市场份额呈现提升趋势



资料来源：欧睿，长江证券研究所

表 2：2018-2023 年中国白电企业全球主要地区空调销量端市占率

地区	品牌	2018	2019	2020	2021	2022	2023
东欧	海尔系	21.5%	19.3%	19.2%	21.1%	27.8%	28.5%
	美的系	6.1%	6.5%	5.4%	4.9%	4.9%	4.5%
	格力	6.1%	7.8%	11.2%	13.9%	15.7%	16.9%
西欧	海尔系	7.8%	8.0%	7.3%	7.7%	8.3%	8.2%
	美的系	3.4%	3.7%	3.4%	3.3%	3.4%	3.7%
	格力	2.8%	2.8%	3.0%	2.9%	2.9%	3.1%
北美	海尔系	37.9%	36.1%	39.0%	39.1%	41.8%	40.5%
	美的系			0.2%	1.5%	5.2%	9.3%
	格力	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	0.5%	0.6%
拉美	海尔系	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%
	美的系	13.6%	14.0%	14.4%	14.2%	13.5%	13.1%
	格力	4.2%	4.7%	5.0%	5.2%	4.7%	4.7%
中东非	海尔系	12.5%	13.5%	18.2%	21.3%	17.9%	17.2%
	美的系	0.7%	0.8%	3.5%	3.6%	3.8%	4.9%
	格力	0.1%	0.2%	5.2%	5.5%	8.1%	8.9%

资料来源：欧睿，长江证券研究所

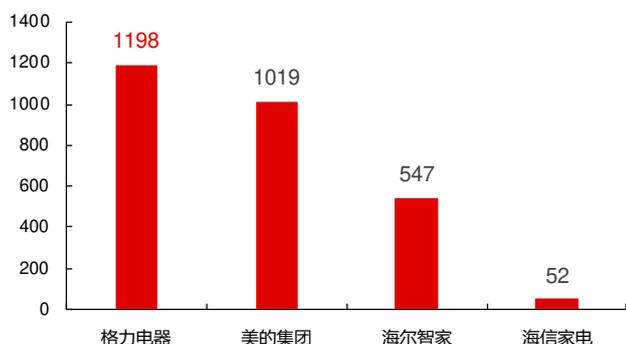
总而言之，我们认为格力的全球化能力相较美的、海尔等还处于加强布局阶段，但报表端的表现一定程度上可能会使其海外能力被大幅低估，实际上现阶段格力在海外也已经打下了一定的基础，远期来看仍然有充足的提升空间。

更进一步看，格力到底是否有被低估？

截至 2024 年 12 月 27 日收盘价，格力市盈率（TTM）为 8.17 倍，美的和海尔则分别为 15.31 倍和 14.34 倍，市盈率角度来看格力估值较行业内地位相仿的企业被明显低估。但毕竟市盈率主要关注企业的盈利能力，也存在其局限性，那么从其他角度来看，格力是否真的有被低估呢？

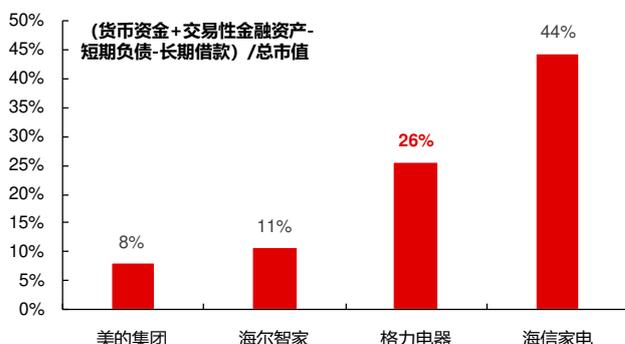
格力现金储备充足，且现金资产溢价程度处于行业较低水平。截至 2024 年中报，格力货币资金高达 1198 亿元，除美的与其相近之外，其余白电上市公司货币资金规模均显著低于格力。若将短期借款和长期借款从货币资金及交易性金融资产中扣除，并与总市值进行比较，格力现金资产在总市值中的占比高达 26%，而其余两大龙头美的、海尔分别为 8%、11%，因此格力剔除现金资产后，剩余用于经营的资产溢价程度相对较低。

图 35：截至 2024 年中报，格力货币资金高达 1198 亿元（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

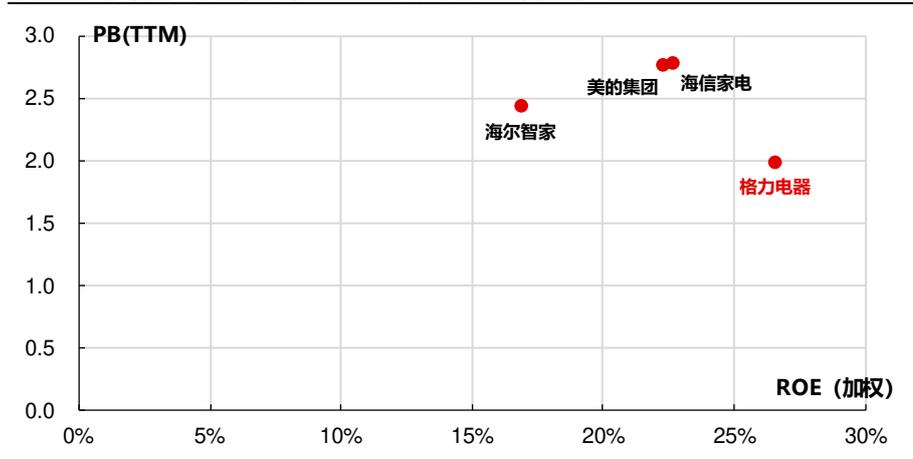
图 36：格力现金资产在总市值中的占比高达 26%



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：资产负债情况截至 2024 年中报，市值截至 2024 年 12 月 27 日）

在此基础上，格力大股东回报下，市净率相对较低也指向其价值被低估。2023 年格力净资产回报率（加权）为 26.53%，在可比公司中位列第一，但截至 2024 年 12 月 27 日，格力市净率仅为 2.0 倍。根据白电主要上市公司 PB-ROE 散点图，格力市净率明显低于美的、海尔和海信家电的 PB-ROE 线性拟合曲线，因此该视角来看，格力估值端也具备较大的修复空间。

图 37：白电行业主要上市公司 PB-ROE 散点图（PB 单位：倍）



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：加权 ROE 取 2023 年数据；PB 截至 2024 年 12 月 27 日收盘价）

投资建议：看好格力估值端迎来修复

白电龙头中，格力估值长期处于较低水平，或主要是市场担心其发展空间较为受限，但我们认为该观点并不完全准确，原因有三：其一，无论是当前行业规模还是远期成长空间，空调都是产业中最优质的赛道之一，且格力份额回落或主要系外部环境偏弱；其二，横向拓张方面，格力家电主业收入占比与美的基本持平，前者多元化进程并非十分缓慢；其三，格力报表端海外营收偏低或与出厂价有关，其自主品牌业务近几年已取得显著突破，在新兴市场也已具备一定基础，长期份额提升空间可期。在此基础上，考虑到格力用于经营的资产溢价程度偏低，且股东回报率与市净率匹配度较低，我们认为格力价值被市场低估。基于此，我们判断公司增长前景可期，且具备较大估值修复空间，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 314.38 亿元、340.57 亿元和 369.56 亿元，对应 PE 分别为 8.00、7.38 和 6.80 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、宏观经济波动风险。公司各类消费电器、汽车零部件等业务市场需求受经济形势和宏观调控的影响较大，如果全球经济出现重大波动，国内外宏观经济或消费需求增长出现放缓趋势，则公司所处的相关市场增长也将随之减速，进而对于产品销售造成影响。

2、原材料价格波动风险。公司原材料占营业成本比重较大，消费电器及核心部件产品的主要原材料为各种等级的铜材、钢材、塑料和铝材等，若原材料价格出现较大波动，将对公司成本以及盈利能力造成一定影响。

3、标的公司整合效果不及预期的风险。公司通过并购切入部分产业，收购标的本身经营就存在一定问题，且存在一定财务风险，若后期整合效果不及预期，将对公司盈利表现造成影响。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。由于市场环境变化相对较快，比如原材料价格、汇率等因素可能存在变化，从而有可能带来对公司毛利率等指标的波动，进而带来整体盈利预测跟最终实际情况存在差异的可能。

若我们的假设不成立或者不及预期，盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若终端需求有所走弱，或原材料价格持续处于高位，公司未来收入/业绩可能会有所下滑，假设极端悲观情况下，2024-2026年营业总收入增速分别降至2.7%、6.7%、6.0%，且毛利率分别降至30.44%、30.54%、30.57%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降至7.11%、8.20%、7.91%。

表 3：公司收入和利润敏感性分析（单位：亿元）

项目	基准情形				悲观情形			
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2050.18	2114.29	2261.45	2401.38	2050.18	2104.79	2246.68	2381.16
yoy	7.8%	3.1%	7.0%	6.2%	7.8%	2.7%	6.7%	6.0%
毛利率	30.57%	30.56%	30.65%	30.74%	30.57%	30.44%	30.54%	30.57%
归母净利润	290.17	314.38	340.57	369.56	290.17	310.81	336.30	362.91
yoy	18.4%	8.34%	8.33%	8.51%	18.4%	7.11%	8.20%	7.91%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	205018	211429	226145	240138	货币资金	124105	154874	189943	224890
营业成本	141752	146056	156077	165559	交易性金融资产	9614	9614	9614	9614
毛利	62354	64273	68968	73480	应收账款	16099	13822	14290	14672
%营业收入	31%	31%	31%	31%	存货	32579	32971	34551	35751
营业税金及附加	2114	2208	2363	2390	预付账款	2493	2556	2716	2848
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	43251	50593	51341	52052
销售费用	17130	15985	16991	17928	流动资产合计	228141	264431	302455	339826
%营业收入	8%	8%	8%	8%	长期股权投资	4489	4489	4489	4489
管理费用	6542	7151	8439	9203	投资性房地产	633	633	633	633
%营业收入	3%	3%	4%	4%	固定资产合计	34035	32387	30290	28865
研发费用	6762	7256	7764	8247	无形资产	10828	12228	13528	14728
%营业收入	3%	3%	3%	3%	商誉	1452	1452	1452	1452
财务费用	-3527	-1759	-2682	-3734	递延所得税资产	16561	17301	17301	17301
%营业收入	-2%	-1%	-1%	-2%	其他非流动资产	71914	87107	87907	87467
加：资产减值损失	-2494	-500	-500	-500	资产总计	368054	420029	458056	494762
信用减值损失	-824	-200	-200	-200	短期贷款	26443	26443	26443	26443
公允价值变动收益	438	0	0	0	应付款项	41147	40571	43355	45989
投资收益	217	252	270	287	预收账款	0	0	0	0
营业利润	32865	35135	37888	41327	应付职工薪酬	4289	4090	4214	4305
%营业收入	16%	17%	17%	17%	应交税费	4338	3786	3826	0
营业外收支	-49	90	90	80	其他流动负债	124766	121720	124517	127128
利润总额	32816	35225	37978	41407	流动负债合计	200983	196610	202355	203865
%营业收入	16%	17%	17%	17%	长期借款	39036	39036	39036	39036
所得税费用	5097	5284	5697	6211	应付债券	0	0	0	0
净利润	27719	29941	32281	35196	递延所得税负债	2872	2643	2643	2643
归属于母公司所有者的净利润	29017	31438	34057	36956	其他非流动负债	4517	4416	4416	4416
少数股东损益	-1298	-1497	-1775	-1760	负债合计	247408	242705	248450	249960
EPS (元)	5.22	5.61	6.08	6.60	归属于母公司所有者权益	116794	174969	209026	245982
					少数股东权益	3852	2355	580	-1180
现金流量表 (百万元)					股东权益	120646	177324	209606	244802
	2023A	2024E	2025E	2026E	负债及股东权益	368054	420029	458056	494762
经营活动现金流净额	56398	40196	44135	43986	基本指标				
取得投资收益收回现金	688	252	270	287		2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	1403	0	0	0	每股收益	5.22	5.61	6.08	6.60
资本性支出	-3494	-7395	-7372	-7361	每股经营现金流	10.01	7.18	7.88	7.85
其他	-39615	-22979	0	0	市盈率	6.16	8.00	7.38	6.80
投资活动现金流净额	-41017	-30121	-7102	-7075	市净率	1.55	1.44	1.20	1.02
债券融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	4.23	4.41	3.35	2.37
股权融资	0	323	0	0	总资产收益率	7.9%	7.5%	7.4%	7.5%
银行贷款增加(减少)	-18201	0	0	0	净资产收益率	24.8%	18.0%	16.3%	15.0%
筹资成本	-13811	-7486	-1964	-1964	净利率	14.2%	14.9%	15.1%	15.5%
其他	15654	-4755	0	0	资产负债率	67.2%	57.8%	54.2%	50.5%
筹资活动现金流净额	-16358	-11919	-1964	-1964	总资产周转率	0.56	0.53	0.51	0.50
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-977	-1843	35068	34947					

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会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公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。