

中信证券研究部



汪浩
首席家电分析师
S1010518080005



陈俊斌
首席制造产业
分析师
S1010512070001

核心观点

公司是家用空调+中央空调双料龙头，产业链上下游高度一体化以及品牌溢价等优势显著。公司空调业务长期成长性较大、中期行业格局难变，短期让利加大库存可控，同时股权转让落地在即有望开启产业赋能并且改善长期估值担忧，维持“买入”评级，继续推荐。

■ 概述：全球空调龙头，多元化关键机遇期。公司是全球空调龙头，在董明珠女士等核心管理层的带领下，在 2009~2018 年的 10 年间仅凭借空调主业，收入增长近 5 倍，净利润增长近 9 倍，创造了业绩长牛的“神话”。站在当前时点，分别从短期的库存周期和股权转让事项、中期的格局变化以及长期的空调稳态空间和多元化拓展等角度综合判断，我们认为公司仍具备较高投资价值。以下我们将按短、中、长期展开分析。

■ 短期：价格积极性提升渠道风险可控，股权转让落地在即。年初以来，空调行业一直处于被动补库存周期当中，叠加 7~8 月期间旺季零售景气度不高，渠道库存的绝对水平仍处于较高水位，但相对水平仍有一定宽裕，如格力渠道库存预计在 3~4 个月水平，整体风险仍然可控，并且新冷年让利力度加大，性价比提升，短期无忧。同时，股权转让落地在即，意向投资机构有望对公司实现产业赋能，在经营战略、多元化拓展、分红策略等多方面出现良性转变，进一步提升公司产业竞争力。

■ 中期：寡头格局难变，空调销量预计未来 3 年暂不会触顶。新兴厂商如奥克斯、小米借力线上渠道+性价比等差异化定位切入市场，针对龙头薄弱环节集中发力实现崛起。但中期来看，我们认为新兴厂商对龙头冲击有限，主要由于：1、供给端，产业链一体化带来的核心零部件的优先供应权和制造成本优势；2、需求端，龙头品牌粘性较强，产品+售后+渠道体系中期难以被颠覆；3、行业龙头也有望积极跟进。同时，根据测算，我们预计，未来 3 年空调内销量暂不会触顶，仍有小幅提升空间。

■ 长期：空调长期空间仍大，静观多元化成长。结合长期存量更新+地产新增贡献，预计长期稳态内销量约为 1.2~1.3 亿台，对应约 20~30%增量空间，成长空间仍大。同时随着晶弘冰箱的并表+冰洗产能加速布局，格力开始全面发力冰箱、洗衣机、电饭煲等品类，预计投入规模约 100 亿，若假设多元化品类达到二线龙头水平，则对应收入增量约 200~300 亿规模，即对应增速约+10~15%。在股权转让落地后，叠加投资机构的产业赋能，有望实现在更多领域，如空调芯片、智能装备等取得更多进展或突破。

■ 风险因素：2020 新冷年终端零售不及预期；渠道库存压力加大，出现“休克式”等硬着陆疗法；差异化竞争策略导致价差继续拉大。

■ 投资建议：维持公司 2019-21 年 EPS 预测 4.81/5.34/5.86 元，当前股价对应 PE 为 12/10/9 倍。公司是家用空调+中央空调双料龙头，产业链上下游高度一体化以及品牌溢价显著优势。结合空调行业仍将稳健增长、格局中期难变、渠道库存风险可控、股权转让落地有望实现赋能等，维持“买入”评级，继续推荐。

格力电器 000651

评级	买入（维持）
当前价	59.61 元
总股本	6,016 百万股
流通股本	5,970 百万股
52 周最高/最低价	65.0/35.68 元
近 1 月绝对涨幅	15.61%
近 6 月绝对涨幅	34.95%
近 12 月绝对涨幅	67.68%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150,019.55	200,024.00	210,041.10	229,792.04	249,261.87
营业收入增长率	36.2%	33.3%	5.0%	9.4%	8.5%
净利润(百万元)	22,401.58	26,202.79	28,931.06	32,137.96	35,251.46
净利润增长率	45.3%	17.0%	10.4%	11.1%	9.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	3.72	4.36	4.81	5.34	5.86
毛利率%	33.6%	30.9%	31.8%	32.2%	32.5%
净资产收益率 ROE%	34.15%	28.69%	26.04%	25.56%	25.50%
每股净资产(元)	10.90	15.18	18.47	20.90	22.98
PE	15	13	12	10	9
PB	5.1	3.7	3.0	2.7	2.4

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 9 月 12 日收盘价

目录

全球空调龙头，静待多元化外延	1
专注空调主业，期待多元化外延	1
股权较为分散，管理层话语权强	2
业绩快速增长，盈利能力稳健	2
当前时点再论空调行业成长空间	3
空调成熟前夕，预计仍有增量	3
千亿海外市场，增量尚待布局	6
千亿中央空调，渗透有望提升	8
短期库存风险可控，中期格局难变	10
库存风险可控，短期无需过虑	10
借力差异化定位，新兴厂商快速崛起	11
产业链壁垒深厚，掌握核心定价权	13
多元化风险可控，股权转让落地在即	16
纵观多元化拓展，未来风险可控	16
股权转让落地在即，或将实现产业赋能	18
风险因素	20
估值及投资评级	20

插图目录

图 1：2019H 格力电器收入构成	1
图 2：2019H 美的集团收入构成	1
图 3：2019H 海尔智家收入构成	1
图 4：格力多元化布局规划图	1
图 5：格力电器股权结构图（截至 2019H1）	2
图 6：公司长周期收入稳健，10 年翻 5 倍（亿元）	2
图 7：公司长周期净利润快速增长，10 年翻 9 倍（亿元）	2
图 8：格力长周期（利息收入-利息支出）/归母净利润的比例稳定在 6-8%	3
图 9：截至 2017 年底，中日空调保有量对比（台/户）	4
图 10：中日长周期空调销量对比（万台）	4
图 11：全国空调保有量、夏季平均温度按省份分布情况	4
图 12：2018E 和长期稳态需求规模测算（单位：万台）	5
图 13：2018E 和长期稳态需求构成测算	5
图 14：中美日韩分体式空调的零售均价对比（均折合人民币计算，元）	6
图 15：中美日韩人均可支配收入/空调均价的倍数	6
图 16：2018 年空调出口市场规模（万台）	7
图 17：2018 年空调出口市场格局	7
图 18：日本制冷工业协会关于全球空调销量分布的估算	7
图 19：中东、印度和东南亚的空调需求量估算（万台）	8
图 20：格力 2018 年海内外业务构成	8
图 21：大金工业 2018 财年海内外业务占比	8
图 22：近年来中央空调市场规模（单位：亿元）	9
图 23：2018 年中央空调市场格局，分散程度较高	9
图 24：2018 年精装修房 253 万套，同比+61%	9
图 25：2018 年精装修房渗透率	9
图 26：精装修房主要前装家电品类配套率情况对比	10
图 27：用于对标的相关渠道周转率图示	10
图 28：2014 年中至今空调库存周期阶段性划分图谱（万台）	11
图 29：2018 年空调出货端市场份额	12
图 30：2018 年空调线下零售端市场份额	12
图 31：各空调主机厂线上渠道占比情况	12
图 32：新兴厂商小米、奥克斯的线下渠道模式图	13
图 33：2017 年空调压缩机市场格局	14
图 34：非自配套压缩机龙头海立股份的毛利率&净利率	14
图 35：2016 年奥克斯空调压缩机采购分布	14
图 36：2016 年空调电机龙头威灵股份（退市）盈利能力	14
图 37：消费者购买空调对各项指标的关注比例	15
图 38：格力早期率先强调降低返修率，树立品牌形象	15
图 39：格力空调线下专卖店渠道的全产业链价值分拆	15
图 40：作为对照，奥克斯线上电商渠道的全产业链价值分拆	16
图 41：格力品牌、产品、渠道共同打造的流通体系	16
图 42：格力家电领域布局图	17
图 43：2018 年冰箱内销销量份额情况	17

图 44：2018 年洗衣机内销销量份额情况 17
图 45：中外主要白电企业估值对比（PE） 20
图 46：格力历史长周期的 PE Band（此处的 PE=股价/下一年实际或一致预测 EPS） . 20

表格目录

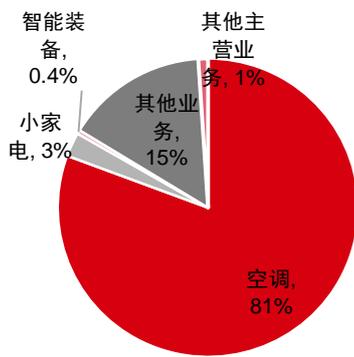
表 1：中日部分省市保有量对标分析及预测（单位：台/户、°C、万元/年） 5
表 2：长期稳态的空调销量结构拆分（单位：万户、台/百户、万台） 5
表 3：空调产品升级相关方向 6
表 4：线下四大传统家电渠道中小米、奥克斯等新兴厂商全无优势 13
表 5：格力产业链上下游整合收购情况汇总 13
表 6：格力多元化业务收入增量测算（单位：万台、元/台、亿元） 17
表 7：格力多元化品类的产能布局 18
表 8：冰箱、洗衣机相关项目扩产周期、投资金额与设计产能 18
表 9：高瓴资本对被投资企业进行资源整合的案例 18
表 10：厚朴投资相关投资案例梳理 19
表 11：可比公司估值情况 21
表 12：格力电器盈利预测 21

全球空调龙头，静待多元化外延

专注空调主业，期待多元化外延

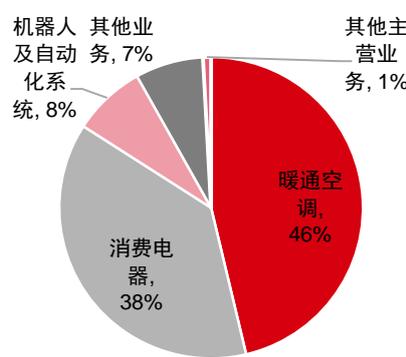
全球空调龙头，多元化外延关键期。国内三大传统白电龙头中，截至 2019 年中报，格力空调业务收入占比超过 80%，远超美的/海尔的 46%/18%，在空调领域的专注度很高，自 1995 年超越春兰后，已连续 20 多年位列空调行业第一，并从 2005 年起连续超过 10 年领跑全球。但同样地，随着空调行业的渐趋成熟，格力对于空调业务依赖度过高的问题也逐渐暴露，而多次多样化外延拓展收获不大，目前仍处于多元化外延关键期。

图 1：2019H 格力电器收入构成



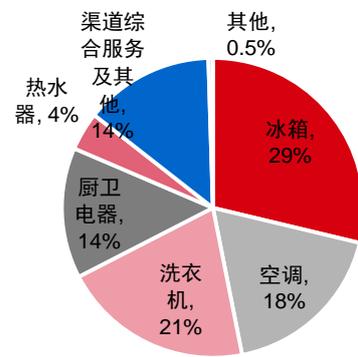
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：2019H 美的集团收入构成



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：2019H 海尔智家收入构成



资料来源：Wind，中信证券研究部

格力多元化布局规划除布局生活电器外，还跨行业涉足高端装备、通信设备。空调领域当中，以家用空调体量最大，凭借着在家用空调的强势地位，格力在中央空调、光伏空调等空调外延领域的拓展相对较为成功。而与空调关联度较弱的生活电器领域，如晶弘冰箱、洗衣机和大松小家电等则收获较小。而随着去年以 30 亿投资于闻泰科技，预计格力在芯片、IOT、智能装备等领域大概率仍将有进一步拓展，进展仍需进一步考察。

图 4：格力多元化布局规划图

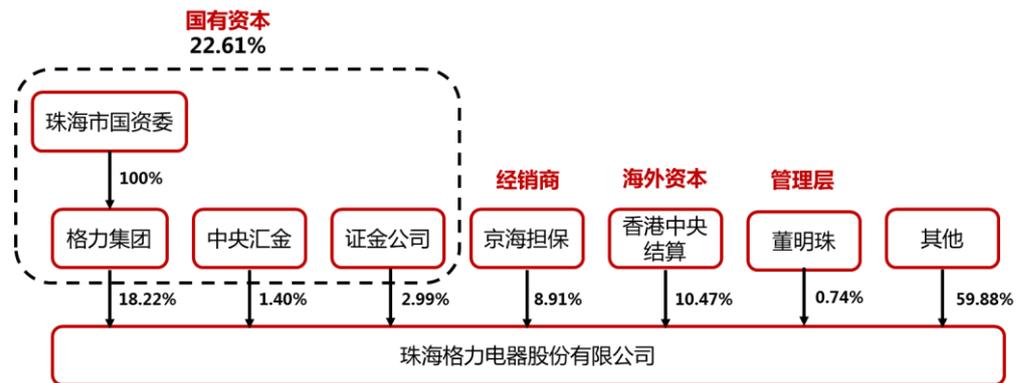


资料来源：公司官网，中信证券研究部

股权较为分散，管理层话语权强

股权分散，管理层话语权较强。三大白电龙头中，唯有格力是国有企业，由珠海市国资委全资持有的格力集团是第一大股东，国有资本合计持股比例约 23%。而第二大股东则是由经销商持股的京海担保，持股约 9%，构成利益共同体，形成格力独特的营销和渠道模式。而管理层如董明珠女士则是第十大股东，仅持股约 0.7%。格力自创立至今，历任朱江洪先生、董明珠女士两任元老级领导，管理层话语权极强，虽然银隆并购案中遭到中小股东否决，但终究瑕不掩瑜，核心管理层影响力不容忽视。

图 5：格力电器股权结构图（截至 2019H1）

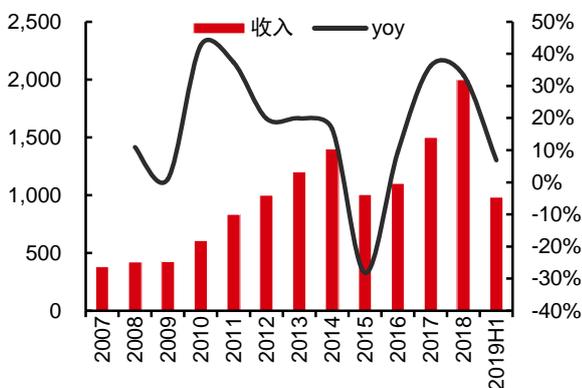


资料来源：公司公告，中信证券研究部

业绩快速增长，盈利能力稳健

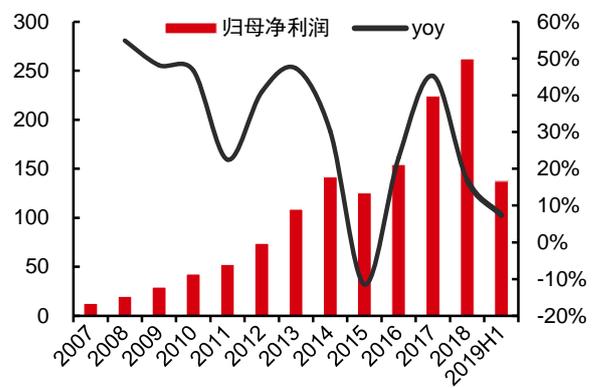
业绩长牛，10 年间收入增长近 5 倍，净利润增长近 9 倍。根据公司最新数据，格力 2018 年收入超过 2000 亿，同比超过+33%，相对 2009 年的 426 亿的收入更是 10 年增长近 5 倍。2018 年实现净利润超过 260 亿元，同比超过+16%，相对 2009 年的 29 亿更是 10 年增长达到 9 倍。业绩长牛，10 年成长为国内举足轻重的白电企业。2019H1，在零售低景气+渠道高库存的行业下行周期，公司收入仍同比+7%，略超市场预期，其中空调主业同比约+5%，继续维持稳健增长。

图 6：公司长周期收入稳健，10 年翻 5 倍（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

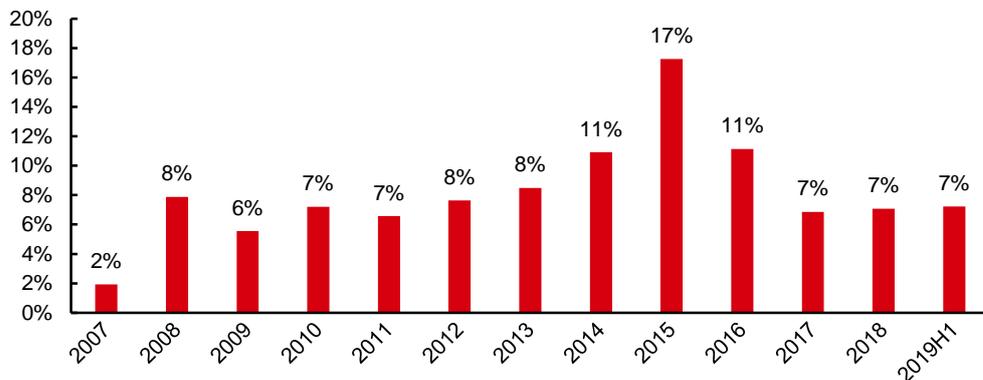
图 7：公司长周期净利润快速增长，10 年翻 9 倍（亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

充沛现金流带来的净利息收入对净利润的贡献达到 6-8%。值得一提的是，格力利息净收入是其净利润的重要组成部分。出于独特的商业模式，格力账上现金流十分充沛，每年能够产生稳定的净利息收入，根据计算，格力的净利息收入占归母净利润的比例长期稳定在 6-8%左右，而 2015 年高达 17%则主要是由于主动去库存带来业绩较大幅下滑所致。

图 8：格力长周期（利息收入-利息支出）/归母净利润的比例稳定在 6-8%



资料来源：Wind，中信证券研究部

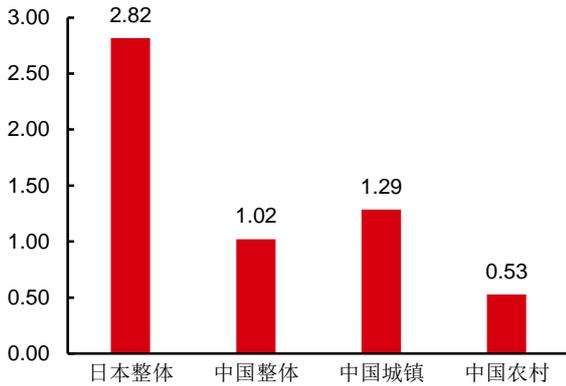
■ 当前时点再论空调行业成长空间

空调成熟前夕，预计仍有增量

对标日本，保有量仍有翻倍空间。从保有量上看，空调中长期保有量主要取决于所在区域的夏季平均最高温度+人均可支配收入，对标日本，根据温度分布，国内大部分地区的夏季平均温度均高于日本，但人均收入仅为日本的约 1/5。截至 2018 年，日本户均保有量达到 2.84 台，而国内城镇仅约 1.28 台，仅相当于日本 1991 年前后的水平，而且农村仅为 0.53 台，保有量仍有翻倍增长空间。

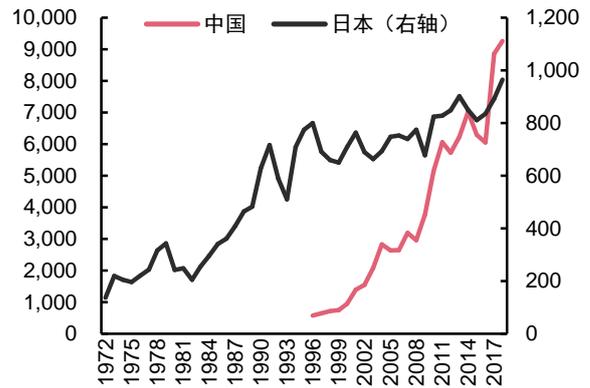
对标日本，长期年均销量预计仍有超过 30%增量空间。从销量来看，日本空调自 90 年代初达到户均约 1.3 台以来，销量增速开始降档，但从 1991 年到 2018 年的 27 年间，年销量虽有所波动，但整体增长接近 35%，对应年均复合增速约 1%。仅简单对标日本发展历史来看，国内空调销量预计仍有超过约 30%的增长空间。

图 9: 截至 2017 年底, 中日空调保有量对比 (台/户)



资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

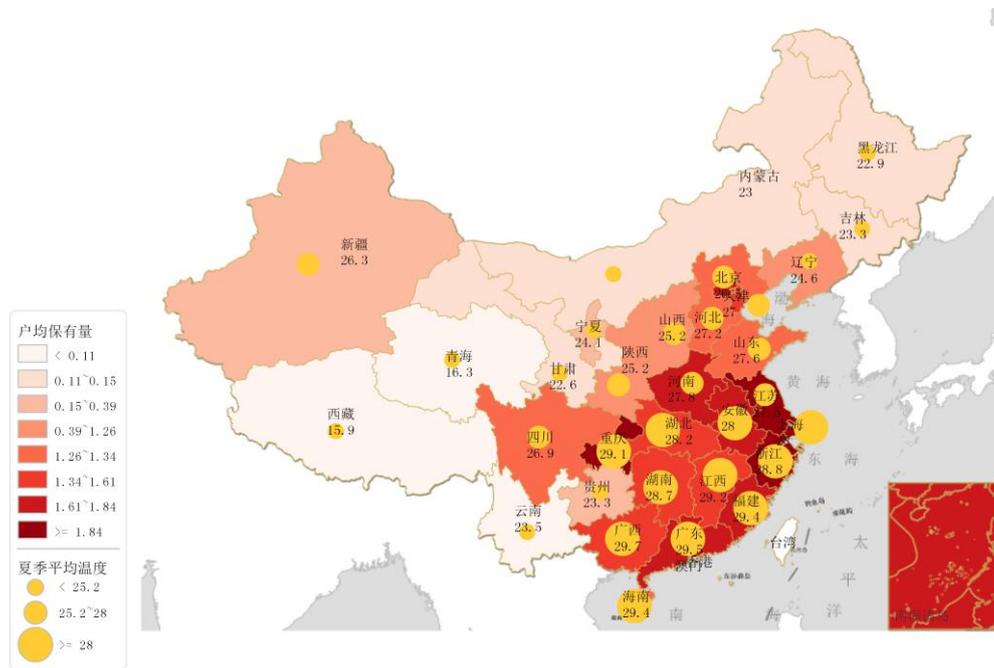
图 10: 中日长周期空调销量对比 (万台)



资料来源: JRAIA, 产业在线, 中信证券研究部整理

受制于人均收入, 全国空调保有量分布不均衡, 预计长期户均保有量约 2.5~2.6 台。更进一步细分来看, 国内空调保有量较高的区域主要集中在东南沿海, 如上海、江苏、浙江等经济发达区域, 户均保有量已经超过 2 台, 而夏季平均温度相对更高的湖南、安徽、江西、广西等华中、华南区域空调保有量仍然较低, 预计主要是受制于人均收入的影响。我们综合考虑各省份的夏季平均温度、人均收入, 并参考日本对应区域的保有量情况, 以各省户数作为加权, 测算出国内城镇中长期户均保有量极限约为 2.5~2.6 台。

图 11: 全国空调保有量、夏季平均温度按省份分布情况



资料来源: 国家统计局, 天气网, 中信证券研究部

表 1: 中日部分省市保有量对标分析及预测 (单位: 台/户、℃、万元/年)

日本分类举例	2014 保有量	夏季平均 温度	2014 人均收入	中国分类举例	当前 保有量	夏季平均 温度	当前 人均收入	预测中长期 极限保有量	
北海道 北海道	0.34	21.2	14.9	一线省市	广东	1.65	29.5	3.0	
东北 秋田县	1.71	23.5	14.4		山东	1.28	27.6	2.7	3.0
关东 东京都	2.82	26.0	26.3		江苏	2.11	27.5	3.5	3.0
中部 爱知县	3.09	26.1	20.5		河南	1.61	27.8	2.0	3.0
近畿 大阪府	3.10	26.5	17.5		河北	1.26	27.2	2.1	3.0
中国 广岛县	2.94	25.7	18.3	二线省市	四川	1.30	26.9	2.1	3.0
四国 德岛县	3.85	25.5	16.9		浙江	2.06	28.8	4.2	3.0
九州 长崎县	2.66	24.9	13.7		湖南	1.60	28.7	2.3	3.0

资料来源: 日本内阁府, 中国统计局, 中信证券研究部

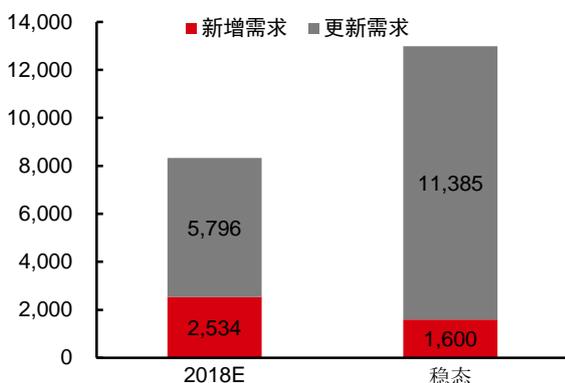
结合长期存量更新+地产新增贡献, 预计长期稳态内销量约为 1.2~1.3 亿台。在上述基础上, 我们得到城镇中长期保有量约为 2.5~2.6 台, 进一步假设城镇化水平、以及农村保有量将达到当前城镇水平, 再辅以 10 年更新周期假设, 预计长期更新销量约为 1.1~1.2 亿台。同时根据中信证券研究部地产组在《房地产行业专题报告—地产龙头的 2040 年》(2018-12-10) 中关于 2040 年商品住宅销售规模约为 6.7 亿平米的预计, 约对应 620 万套新增住宅销量, 同时对应约 1600 万台新增销量贡献。由此我们预计, 存量更新+地产新增合计对应长期稳态销量约为 1.2~1.3 亿台。

表 2: 长期稳态的空调销量结构拆分 (单位: 万户、台/百户、万台)

存量更新	2018 总户数	长期总户数假设	长期城镇化率	长期保有量假设	更新周期	稳态销量
城镇存量更新	29,861	38,300	85%	257	10	11,172
农村存量更新	15,223	6,700		200		
地产新增	2040 年住宅销售套数			长期保有量假设	地产贡献销量	
新售地产新增	623			257	1,600	
总计						12,772

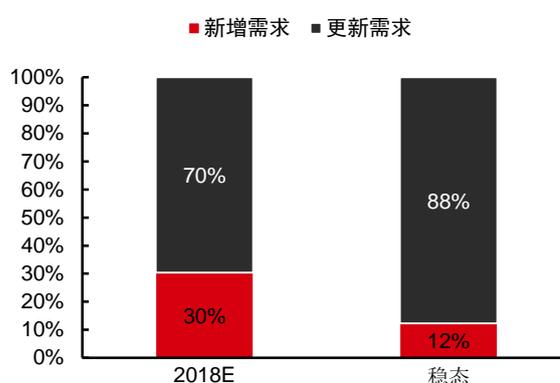
资料来源: 中信证券研究部测算

图 12: 2018E 和长期稳态需求规模测算 (单位: 万台)



资料来源: 产业在线, 中信证券研究部测算

图 13: 2018E 和长期稳态需求构成测算

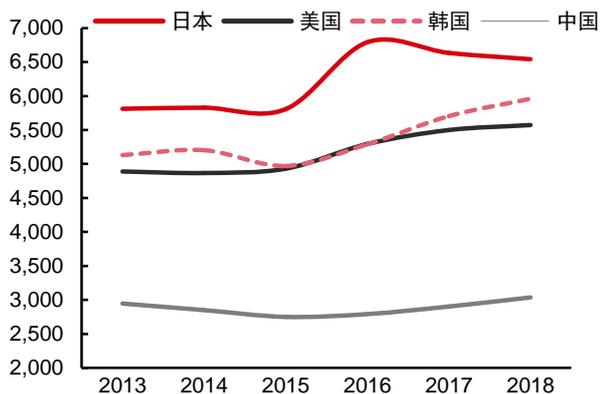


资料来源: 产业在线, 中信证券研究部测算

对标美日韩, 空调均价仍有较大空间。价格方面, 根据欧睿零售数据计算, 国内空调均价较美日韩仍有较大差距。其中, 2018 年国内空调均价首次突破 3000 元, 相对日本、

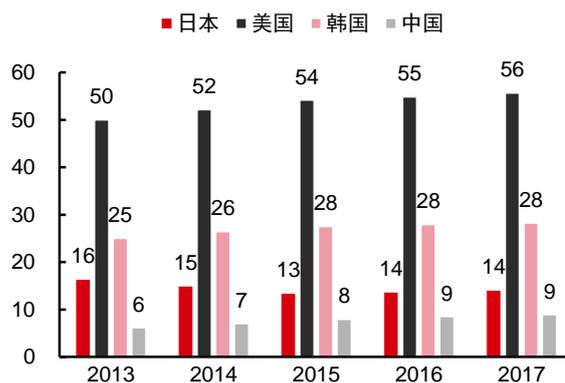
韩国的近 6000 元、美国的近 5500 元左右仍有接近翻倍提升空间。我们认为未来均价提升主要在于两大因素：1、人均收入提升带来的财富效应；2、空调产品结构升级和体验提升。从中美日韩的人均可支配收入/空调均价的倍数来看，倍数最低的日本也比国内高 50% 以上，美韩更是国内的 4-6 倍，随着国内人均收入提升，带来的财富效应将对空调均价产生积极影响。

图 14：中美日韩分体式空调的零售均价对比（均折合人民币计算，元）



资料来源：Euromonitor，中信证券研究部测算

图 15：中美日韩人均可支配收入/空调均价的倍数



资料来源：Wind，Euromonitor，中信证券研究部测算

空调产品升级仍有较大空间，助力均价上行。空调变频化升级已经接近尾声，目前三四线城市的变频渗透率甚至高于一二线，我们预计未来空调均价提升将主要体现在体感、能效比、智能化、功能多样化（如新风系统等），解决空调体感不适、空间温度分布不均匀、内部清洁、空气净化等用户痛点，助力空调均价上行。

表 3：空调产品升级相关方向

产品升级方向	相关说明
空调压缩机	日本制造工艺、良品率远超国内，高频+低噪音+稳定性强，如松下、三菱
热交换器	松下独创铜管内侧结构，增加热交换面积，热交换效率更高
能效比	以 2 匹 1 级能效变频空调为例，大金、三菱能效比超过 4，格力、美的仅 3.5 左右
智能化	如三菱动态监测送风、松下的纳米水离子除菌、新风系统、自清洁等

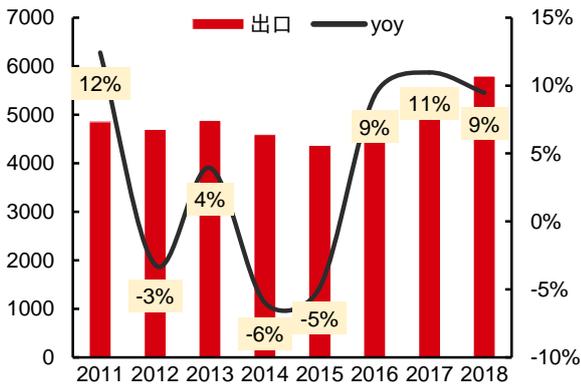
资料来源：中信证券研究部

综上所述，空调的“量”方面，距离成熟期预计仍有 10-20% 增量，而对标日本，进入成熟期后销量仍增长超过 30%，对应年均复合增长 1%；“价”方面，对标美日韩，随着人均收入提升+产品升级，均价仍有一定增长空间。整体来看，空调天花板仍远，短期无需过于担忧。

千亿海外市场，增量尚待布局

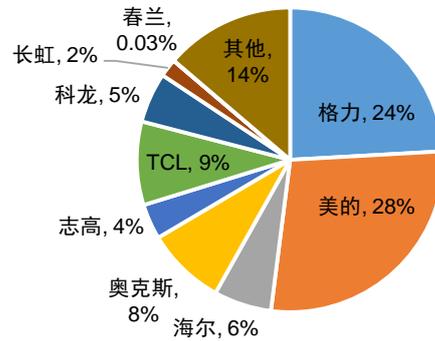
国内发展渐趋成熟，深化海外布局将成为必然选择。短期看全球最大空调市场仍在中国，但从偏长期的视角看，海外扩张是企业发展到一定阶段的必然选择，近 3 年来增速维持在+10% 附近。截至 2018 年，国内空调出口 5796 万台，是内销出货量的 63% 左右，且其中包含 2018Q4 受贸易战影响集中提前出货的影响。格力出口市占率仅为 24%，位列第二，与其内销的市场地位仍有较大差别，未来有望迎头赶上。

图 16: 2018 年空调出口市场规模 (万台)



资料来源: 产业在线, 中信证券研究部

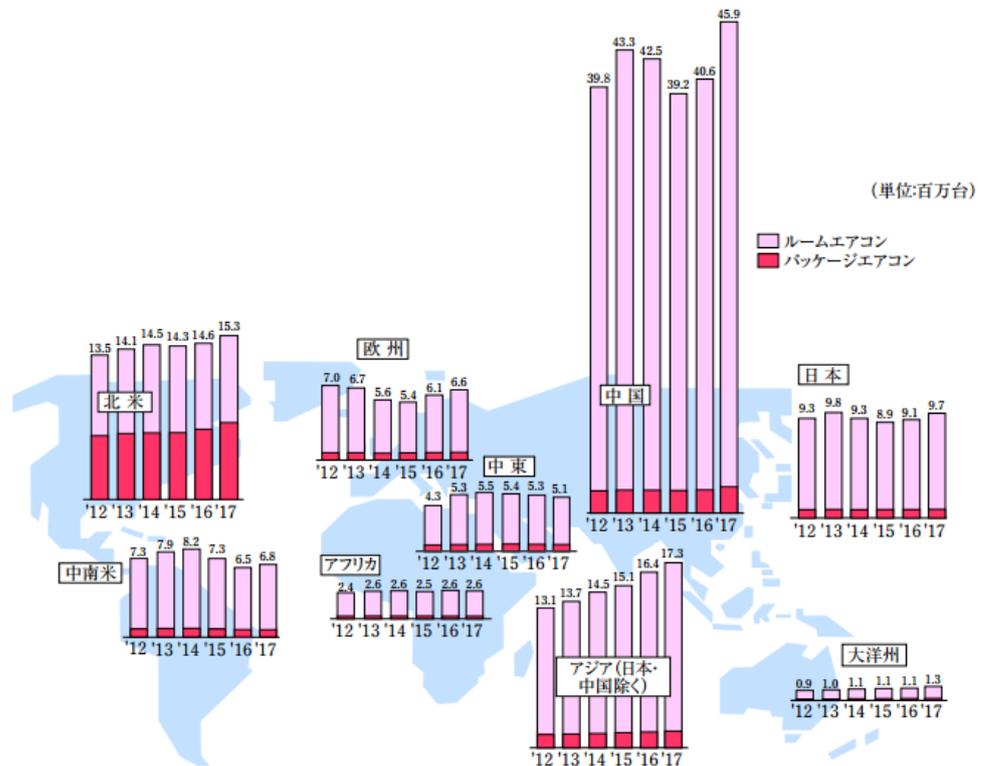
图 17: 2018 年空调出口市场格局



资料来源: 产业在线, 中信证券研究部

海外空间约 6500 万台, 年均增长约 3-6%, 以 1300 元/台均价计算, 对应规模近千亿。根据 JRAIA 和欧睿零售数据估计, 从全球视角来看, 除中国和日本外, 目前东南亚、印度、中东、北美等区域的空调需求量最大, 合计约 3800 万台, 占海外需求总量 6500 万台的近 60%, 且近年来随着经济增长和基础设施建设, 空调销量取得较快增长。尤其是东南亚、印度、中东等发展中地区, 将大概率受益于全球经济回暖, 带动空调等耐用消费品回升。此外, 根据海关数据, 国内空调出口均价约 1200-1400 元/台, 预计仍多以 ODM 为主, 随着自主品牌占比提升, 对标国内, 均价仍有较大提升空间。

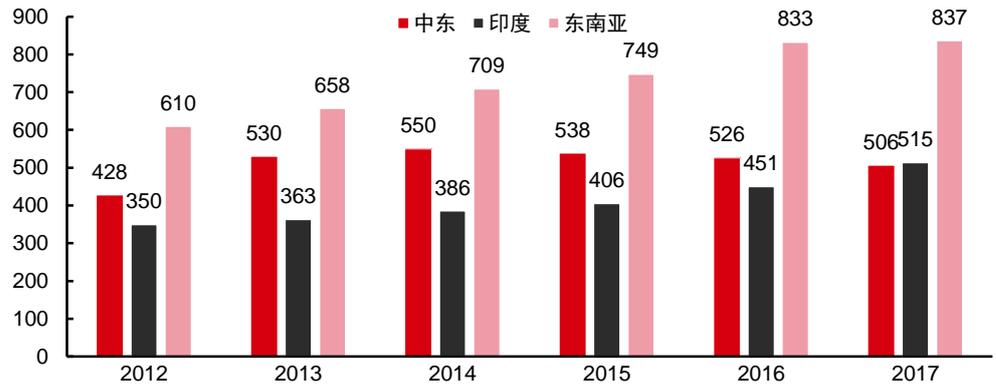
图 18: 日本制冷工业协会关于全球空调销量分布的估算



资料来源: JRAIA, 中信证券研究部

东南亚、印度和中东将成为国内主机厂商必争之地。东南亚、印度、中东区域纬度较低，对应夏季平均温度较高，且人口总和甚至超过中国，但目前需求量合计仅约 2300 万台，仅相当于国内的 1/4，主要仍受制于人均收入较低以及基础设施建设，如供电等尚不完备，预计未来仍有较大增长，将逐渐发展成为国内主机厂海外布局的必争之地。而北美主要需求以窗式空调为主，且对原有品牌更加偏好，外来自主品牌进入难度较大。

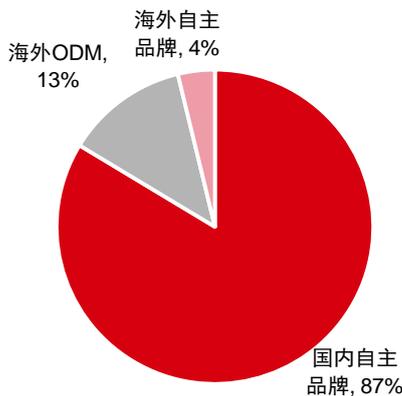
图 19：中东、印度和东南亚的空调需求量估算（万台）



资料来源：JRAIA，中信证券研究部

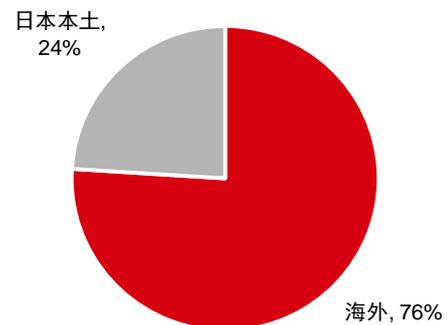
海外自主品牌拓展空间仍大。海外市场方面，根据 JRAIA 和欧睿数据计算，中国空调出口量占全球（除中国外）的需求总量的 85%以上，其中仍主要以 ODM 为主，除海尔在海外全部为自主品牌销售外，格力海外 ODM 占比约 70%，美的也超过 40%，由 ODM 向自主品牌转变仍有较大空间，出口均价有望获得提升。无独有偶，日本空调龙头大金工业也是在 90 年代初（日本相当于国内目前空调发展阶段）开始在海外大举由 OEM/ODM 向自主品牌转变，目前大金工业海外收入占比已经达到 76%。

图 20：格力 2018 年海内外业务构成



资料来源：Wind，产业调研，中信证券研究部估算

图 21：大金工业 2018 财年海内外业务占比



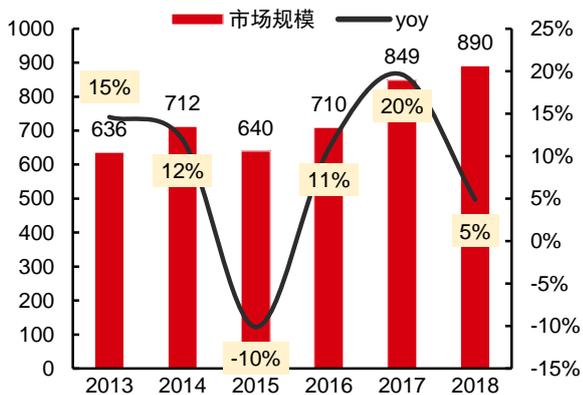
资料来源：大金工业官网，中信证券研究部

千亿中央空调，渗透有望提升

中央空调近千亿规模，格局仍有待集中。根据暖通空调资讯，截至 2018 年，中央空

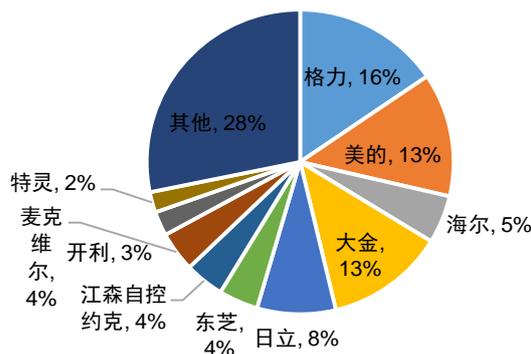
调市场规模约 890 亿元，受制于宏观消费以及地产下行因素，整体增速较 2017 年有所下滑，目前中央空调渗透率较低，预计未来随着内需释放以及渠道下沉，仍将维持稳健增长。市场格局方面，中央空调领域收入超过 100 亿的仅格力、美的和大金三家，CR3 约 42%，与家用空调内销格局仍有较大差距，日韩、欧美等品牌上具备一定竞争力，格局未来有望向家用空调靠拢，国产化趋势延续。

图 22：近年来中央空调市场规模（单位：亿元）



资料来源：暖通空调资讯，中信证券研究部

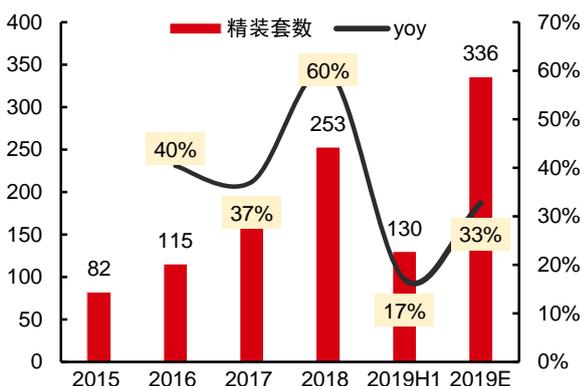
图 23：2018 年中央空调市场格局，分散程度较高



资料来源：中怡康，中信证券研究部

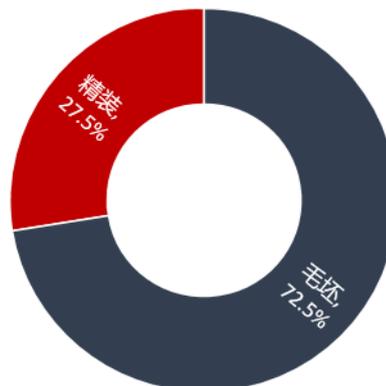
精装修房快速增长，为空调配套增长提供助力。根据暖通咨询中央空调报告，在宏观消费整体较为低迷的 2018 年，中央空调零售市场降幅约 9%，但工程项目市场持续复苏，尤其是中小项目以及精装修配套市场迅速崛起，为中央空调稳住了全年+5%的增长。2018 年全装修政策推行后，精装房达到 253 万套，同比+61%；同时根据奥维地产大数据的预测，2019 年预计将同比+33%，对中央空调形成拉动，H1 在工程渠道已有部分体现。

图 24：2018 年精装修房 253 万套，同比+61%



资料来源：奥维云网（含预测），中信证券研究部

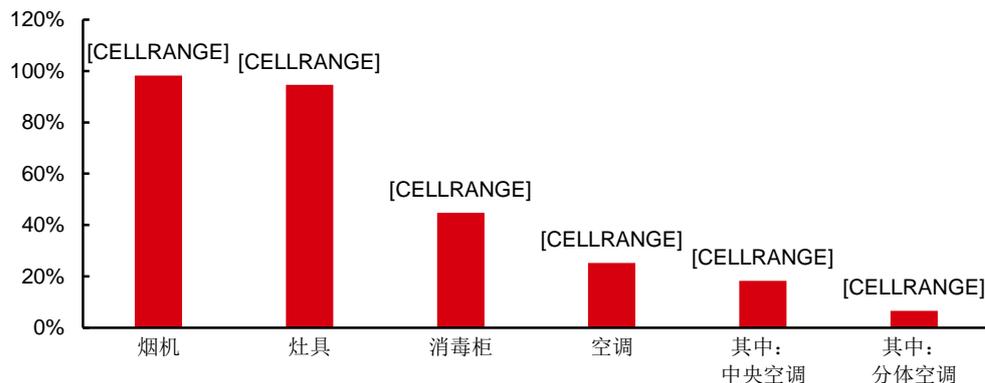
图 25：2018 年精装修房渗透率



资料来源：奥维云网，中信证券研究部

中央空调前装属性较强，对标其他前装品类配套率仍低。目前精装修房的空调配套率仅在 25-26%左右，其中中央空调约 18-19%，约是分体式空调的 3 倍。中央空调安装时点较早，难度较高，属于前装属性较强的家电品类，与之类似的还有烟机、灶具、厨房水槽等，而这些品类的配套率均已超过 95%，相较而言，中央空调配套率仍有较大提升空间。

图 26：精装修房主要前装家电品类配套率情况对比



资料来源：奥维云网，中信证券研究部

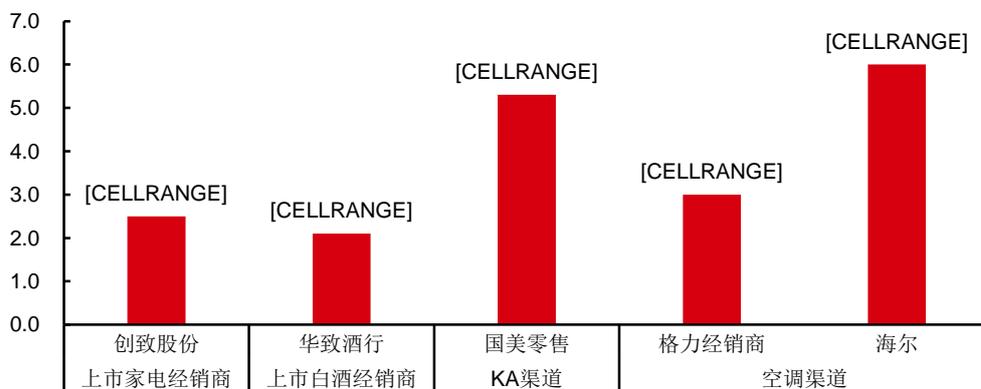
■ 短期库存风险可控，中期格局难变

库存风险可控，短期无需过虑

近期市场关于渠道库存高位有所担忧，据此我们对渠道库存作了详细分析，认为格力短期渠道风险仍可控，无需过多担忧。

首先确定合理渠道库存水平，以年均 3 次周转（对应约 4 个月）作为传统合理水平。考虑传统渠道模式的层级、主机厂话语权，我们以年均 3-4 次的渠道周转来代表传统渠道合理的库存水平，对应约 3-4 个月的库存量水平。根据商业模式的不同，不同公司的年均周转次数存在一定差异，如格力约年均周转 2-4 次，美的、海尔则相对更高；同时，我们结合上市家电经销商、上市白酒经销商、KA 渠道以及空调渠道产业调研综合判断，认为年均 3-4 次周转水平较为合理。

图 27：用于对标的相关渠道周转率图示

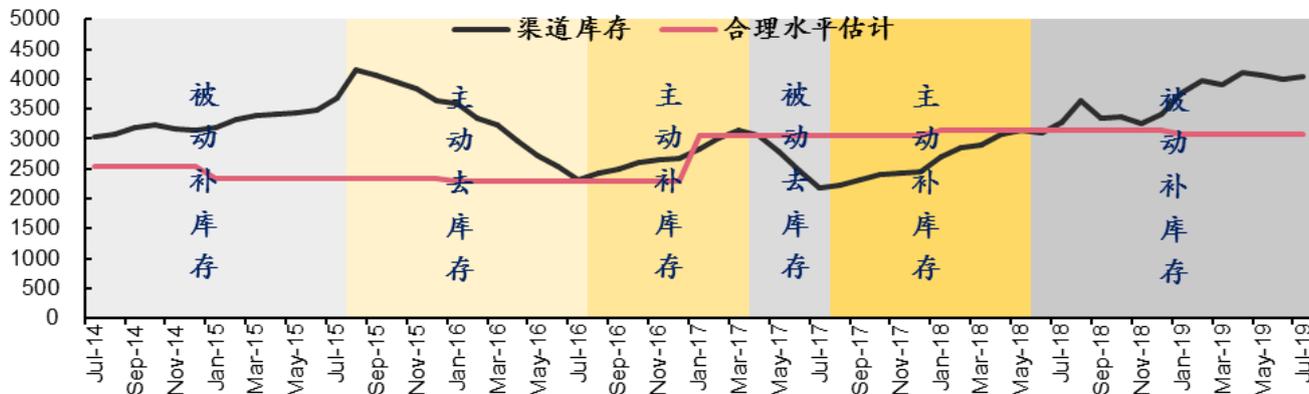


资料来源：Wind，产业调研，中信证券研究部

根据产业在线，渠道库存绝对数值偏高，但整体风险可控。根据产业在线统计的渠道库存数据，年初以来，空调行业一直处于被动补库存阶段，截至 7 月底，渠道库存绝对量

已达到 4000 万台左右，对应约 6 个月左右的相对库存水平。但结合产业调研情况，我们认为格力渠道库存约为 3~4 个月水平，整体库存风险仍然可控。

图 28：2014 年中至今空调库存周期阶段性划分图谱（万台）



资料来源：Euromonitor，产业在线，中信证券研究部测算（*注：合理渠道库存水平=欧睿年度空调零售量/年均 3 次周转水平）

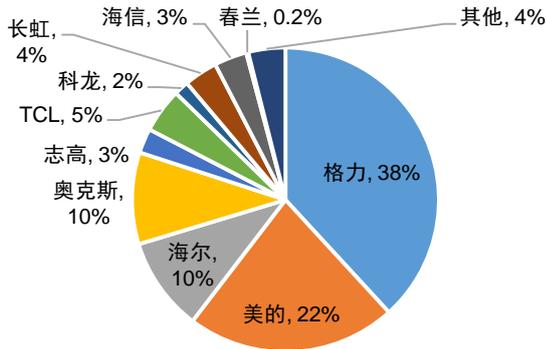
分品牌来看，格力库存略高，但较 2015 年年中仍有较大差距。横向来看，根据商业模式的不同，格力库存水平仍然是品牌方中的高位水平。纵向来看，格力渠道库存略有压力，比正常情况下渠道库存高出约 1~2 个月，但与 2015 年中的极端情况仍有较大差异，暂无需过多担忧如 2015 年中主动去库存所出现的价格战以及“休克式”疗法等。

新冷年开盘促销力度加大，预计 2020 冷年温和增长。在库存压力下，新冷年开盘情况备受关注。截至目前，新冷年开盘打款进度较往年偏低，但符合销售公司此前预期，我们预计，2020 新冷年销售目标较 2019 冷年大概率维持温和增长态势。与此同时，正处中秋、国庆佳节之际，各厂商借助节日开展终端促销，力度较往年略有加大，格力降幅有望逐步实现与其他品牌终端价差的弥合。

借力差异化定位，新兴厂商快速崛起

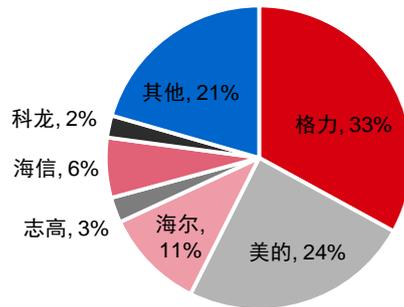
格力等寡头垄断，新兴厂商快速崛起。空调市场格力、美的双寡头垄断，出货端和零售端的 CR2 均维持在约 60%。近年来，小米、奥克斯等抓住线上渠道痛点进行发力，短期内异军突起，增速远超行业。其中，奥克斯的市占率从 2015 的 3-5% 快速提升到当前的 8-10%，而小米也陆续推出颇具性价比的空调挂机，风评良好，似乎对空调格局有所冲击。但小米和奥克斯自身存在较强的重合度，彼此构成竞争关系，对龙头冲击有限。

图 29: 2018 年空调出货端市场份额



资料来源: 产业在线, 中信证券研究部

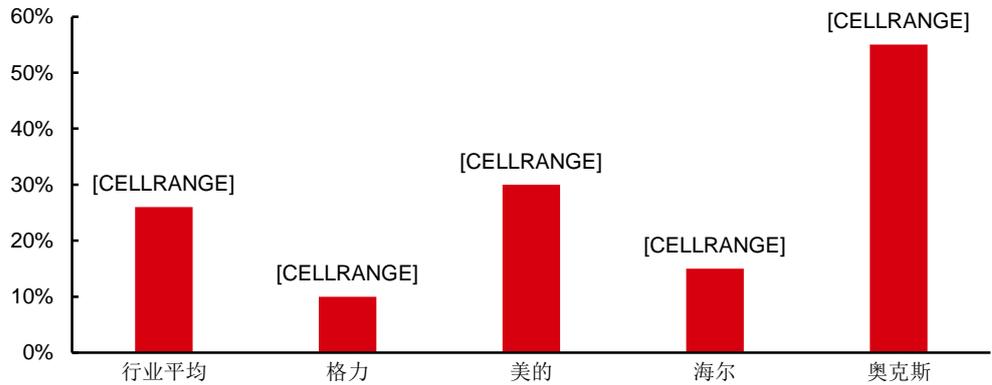
图 30: 2018 年空调线下零售端市场份额



资料来源: 中怡康, 中信证券研究部

新兴厂商通过主打性价比, 利用龙头线上渠道相对薄弱打开空间。此前传统龙头厂商如格力、海尔等对线上渠道重视程度不足, 且产品多定位中高端, 给新兴厂商小米、奥克斯等留出产品定位和渠道空间。奥克斯、小米等通过主打性价比, 通过线上渠道发力, 出货量和市占率快速提升, 并逐渐辐射至线下渠道。

图 31: 各空调主机厂线上渠道占比情况



资料来源: 产业调研, 奥克斯债券募集说明书, 中信证券研究部

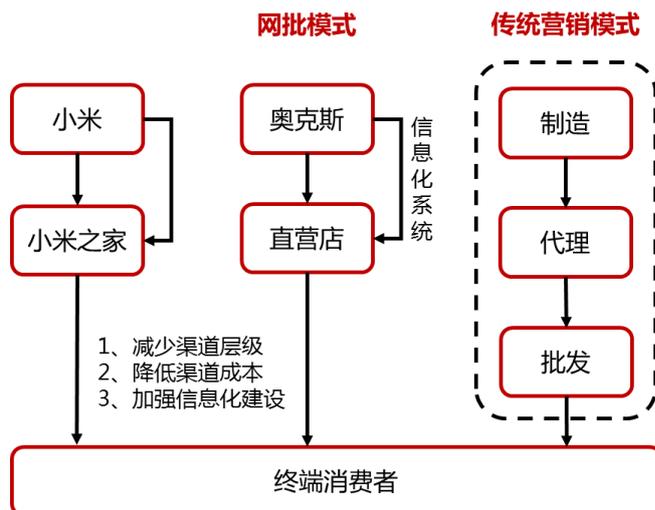
新兴厂商线下渠道拓展承压, 体量有限。线下渠道方面, 在传统的 KA、经销、百货、专卖店等四大传统渠道, 渠道商话语权较强, 新兴厂商如奥克斯、小米等二线品牌相对均处弱势地位, 难以从中获利, 且其主打性价比的定位, 也使得其留存收益不足以支持大幅线下拓展的投入, “网批模式”等便成为最优选择。“网批模式”、小米之家等虽然减少了渠道层级, 利用高效信息化的物流体系加快流通, 但也对营销推广、售后服务等全方位配套体系形成较大挑战, 目前新兴厂商线下体量有限, 中期难以对龙头造成有效冲击。

表 4：线下四大传统家电渠道中小米、奥克斯等新兴厂商全无优势

渠道模式	形式主体	占市场比例	发展趋势
家电连锁卖场(KA)	国美/苏宁/五星	约 31%	进入平稳发展时期
专业经销商	批发代理或经营多个品牌专业店	约 39%	从低谷转回升态势
百货店/大商场	传统商业形态	约 8%	逐渐萎缩态势
专卖店	经销商加盟/厂家自建	约 23%	稳步发展态势

资料来源：人民网，中信证券研究部

图 32：新兴厂商小米、奥克斯的线下渠道模式图



资料来源：中信证券研究部绘制

产业链壁垒深厚，掌握核心定价权

空调产业链包括上游的原材料及零部件、中游的生产商，以及下游的渠道及售后，而由于空调对产品稳定性及品质的高要求，产业链中上游零部件的制造和采购是核心环节，掌控上游零部件对空调厂商实现质量领先、提高门槛制约新进入者意义重大。

空调技术壁垒不高，但产业链高度整合。目前，空调制冷原理简单，且核心零部件压缩机、电机、热交换器、控制元器件（如电子膨胀阀、四通阀等）等均能开放采购，相对技术门槛并不高。我们认为，空调核心门槛在于产业链优势、成本控制及品牌溢价，空调产业链上下游高度整合，牢牢把握在主机厂龙头手中，主机厂龙头话语权极强。2004 年格力就大举迈出上游产业链整合步伐，先后收购凌达压缩机、凯邦电机等公司，保障了压缩机、电机、漆包线、电容等核心部件的生产供应，并成功控制生产成本。

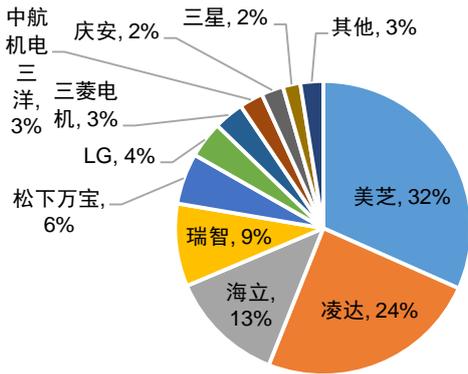
表 5：格力产业链上下游整合收购情况汇总

收购项目	时间	被收购公司主营业务
收购珠海格力集团公司持有的珠海凌达压缩机有限公司 70%股权	2004	空调压缩机
收购珠海格力电工有限公司 70%股权	2004	漆包线
收购珠海格力新元电子有限公司 80%股权	2004	电容
收购珠海凯邦电机制造有限公司 100%股权	2006	空调电机
收购香港千钜有限公司持有的珠海凌达压缩机有限公司 30%股权	2006	空调压缩机

资料来源：公司公告，中信证券研究部

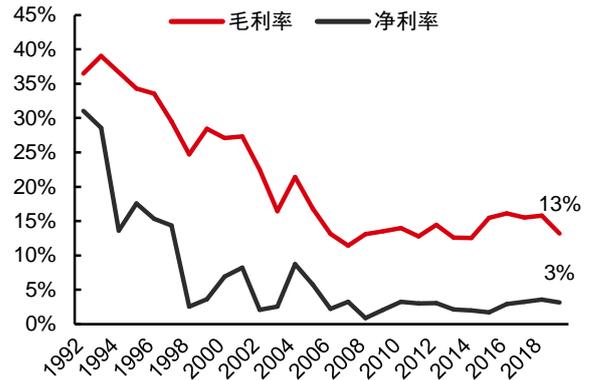
从供给端来看，龙头如格力的核心零部件优先供应权难以被突破。产业链一体化带来核心零部件优先供应权以及有效成本控制优势，而格力、美的压缩机产能合计占比超过 2/3，从根源上基本限制了后进品牌的产销量爆发。同时，格力举牌非自配套压缩机市占率第一的海立股份，持股 10%，获得优先供货权，对其他品牌供给形成明显制约。而压缩机行业已完成行业整合，具备一定技术壁垒，同时行业毛利率和净利率水平已处于较低水平，如海立净利率仅 3%，压缩机新进入者难以快速扩产并实现盈利。

图 33：2017 年空调压缩机市场格局



资料来源：产业在线，中信证券研究部

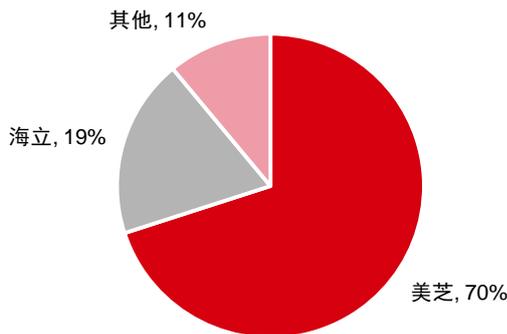
图 34：非自配套压缩机龙头海立股份的毛利率&净利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

更具体来看，奥克斯压缩机有 70%来源于美的系的美芝，几乎没有自产压缩机，可见压缩机市场已然高度整合。类似地，在电机领域，根据美的系的威灵股份在港股退市前的公告信息来看，其 2016 年毛利率 15%，净利率 7%，情况与压缩机较为相似。

图 35：2016 年奥克斯空调压缩机采购分布



资料来源：奥克斯债券募集说明书，中信证券研究部

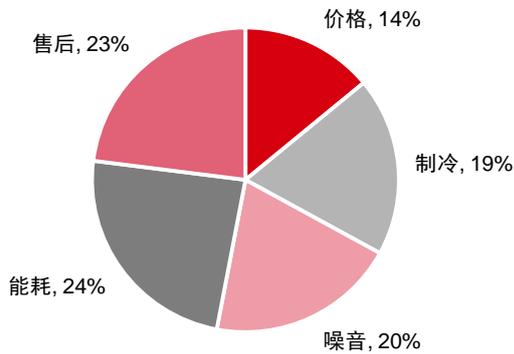
图 36：2016 年空调电机龙头威灵股份（退市）盈利能力



资料来源：Wind，中信证券研究部

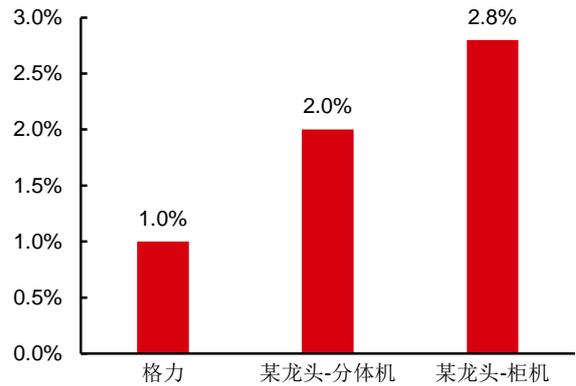
从需求端看，龙头如格力的品牌消费粘性较强。作为最常见的耐用消费品之一，空调具备使用周期长、安装属性强、差异化体验不明显等属性。一般而言，消费者对空调要求不高，局限于快速制冷、低噪音、低返修率等，差异化体验并不非常明显。而格力以质量起家，自建售后团队，品牌认可度和消费粘性更强。而且，空调一般使用周期较长，容错成本高，如质量、安装等出现问题返修周期偏长，也增强了消费者对品牌的粘性。

图 37：消费者购买空调对各项指标的关注比例



资料来源：家电论坛，中信证券研究部

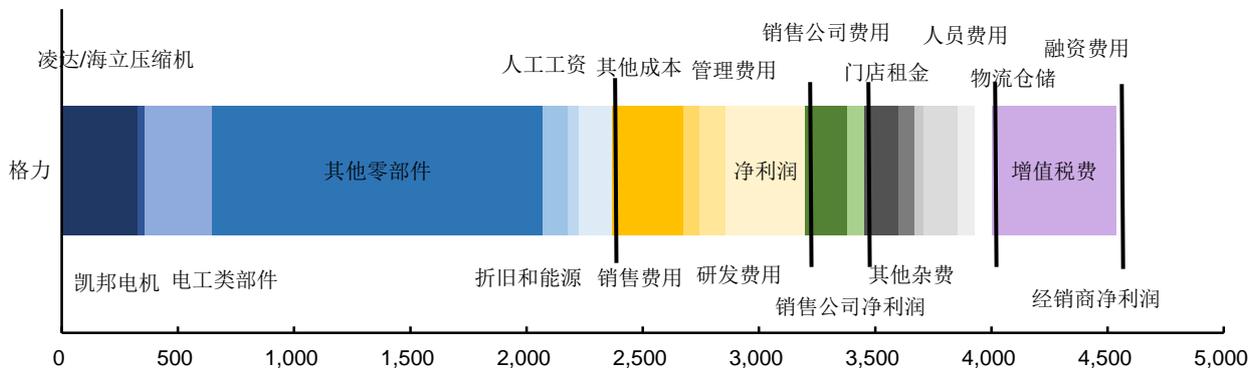
图 38：格力早期率先强调降低返修率，树立品牌形象



资料来源：《朱江洪自传》，中信证券研究部

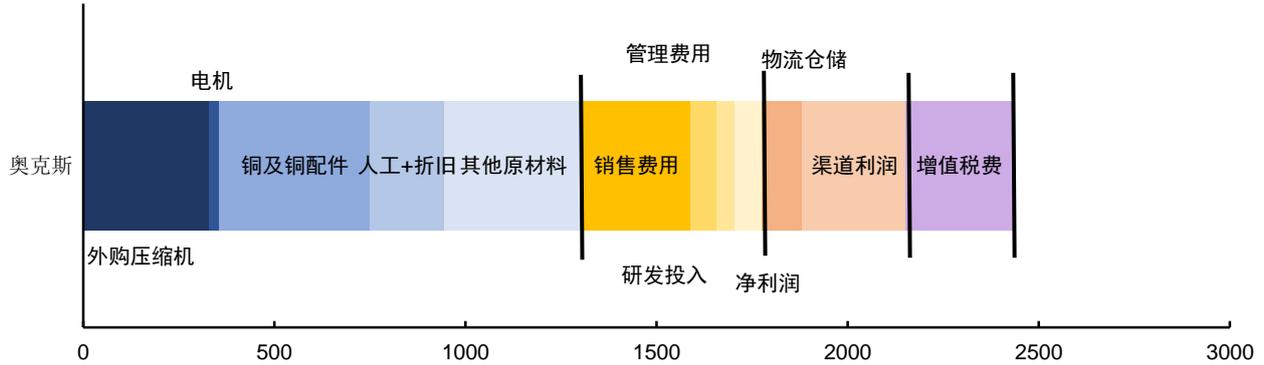
格力核心制造成本低于奥克斯，但单机平均成本较高，主要是产品结构+用料差异。在上述基础上，我们进一步按照空调产业链对格力和奥克斯进行了价值分拆。具体来看，压缩机、电机、人工+折旧等核心制造成本，格力优于奥克斯，符合市场直觉，但出于产品结构和用料扎实程度等因素叠加，格力单机平均成本高于奥克斯。渠道层面，格力渠道层级虽然更多，但实际每层级的加价幅度和净利润均较少，渠道效率较高。

图 39：格力空调线下专卖店渠道的全产业链价值分拆



资料来源：公司公告，产业调研，中信证券研究部估算

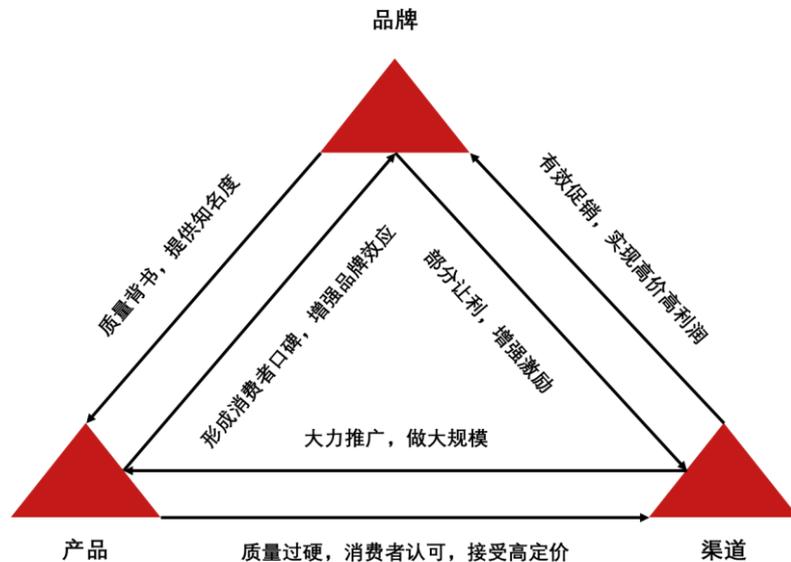
图 40：作为对照，奥克斯线上电商渠道的全产业链价值分拆



资料来源：奥克斯公告，产业调研，中信证券研究部估算

格力高价格+高利润的流通体系是由品牌+产品+渠道三方共同打造。我们认为，格力强大的定价能力主要由品牌+渠道+产品三方共同打造，三者缺一不可。首先，品牌为产品质量提供背书，产品质量过硬，消费者认可高售价，渠道辅之促销，完成产品流通；再者，品牌方获取高利润，部分让利渠道，增强激励，渠道大力推广，做大产品体量，形成消费者口碑，加强品牌效应，形成双重正向循环，使得格力高价+高毛利的模式得以持续。

图 41：格力品牌、产品、渠道共同打造的流通体系



资料来源：中信证券研究部绘制

■ 多元化风险可控，股权转让落地在即

纵观多元化拓展，未来风险可控

多元化举措频繁，但至今收获甚微。2015 年格力发布第一代手机，2016 年宣布进军新能源汽车领域，2016 年 7 月正式声明格力进入“多元化”时代。多元化至今，格力做

过冰洗、小家电、智能装备、空调芯片，并曾尝试涉足新能源汽车（银隆），但目前来看，多元化拓展的尝试收获甚微，使得格力多元化蒙上一层阴翳。

图 42：格力家电领域布局图



资料来源：公司官网，中信证券研究部

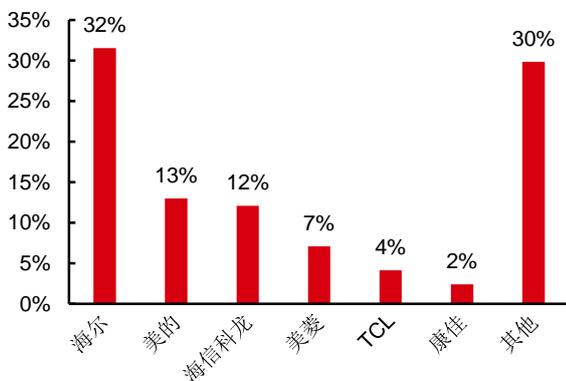
根据测算，我们预计冰箱、洗衣机和电饭煲等品类多元化对格力收入增量贡献有限。由于在冰箱、洗衣机和电饭煲等品类都存在龙头品牌，市场集中度 CR3 较高，我们预计格力短期难以正面挑战龙头品牌，假设中期格力多元化品类达到二线龙头梯队，对应市占率约 10%左右，则预计目前三大主要多元化品类对格力收入增量大约在 200~300 亿左右。

表 6：格力多元化业务收入增量测算（单位：万台、元/台、亿元）

	内销量	中怡康均价	终端市场规模	假设渠道加价率	出货端市场规模	假设格力市占率	对应收入增量	合计
冰箱	4310	4249	1831	30%	1409	10%	141	
洗衣机	4532	2956	1340	30%	1031	10%	103	261
电饭煲	4842	500	242	40%	173	10%	17	

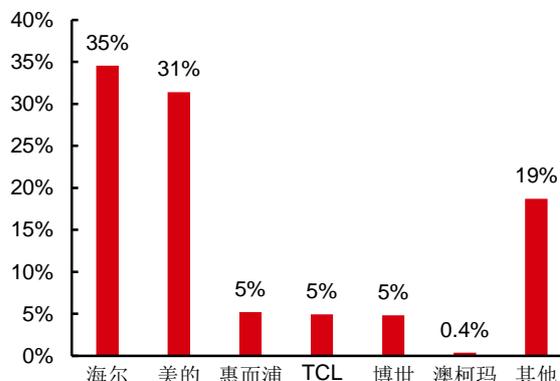
资料来源：产业在线，中怡康，中信证券研究部测算

图 43：2018 年冰箱内销销量份额情况



资料来源：产业在线，中怡康，中信证券研究部

图 44：2018 年洗衣机内销销量份额情况



资料来源：产业在线，中怡康，中信证券研究部

但同样地，我们预计，多元化布局的风险可控。格力账上现金充沛，考虑到多元化初

期投入颇大，而股东大会审议拥有否决权（如银隆新能源案例），可视作防止格力多元化过度投入的第一道屏障。根据格力电器的公司章程规定，董事会可自主决定最近年度净资产约 10% 以内的投资方案，对应到格力约为 93 亿元。同时，参考同行公司投入，预计冰箱、洗衣机等投资体量对格力整体影响预计有限，整体风险可控。

表 7：格力多元化品类的产能布局

项目名称	扩产时间	投产时间	扩产周期	投入金额	设计产能
格力长沙冰箱洗衣机项目	预计年内			50 亿	200 万台洗衣机 250 万台冰箱
格力成都产业园	2019 年 1 月	2019 年 10 月	10 个月	总投资 50 亿， 一期 20 亿	一期设计 300 万台洗衣机
格力洗衣机、晶弘冰箱生产基地项目	2019 年 3 月			50 亿	

资料来源：新浪财经，产业在线，中信证券研究部

表 8：冰箱、洗衣机相关项目扩产周期、投资金额与设计产能

品牌	项目名称	扩产时间	投产时间	扩产周期	投入金额	设计产能
小天鹅	小天鹅广州南沙工业园	2010 年	2012 年	2 年	7.4 亿	800 万台洗衣机+ 100 万台干衣机
海尔	佛山海尔电冰柜有限公司	2011 年	2015 年	4 年	4.4 亿	200 万台
海尔	沈阳海尔电冰箱有限公司	2011 年	2014 年	3 年	6 亿	200 万台
海尔	合肥海尔冰箱节能环保冰箱技改项目	2010 年	2013 年	3 年	6.9 亿	300 万台
美菱	雅典娜豪华冰箱项目	-	2012 年	-	7.3 亿	200 万台
美菱	雅典娜豪华冰箱生产基地	2019 年计划	-	-	12 亿	200 万台冰箱, 60 万台环保节能冰箱, 120 万台冰柜
创维	南京工业园项目	2011 年	2014 年	3 年	10 亿元	冰箱 300 万台, 洗衣机 200 万台, 冰柜 50 万台, 空气净化器 50 万台

资料来源：各公司公告，国家电网，产业在线，中信证券研究部

股权转让落地在即，或将实现产业赋能

高瓴、厚朴入局参与股权转让，落地后或将实现产业赋能。根据早前发布的征集受让方公告，股权转让的意向受让方需为一致行动人，且需具备改善公司法人治理结构、引入有效技术、市场和产业协同等战略资源等关键能力，为公司实现产业赋能。而目前参与股权转让的高瓴、厚朴均具备相应的能力为格力实现产业赋能，预计股权转让落地后，公司或将在经营战略、多元化布局、分红策略等多方面取得更大进展，提升产业竞争力。

高瓴历史实现产业赋能的投资案例较多，厚朴投后管理相对神秘。从历史经验来看，高瓴的投后资源整合包括促成合并、推动战略合作、推动数字化转型、推动产品创新等众多层面。落地到格力上，若最后高瓴成功获得股权转让，预计在推动多方战略合作、加速信息化建设、为多元化拓展保驾护航等多层面实现产业赋能的概率较大。而厚朴多次斥巨资进行海内外投资，但投后管理信息公开相对较少。

表 9：高瓴资本对被投资企业进行资源整合的案例

高瓴资本资源整合分类	相关案例	具体说明
促成合并	滴滴和快的	推动滴滴和快的的合并
	美团和大众点评	推动美团和大众点评的合并
	滴滴和优步中国	推动滴滴和优步中国合并

	蘑菇街和美丽说	推动蘑菇街和美丽说合并
	携程和去哪儿	推动携程和去哪儿合并
推动战略合作	百济神州与美国新基公司	高瓴投资百济神州，推动了其与美国制药巨头新基公司高达近 14 亿美元（约合 95 亿元人民币）的战略合作
	蓝月亮与京东	高瓴投资蓝月亮，并安排蓝月亮高管接洽京东，研讨蓝月亮重新设计自己的包装，旨在让产品容易装进京东的投递箱。
	去哪儿与 Traveloka	高瓴撮合了去哪儿与东南亚最大的线上旅游平台 Traveloka 达成战略合作
	京东与美的库卡	高瓴撮合美的旗下的库卡建造京东亚洲一号自动化运营中心
	京东与腾讯	高瓴撮合京东收购腾讯系电商，如 QQ 网购、拍拍网等
推动数字化转型	百丽	高瓴开启了百丽的企业数字化转型：构筑线上线下全渠道系统，利用科技创新重塑线下传统门店，借助数据化工具赋能百丽基层店员等
与被投资企业成立合资公司	英杰华集团	2017 年英杰华集团（AVIVA）、高瓴资本和腾讯签署协议拟在香港成立一家保险公司，专注数字保险服务
	百度	2015 年，高瓴资本与百度共同发起百安保险。
推动产品创新	蓝月亮	高瓴投资蓝月亮，鼓励蓝月亮放弃传统洗衣粉市场，坚定投资开发当时国内尚无品牌的洗衣液，进行产品创新，加大市场投入，教育消费者改变洗衣方式

资料来源：搜狐财经，新浪财经，中信证券研究部

表 10：厚朴投资相关投资案例梳理

投资方式	案例	具体说明
引入国有投资者	联合中粮投资蒙牛	2009 年 7 月，厚朴基金联手中粮集团以 61 亿港元的高额资本共同入股蒙牛，开创了“国有资本+民营资本+战略合作”的新型合作模式
	协助中海油收购阿根廷石油公司股份	厚朴基金投资了阿根廷最大的私人石油公司，将其 50% 的股权以 32 亿美元卖给中海油
联合投资	在美国德克萨斯州投资页岩油气	2010 年 5 月，看好美国页岩气开发和天然气发电的前景，厚朴联合淡马锡，向美国天然气生产商、独立能源企业切萨皮克能源投资 11 亿美元，购买其可转换优先股
	在外蒙古投资铁矿	2008 年 4 月 30 日，厚朴联合淡马锡通过买入香港龙铭投资控股的三年期可转债，成为一家蒙古国大型铁矿石企业的实际控制人
	投资普洛斯	2017 年，中国财团以 116 亿美元收购了购亚洲物流基础设施提供商普洛斯，其中厚朴在财团中占股 21.3%
	投资雨润	厚朴联合淡马锡投资了雨润食品
接手投资	接手中国银行股份	2009 年 1 月，厚朴基金曾以 6.5 亿美元的总价接手苏格兰皇家银行配售的中行 H 股股份
	接手中国建设银行股份	2009 年 5 月，厚朴基金牵头的财团以每股 4.2 港元全数接手了美国银行出售的 135 亿股建行 H 股
投资互联网“独角兽”	商汤科技	2018 年 5 月，厚朴参与了商汤科技 6.2 亿美元的 C+轮融资
	马蜂窝	2017 年 12 月，厚朴参与了马蜂窝 1.33 亿美元的 D 轮融资
	蔚来汽车	2016 年 6 月，厚朴参与了蔚来汽车 1 亿美元的 C 轮融资
	小米	2014 年 12 月，厚朴参与了小米 11 亿美元的 E 轮融资
	蘑菇街	2014 年 6 月，厚朴参与了蘑菇街 2 亿美元的 C 轮融资

资料来源：新浪财经，腾讯财经，中信证券研究部

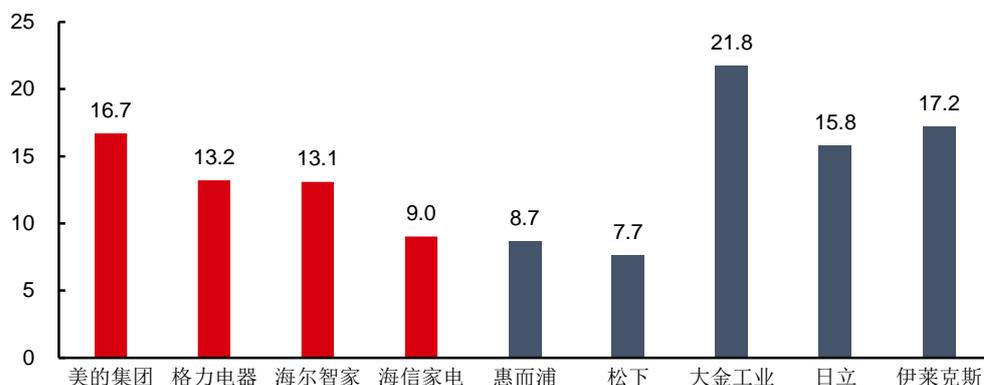
■ 风险因素

- 1、2020 新冷年终端零售不及预期；
- 2、渠道库存压力加大，出现“休克式”等硬着陆疗法；
- 3、差异化竞争策略导致格力与其他厂商价差继续拉大。

■ 估值及投资评级

国内外横向对比，格力估值水平处于相对低位。根据国内外可比的白电公司估值对比来看，格力相对大金、日立和伊莱克斯等海外空调龙头，估值仍处于相对低位。

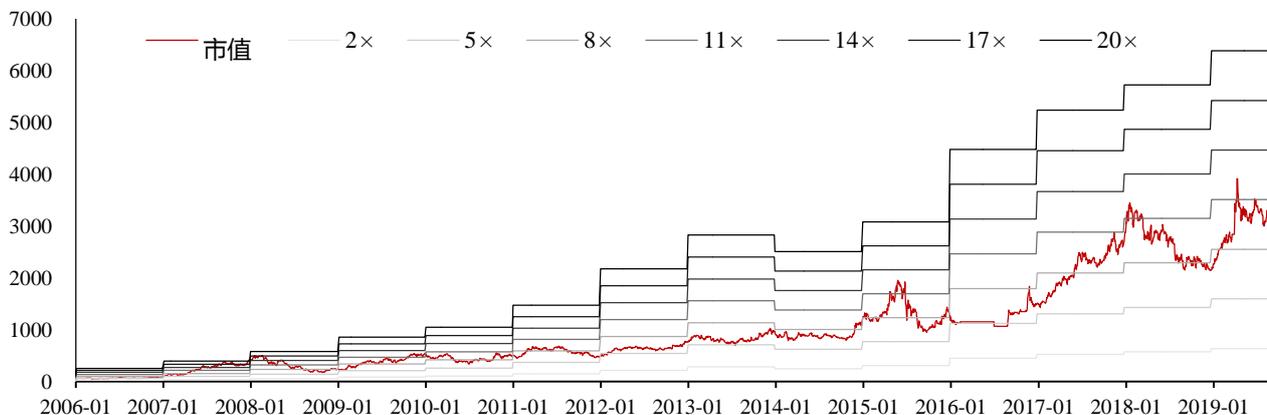
图 45：中外主要白电企业估值对比（PE）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：A 股股价为 2019 年 9 月 12 日收盘价

自身纵向对比，格力目前估值处于中位水平。根据股价/下一年实际或一致预测 EPS 的 PE Band 来看，经过年初以来的前期上涨，目前格力的 PE 处于长周期的中位水平。

图 46：格力历史长周期的 PE Band（此处的 PE=股价/下一年实际或一致预测 EPS）



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：股价为 2019 年 9 月 12 日收盘价

表 11: 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	币种	收盘价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍)	
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	2019E	2019E
000333.SZ	美的集团	CNY	54.10	3.08	3.45	3.91	4.39	12	16	14	12	3.8	
600690.SH	海尔智家	CNY	15.94	1.21	1.30	1.46	1.63	12	12	11	10	2.2	
000921.SZ	海信家电	CNY	11.97	1.01	1.18	1.34	1.48	7	10	9	8	1.9	
平均								10	13	11	10	2.6	

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2019 年 9 月 12 日收盘价;

维持公司 2019-21 年 EPS 预测 4.81/5.34/5.86 元, 当前股价对应 PE 为 12/10/9 倍。公司是家用空调+中央空调双料龙头, 产业链上下游高度一体化以及品牌溢价显著优势。结合空调行业仍将稳健增长、格局中期难变、渠道库存风险可控、股权转让落地有望实现赋能等, 维持“买入”评级, 继续推荐。

表 12: 格力电器盈利预测

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150,019.55	200,024.00	210,041.10	229,792.04	249,261.87
营业收入增长率	36.2%	33.3%	5.0%	9.4%	8.5%
净利润(百万元)	22,401.58	26,202.79	28,931.06	32,137.96	35,251.46
净利润增长率	45.3%	17.0%	10.4%	11.1%	9.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	3.72	4.36	4.81	5.34	5.86
毛利率%	33.6%	30.9%	31.8%	32.2%	32.5%
净资产收益率 ROE%	34.15%	28.69%	26.04%	25.56%	25.50%
每股净资产 (元)	10.90	15.18	18.47	20.90	22.98
PE	15	13	12	10	9
PB	5.1	3.7	3.0	2.7	2.4

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价为 2019 年 9 月 12 日收盘价

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	150,020	200,024	210,041	229,792	249,262
营业成本	99,563	138,234	143,284	155,749	168,138
毛利率	33.63%	30.89%	31.78%	32.22%	32.55%
营业税金及附加	1,513	1,742	2,233	2,256	2,424
销售费用	16,660	18,900	21,845	23,908	26,189
营业费用率	11.11%	9.45%	10.40%	10.40%	10.51%
管理费用	6,071	4,366	4,161	4,782	5,188
管理费用率	4.05%	2.18%	1.98%	2.08%	2.08%
财务费用	431	(948)	(1,668)	(2,137)	(2,564)
财务费用率	0.29%	-0.47%	-0.79%	-0.93%	-1.03%
投资收益	397	107	200	200	200
营业利润	26,127	30,997	34,086	37,840	41,597
营业利润率	17.42%	15.50%	16.23%	16.47%	16.69%
营业外收入	511	318	500	500	500
营业外支出	21	41	30	30	30
利润总额	26,617	31,274	34,556	38,310	42,067
所得税	4,109	4,894	5,450	5,984	6,596
所得税率	15.44%	15.65%	15.77%	15.62%	15.68%
少数股东损益	107	176	176	188	219
归属于母公司股东的净利润	22,402	26,203	28,931	32,138	35,251
净利率	14.93%	13.10%	13.77%	13.99%	14.14%

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	26,617	31,274	34,556	38,310	42,067
所得税支出	-4,109	-4,894	-5,450	-5,984	-6,596
折旧和摊销	2,033	3,110	1,524	1,624	1,722
营运资金的变化	-5,718	-6,906	5,691	-3,075	-977
其他经营现金流	-2,466	4,357	-2,025	-2,522	-2,988
经营现金流合计	16,359	26,941	34,297	28,354	33,227
资本支出	-2,425	-3,838	-1,150	-1,103	-1,017
投资收益	397	107	200	200	200
其他投资现金流	-60,225	-18,115	548	155	130
投资现金流合计	-62,253	-21,846	-402	-747	-686
发行股票	90	0	0	0	0
负债变化	34,619	51,861	7,911	-11,542	-1,528
股息支出	0	-9,024	-9,024	-17,359	-22,497
其他融资现金流	-36,979	-40,324	1,527	1,979	2,312
融资现金流合计	-2,269	2,514	414	-26,921	-21,713
现金及现金等价物净增加额	-48,164	7,609	34,309	686	10,828

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	99,610	113,079	147,388	148,074	158,902
存货	16,568	20,012	20,771	23,687	24,763
应收账款	38,071	43,611	54,151	55,949	59,799
其他流动资产	17,285	23,009	24,735	25,460	25,348
流动资产	171,535	199,711	247,045	253,169	268,813
固定资产	17,482	18,386	17,808	17,050	16,170
长期股权投资	110	2,251	2,251	2,251	2,251
无形资产	3,604	5,205	5,443	5,728	5,902
其他长期资产	22,236	25,682	25,648	25,600	25,601
非流动资产	43,433	51,523	51,150	50,628	49,923
资产总计	214,968	251,234	298,195	303,797	318,736
短期借款	18,646	22,068	29,979	18,437	16,909
应付账款	44,320	49,823	63,814	64,944	68,531
其他流动负债	84,525	85,796	90,912	92,116	92,273
流动负债	147,491	157,686	184,705	175,497	177,713
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	642	833	833	833	833
非流动性负债	642	833	833	833	833
负债合计	148,133	158,519	185,538	176,330	178,547
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
资本公积	104	93	93	93	93
归属于母公司所有者权益合计	65,595	91,327	111,094	125,715	138,218
少数股东权益	1,240	1,388	1,563	1,752	1,971
股东权益合计	66,835	92,715	112,657	127,467	140,189
负债股东权益总计	214,968	251,234	298,195	303,797	318,736

主要财务指标

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	36.24%	33.33%	5.01%	9.40%	8.47%
营业利润增长率	49.67%	18.64%	9.97%	11.01%	9.93%
净利润增长率	45.27%	16.97%	10.41%	11.08%	9.69%
毛利率	33.63%	30.89%	31.78%	32.22%	32.55%
EBITDA Margin	18.17%	16.53%	16.30%	16.37%	16.45%
净利率	14.93%	13.10%	13.77%	13.99%	14.14%
净资产收益率	34.15%	28.69%	26.04%	25.56%	25.50%
总资产收益率	10.42%	10.43%	9.70%	10.58%	11.06%
资产负债率	68.91%	63.10%	62.22%	58.04%	56.02%
所得税率	15.44%	15.65%	15.77%	15.62%	15.68%
股利支付率	0.00%	34.44%	60.00%	70.00%	70.00%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。