



公司研究 | 深度报告 | 长虹美菱 (000521.SZ)

长虹美菱：双轮驱动，效率优化

报告要点

规模维度，行业结构性机会涌现：内销消费理性、电商崛起和冰箱结构升级以及外销新兴市场白电渗透率较低，公司空调业务借助电商和自身性价比快速提升市场份额；冰箱通过结构升级，均价提升和自身质价比，有望打开增长弹性；外销通过早期布局积累和深耕新兴市场，份额有望进一步提升。盈利维度，公司通过管理提效和运营优化，经营效率有望实现回升。

分析师及联系人



陈亮

SAC: S0490517070017

SFC: BUW408

长虹美菱（000521.SZ）

2025-07-06

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

长虹美菱：双轮驱动，效率优化

公司介绍：稳步发展，提升整体竞争力

长虹美菱是中国最早进入家电行业的品牌之一，自 1983 年起便开始研发冰箱。2004 年与长虹重组后，进入快速发展阶段，先后收购长虹空调和中山长虹，进军空调领域，形成了以空调和冰箱为主营业务的布局体系。近年来，空调板块逐渐成为公司增长的主要动力，业务也在稳步拓展海外市场。公司通过技术创新和不断扩展的市场布局，为全球消费者提供高品质的产品。

内销：顺应需求趋势，挖潜结构机会

在空调业务方面，长虹美菱通过与京东的深度合作以及较高的性价比，在电商和下沉市场中取得了显著的市场份额增长。通过价格策略，长虹美菱抓住了下沉市场对性价比产品的需求，实现了快速渗透和份额扩展。冰箱方面，通过高端产品的结构升级和技术创新，美菱冰箱实现了均价的提升。凭借先进的恒温鲜冻和微冻保鲜技术，以高端配置和差异化功能满足消费者对健康和个性化的需求。此外，美菱冰箱在同类产品中具备质量和价比优势，其线上线下的高端产品定价低于市场平均水平，符合当前谨慎消费的趋势，或吸引更多消费者并促进盈利空间扩展。

外销：深耕新兴市场，拓展自牌增量

近年中国白电在全球新兴市场的出口增速显著，新兴市场的白电渗透率尚有较大提升空间，这为整个行业的外销带来了广阔的增长潜力。长虹美菱自上世纪起便在海外新兴市场积极布局，建立了多家工厂，目前在全球多个白电品类中占据一定份额，其外销重点区域正是这些快速增长的新兴市场。凭借先发布局和市场份额的稳步提升，长虹美菱在新兴市场中具备显著优势，并有望借助行业外销趋势继续拓展国际市场，进一步提升其全球品牌影响力。此外，借助海外电商塑造自主品牌形象，有望进一步提升盈利能力。

内生效率改善：深化整改，降费增效

长虹美菱借助集团改革措施，在提效方面取得了显著成效。在管理层面，长虹实施市场化的高管聘用和严格的绩效考核体系，有效提升了高管团队的积极性和责任感；在运营层面，通过母公司平台化转型，建立了智能化交易平台，实现全流程的信息化管理，降低了销售费用、提升了管理效率、库存周转效率和整体运营效率。通过以上措施，长虹美菱的公司治理水平显著提升，为未来进一步的经营提效和全球化扩展奠定了坚实基础。

投资建议：优化促成长，前景更可期

规模上，行业结构性机会涌现：内销消费谨慎、电商红利和冰箱结构升级以及外销新兴市场白电渗透率较低，综合使得公司空调业务借助电商和自身性价比快速提升市场份额；冰箱通过结构升级，提升均价和自身质价比，有望打开利润弹性；外销通过早期布局和深耕新兴市场，份额有望进一步提升。盈利上，公司通过管理和运营的改善，有望持续降费提效。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.06、9.18 和 10.53 亿元，对应公司 PE 分别为 9.21、8.09 和 7.05 倍，给予“买入”评级。

风险提示

1、宏观经济波动风险；2、原材料价格波动风险；3、汇率波动造成的汇兑损失风险；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)	7.21
总股本(万股)	102,992
流通A股/B股(万股)	87,558/14,819
每股净资产(元)	6.09
近12月最高/最低价(元)	11.98/6.38

注：股价为 2025 年 7 月 2 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

公司：底蕴深厚积累，多元发展创新.....	7
从轻工机械厂到多元化全球家电品牌.....	7
公司主营空调和冰箱，海外业务占比逐年提升.....	8
股权结构：国企控股.....	8
内销：顺应需求趋势，挖潜结构机会.....	9
空调：消费理性推动市场变革，电商崛起助力公司发展.....	9
电商下沉渠道扩张，性价比优势抢占市场.....	11
深度绑定小米代工，空调收入稳步增长.....	13
冰箱：行业整体结构升级，性价比品牌机会涌现.....	13
核心技术赋能，提升盈利空间.....	15
外销：深耕新兴市场，拓展自牌增量.....	16
出口增速提升，聚焦新兴市场.....	16
借助电商快速出海，塑造自主品牌形象.....	19
内生效率改善：深化整改，降费增效.....	22
公司双管齐下，提升整体效率.....	22
管理端：激励员工，提升人效.....	22
运营端：平台改革，降低费用.....	23
投资建议：优化促成长，前景更可期.....	25
风险提示.....	26

图表目录

图 1：长虹美菱发展史.....	7
图 2：第一阶段营收（亿元）.....	7
图 3：第一阶段归母净利润（百万元）.....	7
图 4：第二阶段营收（亿元）.....	8
图 5：第二阶段归母净利润（亿元）.....	8
图 6：2024 年公司空调业务收入占比为 53.87%.....	8
图 7：2024 年公司内销收入占比为 64.17%.....	8
图 8：长虹美菱股权结构图.....	9
图 9：当前国内消费者信心指数处于相对低位.....	9
图 10：麦肯锡《2024 年中国消费趋势调研报告》.....	9
图 11：中低端空调品牌线上销售额份额中枢提升.....	10
图 12：中低端空调品牌线下销售额份额中枢提升.....	10
图 13：线上空调产品低价格带销量占比明显提升.....	10
图 14：2024 年线下市场 3000 元以下空调销量占比为 33%.....	10
图 15：长虹美菱空调线上市场份额稳中有升.....	10
图 16：长虹美菱空调线下市场份额稳中有升.....	10

图 17: 公司 2100 元以下空调销量占比明显提升 (价格单位: 元)	11
图 18: 一线品牌空调产品均价 (单位: 元)	12
图 19: 格力空调低价格带销量占比中枢下降 (价格单位: 元)	12
图 20: 美的的低价格带空调销量占比未明显提升 (价格单位: 元)	12
图 21: 2024 年格力扣非归母净利润率为 15.91%	12
图 22: 2024 年美的扣非归母净利润率为 8.78%	12
图 23: 2020-2024 年, 小米品牌空调线上销量份额大幅提升	13
图 24: 近年来线上市场高端冰箱销量占比显著提升	14
图 25: 2024 年十字四门冰箱线上均价为 3822 元 (单位: 元)	14
图 26: 2021-2024 年线下市场高端冰箱产品销量占比有所提升	14
图 27: 2024 年十字四门冰箱线下均价为 8405 元 (单位: 元)	14
图 28: 美菱品牌高端冰箱销量端内占比显著提升	14
图 29: 美菱冰箱均价涨幅走势强于市场 (单位: 元)	14
图 30: 世界记录证书	15
图 31: 美菱冰箱可实现 0.1 度精确控温	15
图 32: 美菱冰箱采用顶置恒温鲜冻技术	15
图 33: 美菱冰箱恒温鲜冻技术抑制细菌增长	15
图 34: 2022-2024 年美菱冰箱新品均价呈上升态势 (单位: 元)	16
图 35: 2024 年美菱品牌十字四门冰箱均价低于行业整体 (单位: 元)	16
图 36: 中国白电产品外销量保持较好增长	16
图 37: 2024 年美元口径下国内到拉美地区空调出口额同比增长 46%	17
图 38: 美元口径下, 国内冰箱到新兴市场的出口额保持较好增长	17
图 39: 新兴市场空调渗透率仍处于较低水平 (单位: %)	17
图 40: 2024 年中东非地区冰箱渗透率为 55% (单位: %)	17
图 41: 2024 年拉美地区空调进口额中, 中国占 66.3%	17
图 42: 2024 年中国是中东地区空调产品第一大出口国	17
图 43: 东南亚地区空调进口额中, 中国占比中枢提升	18
图 44: 2024 年欧洲地区空调进口额中, 中国占比 27%	18
图 45: 2024 年中国是拉美地区冰箱第一大出口国	18
图 46: 2024 年中东地区冰箱进口额中, 中国占 42%	18
图 47: 中国是东南亚地区冰箱第一大出口国	18
图 48: 2024 年欧洲冰箱进口额中, 中国占 23%	18
图 49: 公司海外发展史	19
图 50: 2024 年公司空调外销量份额为 4.5%	19
图 51: 2024 年公司冰箱外销量份额为 6.6%	19
图 52: 百世集团平均物流时间	20
图 53: 公司与京东的专供冰箱	20
图 54: 公司与京东的专供空调	20
图 55: 2020 年长虹在 Shopee 上获得大家电销量第一的名次	21
图 56: CHiQ 借助著名体育赛事提升品牌形象, 并获得成效	21
图 57: 美的、长虹美菱外销毛利率	21
图 58: 近年来公司归母净利润率实现明显改善	22

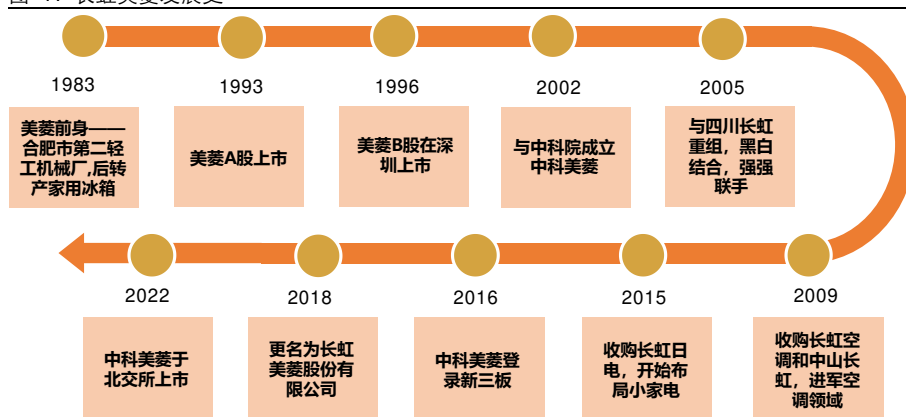
图 59：2024 年公司人均创收 195 万元（单位：万元）	23
图 60：2024 年公司人均创利 4.8 万元（单位：万元）	23
图 61：2024 年公司与智易家关联交易金额占内销收入的 40%	23
图 62：公司美菱销售费用率逐年降低	23
图 63：长虹民生关联交易金额增加	24
图 64：长虹美菱存货周转率提升	24
图 65：公司公开采购监督情况	25
图 66：公司与长虹系子公司关联交易增加（单位：亿元）	25
图 67：公司管理费用率逐年下降	25
图 68：公司市场支持费用占营收的比例明显下降	25
表 1：长虹空调具有较高性价比	13
表 2：四川长虹改革计划	22
表 3：公司收入和利润敏感性分析（单位：亿元）	26

公司：底蕴深厚积累，多元发展创新

从轻工机械厂到多元化全球家电品牌

公司是中国历史最悠久的家电企业之一，1983 年美菱前身合肥第二轻工机械厂转产家用电器，开始专业制冷之路。四十多年来，公司为全球消费者提供更先进的技术、更创新的产品以及更方便的服务。经过多次重组，长虹美菱现已发展成为集冰箱、空调、厨电和小家电为一体的多元化家电企业。

图 1：长虹美菱发展史

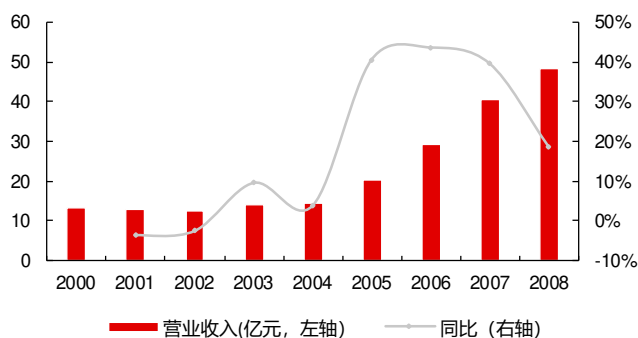


资料来源：四川长虹官网，长虹美菱官网，公司公告，长江证券研究所

阶段一：美菱电器时期（1983-2008）

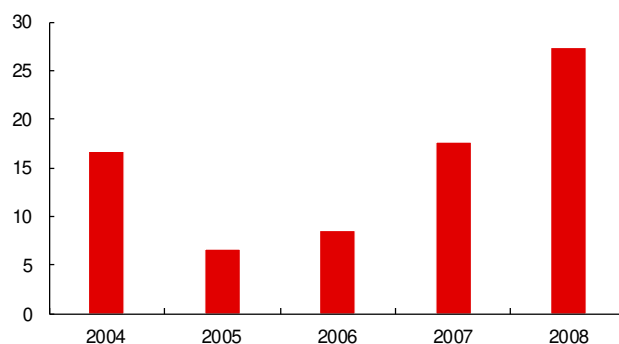
1983 年，美菱的前身合肥市第三轻工机械厂开始生产双开门冰箱，奠定了美菱进入家电行业的基础。1993 年，美菱 A 股成功上市，1996 年 B 股也在深圳上市，进一步扩大了企业的资本影响力。美菱凭借先进的技术和不断扩展的市场，在国内外逐步崭露头角，并于 2002 年与中科美菱合作，布局深冷业务。2005 年，与长虹重组后，美菱进入快速发展的新阶段，这为美菱未来的发展带来了全新的机遇。公司与长虹重组后，进入快速发展时期，营业收入从 2005 年的 20.22 亿元增加到 2008 年的 48.14 亿元，复合年增长率达到 33.53%，归母净利润自 2005 年的 666 万元上涨到 2008 年的 2738 万元，复合年增长率达到 60.20%。

图 2：第一阶段营收（亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 3：第一阶段归母净利润（百万元）

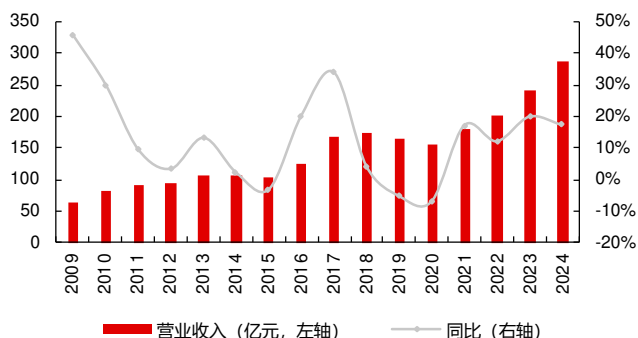


资料来源：iFinD，长江证券研究所

第二阶段：长虹美菱时期（2009 至今）

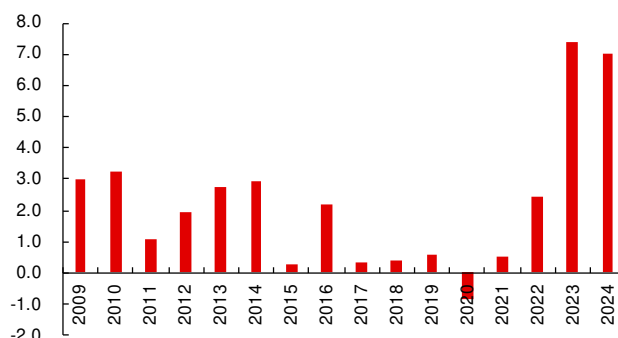
2009 年收购长虹空调和中山长虹，至今，空调板块已成公司主要增长动力之一。2015 年，公司收购长虹日电股权，拓展了小家电、厨电等多品种的业务。进军空调后，公司营业收入从 2009 年的 63.24 亿元增长到 2024 年的 286.01 亿元，复合年增长率为 10.58%。从归母净利润来看，公司从 2009 年的 3.01 亿元到 2024 年的 6.99 亿元，复合年增长率达到 5.78%。

图 4：第二阶段营收（亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 5：第二阶段归母净利润（亿元）

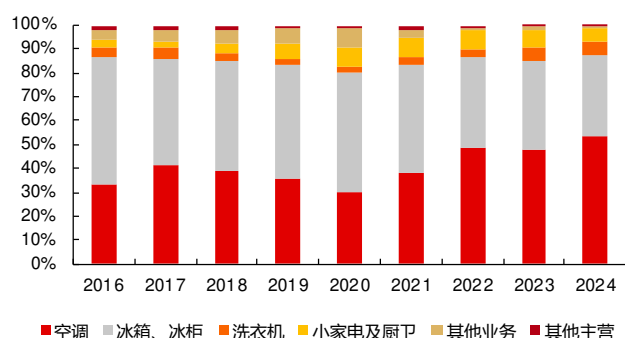


资料来源：iFinD，长江证券研究所

公司主营空调和冰箱，海外业务占比逐年提升

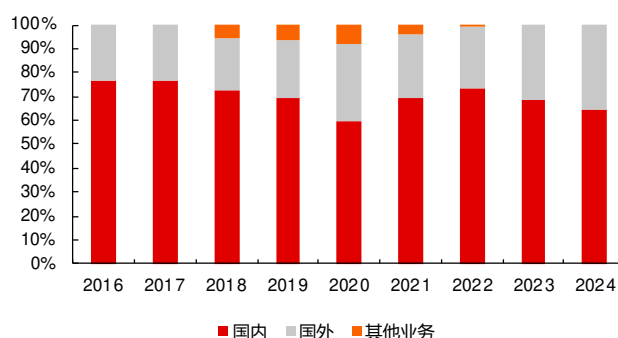
2024 年公司小家电及厨卫收入占比为 5.22%，冰箱为 33.43%，空调占比 53.87%。自 2009 年美菱收购长虹空调和中山长虹后，公司开始主营空调和冰箱两个业务，两项业务合计收入占比数年保持在 80% 以上，近年来空调业务的占比逐渐提升，2024 年空调收入达到 53.87%。此外，近五年公司内销收入占比保持在 60% 以上，但同时也在积极发展海外业务，自 2016 年的占比 23% 提升到 2024 年的 36%。

图 6：2024 年公司空调业务收入占比为 53.87%



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 7：2024 年公司内销收入占比为 64.17%

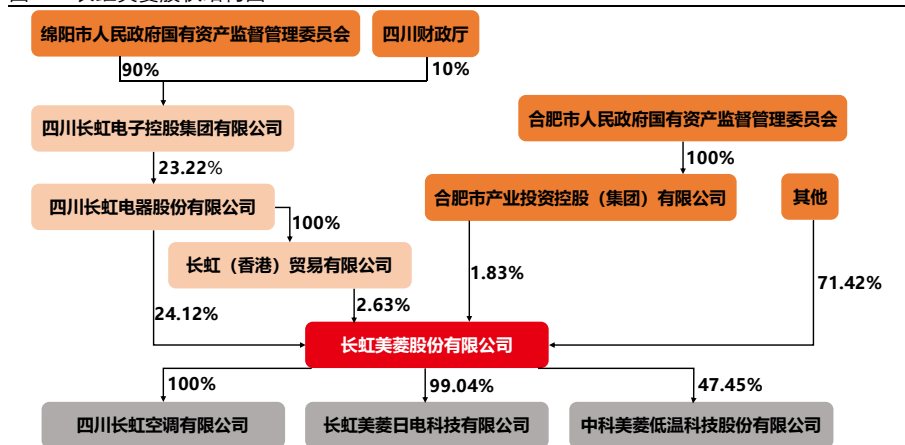


资料来源：iFinD，长江证券研究所

股权结构：国企控股

长虹美菱的实际控制人为绵阳市国有资产监督管理委员会，因此长虹美菱为国有控股企业。

图 8：长虹美菱股权结构图



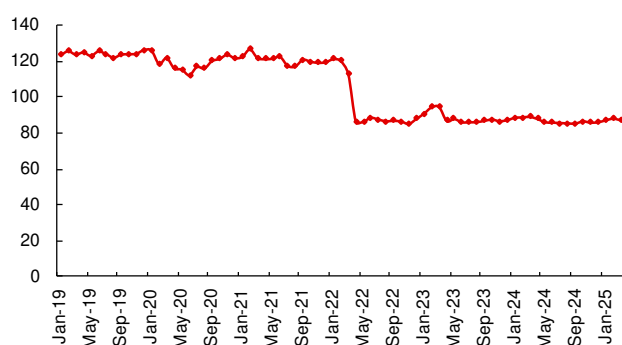
资料来源：iFinD，长江证券研究所（注：截至 2025 年一季度）

内销：顺应需求趋势，挖潜结构机会

空调：消费理性推动市场变革，电商崛起助力公司发展

近年来，居民消费信心指数仍处于低位，消费理性的趋势还在延续。根据麦肯锡发布的《2024 年中国消费趋势调研报告》中可以发现，在接受采访的 11930 人中，有 30%的消费者选择减少对家用电器/家具行业的支出，支出意向（支出增加人数占比-支出减少人数占比）达到-6%。在消费理性大环境影响下，家电行业也受到了一定的影响，空调影响较为明显。空调线上线下中低端价位品牌销售额份额逐年上升，2024 年线上渠道小米、TCL 和华凌品牌销售额份额较 2020 年分别提升 10.50、1.27 和 6.49 个百分点。在这种大环境中，消费者更倾向于选择价格较低，但仍能提供优质性能和功能、满足用户核心需求的高性价比产品。

图 9：当前国内消费者信心指数处于相对低位



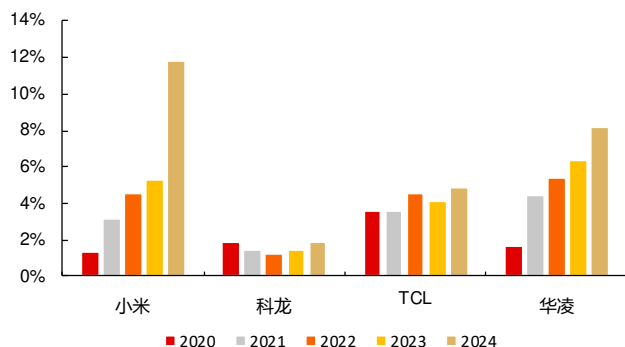
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 10：麦肯锡《2024 年中国消费趋势调研报告》



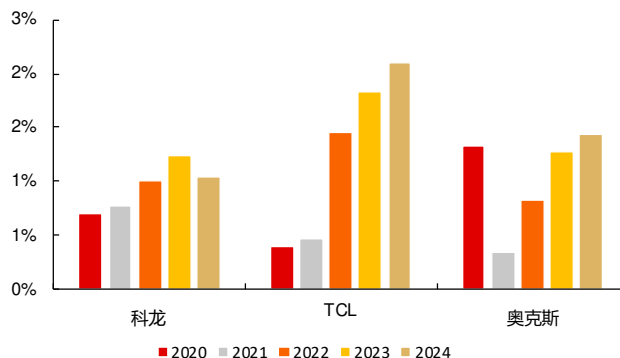
资料来源：麦肯锡，长江证券研究所

图 11：中低端空调品牌线上销售额份额中枢提升



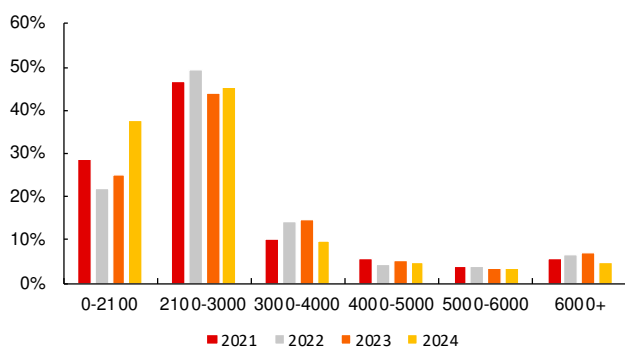
资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 12：中低端空调品牌线下销售额份额中枢提升



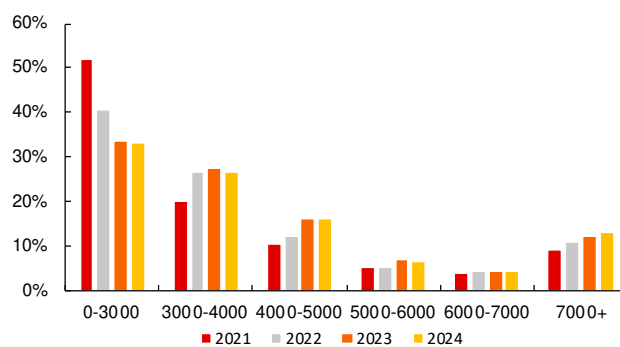
资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 13：线上空调产品低价格带销量占比明显提升



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

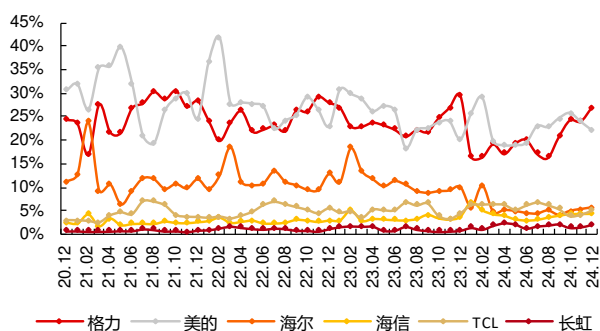
图 14：2024 年线下市场 3000 元以下空调销量占比为 33%



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

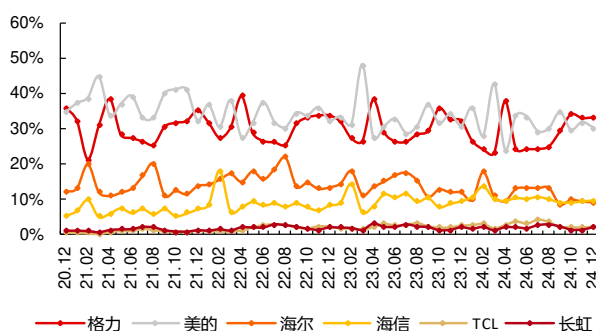
国内近年随着房地产市场拐点来临，空调保有量上升，家用空调行业已从增量时代过渡到存量竞争时代。大多数二三线品牌的生存空间被头部品牌不断压缩。对于长虹空调来说，虽然线上线下的空调份额都处于第三梯队，但 2020 年来，公司凭借渠道以及价格的策略，市占率稳中有升。

图 15：长虹美菱空调线上市场份额稳中有升



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 16：长虹美菱空调线下市场份额稳中有升



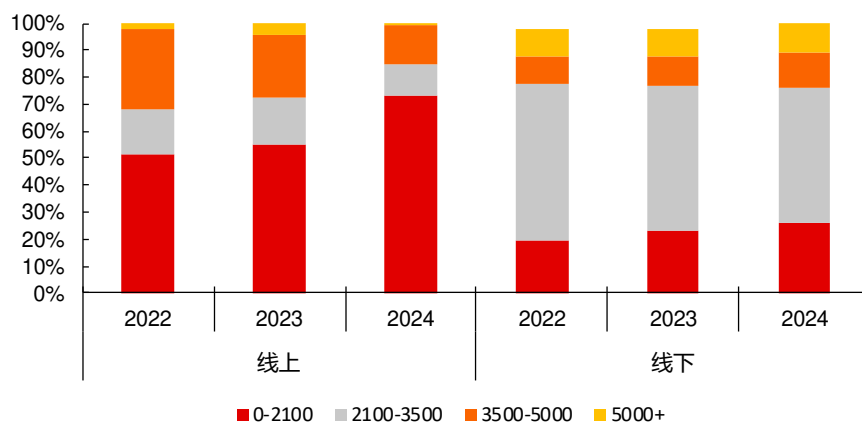
资料来源：奥维云网，长江证券研究所

电商下沉渠道扩张，性价比优势抢占市场

随着电商平台的发展，电商渠道减少了线下网络的投入，使长虹美菱能够集中资源用于产品研发和品牌建设，从而在市场波动中抓住机会，实现差异化竞争并拓展市场份额。以京东为例，作为其较早的战略合作伙伴，长虹美菱借助与京东的合作，实现快速抢占下沉市场。2019 年，长虹美菱与京东签署 GSKA 战略合作协议，双方将在供应链、渠道下沉、大数据等领域深度合作，通过 C2M 模式，京东将向长虹美菱中国区反向定制 17 款专供的京品家电，将全品类产品直供全国 3 万多个乡镇和 60 万个行政村，为更多消费者带来优质的个性化家电产品和便捷的网购体验。2024 年，长虹电器与京东五星电器达成全面战略合作，公司将借助京东五星渠道加速下沉市场布局，推动全品类产品在城乡市场高速增长。此次合作通过利用各自资源和优势，目标实现销售规模在未来三年内倍增。

不仅如此，长虹美菱在线上市场通过增加 2100 元以下低端空调产品的投放，成功抓住了下沉市场对性价比产品的需求，加速了市场渗透和份额扩展；与此同时，线下市场则以 2100-3500 元的中端空调为主力，满足一二线城市消费者对品质和性能的需求。这种线上低端、线下中端的价格分布策略，使长虹美菱能够同时覆盖不同消费层次和区域，实现线上快速扩展与线下稳定增长的双重优势。

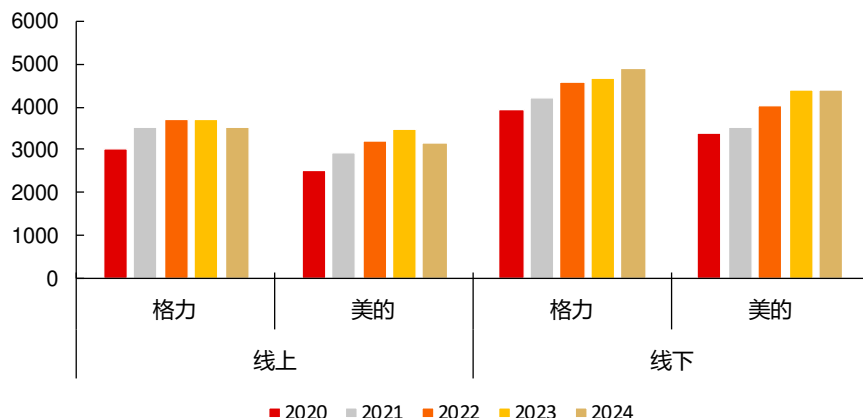
图 17：公司 2100 元以下空调销量占比明显提升（价格单位：元）



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

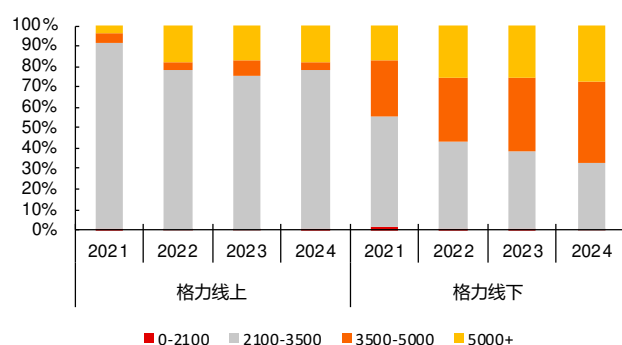
在当前消费环境下，长虹美菱凭借性价比优势和更低的价格策略成功吸引了对价格较为敏感的消费者，特别是在需求旺盛的下沉市场和电商渠道中表现突出。与之相对，行业龙头则更加注重盈利能力，保持了较高的均价定位。奥维云网显示，一线品牌近年来空调产品均价整体稳定提升；从价格段来看，龙头更加注重中高端市场。同时，从龙头扣非归母净利润来看，其显然更侧重于利润导向，以保障其盈利水平而不愿大幅降低售价。所以，我们认为龙头盈利导向使得长虹美菱获得了更大的生存空间。

图 18：一线品牌空调产品均价（单位：元）



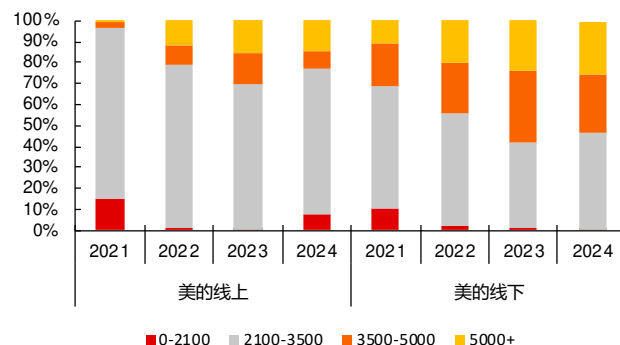
资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 19：格力空调低价格带销量占比中枢下降（价格单位：元）



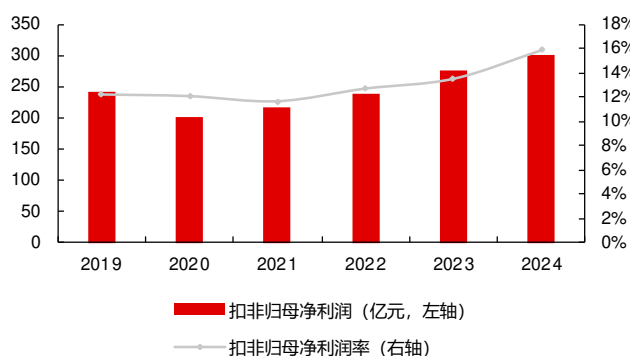
资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 20：美的低价格带空调销量占比未明显提升（价格单位：元）



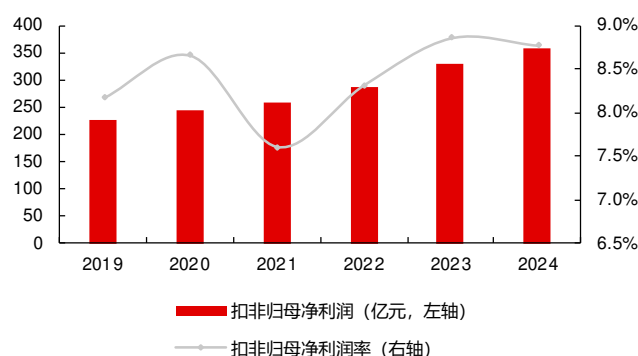
资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 21：2024 年格力扣非归母净利润率为 15.91%



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 22：2024 年美的扣非归母净利润率为 8.78%



资料来源：iFinD，长江证券研究所

除了渠道与价格的优势，长虹空调的性能也不输行业其他品牌，我们以京东 1.5 匹的空调为例，长虹空调在价格方面表现出明显优势，国补后到手价仅为 1699 元，而其他品牌的空调普遍在 1800 元以上。尽管价格最低，长虹空调在各项性能参数上与其他品牌

基本一致：其能效比（APF）为 5.28，风量为 750 m³/h，噪音为 40 dB，这些数据与美的、格力、海信和海尔等品牌的空调相差无几。这样看来，长虹空调在提供相似性能的同时，以最低的价格凸显出极高的性价比，在市场中具有较强竞争力，也更符合现在消费谨慎的趋势。

表 1：长虹空调具有较高性价比

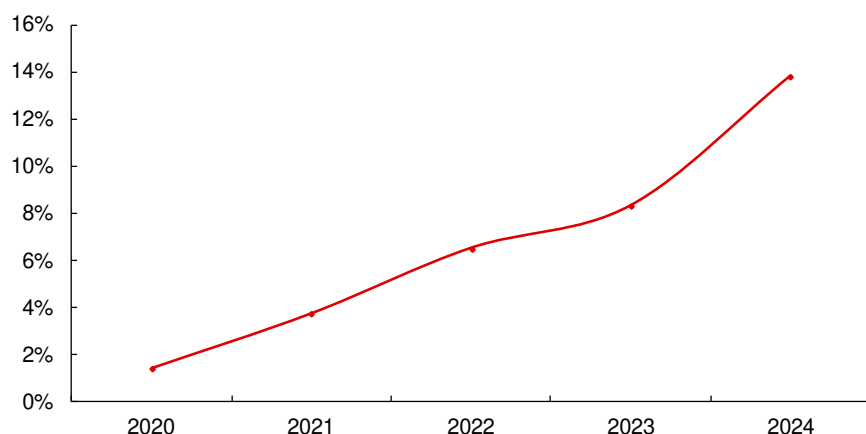
品牌	美的	格力	海信	海尔	长虹
型号	KFR-35GW/N8KS1-1	KFR-35GW/NhGc1B	KFR-35GW/S510_X1	KFR-35GW/B5LAA81U1	KFR-35GW/ZDAYW1+R1
噪音 dB(A)	41	41	40	41	40
风量 (m³/h)	750	640	800	760	750
能效比(APF)	5.3	5.27	5.28	5.29	5.28
国补后到手价（元）	1949	2599	1899	1849	1699

资料来源：京东，长江证券研究所（注：数据截至 2025 年 6 月 21 日）

深度绑定小米代工，空调收入稳步增长

另一方面，长虹美菱作为小米主要的空调代工企业，后者为公司空调业务提供稳定的收入支持。近年来，小米空调份额显著提升，根据奥维云网，其空调产品线上销量端份额从 2020 年的 1.4% 到 2024 年的 13.8%。这不仅为长虹美菱的空调业务提供了巨大的增长，同时也因为较大的代工规模，单位产品承担的固定成本减少，有助于摊销总费用。

图 23：2020-2024 年，小米品牌空调线上销量份额大幅提升

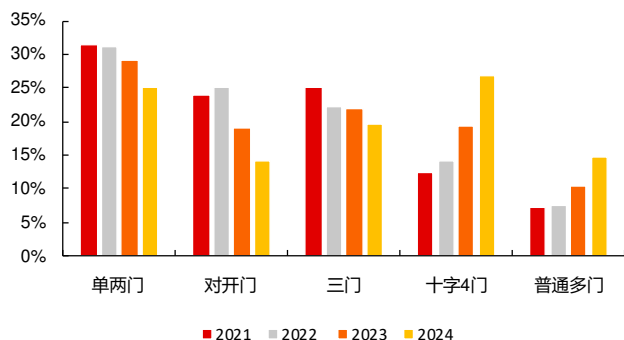


资料来源：奥维云网，长江证券研究所

冰箱：行业整体结构升级，性价比品牌机会涌现

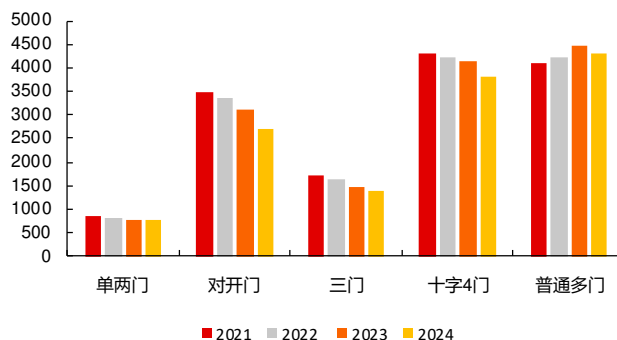
近年来，随着冰箱行业的结构整体升级，美菱冰箱的市场均价与份额不断提升，或为公司创造了更多盈利增长空间。整体来看，随着消费者更加在乎健康与产品品质，同时拥有一定个性化需求，冰箱产品从储物空间和实用功能上迎来结构升级。以不同门数冰箱为例，线下市场高端冰箱的占比逐年增加，十字四门冰箱销售量占比从 2021 年的 23.4% 提升到 2024 年的 37.6%，均价从 7266 元提升至 8405 元。

图 24：近年来线上市场高端冰箱销量占比显著提升



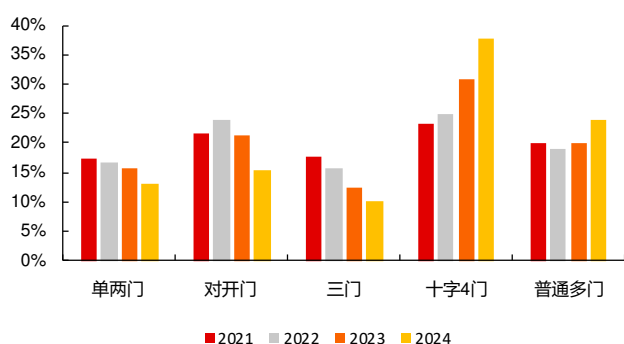
资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 25：2024 年十字四门冰箱线上均价为 3822 元（单位：元）



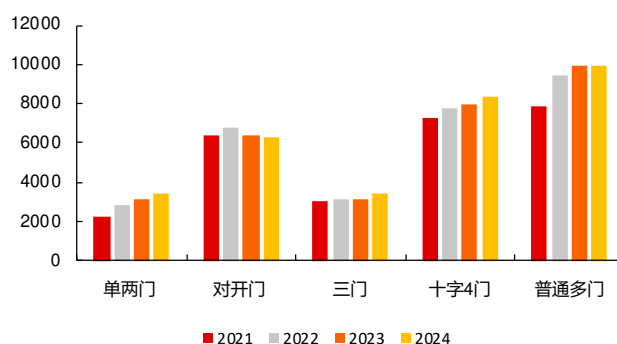
资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 26：2021-2024 年线下市场高端冰箱产品销量占比有所提升



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

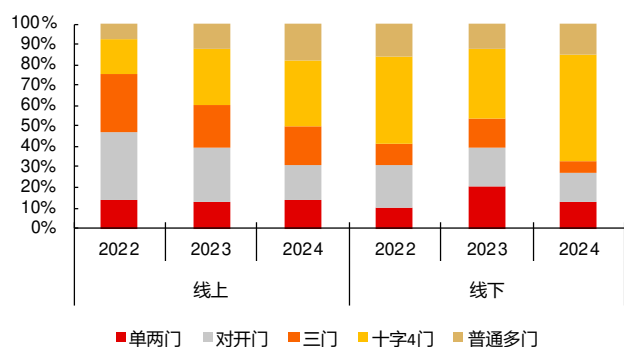
图 27：2024 年十字四门冰箱线下均价为 8405 元（单位：元）



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

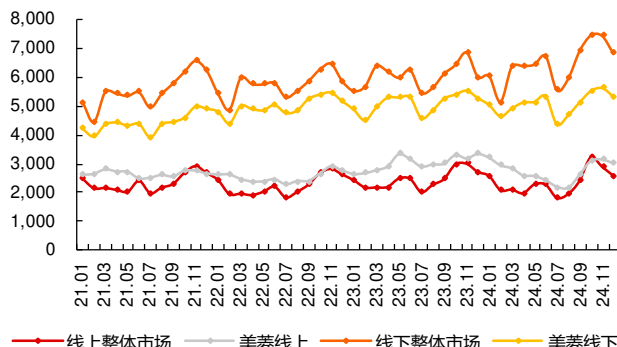
从长虹美菱角度出发，冰箱行业的升级有望为性价比品牌美菱带来更大的盈利弹性，行业红利下公司的结构升级带动了均价的提升，随着公司近年持续加强水分子激活保鲜技术和恒温鲜冻科技的新一代“M 鲜生”系列冰箱产品。公司高端冰箱占比不断增加，2022-2024 年十字四门冰箱线下、线上销量占比分别提升 13.83 和 8.63 个百分点。在此基础上，美菱 2022 年来的冰箱均价提升幅度也要高于行业整体。

图 28：美菱品牌高端冰箱销量端内占比显著提升



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 29：美菱冰箱均价涨幅走势强于市场（单位：元）



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

核心技术赋能，提升盈利空间

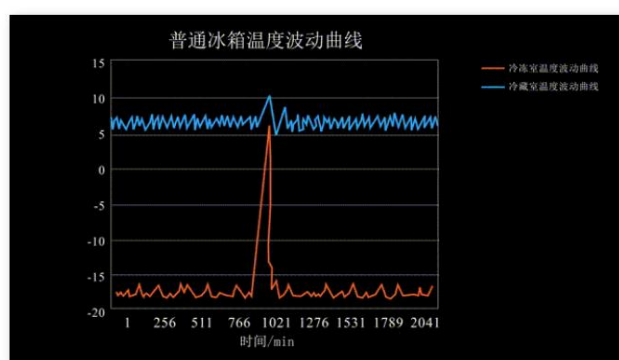
冰箱作为拥有核心技术的家电产品，其竞争力体现在制冷技术、保鲜效果等方面，这些因素会直接影响消费者的使用体验。美菱作为专业的医用深冷冰箱研发制造商，凭借其深厚的技术积累和先进的制造水平，在家用冰箱的生产上展现出了更高的技术优势和品质保证。美菱近年借助行业红利持续发售高定价新品，2024 年，公司发布了第三代“M 鲜生系列”冰箱，其中，三月份美菱推出 M 鲜生三代 507L 云雾岩十字门冰箱，其售价高达 16199 元。此次的新品是行业首款冷冻采用全抗菌材料的冰箱，抗菌率达到 99.99%，同时也是行业首款母婴认证产品，行业核心变频发明专利技术，可实现 0.1 度精确控温，另外，冻鲜生采用置顶恒温鲜冻技术，细菌滋生降低 50%，挥发性盐基氮减少 30%，鲜味流失降低 50%，彻底解决了食物反复冷冻的行业痛点，实现恒温鲜冻。“M 鲜生”系列冰箱为公司的爆款产品，同时也是核心技术，在 2017 年，世界纪录协会权威认证其为“世界上冷藏保鲜时间最长的家用冰箱”，以及“世界上冷冻营养流失率最低的家用冰箱”，两项世界纪录。

图 30：世界记录证书



资料来源：长虹美菱微信公众号，长江证券研究所

图 31：美菱冰箱可实现 0.1 度精确控温



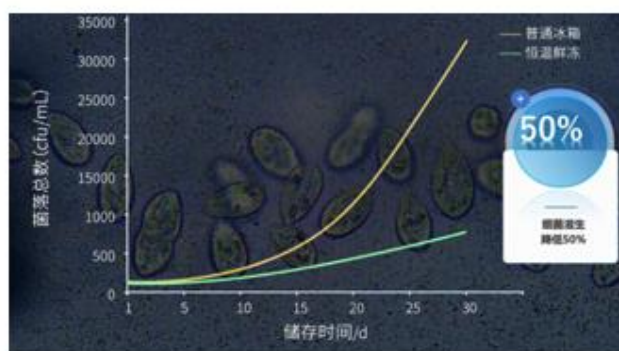
资料来源：长虹美菱微信公众号，长江证券研究所

图 32：美菱冰箱采用置顶恒温鲜冻技术



资料来源：长虹美菱微信公众号，长江证券研究所

图 33：美菱冰箱恒温鲜冻技术抑制细菌增长

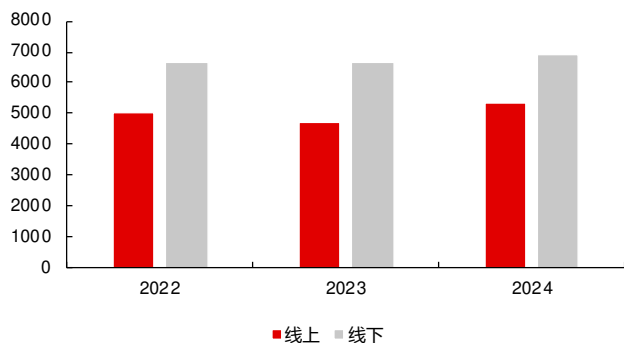


资料来源：长虹美菱微信公众号，长江证券研究所

在核心技术的赋能下，公司 2024 年推出的冰箱产品均价持续上升，线上、线下市场较 2022 年新品均价分别提升 277 和 235 元。公司虽然推出众多高端产品，但依然保持较高性价比，其中美菱品牌十字四门冰箱均价明显低于行业整体。这同时也体现了美菱冰

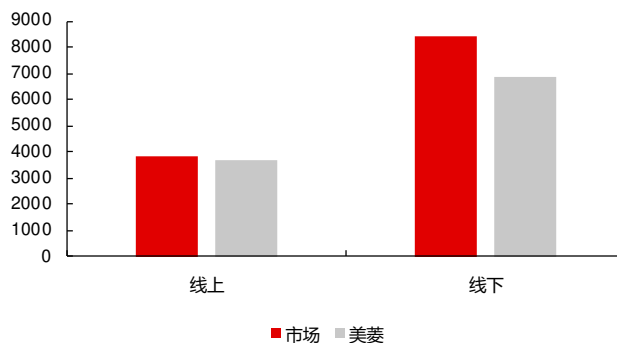
箱较高的质价比，从现在的消费环境来看，其更符合现在消费谨慎的现象，我们认为，美菱冰箱或为更多消费者的首选。

图 34：2022-2024 年美菱冰箱新品均价呈上升态势（单位：元）



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

图 35：2024 年美菱品牌十字四门冰箱均价低于行业整体（单位：元）



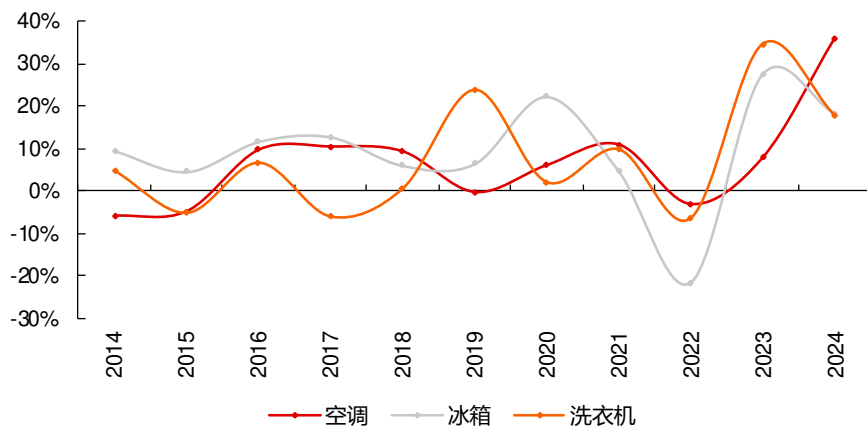
资料来源：奥维云网，长江证券研究所

外销：深耕新兴市场，拓展自牌增量

出口增速提升，聚焦新兴市场

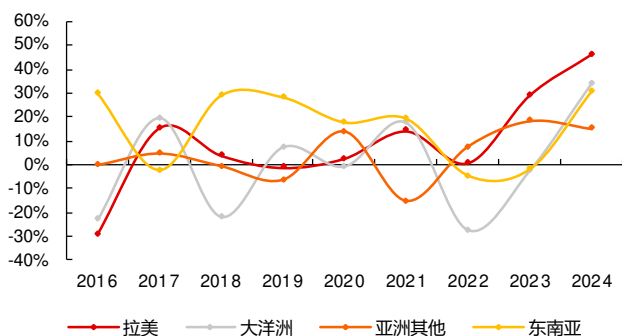
近年来中国白电外销增速表现优秀，特别是海外新兴市场。根据产业在线，空调、冰箱和洗衣机 2024 年外销量分别同比增长 36.08%、18.41 和 17.93%。此外，根据海关总署数据，2024 年拉美、大洋洲、亚洲其他和东南亚地区美元口径空调出口额增速分别为 46%、34%、15%、和 31%，冰箱出口额增速分别为 51%、8%、14%和 7%。一方面，或因为海外新兴市场的空调和冰箱渗透率仍处于较低水平，存在较大的提升空间；并且冰箱作为重要的家用电器，其冷藏保鲜功能不可或缺，而中东非、拉美和东南亚气候炎热、潮湿，预计未来其冰箱渗透率有望提升。随着市场渗透率的提升，空调和冰箱的外销量呈现出快速增长的态势，预计未来这一趋势将继续保持，推动整体市场稳步扩展。

图 36：中国白电产品外销量保持较好增长



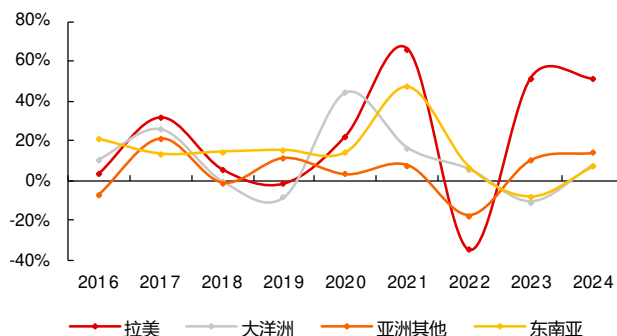
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 37：2024 年美元口径下国内到拉美地区空调出口额同比增长 46%



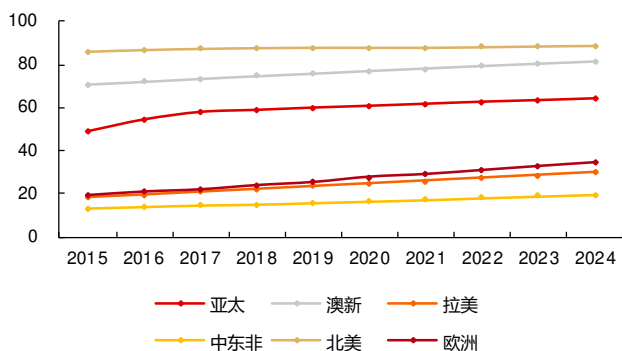
资料来源：海关总署，长江证券研究所

图 38：美元口径下，国内冰箱到新兴市场的出口额保持较好增长



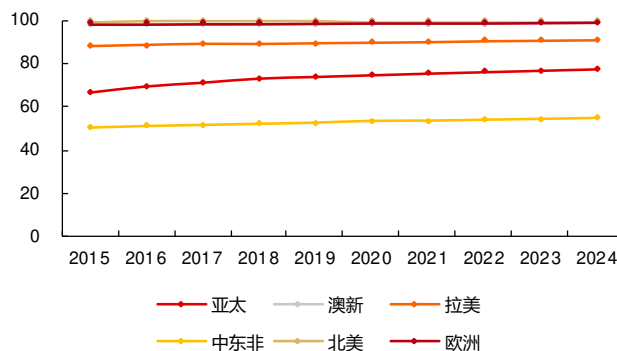
资料来源：海关总署，长江证券研究所

图 39：新兴市场空调渗透率仍处于较低水平（单位：%）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

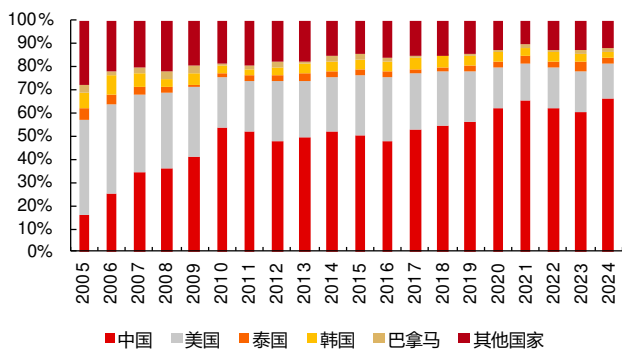
图 40：2024 年中东非地区冰箱渗透率为 55%（单位：%）



资料来源：欧睿，长江证券研究所

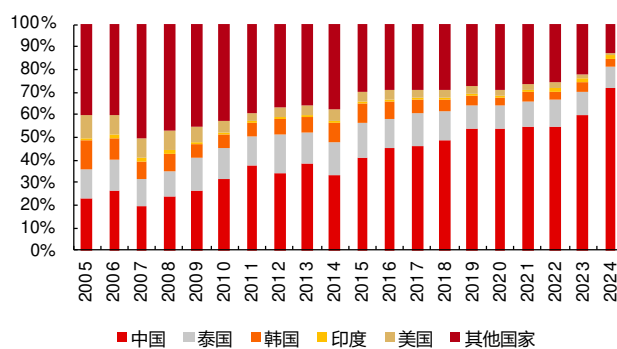
另一方面，在国际市场需求量增加的背景下，中国白电的核心竞争力体现为优质的产品
质量与性价比，强大的研发能力，以及完善的产业链。通过技术创新和市场适应性，以
满足消费者多样化的需求，增强了其全球影响力和市场份额。因此，中国白电在全球市
场中占据了越来越重要的地位。

图 41：2024 年拉美地区空调进口额中，中国占 66.3%



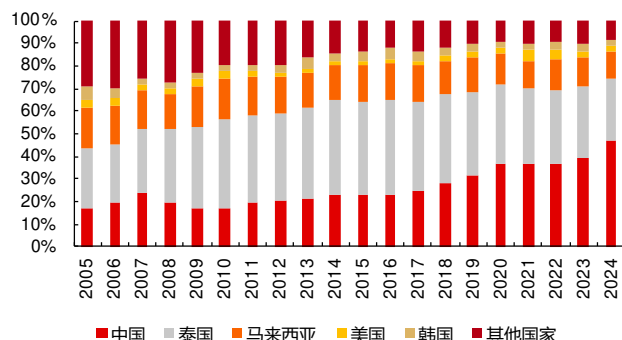
资料来源：ITC，长江证券研究所

图 42：2024 年中国是中东地区空调产品第一大出口国



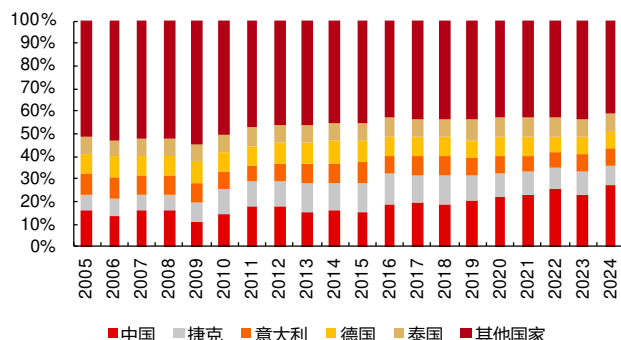
资料来源：ITC，长江证券研究所

图 43：东南亚地区空调进口额中，中国占比中枢提升



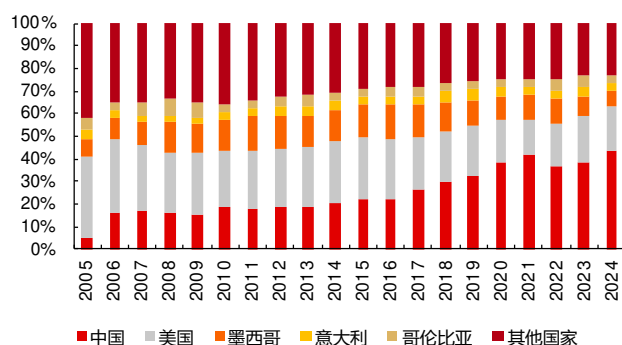
资料来源：ITC，长江证券研究所

图 44：2024 年欧洲地区空调进口额中，中国占比 27%



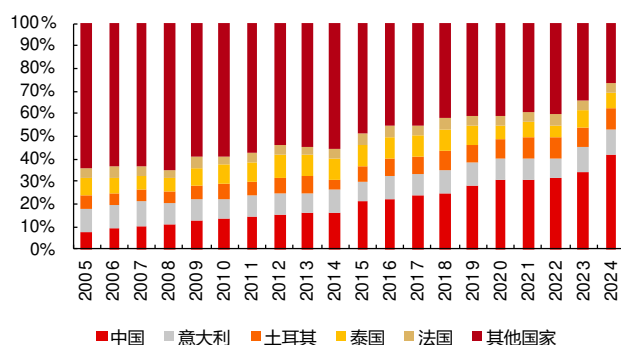
资料来源：ITC，长江证券研究所

图 45：2024 年中国是拉美地区冰箱第一大出口国



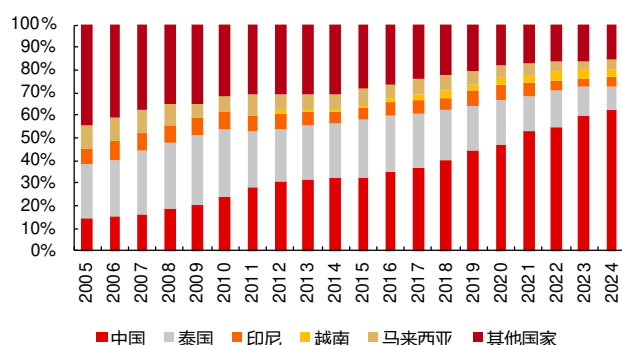
资料来源：ITC，长江证券研究所

图 46：2024 年中东地区冰箱进口额中，中国占 42%



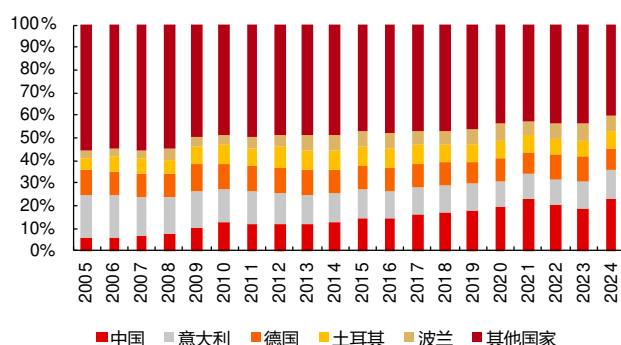
资料来源：ITC，长江证券研究所

图 47：中国是东南亚地区冰箱第一大出口国



资料来源：ITC，长江证券研究所

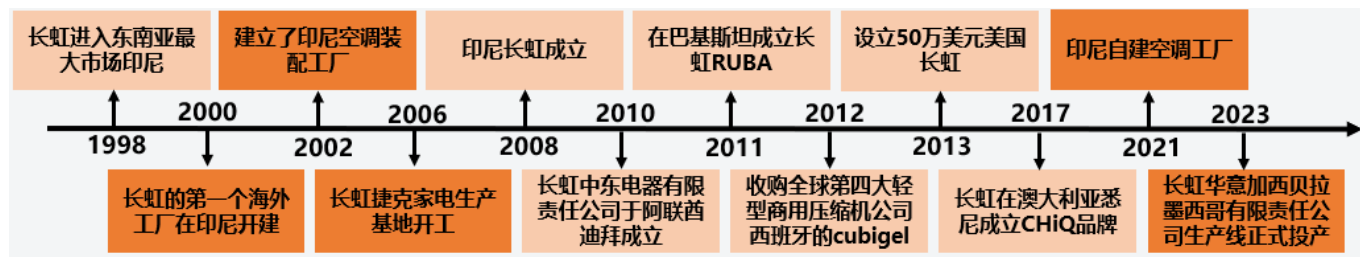
图 48：2024 年欧洲冰箱进口额中，中国占 23%



资料来源：ITC，长江证券研究所

长虹自上个世纪就开始在海外布局，早在 1998 年就进入东南亚最大市场印尼，并后续积极提升海外本土化水平。截至 2024 年年报，四川长虹在全球共建有 11 个研发基地，17 个制造基地，产品和服务遍布全球 160 多个国家和地区。为 2 亿多用户提供服务。

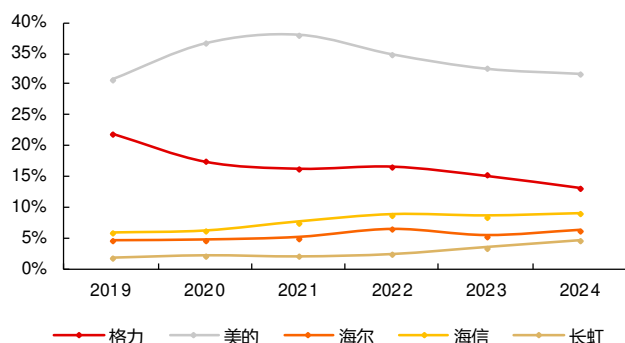
图 49：公司海外发展史



资料来源：四川长虹官网，四川长虹微信公众号，四川长虹国际微信公众号，四川省国资委，长江证券研究所

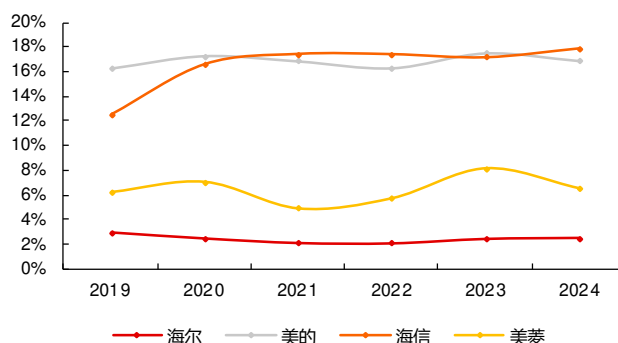
得益于集团在海外的早期布局，目前长虹美菱空调与冰箱产品在海外占有一定份额。公司海外业务主要分布在新兴市场和增量市场，例如亚太，拉美，印度尼西亚与东欧。随着新兴市场收入水平提升，消费需求增长，消费者对高性价比、耐用且技术领先的家电产品的需求或延续较好增长态势，而长虹美菱在制造成本、技术创新和供应链优势上具备竞争力，能够以更具吸引力的价格和品质快速占领市场。与此同时，较低渗透率带来了较大的扩展潜力，令长虹美菱能够在这些市场建立早期的品牌认知和忠诚度，从而在全球化扩展中获得可持续的增长动力，综合使得公司产品外销份额不断提升。

图 50：2024 年公司空调外销量份额为 4.5%



资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 51：2024 年公司冰箱外销量份额为 6.6%



资料来源：产业在线，长江证券研究所

借助电商快速出海，塑造自主品牌形象

长虹在海外电商深度本土化运营、定制化电商专供、多平台布局上展现出较强的优势：

供应链与物流本土化：2021 年与百世集团签署《东南亚物流战略合作协议》，构建从中国到东南亚的全链路跨境供应链体系，包括清关、运输、仓储和末端配送。通过海外仓备货模式，当地顾客在电商平台上下单后最快次日即可收到商品。这一模式极大提升了物流效率和客户体验。

图 52：百世集团平均物流时间

1. How long does it take to send a parcel?
It depends on the area (normal 1-3 day) - (excluding Sunday, public holiday and according to government office hours)

3. What is the delivery timeline?
Shipments from Ho Chi Minh City to Upcountry (and from Upcountry to Ho Chi Minh City) sent before the c be delivered to the destination on the next day (excluding weekends and national holidays). Shipments from U Upcountry will be delivered in 1-3 days (excluding weekends and national holidays).

百世新加坡官网，平均物流时长1-3天
百世新越南官网，从胡志明市发货第二天抵达，平均物流时长1-3天

百世马来西亚官网，吉隆坡到其他州平均物流1.51天

PICKUP	STATE	AVERAGE OF POD DURATION
KUALA LUMPUR	JOHOR	1.38
KUALA LUMPUR	KEDAH	1.42
KUALA LUMPUR	KELANTAN	1.69
KUALA LUMPUR	KUALA LUMPUR	1.32
KUALA LUMPUR	MELAKA	1.62
KUALA LUMPUR	NEGERI SEMBILAN	1.39
KUALA LUMPUR	PAHANG	1.71
KUALA LUMPUR	PERAK	1.4
KUALA LUMPUR	PERLIS	1.64
KUALA LUMPUR	PULAU PINANG	1.35

资料来源：百世集团官网，长江证券研究所

定制化电商专供：例如，印尼市场推出了电商专供的空调，冰箱产品，长虹根据当地购买力和使用习惯调整产品的设计和功能，以提高市场接受度。

图 53：公司与京东的专供冰箱



资料来源：长虹美菱国际微信公众号，长江证券研究所

图 54：公司与京东的专供空调



资料来源：长虹美菱国际微信公众号，长江证券研究所

多平台布局：在 Amazon、Shopee、Lazada 等多个电商平台上活跃，扩大了全球市场触达率；同时依靠智能家电和微冻保鲜技术等创新产品，以及通过 Facebook、YouTube 等社媒平台强化新品推广，和本地网红合作，形成差异化优势。这些综合优势帮助长虹在国际电商平台上拓展业务并提升品牌影响力。为公司吸引了大量的用户与订单，彻底实现了销量突破。2020 年，公司空调、冰箱两款爆品销量均稳居京东搜索排名前四，在东南亚核心的综合电商平台 Shopee 上获得大家电畅销第一名的优秀成绩。

图 55：2020 年长虹在 Shopee 上获得大家电销量第一的名次

在Shopee电商平台分别荣获电视品类销售第一名、大家电品类销售第一名！

长虹品牌已进入Shopee东南亚畅销品牌第五位



资料来源：长虹美菱国际微信公众号，长江证券研究所

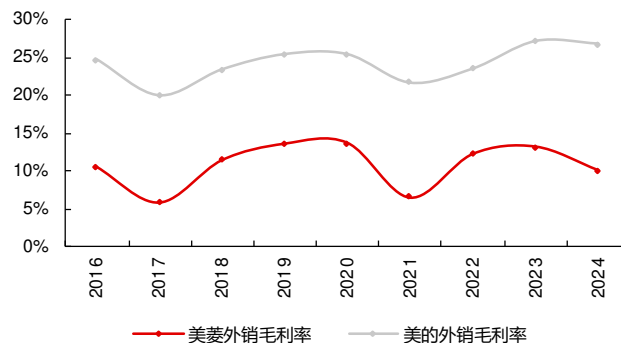
从表面上看，长虹的目标是进入跨境电商领域，通过电商销售家电产品。但实际上，长虹的更深层目标是通过跨境电商平台建立并提升其海外品牌形象，塑造“品牌出海”的长远战略。因此，跨境电商是其在海外建立品牌、拓展市场、增强全球影响力的重要途径，而不单单只是为了实现短期的销量增长。2017 年起，长虹旗下智能家电品牌 CHiQ 逐步登陆大洋洲、欧洲和东南亚市场，并通过电商平台有效地满足消费者需求。至今，CHiQ 已覆盖全球 40 多个国家，进驻 30 多个电商平台，并在多地电商平台上取得畅销成绩。其先后荣获澳洲权威测评机构 Canstar Blue 年度“最受消费者喜爱的冰箱品牌”、“最佳性能”；澳洲专家测评机构 Finder 上获得“最可靠”、“最佳性价比”、“受喜爱品牌”；在全球顶级家电展 CES 发布的 Global Top Brand 榜单上，CHiQ 品牌荣登“2021-2022 年度消费电子领先品牌 TOP10”、“2022-2023 年度全球电视品牌 TOP10”；CHiQ 冰箱、电视产品长期位列德国、法国 Amazon 畅销榜单。此外，美的外销业务毛利率自 2015 年加力发展 OBM 后中枢呈上升趋势，2024 年已提升至 26.82%，而当前长虹美菱仍以代工出海为主，未来长虹美菱海外毛利率提升空间较大，公司塑造自主品牌出海有望提升外销毛利率。

图 56：CHiQ 借助著名体育赛事提升品牌形象，并获得成效



资料来源：长虹美菱国际微信公众号，长江证券研究所

图 57：美的、长虹美菱外销毛利率



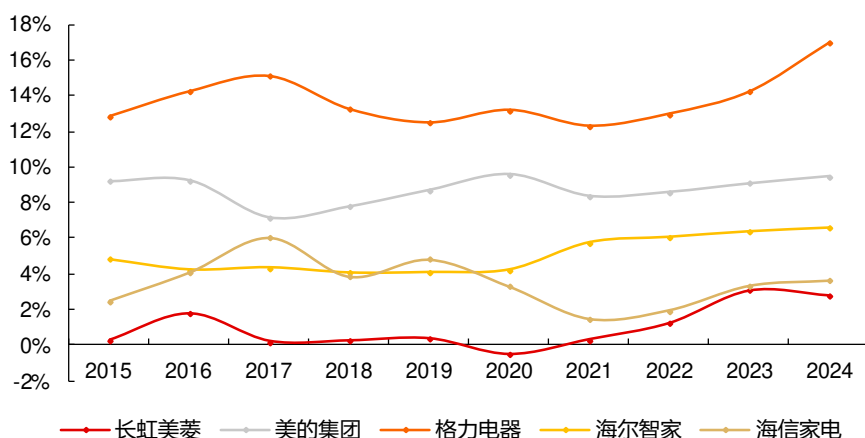
资料来源：iFinD，长江证券研究所

内生效率改善：深化整改，降费增效

公司双管齐下，提升整体效率

通过对比长虹美菱的利润率发现，其盈利能力在行业中处于较低水平。2020 海尔智家在私有化海尔电器后通过多方面内部整改，盈利能力明显提升；海信家电在 2021 年完成混改后，无实际控制人模式带给了公司更强的治理自主性，利润率也有显著改善。早在 1999 年，长虹就尝试实施民营化策略，包括国有股减持和管理层购买国有股份(MBO)。但由于国家政策的变动导致国有股减持被叫停，这个计划最终落空。2002 年，集团前董事长倪润峰再次推动私有化，但因管理层与大股东在民营化方式上的分歧，计划再次搁浅。后续因为管理层的传统业务理念等因素，集团始终没有改变；改革瘦身就会导致有些产业板块退出，保留下的产业板块也可能会因人员调整发生变化，经营业绩不可避免会受到影响。2014 年，长虹集团作为四川省委省政府选出的国企改革试点单位，数年来围绕管理、经营、资源配置等方面深化改革终于取得阶段性成绩。落实到长虹美菱，近年来公司通过对管理端和运营端的整改，盈利水平大幅提升。

图 58：近年来公司归母净利润率实现明显改善



资料来源：iFinD，长江证券研究所

表 2：四川长虹改革计划

时间	标题	改革内容
2014	国企改革试点	在管理上，引入市场化竞聘和契约管理机制，并建立了五大经营平台；在经营方面，健全激励机制、推行 KPI 考核，并实施严格的绩效管理；在资源配置上，采用“谁受益、谁承担”原则，优化投资与授信分配，显著降低总部成本
2015	股权结构改革	正式改组为长虹控股公司，设立了 8 名董事席位，其中 5 名为外部董事。这一“外大于内”的董事会设置有助于强化治理透明度和决策的独立性。长虹控股面向全球市场化招聘总经理，并实行契约化、任期制管理等。
2016	激励制度改革	高管签订契约来明确经理层的责任和考核标准，并通过绩效结果直接决定管理层去留。

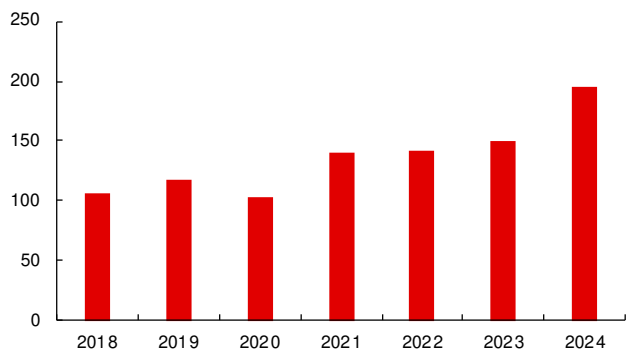
资料来源：发改委，四川长虹官网，四川长虹微信公众号，四川省人民政府，长江证券研究所

管理端：激励员工，提升人效

管理端：以“KPI 管工资”为核心原则，使管理层的薪酬、利润分享和职位提升直接与绩效挂钩，薪酬全部采取市场化定薪。同时，长虹严格执行绩效管理，对未能达标的管理人员采取免职、降职、降薪等措施，确保岗位稳定性与工作成果直接关联。2014 年，长虹首次要求所有高管签订责、权、利匹配的绩效合同，年底因管理不佳等原因调整或

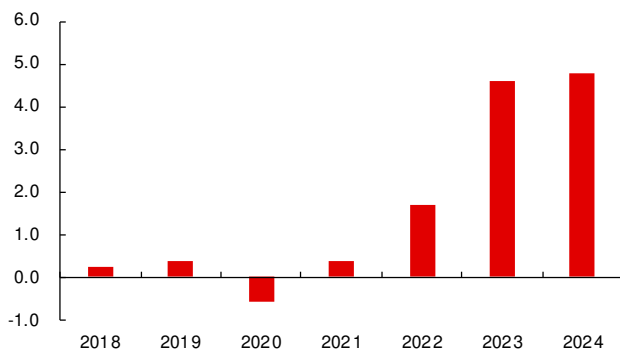
处罚的高管多达 11 人，体现了改革的刚性和管理的高效。落实到长虹美菱，近年公司人均创收和人均创利均有明显提升。在 2024 年二月“龙腾长虹”年度方针目标誓师大会中，再次进行经营业绩目标责任书的签订，有望更大服务提升管理层和员工未来工作积极性和责任感，从而提升整体薪酬和效率。

图 59：2024 年公司人均创收 195 万元（单位：万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 60：2024 年公司人均创利 4.8 万元（单位：万元）



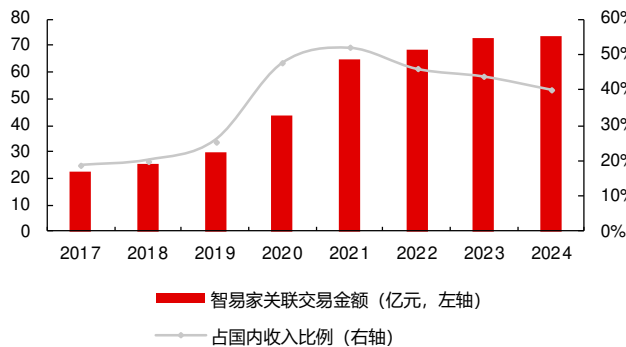
资料来源：公司公告，长江证券研究所

运营端：平台改革，降低费用

长虹母公司推进平台化转型，使得公司能够更加集中资源、优化配置，从而提升公司的管理效率和业务协同能力。这一改革有助于长虹通过平台化运作，提高企业整体竞争力，并为进一步的经营提效和全球化扩展奠定了基础。

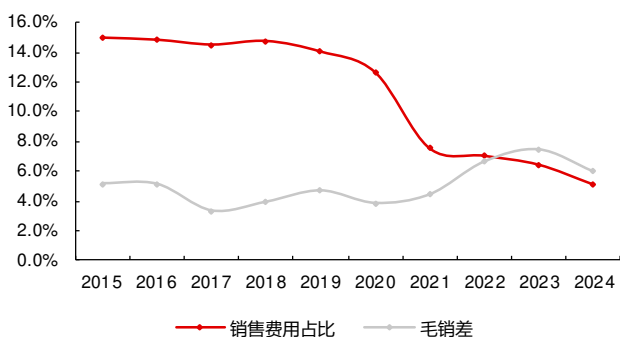
营销端：2014 年四川长虹与长虹美菱合资四川智易家，以往四川长虹各个部门营销团队完全独立，缺乏合作，集团为了减少内耗，2019 年，营销改革后，智易家将所有营销团队全部整合，统一管理。已建立了完善的智慧交易平台，实现了从订单到物流、从信用到收款、从商务到结算的全面信息化、智能化和平台化。在货款结算方面，公司与智易家之间遵循“外部客户账期就是智易家对本公司账期，外部客户回款就是智易家对本公司回款，不得在智易家停留或中转”原则。根据公司年报，2019 年以来，美菱与智易家关联金额有所上升，同时公司销售费用率下降明显。

图 61：2024 年公司与智易家关联交易金额占内销收入的 40%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

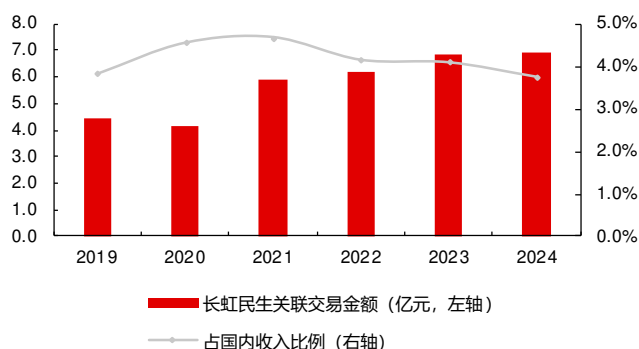
图 62：公司美菱销售费用率逐年降低



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

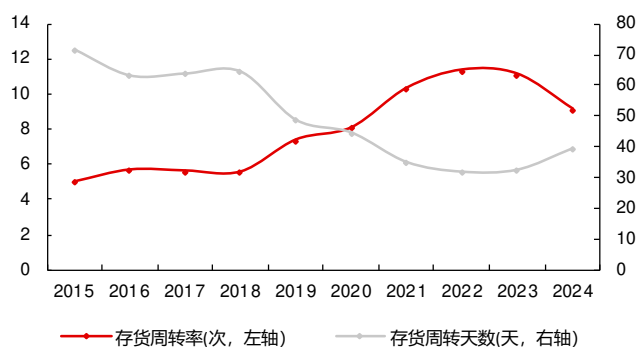
物流端：得益于集团子公司长虹民生的出色业务能力，长虹美菱库存效率不断提升。长虹民生的主要经营项目为道路运输，早期由于各部门自行安排物流，缺乏集中管理，出现重复资源配置、信息不对称、配送效率低等问题。长虹民生平台改革后，公司构建了供应链全程的数字化运营平台，具有全程数字化能力，数据驱动在线管理。依托智能化的物流系统和全国配送网络的全面覆盖，为长虹美菱提供了精准高效的物流服务。我们发现，随着与长虹民生的关联交易金额逐渐增加，长虹美菱的存货周转率也在持续提升，这表明双方在物流协同上的深度整合有效优化了库存管理和配送效率，显著提升了运营效益。

图 63：长虹民生关联交易金额增加



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 64：长虹美菱存货周转率提升



资料来源：公司公告，iFinD，长江证券研究所

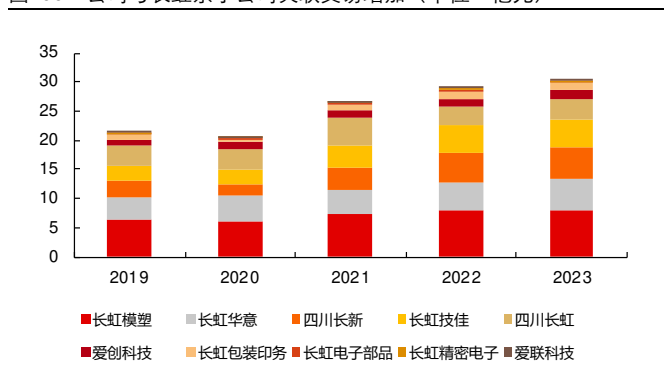
采购端：深入推进采购供应链体系变革。早期，集团供应链缺乏智能化时，及时与供应商交流需求和订单信息变得困难；物料采购进度无法实时监控，导致信息的时效性和准确性难以得到保障；采购过程缺乏透明度，审批流程可能与业务操作不同步，这使得业务流程的规范性难以确保。2019 年平台改革以来，针对智慧供应链，长虹发布了 21 个制度文件，2024 年，拓展到 33 个。围绕着“建章立制、数智融合、产业协同”的三步走工作机制，长虹确定了集团层面“3+2+1”的采购体系框架，智慧供应链平台实现了全环节、全过程、全标的覆盖。集团通过智慧供应链平台实现内部集中采购，优化采购需求、淘汰低效供应商，取得了显著的成本节约效果。此外，长虹集团每月对公司采购监督检查情况例行公开，做到了“廉洁长虹”。在多方面的努力下，长虹美菱的市场支持费和管理费率明显下降。

图 65：公司公开采购监督情况



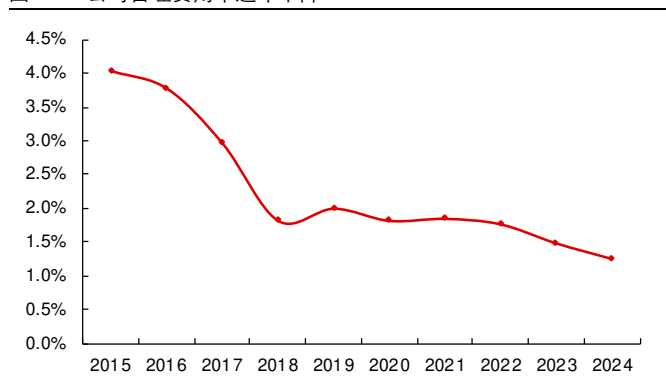
资料来源：长虹智慧供应链平台，长江证券研究所

图 66：公司与长虹子公司关联交易增加（单位：亿元）



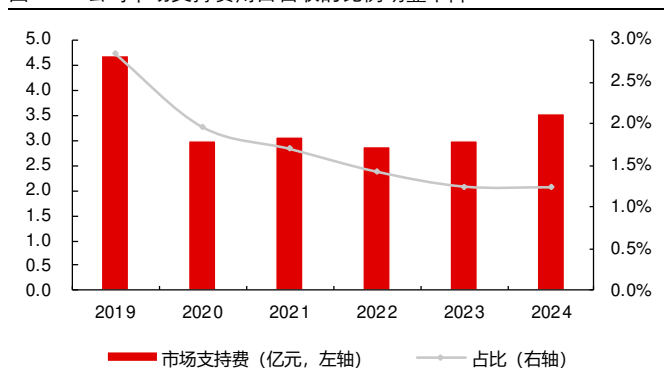
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 67：公司管理费用率逐年下降



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 68：公司市场支持费用占营收的比例明显下降



资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资建议：优化促成长，前景更可期

规模上，行业结构性机会涌现：内销消费谨慎、电商崛起和冰箱结构升级以及外销新兴市场白电渗透率较低，综合使得公司空调业务借助电商和自身性价比快速提升市场份额；冰箱通过结构升级，提升均价和自身质价比，有望打开利润弹性；外销通过早期布局和深耕新兴市场，份额有望进一步提升。盈利上，公司通过管理和运营的改善，有望持续降费提效。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.06、9.18 和 10.53 亿元，对应公司 PE 分别为 9.21、8.09 和 7.05 倍，给予“买入”评级。

风险提示

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

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

3、汇率波动造成的汇兑损失风险。随着公司海外布局的深入，公司外销收入已占公司整体收入的 30%以上，若汇率大幅波动，不仅可能对公司产品的海外业务带来不利影响，同时可能造成公司汇兑损失，增加财务成本。

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 11.76%、9.69%和 8.23%，且毛利率分别降至 11.40%、11.46%和 11.66%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降至 12.38%、11.54%和 13.61%。

表 3：公司收入和利润敏感性分析（单位：亿元）

项目	基准情形				悲观情形			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	286.01	320.05	351.35	380.49	286.01	319.65	350.62	379.48
yoy	17.32%	11.90%	9.78%	8.29%	17.32%	11.76%	9.69%	8.23%
毛利率	11.15%	11.47%	11.59%	11.82%	11.15%	11.40%	11.46%	11.66%
归母净利润	6.99	8.06	9.18	10.53	6.99	7.86	8.77	9.96
yoy	-4.97%	15.24%	13.97%	14.68%	-4.97%	12.38%	11.54%	13.61%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28601	32005	35135	38049	货币资金	10492	12017	14274	16601
营业成本	25411	28334	31062	33550	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3190	3671	4073	4499	应收账款	1528	1619	1617	1587
%营业收入	11%	11%	12%	12%	存货	3515	3462	3454	3271
营业税金及附加	113	160	176	190	预付账款	60	71	78	84
%营业收入	0%	1%	1%	1%	其他流动资产	2349	2536	2703	2856
销售费用	1477	1632	1778	1921	流动资产合计	17945	19704	22125	24399
%营业收入	5%	5%	5%	5%	长期股权投资	82	82	82	82
管理费用	360	394	432	468	投资性房地产	67	67	67	67
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	2219	1875	1532	1188
研发费用	637	704	773	837	无形资产	994	1094	1174	1244
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-169	-100	-90	-80	递延所得税资产	177	165	165	165
%营业收入	-1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	2489	2498	2506	2506
加：资产减值损失	-117	-80	-90	-100	资产总计	23973	25485	27651	29652
信用减值损失	15	-70	-70	-70	短期贷款	767	767	767	767
公允价值变动收益	-87	8	8	0	应付款项	6132	6296	7075	7828
投资收益	36	32	35	38	预收账款	0	0	0	0
营业利润	815	931	1064	1221	应付职工薪酬	390	425	466	503
%营业收入	3%	3%	3%	3%	应交税费	96	109	119	129
营业外收支	-1	4	2	2	其他流动负债	9785	10645	11478	12102
利润总额	814	935	1066	1223	流动负债合计	17169	18242	19906	21330
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	89	103	117	134	应付债券	0	0	0	0
净利润	725	832	949	1088	递延所得税负债	44	40	40	40
归属于母公司所有者的净利润	699	806	918	1053	其他非流动负债	283	278	278	278
少数股东损益	25	27	30	35	负债合计	17496	18561	20224	21649
EPS (元)	0.68	0.78	0.89	1.02	归属于母公司所有者权益	6086	6507	6979	7521
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	391	417	448	482
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	6476	6925	7427	8003
经营活动现金流净额	3970	2005	2746	2869	负债及股东权益	23973	25485	27651	29652
取得投资收益收回现金	61	32	35	38	基本指标				
长期股权投资	31	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-322	-101	-77	-68	每股收益	0.68	0.78	0.89	1.02
其他	-1466	-27	0	0	每股经营现金流	3.85	1.95	2.67	2.79
投资活动现金流净额	-1695	-96	-42	-30	市盈率	12.02	9.21	8.09	7.05
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.38	1.14	1.06	0.99
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	—	—	—	—
银行贷款增加 (减少)	-475	0	0	0	总资产收益率	2.9%	3.2%	3.3%	3.6%
筹资成本	-338	-392	-446	-512	净资产收益率	11.5%	12.4%	13.2%	14.0%
其他	104	5	0	0	净利率	2.4%	2.5%	2.6%	2.8%
筹资活动现金流净额	-709	-387	-446	-512	资产负债率	73.0%	72.8%	73.1%	73.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	1566	1522	2257	2327	总资产周转率	1.31	1.29	1.32	1.33

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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

办公地址

上海

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

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (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/或其附属机构（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。