

## 长虹美菱 (000521.SZ)

## 老牌国企向新，经营改善当时

- **向新有为，强企新风貌。**长虹美菱围绕同心多元化多品类发展扩大规模、提升经营质量两大方针，坚持国内国外、toB & toC 双循环，2025 年确保规模利润双增长，一季度经营数据向好(中山长虹空调出口产量同比增长 54%，发货量增长 89%，冰箱冷柜生产订单增长 10%，洗衣机生产订单增长 25%)，外销美国占比低、无惧关税冲击。2024 年 11 月新总裁就任后，战略聚焦产品创新、经营效率、营销变革，稳步提高分红率至 49%，目前市值 77 亿元低于净现金 81 亿元，股息率超过 5%。
- **国补改善结构，出口扩大规模。**长虹美菱冰洗/空调 2024 年内需净利率仅 1%/2%，国补带来结构改善机遇；数字化提效，推广 C+3 客户订单制模式，提高下线客户直发比例，推动电商业务转型，协同总部推进仓储物流升级，提高库存周转效率。ToB 业务无需担心订单转移，多产业基地布局。长虹美菱 2024 年冰洗/空调外销利润率 5.5%/3%，海外品牌占比突破双位数，区域以拉美/东南亚/非洲等新兴市场为主，多品类协同发展共享客户资源，2022-2024 年规模实现翻倍，海外收入突破百亿元。
- **冰洗产能扩建，合同负债高增。**2024 年 10 月长虹美菱 3.75 亿元收购合肥实业，满足中高端冰箱扩能、仓储物流扩建及家电家居一体化布局需要，2025 年 3 月出资 5 亿元成立绵阳智慧家电子公司，竞购工业用地用于洗衣机工厂扩建。公司去年底合同负债同比增长 50%，存货环比大幅增加 10 亿元，主要跟战略客户保持合作、海外出口爆发增长，保障交货增加产成品库存有关。2024Q4 公允价值变动和存货跌价计提增加拖累 1.4 亿元（去年同期正贡献 0.36 亿元），2025 年业绩释放值得重视。
- **首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。**我们预计长虹美菱 2025-2027 年收入 330/353/377 亿元，同比增长 15%/7%/7%，归母净利润 8.3/9.8/11.8 亿元，同比增长 18%/19%/20%，对应 PE 动态估值 9/8/7 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。
- **风险提示：海外贸易战引发全球经济衰退；出海受阻引发国内产能过剩、行业竞争加剧；大宗原材料价格上涨；国补政策退坡需求短期透支。**

## 财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	24248	28601	32971	35346	37748
同比增长	20%	18%	15%	7%	7%
营业利润(百万元)	802	815	966	1148	1380
同比增长	181%	2%	19%	19%	20%
归母净利润(百万元)	741	699	828	984	1183
同比增长	203%	-6%	18%	19%	20%
每股收益(元)	0.72	0.68	0.80	0.96	1.15
PE	10.3	11.0	9.2	7.8	6.5
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 强烈推荐 (首次)

消费品/家电

目标估值:

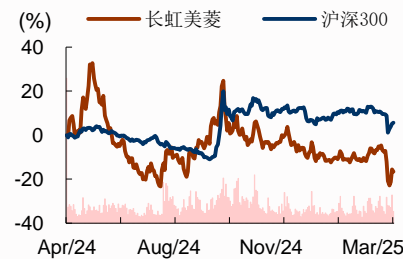
当前股价: 7.44 元

## 基础数据

总股本(百万股)	1030
已上市流通股(百万股)	876
总市值(十亿元)	7.7
流通市值(十亿元)	6.5
每股净资产(MRQ)	5.9
ROE(TTM)	11.5
资产负债率	73.0%
主要股东	四川长虹电器股份有限公司
主要股东持股比例	24.12%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-23	-7
相对表现	-1	-19	-14



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

史晋星 S1090522010003

shijinxing@cmschina.com.cn

闫哲坤 S1090523070001

yanzhekun@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、老牌国企向新，经营改善当时	3
1、长虹美菱：长虹白电资产平台，承载国际化和品牌塑造	4
2、换帅激发经营活力，推动底层治理改善	5
二、内销：国补改善产品结构，渠道扩展	9
1、国补提升产品结构，二线品牌盈利端受益	9
2、冰洗内销消费升级，美菱抓住机会提升结构	10
3、空调：toB & toC 双循环，规模优先提升自制率	13
三、外销：受益新兴市场崛起，公司前瞻性布局	15
1、行业：白电产能进一步向中国转移，新兴市场高增	15
2、公司外销新兴市场占比高，有望充分受益	17
四、首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级	19
五、风险提示	20

## 图表目录

图 1：长虹美菱公司发展历程	4
图 2：四川长虹及长虹美菱股权架构	5
图 3：2022 年公司中国区渠道改革	6
图 4：长虹美菱对长虹民生物流/快益点服务接受劳务（百万元）	7
图 5：长虹美菱内销跟四川智易家关联交易快速提升（百万元）	7
图 6：长虹美菱存货周转率、应收账款周转率加快	7
图 7：长虹美菱销售费用率 2020-2024 年明显下降	7
图 8：长虹美菱海外业务规模快速突破至百亿元（单位：百万元）	8
图 9：长虹美菱冰箱、空调海外销量快速攀升（单位：万台）	8
图 10：2024 年 8 月国补落地后空调月销量同比转增	9
图 11：2024 年 8 月国补后空调均价同比转增	9
图 12：2024 年 8 月国补落地后冰箱月销量转增	9
图 13：2024 年 8 月国补落地后冰箱均价同比转增	9
图 14：冰箱近 10 年均价稳步提升	10
图 15：2014-2021 冰箱大容量升级趋势	11
图 16：2022-2024 冰箱大容量升级趋势	11
图 17：冻鲜生产品力突出并荣获 IF 大奖	12
图 18：美菱冰箱线上均价年复合增长 7%	12
图 19：美菱冰箱线下均价年复合增长 7%	12
图 20：长虹美菱冰冷洗规模 23-24 年重启增长（百万元）	13
图 21：长虹美菱冰冷洗业务 23-24 年净利率稳步提升	13
图 22：小米空调 2020-2024 年销量快速爆发（万台）	13
图 23：小米大家电收入规模（亿元）	13
图 24：长虹空调内销量快速增长（万台）	14
图 25：公司空调内销/外销净利率 2020-2024 年稳步提升	14
图 26：长虹空调线下均价 2024 年提升 2%	15
图 27：主要品牌均价比较（2024 年/元）	15
图 28：中国白电产能占全球比重过半	16
图 29：2024 年空调主要出口目的地分布（%）	16
图 30：2015-2024 空调主要出口地金额同比（%）	16
图 31：2024 年冰箱主要出口目的地分布（%）	17
图 32：2015-2024 冰箱主要出口地金额变化（千美元）	17
图 33：2024 年洗衣机主要出口目的地分布（%）	17

图 34: 2015-2024 洗衣机主要出口地金额变化 (千美元) .....	17
图 35: 长虹空调外销主体营收和净利率 (亿元/%) .....	18
图 36: 长虹美菱内外销规模稳步上升 (亿元) .....	18
图 37: 长虹空调外销量 (万台) .....	19
图 38: 长虹冰箱外销量 (万台) .....	19
表 1: 长虹集团新任领导简历 .....	5
表 2: 二线龙头 24Q2 起业绩表现不佳 .....	10
表 3: 美菱冰箱近年研发技术汇总 .....	11
表 4: 公司近年空调研发项目 .....	15
表 5: 长虹系大家电国际化历史 .....	18
表 6: 长虹美菱营收拆分 (单位: 亿元) .....	20
附: 财务预测表 .....	21

## 一、老牌国企向新，经营改善当时

### 1、长虹美菱：长虹白电资产平台，承载国际化和品牌塑造

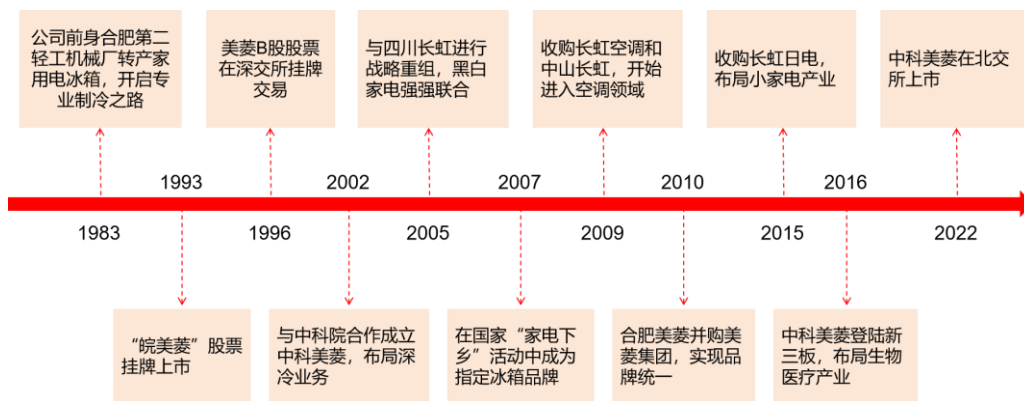
纵观长虹美菱过去 42 年发展历程，可以分为三个主要发展阶段：

**1) 1983-2004 年，冰箱起家，业务快速发展。**1983 年，公司前身合肥第二轻工机械厂转产家用电冰箱，开启专业制冷之路，成为美菱冰箱的前身；1993 年，“皖美菱”股票于深交所上市；

**2) 2005-2016 年，长虹收购，开启品类多元化。**2005 年长虹美菱被四川长虹控股收购，2007 年在家电下乡活动中，美菱成为指定冰箱品牌。2009 年，长虹美菱收购长虹集团内的长虹空调和中山长虹，正式进入空调领域；2015 年，长虹美菱收购长虹日电，拓展小家电产业，构建自有小家电产品平台。以上收购解决了集团内的同业竞争问题，长虹美菱正式成为长虹集团的白电资产平台。2016 年，公司与中科院合资成立的中科美菱登陆新三板，并于 2022 年在北交所上市，拓展至生物医药产业。

**3) 2017-迄今，品牌出海+ODM 双驱动，步入发展快车道。**2017 年长虹国际成立开始，正式确立海外 CHIQ 自主品牌战略，以此为主体推动出海产业整合协同；同时国内 2019 年成立智易家，统领中国区营销体系变革，toB 端内外市场客户打开新局面，推动公司步入发展的快车道。

图 1：长虹美菱公司发展历程



资料来源：公司官网，招商证券

图 2: 四川长虹及长虹美菱股权架构



资料来源：公司官网，招商证券

## 2、换帅激发经营活力，推动底层治理改善

管理上，2023年12月柳江董事长就任后，推动长虹控股旗下各上市公司经营主体活力释放，高管层面，杨军任长虹集团总经理，长虹国际区的杨金和张英在任职广东长虹高管期间表现优异，拔擢晋升为四川长虹总经理和副总经理，由张英继续统筹海外业务，国际区冰洗事业部总经理汤有道总同样成绩突出，在2024年底升任长虹美菱总裁、统筹白电全品类经营，自此长虹黑白电产业内外销分工明确。

表 1: 长虹集团新任领导简历

姓名	年龄	职务	薪酬/万	简历
柳江	56	长虹集团董事长	-	1986—1990 电子科技大学电子工程系 1995—1997 九洲电器集团车间副主任、车间党支部书记、主任 2001—2016 历任绵阳科技城科教创业园区委员、副书记、主任、党工委书记 2016—2020 江油市委副书记、市长 2022—2023 长虹集团党委副书记、副董事长、总经理 2023/12 至今 长虹集团董事长
杨军	55	长虹集团总经理	-	历任四川长虹电器股份有限公司资产管理部部长、投资总监、总经理助理、董事会秘书、副总经理、常务副总经理，四川长虹电子控股集团有限公司副总经理、常务副总经理等职务 2023/12 至今 任四川长虹电子控股集团有限公司党委副书记、董事、总经理
杨金	48	四川长虹总经理	312.9	历任长虹多媒体公司 LCD 产品部部长，华南经营中心、合肥销售分公司总经理，长虹多媒体公司海外营销中心副总经理、总经理，长虹多媒体公司副总经理，广东长虹电子有限公司总经理，本公司副总经理等职务。 2023/12 至今任四川长虹总经理，四川长虹电子控股集团有限公司党委委员。
张英	42	四川长虹副总经理	400.53	曾任本公司海外部业务经理，广东长虹电子有限公司海外营销中心业务经理，长虹多媒体产业公司海外营销中心 OEM 业务部副部长、部长、副总经理，广东长虹电子有限公司营销部部长等职务。 2023/12 至今任四川长虹副总经理，广东长虹电子有限公司总经理。
汤有道	55	长虹美菱总裁	214.4	历任合肥美菱股份有限公司驻外营销经理、市场部部长、海外营销部部长、海外事业部总经理、冰洗事业本部总经理、国际冰洗事业部总经理等职务。 2024/12 至今任长虹美菱副总裁(代行总裁职责)等职务。

杨秀彪	54	四川长虹副总 经理	352.19	曾任四川长虹电器股份有限公司总经理助理,四川长虹电子控股集团有限公司总经理助理等职务。现任四川长虹电子控股集团有限公司党委委员、董事,四川爱创科技有限公司董事长,本公司党委书记、董事长,加西贝拉压缩机有限公司董事长,华意压缩机(荆州)有限公司董事长,华意压缩机巴塞罗那有限责任公司董事长,浙江威乐新能源压缩机有限公司董事长等职务。2023/12任四川长虹副总经理。
肖文艺	53	长虹华意总经 理	-	曾任四川长虹欣锐科技有限公司运营管理部部长,四川长虹网络科技有限公司物资采购部部长,本公司市场总监等职务。现任加西贝拉压缩机有限公司董事,华意压缩机(荆州)有限公司董事,景德镇华铸机械有限公司董事,广东科龙模具有限公司董事,佛山市顺德区容声塑胶有限公司董事。曾任长虹华意压缩机股份有限公司副总经理。2024/5至今任长虹华意总经理。

资料来源:公司年报,招商证券

“一个目标、三条主线”开启降费提效之路。长虹美菱 2020 年之前盈利能力较差,曾连续 4 年净利率在 1%以下。公司从 2020 年年底提出“一个目标、三条主线”:

- **一个目标:** 在盈利前提下,实现份额增长。损益指标是红线,实现规模快速增长才是目标。
- **三条主线包括:** (1) 效率为王:提升资金效率、渠道效率、产品效率和管理效率;(2) 产品领先:电视、冰洗、空调产品线为消费者提供独特的有价值产品;(3) 对标对阵:比差距、找原因、补短板。每一个产品品类明确对标对阵。

### 1) 中国区:渠道改革深化、周转加快费用节约

2019 年以后中国区以智易家(四川长虹和长虹美菱合资公司)为统一平台,营销体系面向渠道和用户转型;2022 年公司启动中国区渠道变革,理顺中国区各业务单元和职能部门责权利关系,统一营销战略升级品牌心智,完全渠道布局、全品类联合作战,推动资源共享,强化用户运营。本次变革点的核心思路在于:

- **取消分段经营,公司内部价值链缩短,提升效率。**此前公司为“产品公司-营销总部-营销分部”三级核算局面。本次改革后以产品公司为中心,从多个利润中心归并为一个利润中心,营销分部从利润中心转变为职能组织,实现总部强经营、分部强执行。
- **价值管理:**统一零售价格,利润公司核心为产品公司。
- **产品中心和营销分部精简:**进一步提升存货与应收周转效率,减少资产损失。

图 3: 2022 年公司中国区渠道改革

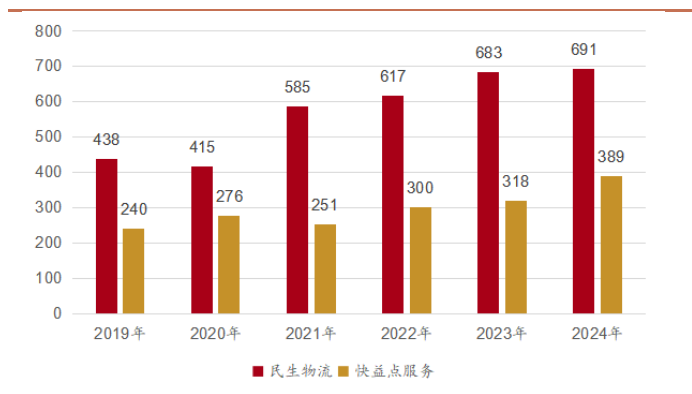


资料来源:长虹美菱营销公众号,招商证券

2025 年公司进一步深化渠道变革,围绕国补机遇夯实基础渠道、跑赢零售渠道、拓展增量渠道。在线上线下一体化运营方面,全力发展电商渠道,改善 KT 渠道经营损益,整合提效下沉渠道,推进全品类渠道共建、通过线上线下融合方式,以产品带品牌,以核心区域核心客户拉动品牌。

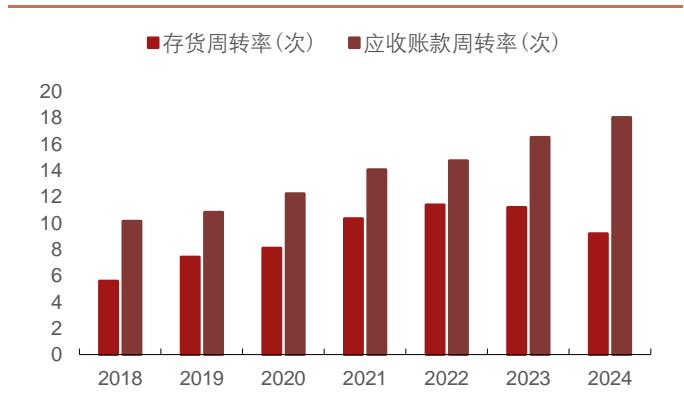
- **数字化提效:** 美菱借助借助民生物流实现统仓统配,通过快益点开展售后安装服务,减少工厂和渠道库存,提升库存周转效率,从年报披露来看,民生物流对美菱提供的物流配送稳步增加,支持公司推广 C+3 客户订单制模式,提高下线客户直发比例,推进产销计划协同、订单导向转变。
- **费用率节约:** 在效率为王方针指导下,公司存货周转率和应收账款周转率持续提升,费用率(除研发费用外)明显优化:2018-2024 年公司存货周转率提升 60%,应收账款周转率提升 80%以上,销售费用率从 2020 年点的 12% 左右降至 2024 年 5% 左右。
- **O2O 新零售:** 2022 年 9 月美菱与京东五星万镇通携手推动渠道下沉;2024 年 10 月长虹美菱与京东签署联名店建设战略协议,提升渠道覆盖广度;2025 年建设美菱智慧生活馆,推动全品类产品套系化销售;此外在国补机遇下推动电商全域布局,通过种草引流打造超级单品,冰箱冻鲜生、线上推广“熊猫懒”柜机和 QW 挂机,线下打造空调“全无尘”和“客餐柜”两张名片。

图 4: 长虹美菱对长虹民生物流/快益点服务接受劳务(百万元)



资料来源:公司公告,招商证券

图 6: 长虹美菱存货周转率、应收账款周转率加快



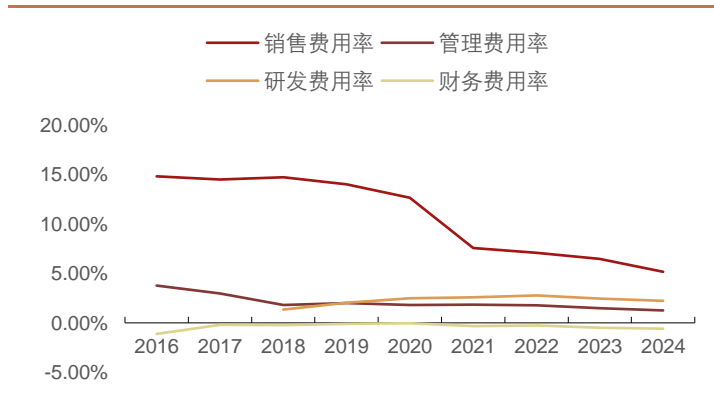
敬请阅读末页的重要说明

图 5: 长虹美菱内销跟四川智易家关联交易快速提升(百万元)



资料来源:公司公告,招商证券

图 7: 长虹美菱销售费用率 2020-2024 年明显下降



资料来源：公司公告，招商证券

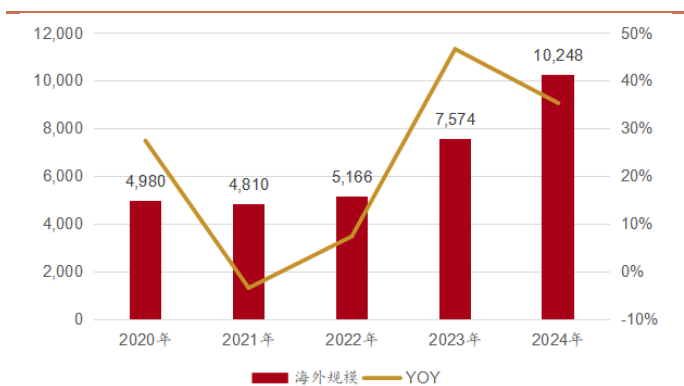
资料来源：公司公告，招商证券

## 2) 出海协同：电商转型品牌优先，ODM 代工做大规模

长虹美菱白电和四川长虹黑电出海以长虹香港为外销主体，2017 年成立长虹国际，2019 年杨金总提出海外电商转型战略，集团内开始全面整合海外业务单元，成立研产销一体化经营的长美国际区，推动自主品牌 CHiQ 海外快速发展。

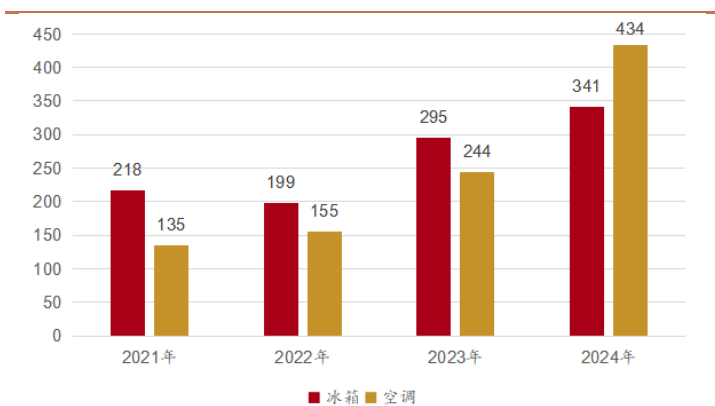
- **本土化**：依托欧洲、印尼、澳洲等海外子公司建立的工厂优势、本土团队，推动营销、物流、售后服务全链路本土化；其中印尼工厂布局早，欧洲借助收购华意并购的西班牙 Cubigel 公司转型“欧洲制造”，目前全球建设西班牙、捷克、印尼、巴基斯坦、越南五大基地。
- **品牌推广**：2017 年 CHiQ 登陆澳洲，此后陆续在东南亚和欧洲市场导入。电商平台作为品牌出海主战场，适合新媒体传播营销，能及时反应海外消费组需求和行业趋势。目前 CHiQ 已经进入 40 多各国家和地区，品牌进驻 30 多个海外电商平台，印尼 Shopee 电商平台多次实现电视品类第一。
- **品类协同**：冰洗事业部做强根据地市场欧洲、澳洲、印尼，新兴市场马来西亚、泰国、菲律宾，弱势品类洗衣机依托冰箱优势客户资源取得快速发展；欧洲电视渠道反哺白电渗透。根据产业在线统计，长虹空调出口量从 21 年 135 万台增至 434 万台，长虹冰箱从 218 万台增至 341 万台，进步显著。

图 8：长虹美菱海外业务规模快速突破至百亿元（单位：百万元）



资料来源：公司公告，招商证券

图 9：长虹美菱冰箱、空调海外销量快速攀升（单位：万台）



资料来源：产业在线，招商证券

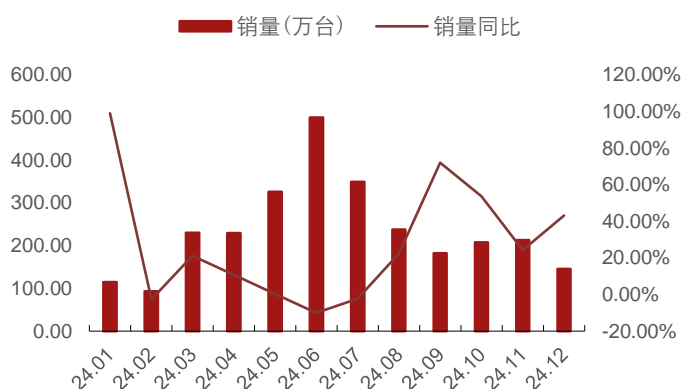
## 二、内销：国补改善产品结构，渠道扩展

### 1、国补提升产品结构，二线品牌盈利端受益

2024年7月25日，中央政府推出以旧换新官方文件以来，全国各地地方政府积极响应，政策明细快速落地，政策效果持续超预期。2025开年，全国十多个省份公布刺激政策无缝衔接，执行到2025年底，政策力度和诚意均超预期。近日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，加大消费品以旧换新支持力度。

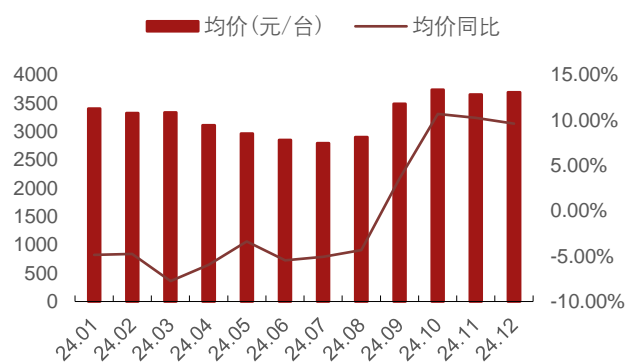
国补推动行业量价双升。以空调和冰箱为例，2024年空调9-12月均价提升10%左右，冰箱则在15%左右。对比国补之前，空调1-8月均价-5%左右，冰箱则结束了连续10年的均价提升，均价持平。

图 10：2024 年 8 月国补落地后空调月销量同比转增



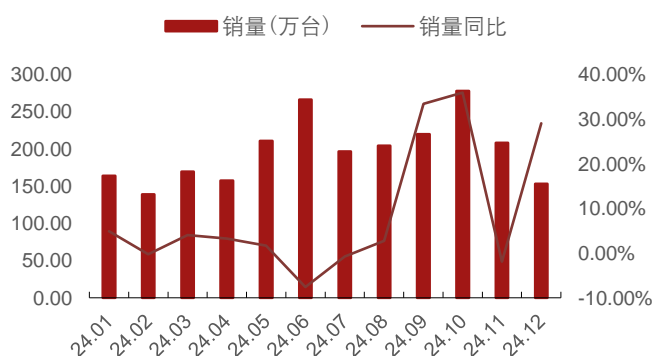
资料来源：奥维，招商证券

图 11：2024 年 8 月国补后空调均价同比转增



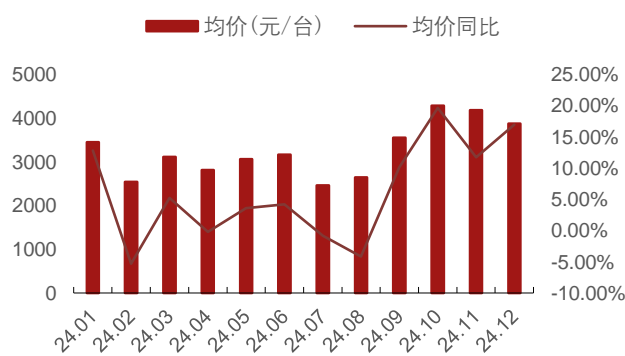
资料来源：奥维，招商证券

图 12：2024 年 8 月国补落地后冰箱月销量转增



资料来源：奥维，招商证券

图 13：2024 年 8 月国补落地后冰箱均价同比转增



资料来源：奥维，招商证券

国补成为扭转白电品牌盈利的关键变量，企业盈利端开始明显改善。以长虹美菱和海信家电为例，24Q2起消费需求不振，叠加以小米为代表的性价比品牌冲击，两家业绩增速收窄至10-20%之间，增速显著放缓。24Q3则出现17%左右的下滑。国补8月中旬起在各个地市落地后，公司利润有望逐步改善。由于二线品牌利润率较低，受益国补后业绩弹性也将更大，业绩有望在24Q4-25Q1之间逐渐体现。

表 2: 二线龙头 24Q2 起业绩表现不佳

季度业绩	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	2024/9/30	2024/12/31
长虹美菱利润	1.23	2.36	1.41	2.42	1.56	2.59	1.15	1.70
美菱yoy	2280.5%	326.4%	38.2%	194.2%	26.9%	10.2%	-18.0%	-30.0%
海信家电利润	6.15	8.82	9.28	4.11	9.81	10.35	7.77	5.55
海信yoy	131.1%	149.2%	106.5%	12.7%	59.5%	17.3%	-16.3%	35.0%

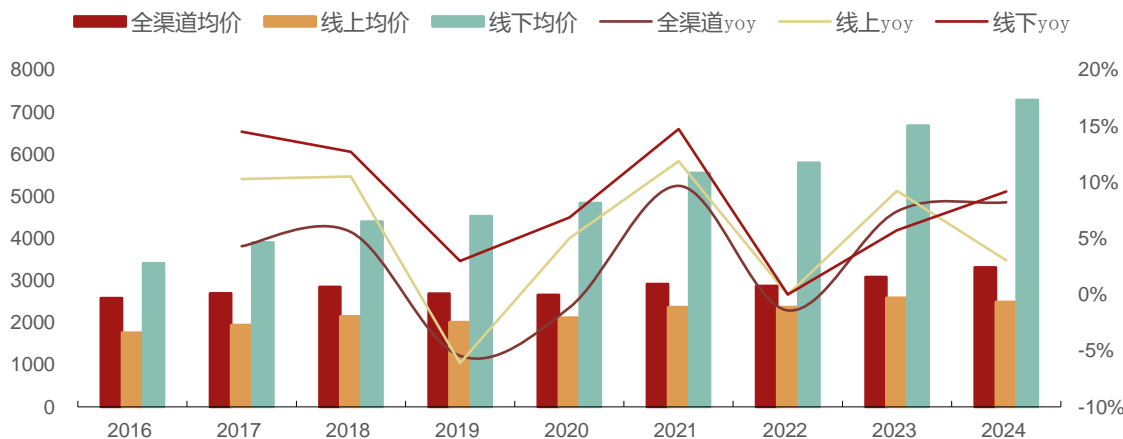
资料来源: 公司公告, 招商证券

## 2、冰洗内销消费升级, 美菱抓住机会提升结构

冰箱存量竞争环境下, 产品升级为中长期趋势。

- 1) 均价方面: 线上 2024 年均价达到 3311 元, 近 10 年的 CAGER 为 5%左右; 线下均价达到 7284 元, 近 10 年的 CAGER 为 8%左右。
- 2) 结构上看: 大容量占比提升推高均价。根据奥维全渠道, 2024 年 500L 以上冰箱销量占比提升至 44% (2022 年为 38%), 销额提升至 70%以上。如果结合中怡康更长维度的数据看, 这一趋势更为显著

图 14: 冰箱近 10 年均价稳步提升



资料来源: 奥维、招商证券

图 15: 2014-2021 冰箱大容量升级趋势

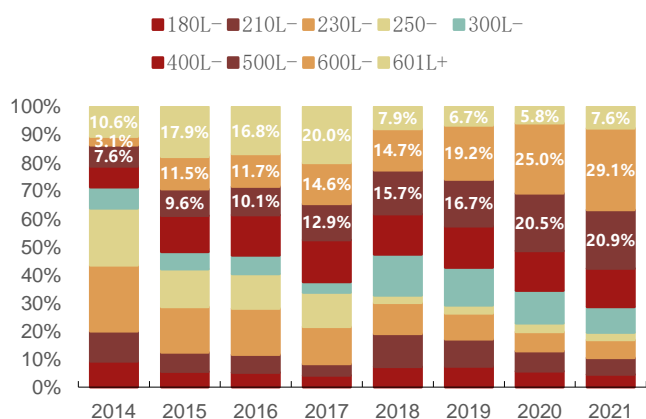
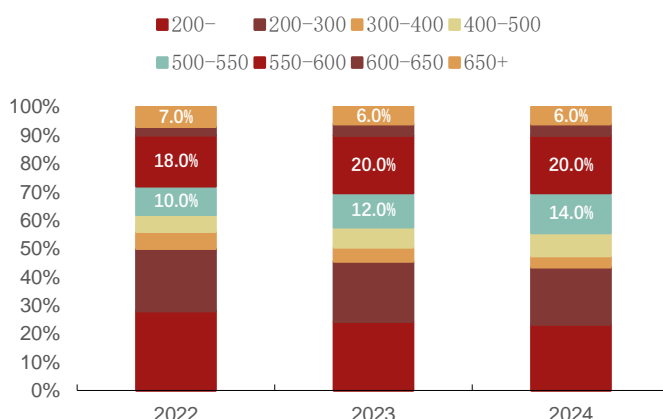


图 16: 2022-2024 冰箱大容量升级趋势



资料来源: 中怡康, 招商证券

资料来源: 奥维, 招商证券

美菱冰箱品牌底蕴深厚, 近年研发创新大力投入。美菱品牌在上世纪 90 年代推出, 与容声、海尔一样, 成为国人心中的国货品牌代表, 品牌力具有基础。近年公司加快产品创新, 如推出母婴冰箱、风冷冰箱恒温微冻间室技术、“无忧嵌”冰箱研发和冻鲜生系列冰箱研发, 持续进行产品升级。

表 3: 美菱冰箱近年研发技术汇总

年份	项目名称	成果
2021	新一代智能冰箱平台技术	冰箱智能等级提升, 用户体验提升
	风冷冰箱恒温微冻间室技术研发	可满足鲜肉保鲜 33 天、无需解冻的要求。
	母婴冰箱研发	除菌率达到 90% 以上, 抗菌率达到 90% 以上, 保鲜效果维生素 C 保有率 $\geq 90\%$ , 叶绿素保有率 $\geq 85\%$ 。
	冰箱全制冷周期噪声控制技术	输出降低噪声突变的方法, 典型产品全制冷周期噪音降低。
2022	“大窄门”冰箱研发	通过“全空间集成技术”的强力加持, 大窄门系列冰箱 600WUP9BT, 833mm 宽度, 659mm 深度, 打造为行业 600L 最窄、最薄十字门冰箱, 实现 600L 的容量。
	“无忧嵌”冰箱研发	通过全空间集成技术和创新的底部散热前进前出设计, 实现单侧预留小于 1cm 接近 0 距离, 背部 0 距离贴墙, 实力定义“零平嵌”真嵌入标准。
	面向品质监控的冰箱 IOT 大数据分析挖掘系统	实现物联网产品品质的 IOT 数据分析监控及预警
2023	冻鲜生系列冰箱研发	以美菱鲜的心智为主线, 打造行业冷冻室保鲜最好的产品, 提升美菱市场份额。
	变频复叠制冷系统在超低温冷冻储存箱上的技术研究与应用	提升产品差异化

资料来源: 公司公告, 招商证券

以 2023 年公司发布的冻鲜生系列冰箱为例, 产品创造性的把冷源置于冰箱顶部, 相较普通冰箱, 化霜升温降低 55%, 完全避开冰晶生成带, 食材温度波动小于  $\pm 0.1^\circ\text{C}$ , 细菌滋生降低 50%, 挥发性盐基氮降低 30%, 产品力突出, 成为万元价格带的爆品。该产品也荣获德国 iF 设计奖。

图 17: 冻鲜生产品力突出并荣获 IF 大奖

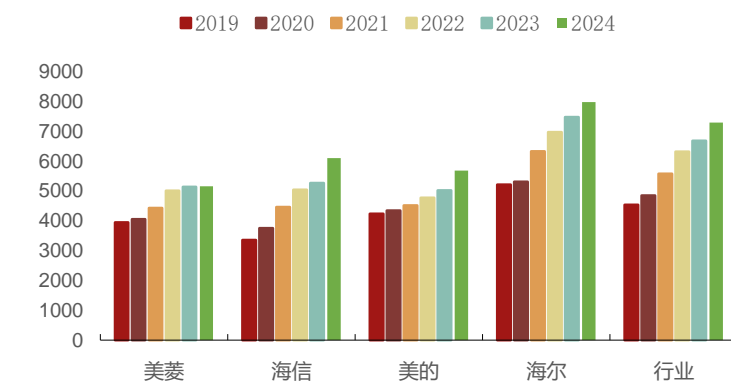
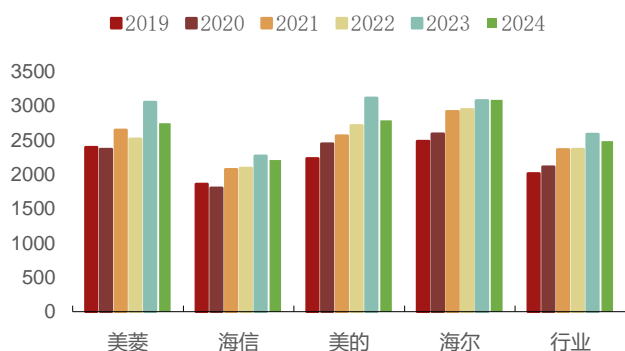


资料来源: 美菱冰箱、四川长虹公众号, 招商证券

均价持续提升, 高质不高价适应当下消费需求。1) 公司线上/线下均价 2019-2024 年复合增速均在 7% 左右, 2024 年均价分别达到 2747/5150 元, 基本和行业增速吻合。2) 横向比较, 公司线下均价为行业 8 折左右的水平, 线上高于行业; 近年受益于新品推出, 三方数据显示线上均价符合增速达到 10% 以上, 但仍旧和美的、海尔保持一定价差。

图 18: 美菱冰箱线上均价年复合增长 7%

图 19: 美菱冰箱线下均价年复合增长 7%



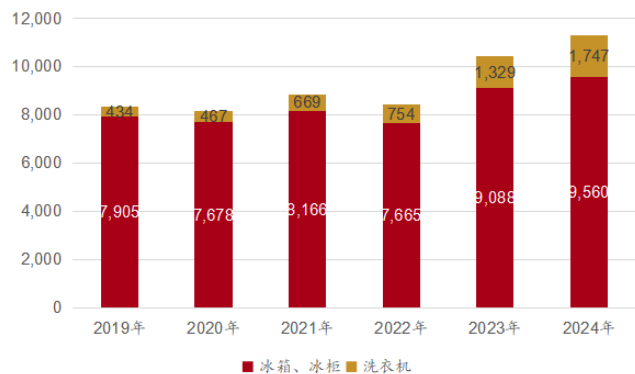
资料来源: 奥维云网, 招商证券

资料来源: 奥维云网, 招商证券

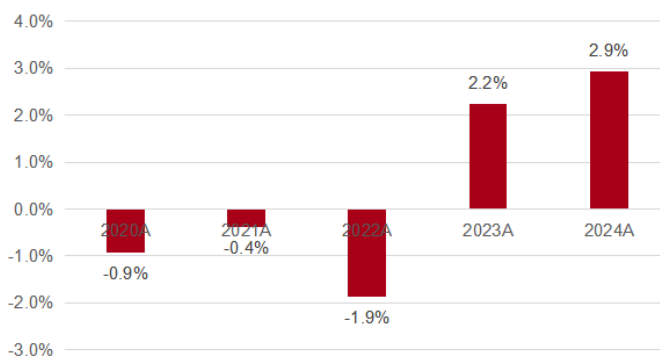
洗衣机产业, 长虹美菱切入相对较晚, 国内产品打造蓝氧如手洗洗衣机、蓝氧烘干机爆款, 海外出海共享客户资源实现规模突破。

23-24 年冰冷洗规模恢复增长, 经营实现扭亏。2023-2024 年长虹美菱冰箱、冷柜及洗衣机业务分别实现营收 104/113 亿, 同比增长 24%/9%。盈利方面, 我们估计 2024 年长虹冰冷洗净利率升至近 3%, 其中海外利润率突破 5.5%, 内销净利率 1-2% 之间, 整体与海信 4% 左右利润率接近, 跟头部品牌海尔/美的 10%+ 利润率标杆仍有差距。我们预计公司在结构升级+规模效应推动下, 后续有望继续改善。

图 20: 长虹美菱冰冷洗规模 23-24 年重启增长(百万元) 图 21: 长虹美菱冰冷洗业务 23-24 年净利率稳步提升



资料来源: 公司公告, 招商证券



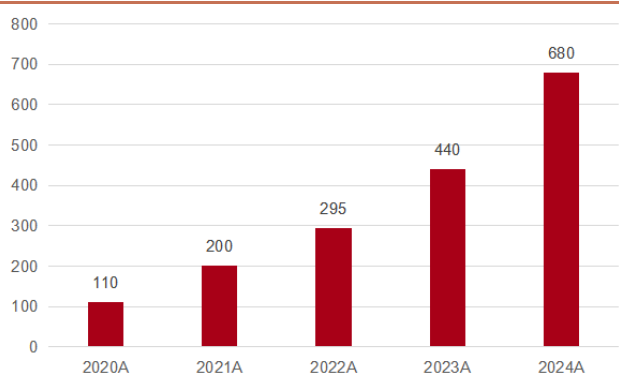
资料来源: 公司公告, 招商证券

### 3、 空调: toB & toC 双循环, 规模优先提升自制率

长虹空调自 1995 年发展迄今 30 年, 在 2006 年达成年产 450 万套的高光时刻后, 进入彷徨阶段, 直到 2020 年携手小米进入 toB & toC 双循环新阶段, 2024 年空调产销量一举突破 1000 万台大关, 国内长虹空调规模突破 100 亿大关。

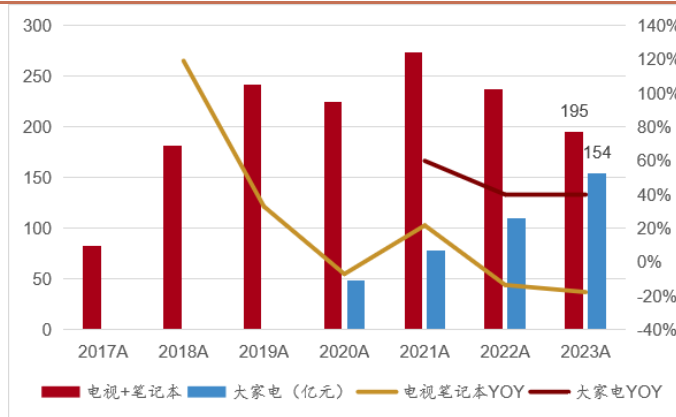
小米高速增长, 带动公司空调持续起量。长虹美菱作为小米空调第一大代工厂商, 我们估计小米空调增长成为重要变量。小米 2022-2024 年空调内销量分别在 295/440/680 万台, 处于高速增长期, 我们预计 2025 年销量或有望冲击 1000 万台, 同比增速 45% 以上。小米目前空调产能不足, 其下半年将投产的武汉工厂我们估计今年出货量在 200 万台以内, 8 成以上产能仍旧依靠代工, 长虹美菱作为核心供应商仍将持续受益。展望 2026 年后, 小米空调在自有产能有限的情况下, 代工部分的量仍旧可观。

图 22: 小米空调 2020-2024 年销量快速爆发 (万台)



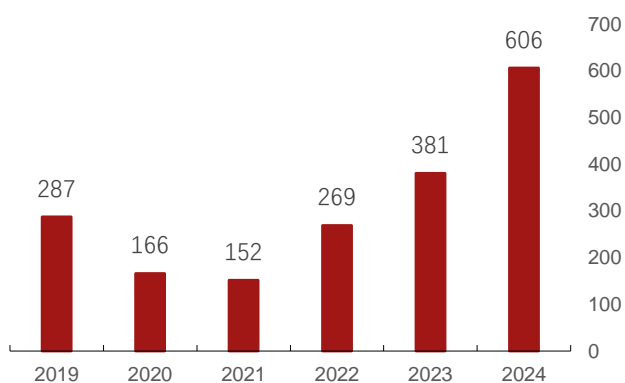
资料来源: 公司年报, 招商证券

图 23: 小米大家电收入规模 (亿元)



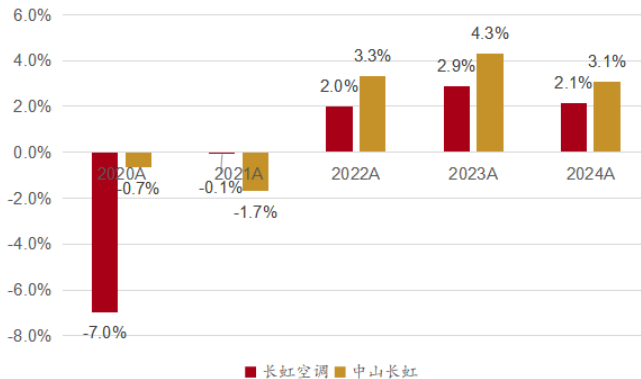
资料来源: 公司年报, 招商证券

图 24：长虹空调内销量快速增长（万台）



资料来源：产业在线，招商证券

图 25：公司空调内销/外销净利率 2020-2024 年稳步提升



资料来源：公司年报，招商证券

空调行业规模效应明显，利润率稳步提升。我们估计公司给小米代工的部分净利率微薄，但能够明显摊薄公司空调整体的制造成本，公司空调内销净利率水平 2%-3%，出口利润率在 3%-4%，与海信（3%-4%）和海尔（约 5%）的盈利水平差距在缩小，后续在小米代工和国内品牌增量带动下，空调制造规模、效率都有望进一步提升。此外，在产品用户洞察、管理效率提升、供应链协同等方面，长虹过去几年进步明显。

- **产品用户至上。**2020 年长虹推出全无尘系列产品，刷新无尘送风标准；2022 年客餐厅共享空调新品上市，实现远投近柔送风；2023 年推出新风空调；此后持续打造全无尘和客餐厅空调两大产品名片，2025 年开发“AI 体感模型”、推动客餐厅升级计划。服务方面，长虹 2024/2025 年分别宣布对家用空调和中央空调承诺“十年免费包修”，成为空调领域继格力之后第二家宣示产品可靠性的家电品牌。
- **管理以人为本。**271 法则激活团队，公司针对管理/研发/工程技术/营销/职能类序列岗位员工，评估排序区分出前 20%优秀员工、70%良好员工及后 10%待改进员工，绩效面谈激励先进、鞭策后进。三年内，团队 90 后技术负责人占比从 12%提升至 35%，关键项目决策周期缩短 60%。
- **供应链内外协同。**绵阳长虹空调年产 700 万套家用空调，50 万套中央空调；中山长虹空调产能 400 万套，公司国内国际双循环，toC & toB 双循环，内部推动供应链深度协同融合，提升产品竞争力。核心零部件提升自制率方面，目前除压缩机和制冷剂外，包括电路板、两器、铜管等基本 90%以上实现自制。智改数转

自主品牌方面，公司空调销售的大本营在川渝地区，具有一定的影响力。长虹品牌空调市占率在 2%左右，和头部品牌差距较大。我们认为后续的观点在于：

- **川渝之外的地区公司积极拓展渠道，并借助冰箱品牌的影响力。**如安徽区域公司品牌力深厚，2024 年公司推进空调产品进驻冰洗网点，已实现 200 家以上。2024H1 我们估计公司在川渝之外的地区拓展网点 400 家以上。
- **注重产品结构优化，升级+下沉两手抓。**针对线上渠道，公司亦推出美菱子品牌应战，并拓展猫东之外的渠道；研发方面，近年来储备新风、特种空调、新冷媒等技术，提升差异化。公司线下空调 2024 年提价 2%左右。

- **价格优势。**公司和奥克斯、小米处于同一价格带，低于美的子品牌华凌，柜机定价 4000 左右（行业均价 5000 以上）。整体均价为格力的 6 折左右，性价比明显。

图 26: 长虹空调线下均价 2024 年提升 2%



资料来源：奥维云网，招商证券

图 27: 主要品牌均价比较 (2024 年/元)

	空调线下均价	空调线上均价
格力	4875	格力 3542
美的	4523	美的 3178
海尔	4195	米家 2366
海信	3984	海尔 2694
tcl	3189	奥克斯 2197
奥克斯	3030	tcl 2315
长虹	3071	长虹 2192
小米	3081	华凌 2317

资料来源：奥维云网，招商证券

表 4: 公司近年空调研发项目

年份	项目名称	项目目的
2021	智能终端新一代配网技术	解决wifi配网的步骤多、交互复杂、时间长等问题
	家用空调产品的技术研发	市场订单需求
	特种空调产品的技术研究	市场订单需求及未来市场预期
2022	变频空调双直流驱动技术研究与应用	研发行业首创的变频挂机空调风机和新风机双外置直流驱动技术，攻克行业普通内置驱动方案新风空调电源芯片过热和PS-9问题，搭建挂机全新的电控平台。
	客餐厅共享C柜机系列产品开发	基于对用户需求的洞察，突破超长黄金比例出风口、超远送风的技术难题，开发客厅和餐厅共享的全新造型家用空调。
	新冷媒R290移动空调系列产品开发	新产品开发，进入欧洲市场
	UVC系列空调产品开发	增加产品卖点
2023	双翼风系列挂机产品开发	突破传统空调的单摆叶设计，双翼风Q7V系列创新采用独立分区送风技术，将导风摆叶一分为二，实现异步分区送风，保障全屋舒适送风。
	全无尘新风挂机产品开发	通过整合具有长虹产品IP的“全无尘”空调技术优势，挖掘超大新风、无尘新风、静音新风、恒温新风、除菌新风五方面潜力，提供全面解决用户痛点的系统性方案。
	特种空调产品的技术研发	满足特定需要温湿度控制场合用户的需求（如方舱种植、基站等）

资料来源：公司公告，招商证券

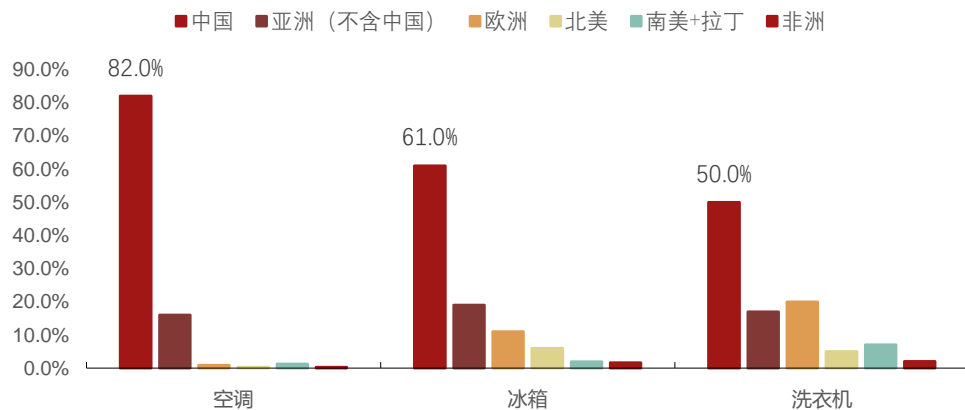
## 三、外销：受益新兴市场崛起，公司前瞻性布局

### 1、行业：白电产能进一步向中国转移，新兴市场高增

**白电行业：**中国空调占据绝对优势，根据产业在线，2023 年全球产能占比达到 82%，北美（美加墨）产能在 0.3%以下；冰洗方面，国内冰箱、洗衣机全球产

能占比分别为 61%、50%，仍旧占据绝对主力，北美占比分别为 6%、5%。疫情期间中国制造的稳定性经受住考验，全球白电产业链进一步向中国集中。

图 28：中国白电产能占全球比重过半

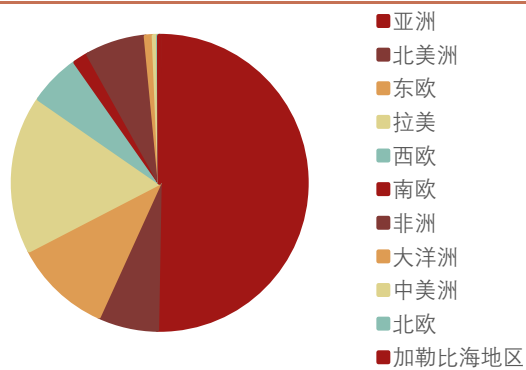


资料来源：产业在线、招商证券

(1) 空调：亚太贡献主要需求，拉美地区增长迅猛。

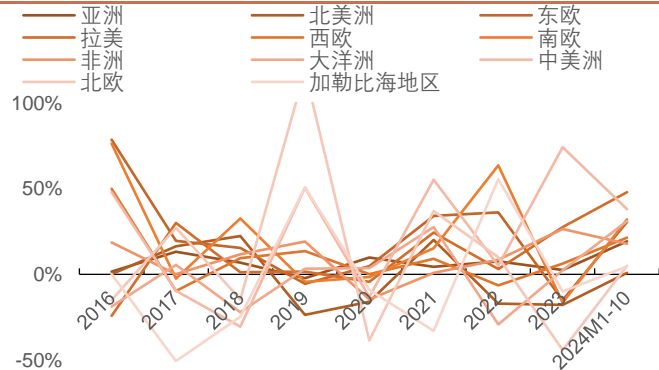
亚洲地区占比高，但新兴国家贡献主要增量。从增量贡献来看，亚洲、拉美及东欧地区是主要增量贡献来源，分别贡献 2019-2023 年出口金额增量部分的 59%/29%/20%，同期出口北美区域金额负贡献约 20%，新兴市场已成为我国空调出口的主要目的地和增长极。根据产业在线统计，2024 年空调出口量 8500 万台，同比增至 28.3%。

图 29：2024 年空调主要出口目的地分布 (%)



资料来源：ITC、招商证券

图 30：2015-2024 空调主要出口地金额同比 (%)

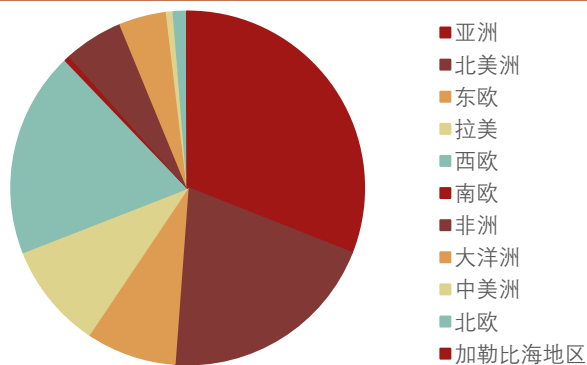


资料来源：ITC、招商证券

(2) 冰箱：各目的地全线增长，日韩西欧表现突出。

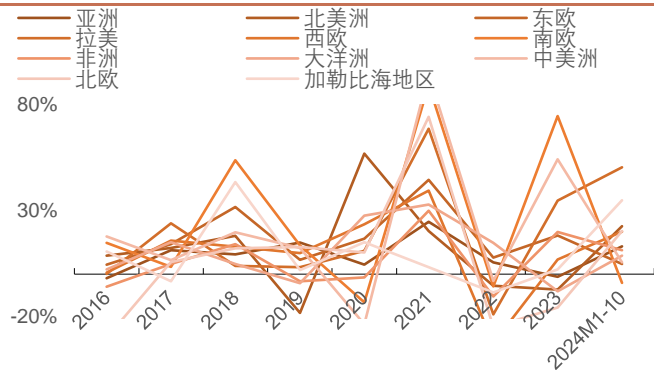
- 出口目的地相对分散。传统欧美发达地区占比较低，北美/ 西欧分别出口金额占比均在 20% 上下，亚洲占比最高达 30%，其中东盟占比高，拉美、东欧等相对欠发达地区占比均已接近 10%。
- 各目的地全线增长。2019-2023 年冰箱出口目的地实现全线正贡献，其中亚太及北美地区贡献最多，但东欧、拉美地区增速最快。分国家看，俄罗斯、墨西哥是 TOP10 目的地中增长最快的国家，增速分别高达 170%/ 134%，出口美国金额亦增长超 70%。根据产业在线，2024 年冰箱出口量 5188 万台，同比增至 18.6%。

图 31: 2024 年冰箱主要出口目的地分布 (%)



资料来源: ITC、招商证券;

图 32: 2015-2024 冰箱主要出口地金额变化 (千美元)

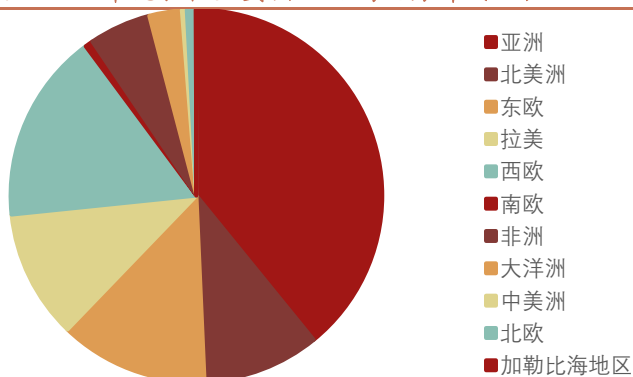


资料来源: ITC、招商证券

### (3) 洗衣机: 拉美等新兴市场贡献主要增量

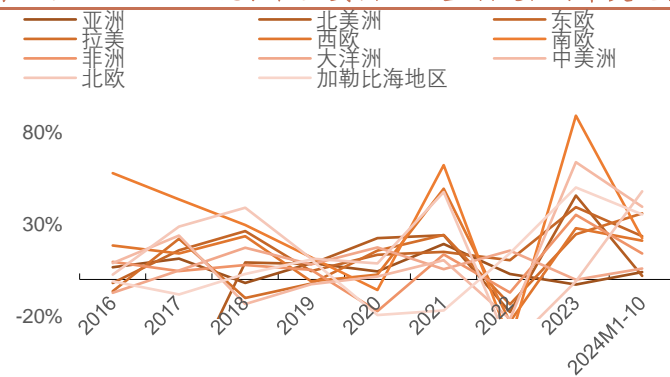
疫情后洗衣机出口除 2022 年略有下降外, 一直保持量额齐增发展态势, 2023-2024 连续两年保持双位数增幅, 根据产业在线统计, 2024 年洗衣机出口量 4511 万台, 同比增至 17.3%, 出口规模已经与内销规模旗鼓相当。目前洗衣机出口快速增长, 主要得益于产品结构升级, 其中 10Kg 以上大容量洗衣机出口额占比从 20%提升至 34%, 此外滚筒洗衣机保持高速增长。

图 33: 2024 年洗衣机主要出口目的地分布 (%)



资料来源: ITC、招商证券;

图 34: 2015-2024 洗衣机主要出口地金额变化 (千美元)



资料来源: ITC、招商证券

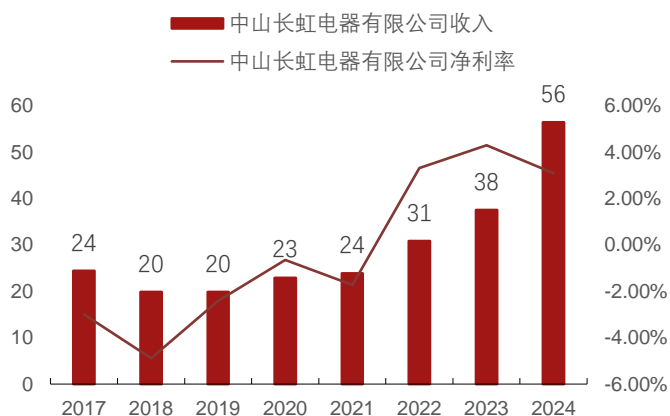
## 2、公司外销新兴市场占比高, 有望充分受益

公司外销规模快速增长, 表现亮眼。2022-2024 年公司外销规模从 50 亿左右增长翻倍突破 102 亿元。剖析背后快速发展, 离不开矩阵式管理、品牌&代工双轮驱动。

- **长美国际推动电商转型、产业协同发展。**2019 年长虹美菱国际营销总部成立后, 海外黑白电协同发展进一步加强, 公司切实推动电商转型战略落实: 依托在印尼、澳洲、欧洲、中东和巴基斯坦等地开设的海外子公司工厂优势和海外本土团队, 推动制造、营销推广、物流及售后服务能力的本土化, 逐步在澳洲、欧洲、东南亚等重点市场导入 CHiQ 品牌, 2023 年确立 Smart with Style 品牌主张, 2024 年品牌业务多点开花, 欧洲收入增长超 30%、澳洲增长超 40%、印尼增长 55%。

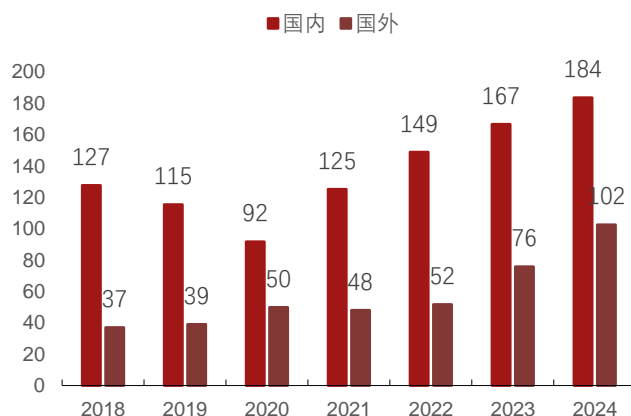
- **中山长虹：以空调出口为例，外销净利润明显提升。**中山长虹电器有限公司为空调出口业务主体，2020-2024 年从 23 亿元增至 56 亿，我们估计空调业务方面，公司新兴市场占海外营收的 70%以上，在中美、中东、南美区域表现亮眼。规模快速增长带动空调外销净利率改善至 3%左右，同海信处于同一水平。
- **冰洗出海：产品领先、品牌发力、效率提升、KA 加速、振兴欧洲、深耕亚非拉。**区域方面，做好根据地市场欧洲、澳洲、印尼，努力开拓新兴市场马来西亚、泰国、菲律宾等，目前欧洲占比最高在 30-40%。冰箱方面公司产品力更强，洗衣机借助冰箱客户资源实现借力腾飞。

图 35：长虹空调外销主体营收和净利率（亿元/%）



资料来源：公司公告、招商证券

图 36：长虹美菱内外销规模稳步上升（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

长虹系家电出海采取差异化战略，新兴市场为其首先开拓的市场，多年深耕构成外销基本盘。1998 年，以产品“走出去”为目标，公司开始全面开发国际市场。1999 年进入印尼，2006 年以捷克作为切入点进入欧洲市场，2010 年左右进入巴基斯坦和俄罗斯。直到 2016 年内以后公司才逐渐进入美国和西欧市场。

表 5：长虹系大家电国际化历史

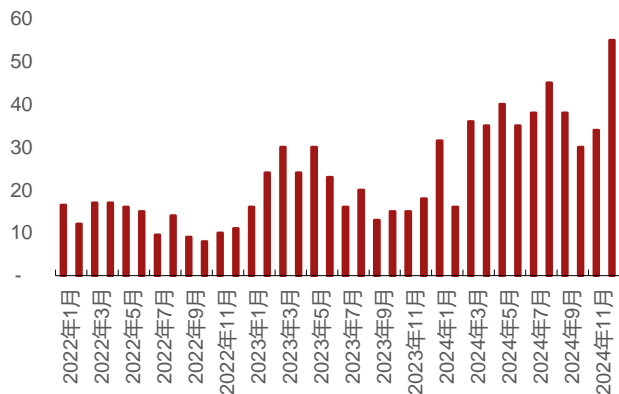
时间	进展
1998	1998 年，以产品“走出去”为目标，公司开始全面开发国际市场
1999	公司开始进入印度尼西亚市场。通过与当地企业以“装备和技术输出”加“品牌授权”的方式开展合作，快速打开印尼市场
2005	围绕“产品走出去、人员走出去、资本走出去和品牌走出去”，初步形成全球化经营布局
2006	在捷克启动建设年产 100 万彩电生产基地的投资项目
2009	调研巴基斯坦市场，2015 年建成冰箱工厂投产
2010	进入俄罗斯与中东市场
2012	长虹华意成功完成对 Cubigel 公司的收购，华意在欧洲市场占有率超 40%
2016	欧洲研发中心在捷克成立
2016	开始进入美国市场

资料来源：公司公告，钉科技，招商证券

公司外销白电高速增长，持续性强。2024 年公司外销冰箱、洗衣机迈入 400 万台左右的量级，相较 2022 年均分别实现翻倍以上的增长，主要受益新兴市场（拉美、中东非和东南亚）的增量。目前外销 ODM 占比 90%左右，后续有望进一步

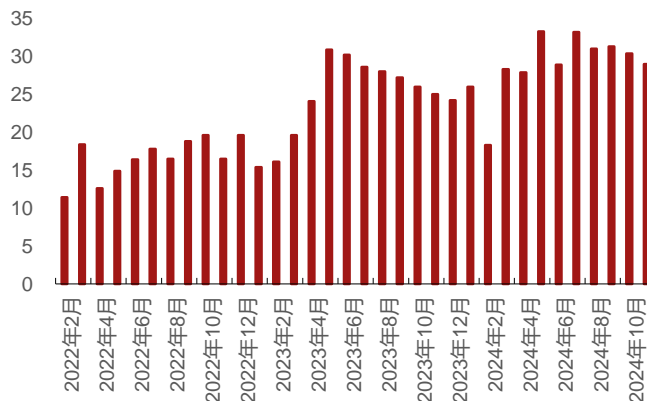
提升自主品牌占比。

图 37: 长虹空调外销量 (万台)



资料来源: 产业在线、招商证券

图 38: 长虹冰箱外销量 (万台)



资料来源: 产业在线、招商证券

我们认为除了新兴市场白电的渗透率提升逻辑之外,公司未来外销的看点还在于:

- **发达市场公司逐渐切入,有望在初期享受一定红利。**如欧洲市场公司建立起完整点的产研销一体化网络,以捷克作为大本营。根据长美国际披露,2024H1 长虹欧洲区营收同比增长超 60%。营销方面公司快速发力,以提升发达市场的自主品牌占比,自 2018 年 CHIQ 赞助多特蒙德足球俱乐部以来,品牌认知度迅速提升;2023 年,通过赞助 FIS 国际滑雪世界杯等系列赛事,拉近与当地消费者的距离。
- **长虹美菱国际区成立后,有望进一步给公司赋能。**2019 年,公司开始整合海外业务单元,成立长美国际区,黑白电协同速度明显加快;此外,公司和长虹集团之间的关联交易减少,集团内部利益关系也及进一步理顺。长美国际后续有望进一步赋能公司,在“电商转型、白电转型、聚焦主流渠道”的战略指导下,自主品牌和电商方面进一步开拓。

## 四、首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级

### 1、关键假设:

**空调业务:** 25 年内销受益以旧换新,外销新兴市场订单保持高增速,26 年国补政策延续性尚需观察,我们谨慎预计 2025-2027 年收入分别+20%、+5%、+5%。毛利率方面,受益于规模效应和公司产品结构升级,预计 2025-2027 年毛利率分别为 7.0%、7.3%、7.5%。

**冰箱冷柜:** 外销预计高速增长,内销美菱品牌有一定竞争力,受益以旧换新份额持续提升,预计 2025-2027 年收入分别+10%、+10%、+10%。毛利率方面,受益于产品力明显提升和渠道端的优化,有望持续改善,预计 2025-2027 年毛利率分别为 15.5%、16.0%、16.5%。

**洗衣机:** 体量小基数低,公司近年开始补足短板,我们预计 2025-2027 年收入分别+15%、+10%、+10%。毛利率方面,受益于规模效应,有望持续改善。

小家电及厨卫：预计保持稳健增长。2025-2027 年收入分别+5%、+0%、+0%。  
毛利率方面，预计保持稳定。

表 6：长虹美菱营收拆分（单位：亿元）

	2021 年报	2022 年报	2023 年报	2024 年报	2025E	2026E	2027E
空调收入	69	98	116	154	185	194	204
yoy	49%	42%	18%	33%	20%	5%	5%
毛利	5.0	10.1	10.3	10.7	13.7	15.8	17.7
毛利率	7.3%	10.3%	8.9%	7.0%	7.0%	7.3%	7.5%
冰箱、冰柜收入	82	77	91	96	105	116	127
yoy	6%	-6%	19%	5%	10%	10%	10%
毛利	12.2	13.2	17.3	14.8	19.3	21.1	22.9
毛利率	14.9%	17.2%	19.1%	15.4%	15.5%	16.0%	16.5%
洗衣机收入	7	8	13	17	20	22	24
yoy	43%	13%	76%	31%	15%	10%	10%
毛利	1.3	1.5	2.4	3.0	4.2	5.0	5.8
毛利率	20.0%	19.4%	18.1%	17.3%	18.0%	18.0%	18.0%
小家电及厨卫收入	13	16	18	15	16	16	16
yoy	16%	21%	15%	-19%	5%	0%	0%
毛利	1.8	2.0	2.3	1.9	2.1	2.1	2.1
毛利率	13.2%	12.3%	12.6%	12.5%	13.5%	13.5%	13.5%

资料来源：公司公告，招商证券

我们预计长虹美菱 2025-2027 年收入 330/353/377 亿元，同比增长 15%/7%/7%，  
归母净利润 8.3/9.8/11.8 亿元，同比增长 18%/19%/20%，对应 PE 动态估值 9/8/7  
倍，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级。

## 五、风险提示

- 1) 海外贸易战引发全球经济衰退，国内家电品牌出海受阻或引发国内产能过剩、  
进而带来行业竞争加剧，导致二线品牌利润率改善不及预期；
- 2) 政策补贴退坡风险。以旧换新推动以来各地反响很超预期，若 2026 年国补  
不持续，将对内销造成需求透支等负面影响；
- 3) 地产复苏不及预期影响。空调与地产有一定关联，若地产销售端改善不及预  
期将对空调行业造成持续拖累；
- 4) 原材料价格/海运费大幅上涨、人民币汇率大幅升值。公司原材料成本占比较  
高，外销占比超过 30%，原材料价格、海运费大幅上涨、人民币汇率大幅升  
值，将对企业的盈利能力造成不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	14668	17945	19754	21507	23418
现金	8841	10492	11227	12398	13714
交易性投资	39	72	72	72	72
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1634	1528	1761	1888	2017
其它应收款	83	135	156	167	179
存货	2023	3515	3999	4261	4531
其他	2049	2202	2538	2720	2905
<b>非流动资产</b>	4723	6027	5986	5947	5911
长期股权投资	113	82	82	82	82
固定资产	2137	2219	2291	2354	2409
无形资产商誉	984	1069	962	866	779
其他	1490	2658	2651	2646	2642
<b>资产总计</b>	<b>19392</b>	<b>23973</b>	<b>25739</b>	<b>27454</b>	<b>29329</b>
<b>流动负债</b>	12847	17169	18417	19526	20668
短期借款	1134	767	0	0	0
应付账款	9787	14066	16002	17052	18134
预收账款	406	610	694	739	786
其他	1520	1727	1721	1734	1748
<b>长期负债</b>	351	327	327	327	327
长期借款	108	0	0	0	0
其他	243	327	327	327	327
<b>负债合计</b>	<b>13198</b>	<b>17496</b>	<b>18744</b>	<b>19853</b>	<b>20995</b>
股本	1030	1030	1030	1030	1030
资本公积金	2806	2750	2750	2750	2750
留存收益	1989	2305	2794	3364	4054
少数股东权益	369	391	421	456	499
归属于母公司所有者权益	5825	6086	6574	7144	7835
<b>负债及权益合计</b>	<b>19392</b>	<b>23973</b>	<b>25739</b>	<b>27454</b>	<b>29329</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	2082	3970	1895	1619	1853
净利润	773	725	859	1020	1225
折旧摊销	379	430	388	385	382
财务费用	(105)	(157)	(100)	(100)	(100)
投资收益	(8)	(36)	(222)	(212)	(202)
营运资金变动	1040	3001	970	526	547
其它	4	7	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(400)	(1695)	(124)	(134)	(144)
资本支出	(274)	(325)	(346)	(346)	(346)
其他投资	(126)	(1371)	222	212	202
<b>筹资活动现金流</b>	582	(709)	(1036)	(314)	(392)
借款变动	570	(576)	(796)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(1)	(55)	0	0	0
股利分配	(93)	(309)	(340)	(414)	(492)
其他	106	231	100	100	100
<b>现金净增加额</b>	<b>2265</b>	<b>1566</b>	<b>735</b>	<b>1170</b>	<b>1316</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	24248	28601	32971	35346	37748
营业成本	20867	25411	28909	30806	32760
营业税金及附加	195	113	130	139	149
营业费用	1571	1477	1978	2085	2114
管理费用	361	360	462	495	528
研发费用	597	637	758	884	1019
财务费用	(119)	(169)	(100)	(100)	(100)
资产减值损失	(135)	(102)	(90)	(100)	(100)
公允价值变动收益	8	(87)	(10)	(20)	(30)
其他收益	147	196	196	196	196
投资收益	8	36	36	36	36
<b>营业利润</b>	802	815	966	1148	1380
营业外收入	15	11	11	11	11
营业外支出	8	12	12	12	12
<b>利润总额</b>	809	814	965	1147	1379
所得税	36	89	106	127	154
少数股东损益	32	25	30	36	43
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>741</b>	<b>699</b>	<b>828</b>	<b>984</b>	<b>1183</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	20%	18%	15%	7%	7%
营业利润	181%	2%	19%	19%	20%
归母净利润	203%	-6%	18%	19%	20%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.9%	11.2%	12.3%	12.8%	13.2%
净利率	3.1%	2.4%	2.5%	2.8%	3.1%
ROE	13.5%	11.7%	13.1%	14.3%	15.8%
ROIC	9.4%	7.8%	10.7%	12.7%	14.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	68.1%	73.0%	72.8%	72.3%	71.6%
净负债比率	6.7%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
速动比率	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
存货周转率	11.2	9.2	7.7	7.5	7.5
应收账款周转率	16.5	18.1	20.0	19.4	19.3
应付账款周转率	2.4	2.1	1.9	1.9	1.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.72	0.68	0.80	0.96	1.15
每股经营净现金	2.02	3.85	1.84	1.57	1.80
每股净资产	5.66	5.91	6.38	6.94	7.61
每股股利	0.30	0.33	0.40	0.48	0.57
<b>估值比率</b>					
PE	10.3	11.0	9.2	7.8	6.5
PB	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	16.4	16.5	12.0	10.5	9.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。