

# 格力电器 (000651)

证券研究报告

2022 年 07 月 20 日

## 渠道改革初见成效，多元布局着力景气赛道

### 格力股价复盘：多重利空因素造成股价持续回调

格力电器股价于 2020 年 12 月涨到 63.72 元（历史最高价），随后 2021 年一整年处于下跌趋势，我们认为主要是以下三个原因造成：

1) 激励预期迟迟未能满足。2) 报表端：营收业绩表现波动较大，且整体较弱。3) 行业端：大家电受多重利空因素影响需求偏弱。

### 格力渠道改革回顾：精简层级，需求导向，竞争力逐步修复

**为什么发起渠道改革？** 格力过往通过覆盖度广且深的渠道网络，以及对渠道的较强控制权，在空调市场极具竞争力。但随着电商渠道的高速增长，渠道逐渐扁平化，同时空调市场增速逐渐进入成熟阶段，使得现有盛世兴欣体系及返利经销模式遇到瓶颈。**公司端：**混改后管理层与公司利益更加一致，改革动能初具；**渠道端：**过往的返利模式使得格力渠道商现金流承担较大压力，在行业增速放缓的情形下更甚；**零售端：**产品加价过高导致竞争力丧失，因此公司渠道变革势在必行。

**改革后，格力竞争力逐步恢复。** 公司通过精简渠道层级，提升渠道效率；销售模式由返利激励导向部分转为终端价差激励；大力推动新零售模式三种方式对公司进行渠道改革，目前，从市占率和同比增速来看，格力竞争力有望逐步恢复。

### 空调行业的未来：量价两端仍有望提升市场空间

**量的方面：** 尽管我国空调保有量逐渐见顶，但我们认为随着人均 GDP 增长，以及换新周期的到来，空调行业销量仍有增长空间，从新增需求与更新需求叠加的维度来看，我们预计 22 年空调内销量同比+3%。

**供需两端逐步修复，空调行业有望复苏：** 21 年以来成本上行压力以及地产遇冷等因素影响了空调销售，随着 22 年需求端地产政策回暖，供给端成本压力改善，供需两端修复有望拉动空调销售规模。

### 格力发展第二曲线：深耕上游领域，着力高景气赛道

**产业链协同+下游横向延伸，构造新增长曲线。** 除空调主业外，近年来格力亦加快转型多元化工业集团步伐，向上游产业链整合的同时拓展精密制造等高景气赛道。

**收购银隆、盾安，多元化再添新布局。** 格力通过外延并购的方式布局储能及热管理等高景气赛道。银隆在储能方面技术优势独特，下游应用场景广泛；而盾安作为制冷配件龙头一方面有助于格力进一步整合产业链，另一方面新能源汽车热管理受益于下游需求快速发展，盾安产品齐全，客户开拓进展顺利，未来有望转型成热管理大集成商。

**投资建议：** 公司作为空调行业龙头，21 年以来由于行业需求较弱，且公司处于改革期，业绩有所波动。随着一方面公司渠道改革进展顺利，品牌竞争力逐步恢复；另一方面地产、成本等抑制行业需求的因素逐渐缓解，公司营收业绩有望双增。从远期来看，一方面空调行业量价两端仍有提升空间，公司有望受益；另一方面公司多元化动作频繁，有望依靠储能、热管理等业务打开第二增长曲线发展成多元化工业集团。我们预计 22-24 年公司净利 235/243/258 亿元，对应增速 2.6%/3%/6%，根据 DCF 估值法，对应目标价为 46.6 元，维持“买入”评级。

**风险提示：** 原材料价格上涨；空调需求受价格抑制风险；疫情反复风险

### 投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	34.08 元
目标价格	46.6 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	5,631.41
流通 A 股股本(百万股)	5,587.49
A 股总市值(百万元)	191,918.31
流通 A 股市值(百万元)	190,421.64
每股净资产(元)	16.46
资产负债率(%)	69.74
一年内最高/最低(元)	51.94/29.65

### 作者

孙谦 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521050004  
sunqiana@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 1 《格力电器-公司点评:一期调整考核指标，推出二期持股计划》 2022-05-22
- 2 《格力电器-年报点评报告:Q1 业绩超预期，期待渠道改革成果兑现》 2022-05-01
- 3 《格力电器-季报点评:长风破浪会有时》 2021-10-29

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	170,497.42	189,654.03	208,334.95	228,026.80	240,568.27
增长率(%)	(14.97)	11.24	9.85	9.45	5.50
EBITDA(百万元)	33,624.90	35,407.27	27,357.59	29,815.98	31,568.40
净利润(百万元)	22,175.11	23,063.73	23,541.76	24,330.13	25,781.46
增长率(%)	(10.21)	4.01	2.07	3.35	5.97
EPS(元/股)	3.94	4.10	4.18	4.32	4.58
市盈率(P/E)	8.71	8.37	8.20	7.94	7.49
市净率(P/B)	1.68	1.86	1.57	1.47	1.34
市销率(P/S)	1.13	1.02	0.93	0.85	0.80
EV/EBITDA	6.88	2.77	2.72	0.41	0.76

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 格力股价复盘：多重利空因素造成股价持续回调.....	5
2. 格力渠道改革回顾：精简层级，需求导向，竞争力逐步修复.....	6
2.1. 格力盛世兴欣体系历史回顾 .....	6
2.2. 为何要发起渠道变革？ .....	8
2.2.1. 混改之后管理层与上市公司利益绑定加深 .....	8
2.2.2. 高效渠道发展使得原有模式下经销商现金流出现问题 .....	9
2.2.3. 原有模式下，加价率过高失去竞争力 .....	10
2.3. 新模式解读及目前的状况 .....	11
2.3.1. 线下精简渠道，价差激励，线上开拓新零售模式 .....	11
2.3.2. 渠道变革后竞争力有望恢复 .....	13
3. 空调行业的未来：量价两端仍有望提升市场空间 .....	15
3.1. 量：市场需求稳定上升，行业仍具增长潜力 .....	15
3.2. 价：产品升级均价有望进一步提升 .....	16
3.3. 供需两端逐步修复，空调行业有望复苏 .....	18
3.3.1. 供给端：若原材料价格回落，预计空调成本压力最先缓解 .....	18
3.3.2. 需求端：地产宏观环境有所回暖，有望刺激需求带动空调销售 .....	19
4. 格力发展第二曲线：深耕上游领域，着力高景气赛道 .....	20
4.1. 产业链协同+下游横向延伸，构造新增长曲线 .....	20
4.2. 收购格力钛（银隆），切入储能高景气赛道 .....	22
4.2.1. 钛酸锂电池安全性强，竞争优势独特 .....	23
4.2.2. 储能市场前景广阔，格力钛布局景气赛道有望实现高增 .....	23
4.3. 受让盾安股权，多元化再添新布局 .....	24
4.3.1. 收购制冷配件龙头，完善产业链垂直整合 .....	24
4.3.2. 新能源热管理蓄势待发 多元化业务再添新布局 .....	25
盈利预测与估值 .....	27
投资建议 .....	29
风险提示 .....	29

## 图表目录

图 1：格力股价复盘：激励预期、业绩波动以及行业利空因素共同造就过去一年下跌走势 .....	5
图 2：公司 19-21 分季度营收（营收：亿元） .....	5
图 3：公司 19-21 分季度归母净利（归母净利：亿元） .....	5
图 4：2007-2020 中国家庭空调保有量情况（台/百户） .....	7
图 5：格力家用空调销量及增速情况（08-13 年） .....	7
图 6：格力电器营业总收入及增速情况（08-13 年） .....	7
图 7：家用空调和格力销量情况(13-18 年) .....	7
图 8：空调行业及主要品牌线上销量占比情况（19-21 年） .....	8

图 9：格力渠道变革时间线 .....	8
图 10：格力电器股权结构（2019 年第三季度） .....	9
图 11：格力电器股权结构（2020 年第一季度） .....	9
图 12：2018-2019 年格力和美的的空调线下均价对比（元/台） .....	11
图 13：空调行业各品牌份额情况（09-20 年） .....	11
图 14：格力渠道变革图示 .....	12
图 15：格力与美的的均价价差对比（格力均价/美的均价-1） .....	12
图 16：2019-2021 年格力合同负债占营业总收入比例情况 .....	12
图 17：格力空调线上销量占比情况 .....	13
图 18：格力“健康新生活”品牌日直播活动 .....	13
图 19：长沙·格力核心科技体验馆厨房场景 .....	13
图 20：线下市场季度别格力美的的均价差（左轴）、份额差（左轴）与品牌溢价（右轴） .....	14
图 21：线上市场月度别格力美的的均价差（左轴）、份额差（左轴）与品牌溢价（右轴） .....	14
图 22：空调各品牌总销量市占率（19 至今） .....	14
图 23：空调整体市场与格力销量同比变化（18 年至今） .....	14
图 24：2010-2021 年空调行业内销量（万台）及同比增速 .....	15
图 25：国内家用空调总需求拆分为新增需求和更新需求 .....	15
图 26：2022 年空调内销量增速预计可达 2.72% .....	16
图 27：从历史数据来看，品类升级是推动空调均价上行的重要因素之一（%，元） .....	16
图 28：2021 年线上新风空调月度规模（万元）及同比 .....	17
图 29：2021 年线下新风空调月度规模（万元）及同比 .....	17
图 30：2021 年 1-10 月新风空调线上均价（元） .....	17
图 31：2021 年主要品牌新风产品数量布局 .....	18
图 32：2021 年格力线上部分新风空调布局 .....	18
图 33：空调成本构成 .....	19
图 34：主要原材料价格指数同比变化（%） .....	19
图 35：空调行业利润变化滞后成本变动 1-2 季度 .....	19
图 36：空调需求与地产景气情况较为相关 .....	20
图 37：空调更新及新增需求占比（2019 年） .....	20
图 38：21 年下半年以来商品房销售持续走弱 .....	20
图 39：21 年下半年以来施工竣工持续走弱 .....	20
图 40：格力多元化有望构筑第二增长曲线 .....	21
图 41：公司小家电及智能装备营收规模及增速（百万元，%） .....	21
图 42：公司其它主营业务（精密模具等）及其他业务（甲供为主）营收规模及增速（百万元，%） .....	21
图 43：中国工业机器人市场规模及增速 .....	22
图 44：中国通信基站数量（万个） .....	23
图 45：2018-2025 全球基站锂电池市场需求及预测 .....	23
图 46：2017-2021 我国光伏发电装机容量（亿千瓦） .....	24
图 47：新能源汽车销量及增长(百万辆) .....	24
图 48：盾安截止阀内销占比（%） .....	25

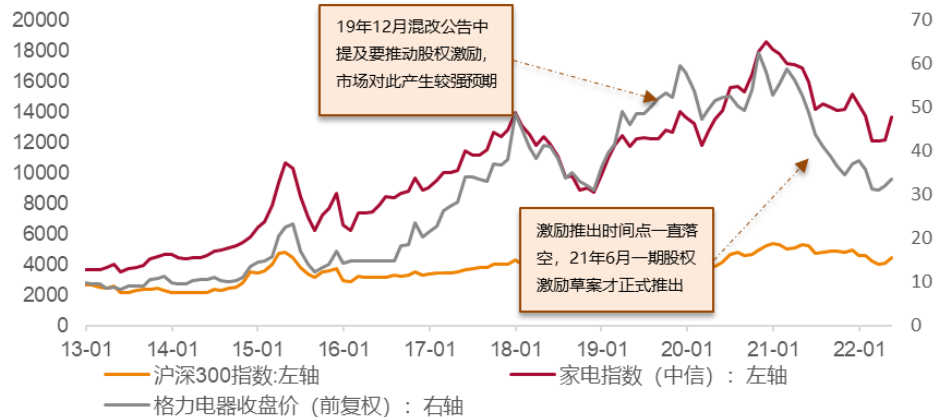
图 49：盾安四通阀内销占比（%） .....	25
图 50：盾安电子膨胀阀内销占比（%） .....	25
图 51：盾安电磁阀内销占比（%） .....	25
图 52：盾安热管理产品图谱 .....	26
图 53：新能源热管理业务现有合作对象 .....	27
图 54：公司营收拆分及预测 .....	28
图 55：公司 DCF 估值及敏感性分析 .....	29
表 1：格力传统经销商渠道现金流出现问题 .....	10
表 2：格力智能装备领域主要产品 .....	22
表 3：锂电池性能对比 .....	23
表 4：中国及全球热管理市场空间测算 .....	27

## 1. 格力股价复盘：多重利空因素造成股价持续回调

格力电器股价于 2020 年 12 月涨到 63.72 元（历史最高价），随后 2021 年一整年处于下跌趋势，我们认为主要是以下三个原因造成：

1) **激励预期迟迟未能满足。**19 年混改之后，由于混改公告中提及推进上市公司层面给予管理层实体认可的管理层和骨干员工总额不超过 4% 上市公司股份的股权激励计划，市场对此产生较强预期，但推出的时间点一直落空，第一期员工持股草案直到 21 年 6 月才推出。

图 1：格力股价复盘：激励预期、业绩波动以及行业利空因素共同造就过去一年下跌走势

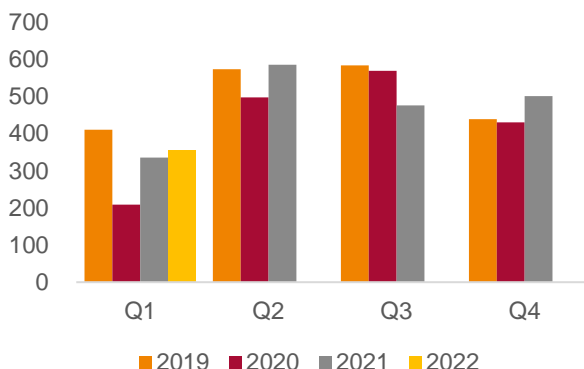


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截至 2022 年 6 月

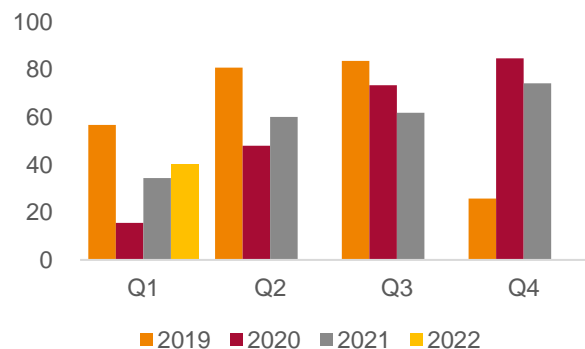
2) **报表端：营收业绩表现波动较大，且整体较弱。**2021 年，市场预期在 2020 年推进了渠道变革之后，应该逐步收到成效，2021 年可能恢复至 2019 年水平，但从 2021Q1-Q3 来看，无论收入还是业绩，相比公司 2019 年同期水平差得都比较大（整体波动较大，21Q2 收入情况相对较好）。因此，市场或对公司渠道变革逐步失去信心。

图 2：公司 19-21 分季度营收（营收：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司 19-21 分季度归母净利润（归母净利：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3) **行业端：大家电受多重利空因素影响需求偏弱。**2021 年整体大家电需求比较弱，成本高；地产限制、疫情散发等因素使得市场对大家电整体需求信心较弱（beta 因素）。



## 2. 格力渠道改革回顾：精简层级，需求导向，竞争力逐步修复

在早期线下渠道为王的时代，伴随着空调需求的迅速增长，格力推出返利政策并通过联合代理模式绑定大型经销商，此后，格力又通过整合全国区域性销售渠道，进一步加强渠道的控制权。彼时格力的渠道网络覆盖度广且深，叠加公司的品牌溢价，使格力在空调销售市场上极具竞争力。但随着电商渠道的高速增长，线下随着物流基础设施完备而出现的扁平化趋势，以及空调市场增速逐渐进入成熟阶段，使得现有盛世兴欣体系及返利经销模式遇到瓶颈，公司渠道变革势在必行。公司通过精简渠道层级，提升渠道效率；销售模式由返利激励导向部分转为终端价差激励；大力推动新零售模式三种方式从多方面入手对公司进行渠道改革，目前，从 2021 年总销量市占率和销量同比数据来看，格力竞争力逐步恢复。下文将从格力渠道搭建的历史入手，详细说明渠道改革的原因、措施以及改革目前的成果。

### 2.1. 格力盛世兴欣体系历史回顾

**80 年代末-1996 年：专业经销商诞生。**国家空调产业政策由限制发展、消费转为市场放开；空调产能迅速扩大，产品销售供不应求。专业经销商逐步成长为销售渠道的主力军。

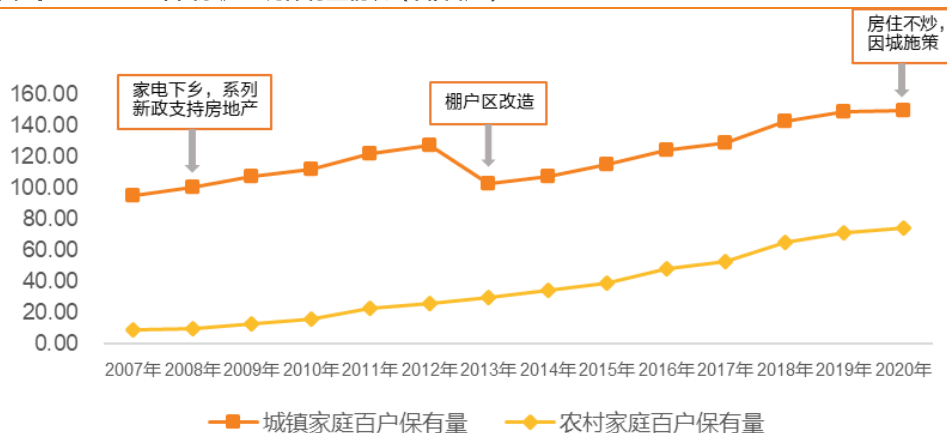
**1995-1996 年：格力返利与贴息机制形成。**家庭消费为主的需求开始急剧增长，市场竞争加剧，空调销售进入区域大经销商模式，1995 年格力推出“淡季返利”政策吸引大经销商；1996 年推出“年度返利”政策，以提高经销商资金周转来应对凉夏背景下经销商的库存压力，进一步深化经销商的粘合力。

**1996-1998 年：销售公司体制初步建立。**区域销售网络扩张，部分大经销商，规模进一步扩大，大经销商为争夺区域份额，压价窜货，扰乱市场秩序。格力为协调统一区域中多个经销商间利益，推出联合代理模式。1997 年，在湖北试点成立湖北销售公司，由销售公司出货，大经销商享受公司分红。之后培育出 20 多格力的区域销售公司，覆盖全国 30 多个省市自治区，格力全面进入专业代理阶段。区域销售公司能够防止压价、窜货，从而强化渠道管理，并在省范围内帮助拓展渠道。1996 年格力的营收增速在 10.8%，2000 年格力营收增速达到 42.8%。

**2003 年-2007 年：全面自建渠道。**空调行业竞争进一步加剧，品牌集中度迅速提高，品牌数量急剧减少。渠道呈现出专业经销商、大型连锁家电卖场、百货商场等多种业态并存的格局。2004 年 2 月由于国美在没有提前通知厂家的情况下，突然对所售的格力空调大幅降价，引发了成都国美和成都格力之间的争端。2004 年 3 月 11 日，国美总部向全国分公司下达通知，要求各门店清理格力空调库存。对此，格力公司表示，国美的这种行为已经严重损害了格力在当地制定的价格体系，同时还导致格力其他众多经销商的强烈不满。“国美之争”使得格力开始全面自建渠道，依托各省份销售公司在全国范围内搭建格力专卖店体系。2007 年，格力核心经销商持股平台京海担保承接格力集团持有的格力电器 10% 的股份，京海担保对格力的持股，进一步深化了上市公司与渠道的捆绑关系。2003-2007 年格力的营收增速在 31.9% 到 44.4% 之间波动，营业总收入持续增长。

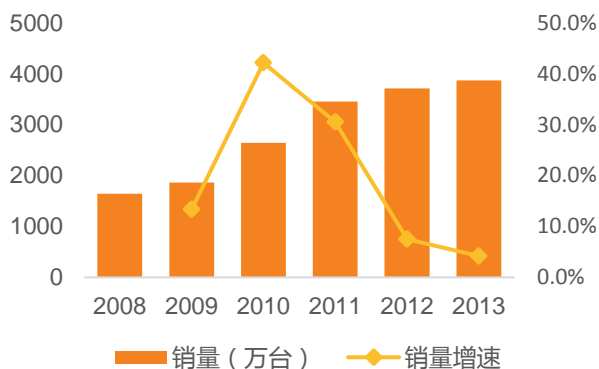
**2007 年-2013 年：盛世兴欣体系定型。**地产、家电政策等催化下空调渗透率不断提升，行业双寡头格局基本稳固。2009 年北京盛世恒兴成立，2011 年开始对全国渠道的收编整合，经过近两年时间完成对格力全国区域性销售渠道的整合，成为格力电器唯一的全国代理商，格力进一步加强渠道的控制权。格力家用空调销量增速在 2010 年和 2011 年分别达到 42.2% 和 30.5%，并且在未来三年内为正增长。格力的营收增速在 2009 年为 1%，2010 年提高到 42.6%，营业总收入在 2015 年之前保持增长。

图 4：2007-2020 中国家庭空调保有量情况（台/百户）



资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

图 5：格力家用空调销量及增速情况（08-13 年）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

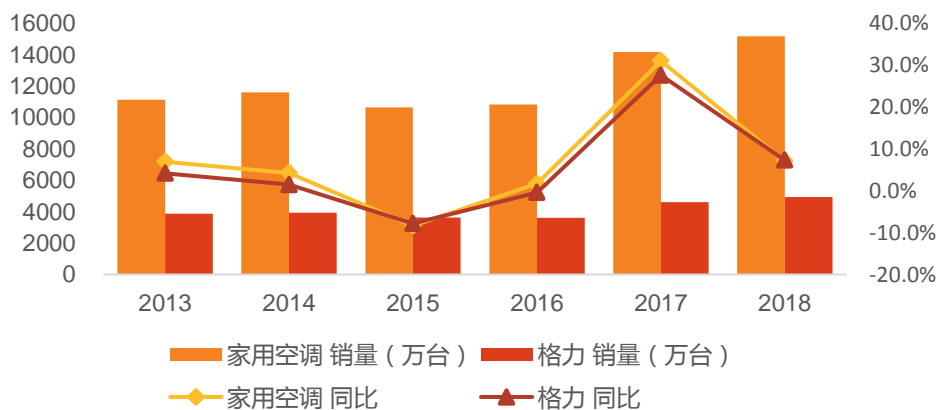
图 6：格力电器营业总收入及增速情况（08-13 年）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**2013 年-2018 年：盛世兴欣体系与行业高增速共振。**空调行业规模在人均可支配收入提升以及棚改政策的催化下快速扩大，行业年出货增速 CAGR 达 6.4%，盛世兴欣体系与行业增速共振，格力销售规模快速扩大，年收入增速 CAGR 达 5.0%。

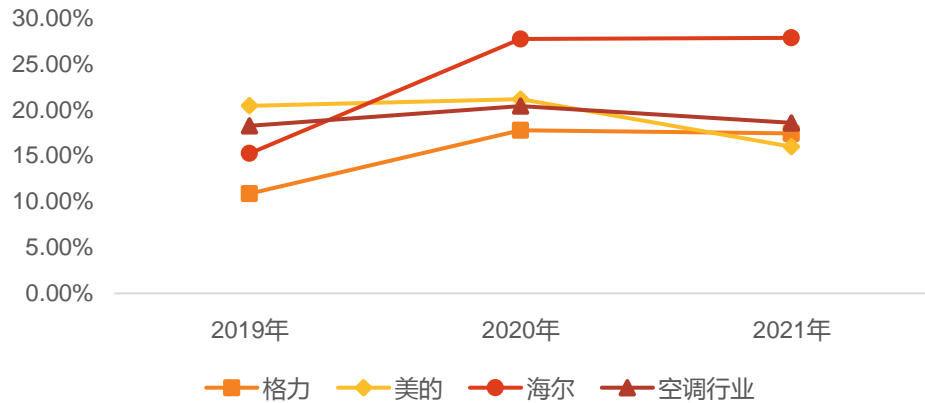
图 7：家用空调和格力销量情况(13-18 年)



资料来源：产业在线，天风证券研究所

**2019 年至今：线上线下融合时期。**地产政策调控叠加较高的保有量，行业逐渐步入成熟期，未来增速将降低。同时，电商渠道的高速增长，以及线下随着物流基础设施完备而出现的扁平化趋势，使得现有盛世兴欣体系及返利经销模式遇到瓶颈，格力渠道变革势在必行。2019 年格力相比于其他品牌，线上销量占比偏低，经历渠道变革后，2020 年开始提示提升，2021 年接近行业水平。

图 8：空调行业及主要品牌线上销量占比情况（19-21 年）



资料来源：奥维云网，产业在线，天风证券研究所

图 9：格力渠道变革时间线



资料来源：Wind，公司官网，中国经济网，企查查，天风证券研究所

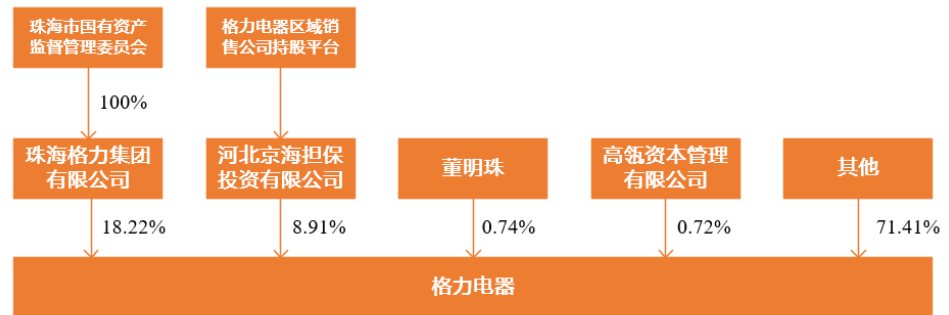
## 2.2. 为何要发起渠道变革？

### 2.2.1. 混改之后管理层与上市公司利益绑定加深

格力电器曾长期受限于控股股东格力集团的国资身份，核心管理层和员工激励不足，公司治理存在短板。2019 年 12 月 2 日，在格力集团与珠海明骏签署的《股份转让协议》中，约定珠海明骏以 46.17 元/股的价格受让格力集团持有的格力电器 902,359,632 股股份（占格力电器总股本的 15%），本次股权变动后，格力电器将从实际控制人为珠海市人民政府国有资产监督管理委员会变更为无实际控制人。珠海明骏实际控制人珠海高瓴、HH Mansion、Pearl Brilliance 和格臻投资一致同意，应在本次交易完成交割后，推进上市公司层面给予管理层实体认可的管理层和骨干员工总额不超过 4% 上市公司股份的股权激励计划。混改完成后，管理层与上市公司利益绑定更为紧密。

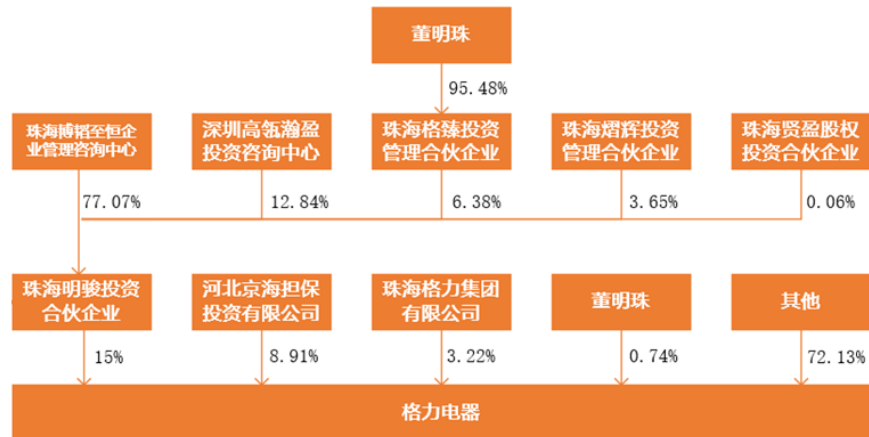


图 10：格力电器股权结构（2019 年第三季度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：格力电器股权结构（2020 年第一季度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

格力发布的员工持股计划增强了管理层与公司的利益绑定，也对员工起到激励作用。2021 年 6 月 21 日，格力电器发布第一期员工持股计划。此员工持股计划的持有人范围包括公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员，以及公司及控股子公司经董事会认定对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的中层干部和核心员工。员工持股计划为了体现激励与约束对等，有效绑定公司与员工利益，设定公司层面和个人层面的业绩考核指标，以达到业绩考核指标作为员工持股计划权益归属的条件，从而使员工长期关注公司发展以更好的实现激励效果。随着格力电器持续推进员工持股计划，其管理层将会大大增强对格力电器的话语权。因此，这实际上也是格力电器混改的后续。

我们认为，随着公司进一步完善治理结构，有效地将股东、公司和员工三方利益结合在一起，同时在公司渠道改革的稳步推进下，有望更顺应大家电行业渠道模式变化而发展，高效享有空调行业增长。

### 2.2.2. 高效渠道发展使得原有模式下经销商现金流出现问题

由于格力特殊的高返利政策以及高渠道库存的存在，格力在经销商渠道获得的利润率以及现金回报率均最高，并且经销商的利润率也显著高于其他渠道商。

在经销商利润率显著高于其他渠道的情况下，经销商的现金回报率较低。我们认为格力经销商体系能保持较强稳定性有两个前提：1）行业不会出现较长时间的衰退。根据我们

的估算，如果零售量下降，在没有特殊的返利政策支持下，经销商在经历两至三年左右的零售量下降会资金不足导致退出市场。2）在行业衰退的年份，格力给予经销商额外的支持。格力针对经销商的返利政策较为灵活，格力自身庞大的蓄水池（1H19 接近 620 亿的销售返利）使得格力可以在出货量下滑的年份给予经销商更大的支持。

**行业增速放缓时，原有模式经销商现金流压力凸显。**在行业整体增速放缓的背景下，叠加行业零售渠道结构发生明显变化，零售渠道向线上切换，线下经销商体系的零售量、出货量将面临相比行业更大的压力。对于格力经销商体系而言，不断增加的出货量是其持续发展的基础。当线下出货量增速放缓甚至下滑时，线下经销商的现金流压力将变得更大。因此，当空调行业增速放缓时，或经销商零售增速慢于提货增长要求时，货款返利无法顺利兑现，经销商现金流压力变大。

表 1：格力传统经销商渠道现金流出现问题

	线上渠道	KA 渠道	经销商渠道	假设
生产商出货量（台）	1.0	1.17	1.42	由于生产商对不同渠道压货能力的不同，零售渠道每卖出一台空调，厂商出货量不同
单台空调出货价（元）	1,069	1,240	1,240	同一产品零售价相同，线上采用倒扣制，经销商及 KA 平价出货
生产商收入（元）	1,069	1,447	1,757	出货量乘以单价
单台空调成本（元）	700	700	700	假设毛利率均为 30%
生产商成本（元）	700	817	992	成本乘以出货量
生产商利润（元）	369	630	765	收入-成本
生产商利润率	35%	44%	44%	利润除以收入
生产商库存（元）	0	(117)	(292)	假设线上不囤货，KA 及经销商分别囤货 2 和 5 个月
生产商给予渠道返利（元）	0	289	527	线上无返点，KA 和经销商分别返点 20%和 30%
生产商净现金流入（元）	280	244	340	收入减返利减成本，再减去一个月应收货款（经销商渠道为加上一个月预收货款）
生产商现金回报率	26%	17%	19%	净现金流入除以收入
单台空调零售价（元）	1,240	1,240	1,240	假设线上线下同一产品同价格
空调零售数量（台）	1	1	1	假设均为 1
渠道商收入（元）	1,240	1,240	1,240	零售价乘以零售量
渠道商单台空调提货价（元）	1,069	1,240	1,240	KA 和线上渠道采用倒扣制
渠道商利润（元）	171	289	527	零售收入-零售成本
渠道商利润率	16%	23%	43%	利润除以收入
渠道库存（元）	0	167	517	假设线上不囤货，KA 及经销商分别囤货 2 和 5 个月
渠道商净现金流入（元）	260	179	(92)	零售收入加返利减零售成本，再加去一个月应付货款（经销商渠道为减去一个月预付货款）
渠道商现金回报率	21%	14%	-7%	净现金流入除以收入

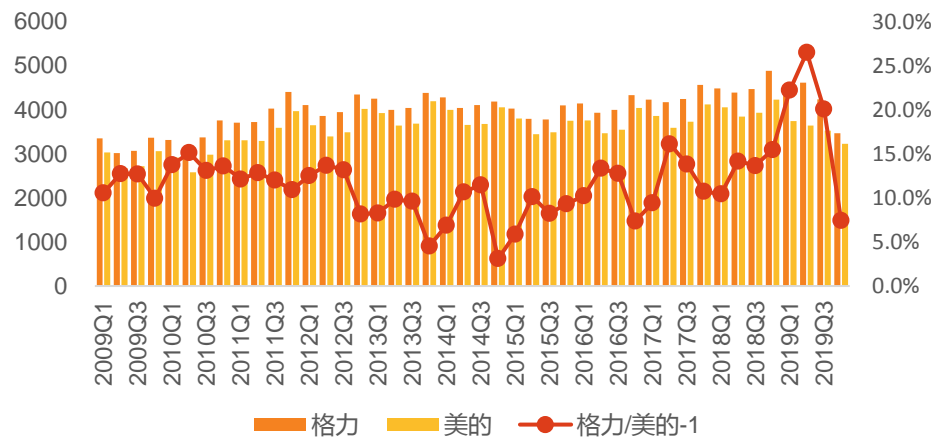
资料来源：天风证券研究所

注：1. 此处毛利率为空调生产端毛利，格力由于返利政策导致出货价与零售价一致，导致实际出货利润隐含渠道返利部分。2. 此处假设 KA 与经销商渠道生产商出货价与终端零售价格一致，而线上渠道由于不存在返利，出货价按正常零售价/（1+加价率）得出。

### 2.2.3. 原有模式下，加价率过高失去竞争力

格力因层层分销体系导致加价率过高，终端价格较高；相比之下，美的大力发展线上，同时精简渠道结构、推动 T+3 模式，最终致使格力与美的产品价差较大，价格端不具有优势。

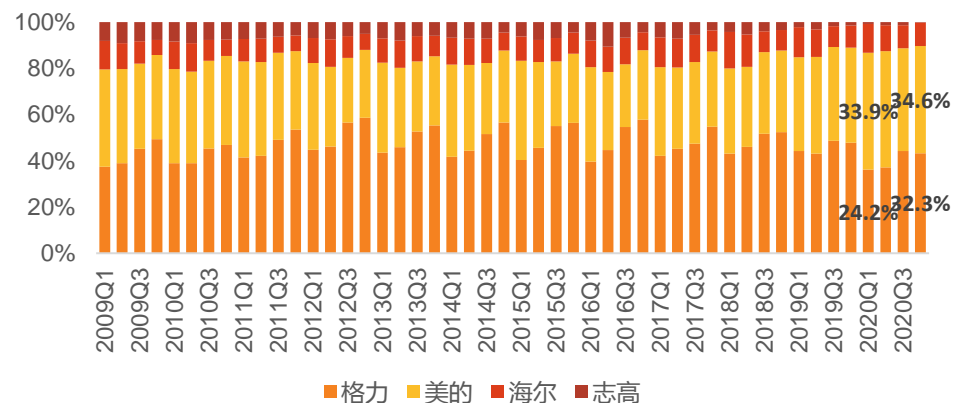
图 12：2018-2019 年格力和美的的空调线下均价对比（元/台）



资料来源：中怡康，天风证券研究所

因此，在当下以消费者需求为导向的市场中，而格力自身产品的价格不具显著优势的情况下，若经销商仍按照以往模式提货，将面临产品难以卖出，而自身库存高企的状况。与此同时，当下终端价格变化较快，经销商若库存较高，又将存在较大的经营风险。基于此，经销商的积极性有所减弱，市场竞争力也进一步下滑，对应可以看到 2020 年开始格力线下市占率第一的地位多次被美的抢占。

图 13：空调行业各品牌份额情况（09-20 年）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

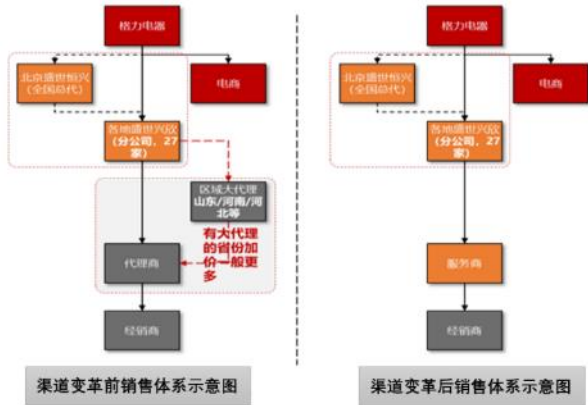
## 2.3. 新模式解读及目前的状况

### 2.3.1. 线下精简渠道，价差激励，线上开拓新零售模式

**变革之一：精简渠道层级，提升渠道效率。**格力进行的渠道改革使其销售体系向扁平化发展。一方面，弱化销售公司蓄水池及政策调节功能，使其逐步转为区域服务商；另一方面，取消或大幅缩减二级代理商，仓储物流等职能由总部接管，代理商向服务职能转变。由此，通过促使销售公司与代理商职能转化，推动其向服务商与运营商转变，从而缩减渠道层级，推动渠道扁平化发展，提升渠道效率。

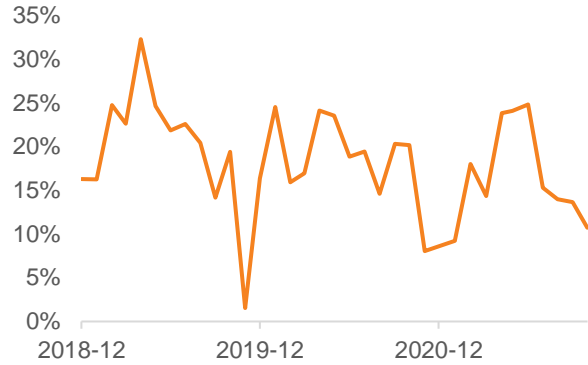
当下格力开启渠道变革、提高渠道效率，在终端价差上有所体现：截至 2021 年以来，格力与美的的线下价差收窄至在 8%-25%（18 冷年价差在 10%-32%）。

图 14：格力渠道变革图示



资料来源：公司年报，天风证券研究所

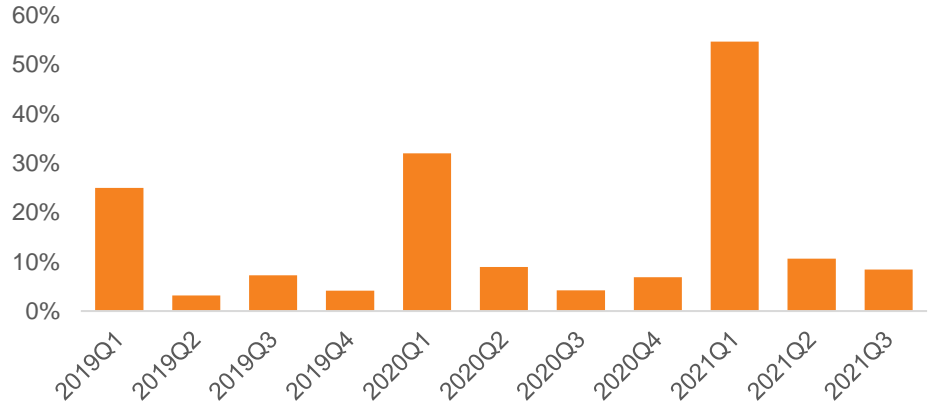
图 15：格力与美的的均价价差对比（格力均价/美的均价-1）



资料来源：中怡康，天风证券研究所

**变革之二：销售模式由返利激励导向部分转为终端价差激励，经销商盈利能力更具确定性，也增强其对终端消费者需求的敏感度。**此次渠道变革中，总部减少了过往的销售返利，而是允许终端经销商通过有价差的销售来获取其自身主要利润，该模式使得经销商能够及时明确自身的盈利水平；而以往返利模式下，压货较多，在终端价格变化情况下，对应经销商存货价值存在波动，也增加了其对自身盈利能力判断的难度。与此同时，终端需求主导带来的经销商盈利使得其对消费者的需求反应更灵敏，良性促进其产品的销售。基于此，经销商积极性提升，对应 21Q1 合同负债占营业总收入比例显著上行。

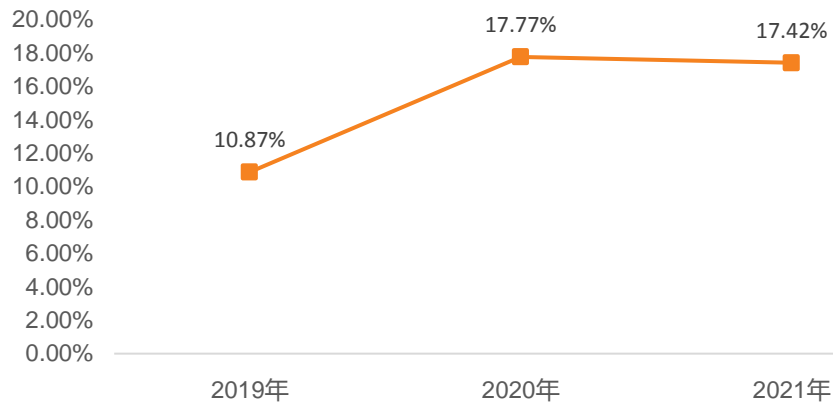
图 16：2019-2021 年格力合同负债占营业总收入比例情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

**变革之三：大力推动新零售模式，公司在渠道的选择上更加多元化与灵活。**格力目前正在建立“格力董明珠店”这一直销平台外，也开启与天猫、京东合作，推动新零售模式。随着渠道改革下加价率逐步降低，各渠道模式下产品价格更为统一，公司在产品销售渠道的选择上也将更多元化与灵活。从 2019 年底格力渠道变革开始，其空调线上销售占总销量的比例有所提高，由 2019 年占比 10.87%到 2020 年、2021 年占比 17%以上，格力渠道改革效果初显。

图 17：格力空调线上销量占比情况



资料来源：奥维，产业在线，天风证券研究所

图 18：格力“健康新生活”品牌日直播活动



资料来源：格力电器公众号，天风证券研究所

图 19：长沙·格力核心科技体验馆厨房场景



资料来源：格力电器公众号，天风证券研究所

### 2.3.2. 渠道变革后竞争力有望恢复

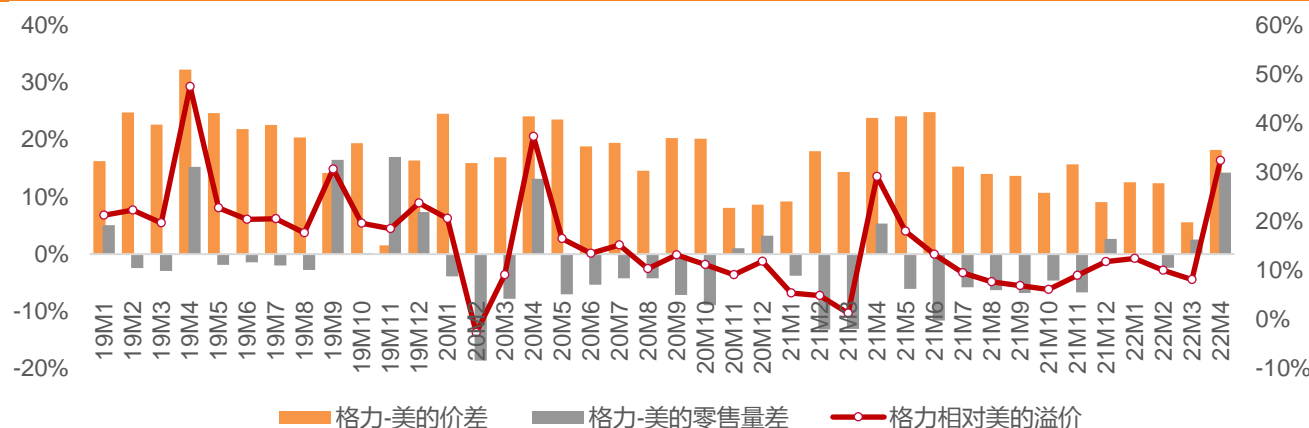
格力与美的价差扩大，同时销司对产品结构的要求与市场情况不匹配，使得格力线上线下市场份额丢失，竞争力降低。2019 年一季度以来，由于价格差异拉大，格力相对美的开始丢失份额。背后的主要原因，我们认为，一是过高的渠道加价传递至终端后使得可比机型价格与美的的差距过大；二是传统的冷年“计划任务”模式灵活性较低，同时销司为了追求自身高利润，对于产品结构要求不断提高，与市场情况不匹配。以上两点结合在一起时，2019 至 2020 冷年，格力库存高企、渠道库存成本高，从而导致竞争力降低。因此格力渠道变革主要的目的是改善以上两点，恢复终端竞争力。

从线下数据来看，19 年中前，格力相对美的品牌溢价不断上行，其中均价存在差异但较小，彼时格力市场份额亦处于领先。进入 2019 年，格力与美的价差明显扩大，这使得格力开始丢失零售份额，损失品牌溢价。

从线上数据来看，格力均价在大部分时候领先美的，而销售份额始终落后美的较多。我们认为这是格力为了照顾线下经销体系的定价策略决定的。但随着渠道改革持续推进，线下份额差逐步收窄，品牌竞争力逐步恢复。

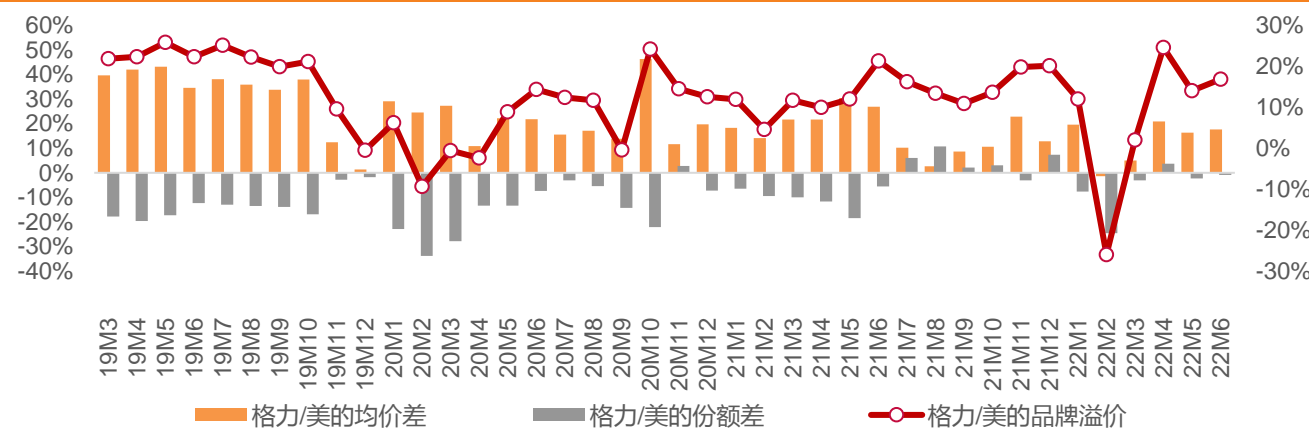


图 20：线下市场季度别格力美的均价差（左轴）、份额差（左轴）与品牌溢价（右轴）



资料来源：中怡康，天风证券研究所

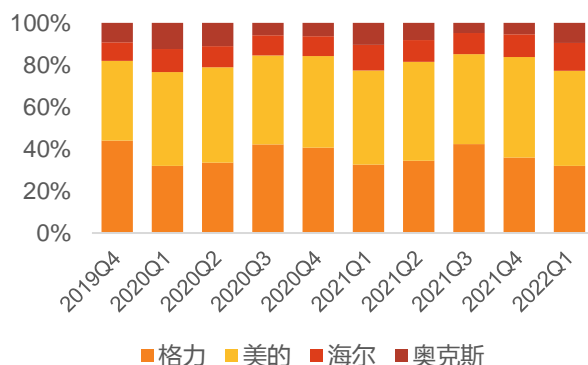
图 21：线上市场月度别格力美的均价差（左轴）、份额差（左轴）与品牌溢价（右轴）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

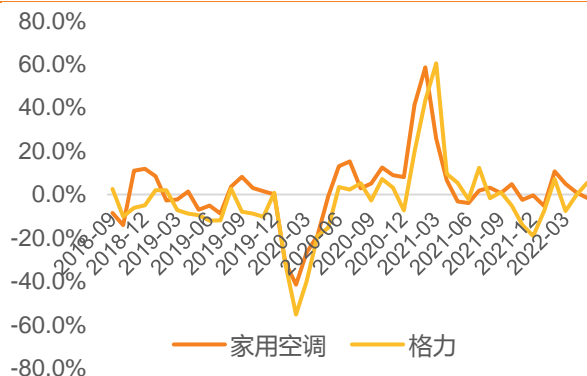
在经历渠道变革后，从 2021 年总销量市占率和销量同比数据来看，格力竞争力逐步恢复。2019 年至今，美的在终端零售上依靠灵活的价格机制，多元化的渠道布局，市占率由 2019 年 Q4 的 30.3% 至 2022 年 Q1 上升到 34%，增幅较大。而格力在 2019 年底经历渠道变革后，2019 年 Q4 至 2022 年 Q1 其总销量市占率呈波动趋势，2021 年分季度来看相对 2020 年稳中有升。对比格力与空调市场的销量同比变化情况，2021 年之前，格力销量增速同比在总体上低于行业水平。2021 年以来格力销量增速在上半年开始领先行业整体水平，格力相比行业其竞争优势稍有显现。随着未来格力的渠道模式愈加顺应行业发展的趋势，我们认为其竞争力将逐步恢复。

图 22：空调各品牌总销量市占率（19 至今）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 23：空调整体市场与格力销量同比变化（18 年至今）



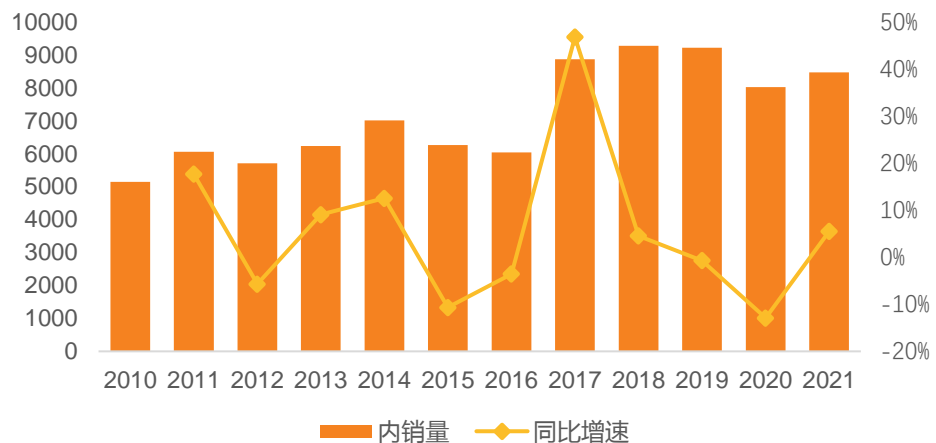
资料来源：产业在线，天风证券研究所



### 3. 空调行业的未来：量价两端仍有望提升市场空间

根据产业在线数据统计，2010 年-2021 年空调内销量从 5150 万台增长至 8470 万台。2010-2015 年的 5 年空调内销量年复合增速为 4.01%，而 2015-2020 年的 5 年空调内销量的年复合增速升至 5.07%。关于空调行业未来的空间，我们从量和价两个维度进行探究。

图 24：2010-2021 年空调行业内销量（万台）及同比增速

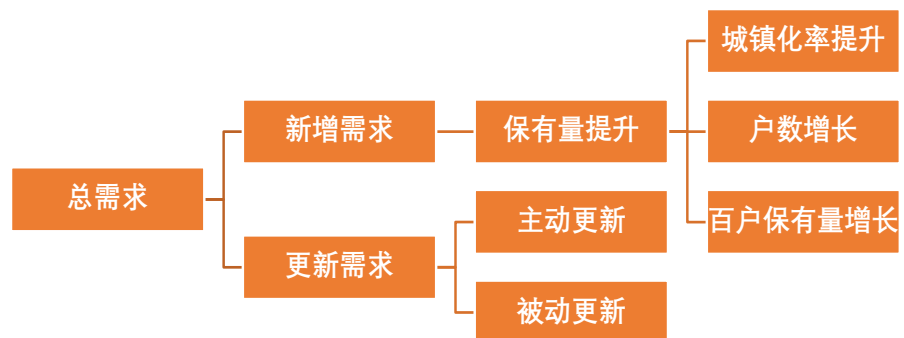


资料来源：产业在线，天风证券研究所

#### 3.1. 量：市场需求稳定上升，行业仍具增长潜力

国内家用空调的内销量受新增需求带来的保有量提升和更新需求的影响。其中新增需求的提升主要源于城镇化率的提升、户数的增长以及百户保有量的增长所带来的保有量提升，而更新需求主要由产品的使用寿命决定，少部分消费者会选择主动更新产品。

图 25：国内家用空调总需求拆分为新增需求和更新需求

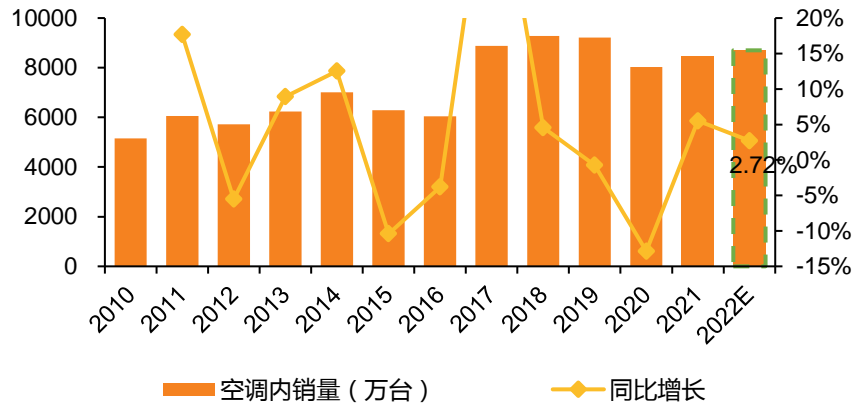


资料来源：天风证券研究所

从新增需求与更新需求叠加的维度来看，根据我们在外发报告《家电行业 2022 年中期策略：吹尽狂沙始到金》中的测算，预计 22 年空调内销量同比+3%，由于散发疫情、原材料成本上涨等因素，2021 年部分消费者家电购置需求延后，我国大家电内销较增长中枢（依据行业长期变量，如居民收入、国家城镇化率等指标测算得到）形成缺口。上半年

国内散发疫情对消费形成压制，导致安装属性较强的空调的渗透，明显偏离中长期变量引起的中枢增速，我们预计伴随疫情形势缓和、地产交房数据改善支撑下半年大家电需求向好，有望逐渐补齐两年内形成的需求缺口。

图 26：2022 年空调内销量增速预计可达 2.72%



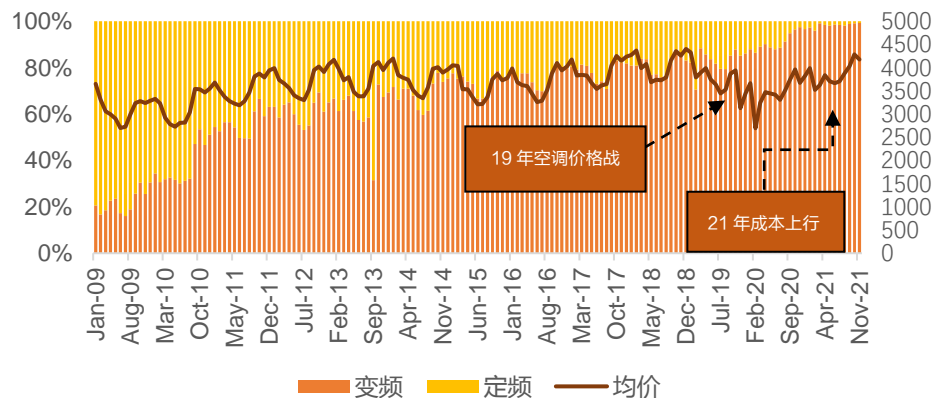
资料来源：国家统计局，产业在线，Wind，欧睿国际，天风证券研究所

展望未来，尽管空调保有量已接近天花板，但以更新需求为主要驱动力的空调内销量仍保持了一定的增速。我们认为未来更新需求或将进一步增长，空调行业仍具一定的成长空间。

### 3.2. 价：产品升级均价有望进一步提升

品类升级是推动空调均价上行的重要因素之一。从历史数据来看，空调均价虽受成本上行、价格战等多方因素扰动，但品类升级依然与均价上行呈现出较强相关性。以变频空调的普及为例，排除价格战、原材料成本上行等因素影响，变频空调销售占比与空调均价在不同的历史时期均呈现出相似的上升趋势（09-19 年二者月度数据相关系数为 0.76）。由此我们认为，未来空调行业从价的角度进一步的增长有望通过品类升级和产品结构的优化来实现。

图 27：从历史数据来看，品类升级是推动空调均价上行的重要因素之一（%，元）



资料来源：中怡康，天风证券研究所

疫情以来消费者对健康的需求日益增加，“新风+空调”主打的健康理念空调热度高涨。

乘着健康家电的热潮，新风空调的市场规模猛增，在 2021 年 5 月新风空调线上市场规模高达 11562 万元，同比增长 1242%。从线上均价来看，新风空调均价普遍高于行业整体 1500 元左右，由于新风空调有普通空调所不具备的换新空气、增氧除菌功能，相比普通空调具有一定溢价，这也推动了行业产品结构改善。我们认为，未来随着行业产品向高效能、中高端化发展，空调行业均价或有较大可提升空间。

图 28：2021 年线上新风空调月度规模（万元）及同比



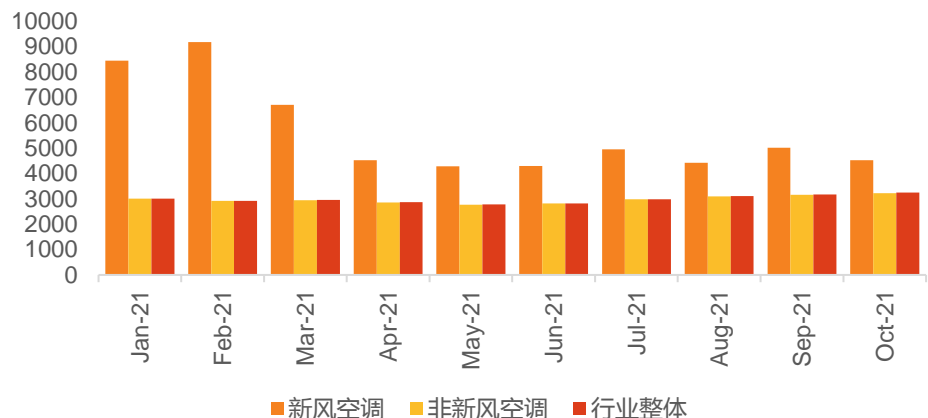
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 29：2021 年线下新风空调月度规模（万元）及同比



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 30：2021 年 1-10 月新风空调线上均价（元）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

**迎合消费者需求，公司积极布局品类结构升级。**据奥维云网统计，2021 年格力在线上共发布 16 款新风空调，均为臻新风系列空调新品，新风产品数量位列行业第一。从天猫和京东的店铺情况来看，柜机新品价格在 15000-20000 元左右，壁挂式空调价格在 5000-10000 元左右，不同价格段的产品给予了消费者更多的选择。产品基本以一级能效为主，空调功率从 1 匹到 3 匹不等，且大多产品拥有不同配色。总体来说，格力电器在新风空调方面的布局较为全面。

图 31：2021 年主要品牌新风产品数量布局

上市月度	2021年主要品牌新风产品数量布局									
	线上					线下				
	美的	海尔	格力	小米	海信	美的	海尔	格力	TCL	海信
21-01			1					1		
21-02	1					1				
21-03	1		2	1	1	1		1	2	1
21-04		1					1			
21-05		1	3	1	1		1			1
21-06			1	1	1					1
21-07			1							
21-08		1					1			
21-09	5					5				
21-10	4	1				2				
21-11	1	2	7			1			2	
21-12			1			1				
总计	12	6	16	3	3	11	3	2	4	3

资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 32：2021 年格力线上部分新风空调布局

产品名称	臻新风KFR-72LW	臻新风KFR-50LW/(50582)FNhCg-B1	臻新风KFR-35GW	臻新风KFR-26GW/NhHf1BAj
				
价格	18999-21099	14999	7999-8999	4699
空调类型	柜机	柜机	壁挂式	壁挂式
工作方式	变频	变频	变频	变频
能效等级	一级	一级	一级	一级
空调功率	3匹	2匹	1.5匹	1匹
新风量	78m³/h	78m³/h	30m³/h	/

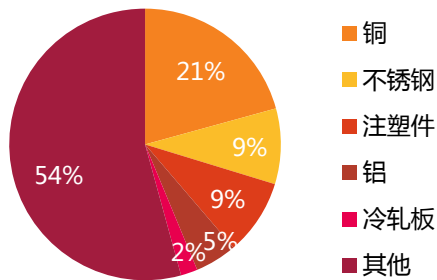
资料来源：天猫，京东，天风证券研究所

### 3.3. 供需两端逐步修复，空调行业有望复苏

#### 3.3.1. 供给端：若原材料价格回落，预计空调成本压力最先缓解

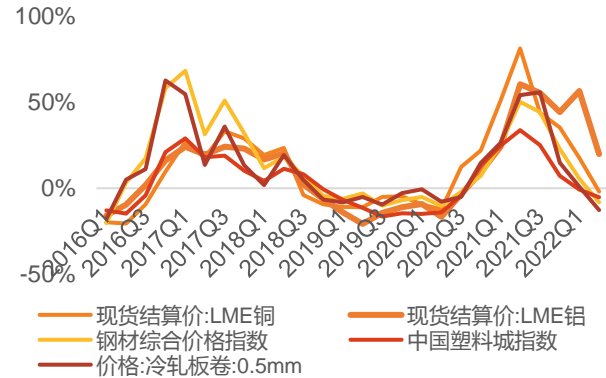
原材料成本高企带动空调均价上涨，抑制部分需求。从供给端来看，空调的核心原材料主要包括铜、铝、钢材、塑料、玻璃等，从成本结构的角度进行观察，原材料中铜的占比较大，其次是不锈钢和注塑件。我们对空调成本变化和各类原材料的价格变化进行分析，发现空调对铜价最为敏感，原材料价格呈波动式上升趋势，推动空调零售均价上行。

图 33：空调成本构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

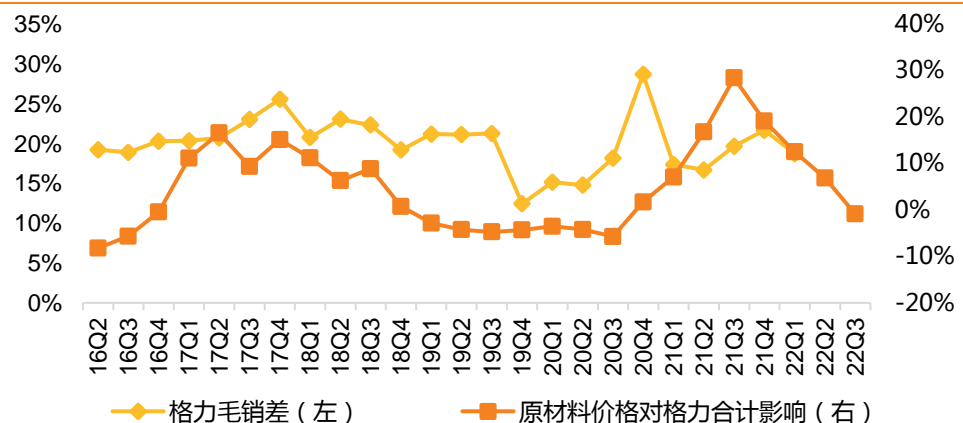
图 34：主要原材料价格指数同比变化（%）



资料来源：Wind，世界银行，中塑咨询，国家统计局，天风证券研究所

成本变动与空调行业利润水平关联程度较高，一般延后 2 季度体现。通过将核心家电企业毛销差、净利率与主要家电产品原材料价格变化进行指数化处理后进行拟合分析，我们发现上游原材料成本变化往往领先家电企业利润水平变化 1 到 2 个季度左右。以格力为例：空调原材料成本指数在 17Q2 触底后，公司 17Q4 毛销差升至顶部；同样 20Q2 触底后，20Q4 公司毛销差升至顶部。

图 35：空调行业利润变化滞后成本变动 1-2 季度



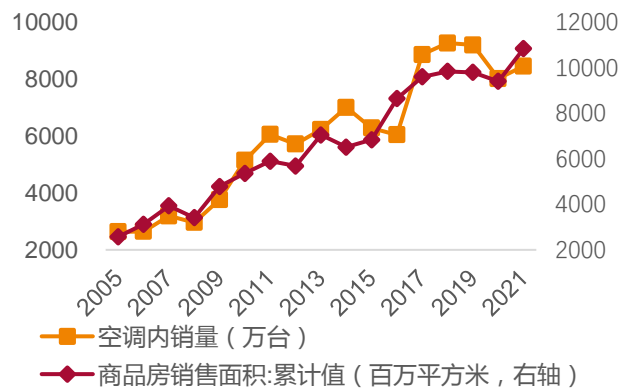
资料来源：wind，天风证券研究所

若原材料价格回落，空调品类有望最先受益。由于铜、铁、铝土矿石的供给受海外疫情影响，我们预计此类原材料的价格回落幅度有限，主要依靠国内的冶炼加工环节来降低价格。由于 2022 年能耗指标将重新计算，预计受能耗双控影响的不锈钢、铝、塑料、玻璃等原材料在 2022 年有较大的下降空间。因此与铜价关联度高的空调可能先出现缓解。

### 3.3.2. 需求端：地产宏观环境有所回暖，有望刺激需求带动空调销售

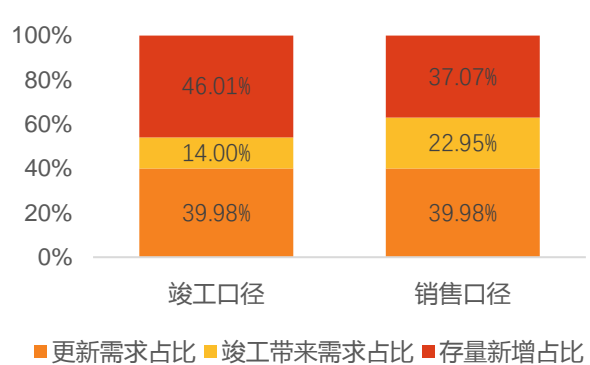
从需求端来看，空调需求由地产竣工新增及存量新增共同带动。从历史数据表现来看，过往地产销售的景气程度持续拉动了空调行业内销量的增长，二者相关性较高。从空调的新增需求和更新需求两方面来分析，假设每套新房中，空调为 1:2 配置，空调的换新周期为 10 年，竣工/销售比为 80%，基于产业在线数据可以得到由竣工带来的新增需求占空调总需求的 23%，由存量房新置备空调带来的新增需求占空调总需求的 37%（销售口径）。与冰箱、洗衣机等已更新需求为主导的品类不同，空调以竣工新增以及存量新增需求为主导。

图 36：空调需求与地产景气情况较为相关



资料来源：Wind，产业在线，天风证券研究所

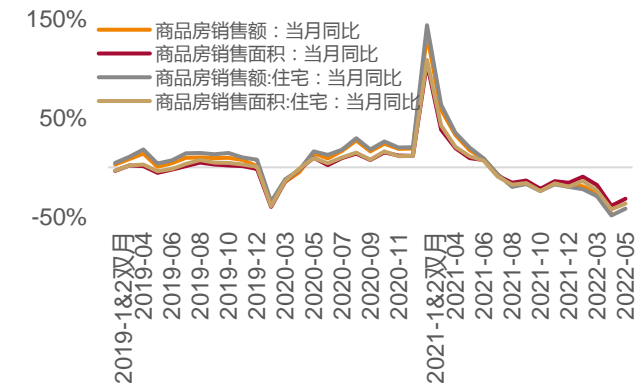
图 37：空调更新及新增需求占比（2019 年）



资料来源：Wind，产业在线，天风证券研究所

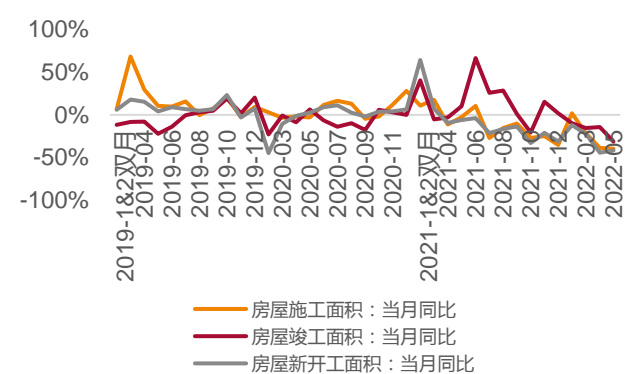
**地产政策从严后逐步回暖，有望拉动空调需求。**21 年下半年地产政策收紧，商品房销售同比以及竣工面积等指标下半年以来持续走弱，对整体空调需求造成了一定负面影响。但随着年底开始，地产宽松信号持续释放，有望带动空调需求回暖。中央及各部委在 2021 年年底持续释放积极信号，在“房住不炒”的定位下，加强引导房地产市场的健康发展，预计 2022 年初改善型购房需求会逐步释放。

图 38：21 年下半年以来商品房销售持续走弱



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：21 年下半年以来施工竣工持续走弱



资料来源：Wind，天风证券研究所

综上所述，我们预计 2022 年成本端压力的缓解将最先传导至空调行业，同时需求端地产与信贷的宽松政策有助于刺激空调购置需求，供需两端利好因素将有望带来空调行业增速修复。

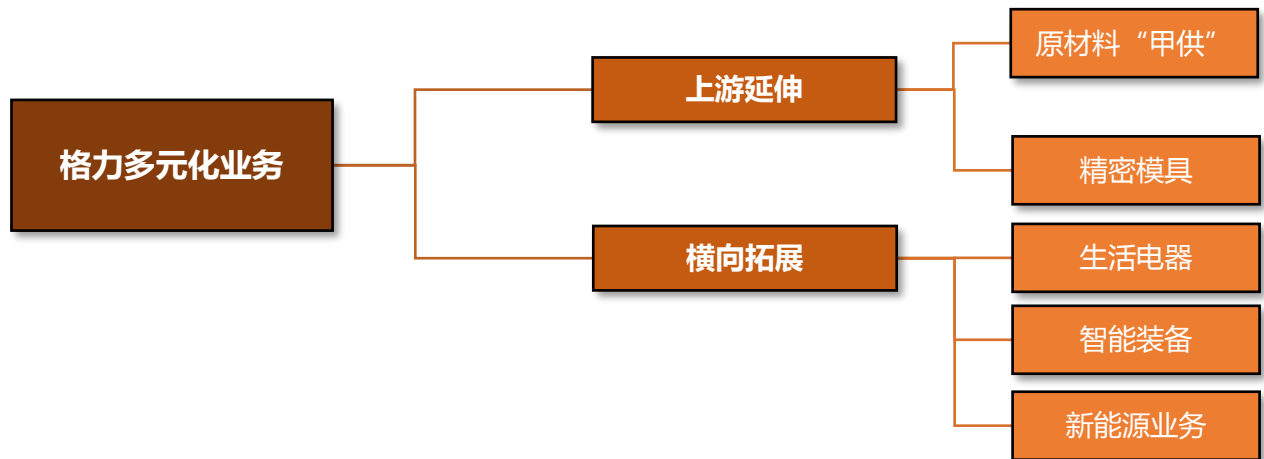
## 4. 格力发展第二曲线：深耕上游领域，着力高景气赛道

### 4.1. 产业链协同+下游横向延伸，构造新增长曲线

近年来格力致力于拓展除空调主业外的第二增长曲线：一方面公司纵向拓展产业链上游领域，在压缩机、精密模具制造等方面发力，同时通过与供应商原材料“甲供”的方式确保下游产品品质；另一方面，公司积极拓展横向新业务，在生活电器、智能装备等方面亦有建树，同时公司通过一系列收并购行为，重点着力新能源相关领域。

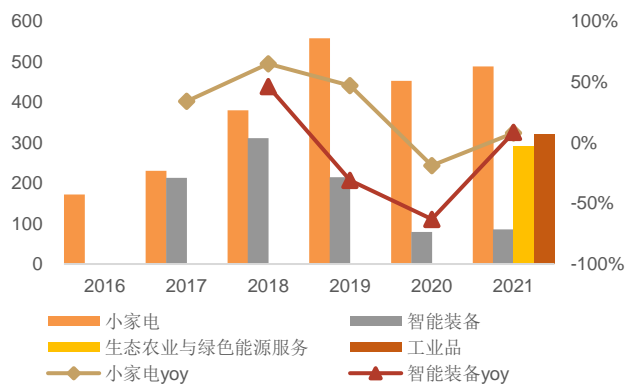


图 40：格力多元化有望构筑第二增长曲线



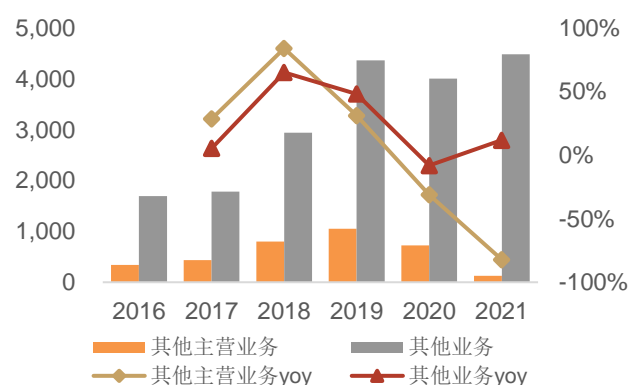
资料来源：公司年报，wind，天风证券研究所

图 41：公司小家电及智能装备营收规模及增速（百万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：公司其它主营业务（精密模具等）及其他业务（甲供为主）营收规模及增速（百万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**产业链协同，精密模具部署加速。**格力作为空调行业龙头企业，多年来致力于把控产业链上游环节以实现对产品成本和品质的有效把控。一方面，公司通过“甲供”的方式，自行采购原材料并出售给供应商，加强对关键原料品质的把控。一方面，公司自研精密模具及压缩机、漆包线等上游核心部件以实现成本控制。

精密模具是格力电器多元化布局的重要战略方向之一，公司拥有格力精密模具（武汉）有限公司和珠海格力精密模具有限公司等相关子公司，下游领域包括空调等家电产品、汽车零部件、3C 领域等厂商，具有市场广泛、规模巨大的特点优势。空调等家电产品应用方面，格力精密模具与格力空调、家电等形成全产业链协同发展，保证双方供需端的稳定性。由于国内大多数空调企业不具备自己的开模能力，国内空调产品在外观上出现严重同质化现象，而自 2013 年大力发展精密模具以来，格力模具为其核心科技和创新工艺提供了支持以及展示平台。

**横向拓展发力生活电器，制造能力外延拓宽布局。**近年来，格力将自身与空调制造方面积累的技术经验横向拓展至生活电器领域，取得较好进展。公司旗下“格力”、“晶弘”、“大松”等品牌覆盖环境电器、冰箱、洗衣机、厨房电器等品类。从营收增速来看，公司相关业务于 2019 年之前增速较快，2020 年受疫情影响线下渠道销售受阻，加之公司渠道网络相比小家电更愿意销售利润水平更高的空调品类，导致小家电板块增速回落。我们认为，随着公司渠道变革加大线上渠道建设力度，上述不利因素有望缓解，带动相关业务恢复增长活力。

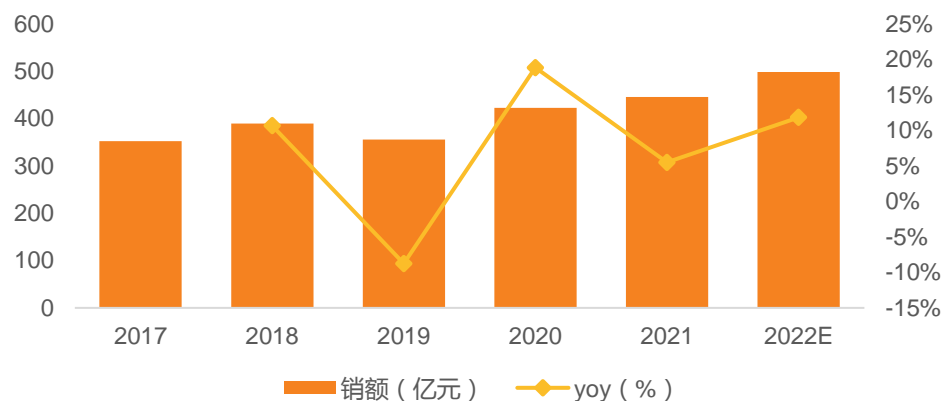
**智能装备表现突出，贡献第二增长曲线。**2013 年，格力电器进入智能装备领域，目前已具备工业机器人、数控机床、智能物流仓储、智能检测、自动化集成等领域的关键技术。智能装备是国家发展重要战略方向，也是格力重点发展的支柱产业之一。根据中商情报网数据显示，2021 年我国工业机器人市场规模达到 445.7 亿元，预计 22 年增速可达到 12%。

表 2：格力智能装备领域主要产品

产品类型	主要产品	特点	主要应用领域
工业机器人	GR12A-2.0 GR20A-1.8 GR30A-1.6	结构紧凑、工作范围广、动态响应速度快	焊接、装配、搬运、码垛、涂胶、包装以及机器人教学
数控机床	五轴联动加工中心 GA-F350 立式加工中心 GA-V5080	高刚性结构设计、减震好、全闭环控制、高速高精高稳定	叶轮、膝盖关节、医疗器械、复杂曲面的模具制造；叶轮、模具、航天、汽车等复杂零件的精加工
智能物流仓储	潜伏式 AGV 移栽式 AGV 牵引式 AGV	具备无线通信功能、可选远程控制或触屏设置	智能物流仓储
伺服机械手	钣金冲压机械手、气动伺服机械手、五轴伺服机械手	配备行业唯一防跌落装置、高强度刚性	冲压工位上上料、搬运、下料、码垛等生产工序；模具生产

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 43：中国工业机器人市场规模及增速



资料来源：中商情报网，天风证券研究所

**深化多元化布局，迈入新能源赛道。**新能源板块是格力近年重点发展的新领域，银隆新能源、盾安环境的收购也为此注入新活力。格力新能源板块的业务范围包括光伏储直流空调系统、工商业储能、新能源直流电器、能源互联网系统和新能源汽车零部件等。一方面，格力新能源研发光伏空调等相关产品，使得主营业务空调契合更多应用场景，其中光伏变频离心机机载变流器并网性能获 TUV 认可，助力三和毅维光伏离心机项目成为新加坡国家级高效制冷机房示范项目。另一方面，格力新能源进行储能、新能源汽车等方面产业布局，致力打造全产业链。

#### 4.2. 收购格力钛（银隆），切入储能高景气赛道

2021 年 8 月 31 日，格力通过司法拍卖获得银隆新能源 336,197,406 股股份，占银隆新能源总股本 30.47%，并受董明珠委托行使银隆新能源 192,672,001 股份对应的表决权。公司合计控制银隆新能源 528,869,407 股股份对应的表决权，占总股本 47.93%。银隆新能源成为上市公司的控股子公司。银隆新能源收购后更名为格力钛新能源，其锂电池、新能源客车的研发拓宽了格力第二曲线的业务范围，进一步深入新能源领域，双方产业有望协同发

展。

#### 4.2.1. 钛酸锂电池安全性强，竞争优势独特

**格力钛钛酸锂电池竞争优势独特。**在锂电池不同的技术路径中，格力钛采用的钛酸锂具有高安全、快充放、大倍率、耐宽温、长寿命等优良特性，可覆盖全储能应用场景，在恶劣工况、安全性要求较高的应用场景下有独特优势。

表 3：锂电池性能对比

电池种类	安全性	寿命	价格	比能量	其他
钴酸锂	较低	较短	较低	高	市场份额稳定
锰酸锂	较高	较短	较低	较高	容量小
镍钴锰酸锂	较高	较长	较低	高	自热率低
磷酸铁锂	高	长	较低	较低	容量小
镍钴铝酸锂	较低	较长	较高	高	-
钛酸锂	高	长	高	较低	充电快

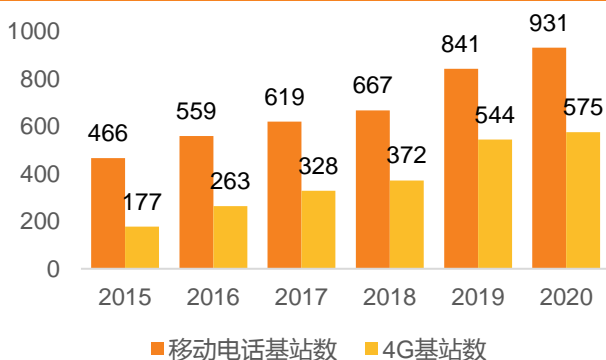
资料来源：电池中国网，天风证券研究所

#### 4.2.2. 储能市场前景广阔，格力钛布局景气赛道有望实现高增

格力钛电池下游应用场景较多，除新能源乘用车外，还应用于通信基站、轨道交通、光伏发电站等多个应用场景，部分项目走向国门，发展前景广阔。

**通信基站储能市场发展稳定，钛酸锂电池性能契合要求。**据工信部统计数据，钛酸锂电池应用领域之一的通信基站数量逐年稳步增长，基站大多分布在气候、环境复杂，且较为偏远寒冷的地区，需要储能电池安全性高、寿命足、耐低温程度强，在冬季正常运行，以减少运营成本，格力钛通信基站储能系统具有的高安全、长寿命、耐低温等性能正好满足需求。当前是全球 5G 商用部署的关键期，工信部表示坚持自主创新与开放合作相结合，我国 5G 产业已建立竞争优势，相应通讯基站的增长也对储能系统提出了新要求。根据工信部数据，近年来我国通信基站数量持续增长，对应储能电池需求持续上行。

图 44：中国通信基站数量（万个）



资料来源：中华人民共和国工业和信息化部，天风证券研究所

图 45：2018-2025 全球基站锂电池市场需求及预测

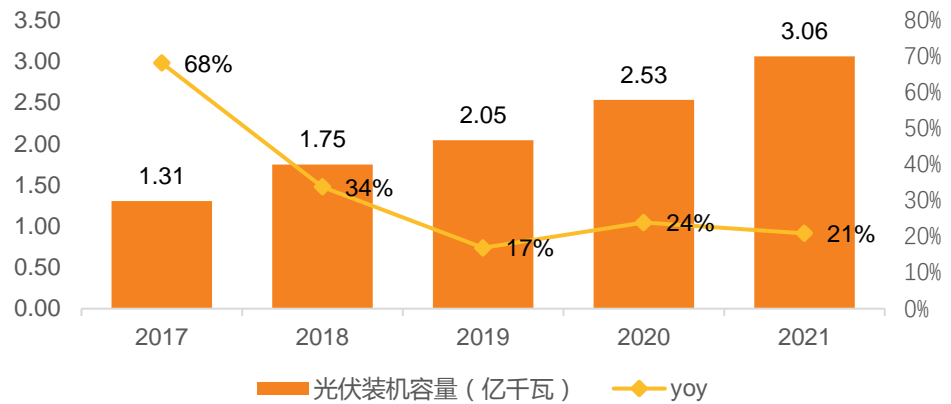


资料来源：中国储能网，高工产研锂电研究所（GGII），天风证券研究所

**光伏产业规模持续扩大，市场环境整体向好。**格力钛集装箱式储能系统根据电网运行情况、光伏系统的出力情况，通过协调控制系统，实时调节储能系统充放电状态，实现储能系统出力与光伏出力的最优平衡，同时，实时跟踪储能电池的容量状态、光伏出力以及负荷情况，合理安排储能系统的充放电。此前，格力钛储能系统已经落地西藏、内蒙古、四川等

地通信基站、光伏电站项目，有望继续落实在光伏、通信行业的深入发展。2017-2021 年我国光伏发电装机容量保持稳定增长。

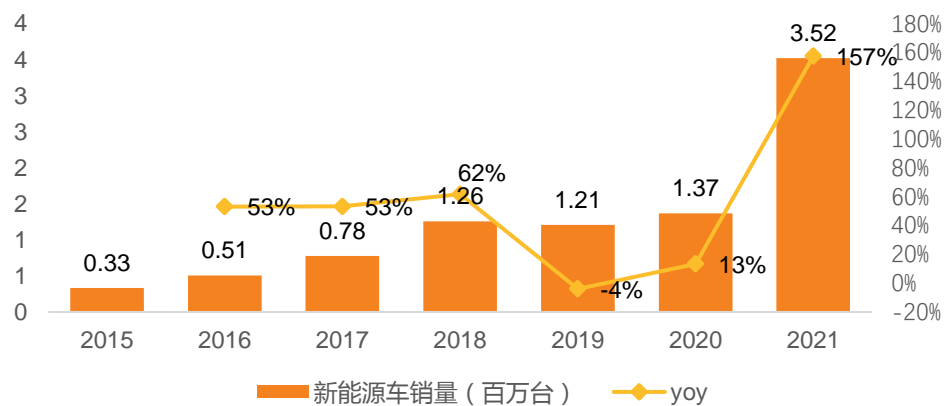
图 46：2017-2021 我国光伏发电装机容量（亿千瓦）



资料来源：wind，天风证券研究所

**顺应政策需求，新能源汽车市场发展快速。**近年来新能源汽车增长态势明显，2021 年新能源汽车渗透率为 14.8%，销量 352 万辆，同比增长 157%，行业发展前景广阔。在整车领域，格力钛新能源产品竞争力较强。2021 年格力钛 7 米以上新能源客车销量排名第七，占市场份额 4.12%。

图 47：新能源汽车销量及增长(百万辆)



资料来源：wind，天风证券研究所

### 4.3. 受让盾安股权，多元化再添新布局

格力于 21 年 11 月公告称拟受让盾安环境股权，目前其受让的 270,360,000 股股份已完成过户，格力已成为盾安控股股东。我们认为，一方面收购盾安有望促进格力空调产业链协同，另一方面盾安在新能源汽车热管理领域布局较早，收购盾安有望进一步加快格力业务多元化进展。

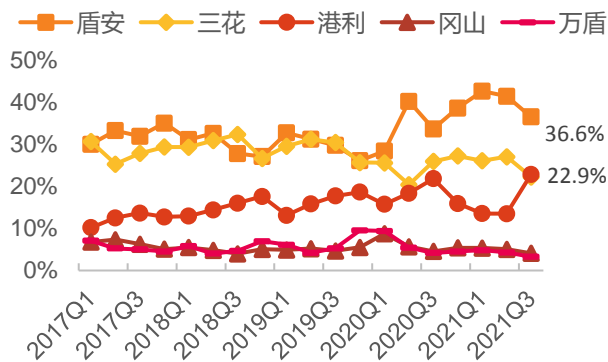
#### 4.3.1. 收购制冷配件龙头，完善产业链垂直整合

生产端的规模效应是空调行业的重要竞争优势来源，通过收购盾安股份，格力进一步完善其在空调制造领域的垂直整合度。格力作为国内空调龙头企业，致力于构筑一体化的产业链，以实现较好的成本控制。格力分别在 2004 年和 2006 年收购核心零部件公司凌

达压缩机和凯邦电机，保证了在空调压缩机和电机领域的自配套，2017 年收购了从事制冷转子式压缩机、车用涡旋式压缩机和制冷电机的研发生产的海立股份 5% 的股份，2018 年将股份提升至 10%。

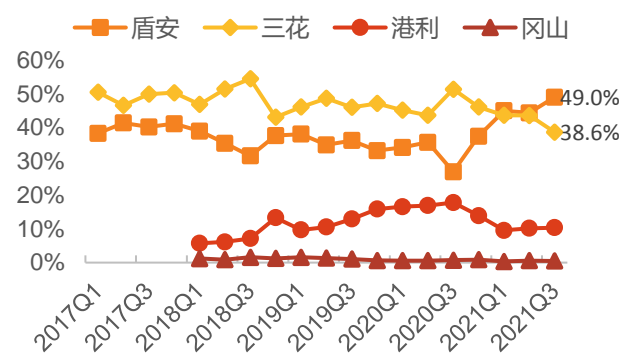
**盾安系国内制冷阀件龙头企业，格力通过收购可有效控制上游成本。**空调阀件行业品牌集中度非常高，且企业格局稳固，据产业在线数据显示，21 年前三季度细分赛道截止阀/四通阀/电子膨胀阀/电磁阀市场 CR3 分别为 82.1%、98.1%、92.9% 和 84.9%，盾安位列第一、第一、第三和第二。综合来看，盾安在阀件市场占有率达 38.9%，高出第二名三花智控 5.8pct，跃居行业第一，成为空调市场主力供应商。盾安一直是格力制冷配件业务的核心供应商，此次股权收购后格力可以通过垂直整合，降低上游阀件供应的成本和其他费用成本，巩固行业竞争力。

图 48：盾安截止阀内销占比（%）



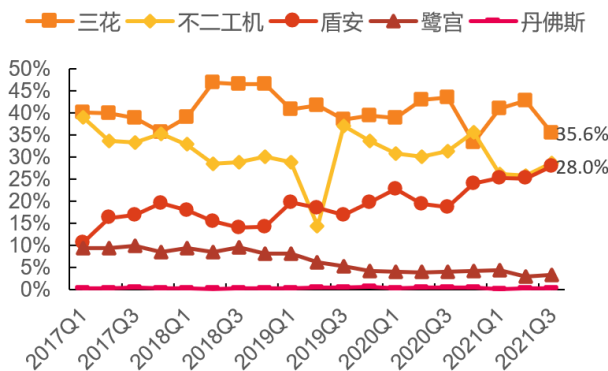
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 49：盾安四通阀内销占比（%）



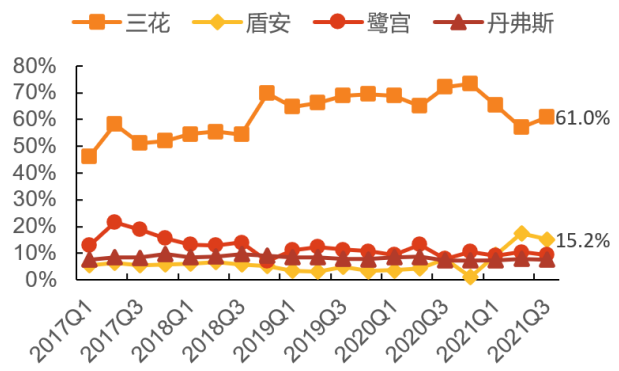
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 50：盾安电子膨胀阀内销占比（%）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 51：盾安电磁阀内销占比（%）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

#### 4.3.2. 新能源热管理蓄势待发 多元化业务再添新布局

**盾安掌握热管理系统核心零部件。**电子膨胀阀是热管理系统技术壁垒较高的零部件之一，其性能优劣会影响整个热管理系统的能耗及安全性。盾安作为空调阀件龙头，产品技术与质量过硬，获得 CQC、UL、CE 等众多国家和地区的安全认证，在新能源车热管理系统的产品制造方面同样具有扎实的基础。目前盾安拥有大批自动化机械设备进行产品的生产，电子膨胀阀制造精度可达微米级，依靠智能算法完全实现了快速拉温度和稳定控温，新产品 CO<sub>2</sub> 电子膨胀阀可满足最高工作压力 15MPa 下可靠运行。盾安从供应链稀缺的电子膨胀阀切入热管理领域具有天然竞争优势，且有利于后续延伸其他低壁垒环节。

**盾安的热管理产品图谱较为完善。**基于空调阀件经年积累的技术经验，盾安产品涵盖热



管理系统中电池热管理机组、电子水泵、电子膨胀阀等众多关键部件，今后有望基于核心零部件延伸其余环节产品，提供集成化解决方案。

图 52：盾安热管理产品图谱

电子膨胀阀系列	热力膨胀阀系列	电磁阀系列	组合阀系列	一体封装阀系列	水泵系列	水泵水阀集成系列	热管理机组系列
							
PWM 协议/ A 型	常规型 TXV	CDF-A (异型锻件)	MCV	电磁阀	EP60	九通水阀	GATMS 系列
							
LIN 协议/ C 型	引线型 TXV	CDF-B (普通方形)		单向阀 (B 型)	EP70	比例三通水阀	

资料来源：盾安环境官网，天风证券研究所

**量价齐升，热管理市场前景广阔。**从新能源汽车热管理行业角度看，新能源汽车与传统燃油汽车在结构上存在巨大差异、进一步的复杂化和集成化，导致热管理行业的创新、生产需求必将随着新能源汽车渗透率不断上升而上升。新能源乘用车市场的快速增长叠加消费者对乘车舒适度及节能降费需求的逐步提升为热管理行业带来持续增量需求。

根据我们测算，至 2025 年，全球新能源车热管理市场规模将达 1460 亿元，其中国内市场为 767 亿元，核心假设如下：

- 1) 新能源汽车渗透率假设：根据新能源车高速发展的势头，预计到 2025 年全球和中国的新能源车销量将分别达 2523 万辆和 1326 万辆。
- 2) 价值量假设：假设热泵型纯电车的单车价值量为 6410 元，部分低价车仍以 PTC（单车价值约 200-300 元）代替热泵系统，则 PTC 型新能源车单车价值量约 5160 元。
- 3) 热泵搭载渗透率假设：热泵空调对于能效提升效果显著，各大新能源车厂均积极采用，预计热泵技术在 2025 年达到可观普及度，假设 2022-2025 年热泵系统的渗透率分别为 20%/30%/40%/50%。



表 4：中国及全球热管理市场空间测算

量：中国及全球新能源车销量预测							
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
全球新能源车销量（万辆）	221	305	630	943	1325	1818	2523
YoY		38%	107%	50%	41%	37%	39%
渗透率	2%	4%	8%	11%	16%	21%	28%
中国新能源车销量（万辆）	121	134	351	520	727	982	1326
YoY		12%	161%	48%	40%	35%	35%
渗透率	5%	5%	12%	19%	26%	34%	44%
海外新能源车销量（万辆）	100.5	170.4	279.6	423	598	836	1197
YoY		70%	64%	51%	41%	40%	43%
价：单车热管理价值量							
新能源车热泵渗透率	2%	5%	10%	20%	30%	40%	50%
热泵车型热管理价值量（元）	6410	6410	6410	6410	6410	6410	6410
非热泵车型热管理价值量（元）	5160	5160	5160	5160	5160	5160	5160
市场规模（预测结果）							
全球新能源车热管理市场规模（亿元）	115	159	333	510	733	1029	1460
YoY		39%	109%	53%	44%	40%	42%
中国新能源车热管理市场规模（亿元）	62	70	185	281	402	556	767
YoY		12%	164%	52%	43%	38%	38%

资料来源：Wind，中国汽车工业协会，Markline，《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，天风证券研究所

盾安为比亚迪新能源车热管理系统的稳定供应商，核心零部件已突破技术壁垒。盾安目前已具备为各大新能源车企以及零部件厂商提供高质量产品的能力。目前盾安已与主流新能源汽车主机厂（比亚迪、理想、蔚来、一汽等）、电池企业（宁德时代、微宏动力等）、商用车企（宇通、中车等）建立良好合作关系，有望在新能源领域加速产业布局。格力受让盾安股权之后，其控股子公司格力钛未来有望与盾安开展业务协同，拓展客户，提升产能、充分发挥资金和产业的规模效应，扩大市场份额，提升格力在新能源领域的市场优势，实现业务多元化。

图 53：新能源热管理业务现有合作对象

汽车整机厂									
车用空调系统厂									
汽车零部件企业									
电池厂商									
商用车企业									

资料来源：盾安公告，天风证券研究所

## 盈利预测与估值

**空调业务：** 我们预计空调行业整体销量增速后续将保持相对稳定，而格力份额在渠道变革逐步取得进展的加持下，有望稳中略升，而均价方面，一方面 21 年以来原材料上行带动了终端产品提价趋势，另一方面长期的品类升级趋势亦将推动空调均价稳步上行。综上，我们预计格力空调业务 22 年可实现增速 10.5%

**生活电器：** 我们预计 22 年随着渠道变革进一步推进，以及生活电器渠道与空调渠道剥离，

2022 年收入有望恢复至 19 年水平，对应增速 15%，后续持续发力，增速有望维持。

**智能装备：**公司逐步发力 toB 业务，我们预计智能装备业务 22 年对应增速 15%。

**生态农业与绿色能源服务：**考虑到储能行业高景气度，以及格力钛产品独特优势，我们预计公司绿色能源业务 22 年增速 20%。

图 54：公司营收拆分及预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>家用空调（百万元）</b>	138665	117882	134907	149072	163980	172179
yoy	-11.7%	-15.0%	14.4%	10.5%	10.0%	5.0%
毛利率	37.1%	34.3%	30.9%	32.0%	33.0%	33.0%
<b>生活电器（百万元）</b>	5576	4522	4882	5614	6456	7424
yoy	45.4%	-18.9%	8.0%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	23.4%	31.8%	33.2%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>智能装备（百万元）</b>	2141	791	858	986	1134	1305
yoy	-32.2%	-63.1%	8.4%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	5.9%	23.7%	29.3%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>生态农业与绿色能源服务（百万元）</b>			2907.5	3488.9	3837.8	4221.6
yoy				20.0%	10.0%	10.0%
毛利率			6.1%	7.0%	10.0%	10.0%
<b>其他主营业务（百万元）</b>	10506	7233	1287	1377	1445	1547
yoy	29.2%	-31.2%	-82.2%	7.0%	5.0%	7.0%
毛利率	2.7%	5.9%	3.5%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>营业总收入（百万元）</b>	200508	170497	189654	208335	228027	240568
yoy	0.2%	-15.0%	11.2%	9.9%	9.5%	5.5%
毛利率	28.4%	27.1%	25.0%	26.0%	27.0%	27.5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

**利润端：**我们预计受成本上行压力影响，21 年公司空调毛利率有所承压，后续 22 年以来大宗原材料价格逐步回落，随着成本压力减轻，以及品类升级，毛利有望恢复并实现增长，对应 22-24 年空调毛利率为 32%/33%/33%，22-24 年综合毛利率为 26%/27%/27.5%。

**估值分析：**我们假设无风险收益率约等于五年期国债利率（3.52%），市场收益率约等于沪深 300 指数收益率（约 10%），对应得到 WACC 为 11.78%，假设 2025-2032 年 FCFE 增速为 0.5%，永续增长率保守假设为 0%，通过 DCF 模型得到目标价为 46.6 元。

图 55：公司 DCF 估值及敏感性分析

权益FCFE估值			主要假设			
显性预测	89,759.4	百万元	无风险利率	3.52%		
半显性预测	107,202.9	百万元	风险溢价	10.00%		
永续价值	65,462.2	百万元	β系数	0.96		
<b>权益价值</b>	<b>262,424.5</b>	<b>百万元</b>	Rm	13.52%		
总股本	5,631.4	百万股	Ke	13.07%		
<b>每股权益价值</b>	<b>46.6</b>	<b>元</b>	半显性期增长	0.50%		
股价	34.1	元	永续增长率	0.00%		
Ke			永续增长率			
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
12.00%	50.77	52.21	53.94	56.05	58.68	62.07
11.00%	55.42	57.31	59.63	62.52	66.24	71.21
10.00%	61.00	63.54	66.73	70.82	76.27	83.91
9.00%	67.83	71.33	75.83	81.83	90.23	102.84
8.00%	76.38	81.34	87.94	97.20	111.07	134.20
7.00%	87.39	94.67	104.87	120.17	145.66	196.64
6.00%	102.09	113.34	130.21	158.34	214.58	383.32

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资建议

公司作为空调行业龙头，21 年以来由于行业需求较弱，且公司处于改革期，业绩有所波动。随着一方面公司渠道改革进展顺利，品牌竞争力逐步恢复；另一方面地产、成本等抑制行业需求的因素逐渐缓解，公司营收业绩有望双增。从远期来看，一方面空调行业量价两端仍有提升空间，公司有望受益；另一方面公司多元化动作频繁，有望依靠储能、热管理等业务打开第二增长曲线发展成多元化工业集团。我们预计 22-24 年公司净利 235/243/258 亿元，对应增速 2%/3%/6%，根据 DCF 估值法，对应目标价为 46.6 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

**原材料价格上涨：**21 年以来大宗原材料持续上涨，影响中游各家电企业利润水平，目前原材料价格仍处于高位震荡，若后续价格继续上涨，则会进一步影响公司盈利能力。

**空调需求受价格抑制风险：**成本上行以及品类升级等因素推动空调均价上行，但提价或对消费者购买意愿产生负面影响，从而影响公司空调出货情况。

**疫情反复风险：**2022 年春节以来全国疫情出现反弹，或对空调销售产生负面影响。

# 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	136,413.14	116,939.30	122,157.29	184,017.49	169,114.32
应收票据及应收账款	8,738.23	13,840.90	19,506.59	16,992.91	21,514.06
预付账款	3,129.20	4,591.89	2,114.93	5,778.24	2,663.25
存货	27,879.51	42,765.60	42,362.23	34,417.71	29,032.36
其他	37,394.36	46,560.74	46,575.69	43,821.02	45,570.38
<b>流动资产合计</b>	<b>213,554.44</b>	<b>224,698.42</b>	<b>232,716.74</b>	<b>285,027.37</b>	<b>267,894.37</b>
长期股权投资	8,119.84	10,337.01	10,337.01	10,337.01	10,337.01
固定资产	18,990.53	31,188.73	26,867.57	22,546.41	18,225.25
在建工程	4,016.08	6,481.24	6,481.24	6,481.24	6,481.24
无形资产	5,878.29	9,916.97	9,705.65	9,494.33	9,283.02
其他	28,580.20	35,824.59	33,646.73	32,846.71	34,098.52
<b>非流动资产合计</b>	<b>65,584.94</b>	<b>93,748.53</b>	<b>87,038.20</b>	<b>81,705.69</b>	<b>78,425.03</b>
<b>资产总计</b>	<b>279,217.92</b>	<b>319,598.18</b>	<b>319,754.94</b>	<b>366,733.06</b>	<b>346,319.40</b>
短期借款	20,304.38	27,617.92	27,617.92	27,617.92	27,617.92
应付票据及应付账款	53,031.73	76,619.08	61,662.35	92,263.85	65,143.70
其他	73,464.42	77,358.89	91,620.42	100,006.26	93,867.38
<b>流动负债合计</b>	<b>146,800.54</b>	<b>181,595.89</b>	<b>180,900.70</b>	<b>219,888.04</b>	<b>186,629.00</b>
长期借款	1,860.71	8,960.86	8,960.86	8,960.86	8,960.86
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,998.00	5,610.48	2,972.60	3,527.03	4,036.70
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,858.72</b>	<b>14,571.35</b>	<b>11,933.47</b>	<b>12,487.89</b>	<b>12,997.57</b>
<b>负债合计</b>	<b>162,337.44</b>	<b>211,672.73</b>	<b>192,834.16</b>	<b>232,375.93</b>	<b>199,626.57</b>
少数股东权益	1,690.28	4,273.80	3,733.78	3,353.50	2,940.98
股本	6,015.73	5,914.47	5,631.41	5,631.41	5,631.41
资本公积	121.85	125.87	218.33	218.33	218.33
留存收益	106,341.27	105,458.95	116,799.30	126,686.67	140,849.60
其他	2,711.36	(7,847.64)	537.96	(1,532.77)	(2,947.48)
<b>股东权益合计</b>	<b>116,880.49</b>	<b>107,925.45</b>	<b>126,920.77</b>	<b>134,357.13</b>	<b>146,692.83</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>279,217.92</b>	<b>319,598.18</b>	<b>319,754.94</b>	<b>366,733.06</b>	<b>346,319.40</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	22,279.24	22,831.89	23,541.76	24,330.13	25,781.46
折旧摊销	3,588.71	3,644.42	4,532.48	4,532.48	4,532.48
财务费用	(3,117.12)	(2,206.92)	(3,541.69)	(2,579.80)	(2,793.90)
投资损失	(713.01)	(522.06)	(437.50)	(437.50)	(437.50)
营运资金变动	1,393.09	(28,013.57)	(20,434.09)	48,548.79	(30,168.21)
其它	(4,192.27)	6,160.60	(1,123.26)	(948.23)	(831.79)
<b>经营活动现金流</b>	<b>19,238.64</b>	<b>1,894.36</b>	<b>2,537.70</b>	<b>73,445.86</b>	<b>(3,917.46)</b>
资本支出	5,858.03	21,456.87	2,637.88	(554.43)	(509.67)
长期投资	1,055.65	2,217.17	0.00	0.00	0.00
其他	(6,815.95)	6,077.94	762.98	2,207.49	(761.06)
<b>投资活动现金流</b>	<b>97.73</b>	<b>29,751.98</b>	<b>3,400.87</b>	<b>1,653.06</b>	<b>(1,270.74)</b>
债权融资	8,111.54	17,929.18	2,704.83	2,719.28	2,979.87
股权融资	(26,684.39)	(16,192.92)	(3,425.40)	(15,958.00)	(12,694.84)
其他	(2,538.65)	(27,066.85)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(21,111.50)</b>	<b>(25,330.58)</b>	<b>(720.57)</b>	<b>(13,238.72)</b>	<b>(9,714.98)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,775.13)</b>	<b>6,315.76</b>	<b>5,217.99</b>	<b>61,860.20</b>	<b>(14,903.18)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>170,497.42</b>	<b>189,654.03</b>	<b>208,334.95</b>	<b>228,026.80</b>	<b>240,568.27</b>
营业成本	124,229.03	142,251.64	154,167.86	166,459.56	174,412.00
营业税金及附加	964.60	1,076.66	1,250.01	1,368.16	1,443.41
营业费用	13,043.24	11,581.74	15,000.12	17,558.06	19,245.46
管理费用	3,603.78	4,051.24	8,333.40	9,805.15	10,344.44
研发费用	6,052.56	6,296.72	7,500.06	8,436.99	8,901.03
财务费用	(1,937.50)	(2,260.20)	(3,541.69)	(2,579.80)	(2,793.90)
资产减值损失	(273.45)	(757.14)	(385.52)	(472.04)	(538.23)
公允价值变动收益	200.15	(58.13)	(2.22)	(12.45)	(80.88)
投资净收益	713.01	522.06	437.50	437.50	437.50
其他	(2,141.54)	272.08	(79.20)	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>26,043.52</b>	<b>26,677.37</b>	<b>25,754.16</b>	<b>26,931.68</b>	<b>28,834.23</b>
营业外收入	287.16	154.32	292.25	292.25	292.25
营业外支出	21.74	28.45	21.20	21.20	21.20
<b>利润总额</b>	<b>26,308.94</b>	<b>26,803.24</b>	<b>26,025.22</b>	<b>27,202.74</b>	<b>29,105.29</b>
所得税	4,029.70	3,971.34	3,604.49	3,808.38	4,074.74
<b>净利润</b>	<b>22,279.24</b>	<b>22,831.89</b>	<b>22,420.72</b>	<b>23,394.35</b>	<b>25,030.55</b>
少数股东损益	104.13	(231.84)	(1,121.04)	(935.77)	(750.92)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>22,175.11</b>	<b>23,063.73</b>	<b>23,541.76</b>	<b>24,330.13</b>	<b>25,781.46</b>
每股收益（元）	3.94	4.10	4.18	4.32	4.58

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-14.97%	11.24%	9.85%	9.45%	5.50%
营业利润	-12.03%	2.43%	-3.46%	4.57%	7.06%
归属于母公司净利润	-10.21%	4.01%	2.07%	3.35%	5.97%
<b>获利能力</b>					
毛利率	27.14%	24.99%	26.00%	27.00%	27.50%
净利率	13.01%	12.16%	11.30%	10.67%	10.72%
ROE	19.25%	22.25%	19.11%	18.57%	17.93%
ROIC	-59.83%	-79.64%	-110.42%	459.95%	-44.89%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.14%	66.23%	60.31%	63.36%	57.64%
净负债率	-97.75%	-73.30%	-67.10%	-109.32%	-89.84%
流动比率	1.35	1.15	1.29	1.30	1.44
速动比率	1.17	0.93	1.05	1.14	1.28
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	19.77	16.80	12.49	12.49	12.49
存货周转率	6.56	5.37	4.89	5.94	7.58
总资产周转率	0.61	0.63	0.65	0.66	0.67
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	3.94	4.10	4.18	4.32	4.58
每股经营现金流	3.42	0.34	0.45	13.04	-0.70
每股净资产	20.45	18.41	21.87	23.26	25.53
<b>估值比率</b>					
市盈率	8.71	8.37	8.20	7.94	7.49
市净率	1.68	1.86	1.57	1.47	1.34
EV/EBITDA	6.88	2.77	2.72	0.41	0.76
EV/EBIT	7.70	3.09	3.26	0.49	0.89

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com