

格力电器（000651）重大事项点评

股权改革尘埃落定，公司发展未来可期

事项：

- ❖ 2019年12月2日，格力电器发布《关于公司控股股东签署〈股份转让协议〉暨公司控制权拟发生变更的提示性公告》等系列公告，珠海明骏以46.17元/股的价格受让格力集团持有的公司15%的股份，合计转让价格为416.62亿元，本次权益变动后，公司将变更为无控股股东和实际控制人。

评论：

- ❖ **珠海明骏为最终受让方，管理层与高瓴资本入局助力持续发展。**珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）以416.62亿元受让格力集团持有的格力电器15%股权，成为格力电器第一大股东，本次权益变动后，公司将无控股股东和实际控制人。**1）管理层入局珠海明骏。**格臻投资持有珠海明骏6.40%认缴出资比，格臻投资出资人为董明珠等18位公司高管。根据公告，珠海明骏可提名三名董事候选人，且应保持其中的至少两名董事候选人为管理层实体认可的人士，据此公司管理层治理结构依旧稳定，有望保障公司在此后的分红、营销、战略布局等重要政策上的延续性。根据公告披露，珠海明骏承诺在上市公司涉及分红的股东大会中尽力促使上市公司每年净利润分红比例不低于50%。**2）高瓴资本入主助力公司发展。**珠海明骏基金管理人为珠海高瓴股权投资管理有限公司，背后即高瓴资本的力量。高瓴资本入主对公司具有重要意义，高瓴资本作为国内领先的私募股权投资机构，助力蓝月亮、百丽国际等传统零售公司成功转型，拥有丰富的数字赋能经验，且与旗下投资公司保持良好合作关系，具备充分的资源协同能力，未来有望助力格力业务布局及渠道体系完善；且珠海明骏承诺将在权限范围内保持公司经营团队的整体稳定，尽可能为珠海市经济发展进行有效的产业投资和战略资源导入，并促使公司为珠海市经济持续健康发展做出新的贡献。
- ❖ **格力国企属性褪去，将推进实施更为有利的激励计划。**在股权混改前，相较于美的集团，格力电器企业性质为地方性国有企业，且高管持股比例相对较低，并未实施常态化的股权激励计划。股权转让后，格力电器国企属性褪去，实际控制人由珠海市国资委变更为无实际控制人。公司计划在本次交易完成交割后推进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。
- ❖ **股改后或可深度绑定渠道利益，进一步完善渠道体系。**格力电器销售依赖于线下经销商模式。区域性销售公司不仅控制了格力全国线下的经销商零售终端，同时也是公司重要股东，截至2019年三季度京海担保仍持有公司8.91%股权，拥有重要话语权。区域性销售公司是重要的中间连接体，在上市公司体外且是盈利性机构，也是我们未来渠道改革可能的重点。如果未来利益更加绑定，我们认为销售公司存在向两头让利的可能性（上市公司、消费者）。
- ❖ **投资建议：**考虑到公司近期的“百亿大让利”等促销活动频繁，我们略微调整公司19/20/21年EPS预测至4.66/5.28/5.83元（前值：4.80/5.28/5.83元），对应PE分别为12/11/10倍。公司作为空调行业绝对龙头，盈利能力平稳上升，混改优化治理，多元化战略稳步推进，为未来持续稳定发展提供有力支撑。维持目标价69元，对应20年13倍PE，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**地产调控加大；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	198,123	206,834	227,423	252,682
同比增速(%)	33.6%	4.4%	10.0%	11.1%
归母净利润(百万)	26,203	28,009	31,785	35,094
同比增速(%)	17.0%	6.9%	13.5%	10.4%
每股盈利(元)	4.36	4.66	5.28	5.83
市盈率(倍)	13	12	11	10
市净率(倍)	4	3	3	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年11月29日收盘价

强推（维持）

目标价：69元

当前价：57.71元

华创证券研究所

证券分析师：龚源月

电话：021-20572560

邮箱：gongyuanyue@hcyjs.com

执业编号：S0360519060003

公司基本数据

总股本(万股)	601,573
已上市流通股(万股)	596,992
总市值(亿元)	3,471.68
流通市值(亿元)	3,445.24
资产负债率(%)	64.9
每股净资产(元)	16.8
12个月内最高/最低价	65.16/33.89

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《格力电器（000651）重大事项点评：公开征集条件披露，治理结构有望优化》

2019-08-12

《格力电器（000651）2019年半年报点评：营收表现好于预期，多元业务拓展顺利》

2019-09-01

《格力电器（000651）2019年三季度报点评：营收增速略有放缓，股改落地未来可期》

2019-10-31

目 录

一、格力电器股改尘埃落定，未来发展可期.....	4
（一）珠海明骏为最终受让方，管理层与高瓴资本入局助力持续发展	4
1、管理层入局珠海明骏，治理结构有望维稳延续	5
2、高瓴资本入主，具备助力传统零售转型的成功经验	6
（二）格力国企属性褪去，将推进实施更为有利的激励计划	7
（三）股改后或可深度绑定渠道利益，进一步完善渠道体系	9
二、股权改革以来重要公告梳理.....	10

图表目录

图表 1 珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）股权结构	4
图表 2 格臻投资的最终出资人	5
图表 3 2018 年中国私募股权投资机构 50 强及历史投资数（截至 2019 年 12 月 2 日）	6
图表 4 高瓴资本投资数量及金额	6
图表 5 格力电器混改前股权结构（截至 2019 年三季度）	7
图表 6 美的集团股权结构（截至 2019 年三季度）	8
图表 7 美的员工股权激励计划梳理	8
图表 8 格力电器渠道体系相关股权结构	9

2019年12月2日，格力电器发布《关于公司控股股东签署〈股份转让协议〉暨公司控制权拟发生变更的提示性公告》等系列公告，珠海明骏以46.17元/股的价格受让格力集团持有的公司15%的股份，合计转让价格为416.62亿元，本次权益变动后，公司将变更为无控股股东和实际控制人。珠海明骏承诺自过户登记完成之日起36个月内不转让在本次交易中取得的股份。

珠海明骏为格力股权改革最终受让方。珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）以 416.62 亿元受让格力集团持有的格力电器 15% 股权，成为格力电器第一大股东。京海担保持有公司 8.91% 股权，为第三大股东；格力集团仍持有公司 3.22% 股权，为公司第四大股东。本次权益变动后，公司将无控股股东和实际控制人。珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）成立于 2017 年 5 月 11 日，企业主要合伙人为珠海贤盈（普通合伙人，出资占比 0.06%），珠海博韬（有限合伙人，出资占比 77.07%），高瓴瀚盈（有限合伙人，出资占比 12.84%），珠海熠辉（有限合伙人，出资占比 3.65%），格臻投资（有限合伙人，出资占比 6.38%），基金管理人为珠海高瓴股权投资管理有限公司。根据珠海明骏合伙协议，珠海贤盈享有对珠海明骏事务独占及排他的执行权；且根据珠海贤盈合伙协议，珠海毓秀的董事会是珠海贤盈的最终决策机构，对珠海明骏和珠海贤盈的重大事项作出决策。此外，根据协议，珠海明骏的基金管理报酬和收益分成的 41% 由格臻投资享有，其中管理层实体确保其享有的 8% 部分会以适当的方式分配给对格力电器有重要贡献的管理层成员和员工。

[illegible]

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210号

1、管理层入局珠海明骏，治理结构有望维稳延续

董明珠等管理层入局，格臻投资持股格力电器约 0.96%。格臻投资出资人为董明珠等 18 位自然人，出资人均均为格力电器管理层人员，其中董明珠为格臻投资普通合伙人，认缴出资比例高达 95.48%，其余 17 位高管均为有限合伙人。格臻投资作为格力电器管理层实体，直接持有珠海明骏 6.3794%认缴出资比，通过珠海毓秀和珠海贤盈间接持有 0.023%（格臻投资持有珠海毓秀 41%认缴出资比，在与 HH Mansion 和 Pearl Brilliance 受让完成后持有珠海贤盈 20.3%认缴出资比），综上格臻投资持有珠海明骏 6.40%认缴出资比，占格力电器 0.96%股份。此外格臻投资与珠海博韬另就珠海明骏份额转让事宜达成协议安排，拟从珠海博韬处受让珠海明骏 4.7236%认缴出资比，据此格臻投资预计持有格力电器 1.67%股权。

图表 2 格臻投资的最终出资人

序号	姓名	合伙人性质	认缴资金比例	在上市公司任职情况
1	董明珠	普通合伙人	95.48%	董事长、总裁
2	王凯	有限合伙人	0.89%	总裁助理
3	黄辉	有限合伙人	0.74%	董事、执行总裁
4	庄培	有限合伙人	0.59%	副总裁
5	谭建明	有限合伙人	0.52%	总工程师、副总裁
6	望靖东	有限合伙人	0.22%	董事、副总裁、财务负责人、董事会秘书
7	赵志伟	有限合伙人	0.22%	总裁助理
8	胡余生	有限合伙人	0.22%	总裁助理、总工程师助理
9	方祥建	有限合伙人	0.15%	助理总裁
10	张辉	有限合伙人	0.15%	总裁助理、副总工程师
11	文辉	有限合伙人	0.15%	总裁助理
12	胡文丰	有限合伙人	0.15%	总裁助理
13	刘华	有限合伙人	0.15%	总裁助理、副总工程师
14	夏光辉	有限合伙人	0.07%	总工程师助理
15	陈伟才	有限合伙人	0.07%	总裁助理
16	谢东波	有限合伙人	0.07%	总裁助理
17	张龙	有限合伙人	0.07%	总裁助理、总工程师助理
18	李绍斌	有限合伙人	0.07%	总裁助理、总工程师助理

资料来源：wind，华创证券

管理层治理结构稳定，利润分配有望每年不低于 50%。根据公告披露，如果珠海明骏依据上市公司的公司章程有权提名三名以上（含三名）董事候选人的，则珠海明骏应提名三名董事候选人，其中应包括一名由珠海高瓴提议的董事候选人，一名由 Pearl Brilliance 提议的董事候选人，一名由管理层实体提议的董事候选人，且应保持其中的至少两名董事候选人为管理层实体认可的人士。公司董事会非独立董事共 6 席位，根据此协议，珠海明骏提名的至少两名管理层实体认可的人员。根据公司章程，持股 3%以上有权提名董事、股东代表监事候选人，因此京海担保（持有格力电器 8.91%）有权提名董事候选人。据此预测，现有管理层与经销商利益高度协同，公司管理层治理结构依旧稳定，有望保障公司在此后的分红、营销、战略布局等重要政策上的延续性。根据公告披露，珠海明骏承诺在上市公司涉及分红的股东大会中尽力促使上市公司每年净利润分红比例不低于 50%。

2、高瓴资本入主，具备助力传统零售转型的成功经验

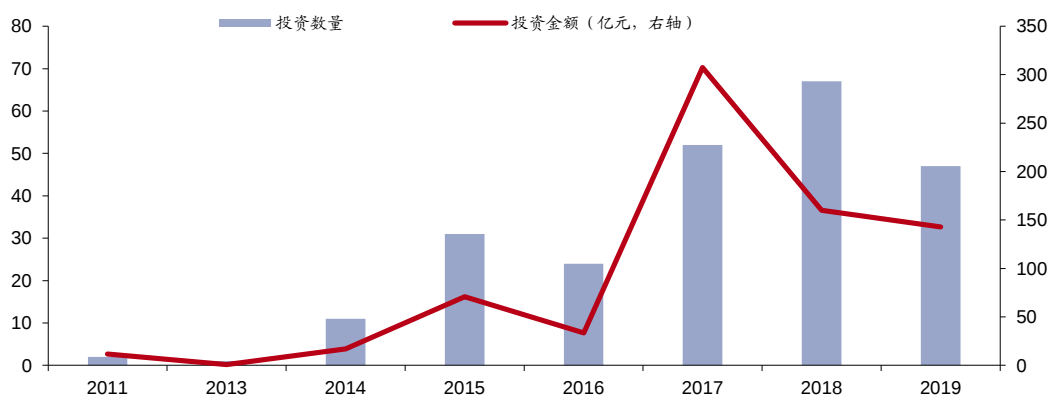
高瓴资本是亚洲最大投资机构之一。高瓴资本成立于 2005 年，已发展成为亚洲最大的投资机构之一，坚持发现价值、创造价值。根据清科的 2018 年中国私募股权投资机构年度榜单显示，高瓴资本位居行业第一，当选 2018 年中国投资最佳私募股权投资机构。根据 IT 桔子数据显示，高瓴资本自成立以来十余年期间，累计历史投资数量达 226 次（截至 2019 年 12 月 2 日），其中 2018 年投资数达 67 次，投资金额 159.9 亿元。

图表 3 2018 年中国私募股权投资机构 50 强及历史投资数（截至 2019 年 12 月 2 日）

排名	机构简称	历史投资数
1	高瓴资本	226
2	腾讯投资	803
3	DST Global	28
4	鼎晖投资	168
5	中信产业基金	60
6	华平投资	99
7	淡马锡投资	146
8	招银国际资本	55
9	新加坡政府投资公司	57
10	建银国际	45

资料来源：清科“2018 年中国私募股权投资机构 50 强”榜单，IT 桔子，华创证券

图表 4 高瓴资本投资数量及金额



资料来源：IT 桔子，华创证券；备注：2019 为截至 2019 年 12 月 2 日累计数据

高瓴资本投资经验丰富，助力腾讯、京东等优秀公司发展。高瓴资本投资经验丰富，在发展的十余年期间参与了包括腾讯、京东、携程、滴滴、美团、百丽国际等在内的众多优秀企业的价值投资。2005 年初，高瓴资本以几乎全部资金购入腾讯控股的股票，这也是高瓴资本投资的第一单；2010 年，高瓴资本以 3 亿美元投资京东。在先后投资国内两大互联网巨头后，高瓴资本促成腾讯与京东联姻，2014 年腾讯与京东达成战略合作协议，双方进行电商资产的整合，腾讯的 QQ 网购、拍拍电商和物流部门并入京东，而腾讯入股京东，持有其上市前普通股的 15%，且腾讯总裁刘炽平加入京东集团董事会。

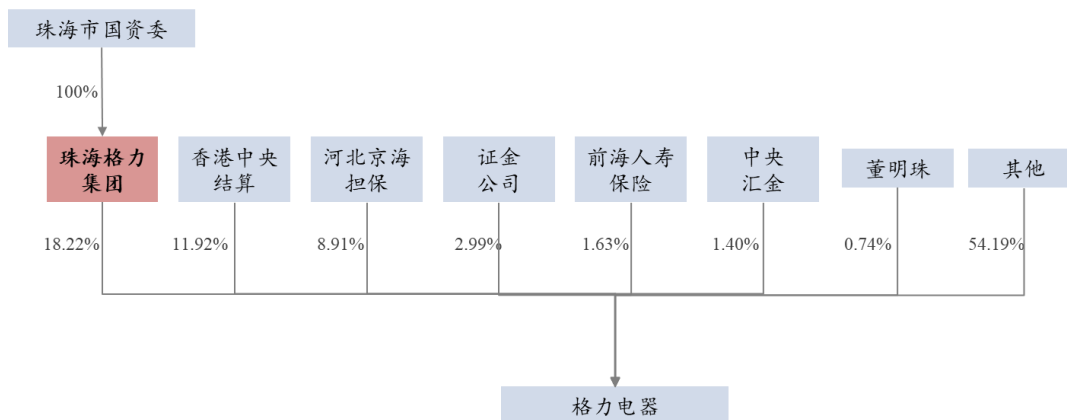
高瓴资本具备助力传统零售公司转型的成功经验。高瓴资本与腾讯、京东等互联网巨头保持良好密切的关系，也为其后续投资的传统零售公司的转型提供了助力。2010年，高瓴资本投资广州蓝月亮实业有限公司，投资后高瓴一方面鼓励促进蓝月亮进行产品和营销方式的创新，支持其加大市场投入力度；另一方面，高瓴资本借助与京东的良好关系，促成蓝月亮与京东平台的合作，利用京东的平台效应，为蓝月亮提供强大的数据、营销及供应链支撑，持续赋能助力蓝月亮实现品牌宣传与销售齐增的双重效果。此外，高瓴资本在2017年接手百丽国际后，助推百丽数字化转型，对百丽数字化赋能的两年内始终以百丽的管理层为核心，坚持“充分尊重企业家和管理层”。

高瓴资本入主，对格力电器意义重大：1）高瓴资本作为国内领先的私募股权投资机构，助力蓝月亮、百丽国际等传统零售公司成功转型，拥有丰富的数字赋能经验，且与旗下投资公司保持良好合作关系，具备充分的资源协同能力，未来有望助力格力业务布局及渠道体系完善；2）珠海明骏承诺将在权限范围内保持公司经营管理团队的整体稳定，尽可能为珠海市经济发展进行有效的产业投资和战略资源导入，并促使公司为珠海市经济持续健康发展做出新的贡献。

（二）格力国企属性褪去，将推进实施更为有利的激励计划

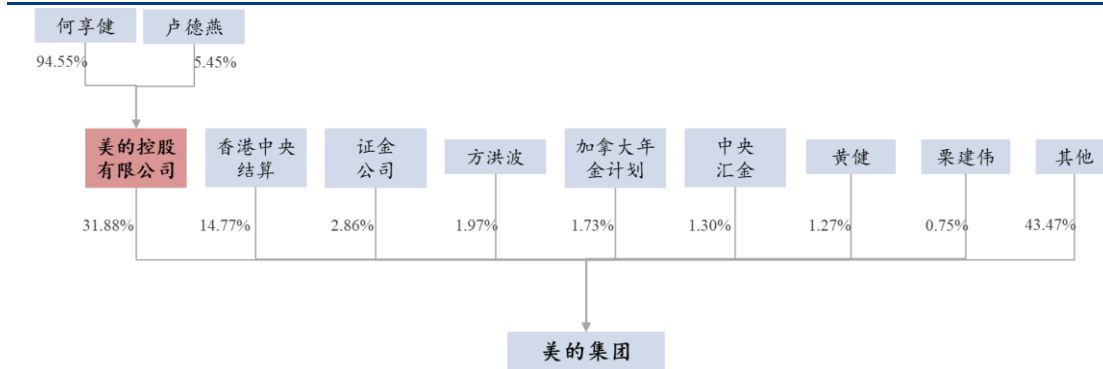
混改前格力电器属于地方性国企，高管持股比例较低。截至2019年9月30日，格力电器前十大股东持股占比47.82%，其中珠海格力集团有限公司持股18.22%，为公司第一大股东；河北京海担保投资有限公司（由经销商组建而成，2007年作为公司重要战略合作伙伴引入）持股8.91%，为公司第三大股东；公司董事长董明珠持股0.74%，为公司第七大股东，管理层持股比例较低；其余十大股东为保险等财务投资者。从股权结构来看，股权转让前格力电器仍属于地方性国有企业。

图表 5 格力电器混改前股权结构（截至2019年三季度）



资料来源：wind，华创证券

美的集团实际控制人为何享健家族，高管持股比例相对较高。截至2019年9月30日，美的集团前十大股东占比合计为58.09%，其中美的控股有限公司（实际控制人为何享健家族，卢德燕为何享健儿媳）持股31.88%，为公司第一大股东；相比格力电器，美的集团高管持股比例相对更高，方洪波（美的集团现董事长、总裁）、黄健（已离职，美的集团原总裁）、栗建伟（已离职，美的集团原董事）分别持有1.97%、1.27%和0.75%的股份。从股权结构来看，美的集团属于民营企业，且在股权上与高管的利益绑定更密切。

图表 6 美的集团股权结构（截至 2019 年三季度）


资料来源：wind，华创证券

美的集团激励计划深度绑定管理层利益。自 2014 年以来推出首期股票期权激励计划后，美的集团将员工股权激励计划常态化，除每年推出股票期权激励计划外，先后推行限制性股票激励计划及合伙人持股计划，其中事业合伙人主要激励对公司整体业绩和中长期发展具有重要作用的核心管理人员，限制性股票激励计划主要针对中高层管理人员及对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他管理人员和业务骨干，除高层管理人员外，美的集团还将激励对象拓展至中基层，第五期和第六期股票期权激励计划对象均为研发、制造、品质等科技人员及相关中基层管理人员。通过股权激励计划，美的集团深度绑定核心管理层的利益，且逐步拓展至中基层，能够充分调动员工积极性，助力公司长足发展。

图表 7 美的员工股权激励计划梳理
美的股权激励政策梳理
股票期权激励计划

公告时间	参与人数（人）	激励规模（行权价（元）/份数（万））	股本占比（%）
2014.1	693	48.79/4,060	2.41
2015.3	738	31.54/8,430	2.00
2016.5	931	21.35/12,753	1.98
2017.3	1476	33.72/9,898	1.53
2018.3	1341	57.54/6,208	0.94
2019.4	1150	54.17/4,724	0.72

限制性股票激励计划

公告时间	参与人数（人）	激励规模（行权价（元）/份数（万））	股本占比（%）
2017.3	140	16.86/2,979	0.37
2018.3	344	28.77/2,501	0.38
2019.4	451	27.09/3,035	0.46

合伙人持股计划

公告时间	参与人数（人）	激励规模（金额：亿元）
2015.3	15	1.15
2016.3	15	0.81
2017.3	15	0.99
2018.3	20（全球合伙人）	1.83

美的股权激励政策梳理

2018.3	50（事业合伙人）	0.98
2019.04	16（全球合伙人）	1.86
2019.04	45（事业合伙人）	0.93

资料来源：公司公告，华创证券

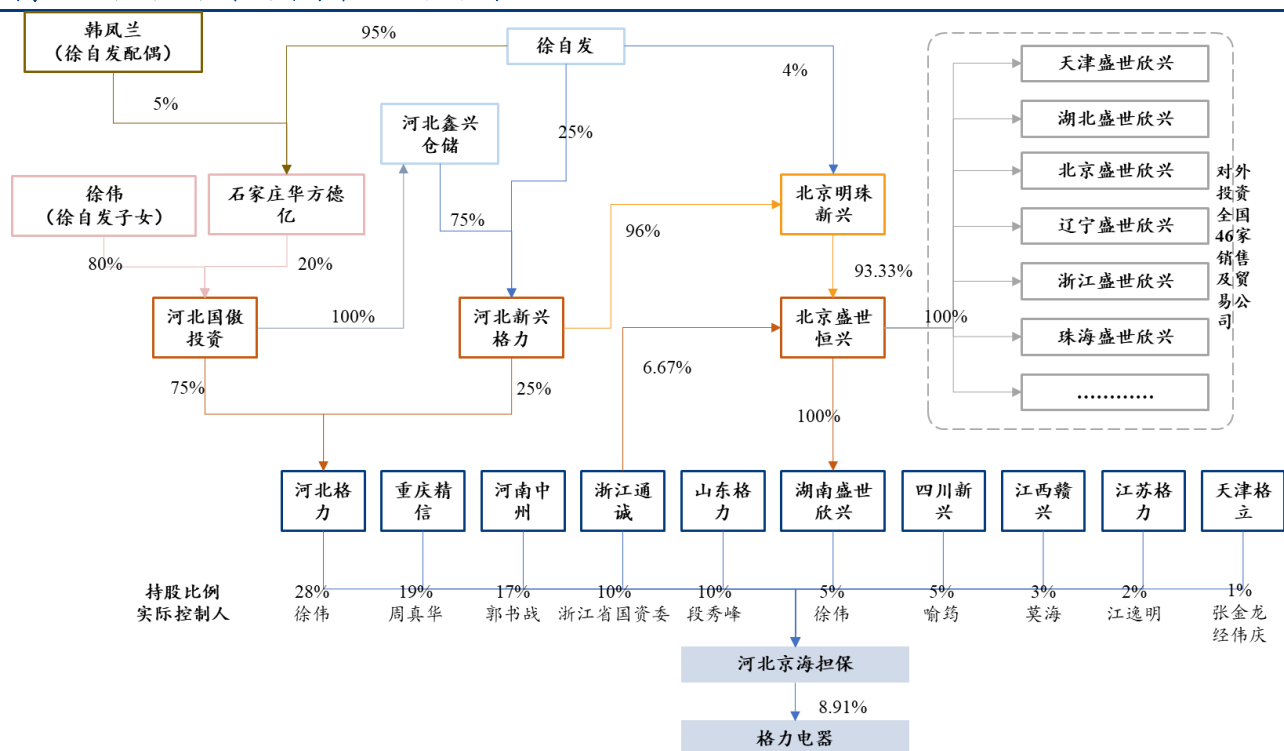
股权改革后，格力国企属性褪去，将实施更加积极灵活的股权激励措施。根据公司公告显示，格力电器仅在 2006 年和 2007 年实施过股权激励计划，未形成类似美的集团常态化的激励机制。此次股权混改结束后，格力电器实际控制人由珠海国资委变更为无实际控制人。根据此次公告披露，公司计划在本次交易完成交割后推进给予管理层实体认可的管理层和骨干员工总额不超过 4% 上市公司股份的股权激励计划。

（三）股改后或可深度绑定渠道利益，进一步完善渠道体系

格力电器销售依赖于线下经销商体系。格力电器线下渠道掌控力强，线上有待发力。目前格力产品销售仍依赖于其强大的线下经销商体系。根据渠道调研结果，我们预计公司线下渠道营收占比在 80% 左右，为公司的主导渠道。区域性销售公司不仅控制了格力全国线下的经销商零售终端，同时也是公司重要股东。2007 年格力电器引入由 10 家核心经销商组建而成的河北京海担保投资有限公司作为公司战略投资者。截至 2019 年三季报，京海担保持有公司 8.91% 股权，为公司第三大股东。

京海担保实际控制人同时掌控格力全国销售公司。河北京海担保实际控制人为徐自发家族，徐自发与其配偶、子女通过以直接和间接持股的方式拥有对北京盛世恒兴格力国际贸易有限公司的绝对控制权，而北京盛世恒兴持有全国各区域性销售公司及贸易公司的 100% 股权。徐自发家族实际控制京海担保及格力全国销售公司，股权绑定下其利益与公司具有高度的一致性。

图表 8 格力电器渠道体系相关股权结构



资料来源：wind，华创证券；备注：北京盛世恒兴对外投资的全国 46 家公司中含湖南盛世欣兴

区域性销售公司是重要的中间连接体，利润蓄水丰富，或是渠道改革重点。区域性销售公司是重要的中间连接体，在上市公司体外且是盈利性机构，也是我们认为未来渠道改革可能的重点。若假设区域性销售公司的利润率为 5%，将格力电器空调和小家电收入之和粗略视为区域性销售公司的销售收入，粗略测算下，2019H1 区域性销售公司利润在 40 亿元左右（2019H1 格力电器归母净利润为 137.50 亿元）。如果未来利益更加绑定，我们认为销售公司存在向两头让利的可能性（上市公司、消费者）。

二、股权改革以来重要公告梳理

1、2019.10.29《关于控股股东拟协议转让公司部分股份公开征集受让方的结果公告》

经评审委员会对参与本次公开征集的两家意向受让方进行综合评审，确定珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）为最终受让方，后续仍须经国有资产监督管理机构及其他有权政府部门批准后方能生效。

2、2019.08.13《关于控股股东拟协议转让公司部分股份公开征集受让方的公告》

公告明确了包括意向受让方的征集条件、相关申请材料要求、截止日期和递交方式、缔约保证金及股份转让价款的支付要求、本次公开征集受让方的确定方式等内容。

转股数量及价格：拟协议转让格力集团持有的公司 15%股权。转让价格不低于 45.67 元/股，依据除权除息事项相应调整为不低于 44.17 元/股。

意向受让方征集条件：

（一）基本条件：

- 1) 意向受让方应为单一法律主体（仅限公司法人或有限合伙企业），或受同一控股股东或实际控制人控制的不超过两个法律主体组成的联合体（包括私募股权投资管理机构的核心管理团队/合伙人或其设立的实体所发起设立的一个主体或不超过两个主体组成的联合体）；
- 2) 格力集团不接受意向受让方受让部分股份的请求，提出部分受让请求的，视为未提出受让请求；若为两个法律主体组成联合体共同作为意向受让方，联合体内任一法律主体受让股份比例不低于公司总股本的 5%；
- 3) 意向受让方承诺在受让股份后，该等股份锁定期不低于 36 个月，另有规定的从其规定；

（二）有利于提升上市公司质量，维护公司持续健康发展；

（三）有利于促进珠海市经济社会发展。

缔约保证金：意向受让方在提交受让申请材料前，需向格力集团缴纳人民币 63 亿元（或等值美元）作为本次交易的缔约保证金。

受让方的确定：格力集团将组织评审委员会对符合基本条件的意向受让方进行综合评审，综合考虑各种因素的基础上择优选择受让方。最终结果以国有资产监督管理机构及其他有权政府部门审批通过为生效条件。

3、2019.04.09《关于控股股东拟通过公开征集受让方的方式协议转让公司部分股权暨复牌的提示性公告》

根据格力集团函告，格力集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让格力集团持有的格力电器总股本 15%的股票。本次转让价格不低于提示性公告日（2019 年 4 月 9 日）前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值。根据我

们计算,本次转让价格不低于 45.67 元/股。而最终转让价格以公开征集并经国有资产监督管理部门批复的结果为准。

4、2019.04.01《重大事项停牌公告》

公司发布重大事项停牌公告,收到控股股东珠海格力集团有限公司通知,格力集团将筹划转让其所持有的部分格力电器股权,转让后可能涉及公司控制权变动。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	113,079	122,564	133,909	150,024
应收票据	35,912	41,367	45,485	50,536
应收账款	7,700	7,860	8,642	9,602
预付账款	2,162	2,240	2,471	2,775
存货	20,012	20,733	23,700	26,614
其他流动资产	20,846	21,969	24,080	26,714
流动资产合计	199,711	216,733	238,287	266,265
其他长期投资	2,754	2,538	2,538	2,538
长期股权投资	2,251	2,476	2,600	2,730
固定资产	18,374	18,442	18,500	18,548
在建工程	1,664	1,664	1,664	1,664
无形资产	5,205	5,374	5,540	5,702
其他非流动资产	21,275	21,276	21,274	21,273
非流动资产合计	51,523	51,770	52,116	52,455
资产合计	251,234	268,503	290,403	318,720
短期借款	22,068	23,068	22,068	21,568
应付票据	10,835	12,173	12,640	12,952
应付账款	38,987	38,668	40,289	44,357
预收款项	9,792	10,135	11,144	12,381
其他应付款	4,613	4,613	4,613	4,613
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	71,391	70,663	71,103	73,805
流动负债合计	157,686	159,320	161,857	169,676
长期借款	0	18	18	18
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	833	667	667	667
非流动负债合计	833	685	685	685
负债合计	158,519	160,005	162,542	170,361
归属母公司所有者权益	91,327	106,925	126,077	146,342
少数股东权益	1,388	1,573	1,784	2,017
所有者权益合计	92,715	108,498	127,861	148,359
负债和股东权益	251,234	268,503	290,403	318,720

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	32,801	21,451	25,634	32,220
现金收益	26,686	28,681	32,444	35,804
存货影响	-3,443	-721	-2,967	-2,914
经营性应收影响	-4,246	-5,743	-5,181	-6,366
经营性应付影响	3,160	1,361	3,097	5,618
其他影响	10,644	-2,127	-1,759	78
投资活动现金流	-21,846	-2,916	-3,444	-3,450
资本支出	-6,260	-3,301	-3,301	-3,300
股权投资	579	225	124	130
其他长期资产变化	-16,165	160	-267	-280
融资活动现金流	2,514	-9,050	-10,845	-12,655
借款增加	3,422	1,018	-1,000	-500
股利及利息支付	-863	-12,769	-14,930	-16,485
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-45	2,701	5,085	4,330

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	198,123	206,834	227,423	252,682
营业成本	138,234	143,215	157,997	177,427
税金及附加	1,742	1,818	1,999	2,222
销售费用	18,900	20,558	21,001	22,184
管理费用	4,366	4,413	4,602	4,861
研发费用	6,988	7,006	7,499	7,700
财务费用	-2,803	-2,581	-2,634	-2,619
资产减值损失	262	50	50	50
公允价值变动收益	46	46	0	0
投资收益	107	150	150	150
其他收益	409	400	400	400
营业利润	30,997	32,952	37,458	41,408
营业外收入	318	500	500	500
营业外支出	41	20	20	20
利润总额	31,274	33,432	37,938	41,888
所得税	4,895	5,233	5,938	6,556
净利润	26,379	28,199	32,000	35,332
少数股东损益	176	190	215	238
归属母公司净利润	26,203	28,009	31,785	35,094
NOPLAT	24,015	26,022	29,779	33,123
EPS(摊薄) (元)	4.36	4.66	5.28	5.83

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	33.6%	4.4%	10.0%	11.1%
EBIT 增长率	11.6%	8.4%	14.4%	11.2%
归母净利润增长率	17.0%	6.9%	13.5%	10.4%
获利能力				
毛利率	30.2%	30.8%	30.5%	29.8%
净利率	13.3%	13.6%	14.1%	14.0%
ROE	28.3%	25.8%	24.9%	23.7%
ROIC	28.7%	26.4%	26.2%	25.4%
偿债能力				
资产负债率	63.1%	59.6%	56.0%	53.5%
债务权益比	24.7%	21.9%	17.8%	15.0%
流动比率	126.7%	136.0%	147.2%	156.9%
速动比率	114.0%	123.0%	132.6%	141.2%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	12	14	13	13
应付账款周转天数	96	98	90	86
存货周转天数	48	51	51	51
每股指标(元)				
每股收益	4.36	4.66	5.28	5.83
每股经营现金流	5.45	3.57	4.26	5.36
每股净资产	15.18	17.77	20.96	24.33
估值比率				
P/E	13	12	11	10
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	16	14	13	12

家电组团队介绍

组长、首席分析师：龚源月

法国 ESSEC 商学院硕士。曾任职于弘则研究。2017 年加入华创证券研究所。

助理研究员：贺虹萍

上海财经大学经济学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baopingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyang@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500