



公司研究 | 深度报告 | 美的集团 (000333.SZ)

解构龙头系列之三：

如何看待美的海外成长空间？

报告要点

公司自 2015 年开始推进海外代工业务向自主品牌业务的转型，现已构建起高中低端全覆盖的海外自主品牌矩阵，且近年持续深化全球本地化运营体系，渠道与生产能力均有显著增强，有望带动公司海外份额实现进一步提升。展望未来，据我们测算，当全球各地区家电拥有率触顶，行业仅由更新需求驱动时，公司白电产品海外长期稳态年销量较 2024 年均有数倍的空间，或成为公司持续增长的主要动力。

分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408

美的集团 (000333.SZ)

解构龙头系列之三： 如何看待美的海外成长空间？

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

引言

在国内白电产业的演进脉络中，美的、海尔、格力三大龙头呈现出差异显著的全球化进程，其中美的外销布局介于两者之间，在具备一定全球化基础的同时又保有可观的份额提升空间。当前，面对国内白电市场增量收窄的客观事实，公司长期发展的动力或主要来自于外销业务。该背景下，公司也将“全球突破”确立为战略主轴之一，正加速开拓海外高潜力增长极。

美的的全球化布局进程如何？

公司自 1986 年出海，早期以 OEM 模式为主，2015 年开始推进向自主品牌的转型。截至 2024 年，公司在海外已设有 22 个研发中心和 23 个主要生产基地，业务遍及 200 多个国家和地区。在此基础上，通过自主孵化及外延并购，公司已构建起涵盖 Midea、Toshiba、Comfee 和 Eureka 为主的海外智能家居业务多品牌矩阵。份额端来看，公司 2024 年以 6.7% 的全球大家电销量份额位列行业第三，其中在亚太与拉美地区表现较为强劲，在东欧与中东非市场也已形成一定规模，但在北美、西欧及澳新等成熟市场份额尚处较低水平。

美的当前在强化外销哪方面布局？

在已经构建起一定“研产销一体化”的基础后，公司 2020 年将全球化战略由“全球经营”升级为“全球突破”，进一步深化海外市场本地化运营体系。具体而言，公司近几年对外销业务的补强主要聚焦在渠道拓展与产能扩张方面：渠道端，公司持续提升海外销售网络的广度和深度，并将销售重心逐步移至线上市场；产能端，公司推进“中国供全球+区域供区域”模式，2021 年至 2024 年上半年合计新增海外产能六处，且 2025-2026 年预计仍有三处产能将实现投产。

美的海外 OBM 业务还有多大空间？

欧睿口径下，2024 年公司空调、冰箱、洗衣机产品全球销量分别为 3621 万、1060 万、1596 万台，其中海外销量分别为 730、349、459 万台。当全球各地区家电户均拥有量或拥有率触顶，行业仅由更新需求驱动，且公司海外份额也达到稳态时，我们预计公司空调、冰箱、洗衣机理论长期全球年销量将分别达 10367 万、2898 万、3711 万台，对应空间分别为 186%、173%、133%；其中，海外年销量分别达 6293 万、2016 万、2168 万台。基于此，我们认为公司白电业务长期空间广阔，外销或成为其规模持续增长的主要动力。

投资建议：把握持续深化全球布局，确定性增长的白电龙头

公司已构建起高中低端全覆盖的海外自主品牌矩阵，且近年持续深化全球本地化运营体系，渠道与生产能力均有显著增强，有望带动公司海外份额实现进一步提升。据我们测算，当全球各地区家电市场完全成熟，行业仅由更新需求驱动时，公司白电产品全球长期稳态年销量较 2024 年均有望有翻倍以上的空间，其中外销或成为公司持续增长的主要动力。当前，在公司外销业务高增长有望延续的基础上，家电内需还存在国补政策的有力拉动。基于此，我们认为公司增长前景可期，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 425.88、467.66 和 520.91 亿元，对应 PE 分别为 13.61、12.39 和 11.13 倍，维持“买入”评级。

风险提示

1、宏观经济波动风险；2、海外业务运营风险；3、原材料价格波动风险；4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

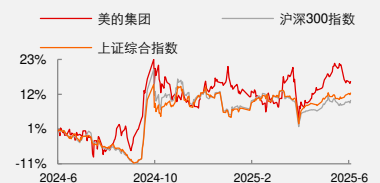
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	75.49
总股本(万股)	767,724
流通A股/B股(万股)	691,526/0
每股净资产(元)	30.00
近12月最高/最低价(元)	83.67/58.90

注：股价为 2025 年 6 月 11 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《C 端与 B 端共振，营收、业绩实现高增》2025-05-07
- 《经营延续较好态势，注重长期股东回报》2025-04-07
- 《内销韧性外销延续高增长，经营效率持续提升》2024-11-08



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言.....	6
美的的全球化布局进程如何?	6
美的如何推进海外业务?	7
美的海外自主品牌份额如何分布?	9
美的当前在强化外销哪方面布局?	12
发力布局电商渠道, 现已迎来有效转化	12
深化海外产能布局, 全球供应体系实现优化	14
美的自主品牌业务还有多大空间?	15
投资建议: 把握持续深化全球布局, 确定性增长的白电龙头	18
风险提示.....	19

图表目录

图 1: 2016-2024 年, 公司外销收入 CAGR 为 13%.....	6
图 2: 2016 年至今, 公司外销收入占比始终保持在 40%以上	6
图 3: 2024 年公司在海外共设有 22 个研发中心	7
图 4: 截至 2024 年, 公司在海外共设有 23 个主要生产基地	7
图 5: 公司海外业务收入规模 (单位: 亿元)	7
图 6: 1999-2014 年美的全球化布局进程.....	8
图 7: 公司“2+4+N”全球化研发网络	9
图 8: 2018 年至今, 公司研发费用率中枢提升	9
图 9: 2021 年公司海外自有品牌销售网点超 15 万家 (单位: 万家)	12
图 10: 2024 年全球各地区大家电产品渠道销量结构	13
表 1: 公司智能家居业务海外品牌矩阵	9
表 2: 2024 年各地区大家电销售量份额 TOP5 企业	10
表 3: 2024 年各地区空调销售量份额 TOP5 企业.....	10
表 4: 2024 年各地区冰箱销售量份额 TOP5 企业.....	11
表 5: 2024 年各地区洗衣机销售量份额 TOP5 企业	11
表 6: 2024 年美的集团旗下各品牌海外销售量份额	11
表 7: 公司近几年持续发展海外电商渠道.....	13
表 8: 2021 年以来, 公司加力建设海外产能	14
表 9: 公司 2021 年以来国内与海外产能情况梳理	15
表 10: 海外空调市场竞争格局及公司份额.....	15
表 11: 海外冰箱市场竞争格局及公司份额	16
表 12: 海外洗衣机市场竞争格局及公司份额	16
表 13: 公司长期稳态空调产品销量测算 (单位: 万台; 万户)	16
表 14: 公司长期稳态冰箱产品销量测算 (单位: 万台; 万户)	17
表 15: 公司长期稳态洗衣机产品销量测算 (单位: 万台; 万户)	17

表 16：公司收入和利润敏感性分析（单位：亿元） 19

引言

在国内白电产业的演进脉络中，美的、海尔、格力三大龙头呈现出差异显著的全球化进程。作为国牌出海的先行者，海尔凭借全球创牌与并购整合已连续 16 年保持全球大家电零售量榜首，其成熟的全球化体系已进入深度运营阶段。格力近年来虽在海外市场持续深化布局，但整体业务规模与全球市场份额仍处于培育拓展阶段。相比之下，美的的全球化进程介于两者之间，在具备一定全球化基础的同时又保有可观的份额提升空间。当前，面对国内白电市场增量收窄的客观事实，美的长期发展的动力或主要来自于外销业务。该背景下，公司也将“全球突破”确立为战略主轴之一，正加速开拓海外高潜力增长极。为系统研判美的国际化路径的空间与可持续性，本篇报告旨在回答以下三个问题：**美的的全球化进程到底到了什么阶段？其当前正在强化哪方面的布局？其自主品牌业务长期来看还有多大的空间？**

美的的全球化布局进程如何？

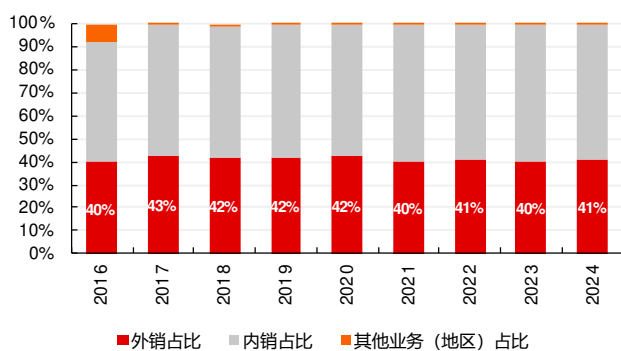
从“全球经营”到“全球突破”，国际化始终是美的不变的战略。从美的近几年报表数据来看，公司海外业务收入规模已连续 8 年超千亿，收入占比已连续 9 年超过 40%，并且自 2021 年公司提出要强化海外自有品牌建设后，其海外 OBM 业务增长迅速，2024 年达到海外智能家居业务收入的 43%。在此基础上，截至 2024 年，公司在全球已拥有超过 400 家子公司，在海外已设有 22 个研发中心和 23 个主要生产基地。

图 1：2016-2024 年，公司外销收入 CAGR 为 13%



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 2：2016 年至今，公司外销收入占比始终保持在 40% 以上



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：2024 年公司在海外共设有 22 个研发中心



资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 4：截至 2024 年，公司在海外共设有 23 个主要生产基地



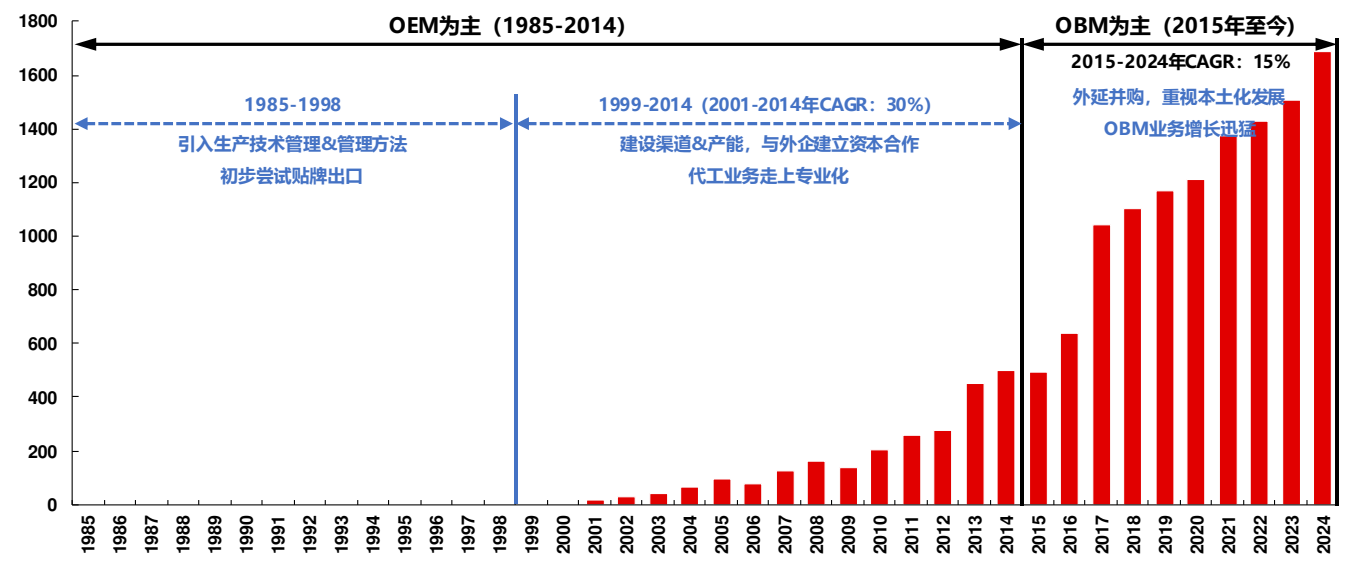
资料来源：公司官网，长江证券研究所

美的如何推进海外业务？

从结果出发，公司已成为国内出海最为成功的家电企业之一。那么，美的的全球化战略是如何推进的呢？

美的自成立之初便开始探索外销业务，1986 年在国内市场竞争激烈的背景下率先走向海外市场，提出“不与国内同行争天下，走出国门闯市场”的战略。有异于海尔的品牌出海或者 TCL 的大举收购，美的早期选择较为稳健的贴牌代工模式，直到 2015 年才设立美的国际总部，推动外销模式以“OEM 为主”向以“OBM 为主”的转变。因此，根据公司出海方式的差异，美的国际化进程大致可被分为 1985-2014 年（以 OEM 为主）以及 2015 年至今（以 OBM 为主）两个主要阶段；其中，按照公司对外销业务的重视程度以及布局力度，1985-2014 年又可被进一步划分为“尝试期”与“专业化时期”。

图 5：公司海外业务收入规模（单位：亿元）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所（注：2013 之前为美的电器数据）

第一阶段（1985-1998）：出海尝试期

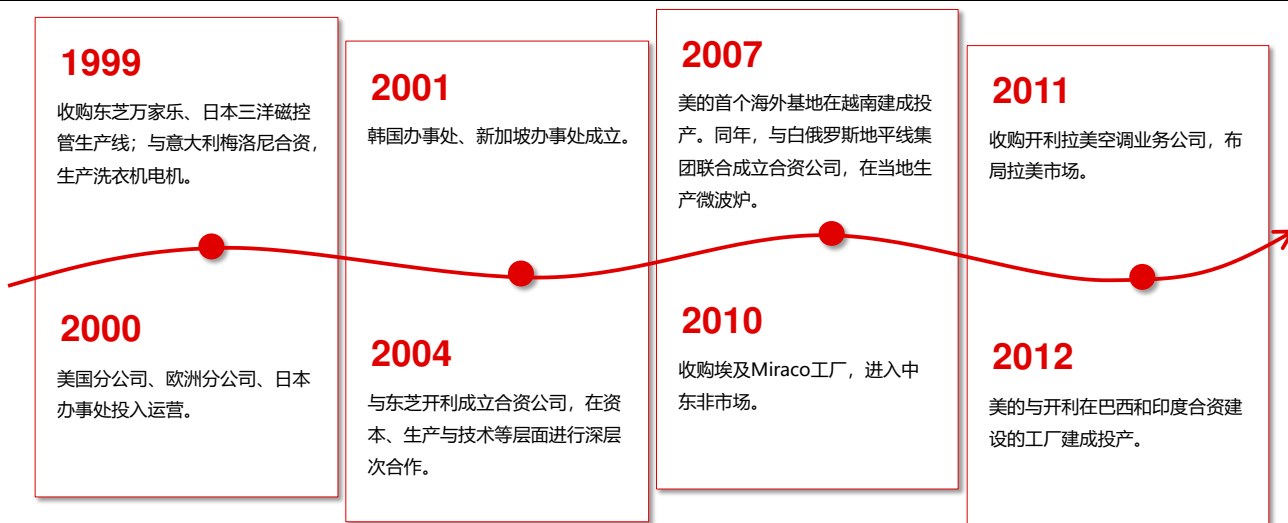
上个世纪八十年代，中国家电产业仍处于萌芽期，为应对更严格的国际标准，美的于1985年组成考察团赴日学习，并引进日本企业先进的生产技术和管方法，迈出全球化战略的第一步。次年，美的转页扇开始以OEM形式向海外出口。在1988年取得国家机电产品出口基地资格，获得自营进出口权后，美的代工业务迎来快速发展，当年即实现出口创汇810万美元，次年提升至1400万美元。此外，1993年开始，美的与日本东芝在空调领域正式建立技术合作，对公司产品竞争力进行持续补强。**总结来看，美的外销发展初期基本以学习精进为主，并未贸然做出过多投入，但凭借较强的生产能力，截至1999年，其海外市场销售额已连续七年位居国内家电企业首位**

第二阶段（1999-2014）：代工专业化时期

出口达到一定规模后，美的明显加大投入力度，外销体系走向专业化。该阶段，美的将全球化的重心放在渠道铺设与产能扩张上，具体来看：

- **渠道方面**，美的美国分公司、欧洲分公司和日本办事处于2000年投入运营，韩国与新加坡办事处也于次年成立。值得关注的是，美的推广自有品牌是从发展中国家开始，但是建立海外分支机构却直接从欧美等发达国家开始；其主要原因是自有品牌推广之初不能与代工业务冲突，以避免与客户产生同业竞争，而设立海外分公司（办事处）的核心目的就是要直接服务大客户，同时也有利于美的收集市场信息，向国际标杆学习。
- **产能方面**，为更好地满足外销需求，1999年起，美的逐步推进海外产能建设。但公司对海外建厂的态度相对保守，除了越南生产基地之外，其余海外产能基本都是通过合资或者收购的方式获取。该模式一方面能够降低资本开支，适当降低公司风险，另一方面可以快速获得成熟产能，实现较高的生产效率。

图 6：1999-2014 年美的全球化布局进程

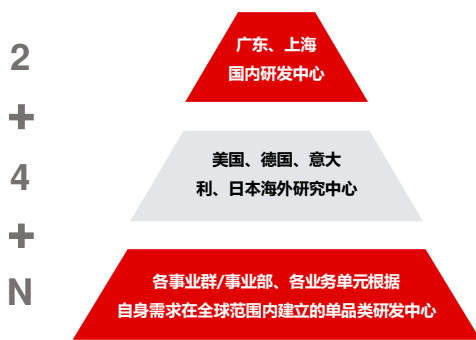


资料来源：公司公告，美的集团官网，新华网，上海证券报，第一财经日报，制冷快报，长江证券研究所

第三阶段（2015 年至今）：自主品牌发力期

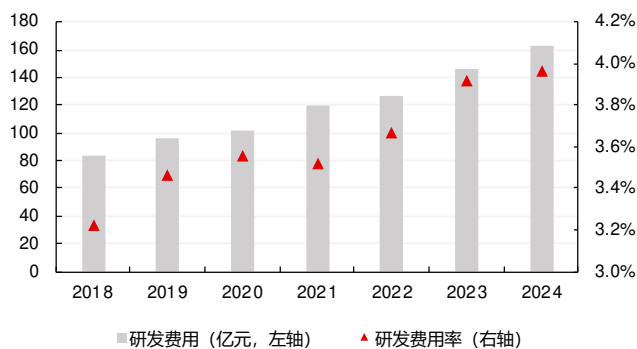
在中国劳动力成本持续上涨，OEM 的成本优势逐渐削弱的背景下，2015 年美的设立美的国际总部，推进海外代工业务向自主品牌的转型。为突破贴牌代工模式下被动遵循客户标准的局限，实现自主品牌对产品创新研发的主导权，美的于 2015 年在美国、德国、新加坡、韩国、日本及意大利设立海外研发中心，针对国际市场需求展开技术攻关；目前已形成“2+4+N”全球化研发网络，面向全球吸纳研发人才，以充分整合全球研发资源，因地制宜围绕不同市场的用户需求实现本土化研发。完善的全球化研发体系下，美的 2020 年获得海外授权专利 570 件，连续五年位居行业第一，2021 年海外发明专利授权进一步提升至 1000 件以上。

图 7：公司“2+4+N”全球化研发网络



资料来源：公司 ESG 报告，长江证券研究所

图 8：2018 年至今，公司研发费用率中枢提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

在此基础上，针对欧美及日本等成熟市场家电品牌高度集中且消费者品牌忠诚度稳固的特征，为降低市场准入门槛，公司在 2016 年通过战略收购东芝白电及伊莱克斯旗下北美高端吸尘器品牌 Eureka，构建起涵盖 Midea、Toshiba、Comfee 和 Eureka 为主的海外智能家居业务多品牌矩阵。该举有利于美的快速获取东芝在海外的渠道、专利及高端品牌认知，并通过 Midea 和 Comfee 品牌主攻性价比市场，形成高中低端全覆盖的协同效应，为自主品牌全球化奠定基础。

表 1：公司智能家居业务海外品牌矩阵

品牌	品牌定位	主要产品	销售地区
Midea	中端	白电、厨电、小家电、清洁电器等	亚洲、欧洲、非洲、南美洲、北美洲、大洋洲
TOSHIBA	中高端	白电、厨电、小家电、清洁电器等	亚洲、欧洲、非洲、南美洲、北美洲、大洋洲
comfee	年轻化	白电、小家电	亚洲、欧洲、北美洲
eureka	专业垂直	清洁电器	欧洲、北美洲

资料来源：美的集团海外官网，各品牌官网，长江证券研究所

美的海外自主品牌份额如何分布？

根据欧睿数据显示，2024 年美的集团整体以 6.7% 的全球大型家电销售量份额位列行业第三，仅次于海尔智家的 17.4% 和英国 Beko 的 7.1%；其中，公司体系内，美的、小天鹅和东芝品牌全球销量份额分别为 4.3%、1.6% 及 0.8%（见“表 6”）。分区域看，公司

在亚太与拉美地区表现较为强劲，分别以 13.2%和 5.2%的份额跻身区域前五，在东欧与中东非市场也已形成一定规模（份额分别为 4.1%和 3.8%），但在北美、西欧及澳新等成熟市场，美的份额尚处较低水平。基于此，我们认为美的全球化布局更加聚焦于新兴市场，该战略导向或主要基于两大核心考量：从市场潜力来看，新兴市场家电渗透率仍存在显著提升空间，具备更强的可持续增长潜力；从竞争环境来看，新兴市场的头部企业尚未构建起较强的领先优势，相对分散的市场格局为美的等后来者提供了更有利的竞争空间。

表 2：2024 年各地区大家电销售量份额 TOP5 企业

排名	全球	北美	拉美	东欧	西欧	澳新	亚太	中东非
1	海尔 (17.4%)	海尔 (24.5%)	惠而浦 (18.4%)	Beko (20.1%)	Beko (23.6%)	海尔 (15.2%)	海尔 (25.9%)	Beko (18.8%)
2	Beko (7.1%)	惠而浦 (22.9%)	伊莱克斯 (13.7%)	海尔 (13.6%)	博西家电 (20.8%)	伊莱克斯 (13.5%)	美的 (13.2%)	LG (10.6%)
3	美的 (6.7%)	LG (10.0%)	Mabe (8.8%)	海信 (9.6%)	海尔 (8.0%)	LG (11.4%)	LG (6.3%)	三星 (7.2%)
4	惠而浦 (6.4%)	三星 (10.0%)	美的 (5.2%)	伊莱克斯 (6.1%)	伊莱克斯 (7.7%)	三星 (9.3%)	三星 (5.8%)	博西家电 (5.2%)
5	三星 (6.0%)	伊莱克斯 (6.9%)	LG (4.4%)	博西家电 (5.5%)	三星 (4.6%)	惠而浦 (5.5%)	松下 (4.1%)	海尔 (4.7%)
若 TOP5 无美的，其份额 (排名):								
		0.2% (16)		4.1% (7)	0.3% (26)	1.3% (13)		3.8% (7)

资料来源：欧睿，长江证券研究所（注：Beko 为原“阿齐利克”，下同；“-”代表份额未超过 0.1%，下同）

具体到白电各细分品类，公司空调产品当前处于相对领先地位，2024 年以 20%的全球销量份额位居行业首位。区域维度，公司空调业务在亚太、拉美和北美地区表现较优，销量市占率分别高达 22.6%、19.2%及 11.7%，其中亚太与北美区域主要依托美的品牌实现市场突破，拉美地区的多品牌布局则更为完善，美的、Springer（开利公司旗下拉美空调品牌）和开利品牌分别占 8.9%、8.2%和 1.9%。

表 3：2024 年各地区空调销售量份额 TOP5 企业

排名	全球	北美	拉美	东欧	西欧	澳新	亚太	中东非
1	美的 (20.0%)	海尔 (31.1%)	美的 (19.2%)	海尔 (33.9%)	Beko (15.9%)	大金 (13.6%)	美的 (22.6%)	海尔 (18.3%)
2	格力 (18.5%)	美的 (11.7%)	LG (16.4%)	格力 (15.9%)	海尔 (9.4%)	富士通 (11.8%)	格力 (22.2%)	格力 (11.3%)
3	海尔 (13.4%)	LG (10.5%)	三星 (7.4%)	大金 (8.4%)	大金 (7.6%)	三菱 (7.5%)	海尔 (12.3%)	LG (10.1%)
4	LG (4.3%)	伊莱克斯 (3.0%)	惠而浦 (6.9%)	LG (6.3%)	三星 (6.0%)	伊莱克斯 (4.7%)	大金 (3.9%)	开利 (5.3%)
5	大金 (3.8%)	大金 (3.0%)	Airpac (6.4%)	美的 (5.8%)	美的 (6.0%)	汀普莱斯 (4.6%)	TCL (3.8%)	美的 (5.2%)
若 TOP5 无美的，其份额 (排名):								
						0.1% (13)		

资料来源：欧睿，长江证券研究所

冰箱领域公司表现相对平淡，2024 年全球销量份额为 6.2%，位居行业第六，其中亚太、拉美和中东非市场份额分别为 10.3%、5.4%和 4.0%。

表 4: 2024 年各地区冰箱销售量份额 TOP5 企业

排名	全球	北美	拉美	东欧	西欧	澳新	亚太	中东非
1	海尔 (22.8%)	海尔 (26.0%)	惠而浦 (25.7%)	Beko (28.2%)	Beko (24.8%)	伊莱克斯 (19.3%)	海尔 (33.6%)	Beko (19.4%)
2	惠而浦 (7.1%)	惠而浦 (19.8%)	伊莱克斯 (18.9%)	海尔 (15.8%)	博西家电 (19.6%)	海尔 (16.3%)	美的 (10.3%)	海信 (11.2%)
3	三星 (7.0%)	伊莱克斯 (13.5%)	Mabe (7.0%)	海信 (8.9%)	海尔 (8.7%)	三星 (15.7%)	三星 (7.9%)	LG (10.1%)
4	Beko (6.6%)	三星 (7.9%)	美的 (5.4%)	三星 (5.8%)	伊莱克斯 (7.4%)	海信 (13.1%)	LG (7.5%)	三星 (6.1%)
5	LG (6.4%)	LG (7.5%)	三星 (5.3%)	伊莱克斯 (5.1%)	三星 (4.8%)	LG (12.9%)	海信 (6.5%)	海尔 (5.9%)
若 TOP5 无美的, 其份额 (排名):								
	6.2% (6)	0.6% (10)	-	0.4% (19)	0.8% (10)			4.0% (6)

资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

此外, 公司洗衣机业务全球竞争力介于空调与冰箱之间, 2024 年以超 10% 的销量份额位居全球第二, 仅次于行业龙头海尔智家。与冰箱品类相似, 公司洗衣机业务主攻发展中国家较为密集的区域, 其亚太、拉美和中东非市场份额分别为 18.1%、8.5% 及 7.5%。值得注意的是, 不同于空调业务全球统一采用美的品牌主导的策略, 公司在中东非市场的冰箱、洗衣机业务以东芝品牌为核心展开运营, 美的品牌市占率在该地区处于相对较低水平。

表 5: 2024 年各地区洗衣机销售量份额 TOP5 企业

排名	全球	北美	拉美	东欧	西欧	澳新	亚太	中东非
1	海尔 (23.1%)	惠而浦 (33.8%)	惠而浦 (16.0%)	Beko (26.6%)	Beko (31.6%)	海尔 (26.7%)	海尔 (33.8%)	LG (17.1%)
2	美的 (10.4%)	海尔 (22.1%)	伊莱克斯 (11.4%)	海尔 (17.9%)	博西家电 (21.0%)	LG (17.1%)	美的 (18.1%)	Beko (13.5%)
3	LG (8.7%)	LG (14.9%)	Mabe (11.0%)	海信 (9.5%)	海尔 (13.2%)	伊莱克斯 (11.5%)	LG (8.6%)	三星 (12.9%)
4	Beko (7.9%)	三星 (14.1%)	美的 (8.5%)	伊莱克斯 (7.3%)	伊莱克斯 (8.3%)	惠而浦 (7.7%)	三星 (6.9%)	美的 (7.5%)
5	三星 (7.8%)	伊莱克斯 (4.5%)	三星 (6.6%)	三星 (6.9%)	三星 (5.4%)	博西家电 (7.3%)	松下 (5.1%)	海尔 (6.6%)
若 TOP5 无美的, 其份额 (排名):								
	0.1% (7)		5.2% (7)	0.6% (10)	0.1% (11)			

资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

表 6: 2024 年美的集团旗下各品牌海外销售量份额

	全球	北美	拉美	东欧	西欧	澳新	亚太	中东非
大家电								
美的	4.3%	0.2%	5.2%	4.1%	0.3%	1.3%	7.8%	1.1%
东芝	0.8%	-	-	-	-	-	1.5%	2.7%
小天鹅	1.6%	-	-	-	-	-	3.8%	-
华凌	-	-	-	-	-	-	0.1%	-
空调								
美的	18.6%	10.9%	8.9%	5.6%	4.1%	0.1%	21.8%	5.2%
东芝	0.5%	-	-	0.1%	0.3%	-	0.6%	-

Springer	0.4%	-	8.2%	-	-	-	-	-
开利	0.3%	-	1.9%	-	-	-	0.2%	-
Comfee	0.1%	0.8%	-	-	1.5%	-	-	-
冰箱								
美的	5.2%	0.6%	5.4%	-	0.3%	0.8%	8.6%	1.5%
东芝	0.9%	-	-	-	-	-	1.5%	2.6%
华凌	0.1%	-	-	-	-	-	0.2%	-
洗衣机								
美的	3.6%	0.1%	8.5%	5.2%	0.6%	0.1%	4.8%	0.7%
东芝	1.2%	-	-	-	-	-	1.8%	6.9%
小天鹅	5.5%	-	-	-	-	-	11.5%	-

资料来源：欧睿，长江证券研究所

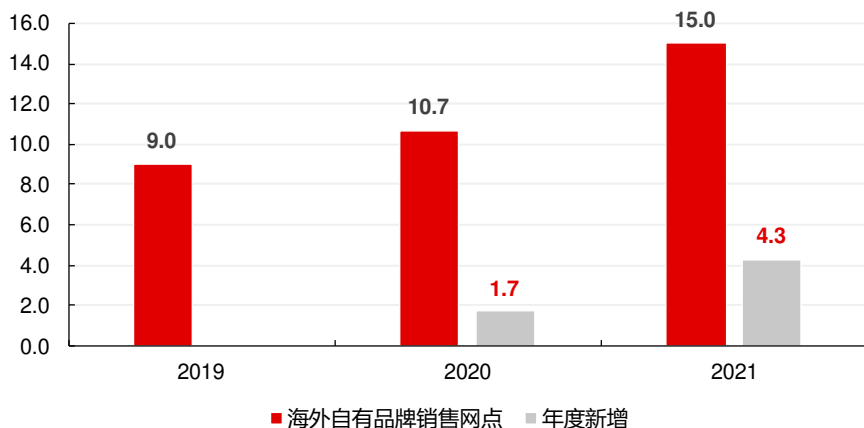
美的当前在强化外销哪方面布局？

在已经构建起一定“研产销一体化”的基础后，美的 2020 年将全球化战略主轴由“全球经营”升级为“全球突破”，进一步深化海外市场本地化运营体系。具体而言，美的最近几年对外销业务的补强主要聚焦在渠道拓展与产能扩张方面。

发力布局电商渠道，现已迎来有效转化

美的海外 OBM 业务以经销模式为主，且经营重心逐步转向电商渠道。线下渠道来看，公司持续提升海外销售网络的广度和深度，拓展销售网点的覆盖面，2021 年其海外自有品牌销售网点已超过 15 万家，较 2019 年增加约 6 万家。

图 9：2021 年公司海外自有品牌销售网点超 15 万家（单位：万家）

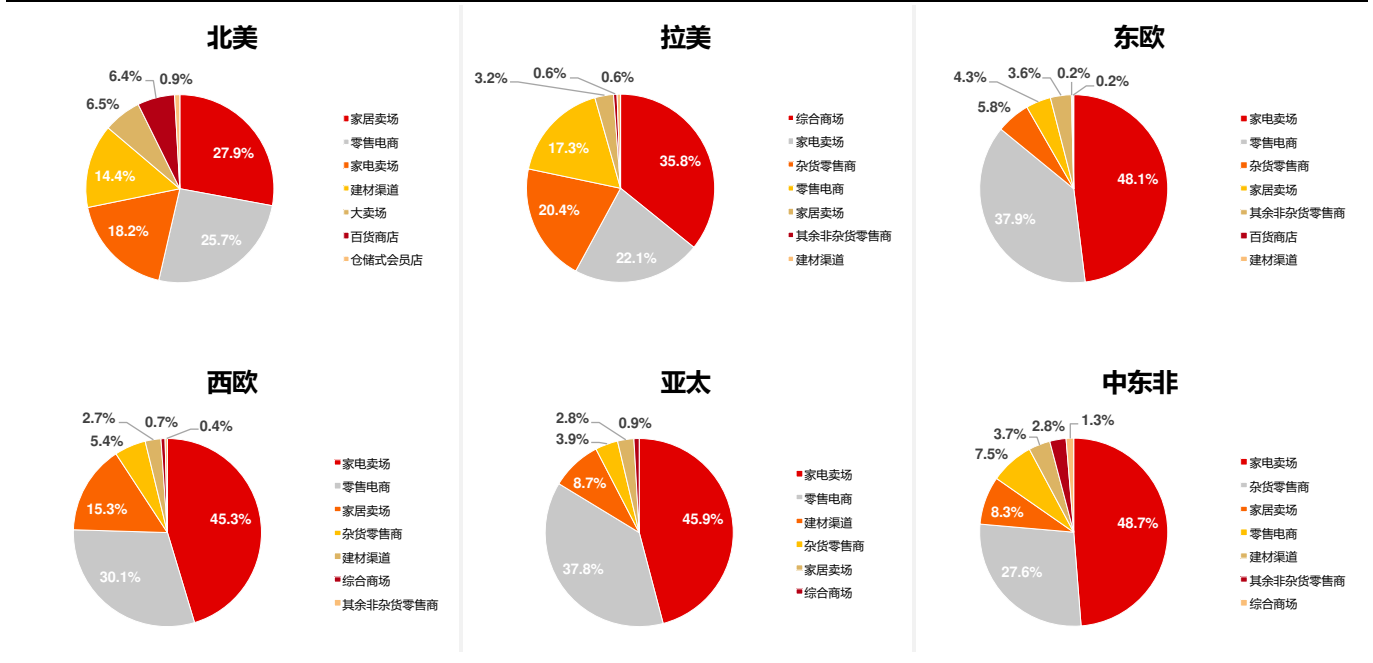


资料来源：公司公告，长江证券研究所

在此基础上，一方面随着电商渠道的快速发展，全球家电消费有逐步向线上转移的趋势，另一方面美的作为非本土品牌，进驻欧美等主要连锁渠道存在一定挑战，公司现阶段明显将海外渠道布局的重心放在线上市场。根据欧睿国际数据，家电（家居）连锁与综合商场当前仍是海外家电最主要的销售渠道，但是近几年零售电商的结构占比显著提升，其中 2024 年东欧、亚太、西欧与北美地区大家电产品电商渠道销量占比已分别高达

37.9%、37.8%、30.1%和 25.7%，均在当地细分渠道中位列第二；拉美和中东非等新兴市场由于家电电商起步较晚，目前渗透率处于快速提升阶段，对比其余发达地区长期发展空间较为广阔。

图 10：2024 年全球各地区大家电产品渠道销量结构



资料来源：欧睿，长江证券研究所

公司层面，美的 2018 年与美国亚马逊及俄罗斯速卖通平台达成业务合作，并持续丰富海外电商布局，2020 年实现 Amazon、Shopee、Lazada 等全球主要电商的全覆盖，并同步开拓数个海外区域性电商平台。2021 年，公司正式组建海外电商公司及 IT 系统专项团队，同时公司多年的海外渠道投入也迎来了有效转化，后续几年美的海外电商销售额保持较快增长。截至 2023 年，公司海外电商业务已覆盖全球 30 多个主要国家或地区，多年电商运营经验也使公司爆款打造能力显著提高，2023 年在 BFCM、Prime Day 等海外购物节期间拥有超 100 款产品进入所属品类畅销名单，并在 20 余个品类中位列销售前十名。

表 7：公司近几年持续发展海外电商渠道

年份	海外电商布局&成就
2018	加快拓展海外电商业务，与美国亚马逊达成全品类合作，开启和俄罗斯速卖通平台的业务合作等。
2019	加快电商运营网络建设，初步形成海外电商运营的中、后台体系。在主要家电品类中均推出爆款产品，其中多款排名同类产品首位，并获得 Bestseller、Amazon Choice 推荐标签。
2020	完善全球电商运营体系，遍布数十个核心市场，同时进一步完善电商平台布局，实现对 Amazon、Ali-express、Flipkart、Shopee、Lazada 等全球主要电商平台的全覆盖，同步开拓德国 Otto、巴西 Submarino 和 Shoptime、美国 Wayfair 等区域性电商平台。
2021	成立海外电商公司并组建电商 IT 系统专项团队； 公司海外电商销售额实现同比增长 65% ，在美国、英国、德国、意大利、巴西的电商平台拥有超过 40 款 Best Seller 产品，并在美国亚马逊的 8 个细分品类中进入销售前三。
2022	公司海外电商销售收入同比增长 14% ，并持续推动产品结构优化， 海外线上渠道自主品牌产品均价提升 20%以上 。

2023	公司海外电商销售收入同比增长 16% ，电商业务已覆盖全球 30 多个主要国家或地区；同时持续打造爆款单品，在 BFCM、Prime Day 等海外电商购物节期间拥有超过 100 款产品进入所属品类畅销榜单，并在 20 多个品类中位列销售前十名。
2024	公司海外电商销售收入同比增长 50%以上，实现规模与盈利双增长。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

深化海外产能布局，全球供应体系实现优化

公司近年来持续优化海外制造布局，自 2021 年起推进“中国供全球+区域供区域”模式，旨在应对贸易保护主义带来的关税等政策风险；并且，通过在当地设立生产基地，公司能够更好地贴近市场，降低成本，提高产品交付速度及响应质量，为提升全球竞争力构筑优势。

与此前合资或收购的模式不同，公司现阶段基本以自建的方式建设全球产能，2021 年至 2024 年合计新增海外产能六处。此外，根据美的集团港股招股说明书，2025-2026 年，公司印尼冰洗生产基地、泰国冰箱生产基地与埃及洗衣机生产基地预计也将实现投产。值得关注的是，公司新设的海外基地全部集中在地理位置较为优越的发展中国家，在享受其相对低廉的劳动力成本的同时可有效辐射周边地区的需求，例如公司埃及产能主要覆盖欧洲、中东与非洲区域，巴西产能主要覆盖美洲区域，泰国产能主要覆盖东南亚区域等。

表 8：2021 年以来，公司加力建设海外产能

年份	海外产能布局
2021	埃及冰箱、洗衣机和热水器生产基地完成投产， 覆盖中东与非洲地区。 泰国日立压缩机公司收购项目完成交割，大幅提高冰箱压缩机产能， 提升核心零部件全球供应能力。
2022	泰国空调新基地完成建设和投产， 进一步完善东南亚区域制造布局。
2023	12 月，美的埃及冰箱及洗衣机新基地（公司在埃及的第三个制造基地）正式奠基， 将辐射埃及本土、中东非与欧洲市场需求。 3 月，美的智能制造泰国科技产业园正式动工， 将进一步提升美的暖通产品的全球市场竞争力。
2024	12 月，美的巴西新工厂举行量产仪式，该工厂年产能超 100 万台，已投产多款绿色智能冰箱和洗衣机， 有效覆盖美洲市场需求。 根据美的 H 股招股说明书，公司印度厨电生产基地和印度尼西亚家用空调生产基地于 2024 年投产。
2025	印度尼西亚冰洗生产基地、泰国冰箱生产基地预计将实现投产。
2026	埃及洗衣机生产基地预计将实现投产。

资料来源：公司公告，美的集团港股招股说明书，艾肯网，和讯网，长江证券研究所

具体产能情况来看，2021-2023 年，公司空调产品国内&海外合计设计产能减少 313 万台至 8981 万台，但其中海外由期初的未设计产能大幅提升至 180 万台，并且仅 2024 年 1-4 月份来看，公司海外空调产能已高达 230 万台，占空调海外内合计产能的比例也提升至 6.5%。2021-2023 年，公司洗衣机&冰箱产品全球产能虽增加 1047 万台，但主

要由国内贡献，海外产能仅增加 48 万台。与空调品类相似，2021-2023 年，公司厨电及其他家电全球产能有所减少，但海外产能增加超 40%，占比小幅提升 1pct 至 3%。

表 9：公司 2021 年以来国内与海外产能情况梳理

	2021		2022		2023		2024 M1-M4	
	中国	海外	中国	海外	中国	海外	中国	海外
设计产能 (万台):								
空调	9295	-	8767	21	8801	180	3315	230
洗衣机和冰箱	5861	184	6174	311	6861	231	2310	83
厨电及其他家电	33302	675	34291	906	29668	949	10331	315
产能占比:								
空调	100.0%	0.0%	99.8%	0.2%	98.0%	2.0%	93.5%	6.5%
洗衣机和冰箱	97.0%	3.0%	95.2%	4.8%	96.7%	3.3%	96.6%	3.4%
厨电及其他家电	98.0%	2.0%	97.4%	2.6%	96.9%	3.1%	97.0%	3.0%

资料来源：美的集团港股招股说明书，长江证券研究所

需要注意的是，由于 2024 年 4 月份之后公司仍有多处海外产能实现投产，当前产能规模及产能结构与上表或存在较大差异。但是，整体来看，公司近几年 C 端业务的生产制造环节向海外转移的趋势已较为明显。

美的自主品牌业务还有多大空间？

为测算公司全球自主品牌业务的长期空间，我们首先基于当地市场竞争格局及公司实际布局情况对其在海外各个市场的长期稳态份额做出假设。

- 空调品类：**竞争格局方面，北美、东欧与亚太地区空调行业市场集中度较高，销售量 CR3 份额分别为 53.3%、58.2% 和 57.1%，CR5 分别为 59.3%、70.3% 和 64.8%，格局稳定的情况下公司份额提升空间相对有限。拉美、西欧、澳新与中东非市场竞争格局仍相对分散，份额提升潜力较大。综合来看，我们假设公司空调产品在北美、拉美、东欧、西欧、澳新、亚太与中东非的长期销量端市场份额将分别提升至 15.0%、25.0%、8.0%、8.0%、5.0%、25.0% 和 20.0%。

表 10：海外空调市场竞争格局及公司份额

	中国	北美	拉美	东欧	西欧	澳新	亚太	中东非
CR3	73.3%	53.3%	43.0%	58.2%	32.9%	32.9%	57.1%	39.7%
CR5	83.2%	59.3%	56.3%	70.3%	44.9%	42.2%	64.8%	50.2%
2024 年公司份额	29.0%	11.7%	19.2%	5.8%	6.0%	0.1%	22.6%	5.2%
2024 年份额排名	2	2	1	5	5	13	1	5
假设公司稳态份额	29.0%	15.0%	25.0%	8.0%	8.0%	5.0%	25.0%	20.0%

资料来源：欧睿，长江证券研究所（注：均为销量端份额）

- 冰箱品类：**冰箱由于普及时间更早，市场也更加成熟，全球仅中东非地区市场集中度相对较低。值得关注的是，相较于空调品类，公司冰箱产品在东欧与西欧市场销

售量份额较低，或主要与公司在该地区的品类推广节奏有关；考虑到公司已设立埃及冰洗生产基地以覆盖欧洲需求，我们认为公司在欧洲冰箱品类的份额提升可期。假设公司冰箱产品在北美、拉美、东欧、西欧、澳新、亚太与中东非的长期销量端市场份额将分别提升至 5.0%、12.0%、5.0%、5.0%、5.0%、15.0%和 12.0%。

表 11：海外冰箱市场竞争格局及公司份额

	中国	北美	拉美	东欧	西欧	澳新	亚太	中东非
CR3	75.5%	59.3%	51.6%	52.9%	53.1%	51.3%	51.8%	40.7%
CR5	86.8%	74.7%	62.3%	63.8%	65.3%	77.3%	65.8%	52.7%
2024 年公司份额	15.9%	0.6%	5.4%	-	0.4%	0.8%	10.3%	4.0%
2024 年份额排名	2	10	4	-	19	10	2	6
假设公司稳态份额	15.9%	5.0%	12.0%	5.0%	5.0%	5.0%	15.0%	12.0%

资料来源：欧睿，长江证券研究所（注：均为销量端份额）

➤ **洗衣机品类：**洗衣机海外市场竞争环境及公司布局进度与冰箱品类较为类似，假设公司洗衣机产品在北美、拉美、东欧、西欧、澳新、亚太与中东非的长期销量端市场份额将分别提升至 5.0%、12.0%、8.0%、5.0%、5.0%、20.0%和 15.0%。

表 12：海外洗衣机市场竞争格局及公司份额

	中国	北美	拉美	东欧	西欧	澳新	亚太	中东非
CR3	84.1%	70.8%	38.4%	54.0%	65.8%	55.3%	60.5%	43.5%
CR5	91.6%	89.4%	53.5%	68.2%	79.5%	70.3%	72.5%	57.6%
2024 年公司份额	27.7%	0.1%	8.5%	5.2%	0.6%	0.1%	18.1%	7.5%
2024 年份额排名	2	7	4	7	10	11	2	4
假设公司稳态份额	27.7%	5.0%	12.0%	8.0%	5.0%	5.0%	20.0%	15.0%

资料来源：欧睿，长江证券研究所（注：均为销量端份额）

在此基础上，1) 假设国内冰箱、洗衣机产品拥有率已处于稳态，海外各市场拥有率长期来看将提升至中国当前水平；若某地区拥有率当前已超过中国，假设其拥有率不再提升；2) 空调品类具备一户多机属性，使用户均拥有量概念更为恰当，按照各地区经济环境，假设中国、北美、西欧、澳新地区长期稳态户均拥有量为 2.5 台，其余地区为 2 台；3) 保守假设海外各地区家庭总户数保持不变；4) 假设空调、冰箱与洗衣机品类更新周期均为十年；5) 假设公司在中国市场的份额长期与 2024 年保持一致。具体测算如下：

表 13：公司长期稳态空调产品销量测算（单位：万台；万户）

	中国	北美	拉美	东欧	西欧	澳新	亚太	中东非	全球合计	海外合计
2024 年行业销量	9968	1151	991	363	655	114	14142	761	18176	8208
2024 年公司销量份额	29.0%	11.7%	19.2%	5.8%	6.0%	0.1%	22.6%	5.2%	-	-
2024 年公司销量	2891	135	190	21	39	0	3196	40	3621	730
2024 年空调拥有率	97.3%	88.9%	30.0%	36.0%	33.4%	81.2%	64.0%	19.8%	-	-
2024 年总户数	56197	14869	21248	13412	21991	1242	130156	39243	242161	185963

2024 年保有量	54680	13219	6374	4828	7345	1008	83300	7770	123845	69164
假设稳态每户拥有量 (台/户)	2.5	2.5	2.0	2.0	2.5	2.5	2.0	2.0	-	-
若达稳态每户拥有量, 长期保有量	140494	37173	42495	26823	54978	3104	260312	78486	503372	362878
长期行业稳态年销量	14049	3717	4250	2682	5498	310	26031	7849	50337	36288
假设公司长期稳态份额	29.0%	15.0%	25.0%	8.0%	8.0%	5.0%	25.0%	20.0%	-	-
长期公司稳态年销量	4074	558	1062	215	440	16	6508	1570	10367	6293

资料来源：欧睿，长江证券研究所

表 14：公司长期稳态冰箱产品销量测算（单位：万台；万户）

	中国	北美	拉美	东欧	西欧	澳新	亚太	中东非	全球合计	海外合计
2024 年行业销量	4476	1839	2001	926	2369	241	8615	1062	17054	12578
2024 年公司销量份额	15.9%	0.6%	5.4%	-	0.4%	0.8%	10.3%	4.0%	-	-
2024 年公司销量	712	11	108	-	9	2	887	42	1060	349
2024 年冰箱拥有率	98.7%	99.5%	90.3%	99.2%	99.3%	98.7%	77.4%	53.8%	-	-
2024 年总户数	56197	14869	21248	13412	21991	1242	130156	39243	242161	185963
2024 年保有量	55467	14795	19187	13412	21991	1242	100741	21113	192480	137013
若拥有率达中国当前水平或已达到稳态, 长期保有量	55467	14795	20971	13237	21705	1225	128464	38733	239131	183664
长期行业稳态年销量	5547	1479	2097	1324	2171	123	12846	3873	23913	18366
假设公司长期稳态份额	15.9%	5.0%	12.0%	5.0%	5.0%	5.0%	15.0%	12.0%	-	-
长期公司稳态年销量	882	74	252	66	109	6	1927	465	2898	2016

资料来源：欧睿，长江证券研究所

表 15：公司长期稳态洗衣机产品销量测算（单位：万台；万户）

	中国	北美	拉美	东欧	西欧	澳新	亚太	中东非	全球合计	海外合计
2024 年行业销量	4103	1958	1636	882	2691	203	7585	873	15828	11725
2024 年公司销量份额	27.7%	0.1%	8.5%	5.2%	0.6%	0.1%	18.1%	7.5%	-	-
2024 年公司销量	1137	2	139	-	16	0	1373	65	1596	459
2024 年洗衣机拥有率	99.1%	87.0%	70.9%	94.4%	97.5%	98.7%	68.3%	43.5%	-	-
2024 年总户数	56197	14869	21248	13412	21991	1242	130156	39243	242161	185963
2024 年保有量	55692	12936	15065	13412	21991	1242	88897	17071	170613	114921
若拥有率达中国当前水平或已达到稳态, 长期保有量	55692	14735	21056	13291	21793	1230	128985	38890	239981	184289
长期行业稳态年销量	5569	1474	2106	1329	2179	123	12898	3889	23998	18429
假设公司长期稳态份额	27.7%	5.0%	12.0%	8.0%	5.0%	5.0%	20.0%	15.0%	-	-
长期公司稳态年销量	1543	74	253	106	109	6	2580	583	3711	2168

资料来源：欧睿，长江证券研究所

基于以上测算，2024 年公司空调、冰箱、洗衣机产品全球销量分别为 3621 万、1060 万、1596 万台，其中海外销量分别为 730、349、459 万台。当全球各地区家电户均保有量或拥有率达到稳态，行业仅由更新需求驱动时，公司空调、冰箱、洗衣机理论长期全球年销量将分别达 10367 万、2898 万、3711 万台，对应空间分别为 186%、173%、133%；其中，海外年销量分别达 6293 万、2016 万、2168 万台。基于此，我们认为公司白电业务长期空间广阔，外销或成为其规模持续增长的主要动力。

投资建议：把握持续深化全球布局，确定性增长的白电龙头

公司现已构建起高中低端全覆盖的海外自主品牌矩阵，且近年持续深化全球本地化运营体系，渠道与生产能力均有显著增强，有望带动公司海外份额实现进一步提升。据我们测算，当全球各地区家电市场完全成熟，行业仅由更新需求驱动时，公司白电产品全球长期稳态年销量较 2024 年均有翻倍以上的空间，其中外销或成为公司持续增长的主要动力。当前，在公司外销业务高增长有望延续的基础上，家电内需还存在国补政策的有力拉动。基于此，我们认为公司增长前景可期，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 425.88、467.66 和 520.91 亿元，对应 PE 分别为 13.61、12.39 和 11.13 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、海外业务运营风险。公司业务全球化稳步发展，已在全球多地建立生产基地、研发中心和营销中心。海外市场受当地政治经济局势、法律体系和监管制度影响较多，上述因素发生重大变化，将对公司当地运营形成一定风险。

3、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。

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，2025-2027年营业总收入增速分别降至9.44%、8.57%和9.12%，且毛利率分别降至26.49%、26.56%和26.61%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降至10.20%、9.60%和11.33%。

表 16：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			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4090.84	4485.17	4875.30	5329.65	4090.84	4477.09	4860.58	5303.80
yoy	9.47%	9.64%	8.70%	9.32%	9.47%	9.44%	8.57%	9.12%
毛利率	26.42%	26.50%	26.58%	26.62%	26.42%	26.49%	26.56%	26.61%
归母净利润	385.37	425.88	467.66	520.91	385.37	424.69	465.47	518.19
yoy	14.29%	10.51%	9.81%	11.39%	14.29%	10.20%	9.60%	11.33%

资料来源：Wind，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 / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

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。