

# 长虹美菱 (000521.SZ) 多重改革下盈利能力处于上升渠道, 老牌国企再出发

2025年04月02日

——公司首次覆盖报告

**投资评级: 买入 (首次)**
**吕明 (分析师)**
**周嘉乐 (分析师)**
**陈怡仲 (联系人)**

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

chenyizhong@kysec.cn

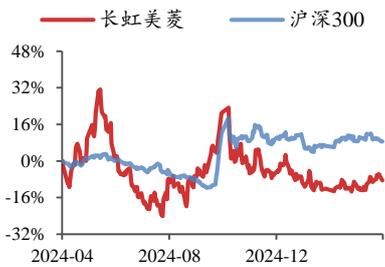
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790522030002

证书编号: S0790123070024

日期	2025/4/1
当前股价(元)	8.24
一年最高最低(元)	12.64/6.76
总市值(亿元)	84.87
流通市值(亿元)	72.12
总股本(亿股)	10.30
流通股本(亿股)	8.75
近3个月换手率(%)	186.41

## 股价走势图



数据来源: 聚源

● **多重改革下老牌国企盈利能力有望持续提升, 首次覆盖, 给予“买入”评级**  
 作为少数未完成混改的老牌家电国企, 长虹集团近年不断寻求改革突破, 而美菱公司积极配合集团整体调改并搭配企业提质增效, 收入与盈利能力实现稳步提升。公司外销业务景气度延续, 内销在国补刺激下逐渐改善, 我们预计 2024-2026 年归母净利润为 7.03/8.07/9.11 亿元, 对应 EPS 分别为 0.68/0.78/0.88 元, 当前股价对应 PE 为 12.1/10.5/9.3 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● **冰洗和家空行业出货稳中有升, 近期外销景气度较高, 公司产品注重质价比**  
**冰箱:** 行业整体出货量呈现稳健增长, 近年来外销增速持续高于内销, 规模也逐渐赶超。从价格看, 近年来内销价格有所提升, 外销反之。当前冰箱的消费亮点聚焦于健康保鲜以及薄嵌设计, 同时大容积与多功能偏好加强, 行业加速智能化转型升级。长虹美菱冰箱柜产品主打“薄、窄、嵌”, 定价注重质价比, 产业内销收入整体平稳、份额有所提升, 外销收入实现较快增长。**家空:** 行业整体出货量稳中有升, 预计内销以旧换新将持续拉动行业增长。从价格看, 2024-2025 年国补有望缓和竞争压力, 拉动均价重回增长, 当前空调行业中新风、除菌净化等细分市场持续增长, 呈现出高质价比和多元化并重的特点。长虹美菱空调产业近年来实现快速增长, 并于 2022 年实现扭亏, 产品聚焦质价比, 用户导向打造“无尘”名片, 技术导向坚持品质品控, 具有一定细分竞争力, 内外销份额稳步提升。

● **集团整体调改搭配企业提质增效, 盈利能力稳中向好, 仍有提升空间**  
 公司盈利能力 2021 年迎来转折并实现连续三年提升, 2023 年归母净利率达 3.1%。我们认为主系: 集团统一调改下, 协同公司多种降本增效措施并举, 期间费用率不断降低所致。国企在历史上经历过多轮改革, 解决了一定效率低下、竞争力不强的问题, 是经济发展重要命脉。长虹集团历经保军转民、相关多元化、国际化等多次转型, 已发展成为集智慧家居、数字经济、医疗健康、新能源等产业为主的千亿级跨国企业集团, 历经多次改革。当前正值新帅上任之际, 我们认为作为仍未完成混改的国企之一, 长虹有望在新管理层带动下进一步实现深化改革, 激发和释放改革活力。从长虹美菱的角度看, 公司不仅积极配合集团完成整体调改、充分利用了集团内部资源, 也针对自身困境和产业特点, 通过质改数转、组织优化和激励相容三大抓手进行了差异化战略布局与实施, 盈利能力和各项周转指标稳中向好改善, 未来盈利能力仍有提升空间, 老牌国企有望焕发荣光。

● **风险提示:** 海外需求不及预期、代工客户订单有所波动、改革进展有所放缓。

## 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,215	24,248	28,727	31,961	34,967
YOY(%)	12.1	19.9	18.5	11.3	9.4
归母净利润(百万元)	245	741	703	807	911
YOY(%)	371.2	203.0	-5.1	14.7	12.9
毛利率(%)	13.7	13.9	14.1	14.5	14.6
净利率(%)	1.4	3.2	2.8	3.0	2.9
ROE(%)	5.0	12.5	12.0	12.9	12.2
EPS(摊薄/元)	0.24	0.72	0.68	0.78	0.88
P/E(倍)	34.7	11.5	12.1	10.5	9.3
P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、黑白家电强强联合，自主创研推动产品技术进步.....	5
1.1、长虹美菱：冰箱起家，经四川长虹重组后开始黑白电为主业的多元化发展.....	5
1.2、股权结构：职业经理人模式提高公司管理效率和竞争率.....	6
1.3、业务结构：主营为白色家电，海外市场快速增长.....	7
1.4、财务分析：2021年以来净利率逐渐回归上升渠道.....	8
2、行业：内销呈现高端化趋势，外销景气度有所回暖，公司产品定位质价比，近年来盈利能力持续提升.....	11
2.1、冰箱：内销呈现高端化趋势，美菱产品主打质价比.....	11
2.2、空调：以旧换新政策拉动内销改善，公司盈利能力有望持续提升.....	15
3、改革提效：国企改革提效内部治理，推动业绩增长.....	20
3.1、长虹集团作为西南地区代表国企之一，历经了多轮改革.....	20
3.2、长虹美菱：全流程效率优化，带动盈利能力逐渐回升.....	23
3.2.1、质改数转：提升周转效率为核心，深度融合生产、管理、营销、研发和服务各环节.....	23
3.2.2、组织优化：营销体系变革、全价值链拉通经营下，带来降本增效.....	26
3.2.3、激励相容：利润首次纳入规划目标，高管人员签订经营目标责任书.....	27
4、盈利预测.....	27
4.1、关键假设.....	27
4.2、相对估值.....	28
5、风险提示.....	29
附：财务预测摘要.....	30

## 图表目录

图 1：冰箱起家，经四川长虹重组后开始黑白电为主业的多元化发展.....	5
图 2：空调是公司的主要收入来源，冰箱和冰柜为第二大收入来源.....	6
图 3：公司控股股东为四川长虹，实控人为绵阳国资委.....	6
图 4：2024Q1-3 公司营收同比+18.7%.....	7
图 5：2024Q1-3 公司归母净利润同比+6.3%.....	7
图 6：2024H1 国内市场收入占比为 67.77% (-1.2pcts).....	8
图 7：2024H1 国内/国外市场收入同比分别+15%/+24%.....	8
图 8：2024H1 公司空调/冰箱/小家电及厨卫/洗衣机收入占比分别为 57%/32%/5%/5%.....	8
图 9：2024H1 公司空调/冰箱/小家电及厨卫/洗衣机收入同比分别+21%/+12%/-13%/+41%.....	8
图 10：2021 年-2023 年公司毛利率缓慢回升.....	9
图 11：2024 年起公司毛利率在多重因素下阶段性承压.....	9
图 12：2024 年以来原材料价格多呈现上行趋势.....	9
图 13：2024 年以来海运费价格不断上涨.....	9
图 14：2024H1 内销/外销毛利率分别为 12.0%/9.9%.....	9
图 15：空调毛利率在代工占比提升下有所降低，冰洗整体居于较高水平.....	9
图 16：2024Q1-3 公司期间费用率 8.1% (-1.3pct).....	10
图 17：2024 前三季度归母净利率为 2.3% (-0.3pct).....	10
图 18：2024 Q1-3 经营性现金流净额保持高增速.....	10
图 19：2024 Q1-Q3 净营业周期为-96.8 天 (+5.8 天).....	10
图 20：2024 年冰箱内外销年度销量约为 9671 万台.....	11
图 21：冰箱外销增速持续高于内销，2024 年规模赶超.....	11

图 22: 近年来线下渠道零售价格提升幅度较为显著.....	11
图 23: 2023 年中开始至 2024 年底, 冰箱外销出口均价下滑.....	11
图 24: 供需两端逐渐聚焦嵌入式冰箱.....	12
图 25: 2023 年线下 500L+冰箱中, 55%+大容积率产品的均价有所上升 (单位: 元).....	12
图 26: 2023 年线上渠道中, 冰箱在大容积段零售额份额表现更佳.....	12
图 27: 2023 年线下多门冰箱零售均价走势稳中向上 (单位: 元).....	12
图 28: 2024 年冰箱内销出货量 CR3 为 65.3%.....	13
图 29: 2024 年冰箱外销行业出货量 CR3 为 55.8%.....	13
图 30: 2024 上半年公司国内外冰箱柜业务实现 47 亿收入, 同比增长 12%.....	13
图 31: 2023 年以来外销快速增长拉动业务收入提升 (单位: 亿元).....	13
图 32: 美菱品牌的内销线上零售均价居于中低水平 (单位: 元).....	14
图 33: 美菱品牌的内销线下零售均价居于较低水平 (单位: 元).....	14
图 34: 2024 年空调内外销年度销量约为 2.01 亿台.....	15
图 35: 2024 年内销/外销出货量分别为 10415/9641 万台.....	15
图 36: 2024 年空调内销线上/线下渠道均价分别达 2771/4376 元.....	15
图 37: 2024 年空调出口均价达 146 美元, 同比-6%.....	15
图 38: 2024 年 H1 除挂机 1 匹产品外, 空调行业整体均价有所承压.....	16
图 39: 线下市场空调消费特点凸显多元化趋势.....	16
图 40: 2024 年空调行业内销出货量 CR2 为 57%.....	17
图 41: 2024 年空调行业外销出货量 CR3 为 56%.....	17
图 42: 2023 年公司空调产业收入达 116 亿元 (+18%).....	17
图 43: 2024H1 公司空调产业内/外销收入同比分别+21%/+22% (单位: 亿元).....	17
图 44: 2021 年公司空调产业内外销净利率持续上升, 2022 年实现扭亏.....	18
图 45: 米家空调线上渠道零售额提升较快.....	18
图 46: 长虹空调内销线上零售均价呈现下行趋势 (单位: 元).....	18
图 47: 长虹空调内销线下零售均价居于较低水平 (单位: 元).....	18
图 48: 长虹美菱归母净利率自 2021 年起逐步提升.....	20
图 49: 长虹美菱期间费用率持续降低.....	20
图 50: 国企在历史上经历过多轮改革, 解决了一定的效率低下、竞争力不强的问题.....	21
图 51: 长虹集团曾历经过多轮国企改革.....	22
图 52: 长虹集团的业务数字化改造已进入 2.0 阶段, 有效助力实现降本增效.....	23
图 53: 长虹美菱存货、应收和应付款项的周转效率均有所提升 (单位: 天).....	23
图 54: 数字化工具赋能智慧供应链系统, 提升采购效率.....	24
图 55: 长虹创立了“一梁四柱”供应商全生命周期管理模型.....	24
图 56: 长虹集团致力于打造没有腐败的阳光供应链.....	25
图 57: 长虹美菱向关联方采购、销售金额不断提升.....	25
图 58: 长虹民生与美菱关联交易金额占长虹民生收入占比不断提升.....	25
图 59: 长虹美菱数字化转型已有所成效.....	26
图 60: 长虹美菱积极推进数字化制造转型.....	26
图 61: 营销体系优化变革, 有望实现全价值链拉通经营.....	27
图 62: 2023 年, 公司与智易家的关联商品销售交易金额达 72.9 亿元, 占长虹美菱全年销售收入比重达 30.1%.....	27
表 1: 管理层以长虹系为主, 对公司运营理解深刻.....	7
表 2: 公司产品主打“薄、窄、嵌”, 定价注重质价比.....	14
表 3: 公司空调产品主打质价比.....	19

---

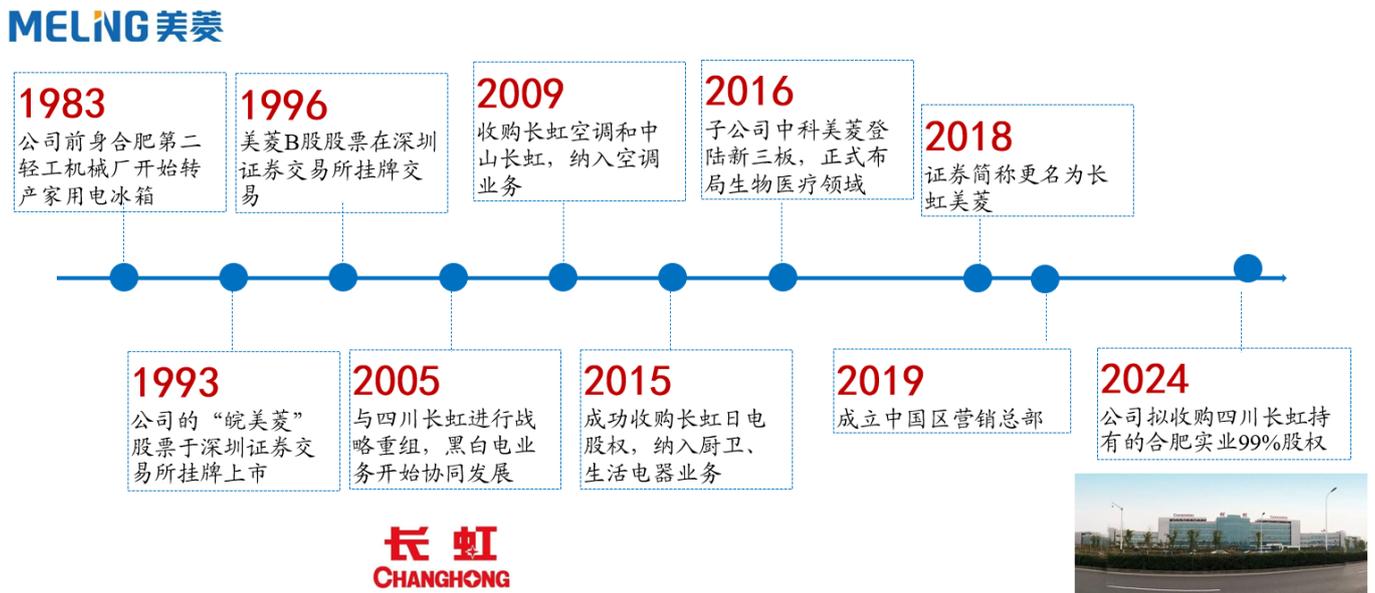
表 4: 预计 2024-2026 年归母净利润为 7.03/8.07/9.11 亿元 (表中营收及利润单位: 亿元) .....	28
表 5: 2025 年可比公司平均 PE 为 14.0 倍 .....	29

## 1、黑白家电强强联合，自主创研推动产品技术进步

### 1.1、长虹美菱：冰箱起家，经四川长虹重组后开始黑白电为主业的多元化发展

冰箱起家，经四川长虹重组后开始黑白电为主业的多元化发展。长虹美菱前身为成立于1983年的合肥第二轻工机械厂，后转产家用冰箱，并于1992年股份制改造后更名为合肥美菱股份有限公司，次年上市。2005年合肥美菱与四川长虹进行战略重组，黑白电联合的战略合作就此开始，后者成为其控股股东。2009年，公司收购长虹空调和中山长虹，正式进入空调领域。2015年，公司收购长虹日电股权，进一步构建小家电与厨卫等业务线条。2016年，子公司中科美菱登陆新三板，公司正式布局生物医疗领域。2018年，公司更名为长虹美菱。

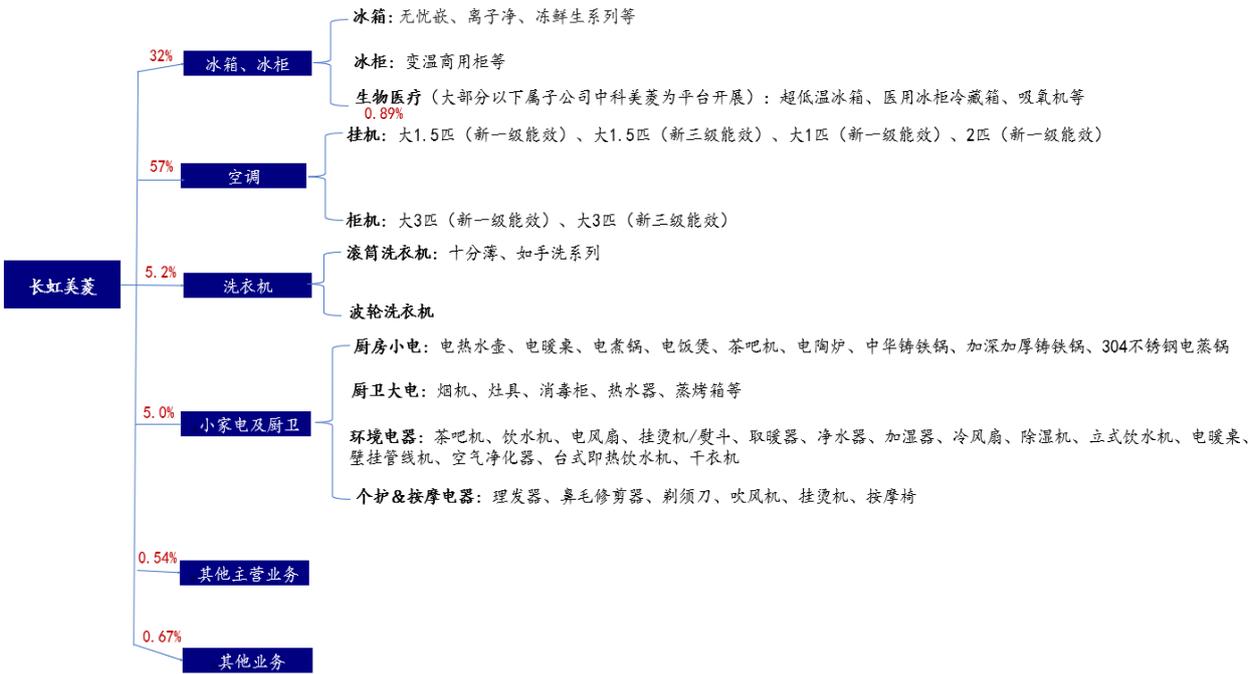
图1：冰箱起家，经四川长虹重组后开始黑白电为主业的多元化发展



资料来源：公司官网、公司公告、第一财经、开源证券研究所

空调是公司的主要收入来源，冰箱和冰柜为第二大收入来源。公司主营业务包括白电、小家电和厨电，2024H1 空调/冰箱（含冰柜、生物医疗）/洗衣机在营收中分别占比约 57%/32%/5%，合计占比近 95%，此外还有少量小家电及厨卫等产品。

图2：空调是公司的主要收入来源，冰箱和冰柜为第二大收入来源



数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：红色数字为 2024H1 各品类收入占比）

## 1.2、股权结构：职业经理人模式提高公司管理效率和竞争率

公司控股股东为四川长虹，实控人为绵阳市国资委。根据公司 2024 年三季报，公司第一大股东是四川长虹电器股份有限公司，直接持股数为 2.48 亿股，持股比例位 24.12%，背后实控人为绵阳市国资委。

图3：公司控股股东为四川长虹，实控人为绵阳市国资委



数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2024 年三季报）

管理层以长虹系为主，对公司运营理解深刻。公司高管 17 位中，有 13 人有四川长虹及其子公司经理层任职背景，占比为 76.5%。董事长吴定刚先生有长虹系任职经历，跨越产品和营销两类，对产品生产及运营都有深刻的理解，在战略视野上有独到优势。

**表1：管理层以长虹系为主，对公司运营理解深刻**

成员	职务	背景履历
吴定刚	董事长	1973 年 3 月生，历任四川长虹电器股份有限公司遂宁销售分公司、成都销售分公司总经理，现任四川长虹电器股份有限公司副总经理，本公司董事长。
寇化梦	副总裁	1970 年 2 月生，历任四川长虹电器股份有限公司生产处副处长、广西营销管委会主任、闽赣营销管理处处长，现任本公司副总裁、洗衣机事业部总经理等职务。
胡照贵	副总裁	1974 年 10 月生，历任本公司驻外营销、销售部部长等职务。现任本公司副总裁，本公司下属子公司四川长虹空调有限公司总经理等职务。
汤有道	副总裁	1970 年 7 月生，历任合肥美菱股份有限公司驻外营销经理、市场部部长，现任本公司副总裁、冰洗事业本部总经理、国际冰洗事业部总经理等职务。
李霞	副总裁、董事会秘书、首席合规官	1980 年 10 月生，历任四川长虹电器股份有限公司资产管理部融资并购处项目经理、董事会办公室业务主办等职务，现任本公司党委副书记、纪委书记、副总裁、董事会秘书、总法律顾问、首席合规官等职务。
鹿海涛	财务总监	1975 年 5 月生，历任四川长虹电器股份有限公司财务部科员、关联交易主管等职务，现任本公司财务负责人等职务。

资料来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、业务结构：主营为白色家电，海外市场快速增长

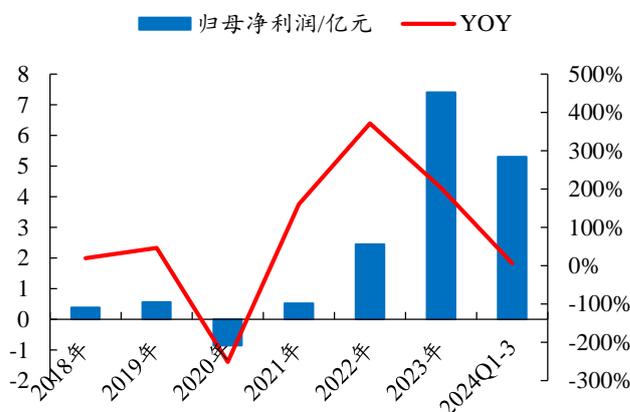
公司历史业绩稳中有升。2023 年公司营收/归母净利润分别达 242.5/7.4 亿元，2018-2023 年 CAGR 分别达 6.75%/80.52%，近年来公司业绩经历了快速增长，2020 年有所扰动主系疫情及贸易摩擦影响。2024Q1-3 公司营收/归母净利润同比分别 +18.7%/+6.3%，收入同比增加主系海外市场经营良好影响，利润增速有所放缓，主系 2024Q3 内销竞争加剧以及原材料成本提升所致，当期毛利率看同比-4.7pcts。

**图4：2024Q1-3 公司营收同比+18.7%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：2024Q1-3 公司归母净利润同比+6.3%**

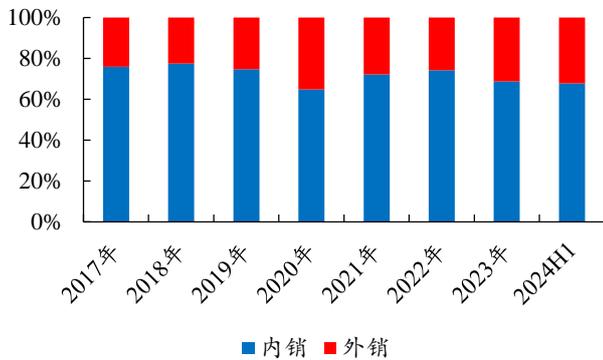


数据来源：Wind、开源证券研究所

分地区来看，销售收入主要来源于境内，但 2023 年起高景气外销持续拉动增长。2024H1 国内市场收入占比为 67.77% (同比-1.2pcts, 下同)，国外市场收入占比为 32.23%

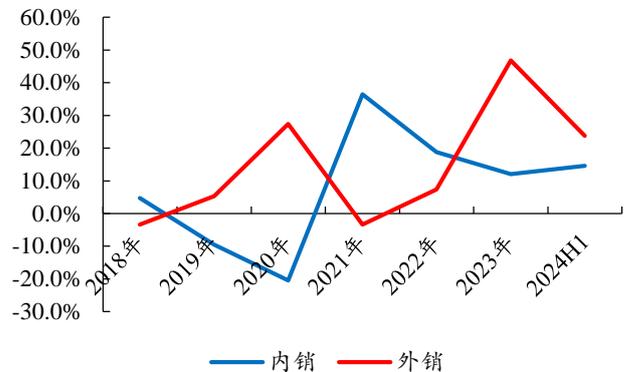
(+1.2pcts)，两市场收入同比分别+14.6%/+23.8%，外销市场中，中美和中东地区是主要市场。

图6: 2024H1 国内市场收入占比为 67.77% (-1.2pcts)



数据来源: Wind、开源证券研究所

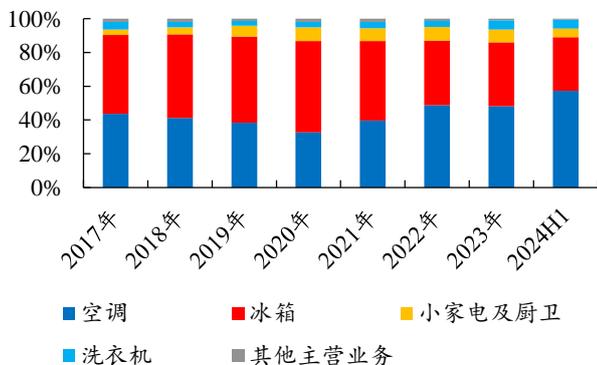
图7: 2024H1 国内/国外市场收入同比分别+15%/+24%



数据来源: Wind、开源证券研究所

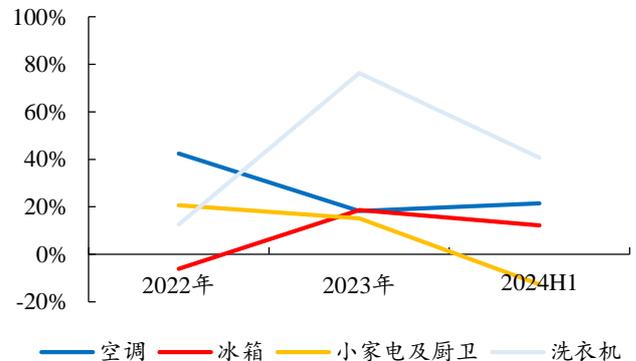
分产品来看，公司收入以空调及冰箱为主，占比近 9 成。2024H1 公司空调/冰箱/小家电及厨卫/洗衣机收入占比分别为 57%/32%/5%/5%，同比分别+2.3/-1.3/-1.7/+0.9pcts。空调收入占比逐渐提升，同时洗衣机产品收入也在快速提升，2024H1 公司空调/冰箱/小家电及厨卫/洗衣机收入同比分别+21%/+12%/-13%/+41%。

图8: 2024H1 公司空调/冰箱/小家电及厨卫/洗衣机收入占比分别为 57%/32%/5%/5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 2024H1 公司空调/冰箱/小家电及厨卫/洗衣机收入同比分别+21%/+12%/-13%/+41%



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 1.4、财务分析: 2021 年以来净利率逐渐回归上升渠道

近年来公司毛利率缓慢回升，但 2024 年多重因素下阶段性承压。2023 年公司毛利率为 13.9%，同比+0.2pcts，其中分地区看外销同比+0.9pct，分产品看冰箱同比+1.9pct。2024 年起公司毛利率在原材料价格上涨、海运费提升、外销更快增长以及内销竞争加剧等多重因素下阶段性承压，2024Q1-3 毛利率为 10.8% (-2.6pcts)。

图10: 2021年-2023年公司毛利率缓慢回升



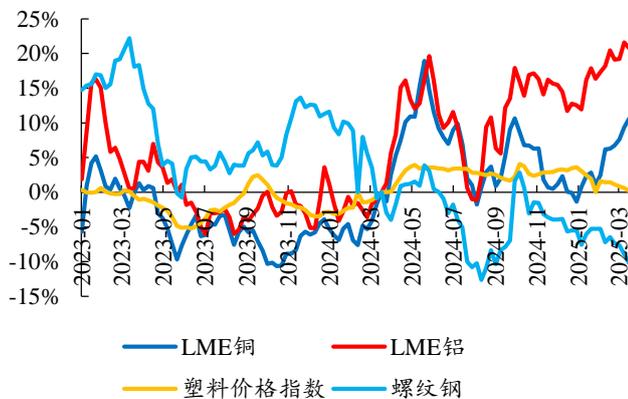
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2024年起公司毛利率在多重因素下阶段性承压



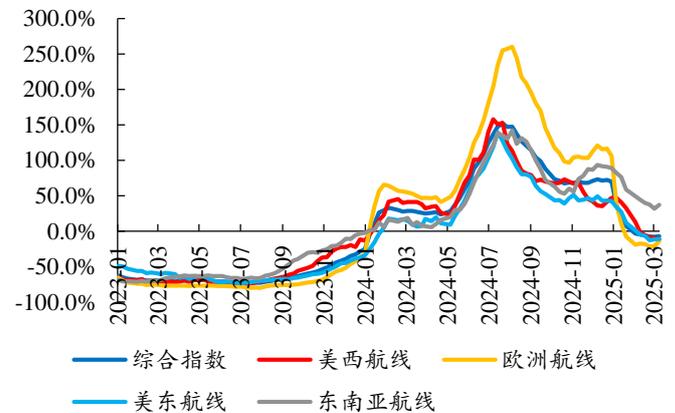
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2024年以来原材料价格多呈现上行趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 图中各项指标为同比数据)

图13: 2024年以来海运费价格不断上涨

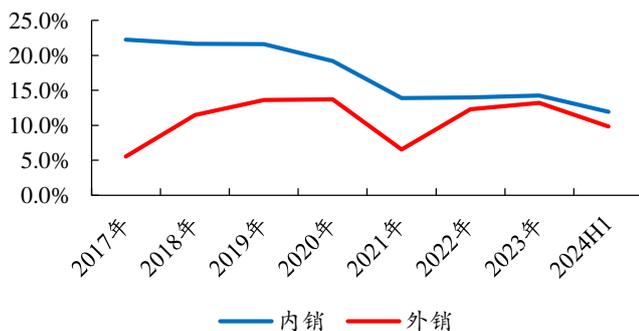


数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 图中各项指标为同比数据)

(1) 分地区看, 公司内销市场整体高于外销, 主系自主品牌占比更高。2017年起公司内销开始为小米进行代工后, 毛利率结构性下滑, 2024H1 内/外销毛利率分别为 12.0%/9.9%, 同比分别-1.2/-1.7pcts。

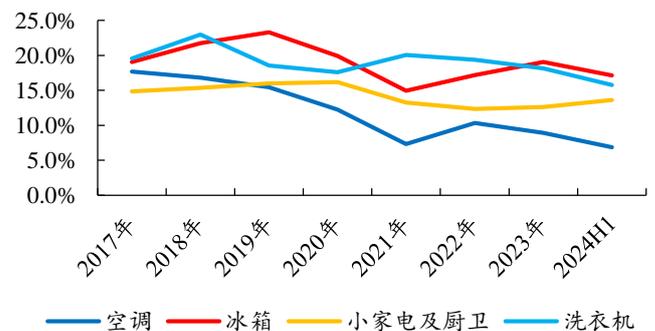
(2) 分品类看, 公司冰洗产品整体毛利率领先于空调, 2024H1 冰箱/洗衣机/空调毛利率分别为 17.1%/15.8%/6.9%, 同比分别-1.2/-1.9/-1.9pcts。

图14: 2024H1 内销/外销毛利率分别为 12.0%/9.9%



数据来源: Wind、开源证券研究所

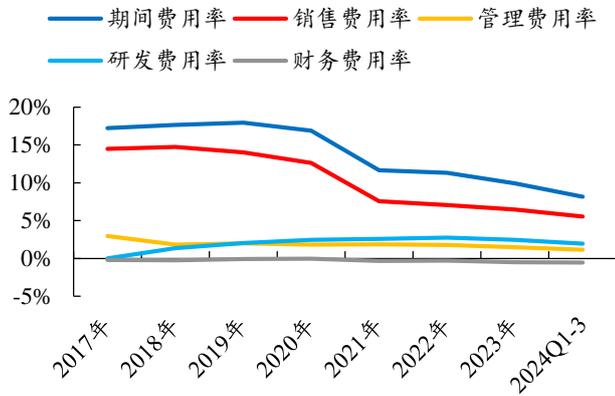
图15: 空调毛利率在代工占比提升下有所降低, 冰洗整体居于较高水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司费用率近年来不断下降，处于较低水平，拉动归母净利率逐步提升。2024Q1-3 公司期间费用率 8.1% (-1.3pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.6%/1.2%/2.0%/-0.5%，同比分别-0.9/-0.2/-0.2/0.0pcts，综合影响下净利率为 2.4% (-0.3pct)，归母净利率为 2.3% (-0.3pct)，扣非净利率为 2.3% (-0.4pct)。

图16: 2024Q1-3 公司期间费用率 8.1% (-1.3pct)



数据来源: Wind、开源证券研究所

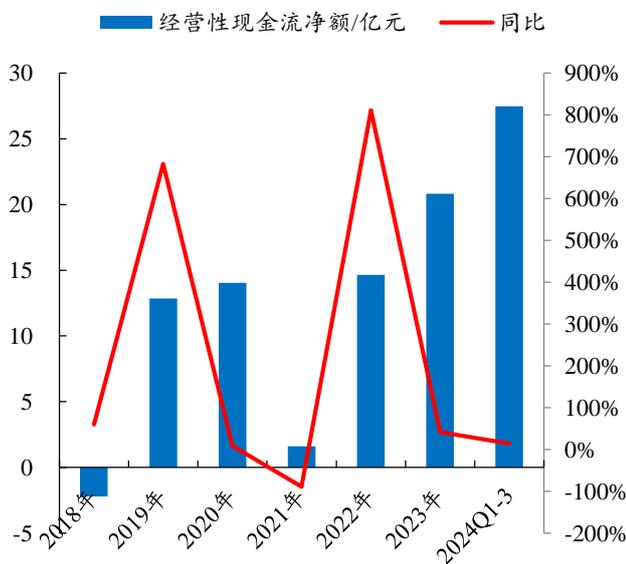
图17: 2024 前三季度归母净利率为 2.3% (-0.3pct)



数据来源: Wind、开源证券研究所

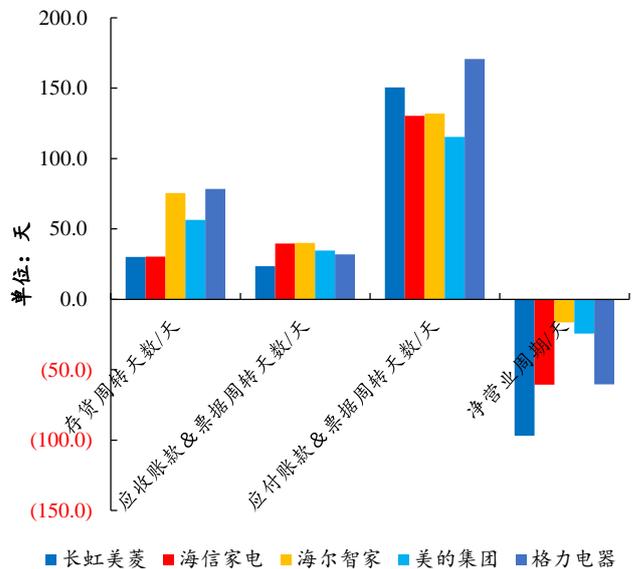
现金流保持稳健，运营周转能力较强。2024Q1-Q3 经营性现金流净额为 27.5 亿 (+14.1%)，主系销售收入、提供劳务收到的现金同比增加所致。2024 前三季度净营业周期为-96.8 天 (+5.8 天)，公司运营周转能力较强，2024Q1-3 存货周转天数/应收款项周转天数/应付账款周转天数分别为 30.2/23.7/150.6 天，居于同业较高水平。

图18: 2024 Q1-3 经营性现金流净额保持高增速



数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2024 Q1-Q3 净营业周期为-96.8 天 (+5.8 天)



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、行业：内销呈现高端化趋势，外销景气度有所回暖，公司产品定位质价比，近年来盈利能力持续提升

### 2.1、冰箱：内销呈现高端化趋势，美菱产品主打质价比

冰箱整体出货量呈现稳健增长态势，近年来外销增速持续高于内销，2024年规模赶超。根据产业在线，2024年冰箱内外销年度销量合计约为9671万台，处于2008年以来最高水平，2019至2024年整体CAGR为4.5%，增长较为平稳，其中2024年受益于海外高景气及内销国补刺激同比+12%。分地区看，2024年内销/外销出货量分别为4484/5188万台，同比分别+3%/+21%，外销占比已达53.6%，成为拉动冰箱出货量高增的因素，预计主系海外补库、原材料价格下降，以及海外新兴市场需求提振所致。

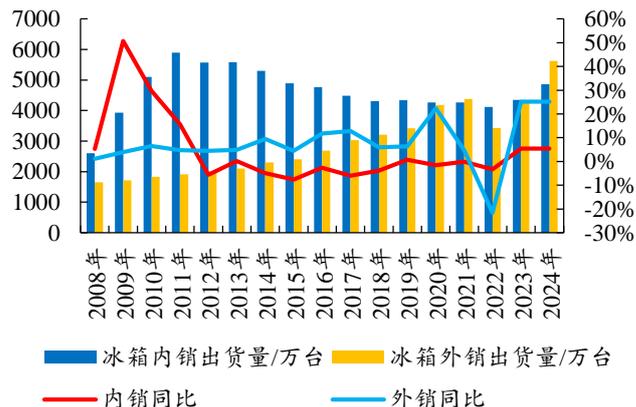
从价格看，近年来内销价格有所提升，外销反之。根据奥维云网，2024年冰箱内销线上/线下渠道均价分别达2484/7285元，同比分别达+2.9%/+9.2%。根据海关总署数据，2024年冰箱出口均价达70美元，同比-8%。

图20：2024年冰箱内外销年度销量约为9671万台



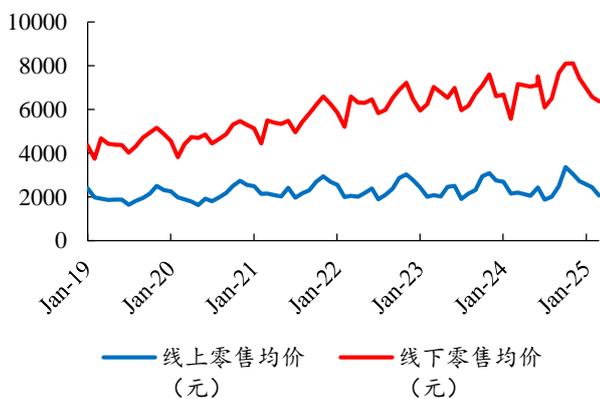
数据来源：产业在线、开源证券研究所

图21：冰箱外销增速持续高于内销，2024年规模赶超



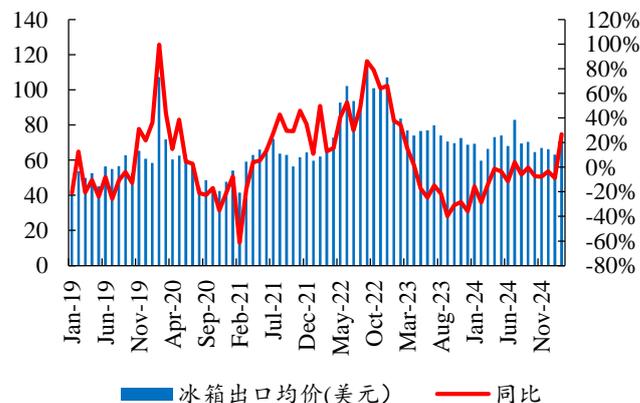
数据来源：产业在线、开源证券研究所

图22：近年来线下渠道零售价格提升幅度较为显著



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

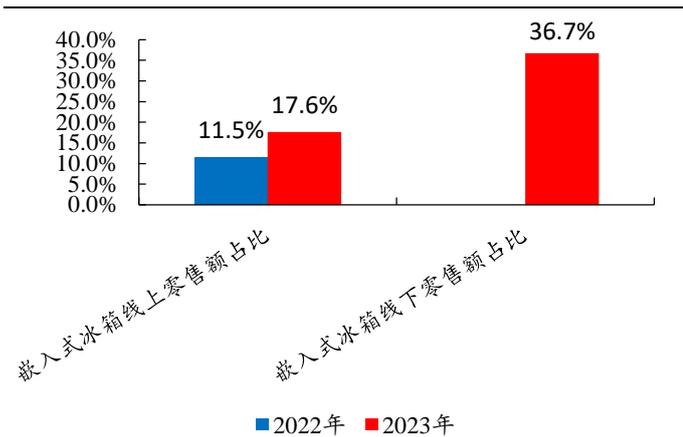
图23：2023年中开始至2024年底，冰箱外销出口均价下滑



数据来源：海关总署、开源证券研究所

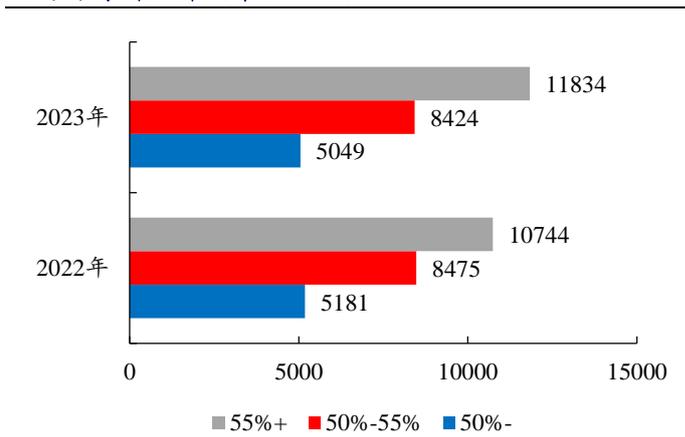
未来冰箱的消费聚焦健康保鲜以及薄嵌设计。根据奥维云网，冰箱行业的创新主题在于保鲜，消费者关注的保鲜指标中，围绕着制冷效率、净味无菌等因素展开，主打健康理念的保鲜冰箱，在国内市场的零售额渗透率达到了 38%。同时，消费者对于冰箱的美学设计也给予了更多关注，薄嵌产品增长不断。奥维云网监测数据显示，2023 年线上市场嵌入式冰箱零售额占比 17.6%，同比增长 11.9%，线下嵌入式冰箱零售额占比 36.7%，同比增长 17.6%。嵌入式更加符合现代家居美感，薄壁设计迎合消费者大容量要求，未来有望成为冰箱产业的驱动引擎。

图24：供需两端逐渐聚焦嵌入式冰箱



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

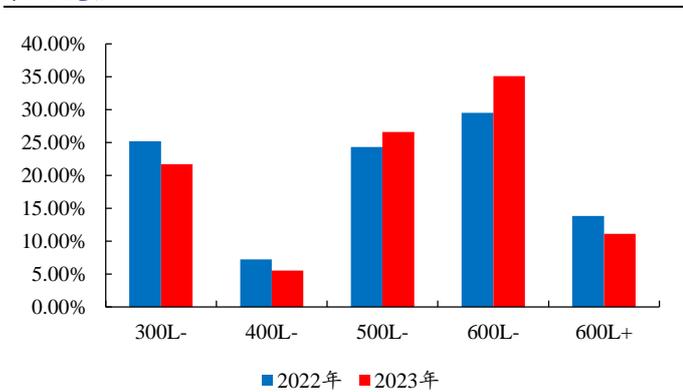
图25：2023 年线下 500L+冰箱中，55%+大容积率产品的均价有所上升（单位：元）



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

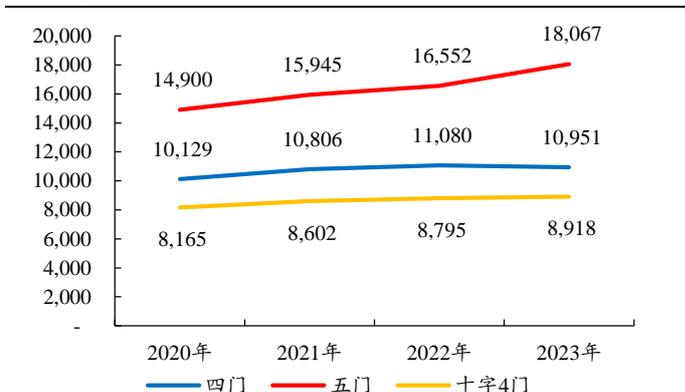
**大容积与多功能偏好加强，行业加速智能化转型升级：**随着大容积冰箱需求的不断增加，能降低占地面积、提升空间利用率的嵌入式冰箱逐渐出现并发展。与此同时，随着冰箱等家电产品消费群体逐渐年轻化，冰箱产品品质、设计感和美观度也逐渐成为新焦点。奥维云网监测数据显示，2023 年 1-11 月线下市场白色面板冰箱零售额同比增长 163%，线上玻璃面板冰箱零售额同比增长 17%，彰显高颜值高品质的消费趋势。此外，随着物联网和人工智能技术的拓展深入，智控成为冰箱出厂标配，冰箱智能化体现在温度湿度等指标的精准控制和智慧厨房解决方案。gfk 中国数据显示，相比传统单一冷藏冷冻区，多温区的十字四门和法式多门产品市场占比逐渐提升，从 2022 年的 29.9%、31.3%提升到 2023 年的 34.5%和 32.5%。未来，智能冰箱产品需求有望快速增长，为冰箱行业发展提供广阔的市场空间。

图26：2023 年线上渠道中，冰箱在大容积段零售额份额表现更佳



数据来源：GFK、开源证券研究所

图27：2023 年线下多门冰箱零售均价走势稳中向上（单位：元）



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

从竞争格局看，内销海尔居于稳定引领地位，外销竞争较为激烈，长虹产品整体居于第二梯队。2024年冰箱行业内销出货量CR3为65%，其中海尔达35.7%，居于引领地位；外销行业出货量CR3为56%，奥马略微领先美的/海信。其中，美菱品牌内/外销出货量份额分别达5.6%/6.6%。

图28：2024年冰箱内销出货量CR3为65.3%

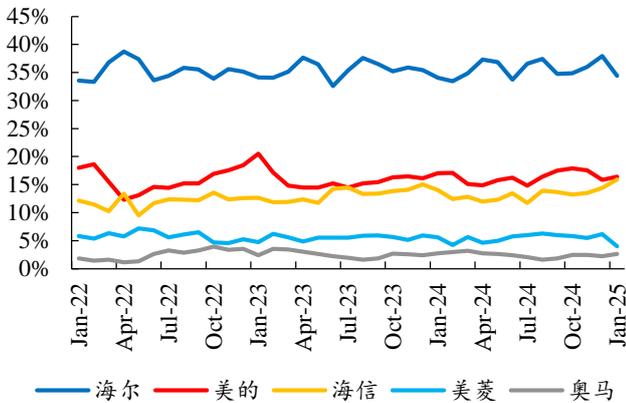
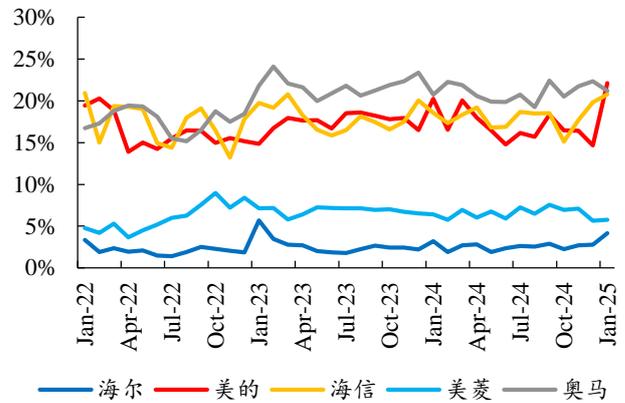


图29：2024年冰箱外销行业出货量CR3为55.8%

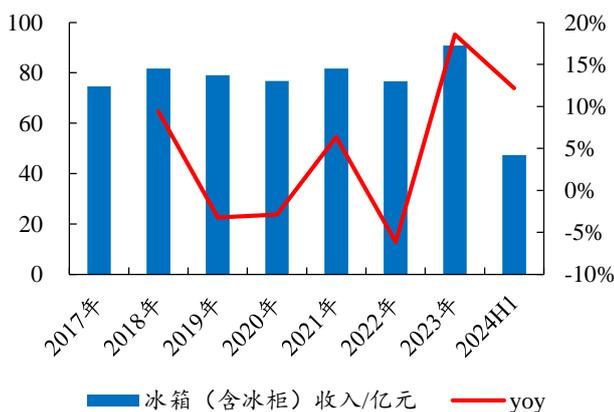


数据来源：产业在线、开源证券研究所

数据来源：产业在线、开源证券研究所

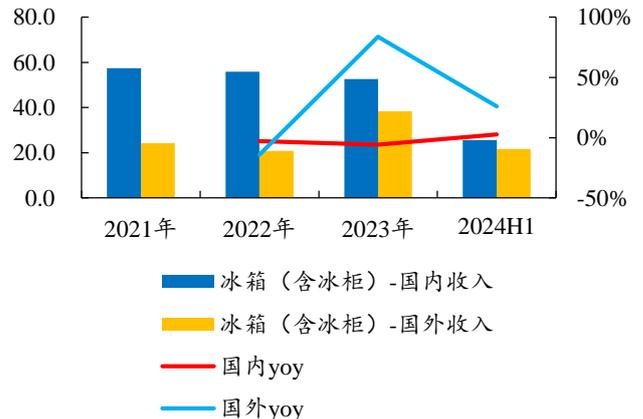
长虹美菱冰箱柜产业内销收入整体平稳，外销收入波动较大。2023年公司冰箱柜产业收入达91亿元（+19%），2024H1达47亿元，同比+12%，其中内/外销同比分别+3%/+26%，内销占比为54%，同比-5.1pcts。随着外销景气度回升，公司出口收入占比快速提升至接近一半；内销增速整体较为稳定，我们预计2024年下半年行业在以旧换新政策下有望逐渐回暖。

图30：2024上半年公司国内外冰箱柜业务实现47亿收入，同比增长12%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：2023年以来外销快速增长拉动业务收入提升（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：此处冰箱国外收入为公司外销收入整体-空调外销收入近似得到，其中空调外销收入为子公司中山长虹收入）

公司产品主打“薄、窄、嵌”，定价注重质价比。在冰箱业务板块，公司围绕“鲜、薄、窄、嵌”的产品升级理念积极布局，率先开展薄壁技术与拒绝反复冰冻技术的研究；并顺应家电家居化的行业趋势，推出第三代“M鲜生系列”冰箱，进一步巩固“美菱鲜”在消费者心中的品牌；同时，为契合行业以旧换新的发展潮流，公司对400/600BT“大窄门”系列进行全面升级。聚焦“零平嵌”和“双系统”

的市场热点，持续加强“无忧嵌 PRO”和“全无间 PRO”第二代系列嵌入式冰箱的市场布局，相关爆品在销量上取得了出色成绩；针对用户使用冰柜时柜口易结霜的痛点，公司推出柜口无霜冰柜，有效解决这一行业难题。同时，秉持价值导向与全面提效策略，公司持续发力中高端市场，推出差异化产品，补充“冻鲜生系列”新法式五门冰箱，该系列产品具备行业领先的冷冻保鲜功能，进一步丰富了公司的产品线。

图32: 美菱品牌的内销线上零售均价居于中低水平 (单位: 元)

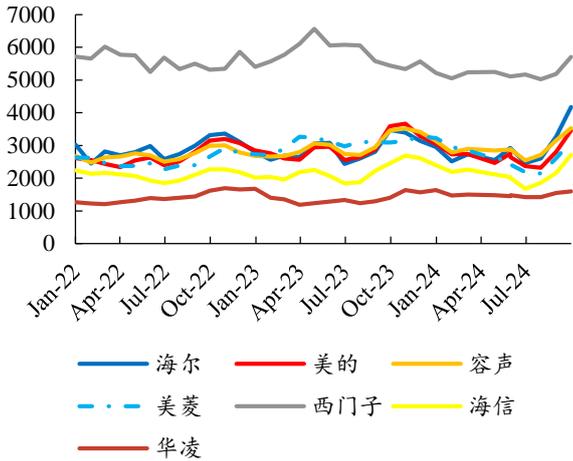
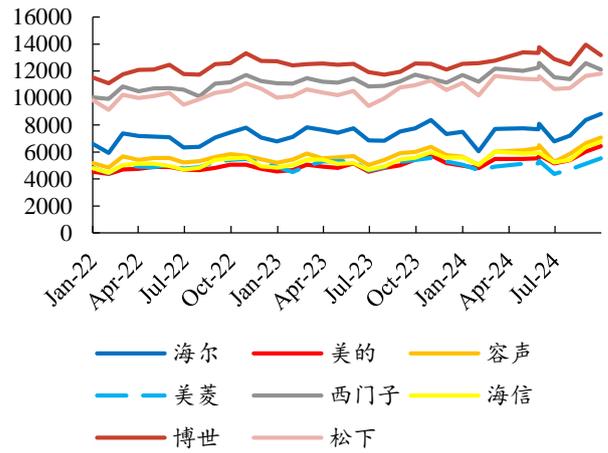


图33: 美菱品牌的内销线下零售均价居于较低水平 (单位: 元)



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

表2: 公司产品主打“薄、窄、嵌”，定价注重质价比

产品名称	价格/元	总容积/L	冷冻室/冷藏室/变温室容积 (L)	产品尺寸(宽*深*高)/mm	净重/kg	冷冻能力(kg/12h)	放置方式	综合耗电量(kW·h/24h)	能效等级	面板材料	噪音值/dB
美菱 BCD-271WP3CX	1599	271	90/130L/51	596*633*1798	57	4.0	嵌入式	0.59	一级能效	PCM 彩涂板	37
海尔 BCD-253WDPDU1	1799	253	84/137/32	590*648*1781	61	5.5	独立式	0.59	一级能效	钣金	37
美的 MR-283WTPZE	1799	271	100/135/36	562*595*1778	52	4.5	独立式	0.60	一级能效	PCM 彩涂板	34
容声 BCD-253WD16NPA	1349	253	78/131/44	580*653*1730	53	6.1	独立式	0.58	一级能效	PCM 彩涂板	36
西门子 BCD-271W(KG28NV 230C)	2489	271	90/106/75	614*663*1754	70.1	3.5	独立式	0.77	二级能效	PCM 彩涂板	39

数据来源: 各公司京东旗舰店、开源证券研究所

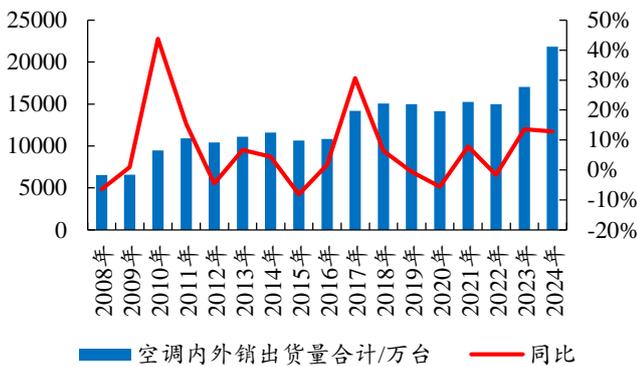
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2.2、空调：以旧换新政策拉动内销改善，公司盈利能力有望持续提升

空调整体出货量稳中有升，持续看好内销以旧换新拉动行业增长。根据产业在线，2024年空调内外销年度销量约为2.01亿台，为2008年以来新高，2019至2024年整体出货量CAGR为6.0%，稳中有升，其中2024年整体增速达18%。分地区看，2024年内/外销出货量分别为10415/9641万台，同比分别+5%/+36%。2023年中以来外销景气度快速提升，我们预计主系海外补库、海外新兴市场需求提振，以及关税预期下抢出口所致；内销在宏观环境承压下阶段性承压，但2024年下半年以来以旧换新政策有所提振，增速逐月修复。

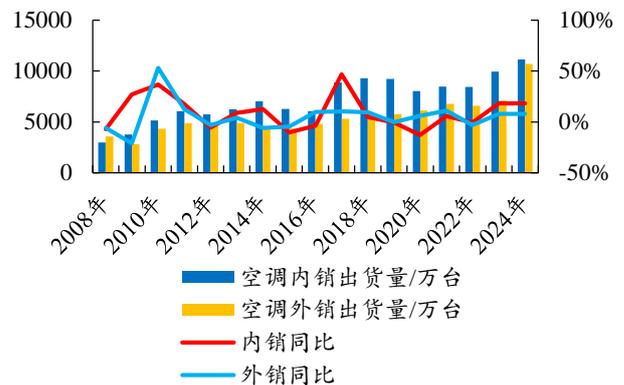
从价格看，2024年国补有望缓和竞争压力，拉动均价重回增长。根据奥维云网，2024年空调内销线上/线下渠道均价分别达2771/4376元，同比分别-3%/+2%，在宏观环境承压下，空调线上渠道价格有所承压，2024年上半年线上市场2000元以下高性价比产品销量占比达22.8%，同比提升6.1个百分点，但8月份以后行业在国补政策下均价有所上行，2024Q4线上/线下均价同比分别+5%/+8%。出口方面持续以价换量，根据海关总署数据，2024年空调出口均价达146美元，同比-6%，出口数量同比+21%。

图34：2024年空调内外销年度销量约为2.01亿台



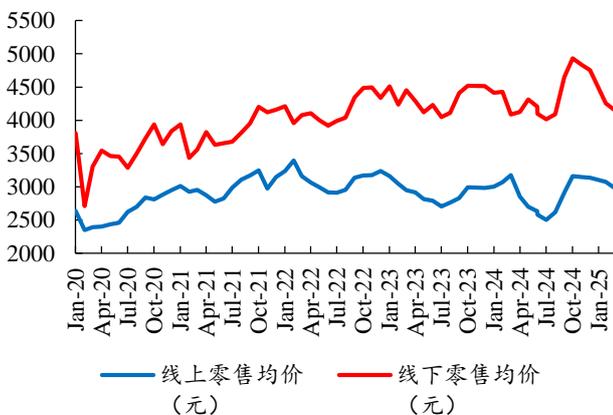
数据来源：产业在线、开源证券研究所

图35：2024年内销/外销出货量分别为10415/9641万台



数据来源：产业在线、开源证券研究所

图36：2024年空调内销线上/线下渠道均价分别达2771/4376元



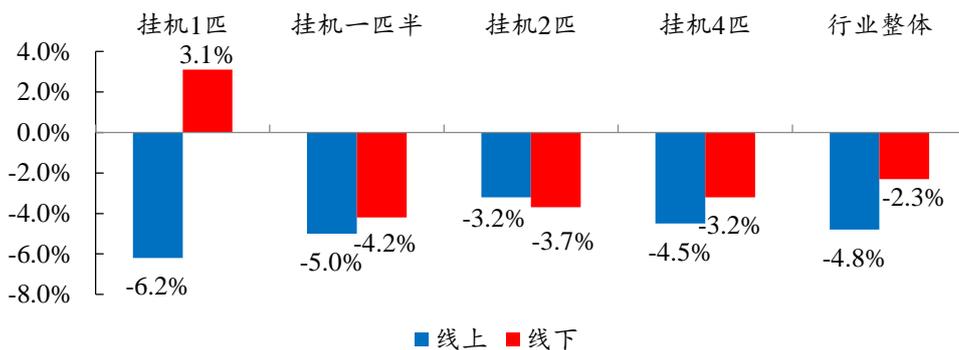
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图37：2024年空调出口均价达146美元，同比-6%



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

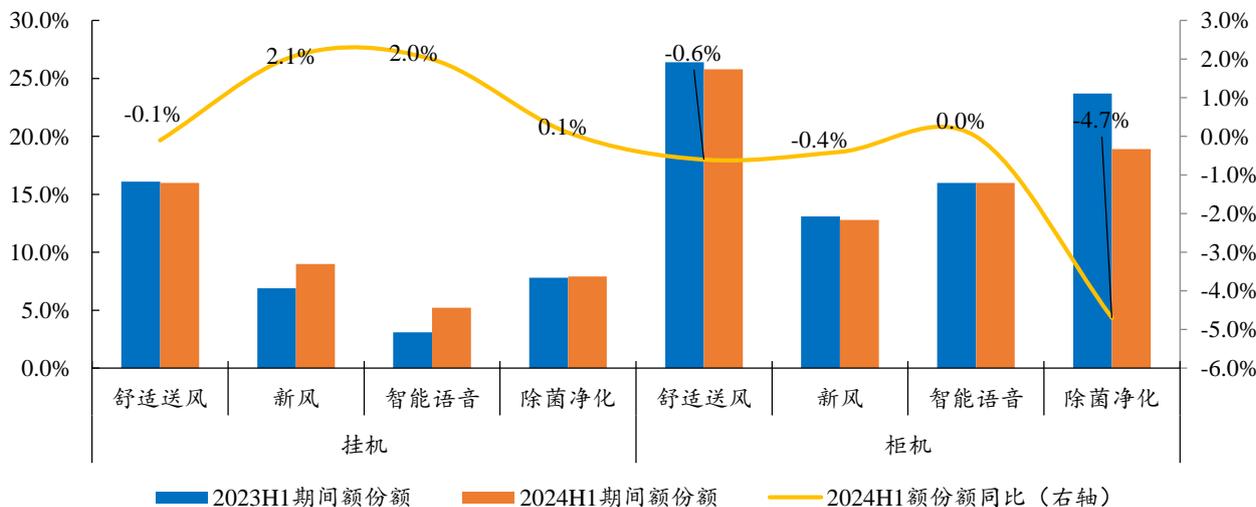
图38：2024年H1除挂机1匹产品外，空调行业整体均价有所承压



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

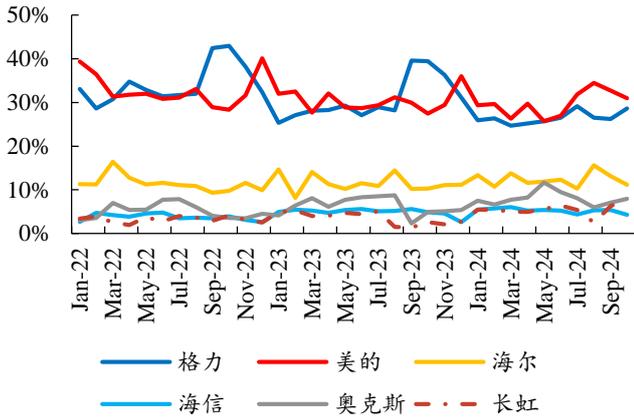
**聚焦新风市场，高质价比和多元化并重。**疫情后备受关注的新风挂机市场持续增长，奥维数据显示，2023 线上线上分别同比增长 10.4%和 20.7%。技术研发和产品升级仍然是企业突破点，智能家居一体化是所有电器大势所趋，上网模块成为大部分家电出厂配置。产品配套闭环式服务、低碳环保等高价值锚点孕育向上潜力，随着消费者的综合购买成本降低，空调价值向人工安装等配套费用逐渐转移。当前全球气候异变与居住形态多元化，促使消费者追求节能、健康、舒适与智慧生活的完美融合。新一轮系统性重构促使企业更精细的市场定位，挖掘细分需求，避免陷入同质化竞争及价格战。

图39：线下市场空调消费特点凸显多元化趋势

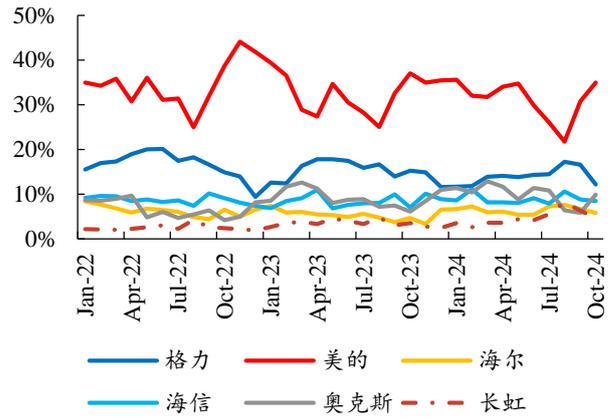


数据来源：GFK、奥维云网

**从竞争格局看，内销双寡头格局保持稳定，外销美的保持引领，长虹内外销份额稳步提升。**2024 年空调行业内销出货量 CR2 为 57%、双寡头格局较为显著，外销 CR3 为 56%，其中美的达 31.8%，居于引领地位，格力/奥克斯分别为 13.3%/10.8%。其中，长虹品牌出货量内/外销出货量份额分别达 5.5%/4.5%，相比 2023 年分别提升 1.7/1.1pcts。

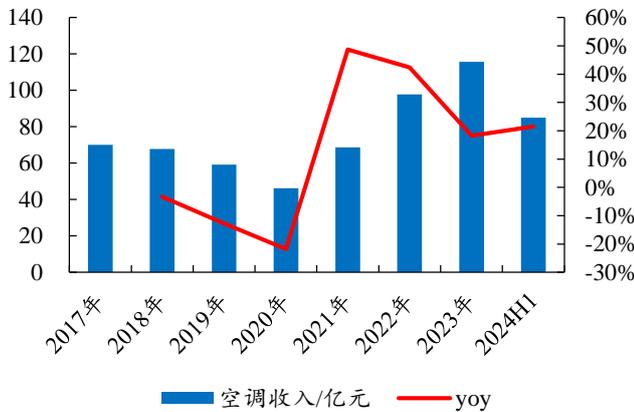
**图40: 2024年空调行业内销出货量 CR2 为 57%**


数据来源: 产业在线、开源证券研究所

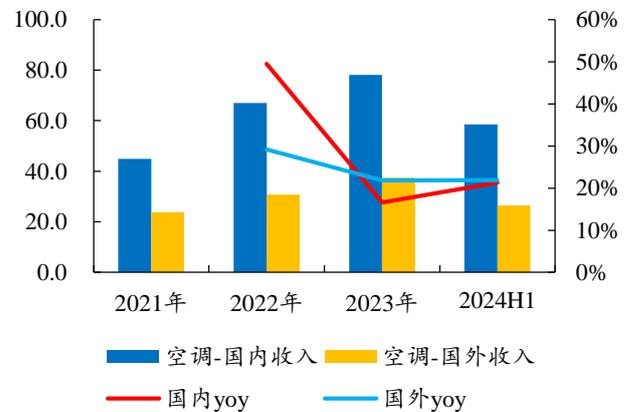
**图41: 2024年空调行业外销出货量 CR3 为 56%**


数据来源: 产业在线、开源证券研究所

长虹美菱空调产业近年来实现快速增长, 并于 2022 年实现扭亏。2023 年公司空调产业收入达 116 亿元 (+18%), 2024H1 达 85 亿元, 同比+21%, 其中内/外销成同比分别+21%/+22%, 内销占比为 69%, 同比-0.1pcts。公司内外销发展较为均衡, 其中内销中约一半收入源于小米代工, 合作较为稳定, 近年来米家空调份额持续提升, 2024 年累计零售额份额达 12.7%, 同比+5.2pcts。从盈利能力看, 近年来公司空调产业内外销净利率持续上升, 2022 年起实现扭亏, 2023 全年内/外销分别达 2.9%/4.3%, 同比分别+0.9/+1.0pcts。

**图42: 2023年公司空调产业收入达 116 亿元 (+18%)**


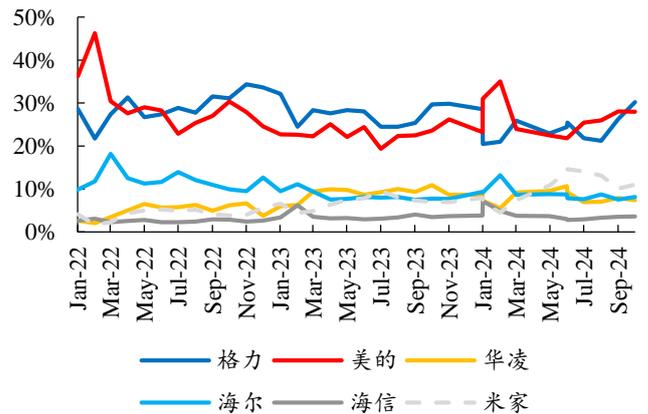
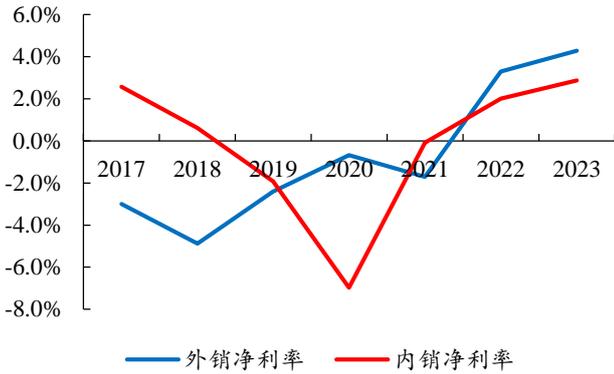
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图43: 2024H1 公司空调产业内/外销收入同比分别 +21%/+22% (单位: 亿元)**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 空调外销收入为子公司中山长虹收入)

图44: 2021 年公司空调产业内外销净利率持续上升, 2022 年实现扭亏

图45: 米家空调线上渠道零售份额提升较快



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

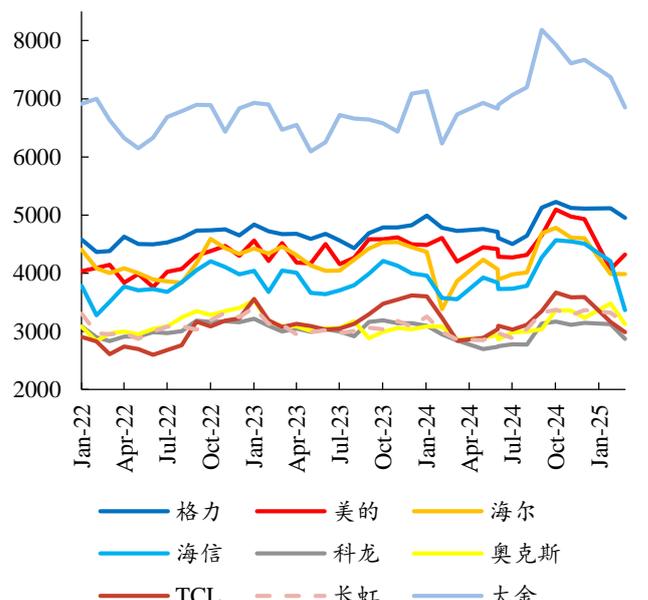
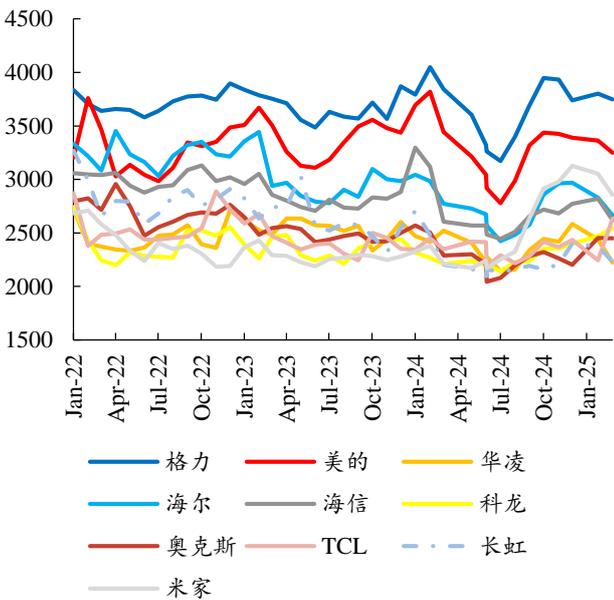
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

公司自有品牌产品聚焦质价比, 用户导向打造“无尘”名片, 技术导向坚持品质品控。空调产品以用户为中心, 系列化打造“全无尘、客餐柜”两张名片。2024 年上半年推出 Q7D“全无尘·自由风”挂机空调、Q7V“巨能省”柜机空调等新品, 进一步在健康、舒适等方面满足了用户需求。从“风感、风口、风控”进行产品布局 and 迭代升级, 不断提升用户体验舒适度、视觉感官和操控便捷性。

公司始终坚持产品规划契合品牌定位, 打造趋势化差异化产品, 聚焦全无尘、远投近柔、分区送风和智能控制等功能。坚持发展核心技术竞争力, 围绕空调变频控制技术、仿真技术和创新技术, 研发了室内机直驱 4.0 技术、绕组测温全自动测试及软件参数自动寻优技术、柜机侧装少电解小型化 V2.0 等技术。坚持严控产品品质, 持续强化核心部件质量管理、整机生产质量管理、关键工序质量管理和关键性能指标管理, 不断提升产品质量, 内销 CB 端双驱动策略更聚焦推广高价值差异化产品。

图46: 长虹空调内销线上零售均价呈现下行趋势(单位: 元)

图47: 长虹空调内销线下零售均价居于较低水平(单位: 元)



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

**表3：公司空调产品主打质价比**

产品名称	价格/元	内机净重/kg	外机净重/kg	内机尺寸(宽*高*深)/mm	外机尺寸(宽*高*深)/mm	能效比	制冷功率/W	制热功率/W	制冷量/W	制热量/W	内机噪音/dB	外机噪音/dB	循环风量(m³/h)
美的 KFR-35GW/MKW1C1	1749	8.8	26.1	867* 292* 198	860* 551* 331	5.28	830	1300	3150 (150-5180)	5010 (150~6600)	20-40 (强劲42)	50	750
美的 KFR-35GW/N8KS1-1	2299	10.5	26	885* 308* 211	765* 555* 303	5.3	845	1240	3150(150-5250)	5010(150~6790)	18-35-41 (静音-高-超强)	51	750
海尔 KFR-35GW/B5LAA81U1	2199	10	24	910* 300* 195	820* 550* 325	5.29	840	1280	3500 (150~5250)	1280 (70~2200)+1000	17-37-41	51	760
奥克斯 KFR-35GW/BpR3AQ S1(B1)	1999	8.5	22	816* 295* 198	761* 536* 280	5.27	855	1260	3500 (150~4750)	4900 (150~6500)	37-41	37-52	680
华凌 KFR-35GW/N8HE1Pro	2299	11.5	30	924* 303* 193	807* 555* 328	5.3	805	1250	3510 (150~5210)	1250 (70~2095)	18-35-41	51	710
格力 KFR-35GW/NhGe1B	2799	9.5	27.5	825* 293* 196	802* 555* 350	5.27	810	1250	3510	5010	35-41	51	640
小米 KFR-35GW/V1A1	2696	10	27	840* 311* 200	860* 551* 331	5.65	790	1250	3520(150-5360)	5110 (150-6950)	37-41	49	680

数据来源：京东各公司旗舰店、开源证券研究所

### 3、改革提效：国企改革提效内部治理，推动业绩增长

长虹美菱的盈利能力在历史上相对友商来说没有较多竞争优势，但2021年迎来转折，并实现归母净利率连续三年不断提升，并于2023年达到3.1%。我们认为盈利能力快速提升主要源于公司在集团统一调改下，协同自身多种降本增效措施并举，期间费用率不断降低所致，2024Q1-3公司期间费用率为8.1%，居于可比友商末位。

本章我们从国企改革入手，分析长虹集团是如何完成改革的，并进一步从供应链、销售、管理和研发端，探讨长虹美菱的效率提升之路。

图48：长虹美菱归母净利率自2021年起逐步提升

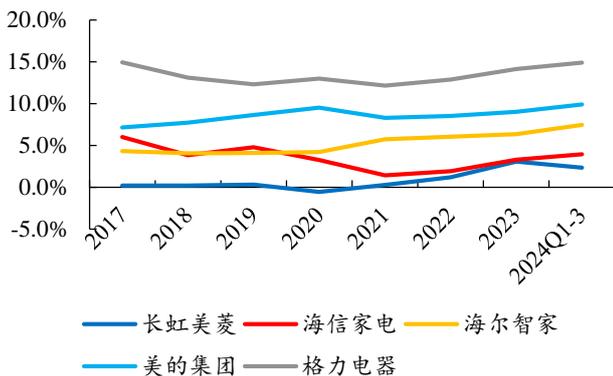
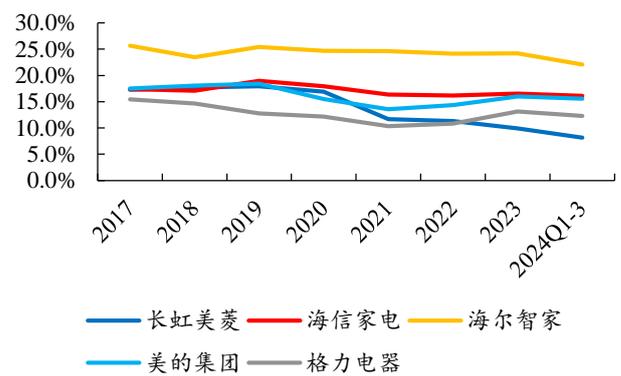


图49：长虹美菱期间费用率持续降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 3.1、长虹集团作为西南地区代表国企之一，历经了多轮改革

国企在历史上经历过多轮改革，解决了一定的效率低下、竞争力不强的问题，是经济发展的重要命脉。

整体来看，作为国民经济的支柱，国企在很长一段时间内成为了中国经济发展中强劲的增长引擎，在计划经济迈向市场经济的过程中发挥了巨大作用。然而，随着社会主义市场经济的不断发展，国有企业的经营问题不断呈现，例如经营积极性不高、管理层缺乏市场化竞争思维、制度僵化效率低下等，难以适应市场化竞争。

基于此，我国进行过多轮国企改革。在提升激励方面，从调整利润上缴比例到施行利改税，再到推行公司化股份制改造，逐步增强企业家和工人的积极性；在产权制度方面，从厂长负责制到经营承包制，再到优化产权、进行股份制、混合所有制改革，逐步理清管理主体，企业得以适应市场化竞争要求。对于非垄断性国企，本轮国企改革的考核将重点放在经营业绩与市场竞争力上，持续推动国企直面竞。

**图50：国企在历史上经历过多轮改革，解决了一定的效率低下、竞争力不强的问题**

阶段	存在的问题	改革内容	效果	还存在的问题
<b>第一阶段：计划经济体制下的“国有国营”阶段（1949年-1978年）</b>	1. 高度集中的计划经济体制导致企业缺乏自主权和活力，无法有效调动企业和职工的积极性。 2. 政企不分，劳动、人事、分配制度僵化，效率低下。 3. 初期国有企业主要承担国家经济和社会责任，但资源配置和权责清晰度不足。	1. 1957年和1970年分别进行了两次权力下放。 2. 内部治理改革：实行厂长负责制与管理民主化相结合，建立工厂管理委员会， <b>实行党委领导下的厂长负责制</b> 。	1. 初期有助于工业化的快速发展。 2. 后期企业积极性不足，资源配置效率低下。	权力下放并未解决根本问题，反而导致地方政府权力滥用和经济秩序混乱。
<b>第二阶段：制度探索阶段（放权让利和两权分离）（1979-1992年）</b>	1. 国企管理体制仍以“管企业”为主，企业自主权有限。 2. 监管机构职能定位模糊。 3. 企业职工“能进不能出”，激励机制不足。 4. 国企完全依赖政府计划和行政分配，缺乏自主权，生产和需求脱节，企业积极性受挫，生产力低下。	1. 设立国家国有资产管理局，探索“政企分开”； 2. 普遍施行劳动合同制，全面推行厂长负责制，调整利润上缴比例。 3. 扩大企业自主权，通过试点项目和企业扩权改革， <b>允许企业保留部分利润并分配给员工</b> 。 4. 推行 <b>经营承包制</b> ，企业通过与政府签订承包合同，获得更多的经营自主权。 5. <b>利改税，将利润分成改为税收</b> ，试图稳定国家财政收入。	1. 企业自主权有所加强，劳动关系逐步市场化，激励机制有所改善。 2. 国有企业生产效率提高，GDP和财政收入显著增长。	1. 监管职能重叠，劳资冲突、内部人控制等问题依然存在。 2. 由于利润基数确定不科学，导致“苦乐不均”现象，国家财政收入稳定性未能完全保证。
<b>第三阶段：产权制度改革阶段（1993-2002年）</b>	国有企业产权不清晰，权责不明确，政企不分	1. 建立现代企业制度，全面推进 <b>公司化改造</b> ，明确企业的所有权和经营权，建立董事会、监事会等治理结构。 2. 全面推进 <b>国企股份制改造</b> ，引入多元股东，增强企业活力。推进股权多元化和法人治理结构。 3. 实施“抓大放小”政策，组建大型企业集团。 4. 通过兼并重组、破产清算等方式优化国有经济布局、结构。	1. 国有企业形成与市场经济相适应的资本和产权观念，市场竞争力提高。 2. 通过战略性调整，国有经济的控制力和竞争力有所增强。	1. 部分企业布局和结构调整仍需优化。 2. 在“抓大放小”过程中，造成了一定数量的 <b>劳动者失业和国有资产流失</b> 。
<b>第四阶段：布局结构调整阶段（2003-2013年）</b>	1. 国有资产管理体制不统一，多头管理。 2. 市场经济发展带来收入差距和财富分配不均。	1. <b>成立国资委，实施政企分开、政资分开</b> ，加强国有资产监管，践行企业社会责任。 2. 公司制股份制改革进入深化阶段，优化国有经济布局。 3. 实施三年改革限国政策。 4. 建立国有资本经营预算制度，规范国有资产收益分配。 5. 初步探索国有企业混合所有制改革，引入非公有资本。	1. 国资委的成立提高了国有资产监管效率，企业自主经营权得到保障。 2. 通过战略性调整和混合所有制改革，国有经济布局更加合理。	1. 部分企业市场化运营机制仍需健全。 2. 不同性质资本的融合和管理问题需要解决。 3. 垄断行业改革难度大：电信、电力等垄断行业的市场化改革进展缓慢。
<b>第五阶段：制度完善阶段（2013年至今）</b>	1. “政企不分”现象依然存在。 2. 国有资本经营预算制度不完善，垄断行业改革滞后。 3. 需要明确不同类型国有企业的功能定位和分类监管。	1. 全面深化改革，提出“1+N”政策体系。 2. 实施分类监管，推进和全面深化 <b>混合所有制改革</b> ，完善劳动标准体系和内部收入分配机制。 3. 健全公司法人治理结构，推动企业市场化经营机制， <b>建立职业经理人制度</b> 。	1. 国企制度建设系统性完善，企业活力和竞争力增强。 2. 混合所有制改革取得显著进展，非公有资本的引入增强了企业活力和市场竞争。 3. <b>2018年底，中央企业公司制改制全面完成</b> ，建立了规范的董事会，国有企业在落实董事会职权、实施经理层任期制和契约化管理等方面成效显著。	1. “政企不分”问题仍然存在。 2. 企业效率仍需提高。 3. 垄断行业仍需进行深化改革。 4. 国有资本经营预算制度还需完善。

资料来源：石涛《中国国有企业改革 70 年的历史回眸和启示》、学习时报、开源证券研究所

长虹集团是成立于 1958 年的四川老牌国企，历经保军转民、相关多元化、国际化等多次转型，已发展成为集智慧家居、数字经济、医疗健康、新能源等产业为主的千亿级跨国企业集团。旗下有七家上市子公司，业务遍及黑电（四川长虹）、白电（长虹美菱）、零部件（长虹华意、华丰科技）、新能源（长虹能源）、制冷（中科美菱）、IT 分销（长虹佳华）等多个领域。

作为四川省内大型国企之一，长虹集团历经多次改革。

**第一阶段：保军改民初期，“厂长负责制”带来的积极性帮助企业实现了较强的民用市场地位。**1972 年，长虹第一台黑白电视机试制成功，曾经的机载火控雷达生产基地国营老军工企业迈出了转民发展的改革第一步。1985 年，长虹的前身国营长虹机器厂迎来了第一批“厂长负责制”的新厂长倪润峰，彼时面对彩电行业实行专营并开征消费税的政策调整，长虹全国范围内发动第一次价格战，并临时组建销售团队，迅速扭转了不利局面，实现全国市场的份额引领。

**第二阶段：积极进行产权改革，进一步激发企业活力。**1988 年长虹公司成为四川省股份制试点企业，1993 年成为继续向社会发行股票的股份制试点企业。1994 年正式在上海交易所挂牌交易，成为沪市第一蓝筹股。在此期间，集团打破国企用工制度，对生产一线工人采取聘用制，充分调动员工积极性和创造性。此外，厂长倪润峰曾分别于 1999 年和 2002 年为长虹制定过民营化计划，核心是通过国有股减持，逐步使长虹旗下的上市公司成为国有股所占比例不超过 20%的股权多元化的公众公司，手段包括管理层对公司国有股的购买(MBO)等。但分别随着国家有关部门对国有股减持叫停，以及管理层和大股东在民营化方式上出现分歧，计划两次搁置。

**第三阶段：产业结构持续变革，多元化布局不断深化。**2004 年赵勇接任长虹集团董事长兼总经理，公司开始进行“三坐标”多元化布局，当年即长虹设立长虹佳华，进军 IT 行业；2005 年与白电巨头合肥美菱电器进行战略重组，进军白电行业，长虹成为美菱的控股股东（2009 年美菱电器继续收购长虹旗下空调业务完成产业重组，2018 年美菱电器正式更名为长虹美菱）；2007 年通过竞拍成为华意压缩第一大

股东，完善白电行业上游竞争力；同年创立长虹民生，进军物流行业；2013 年及之后，长虹佳华、长虹民生、中科美菱相继上市，集团商业版图进一步扩充。

### 第四阶段：业务数字化改造+推行股权多元化，优化企业效率。

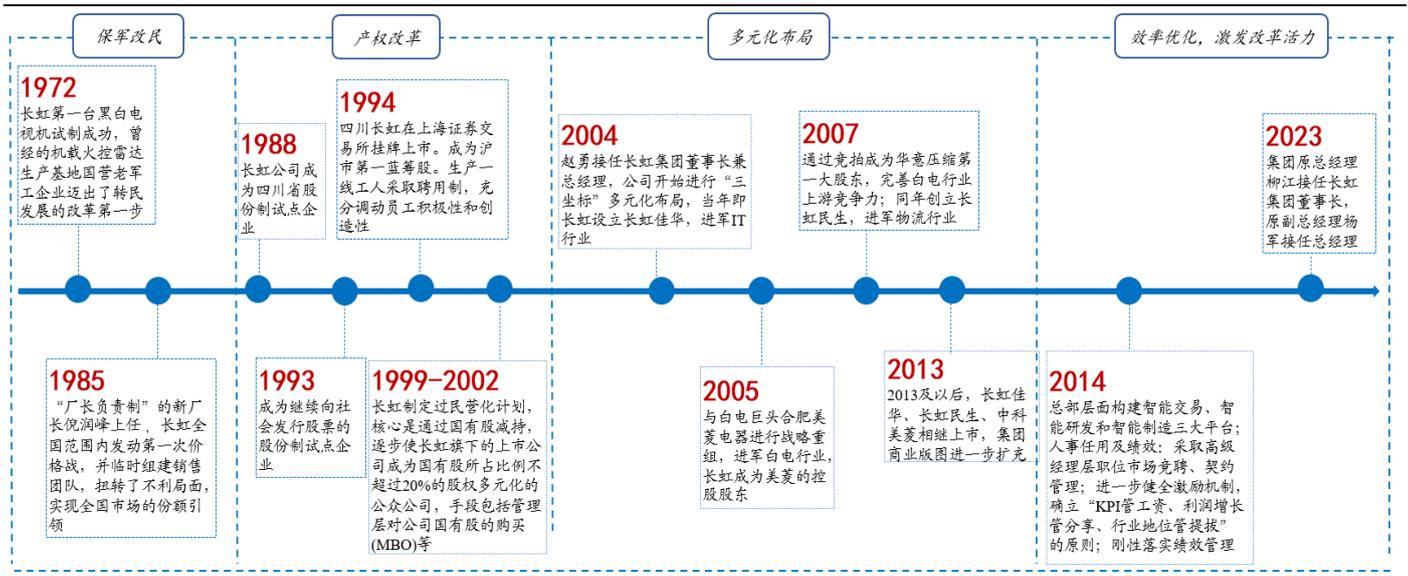
在数字化改造方面，2013 年，集团发布了基于智能化、网络化、协同化维度的“新三坐标”智能战略，将各产业集团的智能系统向上集中，在总部层面构建智能交易、智能研发和智能制造三大信息化系统平台，实现“三坐标”新的延伸。例如：(1) 成立了数字营销产业集团，将消费者网上下单、厂家收到订单、生产，并直接配送的环节打通。(2) 将原来分散在各产业线的资源进行整合后成立软件与服务中心，建立公司统一的产品+软件研发平台。(3) 开始探索长虹制造模式，成立工程技术中心，引进很多 IE 与自动化人才，进行工厂柔性改造。(4) 搭建起了虹云服务平台以及长虹大数据平台，实现业务的数字溯源。

实施国企改革，推行股权多元化。2014 年，长虹全面启动国企改革，通过理关系、强监管，实现国资向三级监管模式转变，将长虹集团改组为国有资本投资公司。同时，在确保国资控制下，鼓励员工持股，通过发挥股权多元化、混合所有制优势，建立起适应市场竞争要求的运营体制。例如，鼓励长虹国有资本投资公司下属子公司引进民营资本、境外资本，推进国资证券化，谋求优质资产独立上市；支持利用长虹集团现有上市子公司平台优势，整合产业资源、在境内外资本市场融资，引进战略投资者等。

在人事任用和绩效考核方面，公司 (1) 采取高级经理层职位市场竞聘、契约管理；(2) 进一步健全激励机制，确立“KPI 管工资、利润增长管分享、行业地位管提拔”的原则；(3) 刚性落实绩效管理，对因经营管理业绩不佳的相关业务单元负责人实施免职、降职、降薪处理。

新帅上任，有望进一步激发改革活力。2023 年 12 月，集团原总经理柳江接任长虹集团董事长，原副总经理杨军接任总经理。我们认为长虹集团作为仍未完成混改的国企之一，有望在新帅上任带动下进一步实现深化改革，激发改革活力。

图51：长虹集团曾历经多轮国企改革



资料来源：《国资报告》、长虹集团官网、长虹美菱官网、开源证券研究所

## 3.2、长虹美菱：全流程效率优化，带动盈利能力逐渐回升

从长虹美菱的角度看，公司不仅积极配合集团完成整体调改、充分利用了集团内部资源，也针对自身困境和产业特点，通过质改数转、组织优化和激励相容三大抓手进行了差异化战略布局与实施。我们在本节对公司历史上盈利能力的改善路径进行复盘，并展望未来的提升空间。

### 3.2.1、质改数转：提升周转效率为核心，深度融合生产、管理、营销、研发和服务各环节

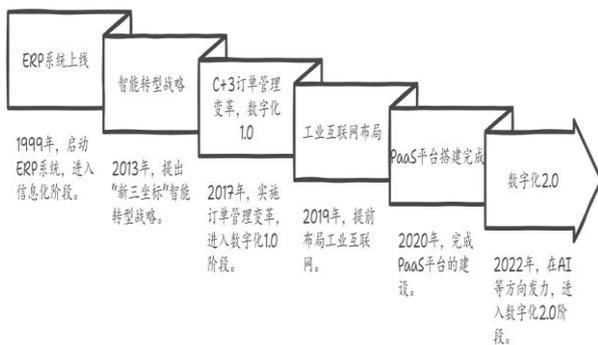
长虹集团在智能化、数字化建设方面由来已久，目前已进入 2.0 阶段。公司持续围绕产品主线，将数字化技术深度融合进生产、管理、营销、研发和服务各环节。

1999 年，长虹 ERP 系统正式上线，公司开始进行业务流程重构，正式进入信息化阶段；2010 年，长虹提出并实施“智能化、网络化、协同化”为重点的“新三坐标”智能转型战略；2017 年，长虹开始进行智能制造“C+3 订单”管理模式变革，宣告进入数字化 1.0 阶段；2019 年，四川省颁发了互联网+先进制造业发展工业互联网的实施意见，提出 2025 年要形成 3-5 个有影响力的工业互联网平台，长虹成为四川首个获得国家专项资金支持的企业，在工业互联网领域开始提前布局。

2020 年 2 月，长虹工业互联网 PaaS 平台搭建完成，次年基本完成工业互联网及智能制造的升级，并制定了《数字化转型“十四五”战略规划》。2022 年，长虹开始在信创、数据要素、AI 人工智能等方向发力，正式进入数字化 2.0 阶段。2023 年，长虹 CHiM 工业互联网平台成长为四川唯一的 50 余家“跨行业、跨领域”双跨平台。长虹美菱凭借多年数字化转型，获得 2023 年度消费品行业数字化转型先进示范案例。

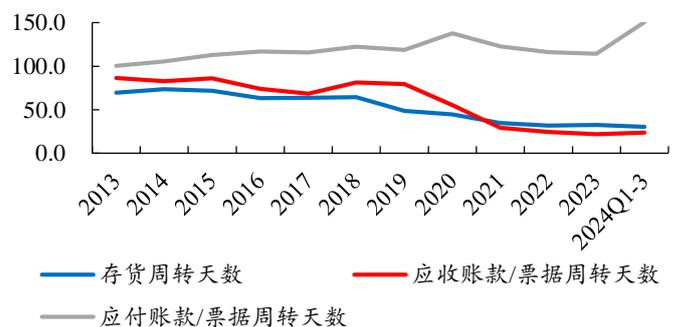
数字化改造过程中，公司产品全链路实力得到快速增强，效益持续提升、成本不断降低。2024 前三季度，公司净营业周期为-96.8 天（+5.8 天），其中存货周转天数/应收款项周转天数/应付账款周转天数分别为 30.2/23.7/150.6 天，居于同业较优水平，且逐年改善明显，这主要源于供应链端、制造端和物流端努力。

图52：长虹集团的业务数字化改造已进入 2.0 阶段，有效助力实现降本增效



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图53：长虹美菱存货、应收和应付款项的周转效率均有所提升（单位：天）



数据来源：Wind、开源证券研究所

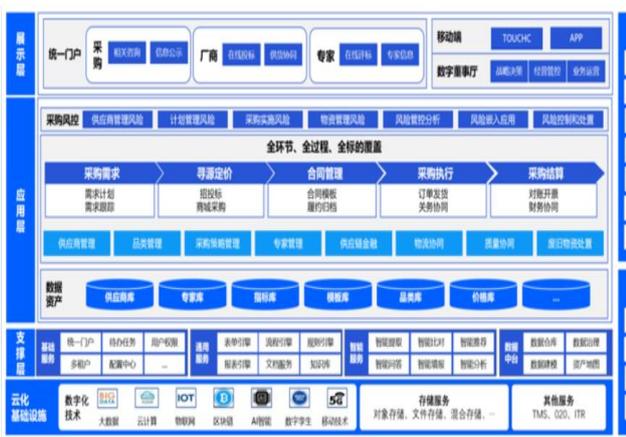
- 供应链端：搭建智慧供应链平台，有效提升采购效率，降低采购成本

过去长虹集团旗下企业的采购模式为各部门高度集权的集中采购，集团采购部门只负责监督合同签订，采购成本偏高、供应链效率较低及采购集权等问题较为突出。2019 年下半年，长虹集团开始实施新一轮供应链管理体系改革，其中智慧供应链平台 SPSC 以及菱云工业互联网平台成为其中重要组成部分。

SPSC 建立了以采购业务和供应商管理为主的制度体系，搭建了“3+1+2”采购体系框架，涵盖多项内容。例如，“3”代表策略与方案管理、供应商管理、物料管理三项准备，公司制定了可复制的服务管理采购模式、采用虹图数字董事厅等多种数字化工具进行管理、创立“一梁四柱”模型对供应商进行全生命周期管理、进行多部门和多流程的协同&集中采购，并与供应商实现战略协同，更有效地利用内部资源，实现资源的优化配置，有效降低了采购成本。

“菱云”工业互联网平台有效链接了产业上下游单元。长虹集团致力于构建数字化“双链”，其中美菱打造的“菱云”工业互联网将上下游 1700 余家企业纳入同一系统，接入约 2.4 万台工业设备终端，为链上企业免费提供账户和软件，在一个平台实现产销协同，链上企业可一目了然看到订单数量、生产安排、完成进度，成为链主企业的一个“内部单元，而美菱可以观察到工单、效率、预警、物料等 9 个维度的工业数据，高效便捷的实现了供应链提效。

图54：数字化工具赋能智慧供应链系统，提升采购效率



资料来源：封面新闻

图55：长虹创立了“一梁四柱”供应商全生命周期管理模型

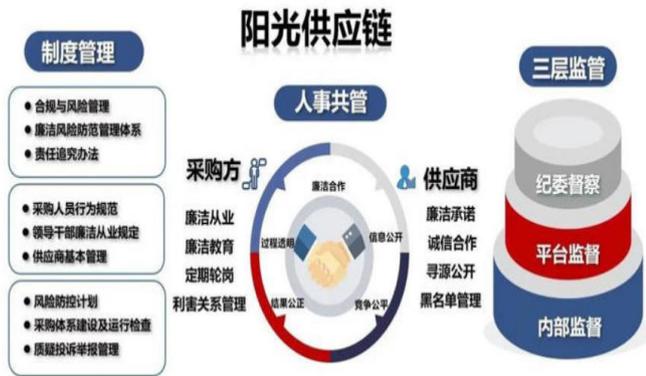


资料来源：封面新闻

积极进行采购廉政建设，有效减少寻租行为。长虹智慧供应链管理平台建立了内部监督、平台监督、纪委督查三层监督机制，向社会公布了近 200 个监督渠道，并在网站定期公布采购需求、成交情况、采购监督检查情况，以及准入限制等信息，其禁入的黑名单供应商至少 3 年内无法再与长虹集团合作，有效减少寻租行为。

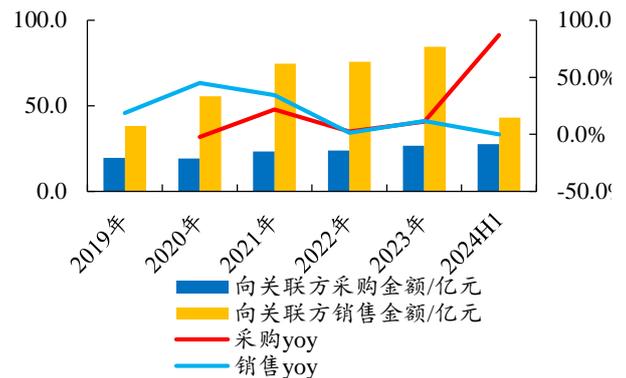
供应链数字化改革下，降本增效成果显著。集采和内部采购下成本优化效果显著，2024 年 1-7 月，长虹集团通过集采已经累计实现了 1000 余万元的降本增效，同时公司公告显示的关联方采购金额持续提升，2024H1 已达 27.7 亿元，同比+87%，在收入中占比也达到了 18.5%。通过实行 C+3 智能交易模式，美菱在订单驱动制造和交付下，交付周期缩短 50%，产品库存降低 70%。

图56：长虹集团致力于打造没有腐败的阳光供应链



资料来源：封面新闻

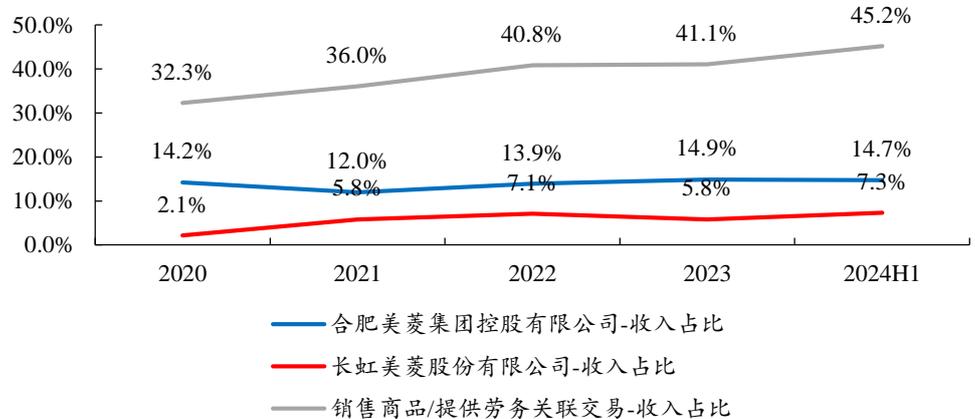
图57：长虹美菱向关联方采购、销售金额不断提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**依托长虹民生，优化全流程运营管理效率。**长虹集团下的长虹民生公司立足于长虹集团供应链物流管理和操作，为长虹、美菱及其他第三方客户提供仓储、运输、装卸、配送、国内国际货代等物流服务。2017年长虹民生建立数字化物流信息平台，2019年设立供应链运营中心，有效提升美菱的产品调度能力和物流运输能力。凭借完善的供应链管理体系和高效的物流网络，长虹民生通过整合上下游资源，协助长虹美菱优化采购、库存、生产和销售等环节，提高供应链的响应速度和协同效率，实现供应链的精细化管理。2024H1长虹民生关联方销售交易占比已达45.2%，其中合肥美菱/长虹美菱占比分别达14.7%/7.3%，合计占比22.0%，相比与2023年提升1.4pcts。

图58：长虹民生与美菱关联交易金额占长虹民生收入占比不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

● **制造端：积极推进生产线“数智化”转型，不断提效降本**

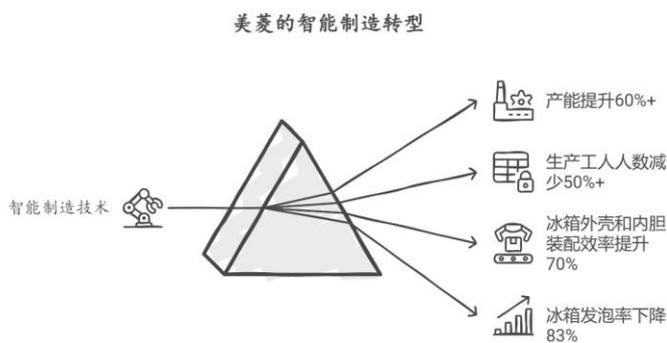
2015年，长虹美菱建立了智能制造的数据中台，作为数据管家实现自动收集、整理、分析各个业务部门的数据，大大减轻了人力负担。2016年美菱成功募集资金总额近15.7亿元，分别投入智能制造、智能研发以及智慧生活三大平台建设项目和补充流动资金。2017年，美菱智慧冰箱智能制造工厂入围工信部智能制造试点示范项目，是安徽冰箱行业中唯一入围企业。2020年，美菱建立了5G+工业互联网创新应用实验室，开始探索工业互联网融合创新应用场景。2022年，美菱完成20条生产线数字化改造，并顶住疫情压力，5G智能冰箱制造工厂的订单交付能力逆势提升30%。2024年，长虹入选“国务院国资委国有企业数字化转型试点企业”名单，成为四川

省唯一入选的地方国有企业。

**美菱在多端发挥智能制造提质增效降本优势。**在降低成本方面，美菱通过采用精益化、自动化、数字化智能制造技术，产能提升 60%以上，生产工人人数减少超过 50%。根据公司官网，美菱通过应用数字孪生技术，冰箱外壳和内胆的装配效率提升了 70%左右；同时通过物联网技术调控模温，让冰箱的发泡不良率下降了 83%。

在提升质量方面，美菱通过对“人机料法环”进行数据分析和智能诊断，提高了计划准确率和制造良品率。此外，依托工业互联网标识解析节点平台，打造了以产品全生命周期可追溯为目标的“云溯”工业 APP，实现质量权责追溯等服务，有效保障产品质量和消费者权益。同时，基于“人工智能+”系列产业化应用，由长虹自研行业首创的精密器件 5G+AI 视觉检测技术与应用，检测精准率高达 99.98%，被授予“吴文俊人工智能科技进步奖”。

图59：长虹美菱数字化转型已有所成效



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图60：长虹美菱积极推进数字化制造转型



资料来源：公司官网

### 3.2.2、组织优化：营销体系变革、全价值链拉通经营下，带来降本增效

**营销体系变革，实现全价值链拉通经营。**以前长虹美菱各产业单元拥有独立的营销部门，各部门的产品销售通路经由营销部门销往销售大区、销售分部后才会出货给经销商，环节众多、效率较低。

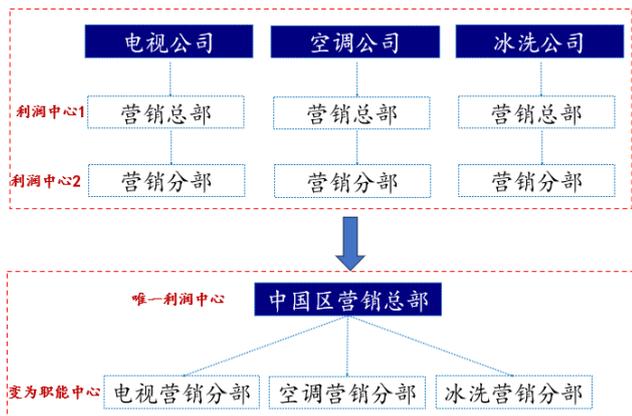
2019年，为更好地推进各产业线的全价值链拉通经营，改变“产品公司-营销总部-营销分部”三级核算的局面，集团牵头成立了中国区平台营销总部，统筹负责家电业务的营销工作，其中智易家作为中国区主体。在转型后，公司多个利润中心合并为一个利润中心，营销分部变为职能组织，实现“总部强经营、分部强执行”的模式；而在稳定价盘方面，体系变革有助于加大对客户供价以及零售价格的管控，保证客户和公司利益。最后在运营管理方面，公司努力提升存货与应收账款周转效率，减少资产损失。我们认为营销体系的变革将进一步整合聚焦集团资源、发挥协同效应，而营销和服务一体化有助于在建立更加清晰的品牌心智，并探索更丰富的营销模式。另一方面，体系精简后带来的组织优化也能够助力公司降本增效。

2019年2月，长虹集团为促使长虹、美菱营销体系更好契合市场竞争态势及用户消费行为的重大转变，达成从面向产品线的销售管理模式向面向渠道与用户经营服务的营销模式转型，提升从单一品类营销迈向全品类整合营销过程中获取市场资源的能力，并借助统一营销服务平台实现整体提质增效，遂决定推进营销体系转型。智易家公司作为长虹、美菱国内营销端转型升级的承载主体，进一步强化自身

服务能力，着重构建线上全程 IT 系统、运营、物流、财务、售后服务等方面的综合服务能力，逐步打通线上线下全流程，以达成 O2O 一体化运营。

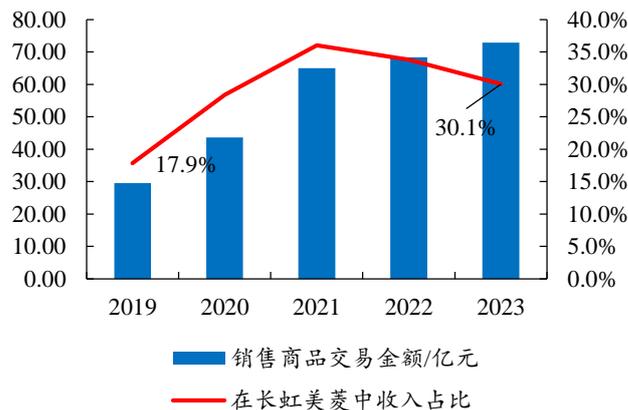
2023 年，公司与智易家的关联商品销售交易金额达 72.9 亿元，占长虹美菱全年销售收入比重达 30.1%，相比于 2019 年提升 12.2pcts，中国区营销总部逐渐成为出货的主要渠道之一。

图61：营销体系优化变革，有望实现全价值链拉通经营



资料来源：公司微信公众号、开源证券研究所

图62：2023 年，公司与智易家的关联商品销售交易金额达 72.9 亿元，占长虹美菱全年销售收入比重达 30.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2.3、激励相容：利润首次纳入规划目标，高管人员签订经营目标责任书

**利润首次纳入规划目标，高管人员激励相容。**2024 年，长虹集团在完成领导班子调整后，提出营收和利润均增长 10%+、家电自有品牌内销增长超过 20%、海外总体收入增长超 10%的目标。2025 年 2 月，长虹集团召开年度方针目标誓师大会，继续强调坚持规模增长向效益增长转变、产品整体升级、深化全球化、强化品牌建设、深入推进国企改革等多个重要命题，会上柳江与工会主席邬江签订了《2025 年工资集体协商协议》，与各管理人员签订了经营目标责任书。

我们认为集团 2024 年首次将利润纳入规划目标、且在 2025 年规划中持续强化效益引领及产品升级等，体现了公司经营重点由规模向盈利能力的偏转；同时，各高级管理人员签订了经营目标责任书与工资协商协议，集团有望在新的经营方针及更加相容的的激励下迎来业绩的持续突破。

## 4、盈利预测

### 4.1、关键假设

**收入端：**外销景气度延续、长期仍有品类渗透率提升逻辑，内销受益于以旧换新，对量价均有一定拉动作用。我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 287.3/319.6/349.7 亿元，分别同比增长 18.5%/11.3%/9.4%。关键假设如下：

- (1) **空调：**公司目前的主要收入来源，我们预计海外业务在行业高景气度下代工业务增速快于空调整体业务，同时内销端代工大客户小米集团份额增长较快、有一定缺货情况，同时公司自有品牌稳步发展。我们预计 2024-2026 年空调品类收入分别为 151/171/190 亿元，分别同比+30%

/+14%/+11%。

- (2) **冰洗**：公司早期主要业务，产品主打“薄、窄、嵌”，定价注重质价比，海外代工业务稳定。我们预计 2024-2026 年冰洗品类收入分别为 117/127/135 亿元，同比分别+13%/+8%/+7%。

**利润端**：作为少数未完成混改的老牌家电国企之一，长虹集团近年不断寻求改革突破，公司积极配合集团整体调改并搭配企业提质增效，盈利能力实现稳步提升。当前公司外销景气度延续，内销逐渐改善，多重改革下盈利能力处于上升渠道，我们预计 2024-2026 年归母净利润为 7.03/8.07/9.11 亿元，同比分别 -5.1%/+14.7%/+12.9%。

**表4：预计 2024-2026 年归母净利润为 7.03/8.07/9.11 亿元（表中营收及利润单位：亿元）**

	2021 年	2022 年	2023 年	2024E	2025E	2026E
营业收入	180	202	242	287	320	350
yoy	17.2%	12.1%	19.9%	18.5%	11.3%	9.4%
五大业务合计（主营）	173	200	240	285	317	347
yoy	22.4%	15.6%	19.9%	18.6%	11.3%	9.4%
归母净利润	0.5	2.4	7.4	7.035	8.067	9.105
yoy	-161%	371.2%	203.0%	-5.1%	14.7%	12.9%
空调	69	98	116	151	171	190
冰洗合计	88	84	104	117	127	135
小家电及厨卫	13	16	18	15	18	20
空调 yoy	49%	42%	18.2%	30.3%	14%	11%
冰洗 yoy	8%	-5%	24%	13%	8%	7%
小家电及厨卫 yoy	16%	21%	15%	-17%	15%	15%
整体毛利率	12.0%	13.7%	13.9%	14.1%	14.5%	14.6%
空调毛利率	7.3%	10.3%	8.9%	9.60%	10.30%	10.50%
冰箱毛利率	14.9%	17.2%	19.1%	19.50%	19.60%	19.70%
小家电及厨卫毛利率	13.2%	12.3%	12.6%	13.00%	14.00%	15.00%
洗衣机毛利率	20.0%	19.4%	18.1%	18.50%	18.55%	18.60%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、相对估值

作为少数未完成混改的老牌家电国企，长虹集团近年不断寻求改革突破，美菱公司积极配合集团整体调改并搭配企业提质增效，收入与盈利能力实现稳步提升。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 7.03/8.07/9.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.68/0.78/0.88 元，当前股价对应 PE 为 12.1/10.5/9.3 倍。我们选取主营业务相似的美的集团、海尔智家、海信家电、TCL 智家及格力电器作为可比公司，2025 年可比公司平均 PE 为 14.0 倍，高于公司 2025 年 10.5 倍 PE，考虑到公司有望随改革推进持续改善业绩，首次覆盖给予“买入”评级。

**表5：2025年可比公司平均 PE 为 14.0 倍**

公司代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)			EPS (元)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
689009.SH	海尔智家	458.79	10.50	15.98	22.97	43.7	28.7	20.0	14.6	22.3	32.0
000333.SZ	美的集团	5,775.14	385.60	429.34	469.81	15.0	13.5	12.3	5.0	5.6	6.1
000921.SZ	海信家电	404.99	33.06	37.54	41.90	12.3	10.8	9.7	2.4	2.7	3.0
002668.SZ	TCL 智家	122.18	11.55	12.93	14.27	10.6	9.5	8.6	1.1	1.2	1.3
000651.SZ	格力电器	2,527.91	318.07	343.89	371.09	7.9	7.4	6.8	5.7	6.1	6.6
可比公司平均						17.9	14.0	11.5			
000521.SZ	长虹美菱	84.87	7.03	8.07	9.11	12.1	10.5	9.3	0.7	0.8	0.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘日期为 2025 年 3 月 31 日，表中公司盈利预测除 TCL 智家、格力电器外，均来自开源证券研究所）

## 5、风险提示

- (1) **海外需求不及预期**：受益于海外高景气度，公司 2023-2024H1 外销收入增速较快，美联储加息背景需求可能放缓、不及预期。
- (2) **代工客户订单有所波动**：公司空调品类内销代工大客户主要是小米集团，但后者存在自有产能逐步扩大、逐渐去代工化的可能。
- (3) **改革进展有所放缓**：公司改革进程可能受制于集团整体改革步伐，可能存在改革进程有所放缓的风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	11789	14668	16934	18387	20643	<b>营业收入</b>	20215	24248	28727	31961	34967
现金	6839	8841	10474	11653	13331	营业成本	17445	20867	24674	27339	29868
应收票据及应收账款	1307	1634	1850	2026	2215	营业税金及附加	159	195	242	264	278
其他应收款	88	83	120	106	141	营业费用	1429	1571	1939	2157	2360
预付账款	46	46	63	58	74	管理费用	359	361	417	457	500
存货	1710	2023	2391	2500	2844	研发费用	560	597	753	847	944
其他流动资产	1798	2042	2035	2044	2038	财务费用	-55	-119	-75	-93	-134
<b>非流动资产</b>	4416	4723	5015	5080	5046	资产减值损失	-56	-55	-87	-105	-102
长期投资	100	113	134	167	181	其他收益	103	147	105	136	103
固定资产	2262	2137	2518	2694	2786	公允价值变动收益	24	8	45	25	20
无形资产	1003	984	859	715	574	投资净收益	33	8	58	62	12
其他非流动资产	1051	1490	1504	1505	1505	资产处置收益	28	1	7	9	11
<b>资产总计</b>	16205	19392	21949	23466	25689	<b>营业利润</b>	286	802	829	1012	1066
<b>流动负债</b>	10267	12847	14922	15617	16985	营业外收入	9	15	11	11	11
短期借款	674	1134	1482	1530	1134	营业外支出	8	8	7	7	8
应付票据及应付账款	7882	9787	11281	11965	13485	<b>利润总额</b>	287	809	832	1015	1069
其他流动负债	1710	1926	2158	2121	2366	所得税	10	36	32	42	43
<b>非流动负债</b>	399	351	342	318	291	<b>净利润</b>	277	773	800	973	1026
长期借款	148	108	99	76	48	少数股东损益	33	32	96	166	116
其他非流动负债	251	243	243	243	243	<b>归属母公司净利润</b>	245	741	703	807	911
<b>负债合计</b>	10666	13198	15264	15935	17276	EBITDA	507	999	975	1170	1203
少数股东权益	371	369	466	632	747	EPS(元)	0.24	0.72	0.68	0.78	0.88
股本	1030	1030	1030	1030	1030						
资本公积	2806	2806	2806	2806	2806						
留存收益	1350	1999	2560	3022	3633						
<b>归属母公司股东权益</b>	5168	5825	6219	6900	7666						
<b>负债和股东权益</b>	16205	19392	21949	23466	25689						

现金流量表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1465	2082	2076	1542	2454
净利润	277	773	800	973	1026
折旧摊销	375	379	343	385	419
财务费用	-55	-119	-75	-93	-134
投资损失	-33	-8	-58	-62	-12
营运资金变动	671	898	1196	478	1317
其他经营现金流	230	159	-129	-139	-162
<b>投资活动现金流</b>	-506	-400	-524	-354	-342
资本支出	276	274	613	417	371
长期投资	-377	-242	-21	-33	-14
其他投资现金流	146	116	110	96	43
<b>筹资活动现金流</b>	-755	582	-266	-56	-38
短期借款	51	460	348	47	-396
长期借款	-20	-40	-9	-24	-27
普通股增加	-15	0	0	0	0
资本公积增加	124	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-895	163	-606	-80	385
<b>现金净增加额</b>	273	2278	1285	1131	2074

主要财务比率					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	12.1	19.9	18.5	11.3	9.4
营业利润(%)	237.8	180.7	3.3	22.0	5.3
归属于母公司净利润(%)	371.2	203.0	-5.1	14.7	12.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	13.7	13.9	14.1	14.5	14.6
净利率(%)	1.4	3.2	2.8	3.0	2.9
ROE(%)	5.0	12.5	12.0	12.9	12.2
ROIC(%)	-15.5	-32.7	-22.1	-23.1	-16.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	65.8	68.1	69.5	67.9	67.3
净负债比率(%)	-105.0	-119.5	-130.5	-131.1	-142.4
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.9	1.0	0.9	1.0	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
应收账款周转率	14.7	16.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.7	6.1	12.7	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.72	0.68	0.78	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	1.42	2.02	2.02	1.50	2.38
每股净资产(最新摊薄)	5.02	5.66	6.04	6.70	7.44
<b>估值比率</b>					
P/E	34.7	11.5	12.1	10.5	9.3
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.9	1.4	0.2	-0.7	-2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn