

美的集团 (000333.SZ) 以变革拥抱变化, 赋能全价值链打造多元化科技集团

2020年10月12日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

吕明 (分析师)

孟昕 (联系人)

lvming@kysec.cn

mengxin@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120040004

日期	2020/10/12
当前股价(元)	73.98
一年最高最低(元)	74.74/46.30
总市值(亿元)	5,195.63
流通市值(亿元)	5,060.36
总股本(亿股)	70.23
流通股本(亿股)	68.40
近3个月换手率(%)	23.51

● 国内白电行业龙头企业之一, 首次覆盖给予“买入”评级

美的集团是国内白电行业的龙头公司之一。我们认为, 随着整体白电行业规模的不断扩大以及行业内产品结构的升级迭代, 公司作为白电龙头有望继续受益。另外, 公司在内销方面受益于新国标落地和家电下乡政策, 在外销方面积极拓展海外业务, 并前瞻性布局机器人业务, 未来空间较大。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 249.96/291.66/333.97 亿元, 对应 EPS 为 3.56/4.15/4.76 元, 当前股价对应 PE 为 20.8/17.8/15.6 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 复盘: 为什么美的集团表现更加亮眼?

1) 业绩: 美的集团业绩整体更为亮眼。我们认为主要系: a.美的集团渠道改革起步较早, 具备先发优势。b.美的品牌采用高性价比策略进行市场扩张, 且产品品类更为多元。c.美的集团在扩品类收获市场份额后, 着力提升产品质量。2) 展望: 美的、格力产品价差有望缩小。a.美的: 空调新国标落地低端产品将被淘汰, 美的品牌有提价趋势。b.格力: 格力电器积极发展线上进行渠道变革, 格力品牌价格中枢或将下移。

● 竞争优势: 品牌品类覆盖全面, 渠道变革助力转型科技集团

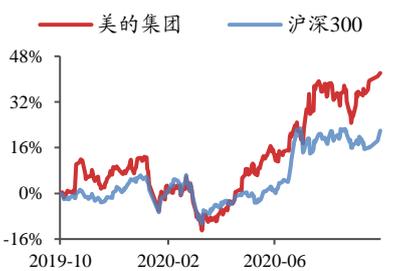
公司在战略、品牌、渠道、产品和研发五个方面具备较强的竞争优势。1) 战略: 公司致力于从传统家电巨头数字化转型为科技集团; 2) 品牌: 多品牌矩阵全面覆盖各群体的差异化需求; 3) 渠道: 削减渠道层级, 提升渠道效率和把控力; 4) 产品: 外延式品类扩张使公司产品维度覆盖消费者的多样化需求; 5) 研发: 坚持研发投入, 具备持续领先的技术创新能力。

● 未来增量: 新国标助力推动内销增长, 外销和机器人布局带来增量

公司将从扩大内销、拓展外销以及前瞻性布局机器人业务三个方面迎来业绩的进一步增长。1) 内销: 空调新国标落地、家电下乡政策使公司受益; 2) 外销: 推进公司全球化进程, 积极拓展海外业务; 3) 亮点: 收购库卡, 布局机器人产业。

● 风险提示: 疫情反复、原材料价格波动、行业竞争加剧、海外拓展不及预期。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	259,665	278,216	282,389	313,734	344,480
YOY(%)	7.9	7.1	1.5	11.1	9.8
归母净利润(百万元)	20,231	24,211	24,996	29,166	33,397
YOY(%)	17.1	19.7	3.2	16.7	14.5
毛利率(%)	27.5	28.9	29.2	29.8	30.3
净利率(%)	7.8	8.7	8.9	9.3	9.7
ROE(%)	23.4	23.5	21.7	21.4	20.7
EPS(摊薄/元)	2.88	3.45	3.56	4.15	4.76
P/E(倍)	25.7	21.5	20.8	17.8	15.6
P/B(倍)	6.3	5.1	4.5	3.8	3.3

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 复盘：为什么美的集团表现更加亮眼？	4
1.1、 业绩：美的集团业绩整体更为亮眼	4
1.2、 展望：美的、格力产品价差有望缩小	6
2、 美的集团：专注家电领域并多元化布局的科技集团	6
2.1、 发展历程：由空调起步发展为多元化、数字化的科技集团	7
2.2、 财务分析：营收利润增速放缓，整体盈利能力较强	8
2.3、 股权结构稳定，管理层和业务技术骨干激励措施完善	12
3、 行业：白电行业增速放缓但仍有空间，龙头地位稳固	13
3.1、 行业规模：白电行业规模较大但增速放缓	13
3.2、 行业空间：新增需求仍有提升空间，更新需求周期性释放	14
3.3、 竞争格局：行业集中度较高，线上相对线下较为分散	16
3.4、 行业渠道：疫情催化渠道变革，线上占比不断提升	19
4、 公司看点：多元化竞争优势与内外销未来增量显著	20
4.1、 竞争优势：品牌品类覆盖全面，渠道变革助力转型科技集团	20
4.1.1、 战略：公司致力于从传统家电巨头数字化转型为科技集团	20
4.1.2、 品牌：多品牌矩阵全面覆盖各群体的差异化需求	22
4.1.3、 渠道：削减渠道层级，提升渠道效率和把控力	23
4.1.4、 产品：外延式品类扩张使公司产品维度覆盖消费者的多样化需求	26
4.1.5、 研发：坚持研发投入，具备持续领先的技术创新能力	28
4.2、 未来增量：新国标助力推动内销增长，外销和机器人布局带来增量	30
4.2.1、 内销：空调新国标落地、家电下乡政策使公司受益	30
4.2.2、 外销：推进公司全球化进程，积极拓展海外业务	31
4.2.3、 亮点：公司收购库卡，布局机器人产业	32
5、 盈利预测与投资建议	34
5.1、 关键假设	34
5.2、 盈利预测与估值	34
6、 风险提示	34
附：财务预测摘要	36

图表目录

图 1： 2015 年至今美的集团营收总体保持领先	4
图 2： 2018Q4 至今美的集团归母净利润增速优势显著	4
图 3： 2015 年至今，美的集团股价整体表现较好	5
图 4： 2015 年至今，美的集团 PE 水平整体较高	5
图 5： 2020W1-2020W37，美的空调均价低于格力空调均价	5
图 6： 2020W1-2020W37 线上空调均价低于线下空调均价	6
图 7： 公司形成了覆盖不同类型消费市场多品牌矩阵	7
图 8： 公司形成了多元化的产品结构	7
图 9： 公司形成了多元化的渠道结构	7
图 10： 从空调起步，美的集团逐渐发展为多品类、多品牌、多渠道的国际化科技集团	8
图 11： 2012~2019 年公司总营收 CAGR 为 15.37%，2020H1 同比下滑 9.47%	9

图 12: 2012~2016 年, 大家电业务占比较高	9
图 13: 2017 年后, 暖通空调和消费电器占比较高	9
图 14: 公司内外销收入结构稳定且较为均匀	9
图 15: 美的集团整体毛利率较为稳定但略低于格力电器、海尔智家	10
图 16: 2017 年前, 大家电、小家电业务毛利率较高	10
图 17: 2017 后, 暖通空调、消费电器业务毛利率较高	10
图 18: 美的集团销售费用率整体处于较低水平	11
图 19: 美的集团研发费用率整体处于较高水平	11
图 20: 2015~2019 年公司归母净利润增速放缓	11
图 21: 美的集团净利率较高, 且相对稳定	11
图 22: 公司股权结构较为稳定, 实际控制人为创始人何享健	12
图 25: 2014~2019 年, 冰箱行业规模相对稳定	14
图 43: 公司进行全面数字化、全面智能化转型, 致力于从传统家电巨头转型为国际化科技集团	20
图 44: 公司持续投入新兴科技领域打造智能家电产品	21
图 45: IoT 全价值链建设提供完整智能家居生活服务	21
图 46: 公司收购德国库卡将机器人应用于智能制造领域	21
图 47: 公司数字化智能化的全价值链运营推动端端协同	21
图 48: 公司品牌全面覆盖 to B、to C 领域	22
图 49: 公司采用合资成立销售公司模式加强渠道合作和渠道下沉	23
图 50: 公司渠道精简并采取网批模式, 推动渠道扁平化	24
图 51: 公司通过多次渠道改革, 推动渠道扁平化, 提升渠道效率和把控力	25
图 52: T+3 订单模式通过全产业链优化制造流程	25
图 53: T+3 模式提升小天鹅周转效率, 抵御电商冲击	25
图 54: 公司构建四层架构式的研发体系, 提供技术储备、技术探索	28
图 55: 公司持续保持较高研发投入	29
图 56: 公司研发投入占比长期处于同业高位	29
图 57: 公司研发人员数量占比持续提升	30
图 58: 美芝(美的系) 占据压缩机市场主要份额, 具有较大核心技术优势	31
图 59: 公司具备清晰的“三步走”海外开拓路径	31
图 60: 美的通过收购投资等举措推进海外扩张之路	32
图 61: 公司的海外扩张推动外销占比逐年提升	32
图 62: 我国机器人密度为 140 台/万人, 仍有较大成长空间	33
图 63: 库卡未来将聚焦中国市场, 作为其未来重要发力点之一	33
表 1: 上市后于 2014 年 1 月实行第一次股权激励计划	12
表 2: 2015 年以来, 多次实行股权激励计划和限制性股票激励计划, 充分迸发经营活力	13
表 3: 公司多品牌矩阵全面覆盖各消费群体的差异化需求	22
表 4: 公司发力线上渠道, 加大电商渠道布局	24
表 5: 公司不断进行外延式品类扩张, 成为多品类多业务的科技集团	26
表 6: 公司丰富的产品矩阵覆盖消费者的多样化需求	27
表 7: 公司获得多项科技成果、科研奖项, 专利“提质控量”颇具成效	29
表 8: 空调能效新国标于 2020 年 7 月 1 日实施, 能效标准提升	30
表 9: 可比家电公司估值情况	34

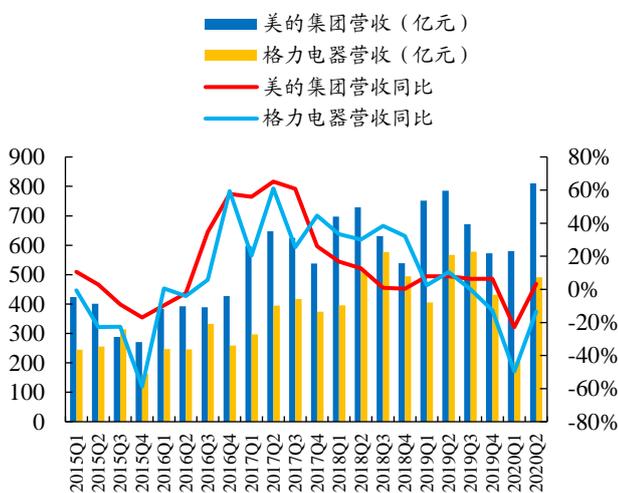
1、复盘：为什么美的集团表现更加亮眼？

1.1、业绩：美的集团业绩整体更为亮眼

从营业收入来看，2015年至今美的集团营收总体保持领先。2016Q2-2017Q3美的集团营收增长较为强劲。自2019Q3至今，美的集团的营收增速优势再次扩大。2020Q2，美的集团营收为813.63亿元，格力电器营收为496.93亿元；相比格力电器，美的集团该季度营收高出316.70亿元，同比增速高出17pct。

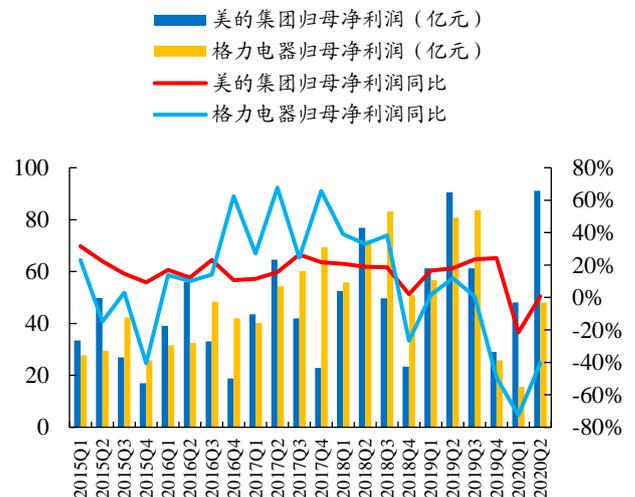
从归母净利润来看，2018Q4至今美的集团归母净利润增速优势显著。其中，2019Q4开始连续三个季度美的集团归母净利润总量领先，且差距逐渐拉大。2020Q2美的集团归母净利润为91.17亿元，格力电器归母净利润为48.04亿元。相比格力电器，美的集团该季度归母净利润高出43.13亿元，同比增速高出41pct。

图1：2015年至今美的集团营收总体保持领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2018Q4至今美的集团归母净利润增速优势显著

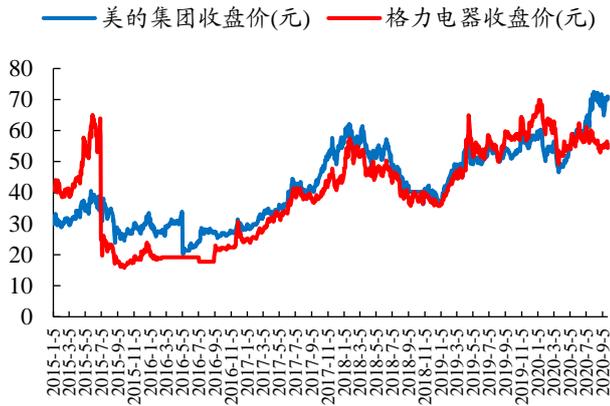


数据来源：Wind、开源证券研究所

从股价表现来看，2015年至今，美的集团股价整体表现较好。其中，2015年7月-2019年4月美的集团股价整体表现更优；2020年6月，美的集团股价再度领先并保持了优势。

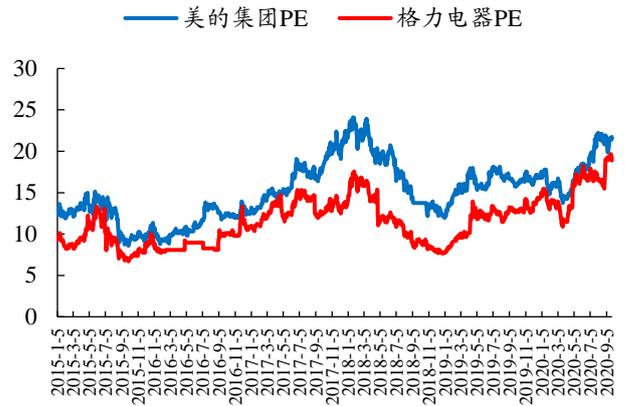
从PE水平来看，2015年至今，美的集团PE水平整体较高。其中，2017年底至2018年初，美的集团与格力电器的PE差值较大，之后差距逐渐收窄；2020年6月至今，美的集团与格力电器的PE差值再次呈现扩大趋势，市场给予美的集团较高的估值溢价。

图3: 2015年至今, 美的集团股价整体表现较好



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2015年至今, 美的集团 PE 水平整体较高



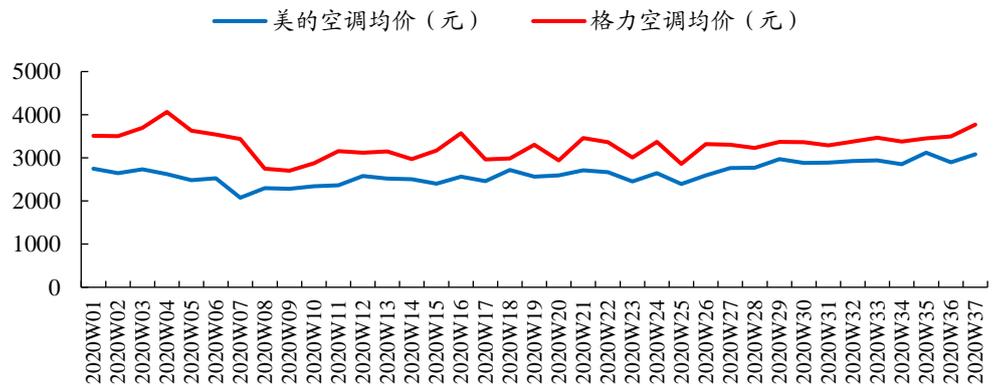
数据来源: Wind、开源证券研究所

我们认为, 美的集团业绩整体更为亮眼的主要原因如下:

(1) 美的集团渠道改革起步较早, 具备先发优势。美的集团早在 2013 年开始着手布局电商平台, 后又进行渠道扁平化改革, 削减层级、提高效率。截至 2020H1, 公司已在全国设立超过 30 个区域市场运营中心, 同时拓展工程渠道业务, 并尝试线上直播等新形式。另外, 借助安得智联的物流体系优势, 高效推动 T+3 业务模式变革。渠道改革推动了美的集团业绩加速增长。

(2) 美的品牌采用高性价比策略进行市场扩张, 且产品品类更为多元。美的品牌产品定位面向大众, 注重高性价比。以空调产品价格为例, 2020 年美的空调均价在 2500 元左右, 格力空调均价在 3300 元左右, 美的空调价格优势较为明显。借助高性价比, 美的较快实现多品类的扩张, 在各个品类如空调、冰箱、洗衣机、油烟机、燃气灶以及小家电等市场中均收获了较多市场份额。

图5: 2020W1-2020W37, 美的空调均价低于格力空调均价



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

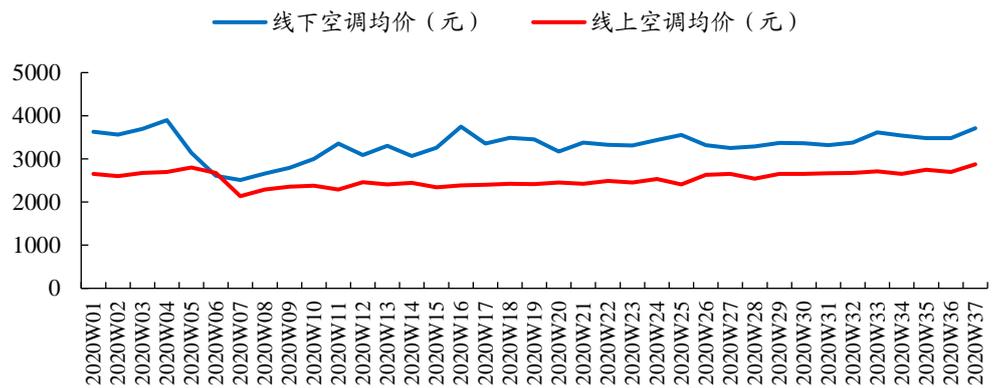
(3) 美的集团在扩品类收获市场份额后，着力提升产品质量。美的集团积极推进公司的数字化转型，重视技术研发，进一步提升产品质量。另外，公司进行品牌多元化布局，通过高端子品牌 COLMO 等覆盖高端市场，进一步拉动公司业绩增长。

1.2、展望：美的、格力产品价差有望缩小

美的：空调新国标落地低端产品将被淘汰，美的品牌有提价趋势。2020年7月1日，空调新能效标准开始实施，行业标准提高后，低端产品将面临淘汰。因此，空调行业的价格中枢将会上移，美的品牌整体有提价趋势。

格力：格力电器积极发展线上进行渠道变革，格力品牌价格中枢或将下移。格力电器于2019年推出线上电商平台“董明珠的店”，2020年举办全国巡回直播活动大力进行线上直播带货，加快发展线上销售渠道。相比线下，线上产品均价通常较低。以空调为例，2020W1-2020W37 线上空调均价低于线下空调均价。格力电器的渠道变革将推进线上销售占比的提升，格力品牌均价或将下调。因此，美的、格力品牌均价之差有望缩小。

图6：2020W1-2020W37 线上空调均价低于线下空调均价



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

2、美的集团：专注家电领域并多元化布局的科技集团

公司专注于家电领域，形成了多品类多品牌多渠道的战略格局，并加快向科技集团转型。1968年，公司创始人何享健创办塑料生产组；1980年，公司涉足家电领域，2013年于深交所上市。(1) **主营业务方面**，公司多年深耕精耕家电领域，近年来进入全新产业，形成了以暖通空调、消费电器为主，配套机器人及自动化系统的多品类业务格局。(2) **品牌方面**，公司通过主品牌美的和子品牌 COLMO、小天鹅、东芝等形成了多品牌矩阵，覆盖不同类型的消费市场。(3) **渠道方面**：经过多年的发展和布局，公司已形成了包含 KA、专卖店、电商平台等的多元化渠道结构。

图7：公司形成了覆盖不同类型消费市场的多品牌矩阵



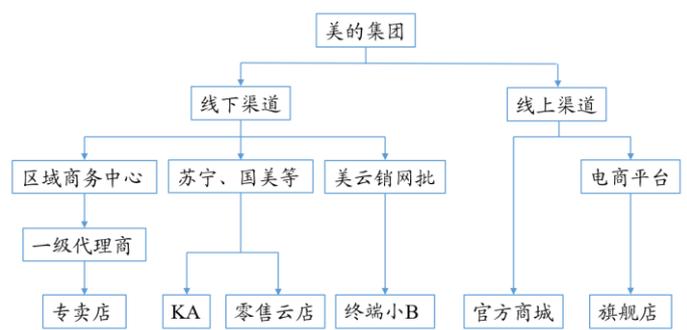
资料来源：公司官网、开源证券研究所（注：仅列示部分核心品牌）

图8：公司形成了多元化的产品结构



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图9：公司形成了多元化的渠道结构



资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：2017年至今）

2.1、发展历程：由空调起步发展为多元化、数字化的科技集团

根据公司产品、品牌和渠道的不断丰富和完善，可将发展历程划分为四个阶段：

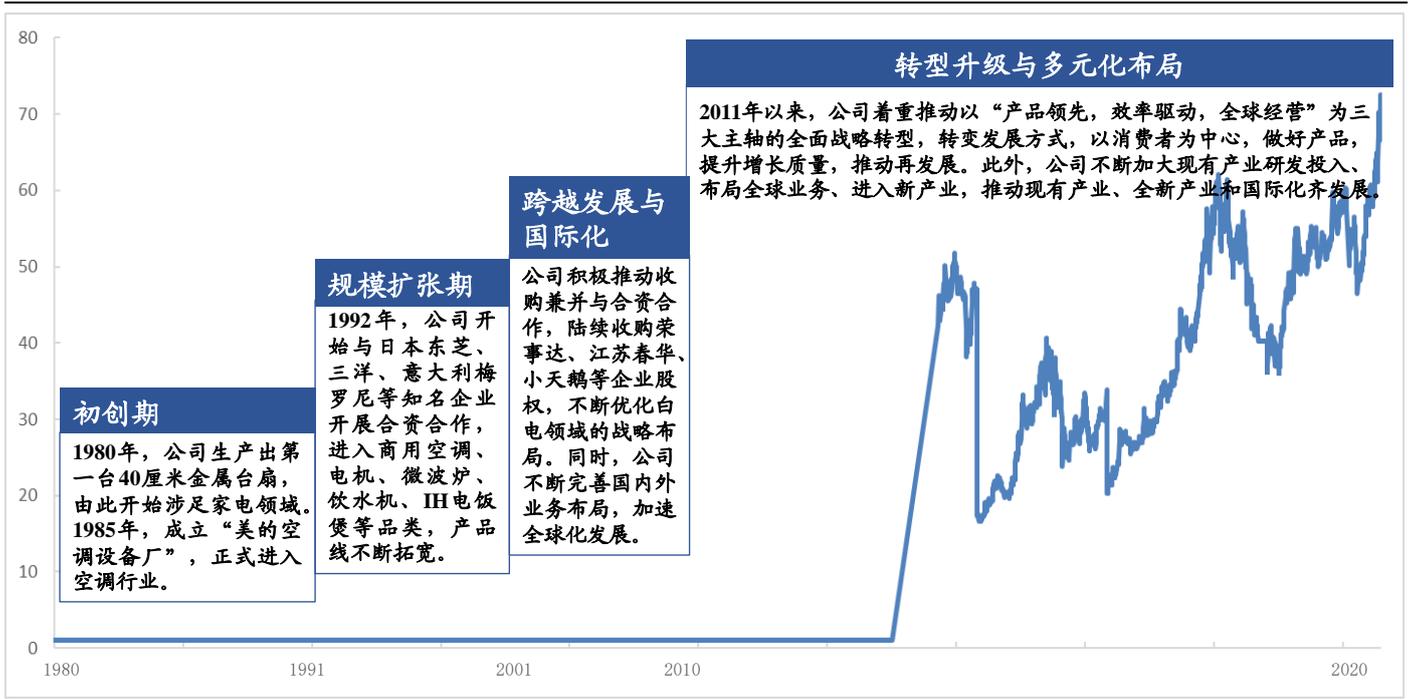
（1）1980-1991年，进入家电领域，探索白电发展之路：1980年11月，公司生产出第一台40厘米金属台扇，由此开始涉足家电领域。1985年4月，公司成立“美的空调设备厂”，正式进入空调行业，这是当时国内最早生产空调的企业之一。1990年，美的推出第一代分体式空调。在此阶段，公司进入家电行业，并积极推动空调产业发展，开启了白电领域的探索之路。

（2）1992-2001年，布局多元化产品结构，完善产品矩阵：1992年，公司开始与日本东芝、三洋、意大利梅洛尼等知名企业开展合资合作，进入商用空调、电机、微波炉、饮水机、IH电饭煲等品类，产品线不断拓宽。

（3）2002-2010年，推动收购兼并与合资合作，实现跨越式发展：公司积极推动收购兼并与合资合作，陆续收购荣事达、江苏春华、小天鹅等企业股权，不断优化白电领域的战略布局。同时，公司不断完善国内外业务布局，加速全球化发展。

(4)2011年至今,数字化战略转型,现有产业、全新产业和国际化齐发展:2011年以来,公司着重推动以“产品领先,效率驱动,全球经营”为三大主轴的全面战略转型。2014年,T+3模式率先在小天鹅洗衣机事业部试点,自此公司开始推进以销定产的T+3数字化转型。2016年,公司收购东芝白电业务,进军日本等国际市场。2017年,公司收购德国机器人公司库卡并成立三家合资公司,拓展工业机器人、医疗、仓储自动化三大业务领域;同年,公司收购以色列运动控制系统解决方案提供商高创,实现机器人及工业自动化行业的全球布局,加快公司向科技集团的转型。

图10:从空调起步,美的集团逐渐发展为多品类、多品牌、多渠道的国际化科技集团



资料来源:公司官网、开源证券研究所

2.2、财务分析:营收利润增速放缓,整体盈利能力较强

(1) 收入:公司总营收增速放缓,内外销收入较稳定且均匀

整体来看,公司总营收增速放缓。2012~2019年,公司总营收由1027.13亿元提升至2793.81亿元,CAGR为15.37%,收入增速放缓主要系白电行业发展较为成熟,基数较大且终端需求放缓。2020H1,公司总营收为1397.19亿元,同比下滑9.47%,主要系疫情影响导致收入有所下滑。

分业务看,暖通空调收入增速放缓,新兴品类收入有所下滑。2017年,公司主营业务划分由大家电、小家电、电机、物流变更为暖通空调、家用电器、机器人及自动化系统。2017~2019年,公司暖通空调、家用电器、机器人及自动化系统营收CAGR分别为4.21%、-2.02%、-10.18%。2020H1,暖通空调、家用电器、机器人及自动化系统营收同比分别下降10.37%、9.11%、20.79%。

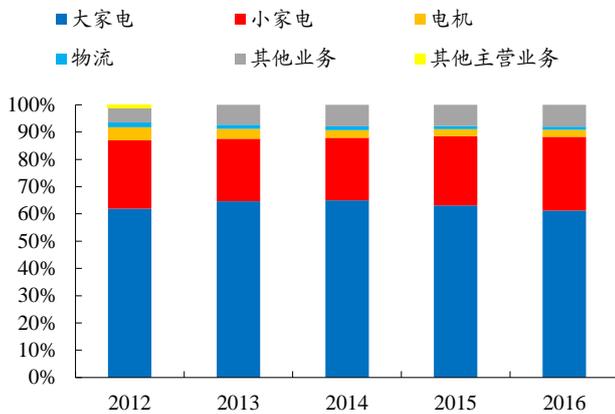
分地区看,公司内外销收入结构稳定且较为均匀。2012~2019年,公司内销收入占比在52%~58%波动,内外销收入比例较稳定且均匀。2020H1,公司实现内销收入772.33亿元,占比55.28%;外销收入624.86亿元,占比44.73%(此处外销收入已合并其他地区收入)。

图11: 2012~2019 年公司总营收 CAGR 为 15.37%，2020H1 同比下滑 9.47%



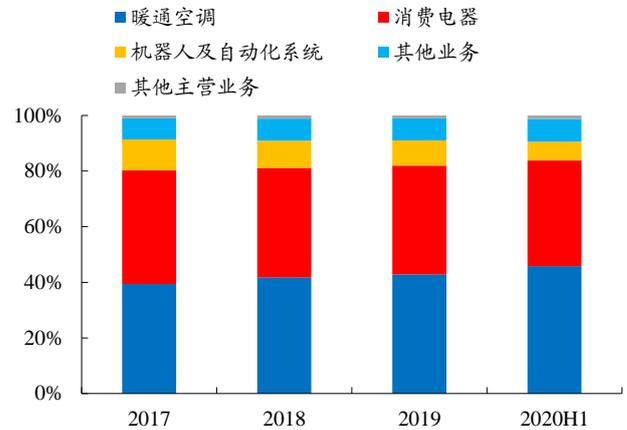
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2012~2016 年, 大家电业务占比较高



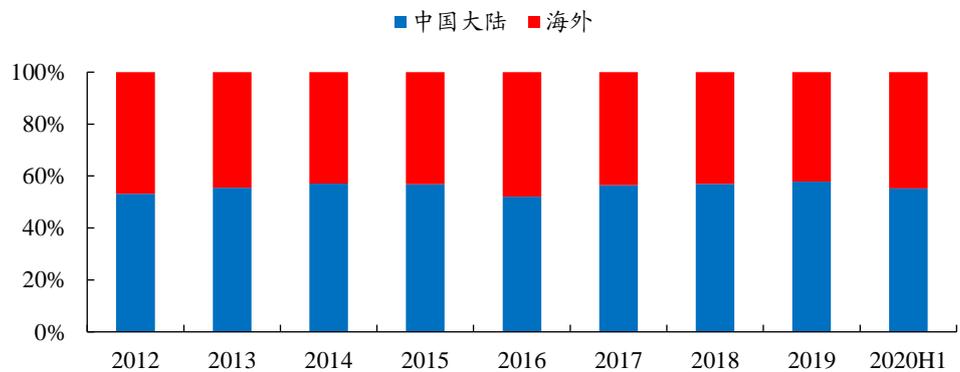
数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 主营结构变化前)

图13: 2017 年后, 暖通空调和消费电器占比较高



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 主营结构变化后)

图14: 公司内外销收入结构稳定且较为均匀



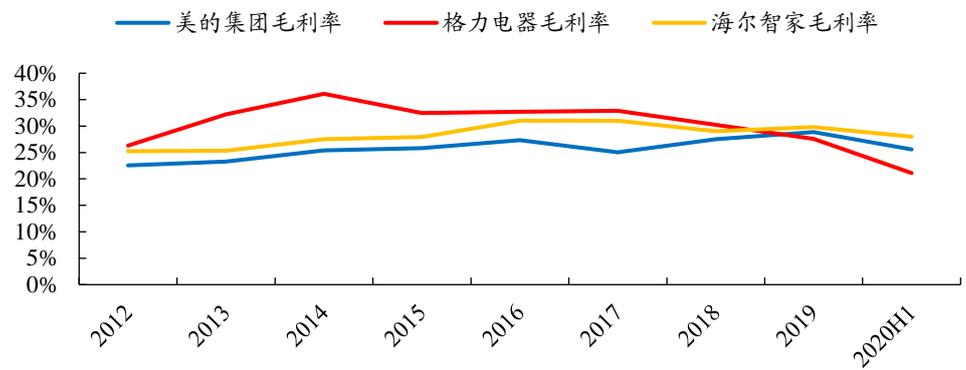
数据来源: Wind、开源证券研究所

(2) 毛利率：公司整体毛利率较稳定，暖通空调、消费电器贡献较高毛利率

整体来看，公司毛利率较为稳定，略低于格力电器、海尔智家，主要因美的品牌定位大众毛利率较低。2012~2019年，公司毛利率维持在25%左右，2020H1毛利率为25.56%；相比之下，格力电器、海尔智家毛利率维持在27%~30%左右。公司毛利率略低主要系美的品牌的定位面向大众市场，主打高性价比策略。

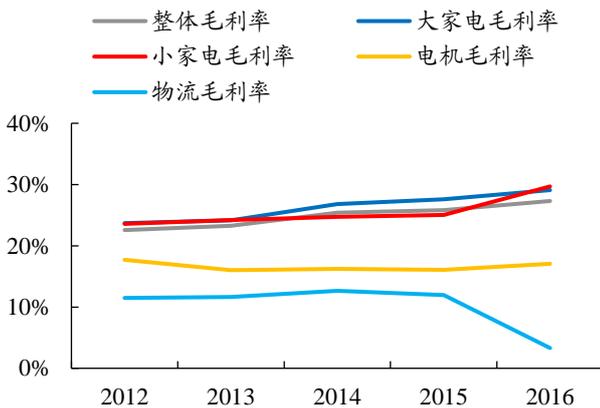
分业务看，2017年后，暖通空调、消费电器贡献较高的毛利率。2012~2016年，大家电、小家电对毛利贡献较高。2017~2019年，公司暖通空调、消费电器、机器人及自动化系统毛利率均值分别为30.47%、29.34%、19.37%。其中，暖通空调、消费电器毛利率较高且业务占比较大，拉升了整体毛利率水平。

图15: 美的集团整体毛利率较为稳定但略低于格力电器、海尔智家



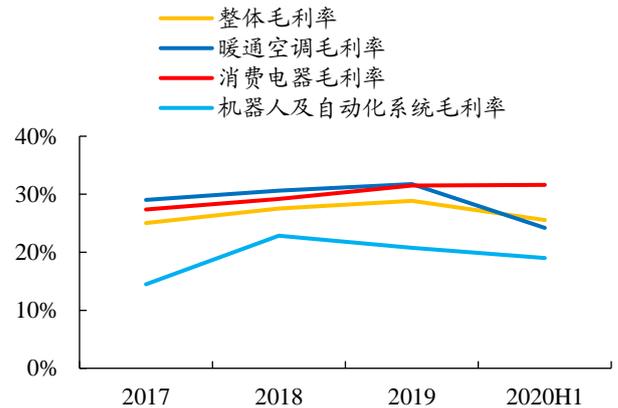
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16: 2017年前，大家电、小家电业务毛利率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17: 2017后，暖通空调、消费电器业务毛利率较高

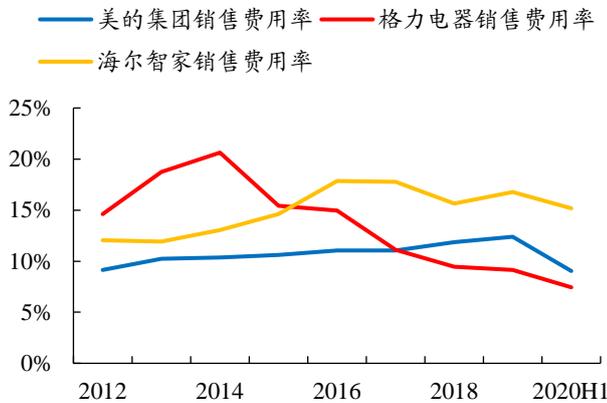


数据来源：Wind、开源证券研究所

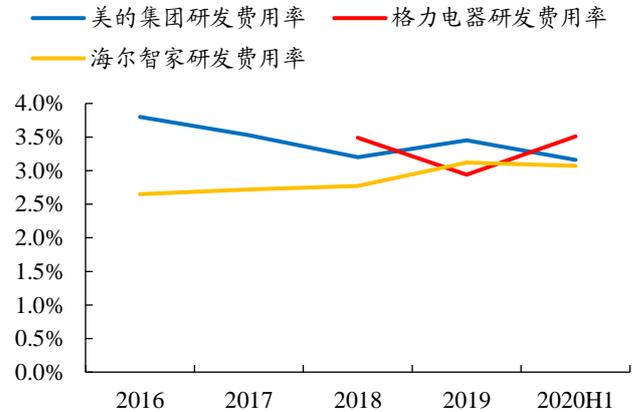
(3) 费用率：公司销售费用率较低，研发费用率较高

精细化管理与自建智能物流体系降低了公司的销售费用率。2012~2019年，公司销售费用率维持在10%左右，2020H1为9.04%。销售费用率较低主要得益于公司精细化管理运营，且由美的集团子公司安得物流提供的全渠道库存管理和调度，降低了物流仓储的综合成本。

公司重视研发，研发费用率整体处于较高水平。2016~2019年，公司研发费用率始终维持在3%以上，2020H1为3.16%。公司注重创新、重视研发投入，并为产品力的提升打造了良好基础。

图18: 美的集团销售费用率整体处于较低水平


数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 美的集团研发费用率整体处于较高水平


数据来源: Wind、开源证券研究所

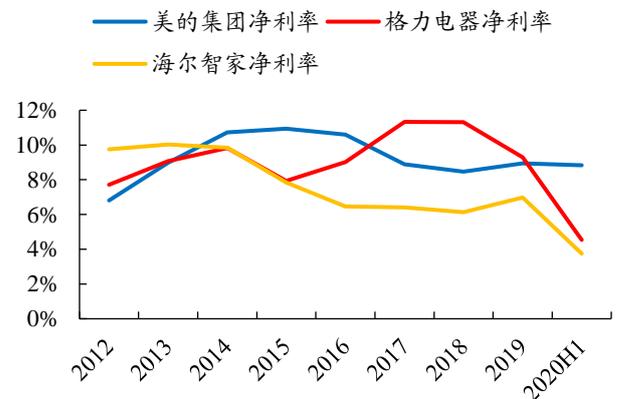
(4) 净利润与净利率: 公司整体盈利能力较强

公司归母净利润增速高于营收增速。2012~2019年，公司归母净利润由32.59亿元提升至242.11亿元，CAGR为33.17%。归母净利润CAGR(33.17%)高于营收CAGR(15.37%)体现了公司在成本费用方面的良好把控。2020H1，公司归母净利润为139.28亿元，同比下滑8.29%，主要系疫情影响导致利润端下滑。

公司净利率水平较高，盈利能力较强。2013~2019年，公司净利率维持在8%以上，2020H1净利率为8.84%。在疫情影响之下，2020H1公司净利率仍保持在8.84%的水平，体现了美的集团稳定且较强的盈利能力。

图20: 2015~2019年公司归母净利润增速放缓


数据来源: Wind、开源证券研究所

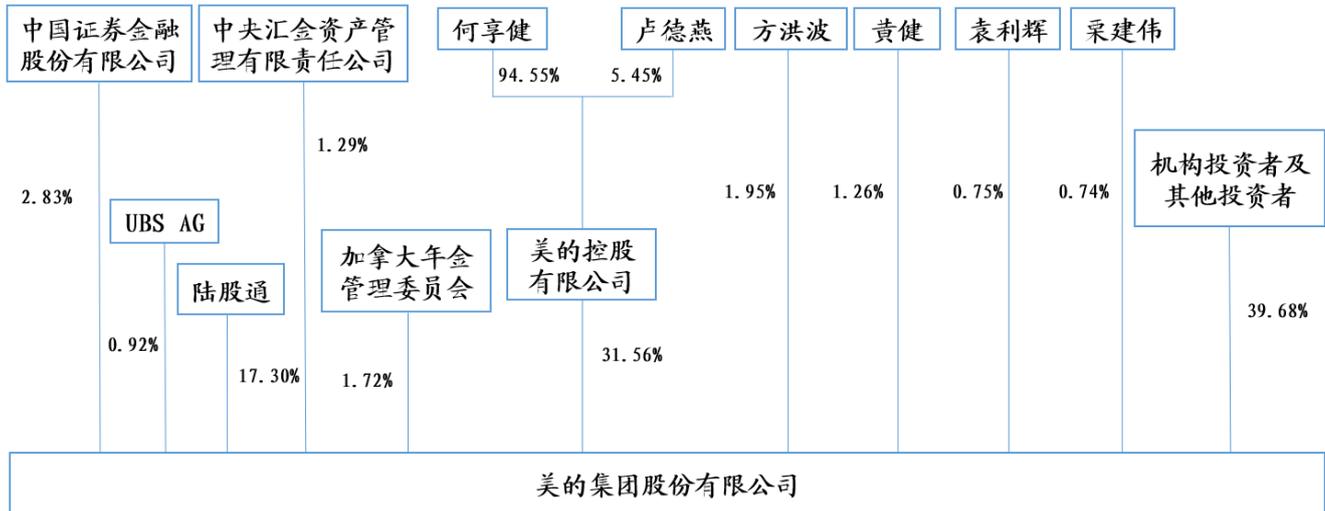
图21: 美的集团净利率较高，且相对稳定


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、股权结构稳定，管理层和业务技术骨干激励措施完善

公司股权结构较为稳定，实际控制人为创始人何享健。截至 2020H1，何享健通过美的控股有限公司间接持有公司 29.88% 的股份，卢德燕为何享健的儿媳。

图22：公司股权结构较为稳定，实际控制人为创始人何享健



资料来源：Wind、开源证券研究所（数据为 2020H1 最新披露）

管理层及业务技术骨干利益与公司绑定，激励措施到位。随着上市和市场扩张，公司激励计划的推出逐渐加速，自 2014 年起公司陆续推出管理层和业务技术骨干持股计划、限制性股票激励计划，尤其自 2017 年以来，公司每年都推出限制性股票激励计划与股权激励计划，充分调动管理层、业务技术骨干的积极性，迸发经营活力。

职业经理人方洪波接任美的集团董事长。2012 年 8 月 25 日，美的集团宣布何享健将卸任美的集团董事长，职业经理人方洪波接任集团董事长一职，何享健继续担任美的集团控股股东，这标志着美的集团正式完成职业经理人和企业创始人的交接。不同于家族企业传承的方式，职业经理人通过其优秀的管理能力和丰富的实践经验，更有利于保障美的集团的高效运作，引领其更好的发展。

表1：上市后于 2014 年 1 月实行第一次股权激励计划

年份	激励措施	激励对象	激励方案	条件
2014	股票期权激励	总部及各事业部的中高层管理人员及业务技术骨干人员	授予价为 48.79 元/股，在未来三年内分三次解锁，每次解锁比例为 33.3%。	以 2013 年净利润为基数，2014 年~2016 年公司净利润增长率分别不低于 15%，32.25% 和 52.09%；同期净资产收益率均不低于 20%；锁定期内，公司净利润及扣非净利润不得低于前三个会计年度的平均水平且不得为负。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表2: 2015年以来, 多次实行股权激励计划和限制性股票激励计划, 充分迸发经营活力

年份	激励措施	持股数量	购买价格	总股本占比
2015	管理层、业务技术骨干持股计划	8,430 万股	31.54 元/股	2%
2016	管理层、业务技术骨干持股计划	12,753 万股	21.35 元/股	1.98%
2017	管理层、科技人员持股计划	9,898.2 万股	33.72 元/股	1.53%
2017	管理层限制性股票激励计划	2,979 万股	16.86 元/股	0.46%
2018	管理层限制性股票激励计划	2,501 万股	28.77 元/股	0.38%
2018	管理层、业务技术骨干持股计划	6208 万股	57.54 元/股	0.94%
2019	管理层限制性股票激励计划	3035 万股	27.09 元/股	0.46%
2019	管理层、业务技术骨干持股计划	4724 万股	54.17 元/股	0.72%
2020	管理层限制性股票激励计划	3418 万股	26.01 元/股	0.49%
2020	管理层、业务技术骨干持股计划	6526 万股	52.02 元/股	0.93%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3、行业: 白电行业增速放缓但仍有空间, 龙头地位稳固

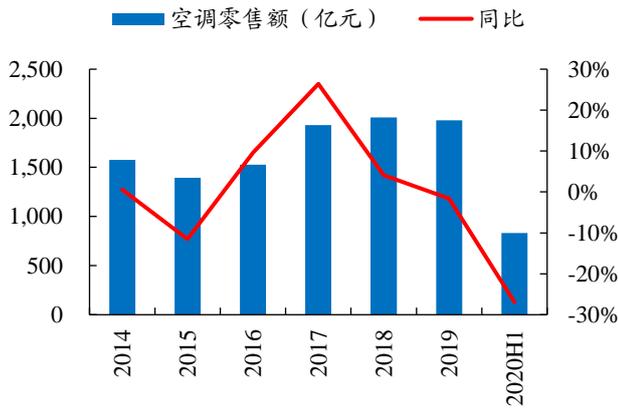
3.1、行业规模: 白电行业规模较大但增速放缓

2014~2019 年, 白电行业整体增速放缓, 2020H1 因疫情影响, 空调、洗衣机、冰箱行业均受到冲击, 增速下滑。

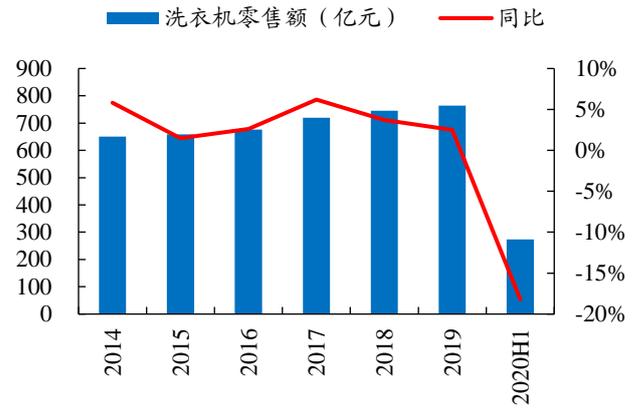
(1) **空调:** 根据奥维云网数据, 2014-2019 年, 中国空调市场零售额规模由 1575 亿元提升至 1979 亿元, CAGR 为 4.67%。受疫情影响, 2020H1 空调市场零售额为 831 亿元, 同比下降 26.9%。

(2) **洗衣机:** 根据奥维云网数据, 2014-2019 年, 中国洗衣机市场零售额规模由 650 亿元提升至 764 亿元, CAGR 为 3.28%。受疫情影响, 2020H1 洗衣机市场零售额为 274 亿元, 同比下降 18.2%。考虑疫情有所缓解后, 2020H2 市场将出现回暖, 根据奥维云网预测, 2020 全年洗衣机零售额预计为 699 亿元, 预期同比下降 8.51%。

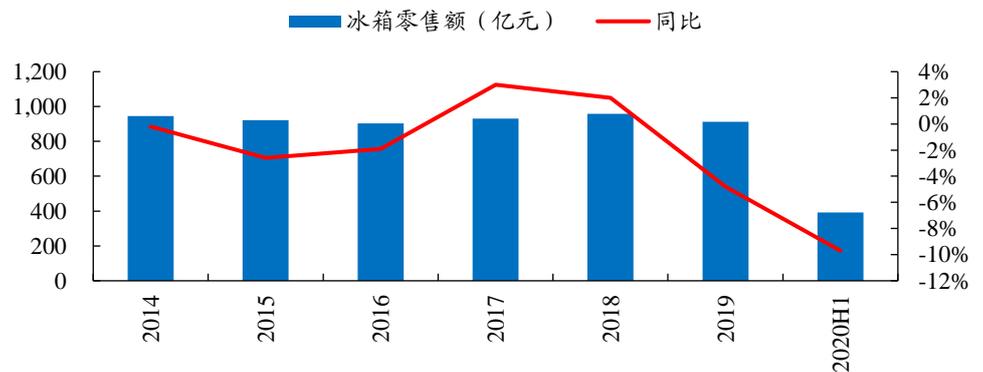
(3) **冰箱:** 根据奥维云网数据, 2014-2019 年, 中国冰箱市场零售额规模相对稳定, 由 946 亿元波动下降至 912 亿元, CAGR 为 -0.73%。受疫情影响, 2020H1 冰箱市场零售额为 392 亿元, 同比下降 9.7%。冰箱受疫情冲击幅度相对较小主要系冰箱与饮食密切相关, 需求较稳定。根据奥维云网预测, 2020 全年冰箱市场零售额为 850 亿元, 预期同比下降 6.80%。

图23: 2014~2019年, 空调行业增速放缓


数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图24: 2014~2019年, 洗衣机行业增速放缓


数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

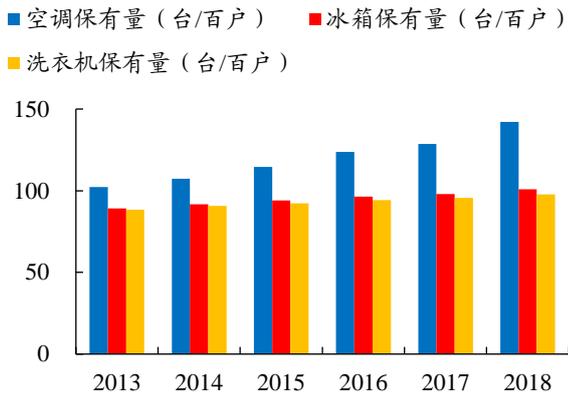
图25: 2014~2019年, 冰箱行业规模相对稳定


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.2、行业空间: 新增需求仍有提升空间, 更新需求周期性释放

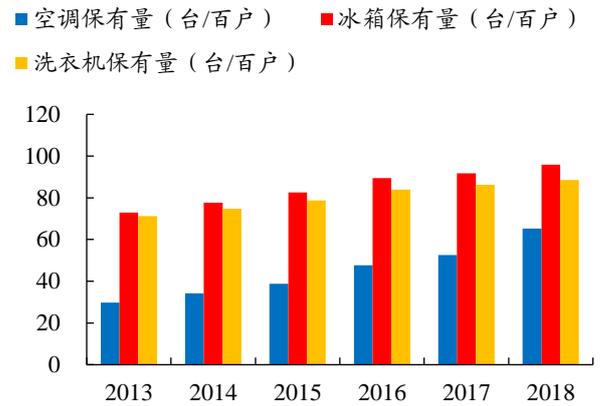
从新增需求来看, 白电市场销量仍有提升空间。根据国家统计局数据, 2018年空调、冰箱、洗衣机保有量分别为109.3、98.8、93.8台/百户, 其中城镇保有量分别为142、101、98台/百户, 农村保有量分别为65、96、89台/百户。由于白电具备“一户多机”属性, 在城镇、乡村仍有进一步提升的空间。随着消费不断升级, 一些新品如: 除菌、母婴类白电产品或将成为新的结构性需求增长点。

图26: 城镇空冰洗产品保有量仍有提升空间



数据来源: Wind、开源证券研究所

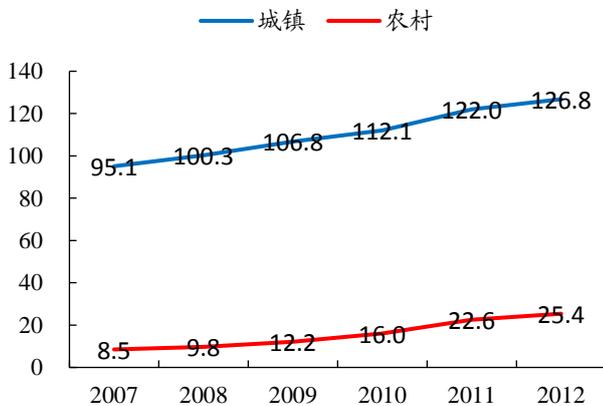
图27: 农村空冰洗产品保有量仍有提升空间



数据来源: Wind、开源证券研究所

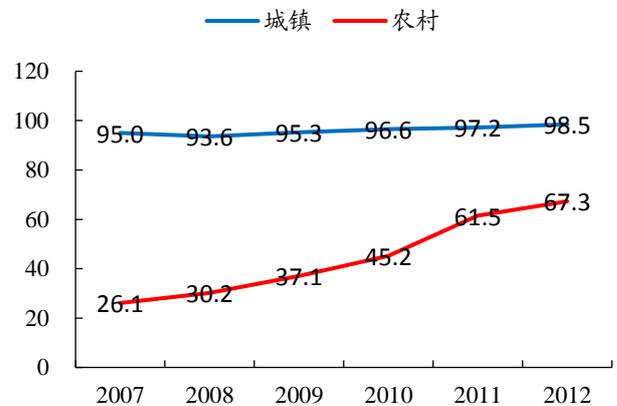
从更新需求来看, 白电市场销量或将出现周期性增长。根据国家统计局数据, 空调、冰箱、洗衣机百户拥有量在 2007-2012 年间分别由 103.6、121.1、142.7 台/百户增至 152.2、165.8、165.2 台/百户, 均有较为快速的提升。其中, 2010~2012 年, 空冰洗产品保有量增长较为显著。由于白电产品使用年限或换新周期约为 10 年, 且我国空冰洗产品保有量基数较大, 据此可预测约在 2020~2022 年, 白电市场或将迎来更新需求的有效释放。

图28: 2010~2012 年, 空调百户拥有量显著提升



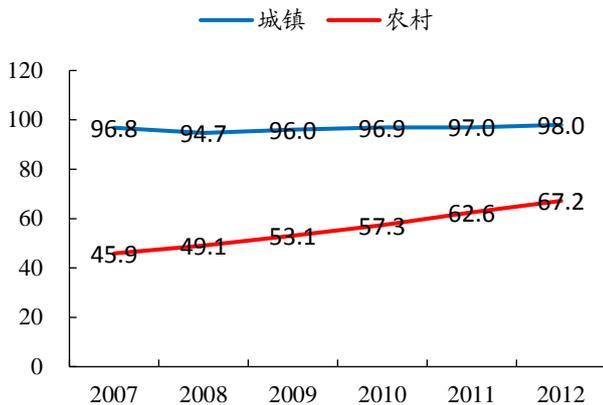
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图29: 2010~2012 年, 冰箱百户拥有量显著提升



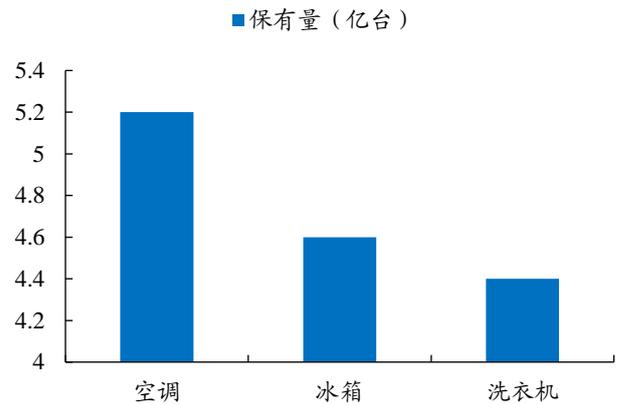
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图30: 2010~2012年, 洗衣机百户拥有量显著提升



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

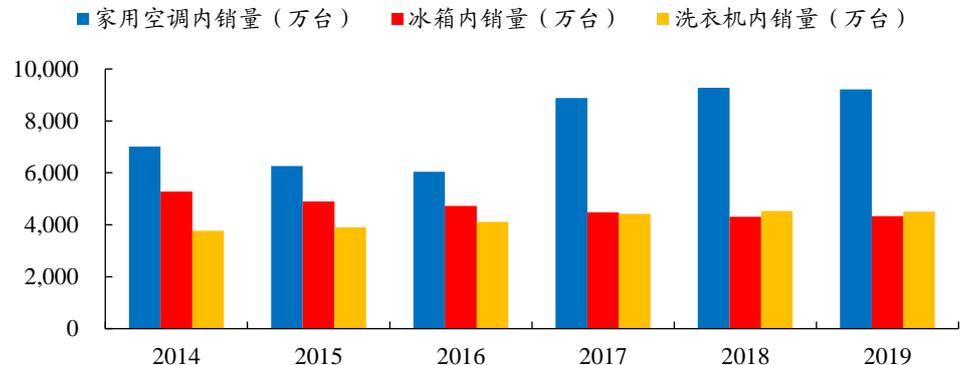
图31: 我国空冰洗产品保有量基数较大



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

从内销量来看, 白电仍有提升空间。2019年, 我国家用空调、冰箱、洗衣机的内销量分别为 9216、4338、4504 万台, 从 2014 年以来基本维持稳步增长。白电行业发展总体较为稳定, 但相比白电行业更为成熟的国家, 仍有较大提升空间。以白电中空调品类为例, 在美国、日本空调渗透率均超过 90%, 中国市场空调渗透率则仍为 60% 左右, 距离行业天花板仍有一定距离。

图32: 我国空冰洗内销量仍有提升空间



数据来源: 产业在线、开源证券研究所

3.3、竞争格局: 行业集中度较高, 线上相对线下较为分散

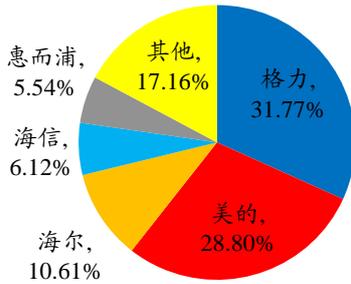
整体来看, 以空冰洗为代表的白电行业集中度较高。根据奥维云网数据, 2019年空调、冰箱、洗衣机线下 CR5 分别为 82.84%、72.65%、74.59%, 线上 CR5 分别为 83.89%、62.52%、69.41%, 线上相对线下较为分散。

分品牌看, (1) 线下市场: 空调市场以格力、美的为第一梯队 (市占率 > 25%), 海尔、海信、惠而浦为第二梯队 (市占率在 5%~11% 之间), 其余分散品牌为第三梯队 (市占率 < 4%); 冰箱市场海尔份额领先 (市占率 > 30%), 美的、容声、美菱为第二梯队 (市占率在 10%~13% 之间); 洗衣机市场海尔份额领先 (市占率 > 30%), 小天鹅、美的为第二梯队 (市占率在 12%~17% 之间)。

(2) **线上市场**：空调市场美的份额领先（市占率>30%），奥克斯、格力为第二梯队（市占率在 18%~25%之间）；冰箱市场海尔、美的份额领先（市占率>15%），容声、康佳、美菱为第二梯队（市占率介于 6%~10%）；洗衣机市场海尔份额领先（市占率>29%），小天鹅、美的为第二梯队（市占率介于 15%~17%）。

图33: 2019年空调线下市场 CR5 为 82.84%

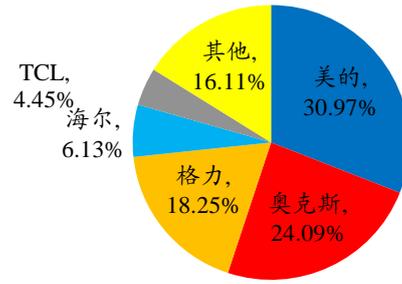
■ 格力 ■ 美的 ■ 海尔 ■ 海信 ■ 惠而浦 ■ 其他



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图34: 2019年空调线上市场 CR5 为 83.89%

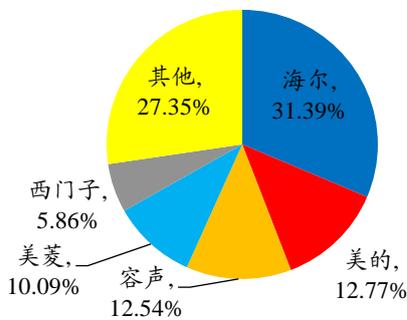
■ 美的 ■ 奥克斯 ■ 格力 ■ 海尔 ■ TCL ■ 其他



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图35: 2019年冰箱线下市场 CR5 为 72.65%

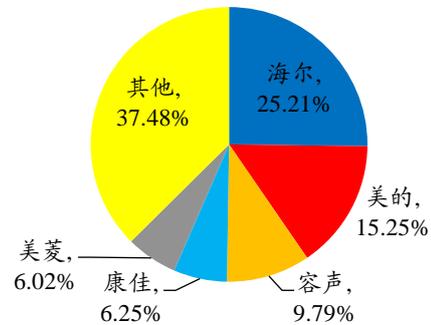
■ 海尔 ■ 美的 ■ 容声 ■ 美菱 ■ 西门子 ■ 其他



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图36: 2019年冰箱线上市场 CR5 为 62.52%

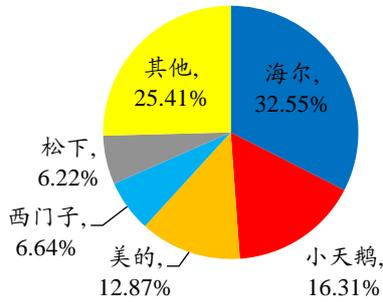
■ 海尔 ■ 美的 ■ 容声 ■ 康佳 ■ 美菱 ■ 其他



数据来源：奥维云网、开源证券研究所

图37: 2019年洗衣机线下市场 CR5 为 74.59%

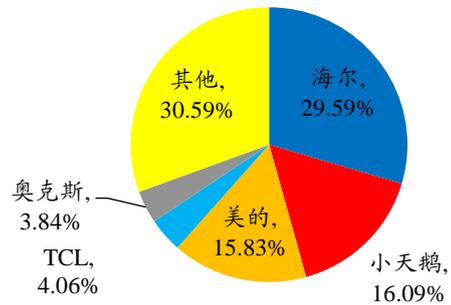
■ 海尔 ■ 小天鹅 ■ 美的 ■ 西门子 ■ 松下 ■ 其他



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图38: 2019年洗衣机线上市场 CR5 为 69.41%

■ 海尔 ■ 小天鹅 ■ 美的 ■ TCL ■ 奥克斯 ■ 其他

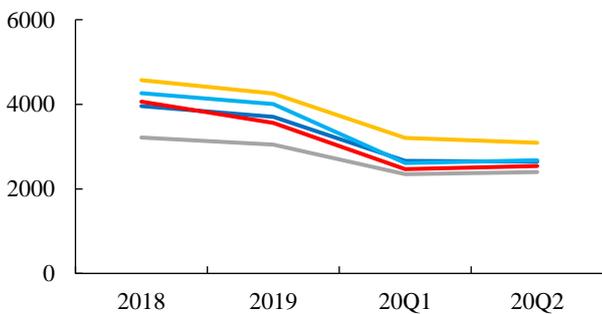


数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

白电行业价格战竞争激烈, 各品牌均价 2020Q1 较大幅度走低。白电市场中, 空调行业 2019 年各品牌产品价格均有不同程度的下跌。2020Q1 受疫情冲击, 白电消费遇冷, 空冰洗各品牌纷纷以低价手段促销, 均价较大幅度下滑。2020Q2, 疫情得到缓解, 价格战有所缓和, 空冰洗产品均价略有回升。

图39: 2020Q1 空调各品牌均价下跌

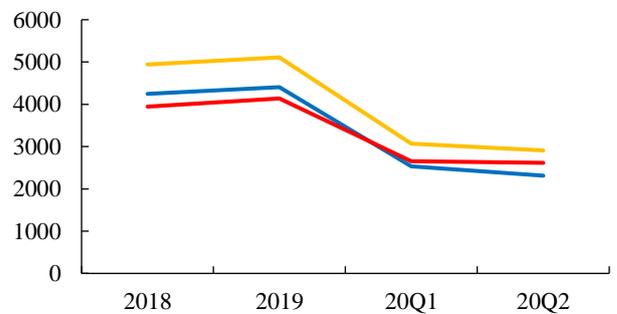
— 空调市场均价 (元) — 美的空调均价 (元)
— 格力空调均价 (元) — 海尔空调均价 (元)
— 奥克斯空调均价 (元)



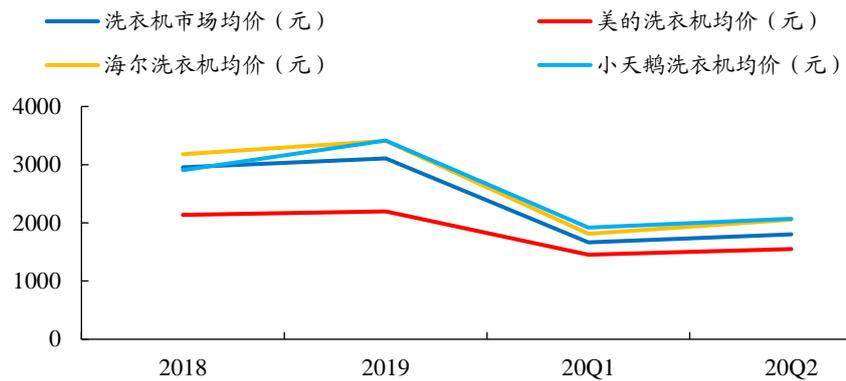
数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图40: 2020Q1 冰箱各品牌均价下跌

— 冰箱市场均价 (元) — 美的冰箱均价 (元)
— 海尔冰箱均价 (元)



数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

图41: 2020Q1 洗衣机各品牌均价下跌


数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

思考: 2020H1 白电整体均价下滑, 主要有以下两点原因:

(1) **2020Q1 受疫情影响, 白电消费遇冷。**2020Q1 受疫情影响, 居民实际及预期收入水平均下降, 导致消费遇冷, 叠加疫情影响地产竣工交付、装修和产品安装, 促使白电行业进行低价竞争。

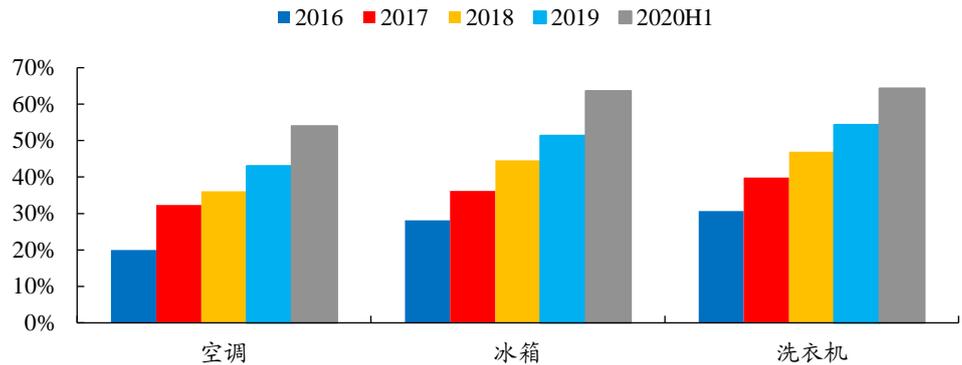
(2) **空调新老能效产品切换, 低价销售消化库存。**2020年7月1日, 空调新能效标准落地实施, 但各品牌老能效产品仍有较多库存, 空调企业在2020H1降价以加快消化库存, 切换产品能效水平。

2020H2 均价有望提升, 主要系:

- (1) 随着疫情的缓解, 消费逐渐回暖, 价格战将有所缓和;
- (2) 空调新国标落地后, 低端产品逐渐淘汰, 行业价格中枢有望逐步上移。

3.4、行业渠道: 疫情催化渠道变革, 线上占比不断提升

2020年疫情加速白电销售渠道由线下转向线上。根据奥维云网数据, 2016~2019年, 中国空调、冰箱、洗衣机线上渠道零售量占比分别从20.0%、28.1%、30.7%提升至43.0%、51.3%、54.3%。2020H1受疫情影响, 线上渠道零售量占比较大程度增长, 相比2019年底, 2020H1空调、冰箱、洗衣机线上渠道零售量占比分别提升11.0pct、12.3pct、10.0pct。一方面, 为响应国家防疫号召, 大部分线下门店停业, 促使家电消费刚性需求释放渠道转移至线上; 另一方面, 疫情增强了国民的储蓄倾向, 消费开支有所收缩, 线上渠道的价格优势得到了更好的发挥。

图42: 2020H1, 空冰洗线上渠道零售量占比均破 50%


数据来源: 奥维云网、开源证券研究所

4、公司看点: 多元化竞争优势与内外销未来增量显著

4.1、竞争优势: 品牌品类覆盖全面, 渠道变革助力转型科技集团

4.1.1、战略: 公司致力于从传统家电巨头数字化转型为科技集团

公司变革战略定位, 围绕用户体验进行全面数字化、全面智能化的转型, 致力于从传统家电巨头转型为国际科技集团。自 2016 年公司以“智慧家居+智能制造”双智战略为延伸, 提出“成为全球领先的消费电器、暖通空调、机器人及工业自动化科技集团”的战略愿景起, 公司跨入机器人与自动化系统、智能供应链等新行业, 开启了从传统家电巨头向国际化科技集团转型的历程。

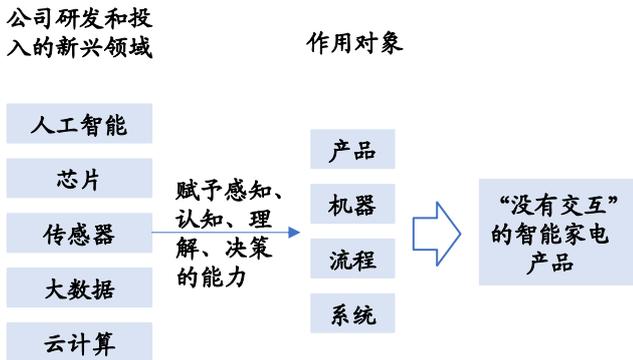
图43: 公司进行全面数字化、全面智能化转型, 致力于从传统家电巨头转型为国际化科技集团

2015年 数字化1.0 (632)	2016年 +互联网	2017年 数字化2.0	2018年 工业互联网	2019年 数字美的
<ul style="list-style-type: none"> 一个美的、一个体系、一个标准 “智慧家居+智能制造”双智战略 	<ul style="list-style-type: none"> T+3 移动化 大数据 智能制造 	<ul style="list-style-type: none"> 数据驱动、数据预警 C2M 数字营销、智慧客服平台化/模块化 数字化工艺、仿真柔性制造 	<ul style="list-style-type: none"> 全球模板 工业AI、工业云 软件化+数字化+智能化 细分专业解决方案 	<ul style="list-style-type: none"> 数字化: 软件驱动全价值链卓越运营 全球化: 全球运营、协作 智能化: 智慧美的 生态化: 行业协同平台

资料来源: 美云智数、开源证券研究所 (注: “632”指构建6大运营系统、3大管理平台、2大门户和集成技术平台)

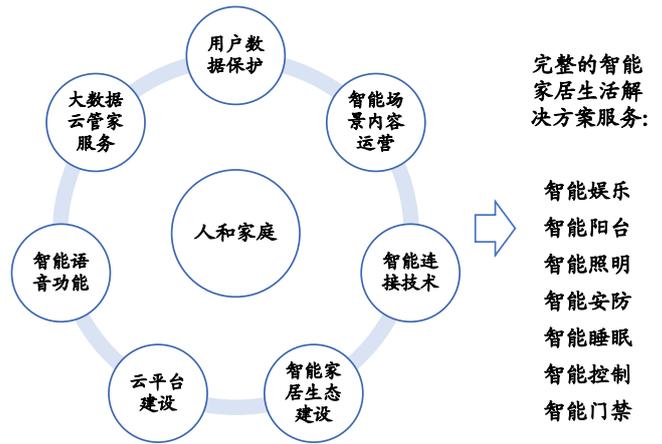
在产品服务端, 公司专注创造智慧和有温度的智能产品并提供全价值链的“智慧家居”服务。公司持续对人工智能、芯片、传感器、大数据、云计算等新兴领域进行投入和研发, 赋予产品、机器、流程、系统以感知、认知、理解、决策的能力, 最大限度消除人机交互的阻隔, 打造“没有交互”的智能家电产品。同时, 公司围绕“人和家庭”进行 IoT 全价值链建设, 覆盖用户数据保护、智能场景内容运营、智能连接技术开发、智能家居生态建设、云平台建设、智能语音功能和大数据云管家服务等方面, 为用户提供完整的智能家居生活解决方案服务。

图44: 公司持续投入新兴科技领域打造智能家电产品



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图45: IoT全价值链建设提供完整智能家居生活服务



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

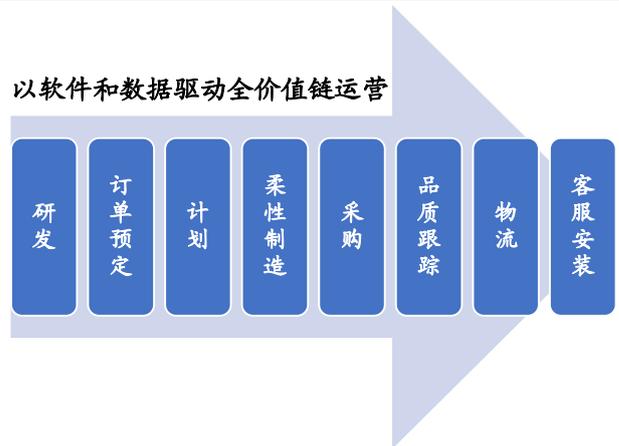
在制造经营端, 公司对全价值链进行数字化、智能化的生产和经营管理。区别于其他制造企业依靠整合外部资源的转型, 美的集团加快整合自身的硬件、软件、系统等智能化、数字化基因。公司于2017年初收购全球四大机器人公司之一德国库卡, 将机器人应用于汽车、医疗、物流等多行业的智能制造领域, 成为其抢占“智能制造”制高点的重要力量。与此同时, 公司通过以软件、数据驱动的全价值链运营, 完整覆盖研发、订单预定、计划、柔性制造、采购、品质跟踪、物流、客服安装等各环节, 推动端端协同。

图46: 公司收购德国库卡将机器人应用于智能制造领域



资料来源: 公司公告

图47: 公司数字化智能化的全价值链运营推动端端协同



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司搭建工业互联网平台为自身及各行业客户提供科技平台支持。公司搭建的工业互联网平台“M.IoT”为全国首家集自主工业知识、软件、硬件为一体的完整工业互联网平台供应商, 使C2M柔性制造、研发平台模块化、数字化工艺及仿真、智慧物流、数字营销、数字客服等深度变革成为可能。美的工业互联网平台解决方案除了在公司自身产业链上的应用外, 还向超过200家不同行业的客户提供服务, 反映其正在大步朝科技集团的目标迈进。

4.1.2、品牌：多品牌矩阵全面覆盖各群体的差异化需求

公司品牌全面覆盖 to B、to C 领域。(1) 面向 B 端，公司拥有库卡 (KUKA)、M.IoT、Clivet、美芝 (GMCC)、威灵 (Welling) 等多个品牌覆盖自大众至高端、自非智能到智能的各个层级，为客户提供工业机器人、互联网服务平台、工业电器等差异化服务；(2) 面向 C 端，公司同样借助美的 (Midea)、小天鹅 (LittleSwan)、COLMO、华凌 (WAHIN)、比佛利 (BEVERLY) 等品牌，形成覆盖不同消费群体的品牌梯队。

图48：公司品牌全面覆盖 to B、to C 领域



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

具体来看，公司面向消费分层推出多品牌组合，形成涵盖美的、华凌、布谷、COLMO、东芝等的品牌矩阵，具备明确的品牌定位和目标客户，形成相应产品组合，全面覆盖各消费群体的差异化需求。其中，主品牌美的、小天鹅定位大众消费者，均价较低；华凌、布谷主要吸引 90 后年轻消费者；COLMO、比佛利等品牌定位高端市场，瞄准精英人士；东芝 (TOSHIBA) 等则主要针对海外市场。凭借覆盖各类细分人群差异化需求的品牌矩阵，公司营收受到各层级购买力的推动，如在家用空调品类上，通过覆盖全面的品牌矩阵，2020H1 实现线上线下份额 36.5% / 33%，同比分别提升 7pct/5.8pct，显著提升了公司在该细分市场的竞争力。

表3：公司多品牌矩阵全面覆盖各消费群体的差异化需求

品牌	品牌定位	目标客户	覆盖品类
	中端	大众消费者	全品类家电
	中高端	大众消费者	冰箱、洗衣机、空调
	高性价比	90 后消费者	空调 (主)、冰箱、厨热
	互联网智能	90 后消费者	小家电
	高端	精英人士	AI 科技全品类家电

品牌	品牌定位	目标客户	覆盖品类
	高端	精英人士	洗衣机
	中高端	海外消费者	全品类家电

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所（注：列示部分核心品牌。）

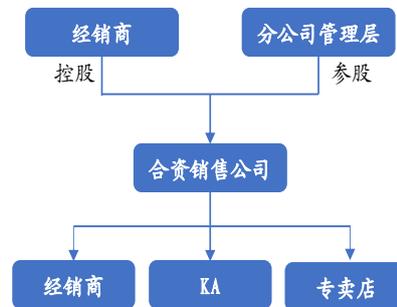
4.1.3、渠道：削减渠道层级，提升渠道效率和把控力

公司通过多次渠道变革，推动渠道扁平化，提升了渠道效率和把控力。公司的渠道变革主要可以分为四个阶段：

（1）代理多层分销阶段（2005 年以前）：公司以“美的集团-分公司-一级代理-二级代理-零售商-消费者”的多层级模式为主要渠道策略，公司将产品销售给一级代理，再经由二级代理和零售商覆盖 KA、专卖店等终端网点，实现触达消费者的目的。在此渠道结构中，代理商发挥着至关重要的作用，在各个区域市场中都有多个代理商，美的的区域分公司直接向代理商供货，再输向终端。

（2）渠道下沉阶段（2005-2011 年）：2005 年起，美的集团建立地方营销公司体制，分公司管理层同经销商合资成立销售公司，销售模式由此变为“美的集团总部-合资销售公司-经销商-零售商-消费者”，和代理商合资成立公司加强了渠道合作，推动美的渠道下沉至三四级市场。与此同时，渠道层级得以精简，加快对市场的反应速度，同时经营积极性也较大提升。

图49：公司采用合资成立销售公司模式加强渠道合作和渠道下沉



资料来源：第一财经、开源证券研究所（2005-2011 年）

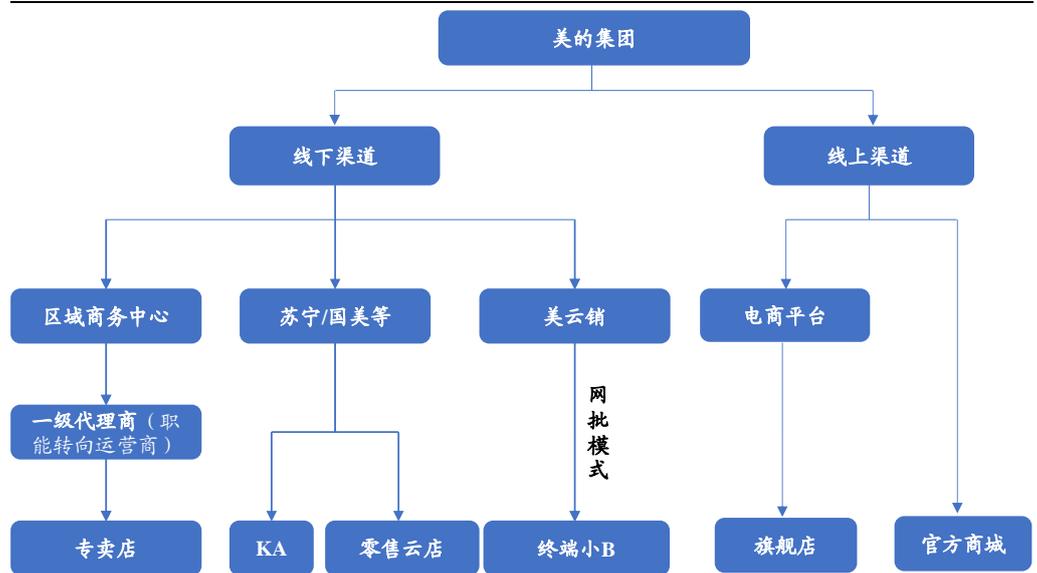
（3）发力线上渠道阶段（2012-2017 年）：2013 年，公司抓住线上风口，开始布局线上渠道，建立电子商务公司，启动美的官方线上商城运营；2014 年，开设天猫美的的全品类官方综合旗舰店，同时公司同苏宁、国美等家电专业连锁建立战略合作关系，同时加强其自身旗舰店的建设。2016 年，公司的天猫京东体系双双实现百亿规模，线上销售占公司内销占比超过 20%。2017 年，公司发挥“线上用户和订单+线下旗舰店+物流仓储”的全渠道布局优势，探索数字化精准营销。

表4: 公司发力线上渠道, 加大电商渠道布局

时间	公司线上渠道的发展
2013年	整合16家天猫旗舰店, 强化京东旗舰店服务与交流功能
2014年	推动美的电商业务全渠道战略部署, 成立电子商务公司, 启动美的官方线上商城运营 开设天猫美的全品类官方综合旗舰店, 继续夯实与京东、天猫、苏宁易购等平台的战略合作
2015年	全年电商零售额达160亿元, 家电行业中排名第一 官方线上商城正式投入运营, 接入线下经销商近百家
2016年	天猫京东体系双双实现百亿规模, 线上销售占公司内销占比超过20%
2017年	发挥美的“线上用户和订单+线下旗舰店+物流仓储”的全渠道布局优势, 围绕用户探索数字化精准营销

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

(4) 渠道扁平化阶段 (2017年至今): 由于层层分销的传统渠道加价率较高的原因, 苏宁零售开始采取的品牌直采、工厂直供的方式开始倒逼美的缩减渠道层级。2017年, 公司取消二级经销商, 并推动一级经销商的职能转向运营商, 层级变为“美的集团-商务中心-代理商-零售商-消费者”。同时, 美云销的网批模式实现了终端同厂商的直接对接, 节省了中间环节的代理商加价, 提升了渠道效率和把控制力。

图50: 公司渠道精简并采取网批模式, 推动渠道扁平化


资料来源: 公司公告、开源证券研究所 (2017年至今)

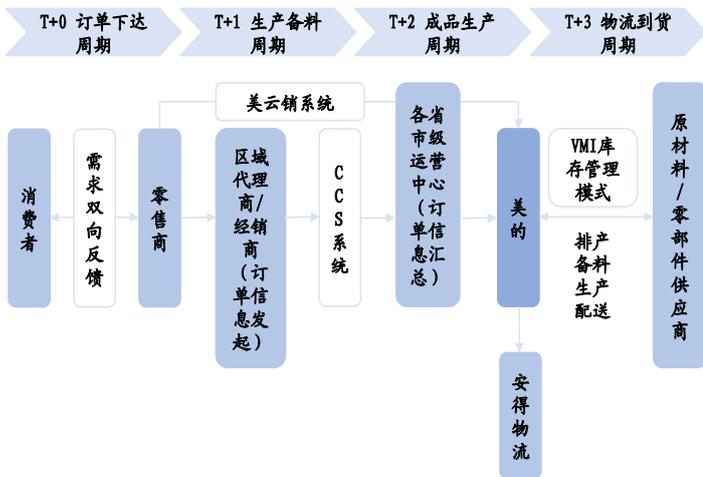
图51: 公司通过多次渠道改革, 推动渠道扁平化, 提升渠道效率和把控力



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

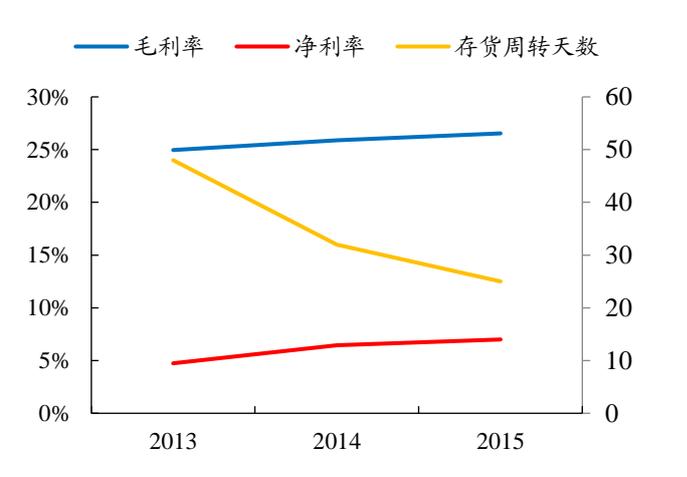
公司采取 T+3 订单模式, 提高业务周转效率。公司的 T+3 模式始于 2013 年的小天鹅, 该模式将大规模提前生产后进行批发转化为根据终端用户需求进行生产, 即“以销定产”, 将接收用户订单、原料备货、工厂生产、发货销售这四个周期通过全产业链优化制造流程, 使生产、供给、销售协同化, 将每个周期时间由 7 天缩减至 3 天及以下。自小天鹅 2013 年实施 T+3 模式以来, 存货周转天数由 32 天减少至 25 天, 较大提升了小天鹅业务的周转效率, 盈利能力也有所提升, 在一定程度上抵御了电商对洗衣机行业的冲击。

图52: T+3 订单模式通过全产业链优化制造流程



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

图53: T+3 模式提升小天鹅周转效率, 抵御电商冲击



数据来源: Wind、开源证券研究所

2015 年, 小天鹅成功试行的 T+3 模式全面推广至美的集团, 开启渠道变革新纪元。美的集团的 T+3 订单策略对公司的积极影响主要体现在两个方面: (1) 在生产策略方面: 以销定产的 T+3 模式使公司生产紧跟市场需求, 对生产的灵活调整使公司对市场判断更为准确, 抢占先机, 提升能效; (2) 在库存压力方面: 通过 T+3 模式可以使公司根据需求备料生产, 有效减少公司备货, 进而减小库存压力, 仓储成本可以得到严格把控, 与此同时, 在一定程度上减少了库存贬值的风险。

4.1.4、产品：外延式品类扩张使公司产品维度覆盖消费者的多样化需求

公司不断进行外延式品类扩张，涵盖多品类多业务。公司通过并购和自主研发的方式，不断对品类进行外延式扩张，逐渐从一家风扇、空调厂商发展为覆盖多品类多业务的科技集团。公司通过设备技术的引入、同外资合作的形式扩充产品产能，收购华凌、荣事达、小天鹅等企业，进军冰箱、洗衣机等领域，与此同时，公司逐渐在大小家电的基础上，引入大数据平台等技术，提供科技智能化的产品及服务。

表5：公司不断进行外延式品类扩张，成为多品类多业务的科技集团

时间	涉及产品品类	相关事件
1980	风扇	开始自主生产电扇
1984	空调	购买设备技术进军空调业
1989	空调	美的和香港兴伟制冷厂、香港西达公司合资成立顺得美威空调设备厂，扩张空调产能
1992	电机	成立威灵控股进入电机领域
1994	电饭煲	同日本三洋合作成立电饭煲公司，引入模糊逻辑电脑电饭煲项目
1995	压缩机	同美芝合资生产压缩机
1999	商用空调、微波炉、饮水机	同东芝、三洋合作，生产商用空调、微波炉、饮水机
2000	洗碗机	同意大利梅洛尼合作，生产洗碗机
2001	微波炉	同三洋合作生产磁控管、变压器，进入微波炉领域
2003	汽车	收购客车企业，进入汽车业
2004	冰箱	收购华凌 42.4% 股份，成为第一大股东，获得华凌 80 万台冰箱产能
2004	洗衣机、冰箱	收购荣事达 50.5% 股份，2008 年实现全资控股，获得荣事达洗衣机与冰箱产能
2005	吸尘器	收购江苏春华，进入吸尘器领域
2005	照明电器	成立美的照明
2008	洗衣机	收购小天鹅，扩充洗衣机产能，优化白电布局
2010	照明电器	并购贵雅照明为美智光电
2011	空调	收购拉美空调业务
2015	机器人	同日本安川电机合资机器人公司
2016	吸尘器	并购 Eureka，扩充吸尘器产能
2016	中央空调	收购意大利中央空调企业
2017	机器人	收购库卡机器人
2017	安全芯片	自主研发智慧家居安全芯片
2017	互联网服务	自主研发智慧家居大数据平台、物联网 WIFI
2018	洗衣机	美的发行 A 股换股吸收合并小天鹅
2018	电饭煲	美的集团与韩国酷晨成立合资公司

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司丰富的产品矩阵覆盖消费者的多样化需求。面向消费者，公司的产品主要可以分为大家电、小家电两大类，同时可以划分为起居、洗护、厨房、卫浴四大场景。除了空调、冰箱、洗衣机等主要品类之外，公司还覆盖了烟灶消等厨房大电、微波炉等厨房小电，以及吸尘器、扫地机器人等清洁小家电，为消费者提供了全面且具备良好竞争力的产品组合。公司拥有的全品类家电产品线使公司在家电行业内的产品竞争力和品牌力有所提升。

公司借助产业链一体化能力和自身品牌优势实现新品类扩张和份额提升。美的通过并购收购等方式打破新进入子行业的技术瓶颈，使其作为新进入者仍具备不落后至先发者的研发制造能力。与此同时，公司具备的包括关键部件与整机研发、制造和销售为一体的完整产业链，使公司在新品类产品的生产制造上具备规模效应，即使在新进入的子行业中仍可以凭借其较强的成本优势，快速抢夺市场份额；此外，公司作为家电行业龙头，借助其较强的品牌优势更有效地触达消费者，更易获得消费者的信任，进而提升公司在子行业的渗透率，成为强有力的市场竞争者。

表6: 公司丰富的产品矩阵覆盖消费者的多样化需求

场景	大家电	小家电
起居	 空调	 吸尘器
	 冰箱	 扫地机器人
洗护	 洗衣机	
厨房	 油烟机	 微波炉
		 电烤箱
		 面包机
	 燃气灶	 电磁炉
		 电火锅
		 电炖锅
	 洗碗机	 电热水壶
		 养生壶
		 破壁机
卫浴	 热水器	

资料来源：天猫旗舰店、开源证券研究所

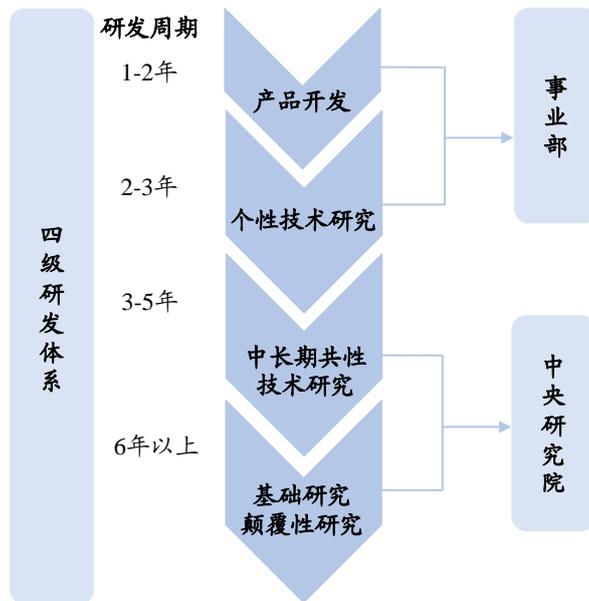
4.1.5、研发：坚持研发投入，具备持续领先的技术创新能力

公司的研发布局和多层级研发体系具备全球竞争力。

(1) 在研发布局上，美的集团在国内外设有 28 个研究中心，形成全球化的研发布局，建立研发产业优势。在国内，以顺德总部全球创新中心为核心，并筹建上海全球创新园区；在海外，公司研发中心分布于 10 个国家，以美国研发中心、德国研发中心、日本研发中心、意大利米兰设计中心为主，发挥其区域优势，对全球研发资源进行全面完善的整合。

(2) 在研发体系上，公司以“用户驱动+差异化技术驱动”的双驱动模式推动产品创新，使产品具备持续领先的竞争力。公司围绕产品领先战略，建立了“三个一代”的研发模式——“研究一代”、“储备一代”、“开发一代”；同时联动各大事业部研发部门构建四层架构式的研发体系——集团中央研究院开展基础性研究、颠覆性研究、中长期共性技术研究；事业部负责个性化技术研究、产品开发，为公司提供中长期技术储备及未来技术探索。

图54：公司构建四层架构式的研发体系，提供技术储备、技术探索



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司获得多项科技成果、科研奖项，专利“提质控量”颇具成效。公司 2019 年主动开展“房间空气调节器人体感知与交互关键技术研究及产业化”等 25 项科技成果，被权威认定为“国际领先”；公司的 12 个科研项目获得中国轻工业联合会科技进步奖等奖项；此外，公司 2019 年获得中国发明专利授权 2704 件，位居家电行业第一，国内外专利申请共 13525 件，海外专利申请数量同比增长超过 100%。公司的科技成果、科研奖项、专利水平等都反映了公司较为强劲的研发创新能力。

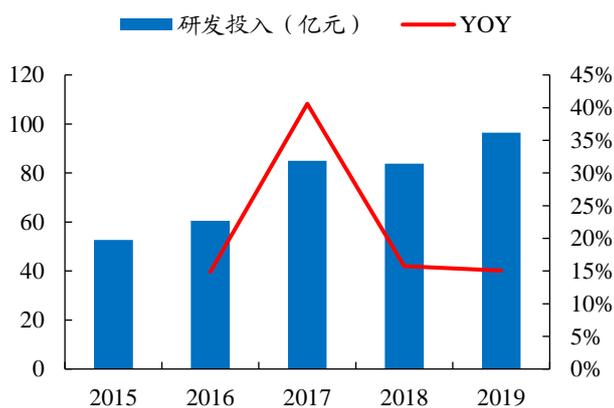
表7: 公司获得多项科技成果、科研奖项, 专利“提质控量”颇具成效

2019 年科技成果			科研奖项/专利奖项
房间空气调节器人体感知与交互关键技术研究及产业化	三管制热回收技术研究及其在多联机中的应用	直流无刷电机轴承电腐蚀抑制技术研究	中国轻工业联合会科技进步奖
适用于夏热冬冷地区的高季节能效热泵型房间空调器集成技术及应用	美的凡帝罗全驱快净滚筒洗衣机	基于用水行为自学习的高效节能技术在家用电热水器上的研究及应用	中国民营科技促进会科技进步奖
单片高集成智能功率模块的研究与应用	控制血糖升高的健康主食烹饪关键技术研究及产业化应用	电子恒温技术及其在家用电热水器上的应用研究	中国机械工业联合会科技进步奖
R290 房间空调器超高温工况关键技术研究与应用	精准膳食管理系统及其在智能家电中的应用研究	蒸烤烹饪产品排汽除雾减湿关键技术研究及应用	中国节能协会节能减排科技进步奖
多风感舒适型房间空调器关键技术研究及应用	电磁隔离技术在工频微波炉上的应用	吸尘器高速 BLDC 驱动技术及集成式主控器研究及应用	中国教育部科学进步奖及部分省级科技奖项
房间空调器智能清洁及新风换气关键技术研究及应用	微穿孔板消声技术在家电产品中的应用	微波烹饪菜品品质技术研究及应用	中国专利奖金奖 (“空调高频速冷热技术”)
高效水平对置变频离心压缩机技术研究及应用	智能洗衣机视觉感知及衣物洗涤的关键技术研究及应用	基于烘焙均匀性的小型化热风技术研究及应用	中国专利奖银奖 × 2
微流道冷媒散热变频技术研究及应用	智能烤箱食材感知和定向加热技术的研究及应用		中国专利奖优秀奖 × 15
面向中央空调大直径整体式轴流风机的研究与产业化应用	智能家电语音交互技术的研究与应用		第六届广东专利奖发明金奖 × 2

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

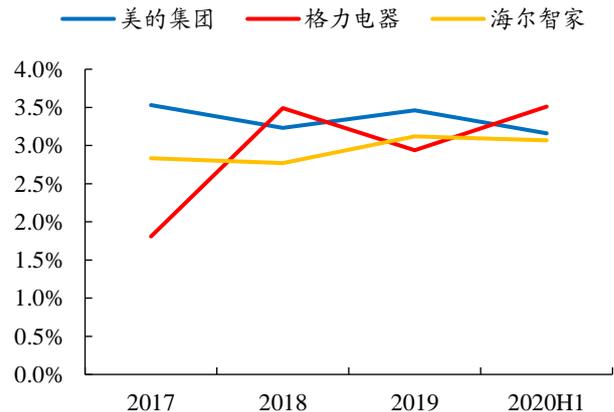
公司保持较高研发投入, 同业中具备较强研发竞争力。2015-2019 年, 公司持续保持较高研发投入, 由 52.63 亿元增长至 96.38 亿元 (+15.05%), CAGR 为 16.33%, 研发长期保持较高增速。此外, 公司的研发投入占营业收入之比长期处于同行业高位, 2017-2020H1, 公司研发投入占比基本保持在 3.3% 左右, 并具有较强的稳定性。

图55: 公司持续保持较高研发投入



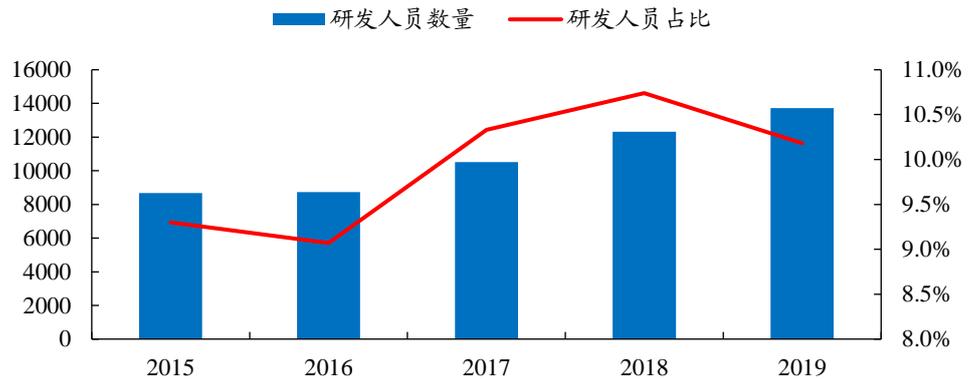
数据来源: Wind、开源证券研究所

图56: 公司研发投入占比长期处于同业高位



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司研发人员数量占比持续提升。2015-2019 年, 随着公司对研发技术创新的持续推进, 公司研发人员的数量也在持续提升, 由 8672 人增长至 13727 人, 占比由 9.30% 持续上升至 10.18%, 公司长期推进的技术型人才储备为公司保持持续领先的产品技术优势奠定了稳固基础。

图57: 公司研发人员数量占比持续提升


数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、未来增量: 新国标助力推动内销增长, 外销和机器人布局带来增量

4.2.1、内销: 空调新国标落地、家电下乡政策使公司受益

2019年版空调新能效等级标准于2020年7月1日实施, 有望加速低能效产品出清, 使龙头受益。中国国家标准化管理委员会颁布2019版空调新能效等级标准, 提升了相应等级的能效标准, 明确低能效、高耗电产品的淘汰时间表, 抬高了空调制造的门槛, 预计有超过45%的低能效空调面临淘汰, 将加速行业的洗牌。行业技术门槛的提高, 将促使行业摆脱低质低价的竞争环境, 使拥有较为突出的技术实力、较强变频产品优势的空调产业龙头受益。

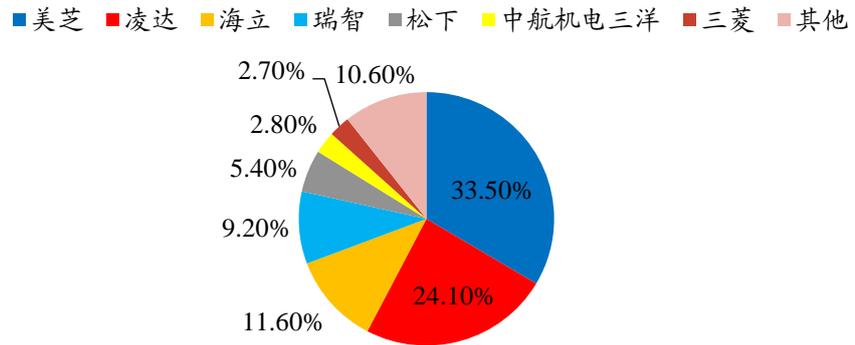
表8: 空调能效新国标于2020年7月1日实施, 能效标准提升

颁布时间	实施时间	主要内容
1989-12-25	1989-12-25	定频、能效限定值
2000-09-17	2001-04-01	定频、能效限定值 EER
2004-08-23	2005-03-01	定频、能效限定值 (5 个等级) EER
2008-02-18	2008-09-01	变频、能效限定值 (5 个等级) SEER
2010-02-26	2010-06-01	定频、能效限定值 (3 个等级) EER
2013-06-09	2013-10-01	变频、能效限定值 (3 个等级) SEER+APF
2019-12-31	2020-07-01	定频+变频、能效等级 (5 个等级) SEER+APF

资料来源: 中国国家标准化管理委员会、开源证券研究所

美的作为龙头品牌, 变频型号布局领先, 领先的技术投入和产业链一体化能力将放大其成本优势。由于我国空调行业中, 多数中小品牌主要依赖低价优势存在于低端市场, 产品结构偏向低能效。根据奥维云网数据, 2019年长尾品牌凭借低价策略使其市场份额合计约达到30%。随着新能效标准的落地, 成本上行将使长尾品牌被迫提价, 价差收窄, 原有低价优势被削弱, 而美的作为龙头在短期则可凭借其规模优势控制成本, 在长期凭借其较强的研发能力和产业一体化能力放大成本优势, 同时美的系美芝占据压缩机市场33.5%的市场份额, 具备较强的核心技术优势, 从而推动市场份额进一步向龙头品牌集中。

图58: 美芝（美的系）占据压缩机市场主要份额，具有较大核心技术优势



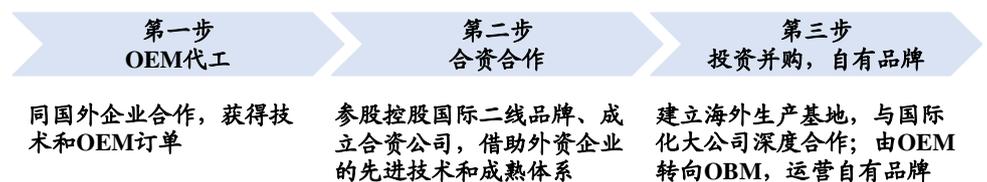
数据来源：产业在线、开源证券研究所

家电下乡推动白电周期更新，龙头企业受益。广州等国内各省陆续开启家电下乡行动，一方面有利于为白电企业刺激需求、打开市场，加快疫情后的家电消费复苏；另一方面，政府推行家电下乡、以旧换新、节能惠民等政策，同时注重品质升级，推广新型、智能产品，有利于促进白电的更新性消费。由于美的等龙头在新品类研发、产品品质升级等方面位居行业前列，政策的推行将加快低质品牌的出清，而使公司受益，进一步提升公司白电业务的业绩和渗透率。

4.2.2、外销：推进公司全球化进程，积极拓展海外业务

公司具备清晰完善的“三步走”海外开拓路径。(1) **第一步：OEM 代工。**公司同国外企业进行合作，以获得企业技术和 OEM 订单，在 OEM 代工环节，公司共和 18 家全球零售企业和世界十大知名品牌合作，推动公司规模快速增长；(2) **第二步：合资合作。**公司通过参股、成立合资公司等方式开拓海外市场，以外资企业的先进技术和成熟体系来降低海外扩张风险；(3) **第三步：投资并购，创建自有品牌。**公司在海外建立生产基地，创建运营自有品牌，由 OEM 逐渐转向 OBM；同时和国际大公司展开深度合作，使其海外布局更为完善。

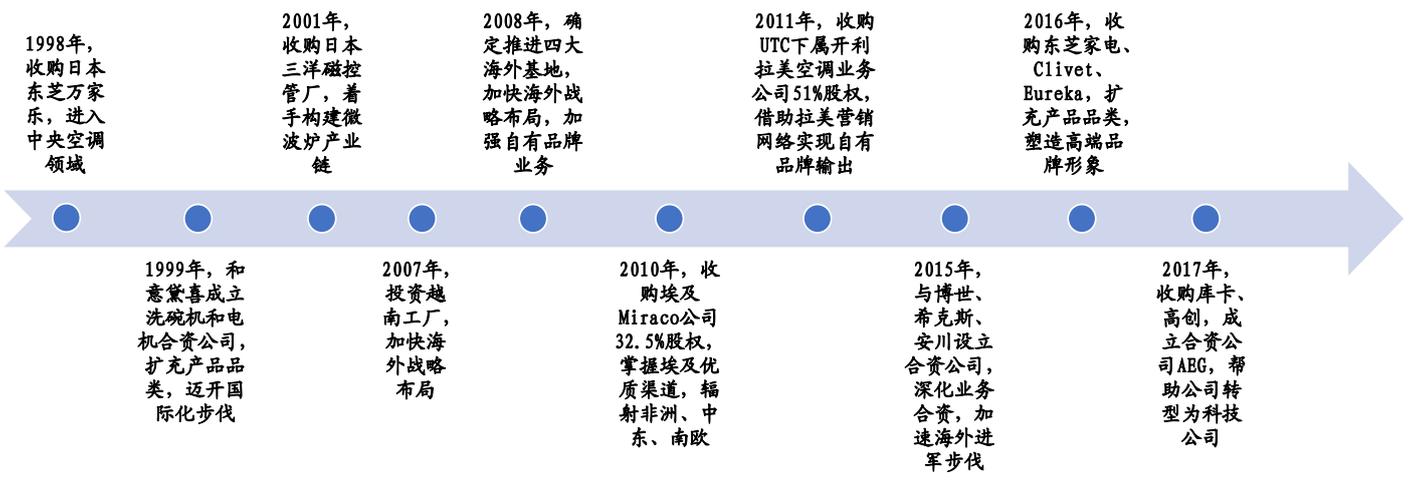
图59: 公司具备清晰的“三步走”海外开拓路径



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司自 1998 年收购日本东芝万家乐以来，不断通过投资收购、合作自建等方式推进海外业务拓展。1998 年至今，公司不断收购东芝、Miraco、Clivet、Eureka、库卡等品牌，并推进建立海外基地，以进军日本、非洲、欧洲等海外市场，有助于其借助海外本土品牌快速开辟渠道，提高公司在海外市场的渗透效率，降低扩张风险。

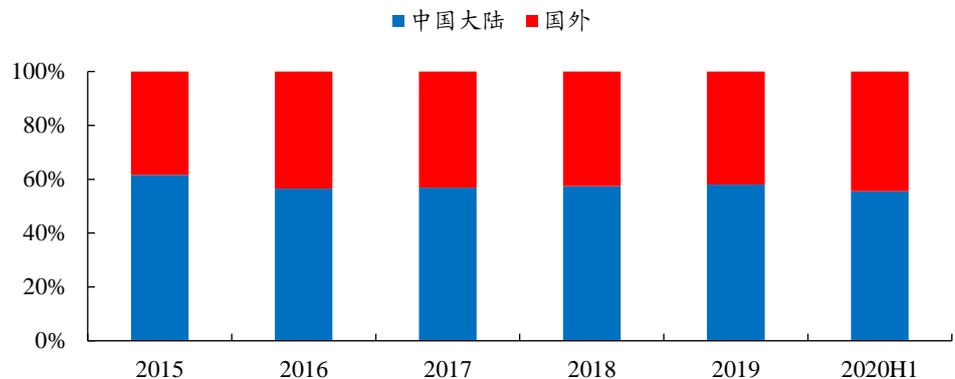
图60: 美的通过收购投资等举措推进海外扩张之路



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司的海外扩张推动外销占比提升。随着公司海外扩张进程的逐步推进, 2015-2019年, 公司外销占比由38.44%上升至41.78%, 2020H1继续增长至44.46%。与此同时, 在白电领域, 公司的空调、洗衣机业务全球市场份额均超过10%, 位列世界前三。公司稳健的海外业务扩张优化了公司的营收结构, 推进全球化进程有利于规避单一市场的风险, 同时新兴市场可以为公司业绩带来新的增长点。

图61: 公司的海外扩张推动外销占比逐年提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

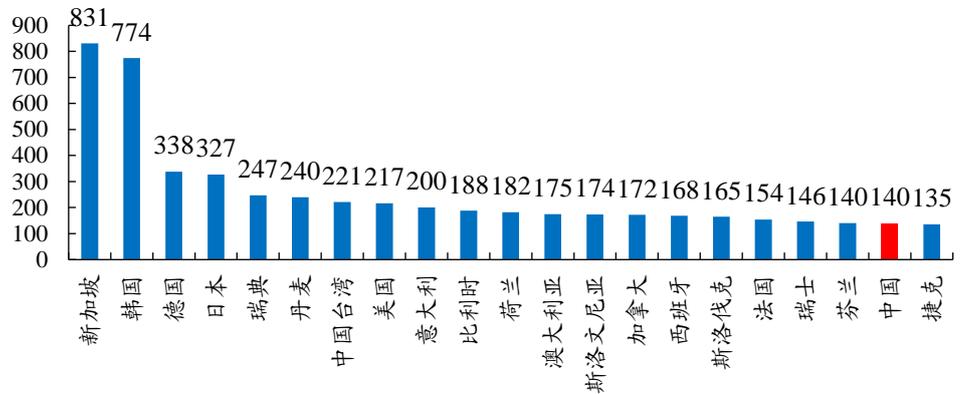
4.2.3、亮点: 公司收购库卡, 布局机器人产业

公司收购库卡, 着力布局机器人产业。2017年, 公司通过现金37.1亿欧元, 收购库卡81%的股权, 合计持有库卡集团3760.6万股, 占库卡总股本94.6%。库卡是全球领先的机器人及自动化生产设备和解决方案的供应商, 涉及汽车、物流、医疗、能源等多个领域, 公司收购库卡是融合“双智”战略, 深入布局机器人产业的重要举措, 在战略上具有重要意义。

我国机器人行业仍具备较大成长空间和发展前景。根据IFR数据, 新加坡机器人密度达831台/万人, 位居全球第一, 而我国机器人密度为140台/万人, 与世界先进水平仍有较大差距, 同时我国机器人密度同比增速达30%, 具有较强的发展潜力。因此, 随着制造业的柔性制造、产业的自动化趋势、新兴市场的出现, 工业机器人

的应用领域将不断拓展。美的集团在机器人产业的领先布局迎合了未来该行业的趋势，为公司带来潜在的未来业绩增长点。

图62: 我国机器人密度为 140 台/万人，仍有较大成长空间

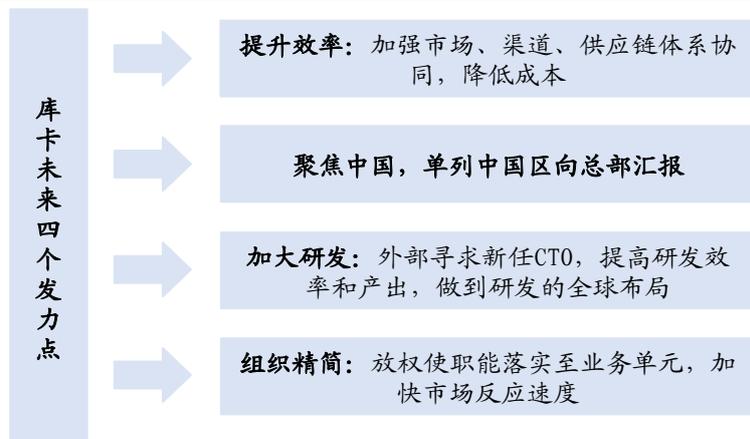


数据来源: IFR、开源证券研究所 (2018 年, 机器人密度单位: 台/万人)

公司收购库卡短期业绩承压主要系前期投入和疫情冲击。公司自 2017 年收购库卡以来，短期经营情况不及预期，主要原因为：(1) 公司的机器人业务在中国市场中尚处于前期投入阶段，仍需持续的投入研发和智能化改造升级，这些并非一蹴而就的业务使库卡带来的红利效果有所滞后，其为公司带来的增量并未呈现至短期的业绩表现中。(2) 2020 年疫情的冲击使全球经济陆续停摆，库卡部分客户暂时关闭工厂致使其主要业务显著下滑；但从中长期看，随着疫情形势的逐步好转，工业机器人和自动化的需求也会进一步增加，因疫情延后的相关投资活动也将恢复。

未来库卡将聚焦中国，将其作为未来提升经营表现的四个重要发力点之一。库卡 2018 年年报中公布了未来提升经营表现的四个发力点，其中一点为：聚焦中国，单列中国区向总部汇报。2019 年，成立库卡中国事业部，涵盖机器人、柔性系统、工业自动化、智能物流自动化以及智能医疗自动化等业务；同时在顺德科技园投产工业机器人产线。通过美的集团的后续整合和库卡对中国市场的重视，未来发挥协同作用，提升机器人业务的经营业绩指日可待。

图63: 库卡未来将聚焦中国市场，作为其未来重要发力点之一



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

(1) 随着白电行业规模继续扩大，以及产品的结构性升级，龙头公司市占率稳定，地位较为稳固，有望持续受益。

(2) 公司在内销上受益于新国标的落地、家电下乡的政策，在外销上进行全球化布局、积极拓展海外业务；另外，公司收购的库卡机器人业务布局较早，短期看由于前期投入以及疫情影响等因素业绩承压，但未来业绩有望改善，机器人行业空间较大。预计公司 2020-2022 年毛利率分别为 29.2%，29.8%，30.3%，整体费用率水平保持稳定。

5.2、盈利预测与估值

美的集团是国内白电行业的龙头公司之一。我们认为，随着整体白电行业规模的不断扩大以及行业内产品结构的升级迭代，公司作为白电龙头有望继续受益。另外，公司在内销方面受益于新国标落地和家电下乡政策，在外销方面积极拓展海外业务，并前瞻性布局机器人业务，未来空间较大。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 249.96/291.66/333.97 亿元，对应 EPS 为 3.56/4.15/4.76 元，当前股价对应 PE 为 20.8/17.8/15.6 倍。相对于可比家电公司海尔智家、格力电器，美的集团因数字化转型及多元化业务布局方面具有优势，给予一定的估值溢价。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：可比家电公司估值情况

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
600690.SH	海尔智家	22.80	9.66	-7.77	17.10	15.16	18.24	19.83	16.89	14.71
000651.SZ	格力电器	55.82	-5.7	-16.9	23.4	12.8	13.58	16.37	13.26	11.75
	A 股平均						15.91	18.10	15.07	13.23
000333.SZ	美的集团	73.98	19.7	3.2	16.7	14.5	21.5	20.8	17.8	15.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/10/12，除格力电器、美的集团外，其他公司使用 Wind 一致预期预测数据。）

6、风险提示

(1) **疫情反复风险**：受 2020 年初疫情影响，国内外消费生产在短期内都受到一定影响，线下客流量短期内减少，同时海外疫情加剧对公司外销业务造成一定冲击。若未来疫情反复或持续较长时间，或对公司未来经营发展造成冲击。

(2) **上游原材料价格波动风险**：公司消费电器和核心部件产品的主要原材料为各等级的铜材、钢材、铝材、塑料等，若未来原材料价格出现较大增长，而公司精益生产与效率提升带来的成本下降和终端销售价格无法完全消化成本波动影响，将对公司经营业绩造成冲击。

(3) 行业竞争加剧风险: 若未来家电行业竞争加剧, 价格战等竞争手段或对公司经营业绩带来一定影响。

(4) 海外市场拓展不及预期: 国际化和全球化运营是公司的长期战略, 公司也在不断开拓海外市场, 若未来由于贸易摩擦、关税壁垒等政治因素或公司全球资源整合和协同效应不及预期, 或对公司的海外市场规划和业务拓展带来挑战。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	182689	216483	225280	258114	269021
现金	27888	70917	72154	98794	102423
应收票据及应收账款	31946	23432	32777	29672	38897
其他应收款	2971	2713	3057	3353	3685
预付账款	2216	2246	2283	2749	2776
存货	29645	32443	30278	38815	36509
其他流动资产	88022	84731	84731	84731	84731
非流动资产	81012	85473	86661	90540	93322
长期投资	2713	2791	3201	3653	4122
固定资产	22437	21665	20199	21280	21761
无形资产	16187	15484	17000	18861	20467
其他非流动资产	39675	45533	46261	46746	46973
资产总计	263701	301955	311941	348654	362342
流动负债	130231	144318	146767	168574	164004
短期借款	870	5702	5702	5702	5702
应付票据及应付账款	60227	66427	61518	79425	74228
其他流动负债	69134	72189	79547	83447	84074
非流动负债	41016	50141	42096	34916	27170
长期借款	32091	41298	33253	26074	18328
其他非流动负债	8924	8842	8842	8842	8842
负债合计	171247	194459	188863	203490	191174
少数股东权益	9382	5827	7517	9398	11451
股本	6663	6972	7023	7023	7023
资本公积	18451	19640	19640	19640	19640
留存收益	63841	79161	93935	111072	130706
归属母公司股东权益	83072	101669	115561	135766	159717
负债和股东权益	263701	301955	311941	348654	362342

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	27861	38590	14656	45415	22160
净利润	21650	25277	26686	31048	35450
折旧摊销	0	0	3425	3834	4382
财务费用	-1823	-2232	-2283	-3637	-4614
投资损失	-907	-164	-1047	-987	-776
营运资金变动	1282	11800	-11964	15329	-12061
其他经营现金流	7659	3909	-161	-172	-221
投资活动现金流	-18642	-23108	-3406	-6554	-6166
资本支出	5612	3452	778	3427	2313
长期投资	-15002	-23605	-410	-479	-468
其他投资现金流	-28033	-43261	-3038	-3606	-4321
筹资活动现金流	-13387	-3274	-10012	-12221	-12365
短期借款	-1714	4831	0	0	0
长期借款	-5448	9207	-8045	-7180	-7746
普通股增加	102	309	51	0	0
资本公积增加	2540	1189	0	0	0
其他筹资现金流	-8867	-18810	-2019	-5041	-4619
现金净增加额	-3879	12489	1237	26640	3629

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	259665	278216	282389	313734	344480
营业成本	188165	197914	199932	220242	240103
营业税金及附加	1618	1721	1770	1927	2138
营业费用	31086	34611	34169	38589	42716
管理费用	9572	9531	9319	10667	11712
研发费用	8377	9638	9601	10667	11712
财务费用	-1823	-2232	-2283	-3637	-4614
资产减值损失	448	-872	0	0	0
其他收益	1317	1195	0	0	0
公允价值变动收益	-810	1361	161	172	221
投资净收益	907	164	1047	987	776
资产处置收益	-35	-131	0	0	0
营业利润	25564	29683	31089	36439	41711
营业外收入	435	613	834	587	617
营业外支出	226	367	293	282	292
利润总额	25773	29929	31629	36744	42036
所得税	4123	4652	4944	5696	6586
净利润	21650	25277	26686	31048	35450
少数股东损益	1420	1066	1690	1881	2053
归母净利润	20231	24211	24996	29166	33397
EBITDA	27107	30873	34484	39338	44478
EPS(元)	2.88	3.45	3.56	4.15	4.76

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	7.9	7.1	1.5	11.1	9.8
营业利润(%)	18.2	16.1	4.7	17.2	14.5
归属于母公司净利润(%)	17.1	19.7	3.2	16.7	14.5
获利能力					
毛利率(%)	27.5	28.9	29.2	29.8	30.3
净利率(%)	7.8	8.7	8.9	9.3	9.7
ROE(%)	23.4	23.5	21.7	21.4	20.7
ROIC(%)	17.9	16.9	15.7	16.7	17.2
偿债能力					
资产负债率(%)	64.9	64.4	60.5	58.4	52.8
净负债比率(%)	17.8	-17.2	-17.0	-37.5	-38.4
流动比率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6
速动比率	0.5	0.7	0.7	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	8.6	10.0	10.0	10.0	10.0
应付账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.88	3.45	3.56	4.15	4.76
每股经营现金流(最新摊薄)	3.97	5.49	2.09	6.47	3.16
每股净资产(最新摊薄)	11.83	14.48	16.45	19.32	22.73
估值比率					
P/E	25.7	21.5	20.8	17.8	15.6
P/B	6.3	5.1	4.5	3.8	3.3
EV/EBITDA	20.1	16.4	14.6	12.0	10.4

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

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

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，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