

从渠道演化历史看美的： 因势而变，龙头亦舞

美的的发展史也是一部渠道进化的历史。从渠道的视角看，美的的发展历程可分为三个阶段：一是 2005 年以前，行业从导入期向发展期过渡，从产品供不应求到价格战频发。此时美的采用代理制渠道模式，链条为“美的集团—>一级代理—>二级代理—>零售商—>顾客”，收入从 92 年的 5 亿发展到 05 年的 213 亿，业绩高速增长的同时波动率较高。

二是 2005 年至 2011 年，行业从发展期向成熟期过渡，苏宁、国美等连锁卖场强势崛起。出于风险和自主性考虑，美的开始构建地方销售公司体制，渠道链条转变为“制冷/日电集团总公司的营销总部—合资公司—经销商”，更加扁平，更为敏捷。美的电器营业收入从 09 年的 473 亿跃升至 11 年的 931 亿，GAGR 为 28%，业绩高速增长的同时波动率降低。日电集团效仿制冷集团改革后，销售额快速增长，专卖店网络在三四级市场强势渗透。但改革配套措施不足，区域营销公司很快出现亏损，此时美的在经历阵痛后很快对渠道进行再调整，显示出公司“迅速应变”的优良的基因。

三是 2012 年至今，行业步入成熟期，增速放缓，寡头垄断的市场格局愈发清晰，电商等新的消费趋势出现。渠道部分回归代理制，理念上从强调收入规模到注重利润创造转变。并在网点数量实现一、二级市场全覆盖，三、四级市场覆盖率达到 95% 以上后，美的开始着手改造渠道形态和渠道流程再造：1) 线上开拓电商渠道，2) 线下铺设旗舰店，3) “T+3” 模式变革。集团的利润增速开始超过收入增速，利润从 33 亿到 202 亿，GAGR 为 36%，是收入增速的两倍；盈利能力显著改善，净利率从 6% 升至 8% 以上一度高达 10%；总体业绩呈平稳向上趋势。

梳理这一历史，我们发现中间虽有挫折和反复，但美的渠道变革的方向并没有改变，一直在往触达更广泛的消费者，更扁平的渠道结构，更敏捷的市场反应的方向努力。前期依靠大量铺设网点，触达更多消费者获得规模优势，后期变革渠道形态，提高周转和效率从而降低成本，构建综合渠道优势。

投资建议： 本文从渠道变革的角度再看美的，我们认为美的具备应对市场变化快速响应的能力，拥有良好的迅速决策，高效执行的优良基因传统，看好公司当前渠道模式在低线城市需求爆发趋势下的适应能力。我们预计公司 2019-2020 年营业收入为 2834 亿、3133 亿，同比增长 8.2%、10.6%，净利润为 235 亿、270 亿，同比增长 16.1%、14.9%，对应 PE16、14 倍，维持“买入”评级

风险提示： 行业竞争加剧，下游渠道商议价权提高。

请参阅最后一页的重要声明

美的集团 (000333)

维持

买入

陈伟奇

chenweiqi@csc.com.cn

010-85156473

执业证书编号：S1440518100004

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

发布日期：2019 年 09 月 16 日

当前股价：54.1 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	7.83/-2.8	6.98/-5.62	37.8/12.94
12 月最高/最低价 (元)			56.35/34.1
总股本 (万股)			693,890.3
流通 A 股 (万股)			680,181.29
总市值 (亿元)			3,753.95
流通市值 (亿元)			3,679.78
近 3 月日均成交量 (万)			2,610.83
主要股东			
美的控股有限公司			31.87%

股价表现



相关研究报告

- 19.09.02 【中信建投家电】美的集团 (000333):T+3 高效运营红利显现，家电龙头 H1 业绩靓丽
- 19.06.10 【中信建投家电】家电渠道全景：传统渠道夯基础，电商布局已成熟，新零售正绽放
- 19.05.29 【中信建投家电】家电渠道“新零售”变革影响几何？——整体冲击可控，低线品牌格局重构

目录

一、股权结构多元，治理水平较高	2
二、美的上市以来的业绩变迁：从收入创造到利润创造	2
三、从渠道视角看美的发展：顺势而为，因势而变	5
（一）2005 年以前：依托代理，行销天下	5
（二）2005—2011 年：体制改革，加强控制	5
1. 改革背景：渠道费用高增、“格力国美”分手事件为标志	5
2. 改革措施：建立地方营销公司体制	5
3. 改革成效：收入高速增长	8
（三）2011—2012 年：调档换速，精兵简政	10
1. 改革背景：行业低迷，亏损出现	10
2. 改革措施：冰洗分家，日电重回代理制	10
3. 改革效果：重拾增长，效率提升	11
（四）复盘：过快变化的渠道带来风险，亦彰显公司迅速应变的优良基因	13
（五）2013 年一至今：渠道形态变革与流程再造	14
1. 改革背景：传统网点覆盖率较高，新消费趋势出现	14
2. 改革措施：变革渠道形态，再造渠道流程	14
3. 改革成效：电商成支柱，效率再提升	17
四、总结：从渠道角度再看美的，因势而变，龙头亦舞	19
五、投资建议	20
六、风险提示	20

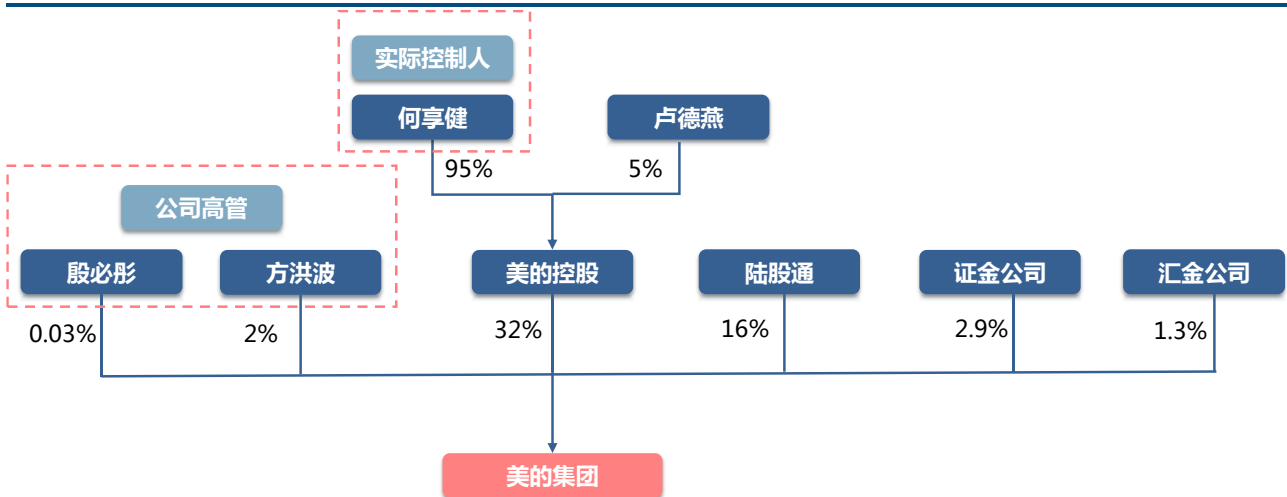
图表目录

图表 1: 美的集团股权结构	2
图表 2: 美的集团历年营业收入	3
图表 3: 美的集团历年净利润	4
图表 4: 美的集团历年盈利能力	4
图表 5: 2008 年上半年营销分公司设立	6
图表 6: 分公司治理架构	7
图表 7: 渠道变革前后渠道反应链条	8
图表 8: 新渠道架构下营收快速增长	9
图表 9: 毛利率、销售费用率下降, 净利率抬升	9
图表 10: 员工数量激增、人均创收下降	9
图表 11: 代理商回归, 冰洗分灶	10
图表 12: “集团—事业部”两级架构	11
图表 13: 2013Q1 收入利润开始恢复	12
图表 14: 2011Q3 后盈利能力增强	12
图表 15: 2011Q4 后库存下降, 周转提升	12
图表 16: 2012Q2 后应收账款周转提升	12
图表 17: 人均创收/创利稳步提升	13
图表 18: 2011 年后空冰洗增速迅速下滑	14
图表 19: 美的集团渠道全景	16
图表 20: 美的“T+3”模式示意图	16
图表 21: T+3”变革前后的库存分布	17
图表 22: 电商收入快速增长、占比提升	18
图表 23: 多个品类线上份额领先	18
图表 24: 小天鹅在产品、材料库存下降	18
图表 25: 小天鹅销量增长, 市占率提升	18
图表 26: 小天鹅盈利能力增强	19
图表 27: 美的集团盈利能力增强	19
图表 28: 美的集团 2019-2021 年要财务指标预测 (单位: 百万元)	20

一、股权结构多元，治理水平较高

美的集团股权结构清晰，实际控制人何享健间接持有公司 30.82% 的股权，集团自 2014 年以来实施了 9 轮股权激励计划，将公司利益与员工利益绑定，公司高管方洪波、殷必彤分别持股 2%、0.03%。海外资金对公司较为偏好，陆股通渠道资金近年持股比例持续上升，从 18 年的 9.87% 上升至当前的 16.23%，此外证金、汇金公司亦长期持有公司股份。整体而言，公司股权结构稳定，持股多元化且有较高的治理水平。

图表1：美的集团股权结构



资料来源:公司公告、中信建投证券研究发展部

二、美的上市以来的业绩变迁：从收入创造到利润创造

美的 1968 年成立于广东顺德，是一家消费电器、暖通空调、机器人与自动化系统、智能供应链（物流）的科技集团，提供多元化的产品种类与服务，包括以厨房家电、冰箱、洗衣机、及各类小家电为核心的消费电器业务；以家用空调、中央空调、供暖及通风系统为核心的暖通空调业务；以库卡集团、美的机器人公司等为核心的机器人及自动化系统业务；以安得智联为集成解决方案服务平台的智能供应链业务。

美的的空调业务始于 1985 年成立的“美的空调设备厂”，1992 年完成股份制改造，成立美的集团股份有限公司，1993 年，美的电器股票在深圳证券交易所挂牌上市。上市以来，美的的业绩主要经历三个阶段：

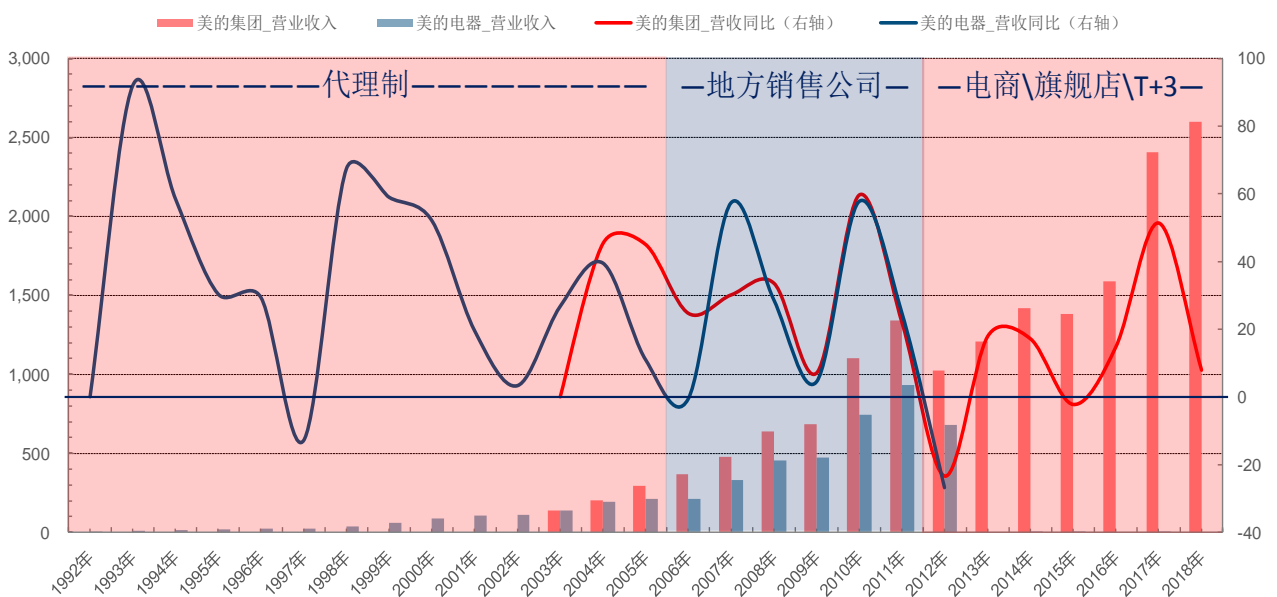
第一阶段，1992—2005 年，行业从导入期到发展期过渡，从供不应求到价格战频发。以渠道视角看，此时美的依靠代理商进行渠道拓展和产品推广。这一阶段期间，美的电器营业收入从 5 亿增长到 213 亿，GAGR 为 33.73%；净利润从 0.96 亿到 3.82 亿，GAGR 为 11.20%，低于收入增长；毛利率从 93 年的 35.7% 降至 2005 年的 18.4%，净利率从 93 年的 15.4% 降至 02 年的 3.0%。总体业绩波动率较高。

第二阶段，2006—2011 年，行业从发展期到成熟期过渡，中小弱厂商逐渐退出市场，市场格局向寡头垄断过渡。以渠道视角看，此时美的开始自建渠道，开拓更多销售通路，进行销售公司体制改革，增强渠道掌控力。这一阶段期间，美的集团营业收入从 368 亿增长到 1340 亿，GAGR 为 29.49%；净利润从 6.76 亿增长到 34.73 亿，GAGR 为 38.72%，高于收入增长；毛利率主要在 18%—19% 区间内波动，净利率主要在 4%—5% 区间波动。总体业

绩波动率降低。

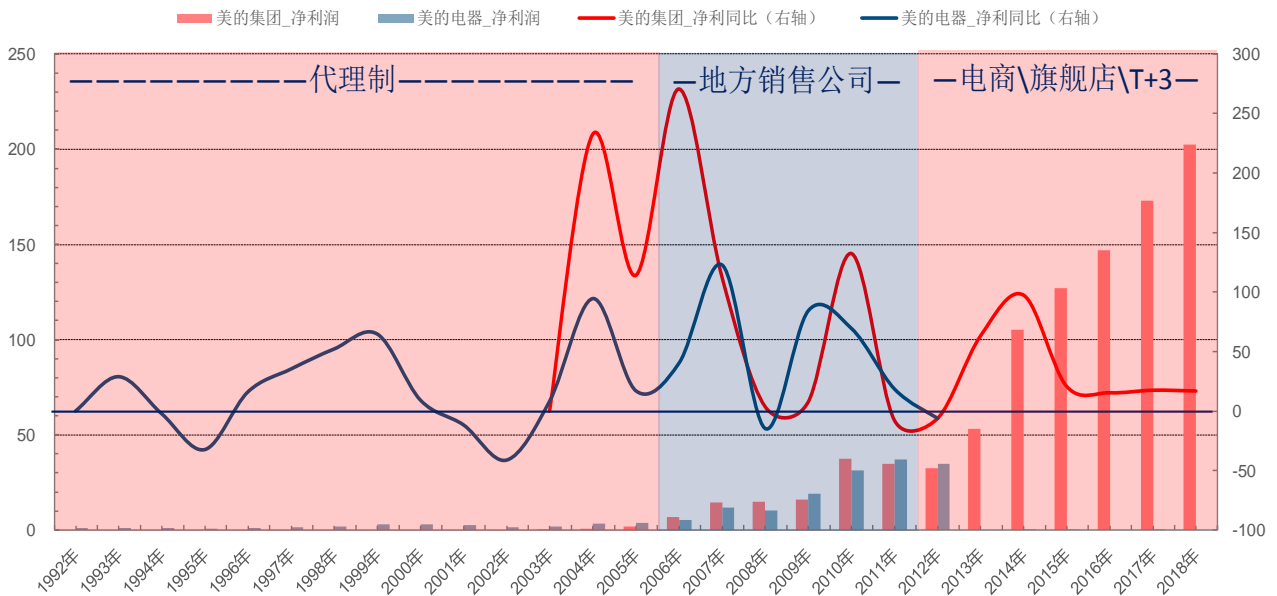
第三阶段，2012—2018年，行业步入成熟期，市场寡头垄断格局愈发清晰。以渠道视角看，此时美的渠道体制经历阵痛后再调整，部分回归代理制，并在网点覆盖面足够后，着手改造渠道形态和流程再造。这一阶段期间，美的集团营业收入1210亿到2559亿，GAGR为16.50%；净利润从32.59亿增长至202.31亿，GAGR为35.57%，是收入增速的两倍；毛利率从22.6%逐步提高大27.5%，净利率从6%升至8%以上一度高达10%，盈利能力显著改善。总体业绩呈平稳向上趋势。

图表2：美的集团历年营业收入



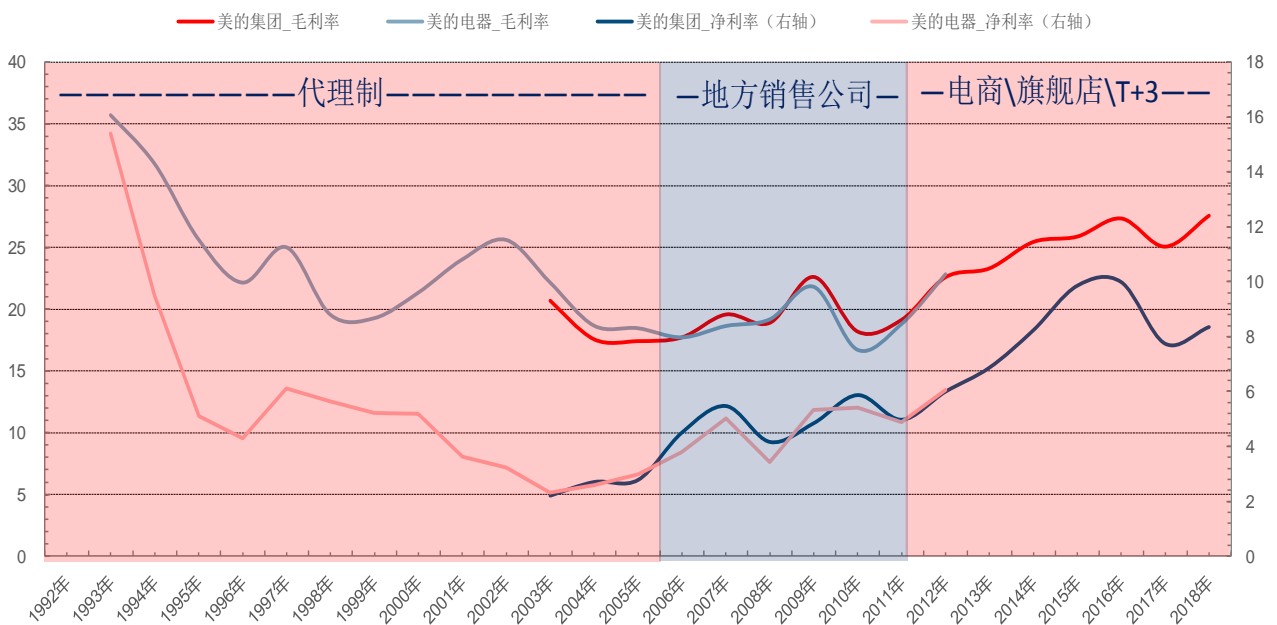
资料来源：Wind、中信建投证券研究发展部

图表3：美的集团历年净利润



资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

图表4：美的集团历年盈利能力



资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

三、从渠道视角看美的发展：顺势而为，因势而变

（一）2005 年以前：依托代理，行销天下

在 2005 年以前，美的集团采取“美的集团—>一级代理—>二级代理—>零售商—>顾客”的渠道策略。公司以一级代理商为主体，将产品以卖断形式销售给一级代理商，通过一级代理商及其分销商覆盖 KA（如国美、苏宁）、专卖店、传统以及网络等销售渠道。美的集团仅与一级代理商存在经销关系，并不直接覆盖其他销售渠道，在与一级代理商合作过程中，美的集团提供必要的广告投放、推广策略等，其他销售安排均由一级代理商负责，如分销渠道选择、终端制作费、促销费、物流和仓储费等。

代理商在美的集团的渠道中占据了极为重要的作用，美的集团依托代理商建立自有渠道。由于美的的销售活动灵活，代理商拥有极大的利润空间，自有渠道也得到了良好发展，为美的发展起到极为关键的作用。

（二）2005—2011 年：体制改革，加强控制

1. 改革背景：渠道费用高增、“格力国美“分手事件为标志

1) 市场竞争恶化，原有渠道费用高增。2005 冷年，空调市场竞争恶化，国内市场销量下降，国内空调总销售 2694 万台，比 2004 年减少近 2 万台。但与此同时，家电连锁卖场消耗的营销费用却继续大幅增加。2005 年上半年，国美的门店数量从去年 162 家增长到 309 家，增幅为 91%，但销售收入只增长 32%，永乐的门店数量从 04 年同期 74 家增长到 135 家、增长 82%的同时，销售收入也只增长 43%，苏宁营业费用同比翻一倍。家电连锁高速圈地，单店效益却普遍下滑，高增的费用转嫁给了厂商，但销售收入未能同步增长，厂商利益被削弱。

2) “格力国美分手事件”后，分散渠道风险的考虑。2004 年，国美将格力的空调大幅降价销售去库存，破坏了格力在市场中一向统一的、稳定的价格体系，直接导致了两者合作破裂。此事过后，美的等家电厂商对开拓多元化渠道，增强渠道掌控力方面开始着手推进。

2. 改革措施：建立地方营销公司体制

美的制冷集团（美的电器）：

美的渠道变革始于家用空调产品，2005 年美的开始了空调营销改革试水，由广东美的制冷设备公司与代理商合作成立了三家控股销售合资公司，分别是中山美的空调销售公司、浙江美的空调销售公司和上海美的空调销售公司，其中美的占股 51%。

2006 年，美的制冷集团扩大合资公司的范围，开始推动各地营销中心实体化运作，在北京、上海、杭州、重庆、长沙、芜湖等地试点与经销商合资成立 8 家空调销售公司，在有效监控之下，销售业务权力充分下放到试点的销售公司。销售业务权下放，使企业可以快速响应市场需求，使美的空调在国内市场份额不断提升。

2007 年，美的家用空调事业部进一步推动各地分公司与代理商成立合资公司。如美的空调浙江销售分公司与代理商杭州百诚集团共同成立了美的浙江杭嘉湖销售公司，负责杭州、嘉兴、湖州三个地区的销售代理。公司组建后，大部分原来分公司的职业经理人变身成为合资公司的股东，原二级代理商得以打掉中间环节，开始直

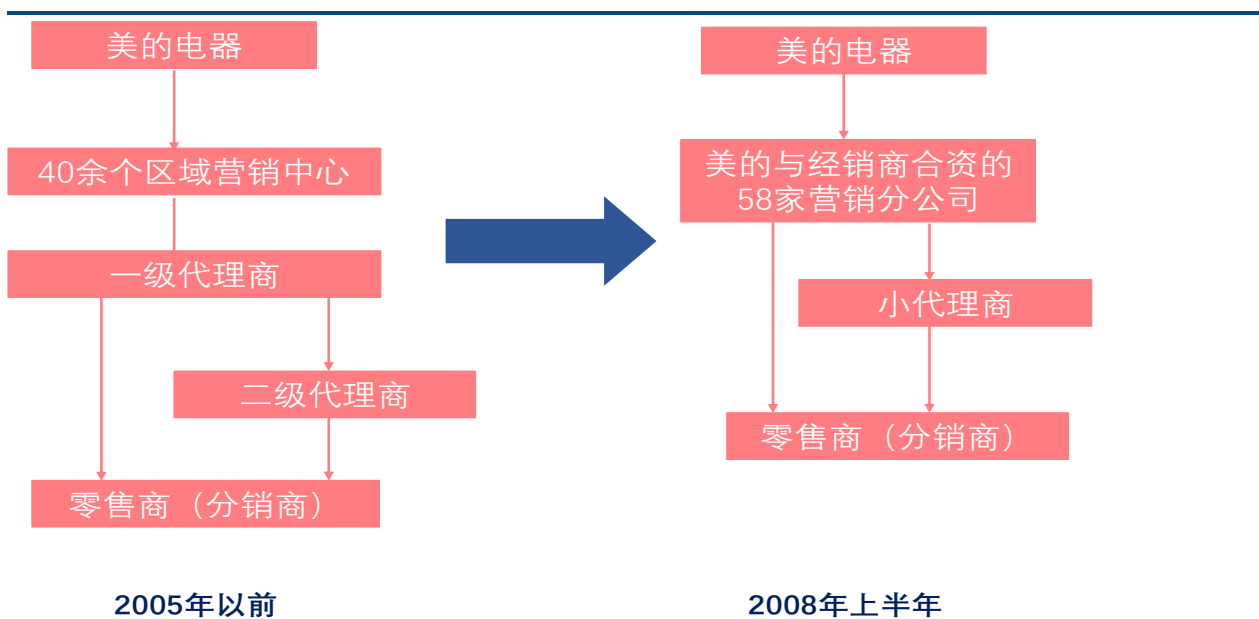
接从厂家合作。

营销分公司的股权关系上，美的从变革之初的控股、参股到最后逐步退出。如 2009 年注销中山市美的空调销售有限公司，出售控股子公司成都市美的空调销售有限公司、云南美的空调销售有限公司、汕头市美的空调销售有限公司等。

改革后的最终形态是，营销分公司由美的空调经销商与美的分公司管理团队合资成立。美的制冷集团不投资，也不占股，合资销售分公司与总部完全变成市场关系，实现销售渠道社会化。对于营销分公司，美的输出其品牌、管理、政策支持等资源，同时在一段时间内承诺，如果区域销售公司产生亏损，美的将予以补贴。

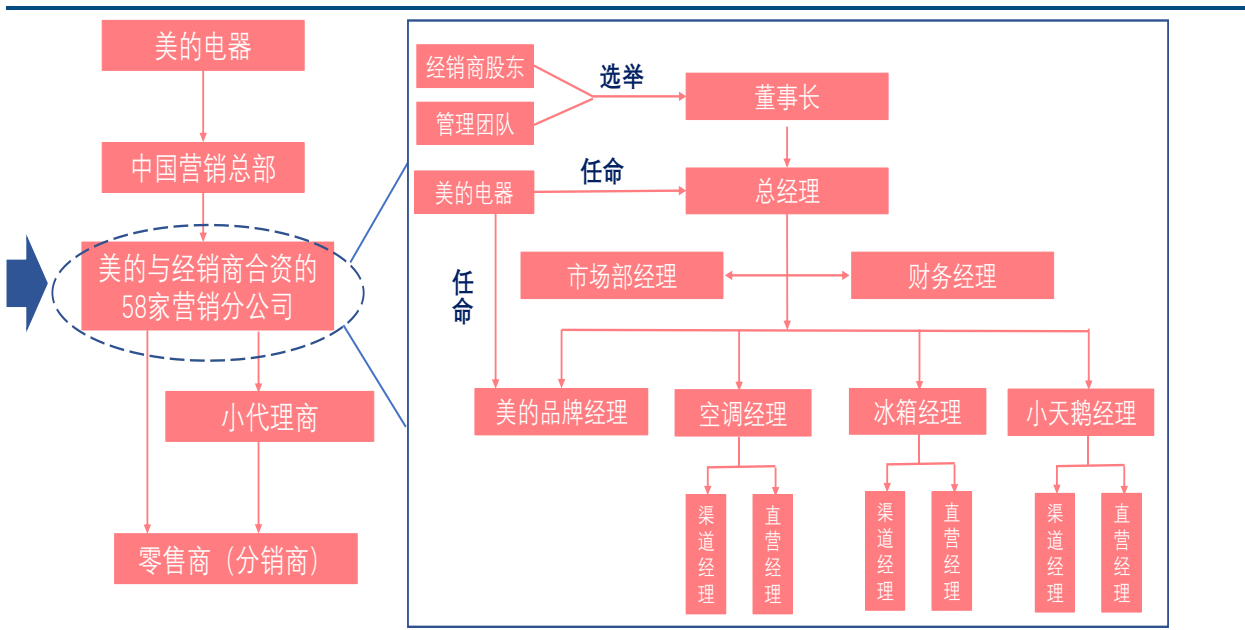
改革后营销分公司的治理架构：1) 公司董事长由股东选出，负责监督公司运营及对外关系沟通，一般为代理商担任；2) 总理由美的派驻，对董事长及美的电器负责，管理市场部经理、财务经理、品牌经理，对整个企业的内部运作负责，但在实际运作中代理商经销商股东的话语权较弱，运营工作主要由美的派驻的总经理决策；3) 品牌经理对总经理和美的电器负责，进行人员管理、网络开发、活动策划、产品规划等，由美的电器任命，总经理有否决权。产品线负责销售公司提供店内美的产品专柜的装修，提供整体门店设计，并承担房租。美的电器要求销售公司货物库存较大，每月制定促销政策及提货奖励，要求经销商从销售公司提货；4) 市场部经理对总经理负责，由总经理任命。销售公司市场部协助品牌经理来制定市场整体推广计划，从事广告促销宣传的选材、活动计划和实施等工作；5) 销售公司提供专柜促销员，负责销售人员的招聘、培训和管理；销售公司招聘销售人员运转，并利用当地代理商人员进行终端促销，经销商一般只需配合工作；6) 销售公司建立的售后服务网络，以承担安装和售后服务工作，销售公司自行规定市场价格，对于违反规定价格的行为加以制止，但不同销售公司间价格有可能不同。整体上，这一阶段销售公司的经营职权和产品定价权仍牢牢把握于美的手中，经销商和代理商更多是以参股方式和美的形成利益绑定。

图表5： 2008 年上半年营销分公司设立



资料来源：中信建投证券研究发展部

图表6： 分公司治理架构



资料来源：中信建投证券研究发展部

2009年，美的制冷集团进一步推动营销模式变革，继对各地销售公司实体化变革后，对总部资源进一步整合。制冷家电集团以家用空调国内事业部营销公司为平台，整合制冷集团市场部国内市场及冰箱事业部国内营销等非业务管理职能，成立中国营销总部，负责空调和冰箱市场销售，实现统一管理内销市场。各区域市场冰箱业务统管机构也并至当地美的空调销售公司，搭建起统一的销售平台。原美的空调销售公司也更名为“美的制冷家电销售公司”。

美的日电集团：

2007年，美的小家电河南北部试行组建合资销售公司，引入了四家当地主要的代理商参股。

2008年，美的小家电在汕头与当地代理商成立合资营销公司。合资公司中，代理商和美的小家电参股比例先是8:2，引入职业经理人后将调整为代理商8成、美的小家电1成、合资公司管理层1成。

2009年，美的日电集团全面推行渠道变革。在原来各品类的代理商体系上产生各自的营销公司，衍生出了大量的营销公司。

2010年，美的日用家电集团对旗下的五大事业部的国内销售本部职能重新进行整合，将原生活电器、微波电器、环境电器、整体厨卫、精品电器、水家电，销售公司下设各驻外营销机构调整至中国营销总部，成立日用家电集团中国营销总部。营销总部在全国下设60个分部，成立以日电集团为大平台的销售公司，成为美的所有日电产品在当地的总代理商。

2011年5月，美的日电集团再次推进渠道变革，进一步向美的制冷家电集团对营销平台整合的成果靠拢，对下设各分部进行调整，最新设立63个分公司。

至2011年下半年，美的日电集团的渠道变革完成。各地的分公司完全成为美的在区域市场中唯一的代理

商，与营销总部完全变成贸易关系。各销售公司成为具有管理和经营双重职能的平台，掌握代理商营销业务的决策权，代理商的地盘被缩小。架构和治理上，美的分公司是独立法人，自负盈亏，代理商可以入股，由美的派出总经理指导经营。

3. 改革成效：收入高速增长

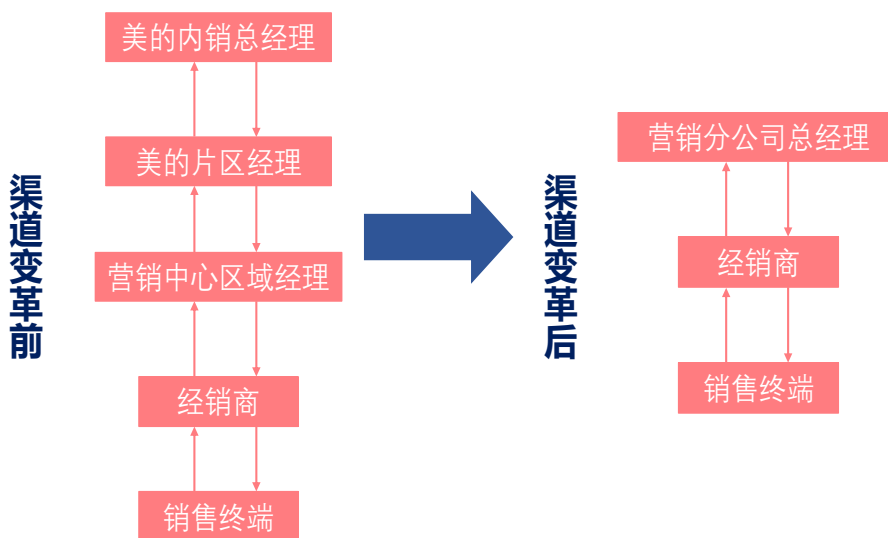
至此，美的制冷集团实现了销售平台下移，总部的权限下放到分公司，原有分公司的职责转移到合资公司，由“总公司—分公司—代理商—经销商”变为“总公司—合资公司—经销商”，缩减了环节，流程更短，市场反应更快。

在这一架构支持下，专卖店等渠道建设得以全面快速推进，至 2011 年年底，制冷集团专卖店总数近 14,000 家，其中综合专卖店超过 10,000 家，空调、冰箱、洗衣机网点总数超过 70,000 家，其中综合网点超过 40,000 家，涵盖了几乎所有行政县，发达地区已经覆盖到乡镇。

在行业高速增长与集团总部 10 年提出的 2015 年实现销售收入 2000 亿，“再造一个美的”的战略规划下，上市公司美的电器营业收入从 09 年的 473 亿跃升至 11 年的 931 亿，GAGR 为 28%。销售队伍急剧扩张，公司员工总数从 08 年的 40795 人扩充到 10 年的 98676，增长了 1.4 倍。值得注意的是，在这一阶段人均创收从 110 万下降到了 75 万（即使考虑了“营业外收入—政府补助”这一科目的变化，趋势依旧一致），人均创利则从 2.5 万增加到 3.1 万。营销职能的下放使得毛利率（10 年下降幅度大是受“家电下乡”补助计入营业外收入的扰动）与销售费用率同时下降。渠道改革适应了当时行业快速发展的形势，净利率从 3% 一带抬升至 5% 附近。

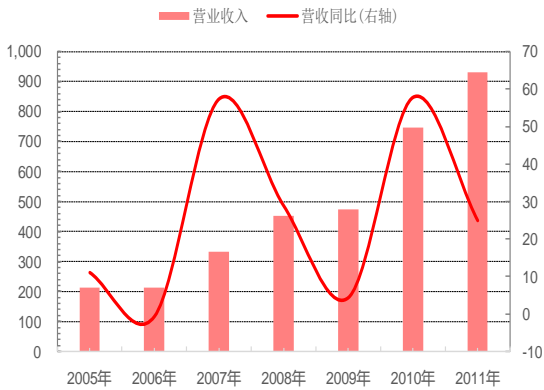
美的日电集团效仿制冷集团的改革后，销售额快速增长，专卖店网络在三四级市场强势渗透。但改革配套措施不足，很快地，部分区域营销公司就出现了亏损。

图表7：渠道变革前后渠道反应链条



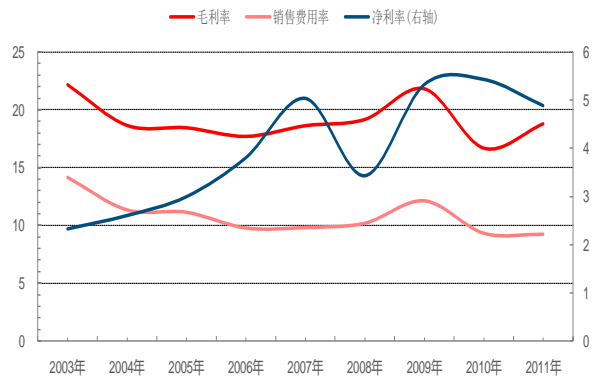
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表8: 新渠道架构下营收快速增长



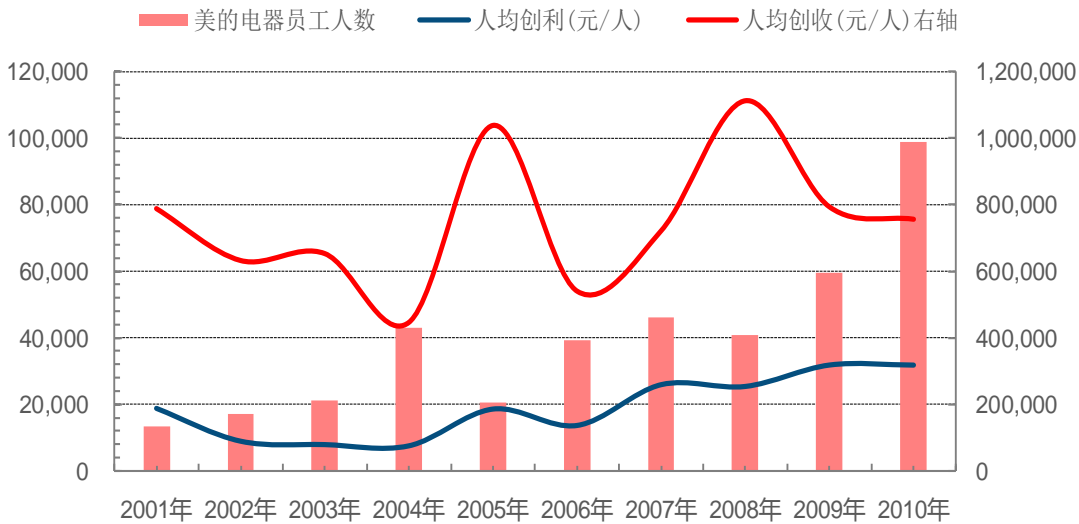
资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

图表9: 毛利率、销售费用率下降, 净利率抬升



资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

图表10: 员工数量激增、人均创收下降



资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

（三）2011—2012 年：调档换速，精兵简政

1. 改革背景：行业低迷，亏损出现

1) 刺激政策结束。2011 年 6 月 30 日，家电行业的“节能惠民产品补贴”宣告结束，家电下乡、以旧换新等政策也于 2011 年 12 月 31 日结束；2) 地产调控到来。政府对地产行业的严厉调控，使得房地产交易同比大跌 4 成以上；3) 出口需求衰减。海外订货量也受到欧美债务危机的影响而逐步下降。出口量前四位的格力、美的、海尔和志高，2011 年 11 月出口同比下滑 50%以上。4) 2011 年年末，区域销售公司陆续开始出现亏损，并且亏损不断蔓延。市场降速后，美的集团派驻在各合资销售公司的大量人员（集团营销人员高峰时逾万人）成为沉重的成本负担。

2. 改革措施：冰洗分家，日电重回代理制

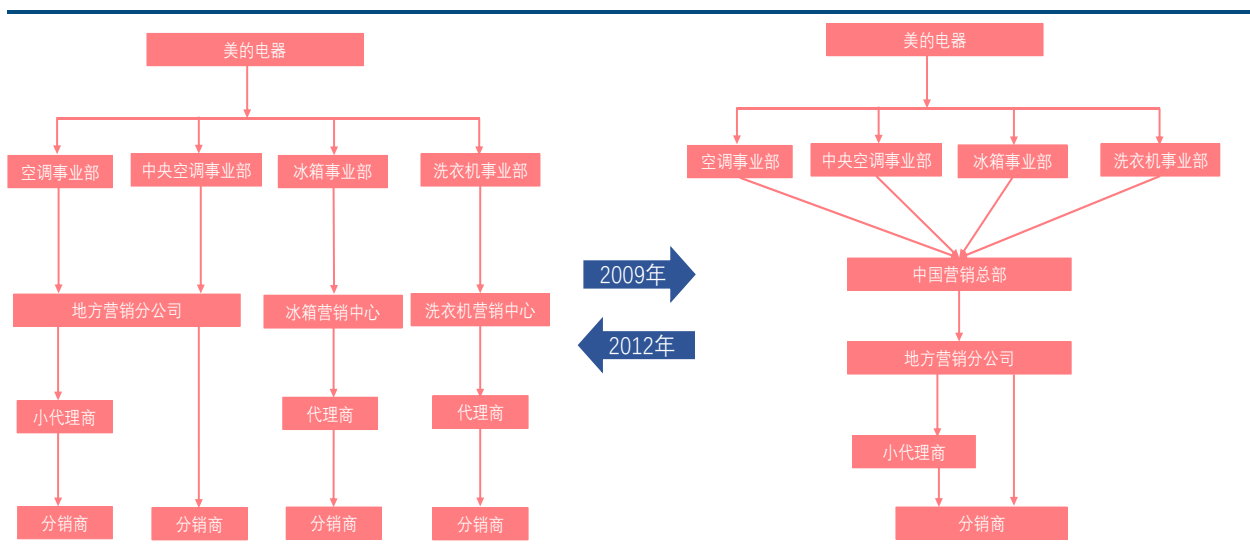
营销体系变革：

1) 日电集团重回代理机制。2011 年年末公司果断对并未完全成型的小家电（美的日电）营销体系进行瘦身，大部分地区市场运作，由合资销售分公司模式回到代理制，人员也随之减少。60 多家合资销售分公司，只保留了 11 家，余下机构经过部分合并变为 50 个分部。

2) 区域分公司专注空调业务，“冰洗分灶吃饭”。空调、冰箱、洗衣机的营销业务分灶吃饭，冰箱、洗衣机销售重返代理制，区域营销公司专注于高毛利率的空调业务。并且进一步精简销售分公司，将 60 多家合并至 40 余家。公司将冰箱和洗衣机业务从区域销售公司独立出来，回归产品事业部，推动“研产销”一体化管理与专业化运作，扁平组织机构，优化渠道结构，推行大代理制，确保代理规模。

3) 区域分公司自负盈亏。相关的预算费用由总部下放到销售公司，销售公司自负盈亏，总部不再对其补贴。

图表11：代理商回归，冰洗分灶



资料来源：中信建投证券研究发展部

集团架构变革：

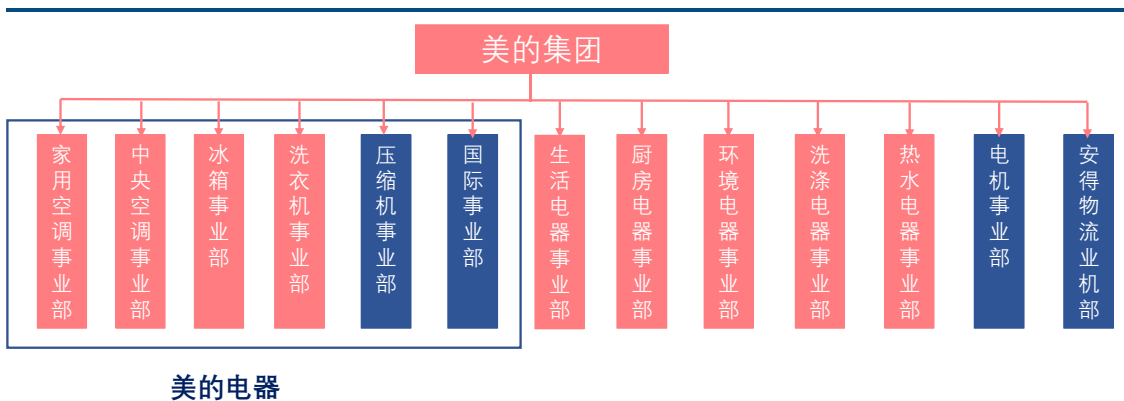
实施“小集团、大事业部”运营模式：

1) 撤销中国营销总部，重新归由事业部独立运营（群狼机制）。

2) 推行内部整合，实现“集团—事业部”两级架构，更加扁平化。集团层面，定位管控平台，全面把握公司战略发展方向、运营风险管控、服务支持以及整合集团采购、物流以及售后等功能，最大化发挥集团资源整合和协同效应。在员工层级上，集团普通员工到方洪波层面一共 4 级，原有管理岗 M5-M8 被压缩为一个职级，更加精简高效。

3) 事业部层面，形成“9+2+1 结构”。9 个终端消费品事业部（空、冰、洗、中央空调、生活、厨房、环境、洗涤、热水器）+2 个产业链的核心部件事业部（压缩机、电机）+ 1 个国际运营平台（国际事业部负责自主品牌推广）及全国网络布局物流公司（安得）共十三个经营单位，架构清晰精简。集团充分放权，各事业部拥有经营自主权，实现“研产销”一体化。

图表12：“集团—事业部”两级架构



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

3. 改革效果：重拾增长，效率提升

1) 收入与利润在大幅下降过后，重新超越巅峰。产品与渠道收缩过后，短期内营收大幅下滑，美的集团收入从 11 年 1340 亿下降至 12 年的 1026 亿，利润从 34.7 亿跌到 32.6 亿。之后在 2013Q1 收入和利润开始恢复正增长，利润在 13 年达到 53 亿大大高于此前 10 年的巅峰 37 亿，而收入则在 14 年达到 1417 亿超过了 13 年的顶峰。

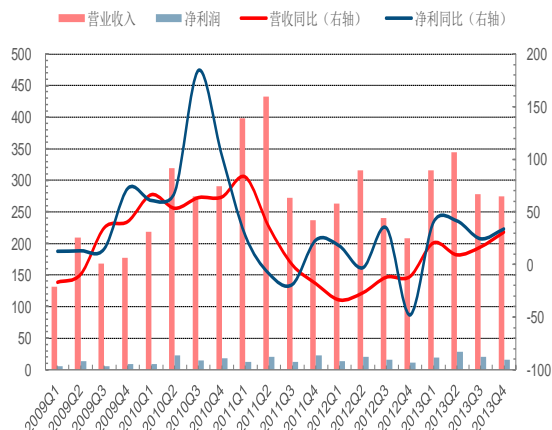
2) 盈利能力迅速加强。改革过后，毛利率与净利率同比率先回正，毛利率 2011Q3 同比+6.9pct，净利率 2011Q4 同比+3.2%pct。

3) 库存压力减轻，周转效率提高。周转存货周转天数从高峰时的 70 天降至 40 天，应收款周转天数从 40

天降至 28 天。

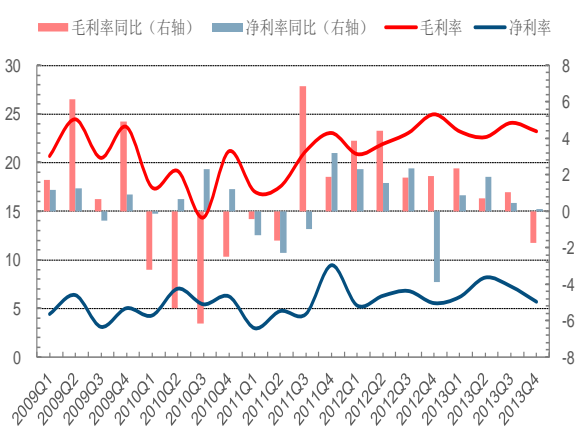
4) 人员绩效稳步提升。精兵简政改革确立后, 员工人数再无大幅增长, 人均创收从 2012 年的 100 万到 2018 年的 226 万, GAGR14%, 人均创利从 12 年的 3.3 万到 18 年的 18 万, GAGR32%。

图表13: 2013Q1 收入利润开始恢复



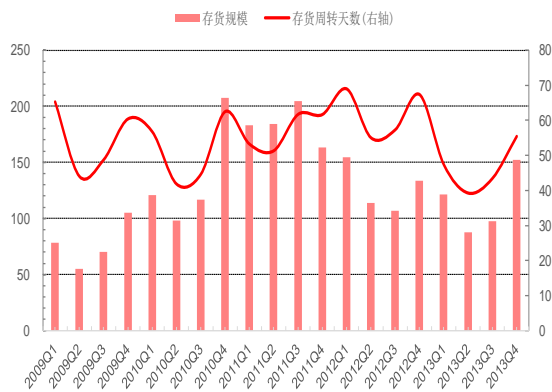
资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

图表14: 2011Q3 后盈利能力增强



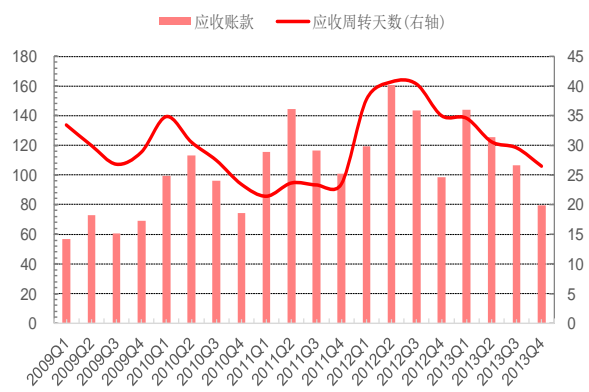
资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

图表15: 2011Q4 后库存下降, 周转提升



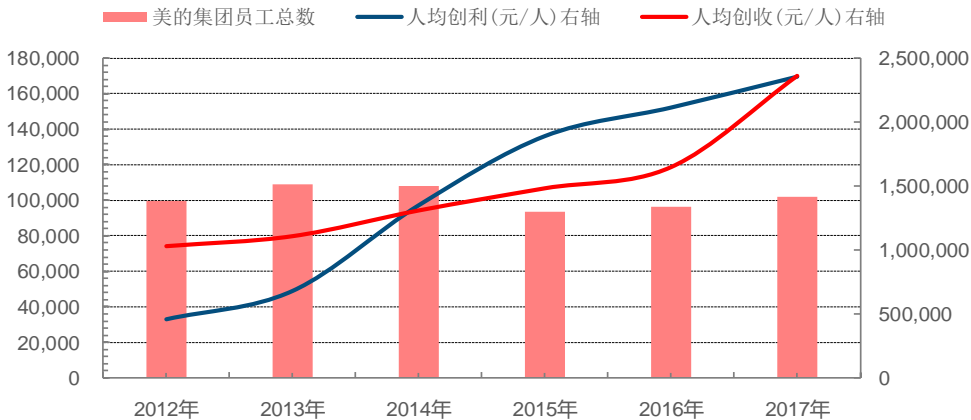
资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

图表16: 2012Q2 后应收账款周转提升



资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

图表17：人均创收/创利稳步提升



资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

（四）复盘：过快变化的渠道带来风险，亦彰显公司迅速应变的优良基因

整体而言，在 2005 年-2012 年的渠道变革中，我们认为美的渠道改革战略的方向是整体正确的，无论是对制冷集团还是日电集团而言，均是为了缩短市场层级，更有效的将产品推向市场。但不可否认的是，日电集团步制冷集团之后，想在短时间内完成制冷集团经过长期实践摸索出的渠道改革道路，不可避免的会带来短期剧烈波动的风险，导致日电集团道路上出现了偏差。经过复盘，我们认为美的日电 2011 年渠道动荡的原因主要有三：

1) 改革前日电集团渠道未充分整合。制冷集团的销售公司以空调体系为主轴，用强大的吸力融合了中央空调、冰箱和洗衣机等品类。在整合的过程中，以空调体系的人力资源、管理模式和管控体系为基础班底，然后再与其他产品体系相融合，过渡较为平缓。

而日电集团的渠道整体复杂而散乱。日电集团下面有生活电器、微波炉、环境电器、精品电器和厨卫五个事业部，每个事业部下又有自己对应的代理体系。各事业部间实力较为均衡，缺少一个主干力量可以作为基础班底整合其他渠道。在各事业部代理渠道与管理机制未充分整合前，直接铺开销售公司体制，会造成一定时期内的渠道动荡与管理成本的急剧上升。

2) 缺少合适的配套管理能力输出。一般而言，厂家的分公司经理的主要职能是管理，而不是经营。因此，一旦让他们的职能发生质的改变，他们需要很长的学习和适应过程。而厂家管理人员长期以来形成的固有观念，在短时间内很难发生改变，所以经营的思路，手法等制约了经营者的水平。当时的日电集团出现一定的不顾实际情况盲目拿货乱象。

3) 提速的改革遇上了行业的不景气。美的日电集团渠道变革节奏很快，将原来准备二至三年完成的事情，提前至要在几个月内完成。如果行业延续景气，即使渠道、管理等工作未准备不充分，或许可以再新的体制下再逐步修正。但恰逢 2011 年后半年，行业快速增速下滑，此时仓促改革带来的短期渠道效率下降与管理成本上升就会变成公司的不可承受之重。

但是，鉴古是为了知今，比发现问题更为重要的是，我们也在美的集团 2011 年的渠道动荡中，看到了公

司过往迅速应变的优良基因传统，最为典型的的就是 2011 年上半年公司还在推行美的日电渠道变革，但是在发现市场趋势偏差时，在 2011 年 7 月份就果断开始调整（7 月召开会议，下发《关于加快推动集团战略转型的决定》，之后的一年公司裁员大约 7 万人），公司应对市场变化的战略反应速度、政策执行时的决断力以及效率在此次事件中彰显无遗。

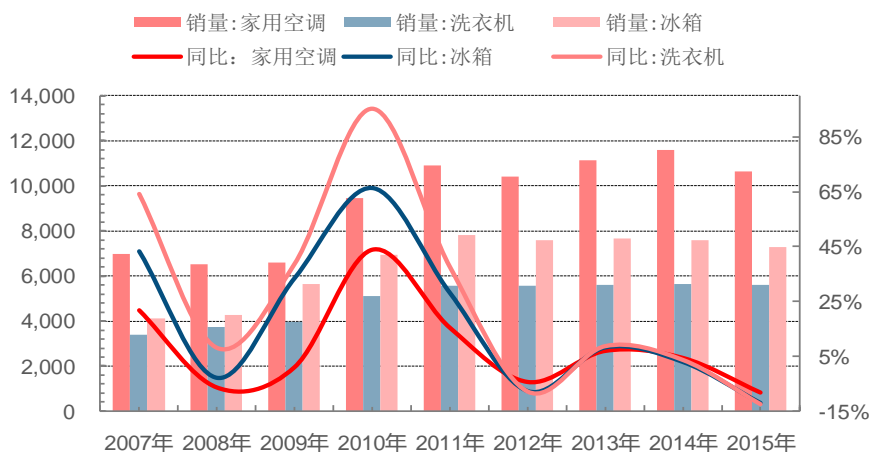
我们认为，这也是美的能够成为今天家电行业的综合巨头，同时能够仍然保持敏锐的市场嗅觉的重要原因（如新零售渠道变革美的的快速响应）。

（五）2013 年一至今：渠道形态变革与流程再造

1. 改革背景：传统网点覆盖率较高，新消费趋势出现

1) 电子商务方兴未艾。时值家电网购刚起步，2012 年奥维咨询（AVC）预测家电网购 2015 年家电网购规模将破千亿，占总体家电市场比重 14%，成为家电市场的第三大渠道。这一趋势被美的所捕捉。2012 年，美的年报首次提及电商并援引了这一数据，2013 美的年再度援引艾瑞咨询数据再度说明电商的快速发展。2) 行业增速放缓，“空冰洗”告别 2010、2011 年的双位数增长，随后几年行业增速负增长或低速增长。3) 前次去库存的教训。2011 年以来砍品类、去库存、控费用的断臂求存经历让美的对于渠道库存风险有了深刻教训。4) 渠道网点密度充足后，更高效的渠道形态需要。2012 年底，美的集团在全国拥有约 70000 家经销商，约 15,000 家专卖店、约 45,000 个乡镇网点，在一、二级市场实现全覆盖，在三、四级市场覆盖率达到 95% 以上。至此，美的集团的网点铺设密度基本充足，后续进入了渠道形态升级阶段。

图表18： 2011 年后空冰洗增速迅速下滑



资料来源：产业在线、中信建投证券研究发展部

2. 改革措施：变革渠道形态，再造渠道流程

此轮渠道改革可归纳为三个面向：1) 线上开拓电商渠道。2) 线下渠道下沉，铺设大量旗舰店。3) 渠道流程再造，推行 T+3 模式。

1) 线上开拓电商渠道

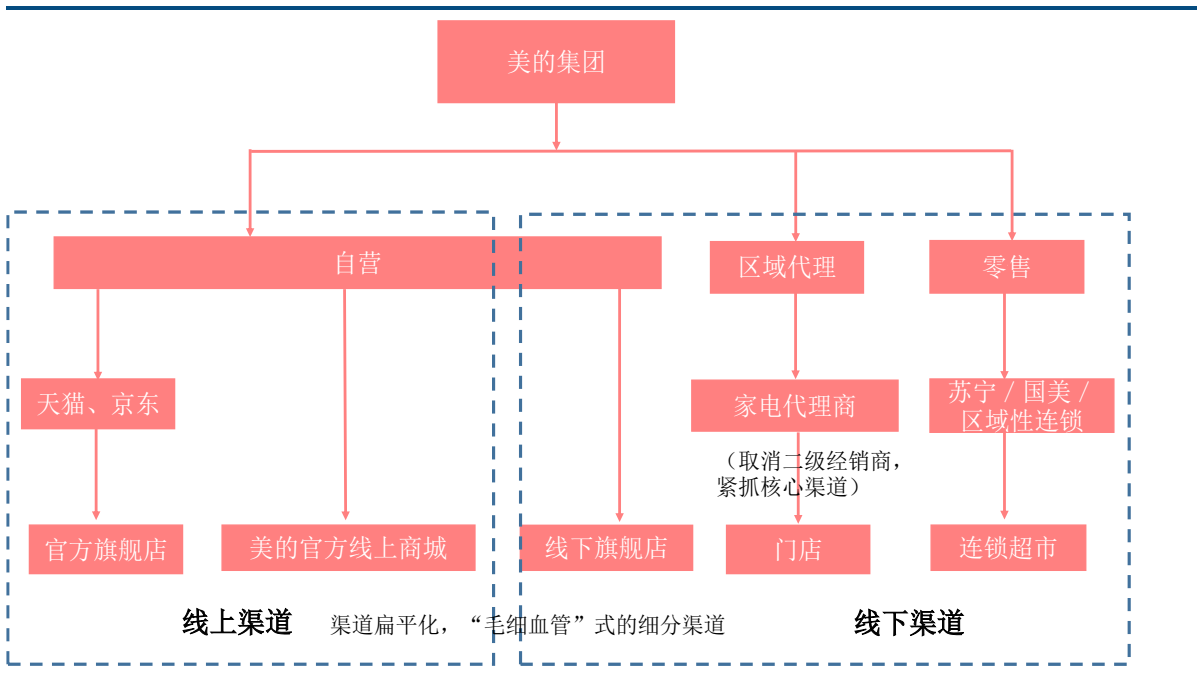
- ① 2008 年，美的开始试水电商，但以经销商为主。
- ② 2012 年 6 月，美的生活电器独家合伙京东，推行线上线下双品牌策略。9 月，注册电商品牌“Easy Cooker”易酷客，配备从研发到营销配备独立的团队，开启美的电商渠道大跃进。
- ③ 2013 年美的整合 16 家天猫旗舰店，为今后线上发展扫清障碍。
- ④ 2014 年，正式成立集团电子商务公司，启动“美的官方”商城运营。
- ⑤ 2015 年，公司发布公告与京东签署战略合作意向书，在渠道拓展领域进行更加全面深入的合作，年度经营目标为 100 亿。
- ⑥ 2016 年，构建互联网大数据平台体系，加快美的电商业务全渠道战略部署。
- ⑦ 2017 年，推动渠道变革转型，推动电商平台直营，降低渠道库存。
- ⑧ 2018 年，和电商平台开展供应链深度协同项目，通过精细化运营提升效率。

2) 线下渠道下沉，致力融合线下与扁平化

- ① 2013 年大力推动美的旗舰店与专卖店建设，旗舰店数量提升至 800 家。
- ② 2014 年，美的在县城，积极推进旗舰店建设。线下旗舰店总数突破 1900 家，在三四级市场实现超过 70% 覆盖，同时与苏宁、国美和各区域 70 多家家电连锁建立战略合作。以旗舰店为主要载体的电商 O2O 融合业务逐步落实。
- ③ 2015 年，旗舰店数量达 3000 家，实现零售、服务、配合电商、会员互动的四大功能。
- ④ 2016 年开始构建大数据平台体系，推进全渠道部署。
- ⑤ 2017 年推动渠道变革转型，缩减线下渠道层级。
- ⑥ 2018 年提出全屋智能解决方案，在建材渠道开设体验中心，同时开始着力拓展 B2B 业务。
- ⑦ 2018-至今，探索网批模式，上线美云销系统，构建“厂商——小 B 商”通路。

至此，美的集团形成了在成熟一、二级市场，依托大型家电连锁卖场，在广阔三、四级市场，以旗舰店、专卖店、传统渠道和新兴渠道为有效补充的全渠道布局。营收占比上，线上渠道、线下专卖店渠道、KA 渠道占比分别约为 30%、60%、10%。

图表19：美的集团渠道全景



资料来源：中信建投证券研究发展部

3) 渠道流程再造，推行 T+3 模式

2013 年，美的从小天鹅开始推“T+3”产销模式。2018 年，家用空调事业部也开始启动“T+3”变革，旨在解决因层层压货导致的产销脱节问题。

所谓“T+3”产销模式，系由渠道客户下单、物料准备、成品制造、物流发运四个周期组成，每个周期 3 天，共计 12 天内完成客户订单的交付。换言之，T+3 是按客户订单进行生产的交付策略，所有生产都是以客户订单做支撑的。因此，除了少量运输周转基本上不需要产品成品库存，而且美的将供应商交期压缩在 3 天业内，原材料库存也大幅降低。与之相对的，是以往美的采取的“按库生产”策略，即依据库存目标进行生产，此时美的需要承担需求波动带来的产品成品库存和备有一定量的物料库存来保持生产稳定。

图表20：美的“T+3”模式示意图

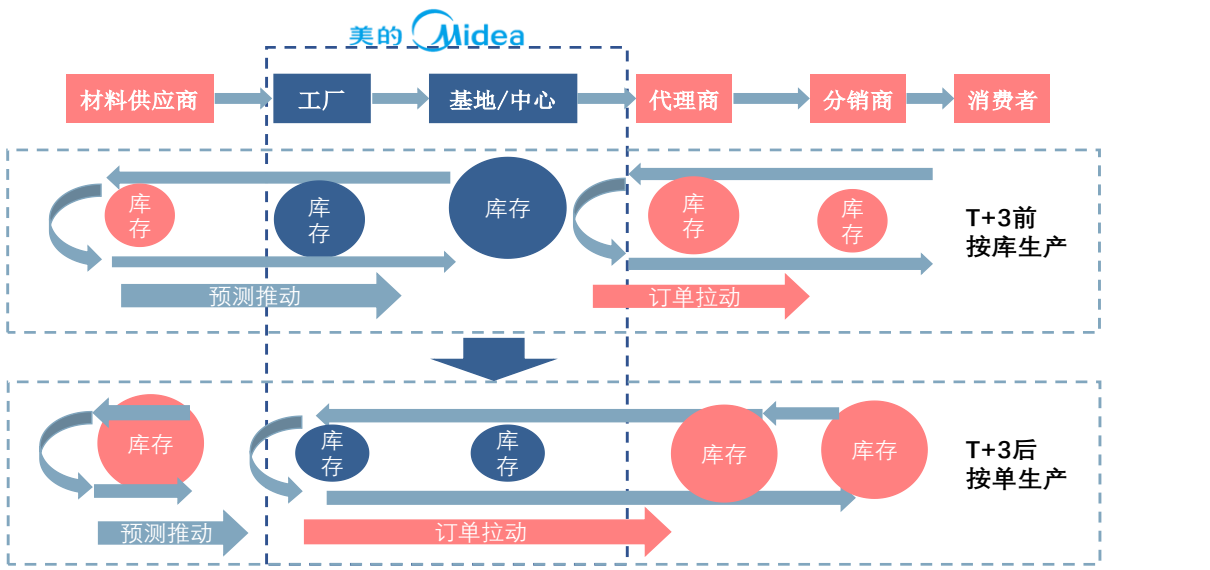


资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

单纯地从“按库生产”到“按单生产”策略本质上并没有减少库存，只是改变了库存在不同生产环节的分布。执行柔性生产，要么放弃大规模备产之利，整个供应链降低库存，响应终端需求波动时，承受高昂的直接成本；要么保留大规模备产，将库存从渠道转移至上游供应商，以原材料、零配件的形态存在。如果库存只是从渠道转移到上游供应商，那么供应商备货由于缺少销售情况的信息而多出的“浪费”依然会导致整个供应链的成本上升。

所以，“T+3”想要成功实施，更重要的是有一系列提升供应链响应效率措施的配套。通过在销售端引导客户转变意识，加强订单及库存管理，在供应端加大独家供货清理，引入优质资源改善供应布局，在研发端持续精简产品型号，加强通用化、模块化设计，降低产品物料数量并提升标准化程度，在制造端加大柔性化、自动化和精益化制造升级，在产品阶段积极参与以提高可制造性等措施，美的提升了“产—销”全环节的信息通达度和制造效率。

图表21： T+3”变革前后的库存分布



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

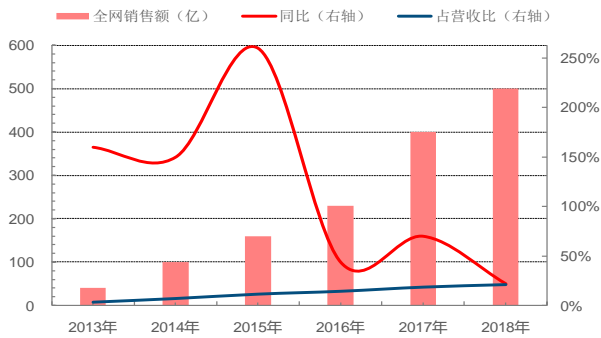
3. 改革成效：电商成支柱，效率再提升

1) 电商业务快速增长，成为重要出货渠道

全网销售额从 2013 年 40 亿到 2018 年的 500 亿，GAGR 达 66%，占总营业收入比重从 3%到 18 年的 21%，电商快速成为美的重要出货渠道。线上份额(零售口径)上,美的有 8 个品类居全网第一,分别是微波炉(49%)、电磁炉(43%)、电压力锅(42%)、电热水器(32%)、电饭煲(32%)、饮水机(24%)、电风扇(22%)和燃气

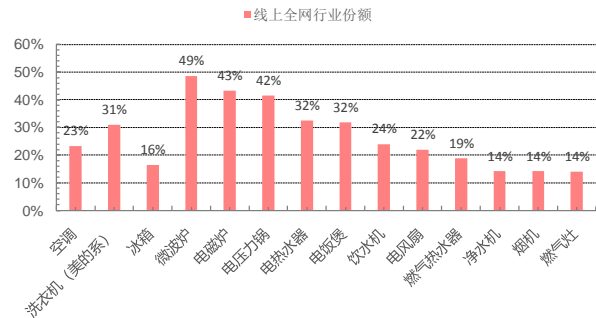
热水器（19%），5个品类居全网第二，分别是空调（23%）、洗衣机（31%）、冰箱（16%）、净水机（14%）和燃气灶（14%），另有烟机（14%）占有率居全网第三。

图表22： 电商收入快速增长、占比提升



资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

图表23： 多个品类线上份额领先

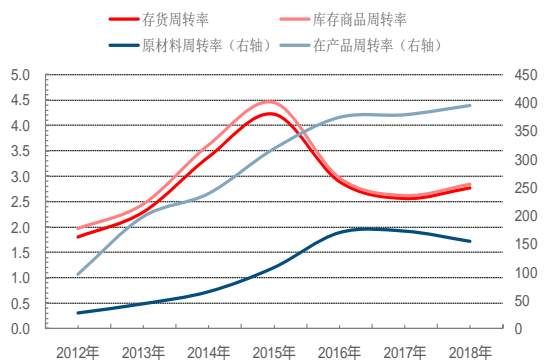


资料来源:公司公告、中信建投证券研究发展部

2) 库存下降, 效率提升

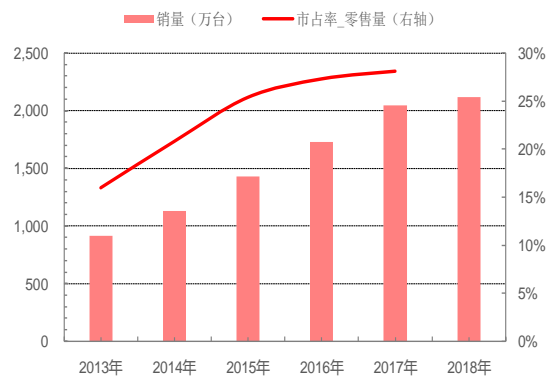
小天鹅实施 2013 年实施“T+3”后，反应更为迅速。部分库存压力在产业链上的分布从厂商向上游供应商与下游经销商转移，部分由于效率提高而消减。体现在财务上，即是小天鹅的存货周转率提升，存货周转率从 1.8 提升到最高 4.2。其中，原材料周转率从 27 提升至 155，在产品从 96 提高到 396，库存商品从 2 提升至 2.8。另，在每月出货 100 多万台的情况下，小天鹅仓库面积也从变革前 2012 年的 120 万平方米下降到了仅 10 万平方米。“T+3”模式要求的标准化与品类精简并未影响销售规模，小天鹅销量从 13 年 914 万台增长至 2115 万台，GAGR 为 18%，市场份额也从 16%扩大至 28%。

图表24： 小天鹅在产品、材料库存下降



资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

图表25： 小天鹅销量增长, 市占率提升

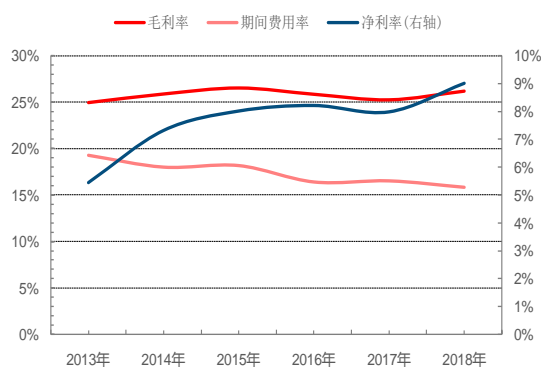


资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

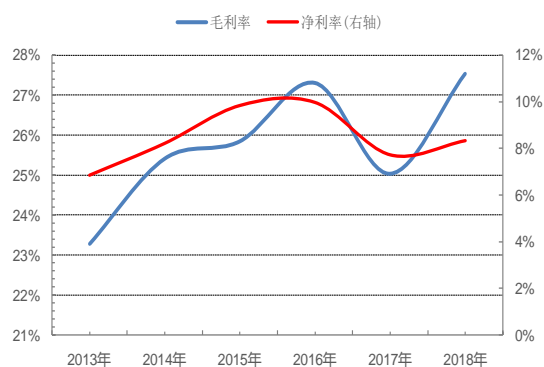
3) 盈利能力加强

小天鹅毛利率从 25%提高到 26%，期间费用从 19%降低到 16%，净利率从 5.4%提高到 9%。集团毛利率从

23%提升至 28%，净利率从 6.9%提升至 8.3%。

图表26：小天鹅盈利能力增强


资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

图表27：美的集团盈利能力增强


资料来源:Wind、中信建投证券研究发展部

四、总结：从渠道角度再看美的，因势而变，龙头亦舞

美的的发展史也是一部渠道进化的历史。从渠道的视角看，美的的发展历程可分为三个阶段：

一是 2005 年以前，行业从导入期向发展期过渡，从产品供不应求到价格战频发。此时美的采用代理制渠道模式，链条为“美的集团→一级代理→二级代理→零售商→顾客”，收入从 92 年的 5 亿发展到 05 年的 213 亿，业绩高速增长的同时波动率较高。

二是 2005 年至 2011 年，行业从发展期向成熟期过渡，苏宁、国美等连锁卖场强势崛起。出于风险和自主性考虑，美的开始构建地方销售公司体制，渠道链条转变为“制冷/日电集团总公司的营销总部—合资公司—经销商”，更加扁平，更为敏捷。美的电器营业收入从 09 年的 473 亿跃升至 11 年的 931 亿，GAGR 为 28%，业绩高速增长的同时波动率降低。日电集团效仿制冷集团改革后，销售额快速增长，专卖店网络在三四级市场强势渗透。但改革配套措施不足，区域营销公司很快出现亏损，此时美的在经历阵痛后很快对渠道进行再调整，显示出公司“迅速应变”的优良的基因。

三是 2012 年至今，行业步入成熟期，增速放缓，寡头垄断的市场格局愈发清晰，电商等新的消费趋势出现。渠道部分回归代理制，理念上从强调收入规模到注重利润创造转变。并在网点数量实现一、二级市场全覆盖，三、四级市场覆盖率达到 95% 以上后，美的开始着手改造渠道形态和渠道流程再造：1) 线上开拓电商渠道，2) 线下铺设旗舰店，3) “T+3” 模式变革。集团的利润增速开始超过收入增速，利润从 33 亿到 202 亿，GAGR 为 36%，是收入增速的两倍；盈利能力显著改善，净利率从 6% 升至 8% 以上一度高达 10%；总体业绩呈平稳向上趋势。

梳理这一历史，我们发现中间虽有挫折和反复，但美的渠道变革的方向并没有改变，一直在往触达更广泛的消费者，更扁平的渠道结构，更敏捷的市场反应的方向努力。前期依靠大量铺设网点，触达更多消费者获得规模优势，后期变革渠道形态，提高周转和效率从而降低成本，构建综合渠道优势。同时，美的也在过往历次渠道变革中，展现出面对市场变化的快速反应能力，体现出公司优良治理结构带来的高弹性、高柔性的基因，目前家电行业渠道变革风起云涌，电商新零售变革正在快速展开（想要知道关于电商新零售渠道变革的详细情况，可以参阅我们的深度《家电渠道全景：传统渠道夯基础，电商布局已成熟，创新零售正绽放》）复盘美的渠道变化历史，也使我们对公司未来的发展道路更加有信心。

五、投资建议

本文从渠道变革的角度再看美的，我们认为美的具备应对市场变化快速响应的能力，拥有良好的迅速决策，高效执行的优良基因传统，看好公司当前渠道模式在低线城市需求爆发趋势下的适应能力。我们预计公司2019-2020年营业收入为2834亿、3133亿，同比增长8.2%、10.6%，净利润为235亿、270亿，同比增长16.1%、14.9%，对应PE16、14倍，维持“买入”评级

六、风险提示

行业竞争加剧，宏观经济进一步下滑，下游渠道商议价权提高。

图表28：美的集团 2019-2021 年要财务指标预测（单位：百万元）

利润表	2018	2019E	2020E	财务指标	2018	2019E	2020E
营业收入	261,819.6	283,356.8	313,329.1	成长性			
减:营业成本	188,164.6	204,016.9	225,189.6	营业收入增长率	8.2%	8.2%	10.6%
营业税费	1,617.6	1,773.0	1,910.3	营业利润增长率	18.2%	29.3%	15.8%
销售费用	31,085.9	32,100.3	35,776.3	净利润增长率	17.1%	16.1%	14.9%
管理费用	9,571.6	14,908.7	15,694.5	EBITDA 增长率	16.0%	11.7%	12.2%
财务费用	-1,823.0	-1,520.7	-2,534.5	EBIT 增长率	54.7%	1.6%	13.4%
资产减值损失	447.9	365.9	361.0	NOPLAT 增长率	4.3%	18.6%	13.4%
加:公允价值变动收益	-810.5	-	-	投资资本增长率	43.9%	-25.2%	5.6%
投资收益	907.3	1,341.2	1,359.6	净资产增长率	11.5%	23.5%	14.3%
营业利润	25,564.1	33,053.9	38,291.5	利润率			
加:营业外净收支	208.9	638.2	358.0	毛利率	28.1%	28.0%	28.1%
利润总额	25,773.1	33,692.0	38,649.5	营业利润率	9.8%	11.7%	12.2%
减:所得税	4,122.6	8,423.0	9,662.4	净利润率	7.7%	8.3%	8.6%
净利润	21,650.4	25,269.0	28,987.1	EBITDA/营业收入	11.9%	12.2%	12.4%
资产负债表	2018	2019E	2020E	EBIT/营业收入	11.9%	11.1%	11.4%
货币资金	27,888.3	37,798.5	51,739.9	运营效率			
应收帐款	19,390.2	23,870.4	22,878.5	固定资产周转天数	31	28	23
应收票据	12,556.3	15,032.2	12,368.2	流动营业资本周转天数	26	27	16
预付帐款	2,215.9	1,932.9	2,500.4	流动资产周转天数	242	227	216
存货	29,645.0	24,033.5	38,035.8	应收帐款周转天数	27	27	27
其他流动资产	90,993.8	71,275.7	73,883.0	存货周转天数	41	34	36
长期股权投资	2,713.3	2,713.3	2,713.3	总资产周转天数	352	328	304
固定资产	22,437.2	20,930.5	19,423.8	投资资本周转天数	112	107	85
无形资产	16,186.7	14,568.0	12,949.3	投资回报率			
其他非流动资产	39,674.5	41,241.3	39,772.4	ROE	24.4%	22.8%	23.0%
资产总额	263,701.1	253,396.2	276,264.6	ROA	8.2%	10.0%	10.5%
短期债务	870.4	-	-	ROIC	29.9%	24.6%	37.3%

利润表	2018	2019E	2020E	财务指标	2018	2019E	2020E
应付帐款	36,901.6	37,115.3	44,024.4	费用率			
应付票据	-	-	-	销售费用率	11.9%	11.3%	11.4%
其他流动负债	92,459.1	91,330.2	90,821.8	管理费用率	3.7%	5.3%	5.0%
长期借款	32,091.4	-	-	财务费用率	-0.7%	-0.5%	-0.8%
其他非流动负债	8,924.1	10,737.8	10,921.8	三费/营业收入	14.8%	16.1%	15.6%
负债总额	171,246.6	139,183.3	145,768.0	偿债能力			
少数股东权益	9,382.4	11,071.9	13,041.3	资产负债率	64.9%	54.9%	52.8%
归属母公司股东权益	92,454.5	114,212.9	130,496.6	负债权益比	185.2%	121.9%	111.7%
负债和股东权益	263,701.1	253,396.2	276,264.6	流动比率	1.40	1.35	1.49
现金流量表	2018	2019E	2020E	速动比率	1.18	1.17	1.21
经营活动现金流	27,861.1	46,048.3	21,819.7	利息保障倍数	-17.02	-20.74	-14.11
净利润	21,650.4	23,490.6	26,984.3	分红指标			
折旧摊销	-	3,125.4	3,125.4	DPS(元)	1.32	1.56	1.79
财务费用	-1,265.8	-1,520.7	-2,534.5	分红比率	42.9%	44.2%	44.2%
投资损失	-907.3	-1,341.2	-1,359.6	股息收益率	2.56%	3.02%	3.48%
营运资金变动	-20,078.9	20,515.8	-6,398.8	业绩和估值指标	2018	2019E	2020E
其它	28,462.7	1,778.4	2,002.8	EPS(元)	3.06	3.53	4.05
投资活动现金流	-18,642.3	272.8	2,097.1	BVPS(元)	12.58	15.48	17.63
可供出售金融资产	-75.8	-1,068.3	737.5	PE(X)	16.81	14.60	12.71
长期股权投资	-276.2	-	-	PB(X)	4.09	3.33	2.92
其他	-18,290.2	1,341.2	1,359.6	P/FCF	-36.56	25.96	14.80
筹资活动现金流	-13,387.2	-36,410.9	-9,975.4	P/S	1.30	1.21	1.09
短期借款	-1,713.7	-870.4	-	EV/EBITDA	11.47	8.99	7.75
长期借款	-894.9	-32,091.4	-	CAGR(%)	17.7%	16.8%	15.9%
其他	-10,778.6	-3,449.1	-9,975.4	PEG	0.95	0.87	0.80
现金净增加额	-4,168.4	9,910.2	13,941.4	ROIC/WACC	2.88	2.38	3.60

资料来源: Wind、中信建投证券研究发展部

分析师介绍

陈伟奇：中信建投家电行业研究负责人，厦门大学财政学硕士，2016 年加入中信建投，所在团队获 2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

花小伟：中信建投证券研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名；2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年水晶球第 2 名，Wind 金牌分析师第 1 名。

报告贡献人

翟延杰：轻工制造行业研究员，北京大学金融硕士，2019 年加入中信建投。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859