格力电器（000651.SZ）

2020 年 08 月 05 日

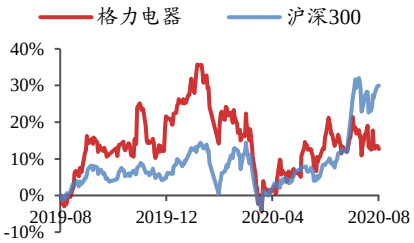
渠道变革、行业回暖，空调龙头业绩反转可期

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/8/5
当前股价(元)	56.85
一年最高最低(元)	70.56/48.40
总市值(亿元)	3,419.94
流通市值(亿元)	3,394.02
总股本(亿股)	60.16
流通股本(亿股)	59.70
近 3 个月换手率(%)	74.92

股价走势图



数据来源：贝格数据

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 新零售模式变革叠加行业回暖，空调龙头业绩反转可期

格力电器是国内空调行业龙头企业。产品端，重视质量，掌握核心技术。渠道端，通过返利、股权转让等方式与线下经销商深度绑定，构筑明显护城河。2020 年积极进行新零售模式变革，深化线上线下融合。我们认为，在行业整体回暖的背景下，格力的新零售模式有望对线上渠道实现突破，强化固有优势。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 205.25/253.32/285.72 亿元，对应 EPS 为 3.41/4.21/4.75 元，当前股价对应 PE 为 17/14/12 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 下半年空调行业回暖可期，龙头企业有望充分受益

我们认为，2020H2 空调行业有望出现回暖：1）空调均价已触底，在成本、新能效标准等因素促进下，2020H2 均价回升预期较强；2）社零数据、奥维数据均显示空调销量持续回暖，根据龙头企业排产数据来看，2020H2 销量有望出现回升；3）竞争格局重塑接近完成，龙头企业有望重新掌握定价权。站在一年维度来看，2021H1 有望受益于前期（2020H1）低基数，出现较为亮眼的业绩同比数据。此外考虑格力高分红率，在一定程度上也具备防御性价值。

● 行业端需求稳定，供给端龙头把握核心资源

我们综合考虑影响空调销量的四因素：1）消费意愿；2）气候变化；3）地产因素；4）零售因素；通过线性回归得到的空调销量预测的回归方程：lnS=-0.134lnC+0.942lnW+0.060ln(P+R)+7.018。根据模型结果，我们预计 2020 年家用空调销量稳态值将在 1.2 亿台左右。供给端龙头企业通过上下游整合，掌握压缩机、电机等核心产能，对新兴品牌形成较高的进入壁垒。

● 核心科技领先全球，渠道变革迎来全新发展机遇

产品端，格力重视质量，掌握核心科技。渠道端，格力在多次渠道改革中，实现厂家、经销商与消费者的三方共赢，线下渠道竞争优势显著。随着家电线上消费占比提升，格力积极布局并利用直播推动新零售模式变革。新零售模式能大幅提升渠道效率，将传统渠道费用适度返还给消费者，进一步提升产品的竞争力。

● 风险提示： 原材料价格上涨，新冷年开盘不及预期；

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	198,123	198,153	177,664	201,293	223,194
YOY(%)	33.6	0.0	-10.3	13.3	10.9
归母净利润(百万元)	26,203	24,697	20,525	25,332	28,572
YOY(%)	17.0	-5.7	-16.9	23.4	12.8
毛利率(%)	30.2	27.6	30.8	31.1	31.5
净利率(%)	13.2	12.5	11.6	12.6	12.8
ROE(%)	28.5	22.2	16.4	17.7	17.2
EPS(摊薄/元)	4.36	4.11	3.41	4.21	4.75
P/E(倍)	13.1	13.8	16.7	13.5	12.0
P/B(倍)	3.7	3.1	2.8	2.4	2.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 当前时点投资格力电器的核心逻辑 5
1.1、 空调价格已企稳，下半年回升预期较强 5
1.2、 排产数据验证空调市场趋势改善，下半年销量有望回升 6
1.3、 竞争格局重塑接近完成，龙头企业有望重新夺回定价权 7
1.4、 高分红特性具备较强防御价值 8
2、 混改成功落地，空调王者迎来发展新篇章 9
2.1、 缘起：格力电器的成长之路 9
2.2、 业务：空调业务仍是公司核心 10
2.3、 股权：混改方案落地，格力电器有望迎来发展新篇章 11
3、 从财务视角解读格力电器 13
3.1、 “销售返利”对格力电器财务报表的影响 13
3.2、 解读格力电器财报的三个关键点 15
3.3、 公司业绩情况良好，拥有较强的费用管控及盈利能力 17
3.3.1、 总营收稳步增长，空调业务和内销贡献主要收入 17
3.3.2、 销售毛利率变动相对较大，空调业务贡献主要毛利率 18
3.3.3、 整体费用管控良好，计提返利金额逐渐下滑带来销售费用率降低 18
3.3.4、 相对较高的净利率反映公司的盈利优势 20
3.3.5、 公司存货周转率稳定，较高的应收账款周转率体现现金流优势 20
3.3.6、 高销售净利率带来公司较高的 ROE 水平 21
4、 空调需求保持稳定，龙头企业上下游产业链整合充分 22
4.1、 行业空间：预计 2020 年空调稳态销量约 1.2 亿台/年 22
4.2、 竞争格局：空调制造商其上游供应链壁垒较高，竞争对手难以进入 27
4.2.1、 格力通过收购实现核心零部件自配套 27
4.2.2、 向上游配件生产商提供原材料以获得成本优势 28
5、 核心科技领先全球，渠道变革迎来新机遇 29
5.1、 核心科技全球领先，注重产品品质，造就国际驰名品牌 29
5.2、 多次渠道变革夯实王者地位，看好格力新零售模式转型 31
5.2.1、 多次渠道变革实现多方共赢，夯实传统渠道王者地位 31
5.2.2、 第四次转型正在开启，看好格力“新零售”模式转型 33
6、 盈利预测 36
7、 风险提示 37
附：财务预测摘要 38

图表目录

图 1： 618 大促期间空调均价高于 2020Q1 空调均价 5
图 2： 中塑价格指数在 2020Q2 开始出现回升 6
图 3： 钢材综合价格指数在 2020Q2 开始出现回升 6
图 4： 定频产品销量占比下滑，产品结构进一步升级 6
图 5： 在售新一级能效空调机型数量逐步提升 6
图 6： 2020 年 1-6 月家用电器和音像器材类零售额累计同比下降 12.20%，降幅环比缩小 6.2pct 7
图 7： 2020 年 6 月家用电器和音像器材类零售额当月同比增长 9.8%，环比提升 5.5pct 7
图 8： 空调线上销量占比逐年提升 7

图 9: 2020H1 空调行业线上零售量同比转正 7
图 10: 竞争格局优化后，格力股价实现大幅上涨 8
图 11: 格力重新夺回奥克斯线上份额，与美的重回“双寡头”格局 8
图 12: 格力电器的成长之路 10
图 13: 空调业务仍是格力电器主要业务 11
图 14: 混改方案落地，珠海明骏成为格力第一大股东 11
图 15: 股改后，格力管理层实际掌握公司经营权 12
图 16: 格力电器返利的 4 个来源 13
图 17: 格力销售返利模式下的会计分录 14
图 18: 销售返利加剧销售费用率的波动 15
图 19: 超额计提返利平滑公司报表端盈余 15
图 20: 销售返利是其他流动负债的主要组成部分 16
图 21: 销售返利净增加额简单推导过程 16
图 22: 每年三季度预收账款为当年预收账款峰值 16
图 23: 2010-2019 公司总营收逐渐趋于平稳，2020 年 Q1 受疫情影响增速下滑 17
图 24: 空调业务仍是公司的主营业务 17
图 25: 内销为主，外销仍有较大发展空间 17
图 26: 销售返利政策放大了毛利率的波动 18
图 27: 空调业务毛利率高于其他主营业务 18
图 28: 从毛销差来看，公司盈利能力稳中有升 18
图 29: 近几年公司期间费用率逐年下降，费用管控优势增强 19
图 30: 格力电器销售费用率显著降低 19
图 31: 销售返利净增加额显著下滑 19
图 32: 管理费用率在行业中处于较低水平 20
图 33: 重视研发，整体研发费用率稳中有升 20
图 34: 公司净利率较高，拥有较强的盈利能力 20
图 35: 2020Q1 受疫情影响，归母净利润出现波动 20
图 36: 2010-2019 年存货周转率稳中有升 21
图 37: 应收账款结构良好 21
图 38: 应收账款周转率显著高于可比公司 21
图 39: 空调销量需求测算模型 22
图 40: 国内城镇化率已经来到饱和临界点 24
图 41: 城镇、农村家庭空调保有量稳步提升 24
图 42: 近十年商品房的销售结构 25
图 43: 2018 年主要城市的平均气温 25
图 44: 2018 年主要城市家庭平均每百户空调拥有量 25
图 45: 各省人均 GDP 存在一定正相关关系 26
图 46: 空调实际销量与模型估算基本拟合 27
图 47: 核心零部件压缩机为空调主要成本之一 28
图 48: 空调需求提升带动压缩机销量提升 28
图 49: 格力收购核心零部件公司，实现产业链纵向整合 28
图 50: 格力在配件环节既是原材料供应商又是客户 29
图 51: 格力甲供业务收入持续增长 29
图 52: 格力研发投入增速较快 29
图 53: 公司研发人员逐年增加 29

图 54: 格力发明专利申请数逐年增加 30
图 55: 格力狠抓产品质量，搭建特色质控体系 31
图 56: 格力电器的渠道变革路径 33
图 57: 国内网络购物规模逐渐庞大 33
图 58: 大家电线上销售占比逐步提升 33
图 59: 格力电器线上销量市占率超越奥克斯，紧逼美的 34
图 60: 2020 年 7 月，格力开启全国巡回直播第 1 站 34
图 61: 新零售模式下的厂、商、消费者关系 35
图 62: 格力电器“新零售”模式能最大程度提升渠道效率 36

表 1: 格力多年来秉承高分红计划，高瓴资本入局后有望持续 9
表 2: 格力电器较高的销售净利率使其 ROE 处于较高水平（2019 年） 21
表 3: 地产后周期拉动因素正在逐渐减弱 23
表 4: 空调保有量潜在销量空间 24
表 5: 季节性系数的测算表格（万台） 26
表 6: 空调销量测算表：稳态在 1.2 亿左右 27
表 7: 格力不断实现核心技术突破 30
表 8: 2020 年格力进行六次直播，单场直播销售额实现大幅增长 35
表 9: 白电公司估值情况：格力电器估值低于同行业可比公司 36

1、 当前时点投资格力电器的核心逻辑

我们认为，空调行业在 2020H2 有望出现量、价回暖，同时随着格力新零售渠道变革，深化线上、线下整合，行业竞争格局重塑接近完成，龙头企业有望重新掌握定价权。站在一年维度来看，2021H1 有望受益于前期（2020H1）低基数，出现较为亮眼的业绩同比数据。此外考虑格力高分红率，在一定程度上也具备防御性价值。

1、 空调均价已探底，2020H2 均价回升预期较强；

2、 空调龙头企业排产数据验证市场趋势改善，2020H2 销量有望出现回升；

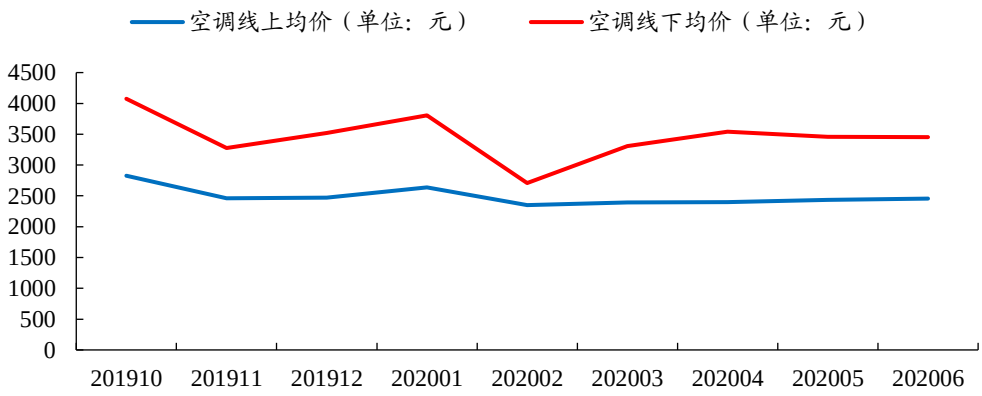
3、 格力新零售渠道变革，深化线上、线下整合，竞争格局重塑接近完成，龙头企业再次掌握定价权；

4、 高分红在一定程度上给予格力防御性价值；

1.1、 空调价格已企稳，下半年回升预期较强

618 大促期间，空调价格已基本企稳。根据奥维云网数据来看，Week22-25（618 大促期间）空调线上、线下均价分别为 2441 元、3432 元，仍未跌破 2 月份线上、线下价格最低点（2350 元、2708 元），在一定程度上反应空调价格已逐步企稳。

图1：618 大促期间空调均价高于 2020Q1 空调均价



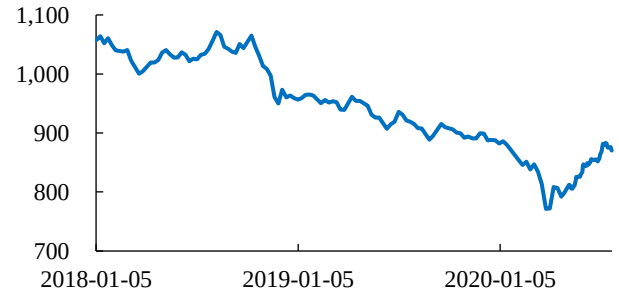
数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2020H2 空调均价回升预期较为强烈。从原材料、产品结构、厂商渠道等多重因素来看，空调均价下半年有望在企稳的基础上，出现回升。

（1） **多参与方存在一致性涨价预期。**上半年受疫情影响，工厂和渠道商经营压力巨大，内生性存在涨价需求。品牌方也逐渐减少特价机、引流机的投放比重，加大新能效产品的投放力度，带动了整体价格体系的恢复性上涨。

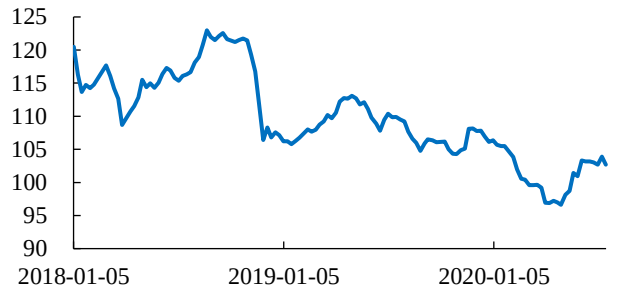
（2） **原材料价格提升，在一定程度上支撑空调均价回升。**根据中国塑料价格指数、钢材综合价格指数、铝材价格指数来看、铜材价格指数来看，空调核心原材料在 2 季度均出现回升，在一定程度上支撑了空调均价在三季度出现回升。

图2：中塑价格指数在 2020Q2 开始出现回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

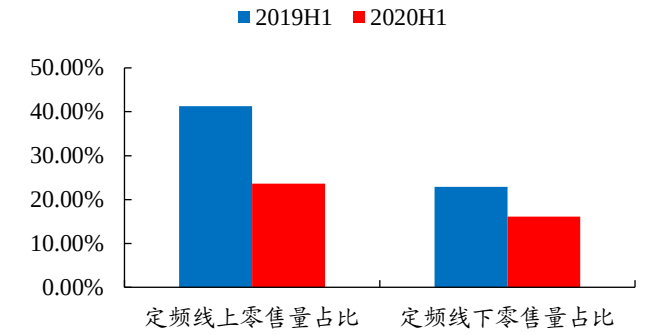
图3：钢材综合价格指数在 2020Q2 开始出现回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

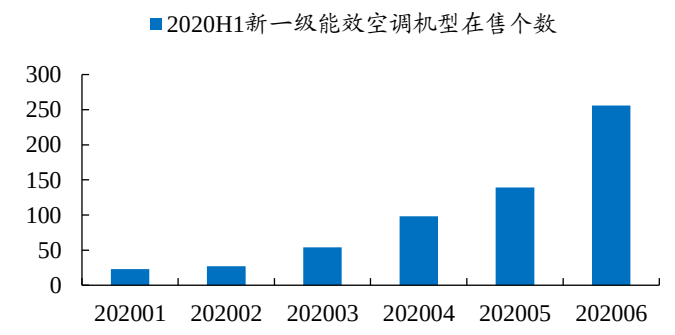
（3） **新能效标准出台带来产品结构升级。**2020 年 7 月 1 日，国内空调能效新国标正式落地。此次新能效标准的实施，意味着低能效、高耗电的定频以及三级能效变频产品都将面临淘汰。随着越来越多的新能效空调开售，下半年空调平均售价有望进一步提升。

图4：定频产品销量占比下滑，产品结构进一步升级



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图5：在售新一级能效空调机型数量逐步提升

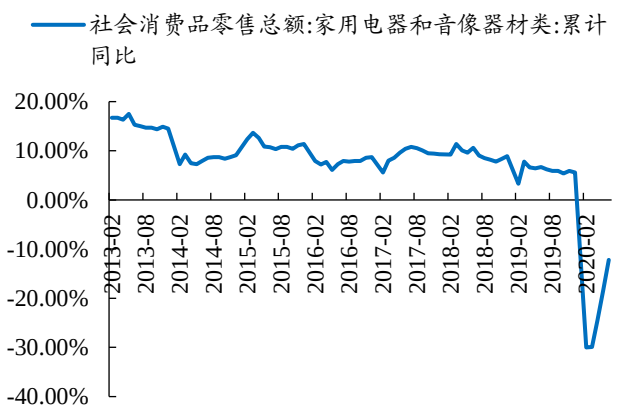


数据来源：奥维云网、开源证券研究所

1.2、 排产数据验证空调市场趋势改善，下半年销量有望回升

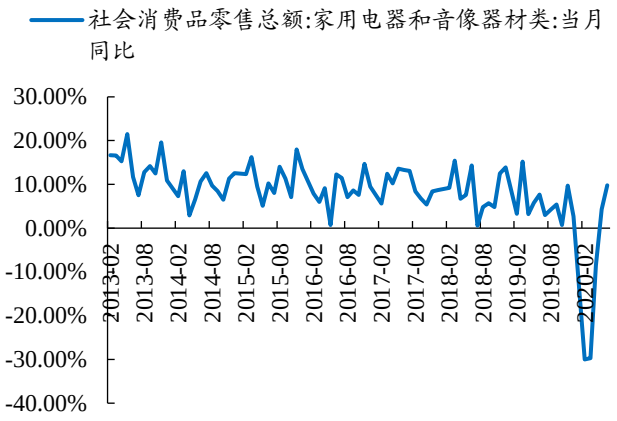
从社零数据来看，家用电器和音像器材类零售额当月同比提升，累计降幅继续收窄。2020 年 1-6 月家用电器和音像器材类零售额累计同比下降 12.2%，降幅环比缩小 6.2pct。其中，2020 年 6 月家用电器和音像器材类零售额当月同比增长 9.8%，环比提升 5.5pct。

图6：2020 年 1-6 月家用电器和音像器材类零售额累计同比下降 12.20%，降幅环比缩小 6.2pct



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

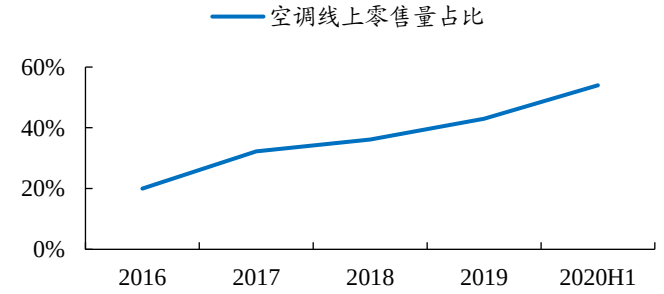
图7：2020 年 6 月家用电器和音像器材类零售额当月同比增长 9.8%，环比提升 5.5pct



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

2020H1 空调行业上半年线上零售量转正。根据奥维云网渠道推总数据，2020H1 空调内销 2886 万台（-14.3%），主要系线下承压所致，上半年空调线上销量 1559 万台，同比提升 9.6%，我们认为随着空调线上渠道占比提升，下半年空调销量有望持续回暖。

图8：空调线上销量占比逐年提升



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图9：2020H1 空调行业线上零售量同比转正



数据来源：奥维云网

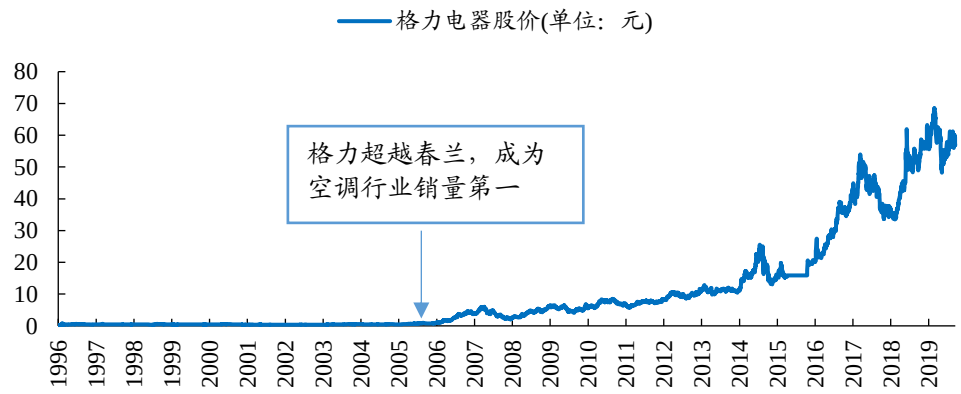
格力空调 7 月、8 月排产量增长显著，验证市场趋势改善，下半年销量有望提升。根据产业在线监测，7 月、8 月空调行业内销排产量分别同比提升 25%、23%，出口排产量分别同比提升 11%、20%，其中龙头企业排产积极，二线品牌排产大幅下滑。7 月、8 月，格力内销排产量分别同比提升 6%、24%，改善趋势明显。我们认为，龙头企业加大排产，主要系库存压力相对较轻，对未来市场预期良好所致。

1.3、 竞争格局重塑接近完成，龙头企业有望重新夺回定价权

优异的竞争格局是支撑空调行业股价长期向好的重要因素。从行业来看，空调制造行业具有高度标准化（除压缩制冷功率外，模具、零部件几乎相同）、技术更迭较慢（核心制冷原理未改变，产品稳定，具备规模效应）、淡旺季明显等特性，而这些特性也使得龙头企业更愿意整合产业链上下游，形成更稳定的“垄断”格局。通过

观察我们可以发现，自 2006 年格力超越春兰成为空调销量第一后，其股价就开始出现大幅增长，主要系 2006 年后行业由“自由竞争”变为“双寡头”格局，龙头企业具备定价权，从而使盈利能力不断超预期。

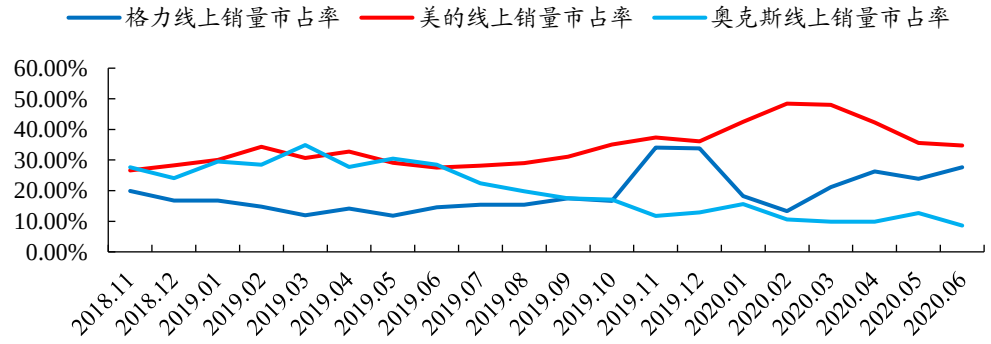
图10：竞争格局优化后，格力股价实现大幅上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

格力通过价格战重新夺回奥克斯线上份额，伴随新零售模式深化线上线下一体化，竞争格局再次向好。回顾 2019 年末的价格战，其本质也是格力“重塑竞争格局之战”。在 2019 年上半年之前，主打线上渠道的奥克斯利用低价优势对格力在线上渠道实现短暂反超，随着 2019 年末龙头企业价格战开打，奥克斯线上份额持续下滑。2020 年一季度，格力打造新零售模式，深化线上线下一体化，进一步夯实市场份额。根据奥维云网数据，截止 2020 年 6 月，格力与美的再次形成“双寡头”，行业竞争格局再次向好。

图11：格力重新夺回奥克斯线上份额，与美的重回“双寡头”格局



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

1.4、 高分红特性具备较强防御价值

高瓴资本入局后，高分红比例有望持续。在过去 20 年中，格力始终保持着较高的分红比例。混改落地后，根据混改协议，珠海明骏承诺尽力促使上市公司每年净利润分红比例不低于 50%。我们根据 Wind 数据，以 2019 年 16 倍 PE 作为参考，在 50%的净利润分红比例下，股息率约 3.12%，具备较高的投资价值。

表1：格力多年来秉承高分红计划，高瓴资本入局后有望持续

年度	分红送股方案	分红金额（亿元）	归母净利润（亿元）	分红占归母净利润比重
1997 年报	10 派 10 元（含税）	1.50	1.9836	75.62%
1998 年报	10 派 4 元（含税)	1.30	2.1178	61.38%
1999 年报	10 派 4 元（含税)	1.30	2.2916	56.73%
2000 年报	10 转增 5 股派 4 元（含税）	1.43	2.5487	56.11%
2001 年报	10 派 3 元（含税）	1.61	2.7281	59.02%
2002 年报	10 派 3.2 元（含税）	1.72	2.9681	57.95%
2003 年报	10 派 3.3 元（含税）	1.77	3.3728	52.48%
2004 年报	10 派 3.8 元（含税）	2.04	4.2078	48.48%
2005 年报	10 转增 5 股派 4 元（含税）	2.15	5.0962	42.19%
2006 年报	无	0.00	6.9174	0.00%
2007 年报	10 转增 5 股派 3 元（含税）	2.50	12.6976	19.69%
2008 年报	10 转增 5 股派 3 元（含税）	3.76	19.6652	19.12%
2009 年报	10 转增 5 股派 3 元（含税）	9.39	29.1345	32.23%
2010 年报	10 派 3 元（含税）	8.45	42.7572	19.76%
2011 年报	10 派 5 元（含税）	15.04	52.3694	28.72%
2012 年报	10 派 10 元（含税）	30.08	73.7967	40.76%
2013 年报	10 派 15 元（含税）	45.12	108.7067	41.51%
2014 年报	10 转增 10 股派 30 元（含税）	90.24	141.5517	63.75%
2015 年报	10 派 15 元（含税）	90.24	125.3244	72.01%
2016 年报	10 派 18 元（含税）	108.28	154.2096	70.22%
2017 年报	无	0.00	224.0158	0.00%
2018 年报	10 派 15 元（含税）	90.24	262.0279	34.44%
2019 年报	10 派 12 元（含税）	72.19	246.9664	29.23%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 混改成功落地，空调王者迎来发展新篇章

2.1、 缘起：格力电器的成长之路

珠海格力电器股份有限公司成立于 1991 年，主要从事家用电器的研发、生产、销售与服务，覆盖空调、生活电器、高端装备、通信设备四大领域，是国内空调行业的领导者。回顾格力电器的发展历程，我们可以将其分为三个阶段：

（1） **初创阶段（1991-1994）：**重视研发，实施“精品战略”，推行“零缺陷工程”，为格力产品奠定质量优势。

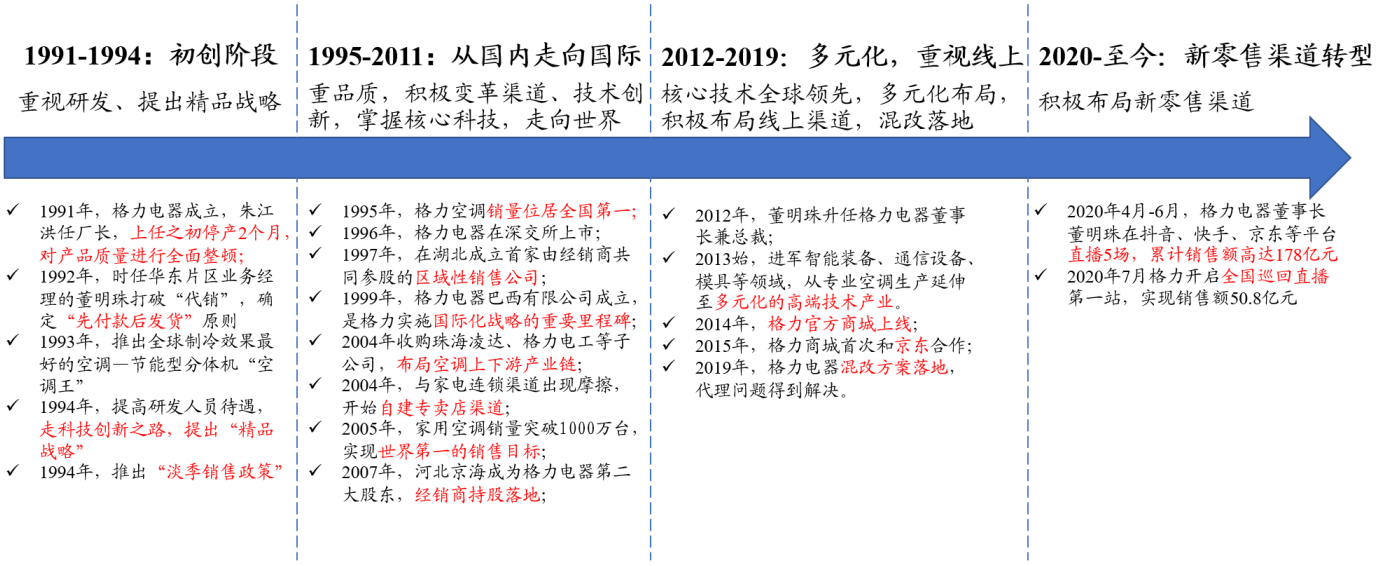
（2） **从国内走向国际（1995-2011）：**在这一阶段，公司重视产品品质、多项核心技术取得重大突破，积极并购上下游产业链，大幅提升自主创新能力。渠道端积极变革，成立区域性销售公司，伴随产业规模效应逐渐显现，逐步走向国际市场，2005 年实现全球家用空调销量第一的目标。

（3） **转型升级与多元化阶段（2012-2019）：**2013 年起，公司相继进军智能装备、通信设备、模具等领域，从专业空调生产延伸至多元化的高端技术

产业。目前，格力智能装备不仅为自身自动化改造提供先进设备，同时也为家电、汽车、食品、3C 数码、建材卫浴等众多行业提供服务。渠道端开始积极拥抱线上渠道。

（4） **积极布局新零售阶段（2020-至今）：**疫情带来线下停摆，格力渠道变革加速。在疫情扰动下，实体经济遭遇较大挫折，2020 年第 1 季度大部分线下门店关闭，包括家电在内的消费逐步向线上渠道转移。另一方面，实体门店的关闭也带来了直播电商的快速发展，直播渠道成为众多家电企业的重要销售渠道之一。从 2020 年 4 月-6 月，格力电器董事长董明珠在抖音、快手、京东等平台直播 5 场，累计销售额高达 178 亿元。2020 年 7 月 10 日格力开启全国巡回直播第一站，实现销售额 50.8 亿元。

图12：格力电器的成长之路

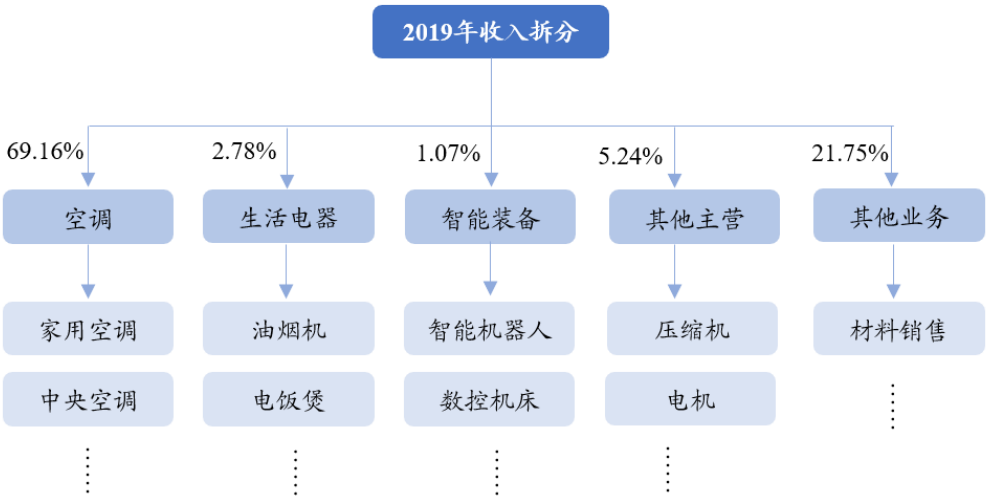


资料来源：《格力董明珠：中国制造 2025》、《朱江洪自传》、开源证券研究所

2.2、 业务：空调业务仍是公司核心

格力电器以空调业务为核心。按照公司收入拆分口径，我们可以将格力电器的业务分为空调、生活电器、智能装备、其他主营业务、其他收入五个大类。根据 2019 年年报，空调业务收入占比 69.16%，其次为其他业务收入，主要系格力电器采购原材料并转售给供应商的收入，其他主营业务主要为公司旗下压缩机、电机子公司除自供以外，对外销售收入。

图13：空调业务仍是格力电器主要业务

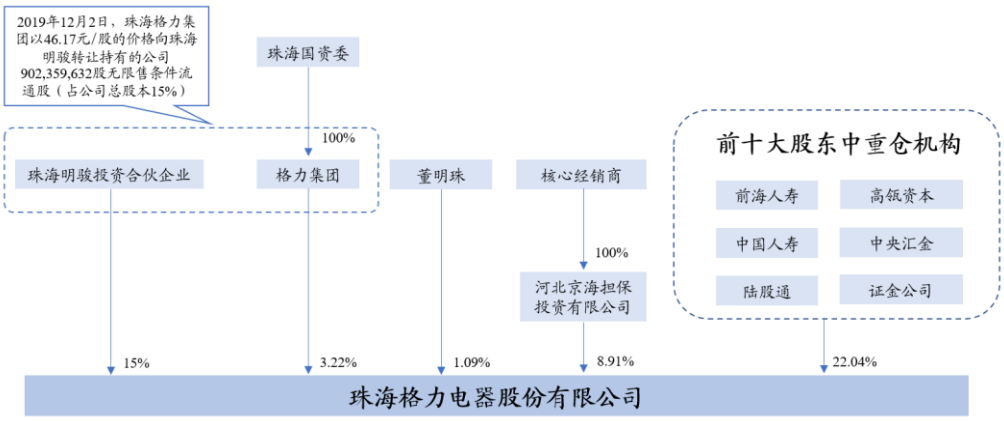


资料来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 股权：混改方案落地，格力电器有望迎来发展新篇章

格力集团与珠海明骏签署《股份转让协议》，格力电器混改成功落地。2019 年 12 月 2 日，格力集团与珠海明骏签署协议，以 46.17 元/股的价格向珠海明骏转让格力电器 9.02 亿股（占公司总股本 15%），格力电器混改成功落地，珠海明骏成为格力电器第一大股东。

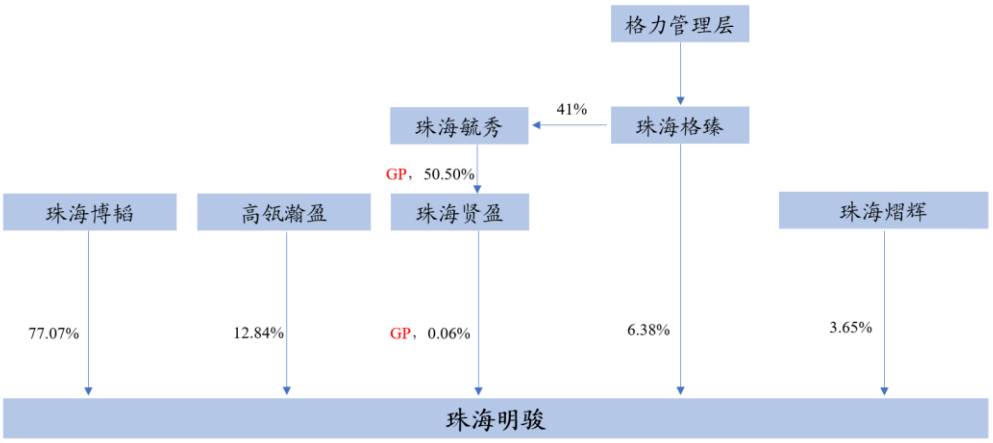
图14：混改方案落地，珠海明骏成为格力第一大股东



资料来源：格力电器 2020 一季报、开源证券研究所

股改后，格力管理层最终掌握公司实际经营权。珠海明骏作为合伙制企业，其执行管理权由其唯一 GP 珠海贤盈掌握，而珠海贤盈（合伙制企业）的唯一 GP 为珠海毓秀（公司制企业）。格力管理层实体（珠海格臻）则掌握着珠海毓秀（公司制企业）最大的股份，占比约 41%。

图15：股改后，格力管理层实际掌握公司经营权



资料来源：公司公告、开源证券研究所

格力管理层及河北京海实际掌控的格力电器经营权有望达到 29%。格力管理层掌握的格力电器经营权有望接近 20.09%，分为三个部分：

（1） 董明珠自身持股 1.09%；

（2） 管理层实体通过 GP 最终控制经营权的珠海明骏（占格力电器总股本 15%）；

（3） 股权交割后推动对管理层不超过总股本 4%的股权激励。

考虑到由格力电器核心经销商组成的河北京海担保投资有限公司持有格力电器股份 8.91%，格力管理层及河北京海掌握的格力电器股份有望达到 29%，远超其他最大单一股东格力集团 3.22%的持股占比。

我们认为，此次混改对格力电器将会产生以下积极影响：

（1） 格力电器治理结构显著优化。前期珠海市国资委在经营权、人事任命方面拥有决定权，混改落地后，格力管理层与国资委之间存在的委托代理问题得到解决。

（2） 高瓴资本产业赋能，有望给格力渠道、产品端带来积极变革。近年来，传统家电零售渠道发生较大变化，根据奥维云网董事长在接受央视采访时表示，截止 2020 年 6 月中旬，家电线上销售量已经超过了线下，在过往几十年家电市场中，首次出现这样的趋势。高瓴作为国内顶尖的消费、TMT 投资机构，与腾讯、京东等新零售核心参与方具有深度合作，未来有望协助格力电器提升传统渠道效率，进行新零售变革。另一方面，高瓴有望推动格力在信息化、智能化的方向上探索，实现从“先进制造”向“智能制造”的跨越。

（3） 股东分红比例有望维持在净利润 50%以上。根据双方签署的协议，珠海明骏承诺尽力促使上市公司每年净利润分红比例不低于 50%。

3、 从财务视角解读格力电器

3.1、 “销售返利”对格力电器财务报表的影响

1995 年初格力电器首创“淡季让利”模式。由于空调的销售具有明显的季节性，为了解决厂商在淡季现金流不足、旺季产能不足的问题，在行业普遍实行年终返利的背景下，格力电器首创“淡季让利”模式。根据董明珠《行棋无悔》中的描述，淡季让利的核心内容是：空调销售淡季（09/01 至次年 03/31）的产品定价，比销售旺季（04/01 至 08/31）低，且淡季经销商提货价格中 9 月最低，逐渐上调至次年 3 月末，达到旺季价格。

2007 年格力电器新增“其他流动负债”科目用于计提销售返利。2007 年实施的新会计准则明确要求企业“及时、足额地确认预计负债”，同年，格力在报表端新增“其他流动负债”科目，公司其他流动负债逐年上升的主要原因是随着营收的增长，公司计提的销售返利等费用增加所致。

格力销售返利主要包括对经销商的价格优惠和补偿两个方面。格力电器在 2012 年的《增发招股意向书》中对销售返利作出解释：销售返利是指经销商在一定时期内累计购买货物达到一定数量，或由于市场价格下降等原因，公司给予经销商相应的价格优惠或补偿等。公司销售返利按月计提，分期支付。主要包括同销量相联系的价格优惠和同市场价格波动相联系的价格补偿两类。

格力电器的返利不支付现金，以货物作为返利支付方式，来源主要包括 4 个部分，整体来看，经销商每年返利约 14%。根据新浪财经相关资料，返利的四个主要来源分别为：

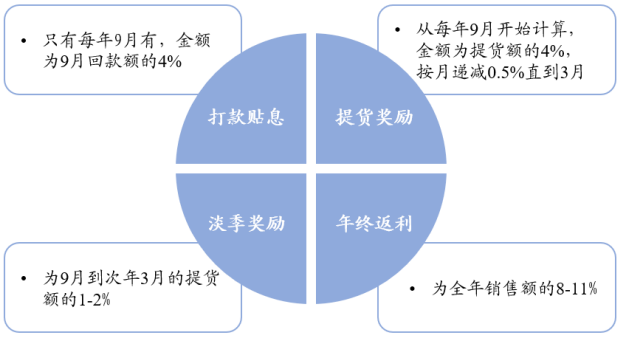
（1） **打款贴息：**每年 9 月有，金额为 9 月回款额的 4%；

（2） **提货奖励：**每年 9 月开始计算，金额为当月提货额的 4%，并按月递减 0.5%至次年 3 月；

（3） **淡季奖励：**每年 9 月至次年 3 月提货额的 1-2%；

（4） **年终返利：**全年销售额的 8-11%；

图16：格力电器返利的 4 个来源



资料来源：新浪财经、开源证券研究所

为了清晰地说明格力销售返利政策对财报的影响，我们作出部分假设，并对格力

电器的会计分录进行列举:

核心假设:

（1） 格力预估返还实物为提货额的 20%;

（2） 格力实际返利为提货额的 14%;

（3） 经销商全年提货 116 万元;

（4） 格力空调业务毛利率为 30%;

会计分录:

（1）收定金阶段: 借: 银行存款 116 万; 贷: 预收账款 116 万;

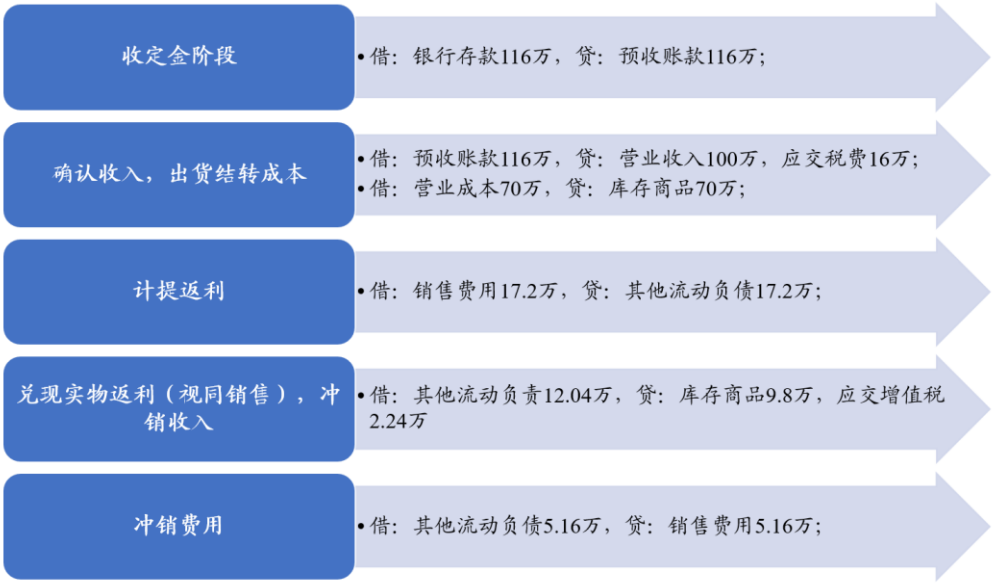
（2）确认收入，出货结转成本: 借: 预收账款 116 万; 贷: 营业收入 100 万，应交税费 16 万。借: 营业成本 70 万; 贷: 库存商品 70 万。

（3）计提返利: 借: 销售费用 17.2（70*20%+100*20%*0.16）万; 贷: 其他流动负债 17.2 万。

（4）兑现实物返利（视同销售），冲销收入: 借: 其他流动负债 12.04（17.2*70%）万; 贷库存商品 9.8（70*14%）万，应交增值税 2.24（100*14%*0.16）万;

（5）冲销费用: 借: 其他流动负债 5.16（17.2-12.04）万; 贷: 销售费用 5.16 万。

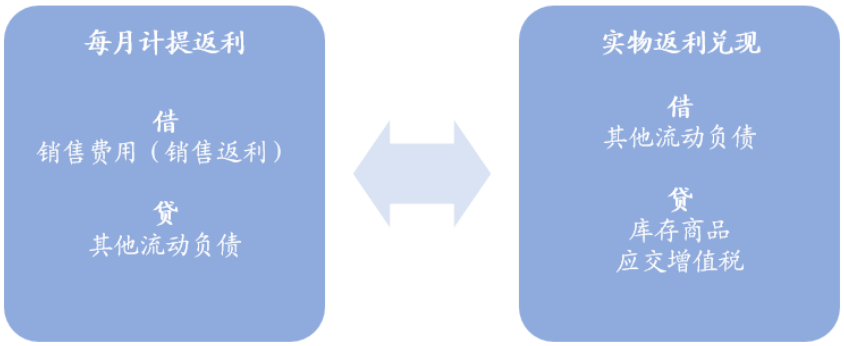
图17: 格力销售返利模式下的会计分录



资料来源：开源证券研究所

销售返利放大销售费用率的波动趋势。在大量计提返利期间，格力将销售返利作为其销售费用计入借项，这就导致了公司在该时间段内的高销售费用率。而在实物返利兑现期间，公司的销售返利计入贷项，降低销售费用率。

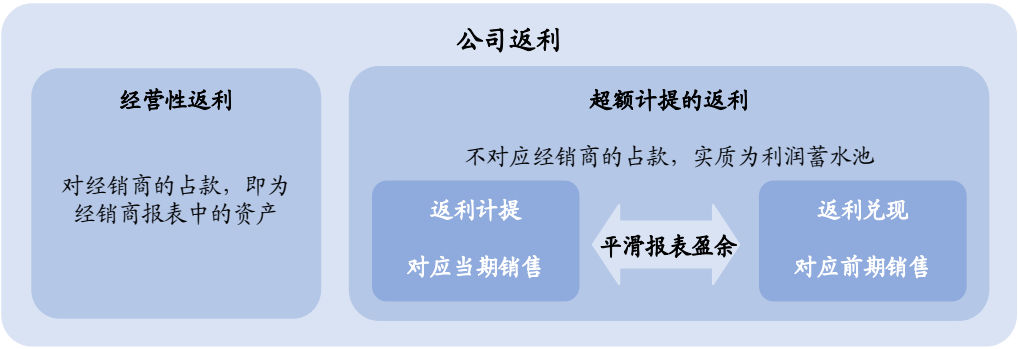
图18：销售返利加剧销售费用率的波动



资料来源：开源证券研究所

格力的销售返利在平滑报表端的净利润起到重要作用。作为以强周期性的空调业务作为主营的格力，销售返利的存在使公司实际报表端的净利润更为平稳。公司的返利可以依据其实质划分为经营性返利和超额计提返利两部分，其中后者并不对应经销商的占款而作为公司利润的蓄水池。通过处理分别对应当期销售和前期销售的返利计提和返利兑现，实现报表的跨期联系，这使得报表盈余更为平滑。

图19：超额计提返利平滑公司报表端盈余



资料来源：开源证券研究所

销售返利是格力电器的重要竞争力。（1）公司超额提计的部分平滑了行业的周期性波动，减小了低谷期公司的业绩波动；（2）公司利用经营性返利即对下游经销商的占款，作为免费的产业链杠杆，强化了其对经销商的控制，带来格力在产业链中的较高话语权；（3）浮动返利率等的设置使经销商在亏损时可以得到补贴，返利激励使得格力的经销商网络不断巩固与完善。

3.2、 解读格力电器财报的三个关键点

通过上文我们大致了解了格力电器销售返利的操作过程，但我们面对报表时仍需要解决三个核心问题：如何判断格力当期是否存在超额计提？如何准确观察格力的盈利能力变动情况？如何前瞻性阅读格力的财务报表？

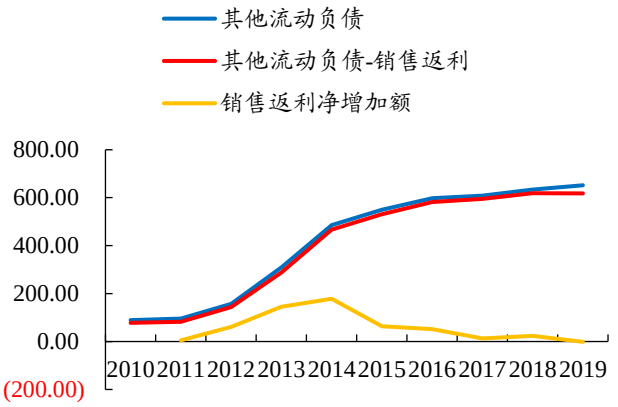
1、 如何判断格力当期是否存在超额计提？

如果其他流动负债科目环比大幅提升，则我们可以近似理解为公司存在一定程度的超额计提。理由如下：

考虑到其他流动负债主要由销售返利组成，在第 N-1 年计提返利全部在第 N 年

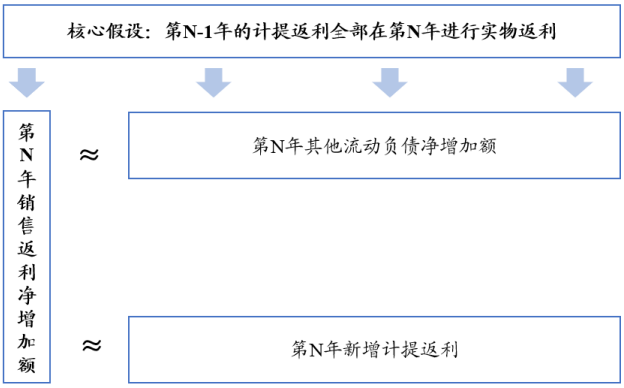
实物返利的前提下， 第 N 年销售返利净增加额≈第 N 年其他流动负债净增加额≈第 N 年新增计提返利

图20：销售返利是其他流动负债的主要组成部分



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：销售返利净增加额简单推导过程



资料来源：开源证券研究所

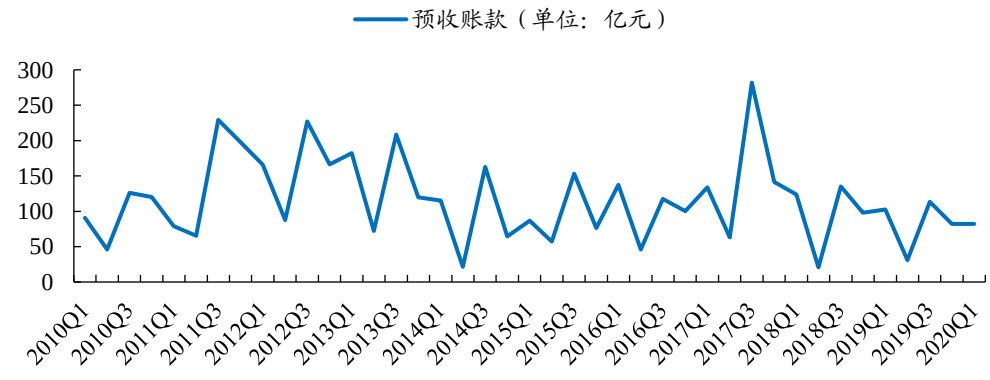
2、 如何更准确观察格力的盈利能力变动情况？

通过毛销差（毛利率减去销售费用率）指标，排除掉“销售返利”对公司报表端的影响，可以更好地展现公司实际盈利能力的波动情况。

3、 如何前瞻性观察格力的业绩情况？

在经销商政策相近的季度，每年的三季度预收账款（2020 年起调整为“合同负债”科目）情况在一定程度上，可以反映行业景气度及公司业绩情况。根据董明珠《行棋无悔》中的描述，“淡季经销商提货价格中 9 月最低，逐渐上调至次年 3 月末，达到旺季价格。”对于大部分经销商来说，9 月会进行集中打款，因此三季度的预收账款往往为全年的峰值，二季度的预收账款为全年最低。在经销政策相近的年份，三季度预收账款往往对公司次年业绩具备一定指导意义。

图22：每年三季度预收账款为当年预收账款峰值



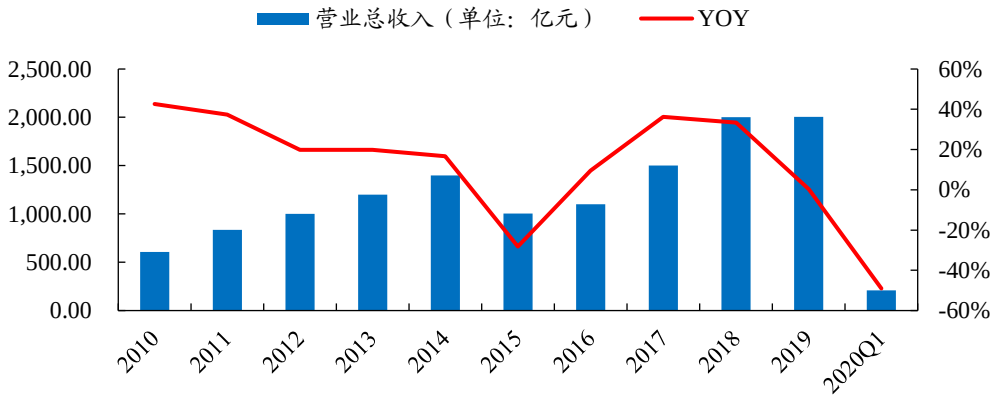
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 公司业绩情况良好，拥有较强的费用管控及盈利能力

3.3.1、 总营收稳步增长，空调业务和内销贡献主要收入

近年来公司营收稳步增长，2019 年营收同比增速出现波动。2010~2019 年，公司总营收从 2010 年 608.07 亿元升至 2019 年 2005.08 亿元（+0.24%），CAGR 为 12.67%。2015 年由于空调市场整体出现下滑及格力主动去库存导致总营收有所下滑，2019 年营收同比增速出现波动，主要系前期基数相对较高和库存压力所致。2020Q1 受疫情影响，总营收为 209.09 亿元，同比下滑 49.01%，随着疫情趋于稳定、夏季空调销售旺季到来，后续有望出现回暖。

图23：2010-2019 公司总营收逐渐趋于平稳，2020 年 Q1 受疫情影响增速下滑

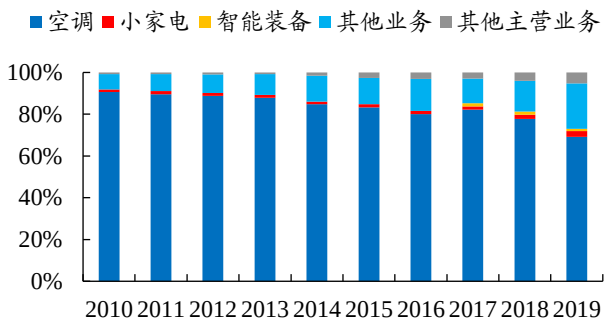


数据来源：Wind、开源证券研究所

分业务来看，空调为主要收入来源。2019 年空调业务贡献收入 1386.65 亿元（-10.93%）。随着公司业务日趋多元化，空调业务占比逐步下降，相较于 2010 年 90.63%的收入占比，2019 年收入占比为 69.16%；小家电、智能装备业务收入 2019 年占比为 2.78%、1.07%，近几年均有一定程度的提升。

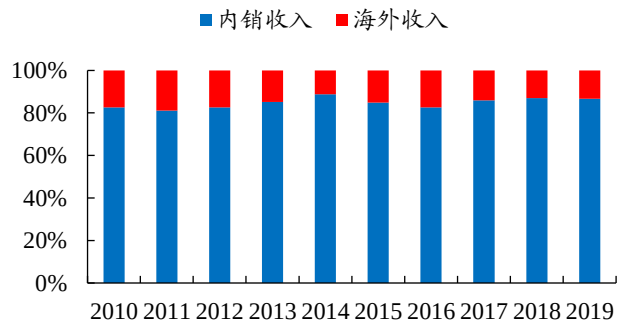
分地区来看，公司以内销收入为主，外销近年来有所增加。2019 年，公司实现内销收入 1360.73 亿元（+8.26%），占比为 67.86%，仍为公司主要收入来源；外销贡献 644.35 亿元的收入，占比 32.14%，随着格力继续加强海外战略规划和全球市场整体布局，外销仍有较大拓展空间。

图24：空调业务仍是公司的主营业务



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：内销为主，外销仍有较大发展空间

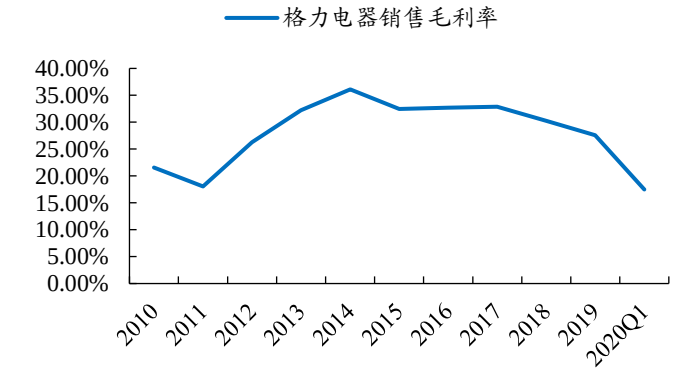


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.2、 销售毛利率变动相对较大，空调业务贡献主要毛利率

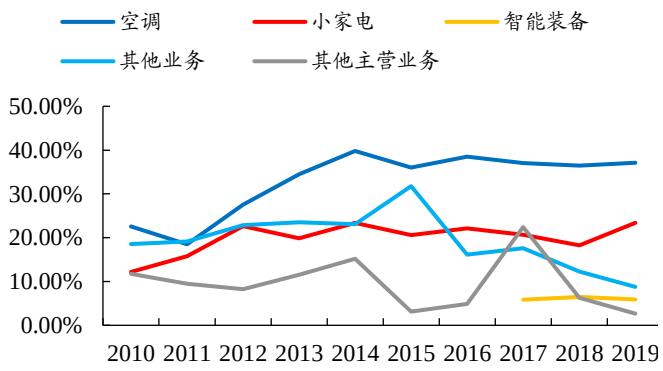
销售返利模式放大毛利率波动，空调业务贡献主要毛利。根据我们上文的分析，在计提返利阶段，毛利率具备不确定性（需要考虑出厂价格、经销商政策松紧），销售费用有所提升，在实物返利阶段，毛利率降低，销售费用红字对冲后有所下滑。分业务来看，空调毛利率较高，小家电基本稳定。2010~2019 年空调业务的毛利率从 18.49%上升至 37.12%，有较大的提升，且高于其他品类，拉升了整体毛利率；小家电 2019 年实现 23.40%的毛利率，保持基本稳定；智能装备和其他业务的毛利率则相对较低，2019 年分别为 5.94%和 8.77%。

图26：销售返利政策放大了毛利率的波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

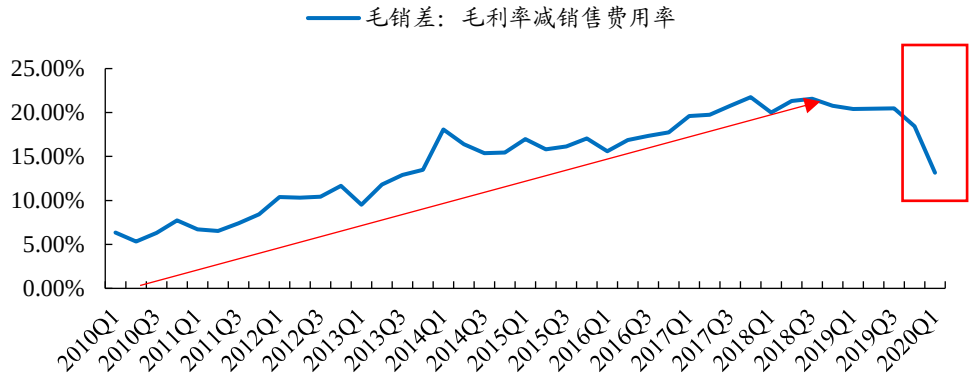
图27：空调业务毛利率高于其他主营业务



数据来源：Wind、开源证券研究所

从“毛销差”的角度看，格力电器的盈利能力稳步提升，受疫情扰动出现波动。由于销售返利在一定程度上，对公司的销售费用和毛利率产生影响，因此我们通过毛销差指标，即毛利率减去销售费用角度来看，过去几年中，格力的整体盈利能力稳步提升。2019Q4 开始由于价格战的原因有所下滑，2020Q1 主要系疫情影响所致。我们预计，随着疫情因素逐步稳定，格力电器毛销售有望出现回升。

图28：从毛销差来看，公司盈利能力稳中有升



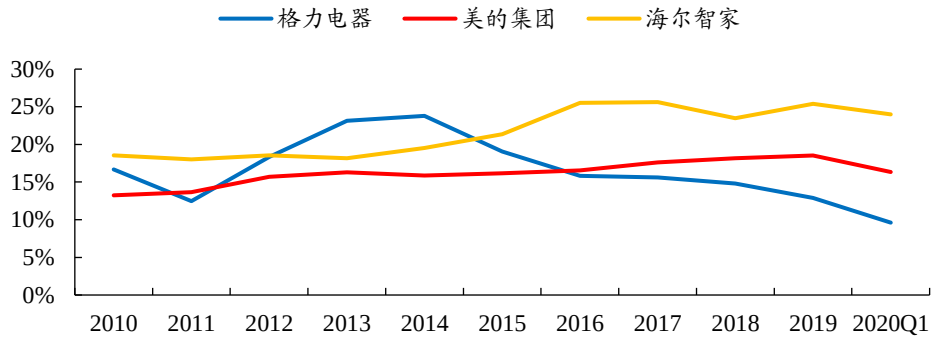
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.3、 整体费用管控良好，计提返利金额逐渐下滑带来销售费用率降低

公司整体费用管控良好，近五年期间费用率呈逐年下降趋势。公司近年来销售期间费用率稳步下降，2019 年销售期间费用率为 12.90%，较 2014 年下滑 10.89pct，

其中销售费用率下滑因素起到重要作用。与同行业公司对比来看，费用率处于较低水平。

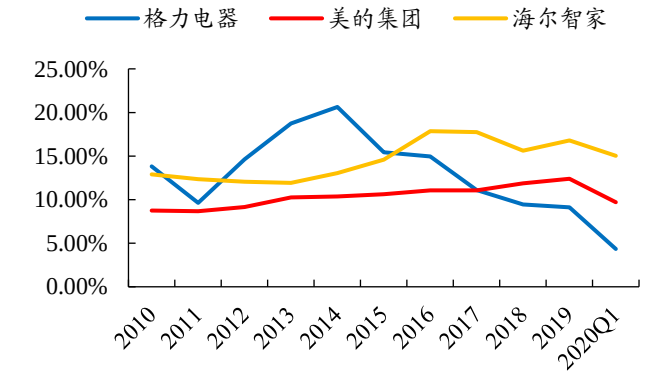
图29：近几年公司期间费用率逐年下降，费用管控优势增强



数据来源：Wind、开源证券研究所

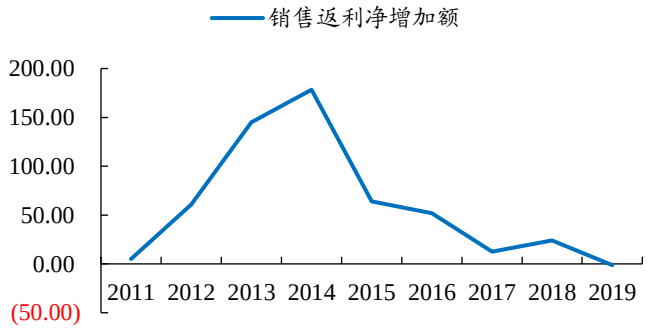
计提金额逐步降低，带来销售费用率显著下降。2014~2019 年，相较于美的集团、海尔智家，格力电器销售费用率呈现较大幅度的下滑，且销售费用的下滑幅度和销售返利净增加额出现较强的一致性，我们认为销售费用率大幅下滑有可能系公司近年来大幅降低计提返利金额所致。

图30：格力电器销售费用率显著降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：销售返利净增加额显著下滑

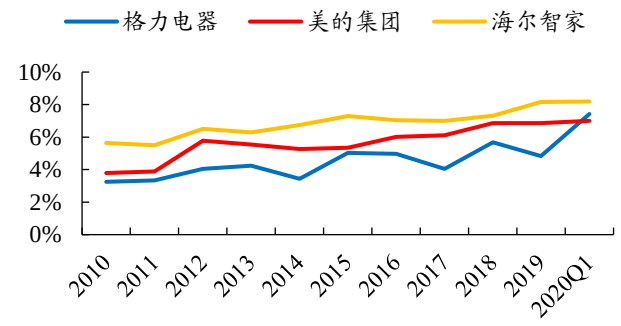


数据来源：Wind、开源证券研究所

管理费用率在行业处于较低水平。2010~2019 年，管理费用率呈现波动上升的趋势，从 2010 年的 3.25%上升至 2019 年的 7.42%，但与同行业公司对比仍处于较低水平。近年来管理费用率提升主要系员工薪酬、物耗、折旧及摊销增加所致。

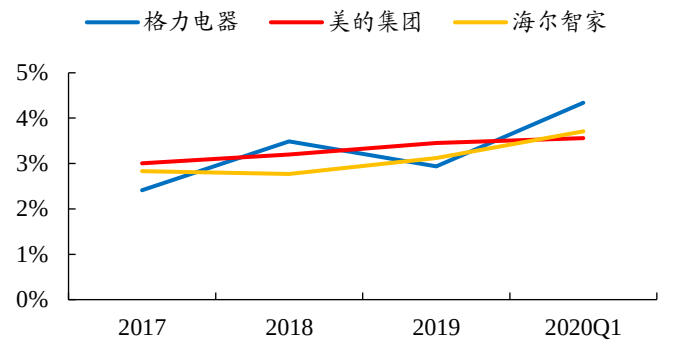
研发费用率整体呈上升趋势。2017-2019 年，公司研发费用率由 2.41%上升至 2.94%，且 2020 年第一季度研发费用率上升至 4.34%，相较于美的、海尔等可比公司，格力研发费用率增长幅度较大，这与公司重视研发、逐渐向产品多元化综合化方向发展有一定关联。

图32：管理费用率在行业中处于较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：重视研发，整体研发费用率稳中有升

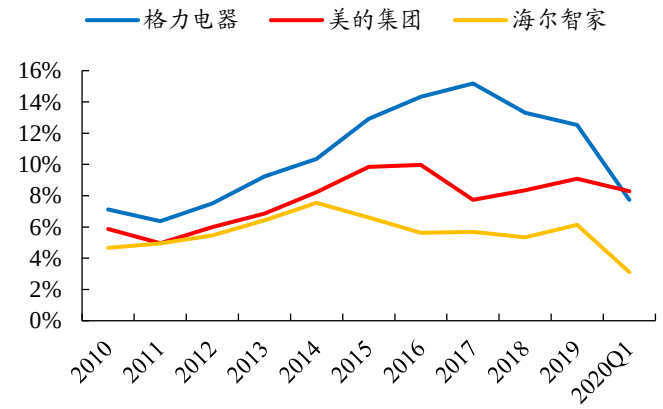


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.4、 相对较高的净利率反映公司的盈利优势

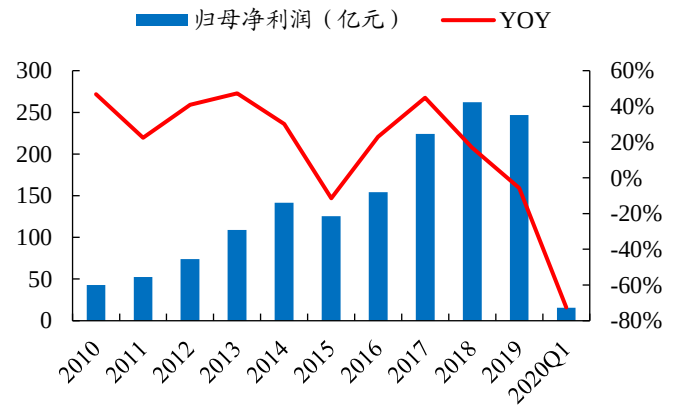
公司净利率高于同行业可比公司，拥有较强的盈利能力。伴随公司费用率下降，净利率处于同行业较高水平，2019 年净利率达 12.53%，高于行业可比公司。2019 年公司实现归母净利润 246.97 亿，2010-2019 年净利润 CAGR 为 19.17%。受 2019 年末空调行业价格战及 2020 年初疫情影响，净利率和归母净利润有所下滑，我们预计伴随疫情逐步平稳，公司盈利能力有望恢复。

图34：公司净利率较高，拥有较强的盈利能力



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：2020Q1 受疫情影响，归母净利润出现波动

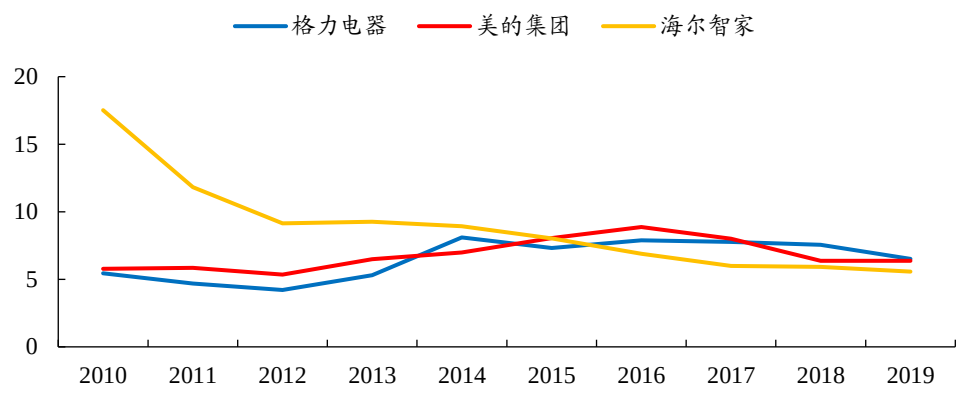


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.5、 公司存货周转率稳定，较高的应收账款周转率体现现金流优势

格力电器存货周转率稳中有升。2010~2019 年，格力电器的存货周转率稳中有升，2019 年存货周转率领先于行业可比公司。可比公司中，美的 2013 年 T+3 模式缩短产销周期，但 2018 年由于并购库卡，定制化工程占比较多，导致存货周转率下降。海尔由于内外部整合并购，导致存货周转率下降。

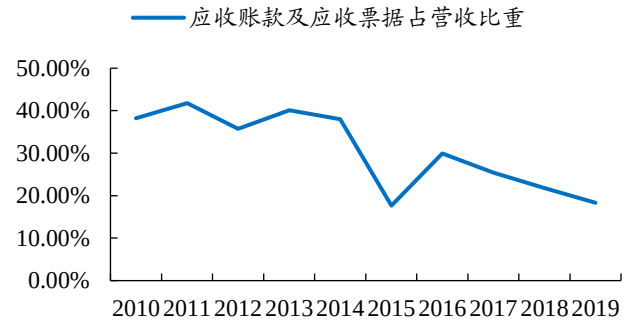
图36：2010-2019 年存货周转率稳中有升



数据来源：Wind、开源证券研究所

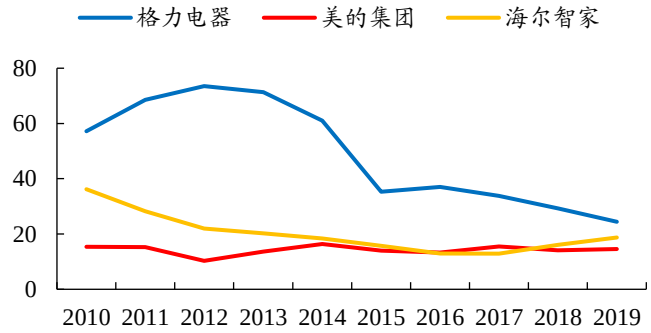
公司应收账款周转率显著高于美的、海尔等公司，显示其现金流优势。2010~2019 年公司应收账款占营收比重逐年降低，主要系公司对渠道话语权较强所致。与同行业相比，应收账款周转率处于领先地位。

图37：应收账款结构良好



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：应收账款周转率显著高于可比公司



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3.6、 高销售净利率带来公司较高的 ROE 水平

格力电器较高的销售净利率带来了较高的 ROE。2019 年格力电器的净资产收益率为 24.52%，处于较高水平，略低于美的集团。通过对 2019 年同行业可比公司的 ROE 进行杜邦拆分，可以发现格力电器较高的 ROE 主要得益于其显著高于其他可比公司的销售净利率，而高水平的销售净利率与其良好的费用管控能力紧密相关。

表2：格力电器较高的销售净利率使其 ROE 处于较高水平（2019 年）

公司	ROE（%）	权益乘数	资产周转率（次）	销售净利率（%）
格力电器	24.52	2.65	0.75	12.38
美的集团	26.21	3.06	0.99	9.05
海尔智家	18.80	4.06	1.13	6.14

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 空调需求保持稳定，龙头企业上下游产业链整合充分

4.1、 行业空间：预计 2020 年空调稳态销量约 1.2 亿台/年

在我们的需求测算模型中，空调的销量主要由四种因子组成：**1）消费意愿：**主要描述国内人均 GDP 增长，对城镇和乡村空调保有量的影响；**2）气候变化：**主要系讲述夏天对各地区对空调的需求变化；**3）地产因素：**主要系地产后周期需求；**4）零售因素：**主要系由更新换代需求、出口需求组成；

核心参数：

（1） S 是空调销量；

（2） C 是人均国内生产总值增长率：人均 GDP 每增长 1pct 带来空调在城镇和乡村渗透率增长提升的百分比（城镇家庭平均每百户空调保有量*人口比重+乡村平均每百户空调保有量*人口比重）/%GDP

（3） W 是天气：不同季节对空调销量影响的系数；

（4） P 是地产后周期带来的需求：房屋竣工面积（平方米）/20（台/平方米）；

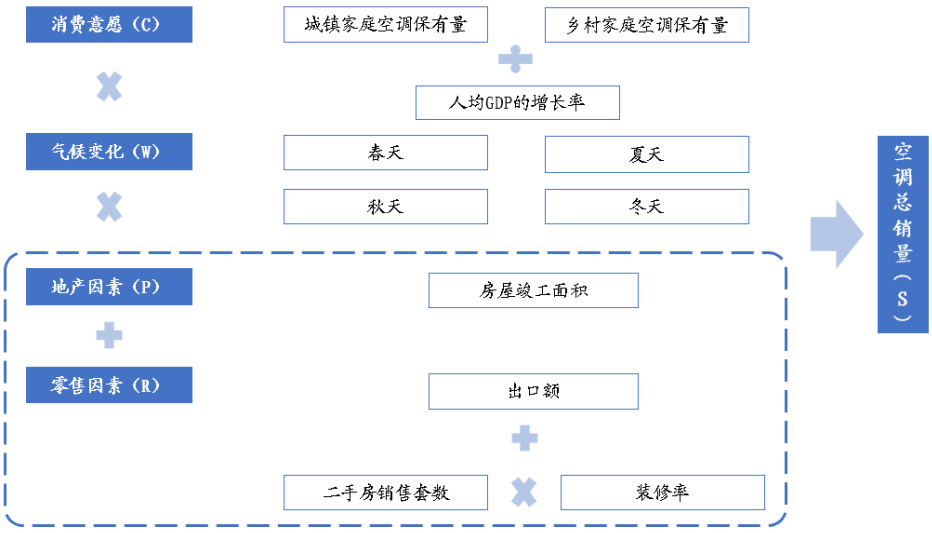
（5） R 是出口&更新替换需求：出口额+二手房销售套数*当年空调保有量；

（6） a 为常数系数；

空调销量公式：

总销量 S=aCW（P,R），其中 C、W 本质作为系数参考，所以把公式转换成 S=aCW（P+R），即$\ln S = x\ln C + y\ln W + z\ln(P+R) + c$

图39：空调销量需求测算模型



资料来源：开源证券研究所

假设一：地产后周期影响逐渐下降

家电作为购房后购置的必需品，需求一般受到住房交易的影响，过去的高速增长也与地产销量高速增长分不开。借鉴海外发达国家的经验，城市化进程在 60%之后开始放缓，而在 70%左右达到饱和状态。2019 年我国城镇化已到达 60.6%，已进入城市化进程放缓阶段。其中根据我们的研究，发现：**地产后周期拉动因素减弱。**

核心假设：

P（地产后周期带来的需求）=每年房屋竣工面积（万平方米）/（20 平米/台）（平均空调覆盖面积）;

R1（更新需求）=二手房成交数量（万套）*当年平均保有量（台/百户（套））;

R2（出口引致需求）=空调出口数量（万台）

根据我们的测算，2015 年的空调产量中，约有 45.51%是地产引致的需求，2020 年地产引致的需求下降到 23.88%，而更新需求和出口需求逐步增加。销量结构从以地产驱动为主，切换至以存量空调置换带来的更新需求为主，需求结构逐渐切换，空调销量与地产的相关性逐渐衰弱。

表3：地产后周期拉动因素正在逐渐减弱

影响因素	指标	2015	2016	2017	2018	2019
地产因素	年度房屋竣工面积（单位：万平方米）	102185.33	92701.97	91964.99	82908.88	76345.27
	每台空调平均制冷覆盖面积（单位：平米/台）	20	20	20	20	20
	地产因素拉动的销量（单位：万台）	5109.27	4635.10	4598.25	4145.44	3817.26
	地产因素销售占比	51.51%	44.93%	42.00%	36.94%	35.34%
更新因素	二手房成交数量（单位：万套）	400	506.00	421.00	420.00	432.60
	平均空调保有量（台/百户（套））	81.32	91.24	97.07	111.08	116.57
	更新因数拉动的销量（单位：万台）	325.30	461.69	408.69	466.55	504.27
	更新因素销售占比	3.96%	6.11%	4.98%	5.47%	6.14%
出口因素	出口因素拉动的销量（单位：万台）	4141.28	4320.00	5109.00	5795.00	5516.00
	出口因素销售占比	44.53%	48.95%	53.01%	57.59%	58.52%

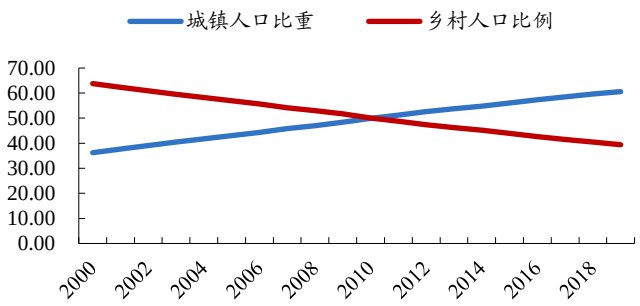
数据来源：Wind、开源证券研究所

假设二：根据现有存量保有率测算，空调平均销量临界点不超过 1.3 亿/台

更新需求受到城镇/乡村家庭户数、保有量以及更新周期影响。R1（更新需求）=二手房销售套数*当年平均保有量。1）国内空调市场渗透率尚有很大提升空间：2000 年城镇的空调保有率为 30.80 台/百户，乡村的空调保有率为 1.32 台/百户。2018 年城

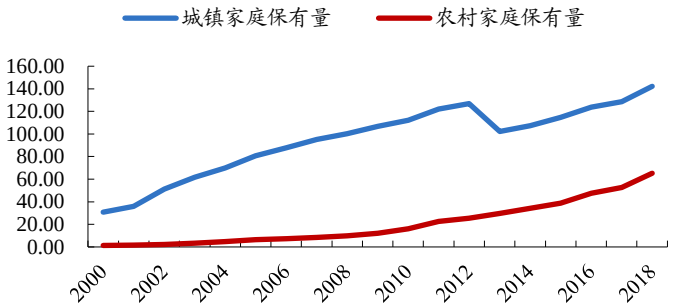
镇的空调保有率提升到 142.18 台/百户，乡村的空调保有率提升到 65.25 台/百户。参考日本 250 台/百户计算，空调的渗透率尚有很大提升空间；**2）城镇化率逐渐放缓：**参考其他发达国家的城镇化历程，城镇化进程在 60%之后开始放缓，而在 70%左右达到饱和状态。2019 年我国城镇化率已达到 60.6%，城镇化率有逐渐放缓的趋势。

图40：国内城镇化率已经来到饱和临界点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：城镇、农村家庭空调保有量稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

根据我们的测算结果，目前城镇和乡村的总存量约 5.29 亿台。假设国内在 2028 年空调保有量会达到饱和状态，城镇化率将达到 70%，城镇每户人数下滑到 2.5 人/每户，农村每户人数下滑到 3 人/每户，城镇和乡村家庭保有量分别设为 250 台/百户和 100 台/百户。根据测算结果，国内空调潜在保有量还有 119.27%的提升空间，预计饱和状态能达到 11.6 亿存量。**如果以空调平均生命周期为 10 年来估算，预计平均每年家庭稳态销量为 1.16 亿台左右。**

表4：空调保有量潜在销量空间

	2018 年	饱和状态（以 2028 年为预测标准）
人口（万人）	139538	145000（《人口与劳动绿皮书》）预测
城镇化率	60.60%	70%
城镇人口（万人）	84560	101500
城镇每户人数（人/户）	2.8	2.5
城镇户数（百户）	3020001	4060000
城镇家庭保有量（台/百户）	142.18	250
城镇空调存量（万台）	42938	101500
乡村人口（万人）	54978	43500
乡村每户人数（人/户）	3.6	3
乡村户数（百户）	1527165.889	1450000
乡村家庭保有量（台/百户）	65.25	100
乡村空调存量（万台）	9965	14500
总存量	52903	116000
潜在销量空间		119.27%

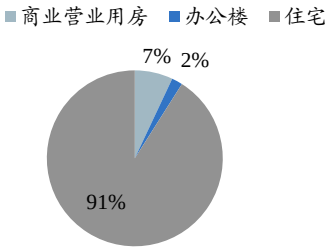
数据来源：Wind、开源证券研究所

考虑到非住宅商品房对空调的需求，我们取近十年商品房的销售结构，发现商品房里约 9%是非住宅。若把非住宅需求因素考虑进去，**在饱和状态下国内的空调稳态销量为 1.27 亿台左右。**

根据假设二结果，我们粗略得出空调销量的临界点为 1.27 亿台/年左右，所以假

定 S（空调每年总销量 ）<1.3 亿台/年。根据空调更新周期为 10 年，国内保有率尚有很大提升空间。

图42：近十年商品房的销售结构

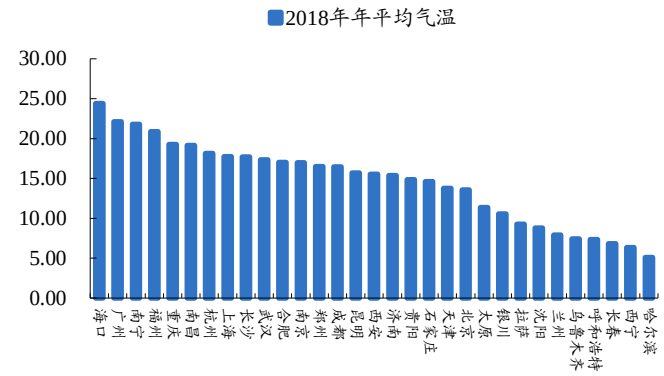


数据来源：Wind、开源证券研究所

假设三：消费水平和气温对空调销量影响是显著的，通过拟合得出空调销量春夏秋冬的系数分别为 1.62、1.28、0.88 和 1

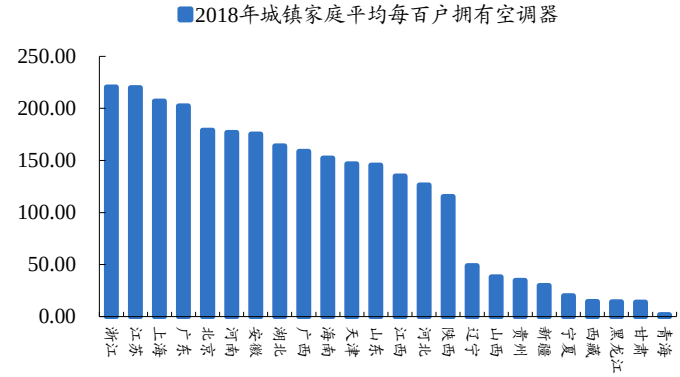
空调保有量水平受到当地经济发展水平和天气的平均气温的影响。2018 年空调保有量最高的 5 个省份（直辖市）分别是浙江、江苏、上海、广东和北京，除了北京的平均气温属于中下游水平，其他保有量较高的省份都具有经济发展水平较高和天气的平均气温较高双重特性。

图43：2018 年主要城市的平均气温



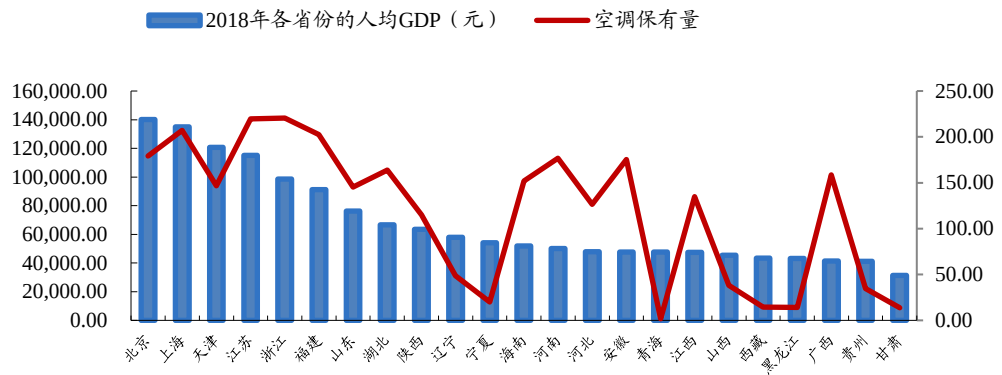
数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：2018 年主要城市家庭平均每百户空调拥有量



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：各省人均 GDP 存在一定正相关关系



数据来源：Wind、开源证券研究所

根据国内季节划分前提条件，我们把春夏秋冬四个季节分别划分到 12-2 月、3-5 月、6-8 月、9-11 月。由于产量对销量具有先行关系（S_t 的系数=P_{t-1} 的系数），所以我们依据每一个季度的产量，来找出每个季节对销量影响的系数。

通过测算（运用附表的数据进行回归计算），我们得出结果：P_t=A+1.62A+1.28A+0.88A，A 为内生需求导致的销量

其中：**外部因素：a）冬天系数：1，b）春天系数：1.62，c）夏天系数：1.28，d）秋天系数：0.88；**而导致这结论的原因，主要系：1）春天会提前释放产能来应对夏天需求；2）秋冬天时期国内大多数地区气温转低，对空调的需求逐渐降低。

表5：季节性系数的测算表格（万台）

	冬天（12-2 月）	春天（3 月-5 月）	夏天（6 月-8 月）	秋天（9 月-11 月）
2015	2,226.90	4,078.60	2,584.90	1,747.10
2016	2,045.60	3,348.50	2,840.40	2,328.90
2017	2,894.60	4,506.60	4,019.30	2,669.50
2018	3,225.10	5,207.80	3,965.70	2,557.90
2019	3,454.80	5,149.70	3,795.00	2,662.50

数据来源：Wind、开源证券研究所

根据假设三结果， 我们得知当地发展水平和气温对空调销量影响是显著的，并且通过运算结果，空调销量春夏秋冬的系数分别为 1.62、1.28、0.88 和 1。在我们运算最终模型时会在对应的季度加上这些系数。

最后根据以上的前提条件，通过线性回归得到的回归方程：

lnS=-0.134lnC+0.942lnW+0.060ln(P+R)+7.018。

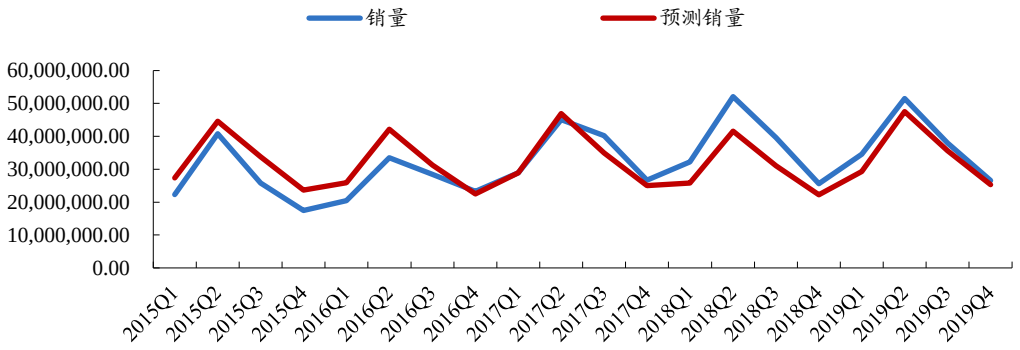
根据模型结果，我们对 2020 年销量进行测算，得到 2020 年家用空调销量稳态值将在 1.2 亿台左右，且实际销量与模型基本拟合。

表6：空调销量测算表：稳态在 1.2 亿左右

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3E	2020Q4E
C	2.54	2.54	2.54	2.54	0.93	0.93	0.93	0.93	0.75	0.75	0.75	0.75
lnC	0.41	0.41	0.41	0.41	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.12	-0.12	-0.12	-0.12
W	1	1.62	1.28	0.88	1	1.62	1.28	0.88	1.00	1.62	1.28	0.88
lnW	0.00	0.21	0.11	-0.06	0.00	0.21	0.11	-0.06	0.00	0.21	0.11	-0.06
竣工面积（万平方米）	16170	43793	6525	16422	14001	42418	5974	13952	2000	15000	15000	45000
P	8084909	21896289	3262285	8210958	7000622	21209008	2987169	6975837	1000000	6746509	6761148	20000000
二手房销售（万套）	105	105	105	105	108	108	108	108	40	100	100	100
R1：二手房换新需求（二手房销售套数*当年平均保有量）	1166340	1166340	1166340	1166340	1260705	1260705	1260705	1260705	499520	1248800	1248800	1248800
R2：空调出口数量	19980000	20260000	8820000	8890000	18110000	19190000	9650000	8210000	7000000	15000000	10000000	10000000
P+R	29231249	43322629	13248625	18267298	26371327	41659713	13897873	16446542	8499520	22995309	18009948	31248800
ln(P+R)	7.47	7.31	6.95	6.95	7.26	7.28	6.98	6.91	6.93	7.36	7.26	7.49
lnS	7.51	7.72	7.60	7.41	7.54	7.71	7.58	7.43	6.93	7.67	7.57	7.43
S	32251000	52078000	39657000	25579000	34548000	51497000	37950000	26625000	8560625	47184927	37244687	27047957

数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：空调实际销量与模型估算基本拟合



数据来源：Wind、开源证券研究所

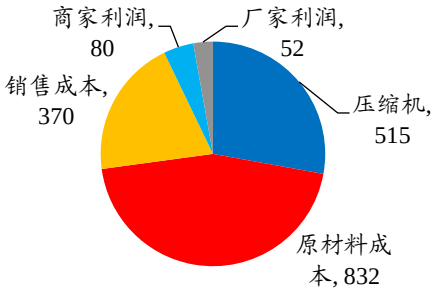
4.2、 竞争格局：空调制造商其上游供应链壁垒较高，竞争对手难以进入

空调制造商凭借一体化的产业链构筑制造壁垒，限制了新进入者的产生。格力依靠收购、甲供等方式，实现其在核心零部件、原材料等上游供应链环节的话语权，借此获得的成本优势使公司可以拥有较高的盈利能力和垄断性优势，使新竞争者难以抢占份额形成一定规模。

4.2.1、 格力通过收购实现核心零部件自配套

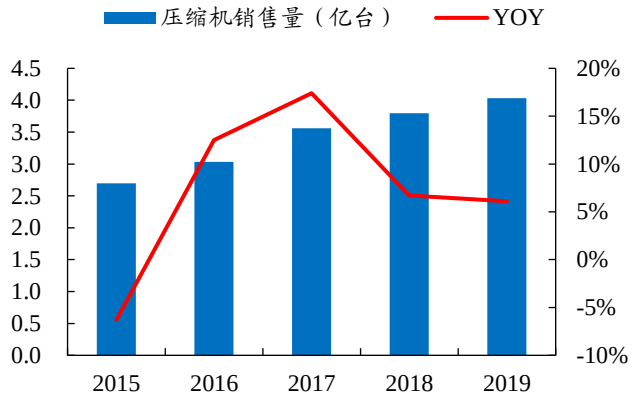
压缩机作为核心零部件之一同空调制造紧密相关。根据奥克斯《空调成本白皮书》数据，一台零售价为 1880 元的 1.5 匹冷暖型空调中，压缩机成本达 515 元，占总价值的 27.39%，为空调的主要成本之一。此外，随着我国空调市场的爆发，国内空调压缩机的销量也实现较大程度的提升，根据《中国制冷空调产业发展白皮书》数据，2019 年国内压缩机销量达到 4.03 亿台（+6.10%）。

图47：核心零部件压缩机为空调主要成本之一



数据来源：《奥克斯空调成本白皮书》、开源证券研究所

图48：空调需求提升带动压缩机销量提升

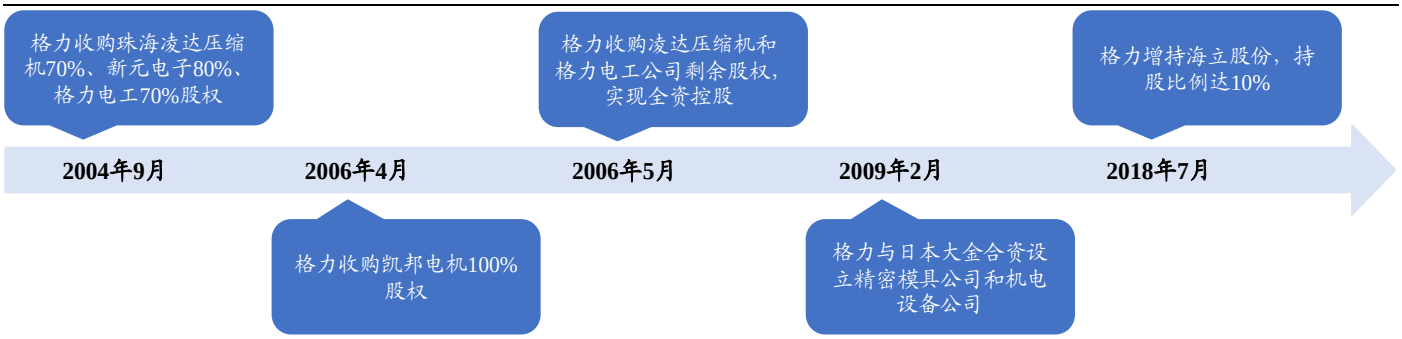


数据来源：《中国制冷空调产业发展白皮书》、开源证券研究所

电机为空调制造的另一核心零部件。空调重要零部件之一电机的成本大约占空调总成本的 15%，因此在上游供应链对电机具有一定的控制，同样可以为空调制造商提供一定的话语权和竞争优势。

格力通过收购核心零部件公司凌达压缩机和凯邦电机，保证了空调核心零部件的自配套。2004-2006 年，公司先后实现了对凌达压缩机和凯邦电机公司的全资控股，其中 2018 年，凌达压缩机成为全球第二的空调压缩机生产商，实现 5000 万台的产能，而凯邦电机年产 8000 多万台电机，同样位居行业前列。与此同时，2018 年格力通过增持海立股份，进一步限制了市场可外供的压缩机产能。核心零部件的自配套使格力空调生产的供给端相对稳定，使其在上游供应环节具有较强竞争力，预防了行业潜在竞争者。

图49：格力收购核心零部件公司，实现产业链纵向整合

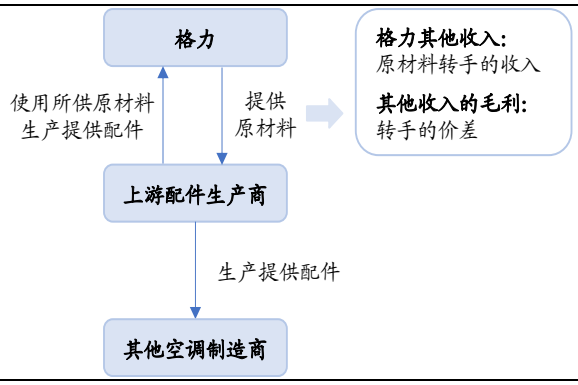


资料来源：公司公告、开源证券研究所

4.2.2、 向上游配件生产商提供原材料以获得成本优势

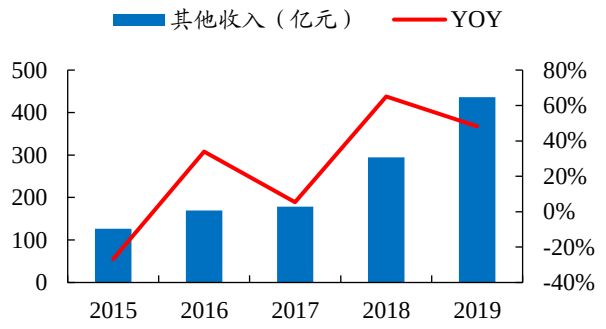
格力的“甲供”为公司重要业务之一，为公司带来了其他收入。格力的甲供主要为公司自行采购原材料，再将其转手提供给上游配件生产商，而上游的配件生产商受到原材料后进行产品生产并将其再交付给格力及其他空调制造商。甲供中原材料转手的收入构成了格力收入结构中的其他收入，且该业务整体呈上升趋势，2019 年，格力其他收入达 436.2 亿元，占公司总收入 21.75%，仅次于公司的空调业务。

图50：格力在配件环节既是原材料供应商又是客户



资料来源：开源证券研究所

图51：格力甲供业务收入持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

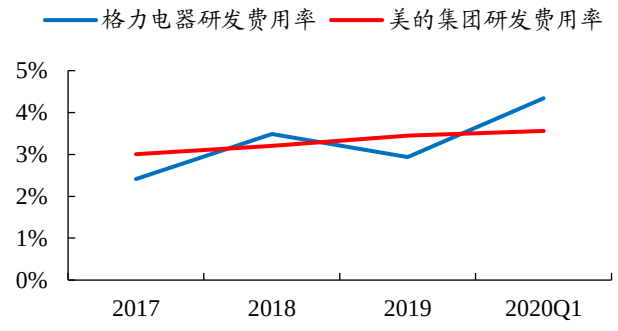
甲供为公司带来质量保障和成本优势。一方面，由格力提供给配件生产商自主采购的核心原材料，可以较好地把控上游提供产品的质量，使其更符合自身要求，对质量保障和品牌的树立起到重要作用；另一方面，由于格力又是日丰电缆等上游配件生产商的原材料供给方，因此在双方定价过程中，格力具有较强的议价能力，得以降低公司的配件成本，使其盈利能力显著优于同行业的其他竞争对手。

5、 核心科技领先全球，渠道变革迎来新机遇

5.1、 核心科技全球领先，注重产品品质，造就国际驰名品牌

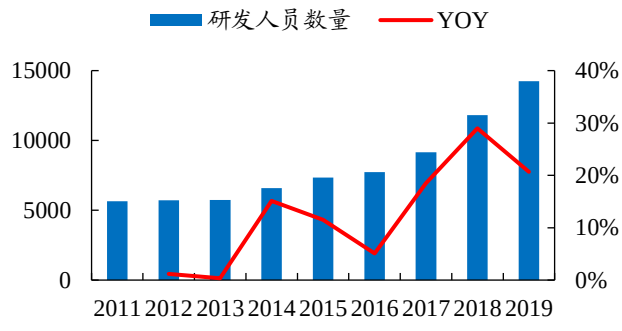
格力加强研发投入，自主研发能力不断提升。格力不断加大研发层面的费用和人员投入，位居行业前列。2017-2019 年，研发费用率由 2017 年的 2.41%上升至 2019 年的 2.84%，而 2020 年第一季度则超越可比公司美的集团，实现 4.34%的研发费用率；2011-2019 年，公司不断加大研发人员的数量，由 2011 年 5641 人增至 14251 人（+20.69%），增速处于较高的水平，反映了格力日益增加的对自主创新和自主研发的重视。

图52：格力研发投入增速较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

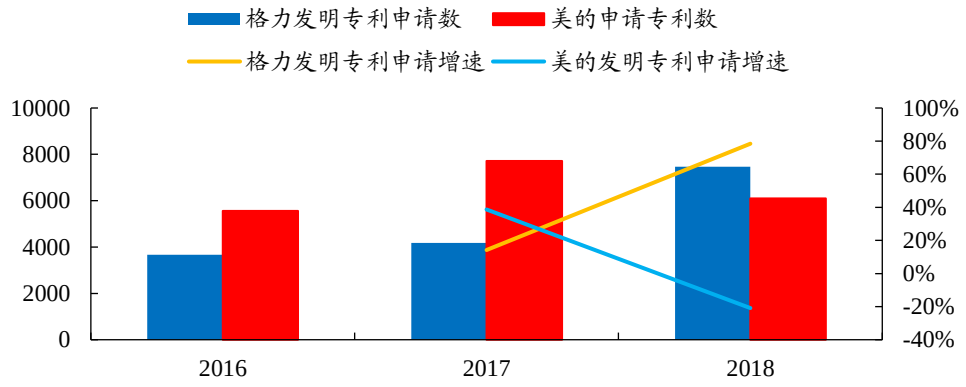
图53：公司研发人员逐年增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

格力发明专利数量逐年提升，研发创新优势显现。2016-2018 年，格力申请发明专利数由 3662 上升至 7462 个，2018 年增幅达到 78.43%，而美的作为同业可比公司，其发明专利的申请数有所下滑，由此，格力在研发创新方面的优势逐渐增强，在行业竞争中处于领先地位。

图54：格力发明专利申请数逐年增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

格力不断实现科技突破，科技成果遥遥领先。自 1995 年起，公司坚持创新驱动，不断加强核心科技的研发，完成了多项科技成果，超低温热泵数码多联机组等多项核心技术为全球首创，并成为唯一一家连续四年进入中国发明专利授权前十的家电企业，总专利获奖数位列全国第一，达成了技术创新和产业发展的深度融合。

表7：格力不断实现核心技术突破

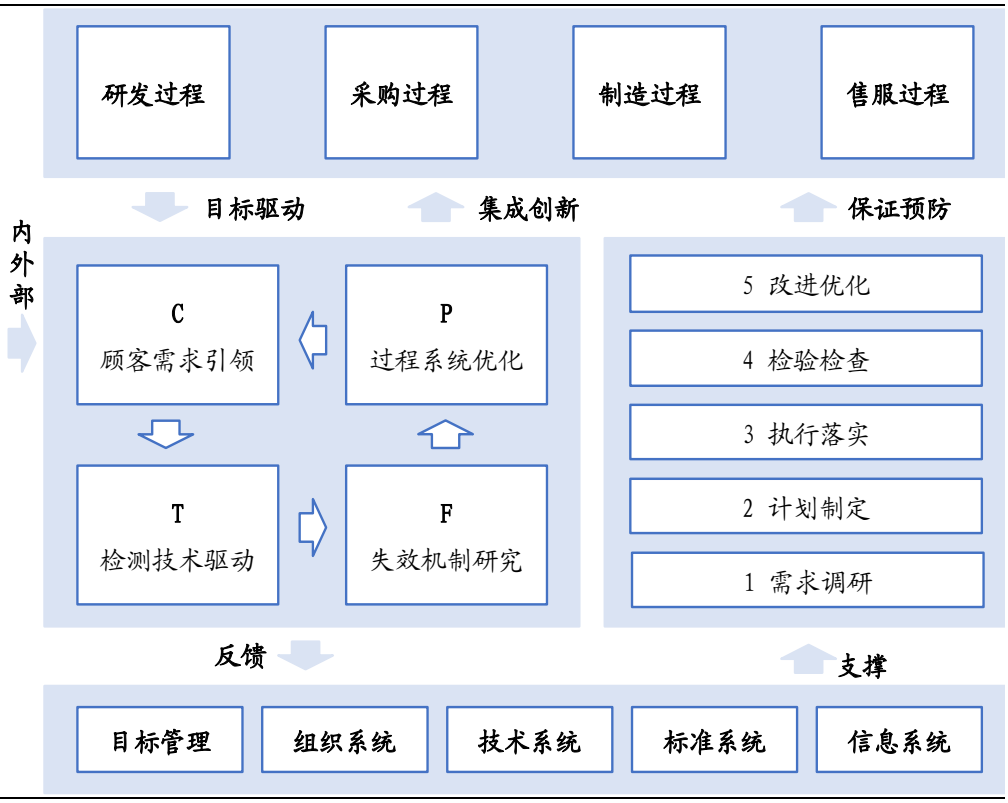
时间	科技成果
1995 年	新柜机“空调贵族”灯箱面板的彩色装饰专利技术
2005 年	离心式冷水机组
	超低温热泵数码多联机组（世界首创）
2006 年	磁悬浮离心式冷水机组
2008 年	热泵型空调器除霜控制方法
	热回收数码多联空调机组（国内第一台）
2009 年	第三代直流变频技术 G-Matrik 技术
	超低温空调制热技术
	出水温度 16℃-18℃高效离心式冷水机组
2010 年	新一代 G-Matrik 低频控制技术
	G10 低频控制技术、高效离心机、高效定频压缩机
2012 年	1 赫兹变频技术
	双级增焓变频压缩机
2013 年	光伏直驱变频离心机
	磁悬浮变频离心式制冷压缩机及冷水机组
	双极增焓转子式变频压缩机研究及在空调和热泵热水器中的应用
2014 年	磁悬浮离心机组
2016 年	高效永磁同步变频离心式冰蓄冷双工况机组
	环境温度-40℃工况下制冷技术
	三缸双级变容压缩机技术
2017 年	格力车用尿素智能机
2018 年	基于 G-PLC 无通讯线缆的多联机系统
	工业机器人用高性能伺服电机及驱动器
2019 年	高性能直线伺服电机及驱动器

	新能源客车用无稀土永磁磁阻主驱电机系统
	高效动压气悬浮离心压缩机关键技术及应用
	高效磁阻变频涡旋压缩机研发及应用

资料来源：公司公告、《格力为什么全球第一》、开源证券研究所

领先科技和质控体系塑造格力成为极具国际影响力的品牌。格力在核心技术不断突破，在自主创新能力上领先的同时，通过打造的极具格力特色的质控体系，实现了格力国际影响力品牌的塑造。格力根据工业企业的质量管控现状和自身近二十年的质量管控经验，逐步搭建了以顾客需求及社会责任为导向的“让世界爱上中国造”格力完美质量管理模式，达到质量水平整体提升。由此，格力成为国际驰名品牌，于2018 年拿下“中国家电网购受欢迎品牌”、“最具人气中国品牌”等奖项，并入选首批“国家品牌计划”。

图55：格力狠抓产品质量，搭建特色质控体系



资料来源：中国管理科学学会、开源证券研究所

5.2、 多次渠道变革夯实王者地位，看好格力新零售模式转型

5.2.1、 多次渠道变革实现多方共赢，夯实传统渠道王者地位

格力通过多次渠道改革，实现了厂家、经销商与消费者的三方共赢，通过多次对销售公司的整顿，树立了“服务于市场、服务于经销商、服务于消费者”的全新宗旨，促使销售公司从早期的单纯批发到服务的转变。目前，格力在全国建有 27 家销售公司、3 万多家终端网点。

1985-1994 年：空调受众面较小，更多的是依赖经销商与个人能力。1994 年以前，空调属于奢侈品行业，用户更多集中在 ToB 领域。社会集体、计观、工矿企业企业以及第三产业是主要的客户群体。销售渠道主要来自经销商力量，销售渠道较

混乱。

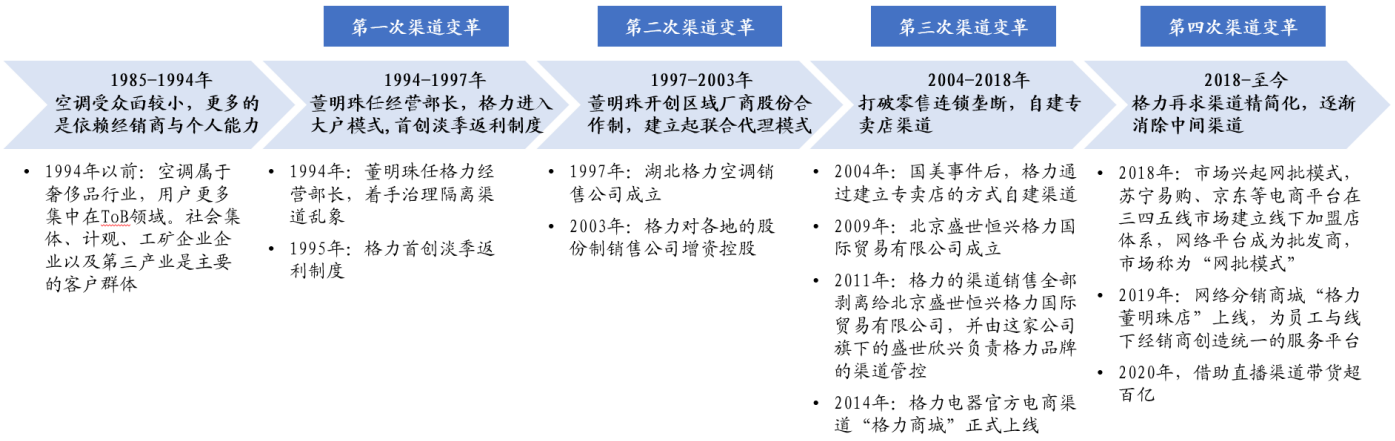
1994-1997 年：董明珠接手经营部长，格力进入大户模式并首创淡季返利制度。1994 年，董明珠任格力经营部长，着手治理隔离渠道乱象。随着我国销售渠道的兴起以及空调家装属性对于安装水平的要求，业务员个人力量无法满足快速的市场扩张，格力进入大客户经销商模式。1995 年，为解决淡季生产的资金问题，同时缓解了旺季供货压力，抢先占领市场，格力首创淡季返利制度。在淡季返利制度下，提货越早、让利越多的政策，按银行利息给淡季打款的经销商返利。而当时在淡季有现金且敢于多进货的也以“大户”为主，在一定程度上加快了大户模式的发展。

1997-2003 年：董明珠开创区域厂商股份合作制，建立起联合代理模式。1997 年，湖北格力空调销售公司成立，成为格力股份制区域销售公司，将区域内经销商捆绑在一起，通过统一渠道、统一网络、统一市场、开辟了独特的专业化销售道路。2003 年，格力对各地的股份制销售公司增资控股，使其成为格力驻当地的分公司，同时消除大户直接与二三级市场的经销商合作，进一步完善联合代理模式至专业代理模式，通过提出“三个代表”（消费者利益代表、经销商代表、隔离企业利益代表），解决了企业、销售公司、经销商的利益关系。

2004-2018 年：打破零售连锁垄断，自建专卖店渠道。2004 年国美事件后，格力通过建立专卖店的方式自建渠道。2011 年，格力的渠道销售全部剥离给北京盛世恒兴格力国际贸易有限公司，并由这家公司旗下的多家盛世欣兴负责格力品牌的渠道管控。按渠道政策，直营商在申请获批之后，需要缴纳 50 万元在广州盛世欣兴开设账户，用以先期向盛世欣兴支付采购空调的货款。同时，盛世欣兴对于价格体系的管控也异常严格，在缴纳 50 万元的货款之余，直营商还需要在账户中留出保证金，用来交罚款。此外，盛世欣兴对区域间的窜货控制相当严格。格力对渠道的强势管控，规避了专卖店之间跨市场、跨地区的恶性竞争。

2018-至今：渠道逐步扁平化，“新零售”模式初显。2018 年市场兴起“网批模式”，苏宁易购、京东等电商平台在三四五线市场建立线下加盟店体系，网络平台成为批发商，市场称为“网批模式”。相比传统层层加价的批发模式，渠道更加扁平。2019 年，网络分销商城“格力董明珠店”上线，为员工与线下经销商创造统一的服务平台，以高质量服务促进品牌竞争力的提升。2020 年 2 季度开始，格力董事长董明珠借助直播渠道，5 场直播累计销售额超 178 亿，并于 7 月 10 日开启“格力中国造”全国巡回直播销售第一场，首场直播完成销售额 50.8 亿。格力从最初的“为经销商探路”到联动全国线下门店共同参与，“新零售”新模式正在也逐渐清晰。

图56：格力电器的渠道变革路径



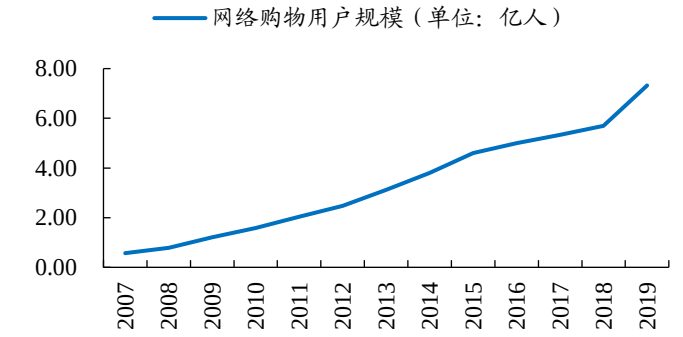
资料来源：格力官网、《朱江洪自传》、《棋行天下》、开源证券研究所

5.2.2、 第四次转型正在开启，看好格力“新零售”模式转型

传统渠道下深度绑定经销商，打造线下竞争优势。在过去的几次渠道变革中，格力通过返利、股权等多种办法与经销商实现利益绑定，在共赢中夯实线下渠道的竞争优势。据奥维云网市场数据显示，2019 年度格力电器中国家用空调线下市场份额排名第一，零售额占比 36.83%。线下市场零售额前 20 的家用空调机型中，格力电器产品占据 12 个，占比 60%。

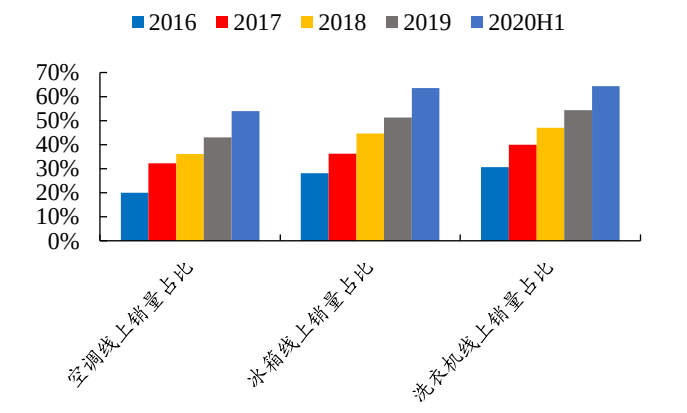
线上渠道蓬勃发展，空、冰、洗线上销售占比全面超过线下。根据中国电子商务研究中心统计，近年来国内网络购物用户规模稳步提升，2019 年网购用户达到 7.32 亿人次，也带动了网络购物的蓬勃发展。过去，由于大家电单价较高、运输不易、有安装属性，以线下销售为主。而在疫情、直播渠道等因素的催化下，根据奥维云网数据，2020H1 空调、冰箱、洗衣机的线上零售量首次全面超过线下。

图57：国内网络购物规模逐渐庞大



数据来源：中国电子商务研究中心、开源证券研究所

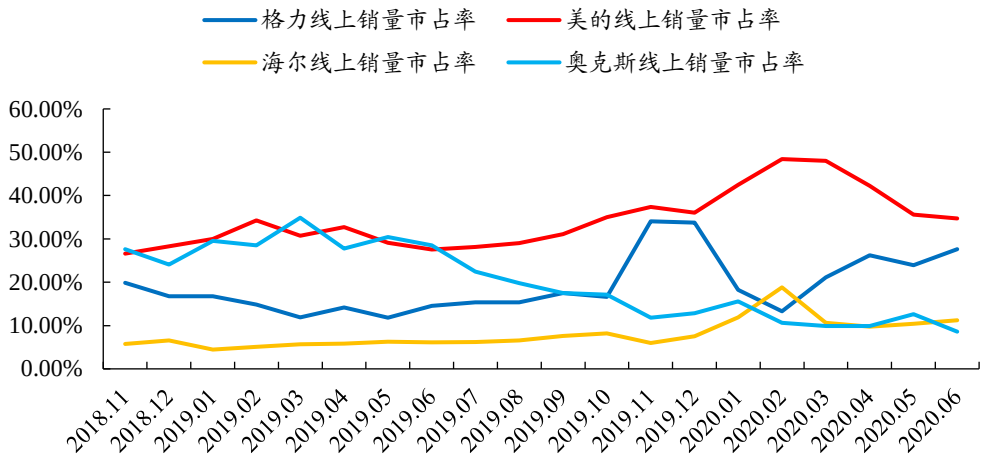
图58：大家电线上销售占比逐步提升



数据来源：奥维云网渠道推总数据、开源证券研究所

尽管很早开始布局电商，但由于格力与线下渠道绑定较深，线上渠道发展并不顺利。2013 年格力销售公司便自建电商入驻京东渠道，2014 年设立电商团队，开设天猫旗舰店。2014 年 12 月格力电器官方电商渠道“格力商城”正式上线。由于线下渠道层级较多，终端价格高于线上，且格力与线下渠道的深度绑定，在一定程度上拖累了线上渠道发展的脚步。从空调线上市占率来看，格力的线上销量市占率在 2019 年双 11 期间出现短暂提升，在 2020 年 2 月，又降到与奥克斯、海尔同一梯队，明显落后于美的集团。

图59：格力电器线上销量市占率超越奥克斯，紧逼美的



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

疫情带来线下停摆，格力渠道变革加速。在疫情因素的扰动下，实体经济遭遇较大挫折，2020 年第 1 季度大部分线下门店关闭，包括家电在内的消费逐步向线上渠道转移。另一方面，实体门店的关闭也带来了直播电商的快速发展，直播渠道成为众多家电企业的重要销售渠道之一。从 2020 年 4 月-6 月，格力电器董事长董明珠在抖音、快手、京东等平台直播 5 场，累计销售额高达 178 亿元。2020 年 7 月 10 日格力开启全国巡回直播第一站，实现销售额 50.8 亿元。

图60：2020 年 7 月，格力开启全国巡回直播第 1 站



资料来源：格力官网

格力于 2020 年进行六次直播，销售额实现大幅增长。自 2020 年 4 月 24 日董明珠在抖音开启直播首秀后，在后续几个月中持续通过抖音、快手、京东、微信小程序

等多个平台进行直播，单日累计销售额由 23.25 万元迅速提升至百亿元，实现销售额的大幅增长。

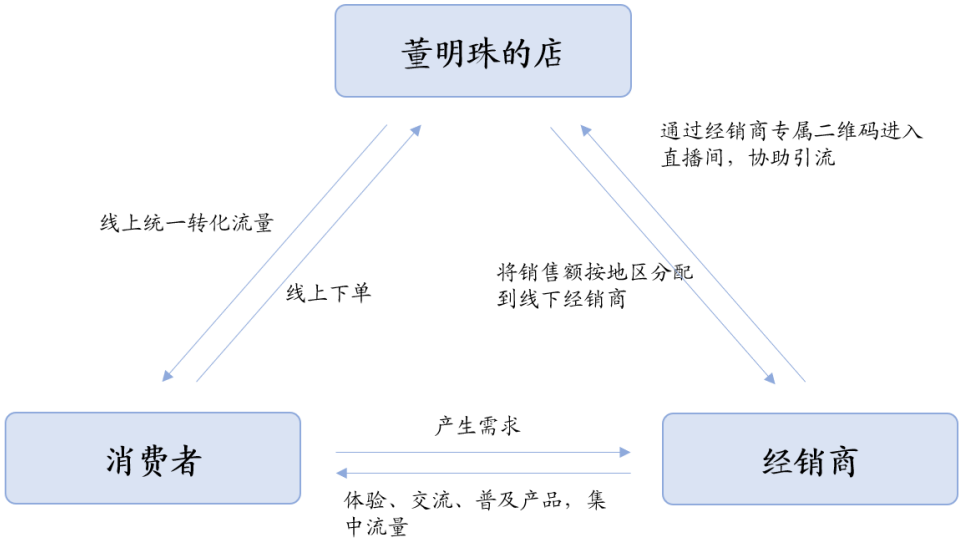
表8：2020 年格力进行六次直播，单场直播销售额实现大幅增长

时间	事件
4 月 24 日	董明珠在抖音开启直播首秀，由于技术卡顿等原因，仅销售 23.25 万元
5 月 10 日	董明珠在快手直播带货，单场销售额达 3.1 亿
5 月 15 日	格力入驻京东 10 周年纪念日，单场直播带货销售额达 7.03 亿
6 月 1 日	董明珠在微信小程序“格力董明珠店”、抖音、快手、京东等 6 大平台同步直播，单日累计销售额高达 65.4 亿元
6 月 18 日	董明珠继续在微信小程序“格力董明珠店”、抖音、京东直播、天猫、国美、苏宁 6 大平台直播，单日累计销售额达 102.7 亿元
7 月 10 日	董明珠在江西赣州开启全国巡回直播第一站，实现销售额 50.8 亿

资料来源：格力官网、格力公众号、开源证券研究所

第四次直播开始，格力“新零售”模式逐渐露出雏形。区别于前三次传统直播，近两次格力电器直播由线下经销商协助引流，并在线上统一转化。线下经销商以“类地推”方式将线下流量集中，流量通过经销商专属二维码进入直播间，待线上下单后，再由格力将销售额分配到线下经销商，而非引流成交销售额则由线下经销商就近发货。根据格力电器股东大会所述，未来公司将引导经销商积极转型，线下成为体验、交流、普及产品的场所，线上集中下单，实现专卖店与消费者零距离。

图61：新零售模式下的厂、商、消费者关系



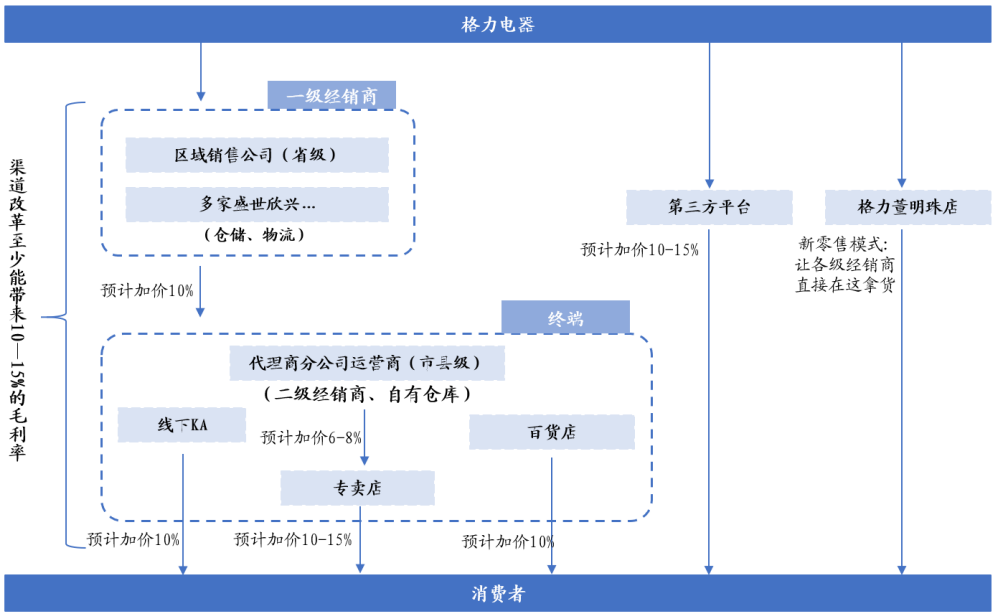
资料来源：开源证券研究所

线下经销体系成本显著高于线上渠道。销售公司相当于各地的格力总代理，格力会依照销售公司的每年销量来安排各阶段的提货任务，然后再由销售公司统一管理线下的经销商打款提货。从产业链价值拆分看，格力的区域销售公司（盛世欣兴）、代理商、经销商、电商平台均存在加价环节，而这也是导致了格力线下价格较高的根本原因。

“新零售”模式能最大程度提升渠道效率。渠道改革后可以将过去多层渠道利润适度让渡给消费者，格力空调的价格相对竞争者更有竞争力。其变革主要体现在：

1）将区域销售公司职能调整、利益重新划分，从过去压货收货等销售职能剥离，赋予运营和服务的新担当，主要是提供市场、品牌维护和物流、售后等；2）让格力专营店直接从微店"格力董明珠店"分销平台提货，而"格力董明珠店"将成为格力全国新的直营平台。

图62：格力电器“新零售”模式能最大程度提升渠道效率



资料来源：新浪财经、开源证券研究所

6、 盈利预测

格力电器是国内空调行业龙头企业。产品端，重视质量，掌握核心技术。渠道端，通过返利、股权转让等方式与线下经销商深度绑定，构筑明显护城河。2020 年积极进行新零售模式变革，深化线上线下融合。我们认为，在行业整体回暖的背景下，格力的新零售模式有望对线上渠道实现突破，强化固有优势。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 205.25/253.32/285.72 亿元，对应 EPS 为 3.41/4.21/4.75 元，当前股价对应 PE 为 17/14/12 倍。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：白电公司估值情况：格力电器估值低于同行业可比公司

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000333.SZ	美的集团	71.40	6.7	1.7	10.4	8.7	21	20	18	16
600690.SH	海尔智家	21.88	9.7	-6.3	16.4	12.7	18	19	16	14
			A 股平均				19	19	17	15
000651.SZ	格力电器	56.85	-5.7	-16.9	23.4	12.8	14	17	14	12

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/08/5，除格力电器外，其他公司均使用 Wind 一致预期数据）

7、 风险提示

渠道变革低于预期，原材料价格上涨，新冷年开盘不及预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	199711	213364	196934	257997	240748
现金	113079	125401	139215	155789	168910
应收票据及应收账款	43611	8513	31957	24586	25123
其他应收款	2554	159	3670	427	3967
预付账款	2162	2396	2414	3129	3167
存货	20012	24085	3280	47552	0
其他流动资产	18294	52810	16398	26514	39580
非流动资产	51523	69608	65319	73138	78193
长期投资	2251	7064	11876	16686	21493
固定资产	18386	19122	15131	16333	16806
无形资产	5205	5306	5706	6167	6599
其他非流动资产	25682	38116	32605	33952	33295
资产总计	251234	282972	262253	331135	318941
流动负债	157686	169568	135445	185638	150483
短期借款	22068	15944	15944	15944	15944
应付票据及应付账款	49823	66942	33035	79882	44558
其他流动负债	85796	86682	86465	89811	89980
非流动负债	833	1356	1345	1336	1327
长期借款	0	47	36	27	18
其他非流动负债	833	1309	1309	1309	1309
负债合计	158519	170925	136790	186974	151810
少数股东权益	1388	1894	2003	2137	2288
股本	6016	6016	6016	6016	6016
资本公积	93	93	93	93	93
留存收益	85439	97294	109432	125981	146670
归属母公司股东权益	91327	110154	123460	142024	164844
负债和股东权益	251234	282972	262253	331135	318941

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	26941	27894	17809	29790	23231
净利润	26379	24827	20634	25466	28723
折旧摊销	3110	3194	2022	2196	2504
财务费用	-948	-2427	-2921	-3495	-2870
投资损失	-107	227	371	465	114
营运资金变动	-6906	11437	-3860	5689	-4778
其他经营现金流	5412	-9365	1564	-532	-463
投资活动现金流	-21846	-11275	304	-9934	-7218
资本支出	3838	4713	-4503	1489	771
长期投资	-8767	-4062	-4812	-4805	-4807
其他投资现金流	-26775	-10624	-9011	-13251	-11253
筹资活动现金流	2514	-19222	-4299	-3282	-2892
短期借款	3422	-6124	0	0	0
长期借款	0	47	-11	-9	-9
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-11	0	0	0	0
其他筹资现金流	-897	-13145	-4288	-3273	-2882
现金净增加额	7413	-2400	13814	16574	13122

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	198123	198153	177664	201293	223194
营业成本	138234	143499	122868	138772	152933
营业税金及附加	1742	1543	1776	1851	1996
营业费用	18900	18310	21708	24175	26515
管理费用	4366	3796	6555	6832	6828
研发费用	6988	5891	4157	3559	4735
财务费用	-948	-2427	-2921	-3495	-2870
资产减值损失	262	-843	-10	-49	-65
其他收益	409	936	349	419	503
公允价值变动收益	46	228	344	157	194
投资净收益	107	-227	-371	-465	-114
资产处置收益	1	5	1	1	1
营业利润	30997	29605	23854	29760	33705
营业外收入	318	346	735	601	502
营业外支出	41	598	138	164	192
利润总额	31274	29353	24451	30197	34015
所得税	4894	4525	3817	4731	5292
净利润	26379	24827	20634	25466	28723
少数股东损益	176	131	109	134	151
归母净利润	26203	24697	20525	25332	28572
EBITDA	32329	29754	23471	28935	32615
EPS(元)	4.36	4.11	3.41	4.21	4.75

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	33.6	0.0	-10.3	13.3	10.9
营业利润(%)	18.6	-4.5	-19.4	24.8	13.3
归属于母公司净利润(%)	17.0	-5.7	-16.9	23.4	12.8
获利能力					
毛利率(%)	30.2	27.6	30.8	31.1	31.5
净利率(%)	13.2	12.5	11.6	12.6	12.8
ROE(%)	28.5	22.2	16.4	17.7	17.2
ROIC(%)	21.7	17.8	12.9	14.2	14.0
偿债能力					
资产负债率(%)	63.1	60.4	52.2	56.5	47.6
净负债比率(%)	-97.8	-97.3	-97.9	-96.7	-91.3
流动比率	1.3	1.3	1.5	1.4	1.6
速动比率	1.0	0.8	1.3	1.0	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.9	7.6	8.8	7.1	9.0
应付账款周转率	2.9	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.36	4.11	3.41	4.21	4.75
每股经营现金流(最新摊薄)	4.48	4.64	2.96	4.95	3.86
每股净资产(最新摊薄)	15.18	18.31	20.52	23.61	27.40
估值比率					
P/E	13.1	13.8	16.7	13.5	12.0
P/B	3.7	3.1	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	7.8	7.9	9.4	7.0	5.8

数据来源：贝格数据、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	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	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，属于机密材料，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10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16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