

重要进展临时停牌！然后跳空高开暴涨！港资、易方达加仓，什么情况？（优塾估值建模）

12月2日晚间，格力电器备受关注的股权转让事宜终于落地，其控股股东格力集团签署《股份转让协议》，以46.17元/股价格向珠海明骏（基金管理人为珠海高瓴）转让格力电器15%股权，合计转让价款为416.62亿元。（目前市场价格59元/股）

由于受让方珠海明骏无实际控制人，因此股份转让完成后，格力电器将变更为无控股股东和实际控制人，同时，董明珠等组成的管理层实体（珠海格臻）最终将持有格力电器约1.6655%的股权，未来还将有4%的股权激励。

因此项重要事件、重大进展，本案昨日临时停牌。今日开盘，其股价随之跳空高开，大涨4%。

而在早前，10月30日晚间，其发布了2019年三季报——前三个季度，实现营业收入1550.39亿元，同比增长**4.26%**，归母净利润为221.17亿元，同比增长**4.73%**，扣非归母净利润215.65亿元，同比增长1.03%。经营活动现金流327.3亿元，同比增长117.13%，毛利率为30.16%（微增0.01个百分点），净利率为14.33%（增加0.05个百分点）。

但从三季度来看，收入、利润增速略有放缓，其中营业收入577.42亿元，同比增长0.03%，净利润84.02亿元，同比增长0.06%。增速丝毫算不上亮眼，但是自三季报公告之后，其股价连续两个交易日，分别上涨0.5%、8.65%。

如果把时间轴拉长，2008年至今，其前复权股价从低点的8.63元/股，上升至高点的65.4元/股，上涨657%。



图：股价（单位：元/股）

来源：wind

支撑这样走势的，是其相当彪悍的基本面数据：2008 年至今，其 ROE 几乎全部保持在 30% 以上（除 2015 年 27%），经过我们计算，其剔除现金的 ROIC 更是常年为负数，2016 年至 2018 年分别为 -27.2%、-58.5%、-74.6%，这样的数据，意味着在分母端几乎无须资本投入，分子端还能产生源源不断的巨额现金流。正是这样的强大基本面，将其和茅台、平安、海天排在了一起。

本报告中，《并购优塾》将根据 2019 年三季报，对其财务模型 Excel 表格进行更新，并为大家梳理报告的核心要点：

从增长质量来看——营业收入同比增长 4.26%，应收账款同比下降 8.58%，主要是应收票据减少，存货同比增长 67.42%，销售费用同比增长 1.9%，预收款同比下降 16.07%（主要是其新冷年对经销商打款政策执行力度有所放松，间接扶持渠道发展），经营活动现金流同比增长 117.3%（主要是应付款项增加所致）。整体来看，营业收入增速高于应收账款增速，低于存货增速，从预收账款及经营活动现金流来看，增长质量维持良性。

从盈利能力来看——2019 年前三季度，净利率 14.33%，同比增加 0.05 个百分点，盈利能力保持稳定，毛利率为 30.16%，同比增加 0.01 个百分点，主要得益于产品均价提升，以及原材料成本下降、增值税减税等。

从营运能力来看——2019 年前三季度，应收款项同比下降 8.58%，存货同比增加 67.42%，存货周转天数从 37 天上升至 49 天，主要是原材料增加所致。

从机构持仓情况来看——相比二季度，2019 年第三季度，前海人寿保险小幅减仓，中国香港中央结算、易方达、兴全基金等加仓。

简单总结这份三季报：营业收入增速放缓，但符合预期，盈利能力稳固，经营活动现金流充裕。

这样的数据之下，今天，在对建模报告做更新之前，我们必须思考几个问题：

1) 其三季报发布后，到底有哪些值得分析的因子？从财务建模角度，这些变动的因子，将如何影响财务建模？ 2) 2019 年的三季报业绩，与之前的预估相差多少？其中，有哪些数据假设需要做更新？

3) 此次，根据 2019 年三季报更新后的数据，在什么样的区间？和之前的数据相比，到底是贵了，还是便宜了？

今天，我们就从格力电器入手，来研究空调行业的估值建模逻辑。对家电行业，之前我们还研究过美的集团、老板电器、苏泊尔、飞科电器、浙江美大……可购买优塾团队的“核心产品一：专业版报告库”，获取之前我们做过的部分重点案例估值建模报告、详细 EXCEL 财务模型，以及上百家公司和数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

— 01 —



2019 三季报更新

到底哪些数据，才是关键点？

由于三季报没有分项数据拆分披露，因此，我们主要通过将三季报数据换算成年度数据，与前次预测数据做比较，如果变化很大，则重新调整假设，用紫色字体标出；否则保持假设不变，仍用中报更新的蓝色字体表示。

2019 年前三季度营业收入增速为 4.26%，与我们预测全年增速 4.13%、推算全年增速 4.4% 差异不大，因此我们将维持原假设。主要估值假设，有以下几部分：

1) 收入增速——2019 半年报，其实现营业收入 983.4 亿元，同比增加 6.9%。其中：

A、空调：收入 793 亿元，同比增长 4.62%，贡献 55% 的增量，主要得益于出厂价提升，此增速高于我们的预期（-7%），我们予以适当调整。

B、生活电器：2019 年上半年，实现收入 25.6 亿元（占营业收入比重为 2.6%），同比增长 63.6%，贡献 16% 的增量，主要是收购的晶弘冰箱并表，这一增速高于我们原有假设（20%），我们予以调整。 C、智能装备：2019 年上半年，实现收入

4.2 亿元，同比增长 16.7%，与我们的预测 18.69% 差异不大，我们维持原假

设。 D、其他主营业务：2019 年上半年，实现收入 10.3 亿元，同比增长 2.5%，低于我们的原假设（46%），我们予以调整。 E、其他业务：2019 年上半年，实现收

入 139.6 亿元，同比增长 14.4%，贡献 28% 的增量，得益于 2019 年收购南京华新有色金属，但是仍低于我们的预测增速（24%），我们予以调整。

2) 分析师预期——选取 wind 一致性预测，格力电器营业收入增速分别为 6.16%、9.36%、9.72%。其中，光大证券 4.36%、10.79%、7.36%，广发证券预测增速分别为 7.5%、11.4%、8.2%，天风证券预测增速分别为 7.14%、6.97%、8.53%，华泰证券预测增速为 10.00%、15.90%、14.50%，中信证券预测增速分别为 5%、9.4%、8.5%，国盛证券预测增速分别为 4.50%、8.83%、9.15%，上述券商预测增速较中报均尚未作调整。

整体来看，外部分析师预期在半年报更新后的假设增速，与我们的预期相差不大。

3) 成本假设（毛利率变化）——2019 年半年报显示，毛利率为 31.8%，同比上升

0.9%，2019年三季报，毛利率为30.16%，变动较小，因此我们继续维持原有假设。

4) **费用率假设**——2019年三季报，销售费用率提升1.09个百分点至9.68%，研发费用率降低0.33个百分点至2.96%，波动不大，符合我们的预期，因此维持原假设。

5) **其他假设**——资本支出及营运资本的预测依据未发生重大变化，暂时维持原假设不变。 以下，附上更新后的建模报告，以及数据调整后的Excel表，大家可以将更新部分和以前的数据做一些仔细对比，深入感受一下——根据半年报，基本面到底发生了哪些细微变化？这些细微的变化因子，将如何影响内含价值？

— 02 —



巨头，生意

格力电器，成立于1989年，实际控制人为珠海市国资委，通过格力集团间接持股18.22%，董明珠持股0.74%。

同时，其机构持仓中，还有高瓴资本、中央汇金的身影，以及易方达、兴全基金、汇添富等明星基金。相比2019年二季度，三季度前海人寿保险、景顺减仓，中国香港中央结算、易方达、兴全基金等加仓。



图：股权结构（单位：%）

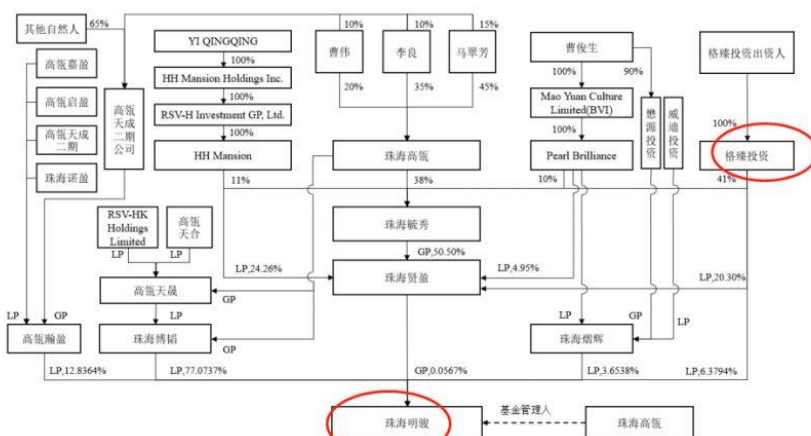
来源：公司年报

序号	交易代码	机构股东名称	持流通股数量(股)	机构类型	占流通股(含锁定股)比例 (%)
1	-	珠海格力集团有限公司	1,096,255,624	一般法人	18.2231
2	-	香港中央结算有限公司	717,124,830	一般法人	11.9208
3	-	河北京海担保投资有限公司	536,022,233	一般法人	8.9103
4	-	中国证券金融股份有限公司	179,870,800	国家队	2.9900
5	-	前海人寿保险股份有限公司-海利年年	98,252,083	保险产品	1.6333
6	-	中央汇金资产管理有限责任公司	84,483,000	国家队	1.4044
7	-	高瓴资本管理有限公司-HCM中国基金	43,396,407	QFII	0.7214
8	-	全国社保基金一零一组合	41,364,689	社保基金	0.6876
9	-	全国社保基金一零八组合	36,220,230	社保基金	0.6021
10	110022.OF	中国农业银行股份有限公司-易方达消费行业股票型证券...	33,572,940	基金	0.5581
11	163417.SZ	兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金	14,920,149	基金	0.2480
12	510300.SH	华泰柏瑞沪深300交易型开放式指数证券投资基金	13,431,383	基金	0.2233
13	510330.SH	华夏沪深300交易型开放式指数证券投资基金	10,444,725	基金	0.1736
14	159901.SZ	易方达深证100交易型开放式指数基金	9,299,583	基金	0.1546

图：机构持仓（单位：%）来源：choice

随着股改落地，其股权结构将随之变化——除深港通（陆股通）外的前三大股东分别为珠海明骏（持股 15.00%）、河北京海担保投资有限公司（持股 8.91%）、格力集团（持股 3.22%），股权结构较为分散，而且由于受让方珠海明骏无实控人，因此股份转让完成后，本案格力电器将变更为无控股股东和实际控制人。

另外值得注意的是，管理层实体（珠海格臻）最终将持有格力电器约 1.6655%的股权；同时交易完成后，管理层实体认可的管理层和骨干员工总额将获得不超过 4%股份的股权激励，核心管理层的利益得到保证。



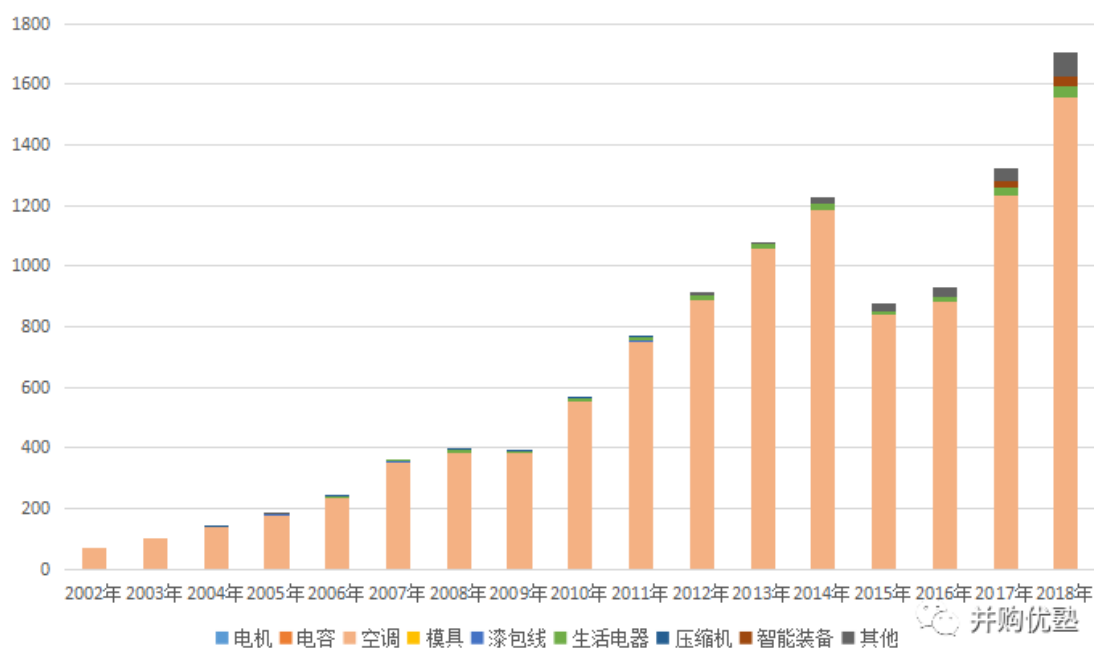
注：（1）YI QINGQING、曹伟、李良、马翠芳针对本次交易签署了一份《一致行动协议》，约定在马翠芳、李良、曹伟作为珠海高瓴的股东在行使有关珠海高瓴的决策权限时，以及 YI QINGQING 在行使 HH Mansion 的最终决策权限时，只要该等决策权限涉及珠海明瓴决策事项，该等自然人均应保持一致行动，作出相同的决定；并且，HH Mansion 和珠海高瓴针对本次交易亦签署了一份《一致行动协议》，约定 HH Mansion 和珠海高瓴在珠海明瓴决策事项进行决策时，始终保持一致行动；根据相关主体出具的说明，除前述情形以及已如上图所示的股权关系外，珠海高瓴各股东及其最终出资人相互之间均不存在关联关系，也不存在股权代持、表决权委托、一致行动协议等默契或安排；（2）“其他自然人”为张海燕、祝佳、许玉莲，分别持有高瓴天成二期公司 55%、5%、5% 的股权，根据其分别出具的说明，其与珠海明瓴的直接或间接出资人、格臻投资的直接或间接出资人均不存在关联关系，也不存在股权代持、表决权委托、一致行动协议等默契或安排；（3）RSV-H Investment GP, Ltd. 是 RSV-HK Holdings Limited 上层出资合伙企业的普通合伙人；（4）马翠芳、李良、曹伟分别持有珠海高瓴天合投资管理有限公司 40%、30%、30% 的股权，珠海高瓴天合投资管理有限公司是高瓴天合的普通合伙人；（5）格臻投资出资人为董明珠等 18 位自然人，具体情况详见本报告书本节之“二、信息披露义务人的控制关系”之“（三）珠海高瓴秀的基金及最终出资人情况”；（6）除上图所示的股权关系外，格臻投资与珠海明瓴另就珠海明瓴股份转让事宜达成协议安排，其具体情况详见本报告书之“第十节 其他重大事项”之“一、本次交易中维护管理层稳定的相关措施与合作方案”。

图：控制关系结构 来源：公司公告

根据年报披露，其产品覆盖空调、生活电器、高端装备、通信设备等四大领域，拥有格力、TOSOT、晶弘（2018 年 9 月收购晶弘电器 100% 股权）三大品牌，其中：

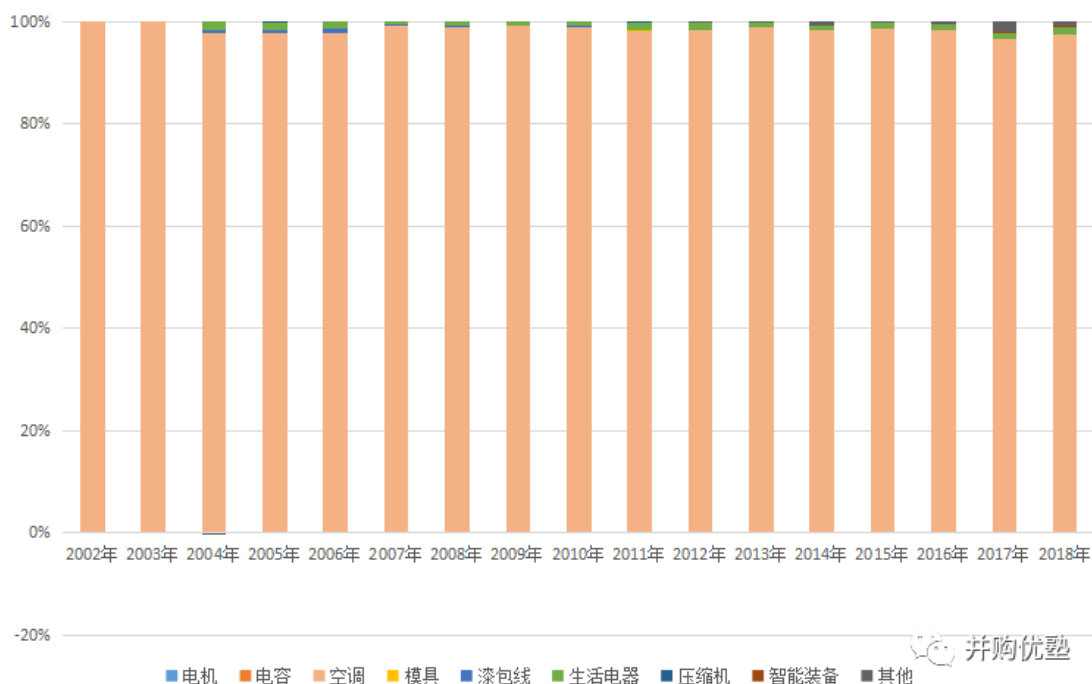
- 1) 空调领域——以家用空调、商用空调、冷冻冷藏设备、核电空调、轨道交通空调、光伏空调等为主；
- 2) 高端装备——以智能装备、数控机床、精密模具、机器人、精密铸造设备等为主。格力 2013 年正式进军智能装备领域，2018 年，其自主研发的“工业机器人用高性能伺服电机及驱动器”经专家组一致认定，达到国际先进水平。
- 3) 生活电器——以厨房电器、健康家电、环境家电、洗衣机、冰箱等为主；
- 4) 通信设备——以物联网设备、手机、芯片、大数据等为主。

尽管业务布局多元化，但是从收入结构来看，空调收入占比在 90% 以上，2018 年生活电器收入占比 2.2%。从毛利结构看，空调业务贡献毛利超过 97%，其次是生活电器，毛利占比 1.19%。



图：收入结构（单位：%）

来源：并购优塾



图：毛利结构（单位：%）

来源：并购优塾

来看这门生意的赚钱能力——2016 年至 2019 年 9 月 30 日，其营业收入分别为 1101.13 亿元、1500.2 亿元、**2000.24 亿元**、**1550.39 亿元**，归母净利润分别为 154.21 亿元、224.02 亿元、**262.03 亿元**、**221.2 亿元**，经营活动现金流量净额分别为 148.60 亿元、163.59 亿元、**269.41 亿元**、**327.3 亿元**，毛利率分别为 32.7%、32.86%、30.23%、**30.16%**，净利率分别为 14.33%、15.18%、13.31%、**14.33%**。

从产业链来看——上游，大宗原材料易于获得，核心原材料压缩机、电机，均由美的、格力控制 60% 的市场份额，话语权稳定；中游，除白电外，还有黑电、厨电、小家电等制造商，毛利率高低大致为：厨电 (50%) > 小家电 (30%至 40%) > 白电 (27%)；下游，主要采用经销等模式。（对相关赛道的**老板电器**、**美的集团**，研报及中报更新可放在一起对比看，详见我们的专业版报告库。值得一提的是，上周五美的和老板，也出现大涨）

本案，前五大客户、供应商交易额占比分别为 5.25%、2.86%，集中度很低，对上下游的话语权都很强。



图：家电上下游产业链

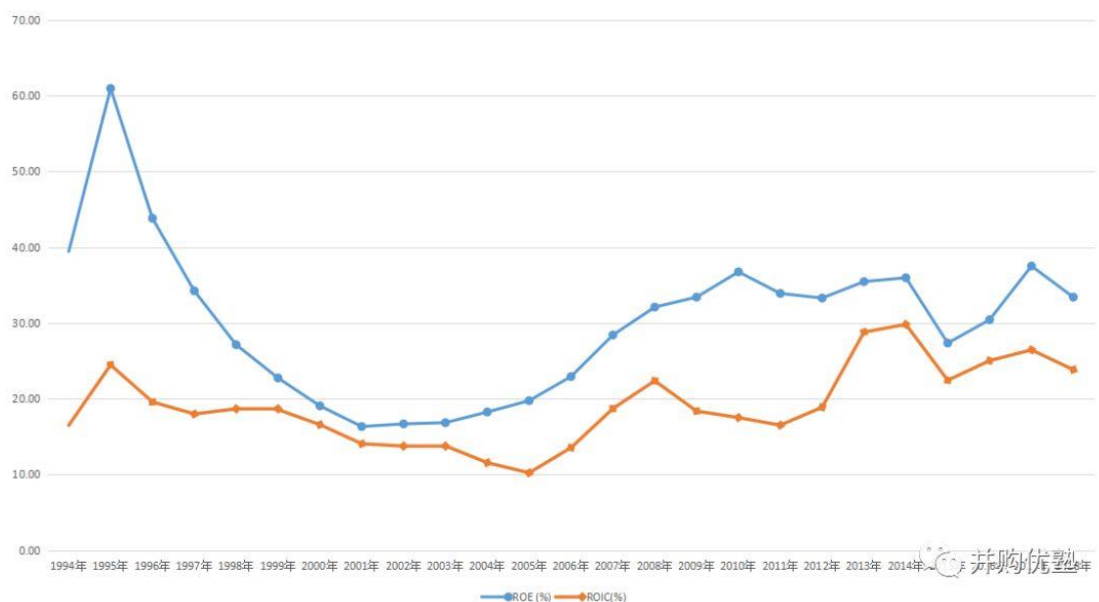
来源：长江证券、wind

这样的产业链结构，形成了本案的财报结构：

从资产负债表结构来看——总资产为 2515.34 亿元,以 2018 年为例,占比从高到低,主要有货币资金 (45.01%) , 其次是应收票据 (14.29%) 、存货 (7.97%) ; 总负债 1585.19 亿元, 负债中, 主要科目有其他流动负债 (占比 25.22%) , 以及应付账款 (15.52%) 、短期借款 (8.78%) 等。

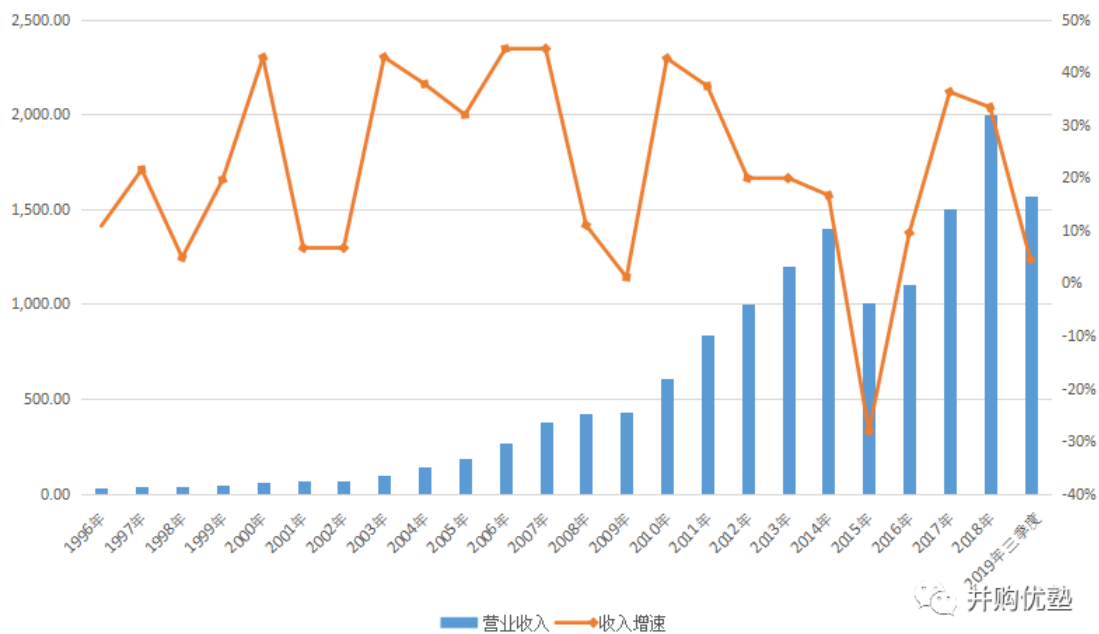
从利润表结构来看——以 2018 年为例, 其营业收入 2000.24 亿元, 69.77%花在了营业成本上, 3.53%花在了研发费用上, 9.54%花在了销售费用上, 2.2%花在管理费用上, 剩下 13.31%的净利润。

来, 我们看看具体财务数据图表：



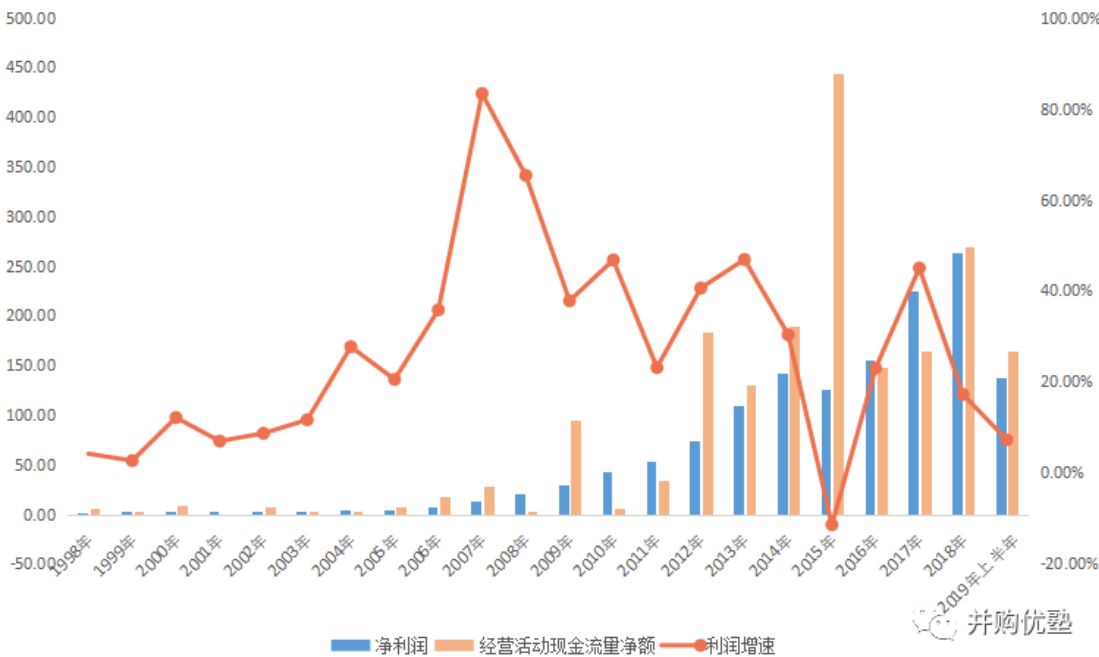
图：ROE&ROIC (单位：%)

来源：并购优塾



图：营业收入、营业收入增速（单位：亿元、%）

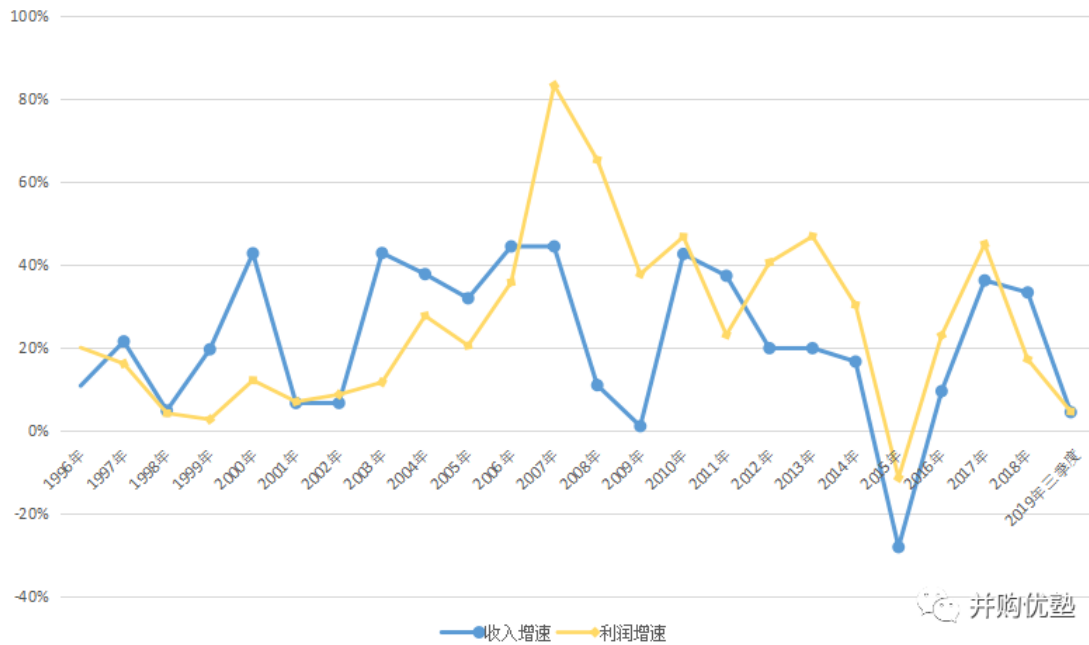
来源:并购优塾



图：净利润、经营活动现金流净额（单位：亿元、%）

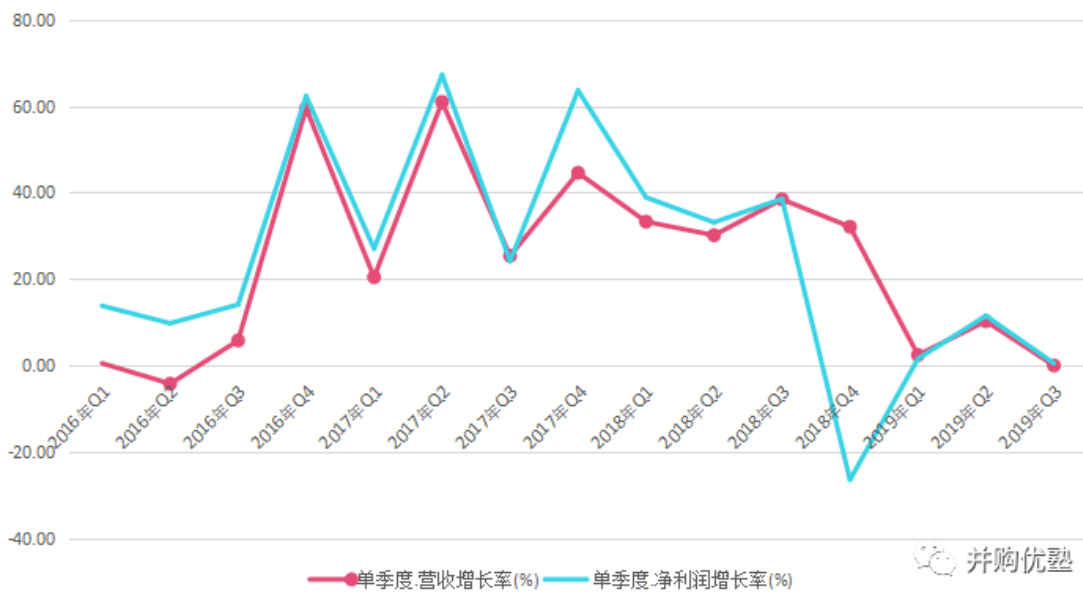
来源：并购优塾

注：上图有三次经营活动现金流高点，其中：2009年主要是应付账款增加，2012年是销售返利实施导致其他流动负债增加，而2015年主要是应收票据提前贴现所致。



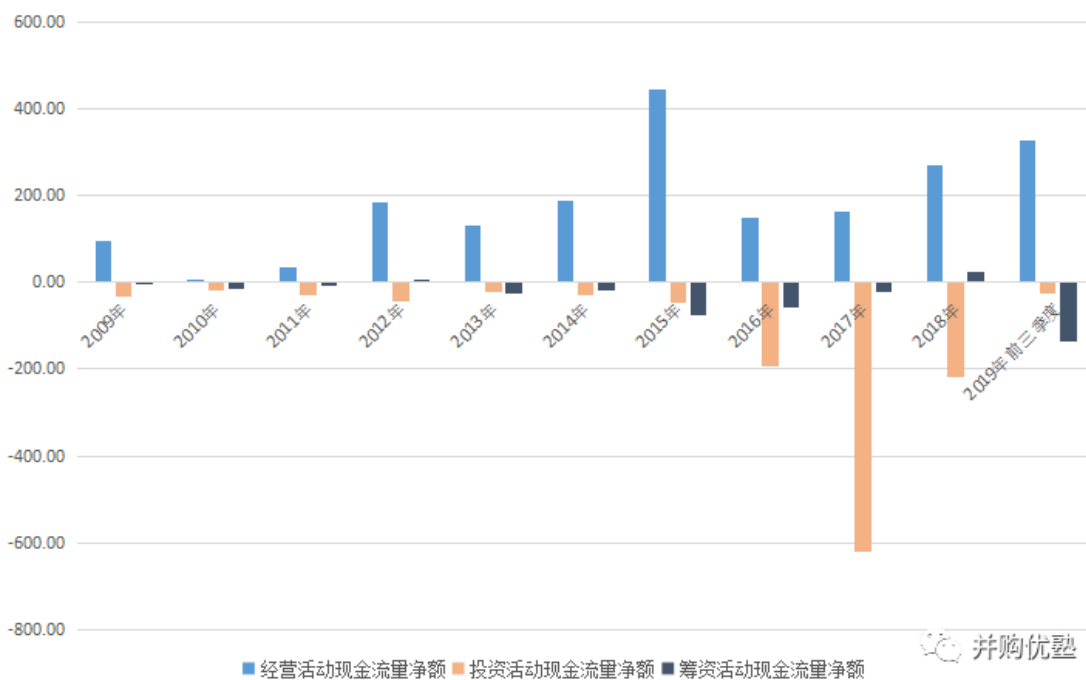
图：营业收入、净利润增速（单位：%）

来源：并购优塾



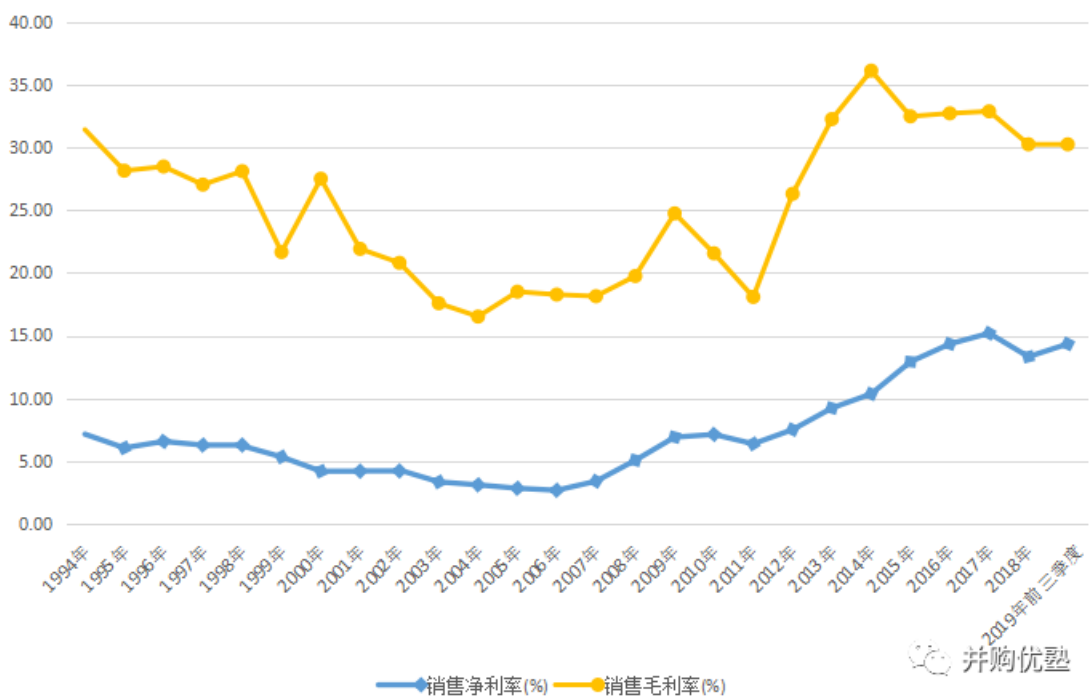
图：营业收入、利润季度增速（单位：%）

来源：并购优塾



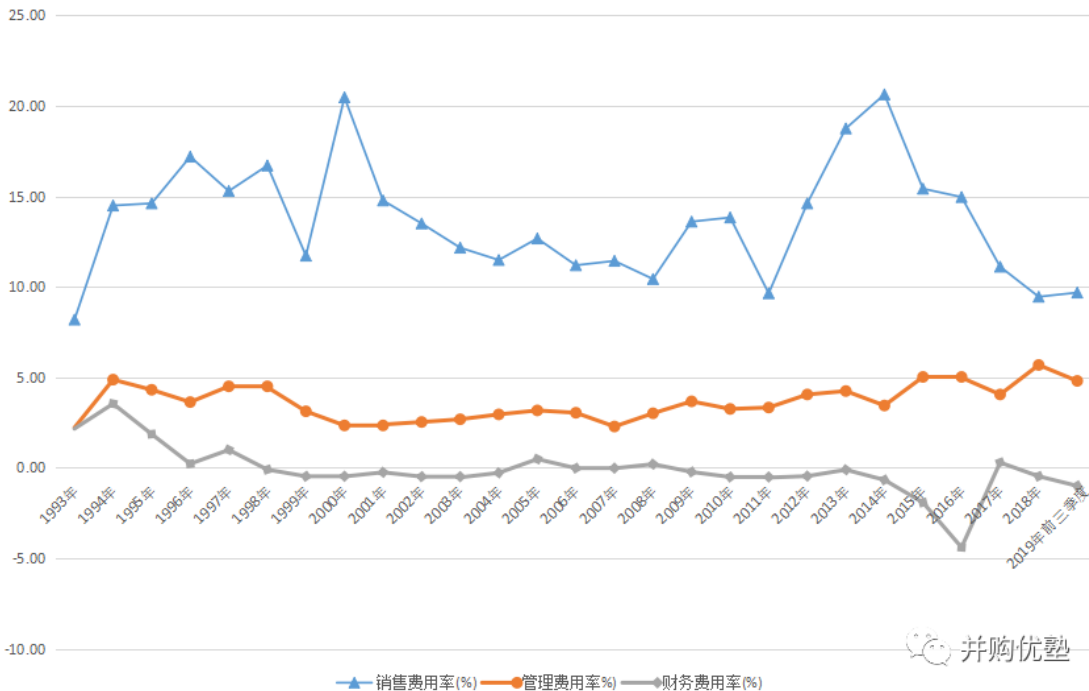
图：现金流量表结构（单位：亿元）

来源：并购优塾



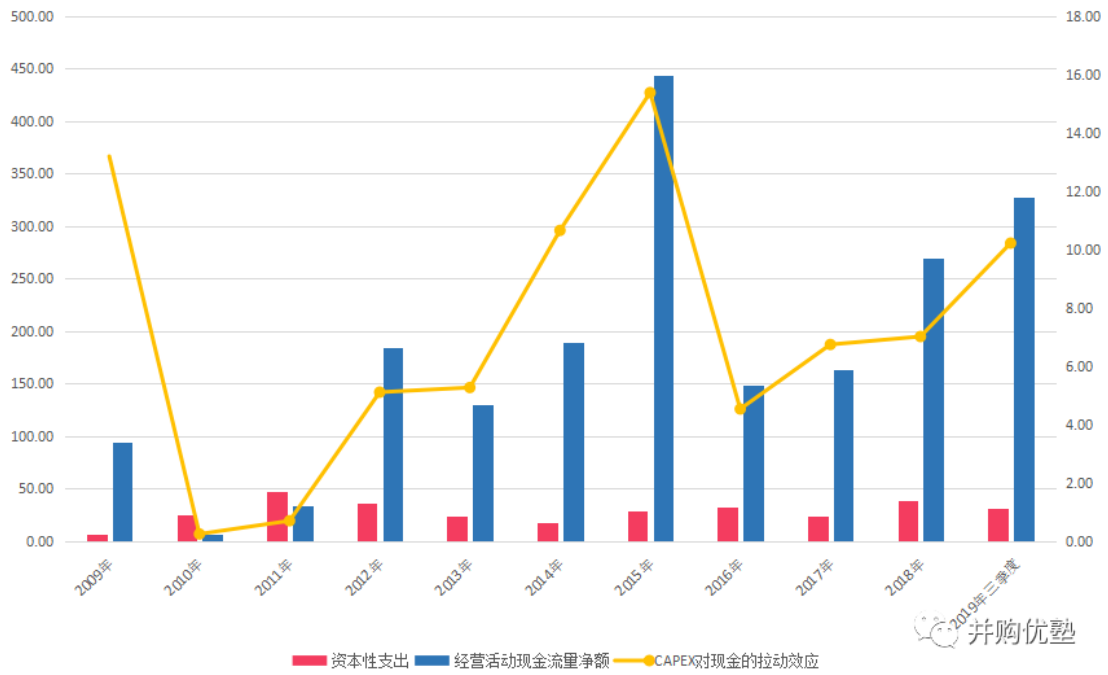
图：毛利率、净利率 (单位：%)

来源：并购优塾



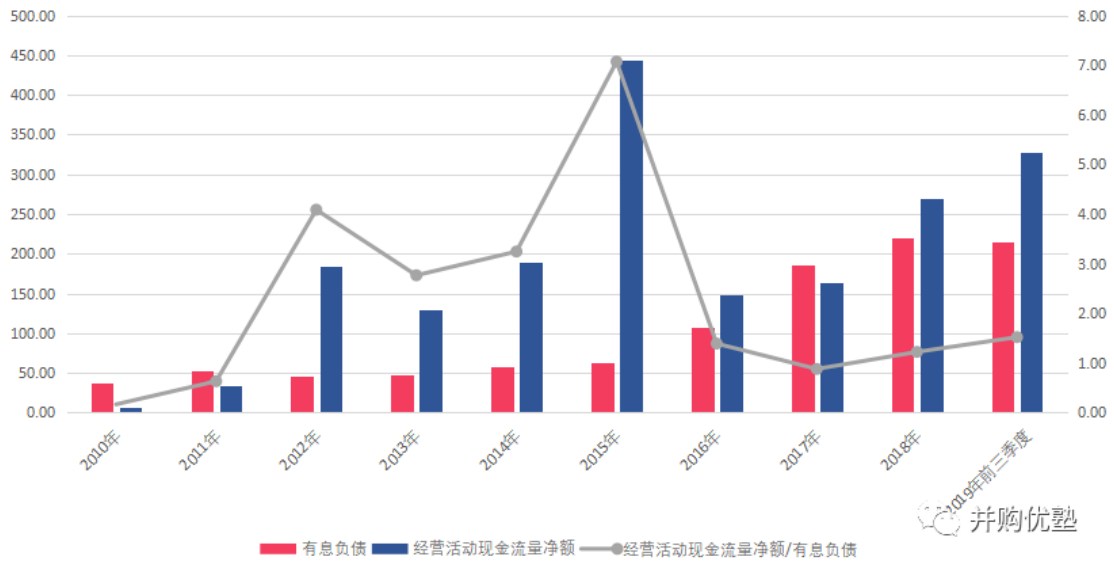
图：期间费用率 (单位：%)

来源：并购优塾



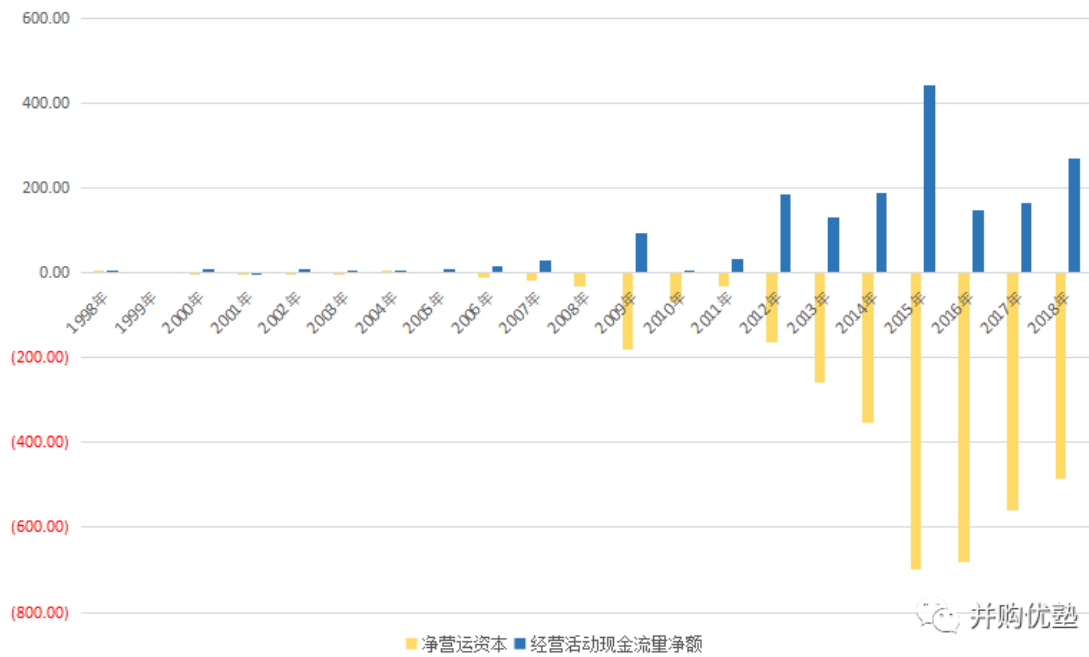
图：CAPEX 对现金的拉动效应 (单位：%)

来源：并购优塾



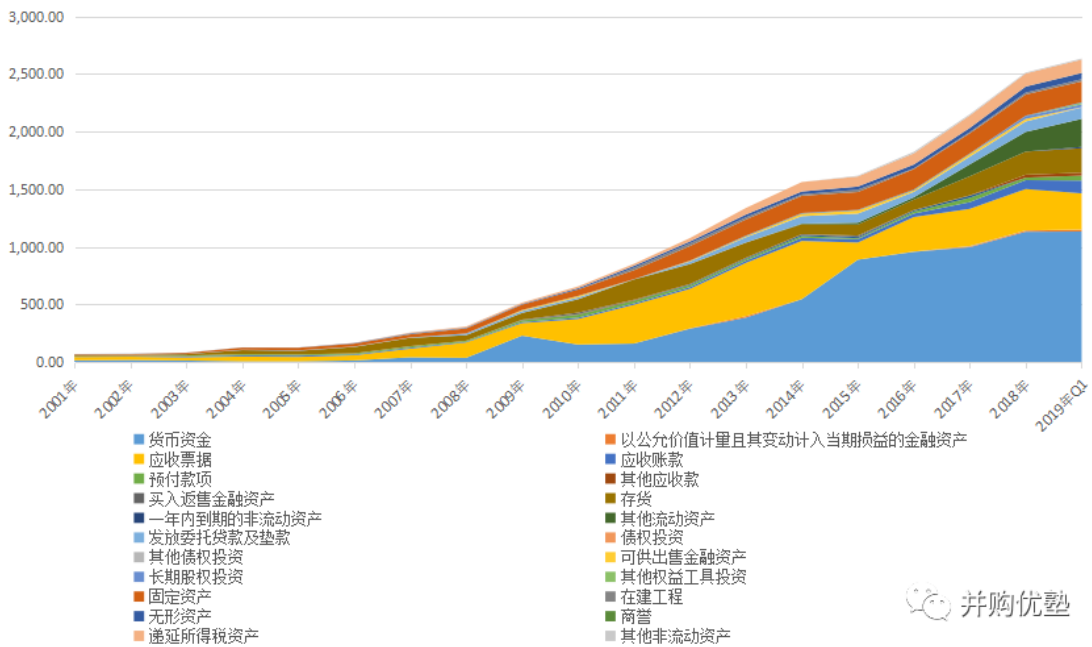
图：经营活动现金流/有息负债 (单位：亿元、倍)

来源：并购优塾



图：经营活动现金流/净营运资本 (单位：亿元、倍)

来源：并购优塾



图：资产结构单位 (亿元)

来源：并购优塾



图：股价&估值（单位：元/股、倍）

来源：理杏仁

读完以上数据，必须深入思考的一件事是——如果要对本案做财务建模，究竟应该从什么地方入手？

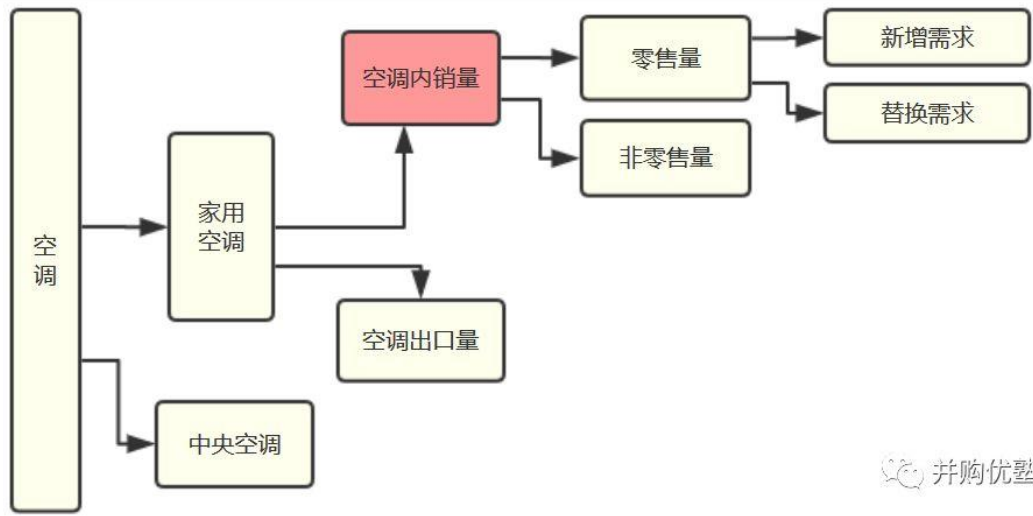
— 03 —



收入，驱动

如前面所述，其收入构成中，**空调业务收入**占比在 80%以上，毛利贡献在 90%以上，因此是我们分析的重点。空调收入可以按照**销量**、**价格**两个因素拆分，*即收入=销量*价格*。

空调销量如何拆分？目前，空调市场仍以家用空调为主，而格力电器出口收入占比在 15%左右，因此本文讨论的重点是家用空调内销量。



图：空调销量构成 来源：并购优塾

为了弄清楚其收入变动的驱动因素，我们先来回顾历史增速，可以发现，格力的增速与空调行业产量增速基本吻合。



图：空调行业产量及增速&格力收入增速（单位：万台、%）

来源：choice、并购优塾

其历史增速经历几次高点，分别为 1995 年、2000 年、2003 年、2006 年、2010 年、2017 年，这背后的驱动力分别来看：

1995 年——为扶持下游经销商，格力推出淡季返利模式；

2000 年——主要是大部分地区持续高温天气，导致需求旺盛；

2003 年——空调行业供过于求，格力变革销售模式为“区域销售公司模式”，实现大幅增长；

2006 年——主要是安徽生产基地产能释放所致；

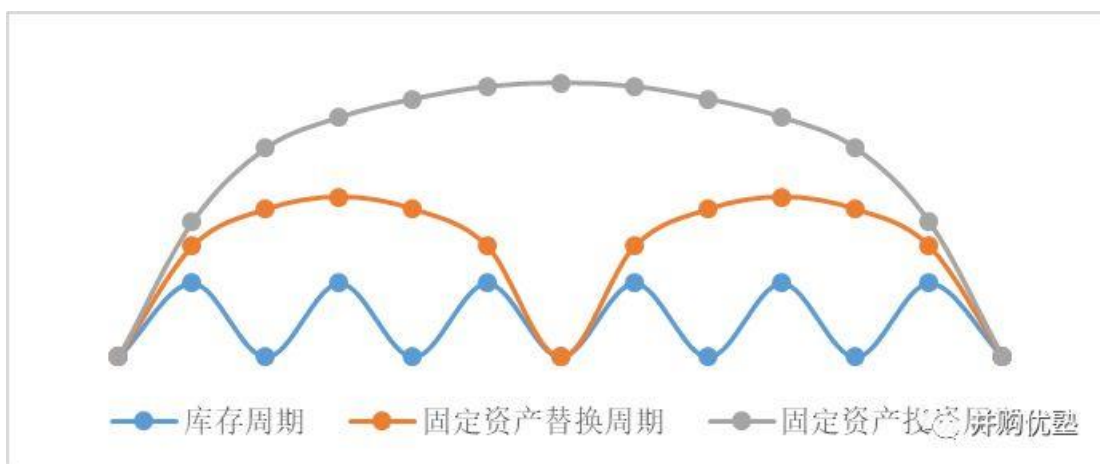
2010 年——受益于家电下乡、以旧换新的补贴政策；

2017 年——收入上升主要受两方面影响，一是，2015/2016 年，空调内销量有所下滑导致基数较低；二是，2016 年，商品房销售面积同比增长 22%，滞后性导致需求在 2017 年增长。

以上分析下来，都是一些零散的因素，没有什么主线。那么，驱动这个行业发展的主线，究竟在哪里？空调行业整体销量的驱动力，如何分析？我们将量的驱动因素从周期角度总结如下：

- 1) 长期驱动力，看固定资产投资周期（15-20 年）；
- 2) 中期驱动力，看固定资产更新周期（10-12 年）；
- 3) 短期驱动力，看库存周期（3-5 年）。

分拆这三种驱动力后，我们再依据熊彼特 (Schumpeter) 的理论，将这三种周期驱动力相互嵌套，即 1 个固定资产投资周期嵌套 2 个固定资产替换周期，1 个固定资产替换周期嵌套 3 个库存周期。模型大致示意如下：



图：周期示意图

来源：并购优塾

此前，关于库存周期与固定资产替换周期双周期嵌套的研究，我们已经在福耀玻璃的报告中有过阐述——那么，如今，三周期嵌套的复杂框架，又该如何进行研究？

— 04 —



长周期，固定资产投资

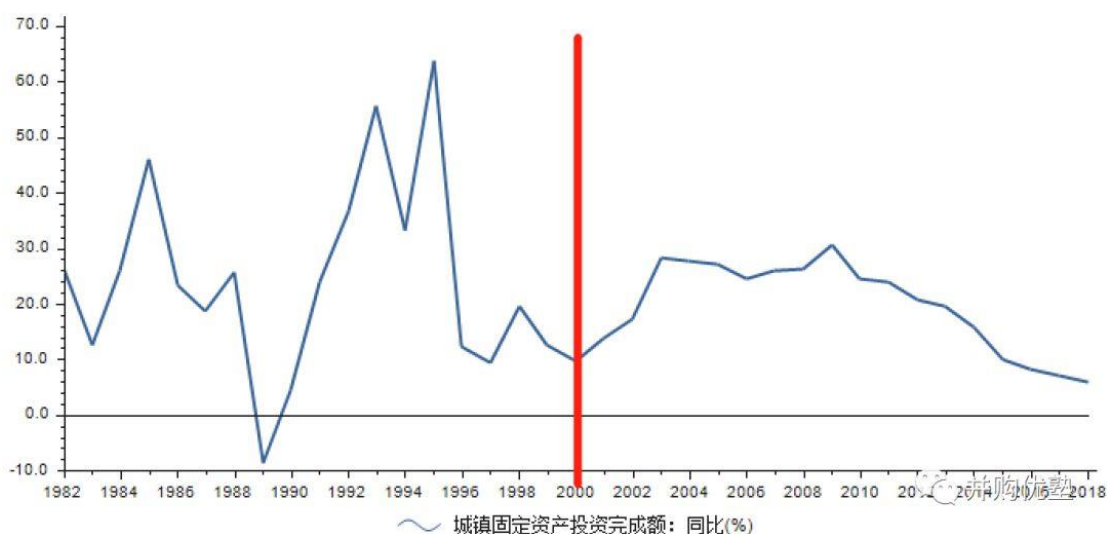
先来看长周期——固定资产投资大周期。

固定资产投资完成额中包含基建、房地产两个部分，这两项固定资本投资的重要推手为债务。基建的驱动，主要来自地方政府负债；而房地产的驱动，主要来自居民负债。理论上，加杠杆时，固定资产投资进入上行周期，降杠杆时，固定资产投资进入下行周期。

根据雷·达里奥在《债务危机》中的描述——“化简为繁的讲，在任何时候，你一旦借钱，就会创造出一个周期。借款时，你不仅是在向贷款人借钱，你实际上是在向未来的自己借钱。未来的某个时候，你必须要降低消费水平，以偿还债务。对个人来说是这样，对一国经济而言也是如此。”

从我国固定资产投资周期来看，大致可以划分为两个：（划分依据为标志性的债务事件，由于这是一个长达 20-25 年的周期，不同的观察视角会呈现一些划分偏差，此处我们的分析方法未必完全精确，仅供参考）

首个固定资产投资周期，1978 年至 1999 年左右，标志事件是 1999 年银行坏账问题与四大 AMC 的成立；第二个固定资产投资周期，2000 年到 2018 年左右，标志事件为 2018 年去杠杆及资管新规的出台。



图：城镇固定资产投资完成额同比（单位：%）

数据来源：choice

每一轮固定资产投资大周期的波动情况不同：

- 1) 首个大周期中，由于城镇化率较低，整体固定资产投资的基数小，因此会呈现大幅波动的情况；
- 2) 第二个大周期中，随着城镇化率的快速提升，再加上杠杆率较低，对固定资产投资的需求加大，会呈现比较稳定的周期特征。

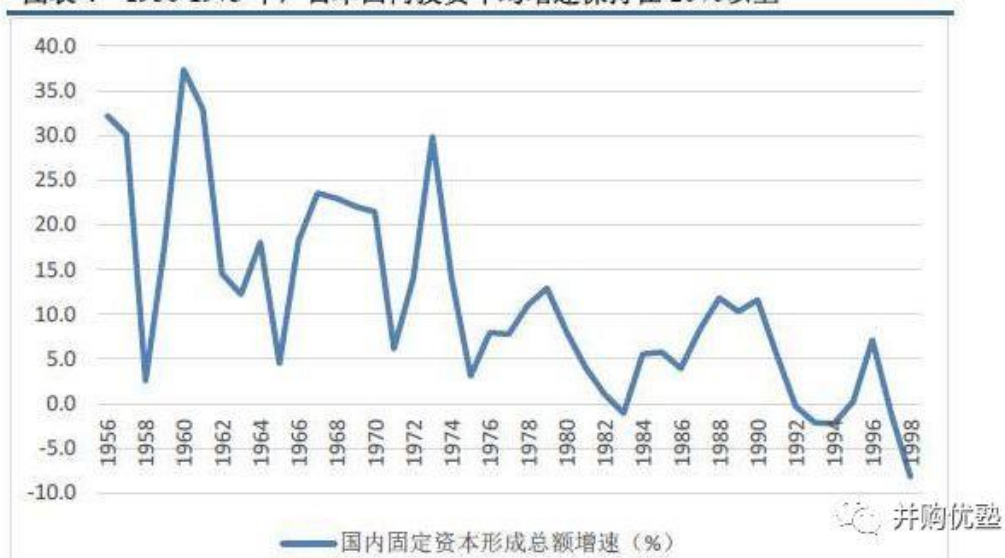
那么，未来即将开启的第三个大周期，随着债务的累计，城镇化率的放缓，固定资产投资周期的波动幅度预计会收窄，会呈现更加平稳的状态。

是不是这样？我们对标国外成熟市场来看，由于日本作为发达国家，与我国在地理位置、气候条件方面与相近，且家电行业已有百年发展历史，因此，我们选取日本作为参照。

目前，国内整体 GDP 增速为 6%至 7%，大致与日本 1960s 至 1980s 阶段的 GDP 增速相符合（整体 GDP 增速 5%，1960 年城镇化率为 63%）。

并且，前推观察 1956 年至 1973 年的日本，它的固定资本投资年均增速保持在 20%左右，与我们 2000 至 2018 这一轮周期接近。之后的 70 年代，日本的固定资本投入增速开始放缓（以至于推出列岛改造计划刺激基建投资）。

图表 4 1956-1973 年，日本国内投资年均增速保持在 20%以上



图：日本国内固定资本形成总额增速（单位：%）

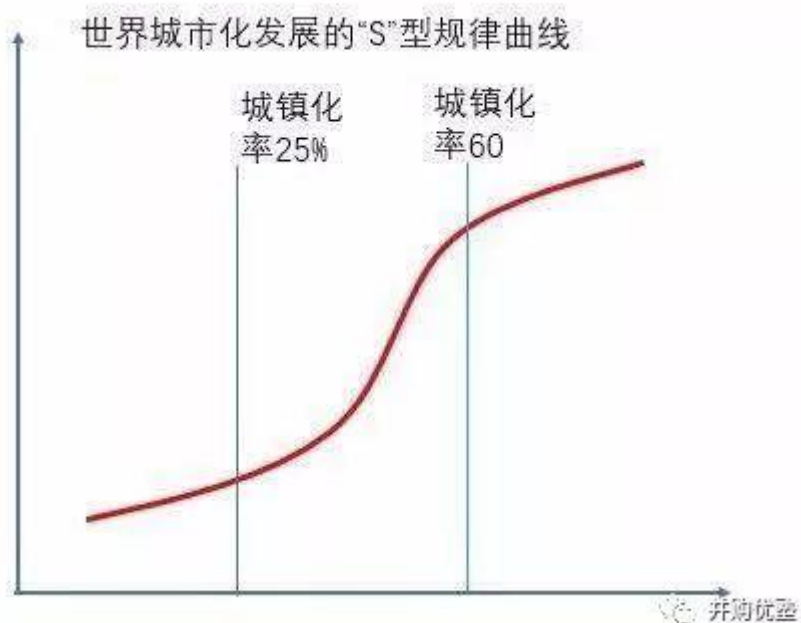
来源：华创证券

在这样的大周期背景下，日本家电企业在本土市场到了天花板，开始全球化战略转型

——比如：1972 年索尼在美国加州设立彩电组装厂；1974 年松下并购摩托罗拉家电部门；1984 年三洋在中国设立合资公司。出口开始成为日本家电企业的新驱动力，1970 年至 1980 年，日本对美出口额占比从 10.40% 上升到 31.62%。

因此，如果我们参照日本的经验，结论与前述相近，下一轮固定资产投资周期的幅度会明显小于前一轮。并且，“国际化”可能成为家电企业的关键词。

另外，由于固定资产投资主要用于城镇化/工业化建设，城镇化率的增速快慢，会影响固定资产投资的需求，因此，城镇化增速也可作为验证指标。



图：城市化发展的城镇化率曲线（单位：%） 来源：互联网

1988年，我国城镇化率过了25%的分水岭，城镇化率开始加速，对应第一波固定资产投资增速强劲增长；而后，城镇化率还在快速提升，2010年我国城镇化率为50%，对应第二波固定资产投资增速增长。此后，城镇化率开始放缓，2018年城镇化率达到59.58%。因此，未来的第三轮固定资产投资周期，对应的是城镇化60%以后，城镇化增速开始显著放缓的阶段，所以，大规模固定资产投资的需求也会放缓。

根据上述分析，我们能够判断，我们现在处在新一轮固定资产投资大周期的起点，并且，和之前的周期不同的是，这个新的大周期波动较为平缓。

因此，我们之后的研究主要围绕在一件事上——既然固定资产投资大周期带来的驱动力有限，除了固定资产投资大周期，另外两个周期，能否提供驱动力？

— 05 —



中周期，替换

当固定资产投资驱动减弱后，增长的主要驱动为空调保有量提升，以及替换周期带来的增量，与此前我们研究过的汽车周期原理类似，因此，此处我们依然沿用汽车周期中所采用的方法。

中周期的驱动力，主要来自空调保有量的提升和更新替换。

1) 首先是保有量的数据，解决市场观点认为“空调到天花板了”的普遍谬误——截至2017年，国内城镇居民每百户空调保有量约为128.6台，不足150台，农村百户保有量仅为52台。国家统计局更新的2018年数据中，城镇百户保有量为142.18台，农村百户保有量为65.25台。

而在1985年，日本的每百户平均空调保有量就达到150台，2001年保有量达到252台，同时增速逐渐放缓，2017年百户保有量达到280台，普及率为90%以上。

图 9: 我国城镇、农村空调保有量与地理位置、气候条件相近的日本仍然差距较大



数据来源: 国家统计局, 日本内阁府, 广发证券发展研究中心

图 10: 除东三省外, 我国多数人口密集地区的纬度位于日本之下, 对空调的刚需性更强



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图: 日本&中国空调保有量 (单位: 台/百户)

来源: 广发证券

目前, 内地城镇化率距离城市化阶段完成时的 75%-80%水平, 仍有较长时间, 空调保有量距离日本 280 台/百户、中国台湾 230 台/百户等也有较远距离。因而, 数据会说话: 担心国内空调行业天花板, 别再杞人忧天了。并且, 在城镇化率达到 70%水平之前, 担忧国内房价下行, 也属于担心的太早。

2) 其次是更新需求, 解决“空调买一次用很多年, 不是好生意”的谬误——更新需求, 不影响整体保有量水平, 但必然会存在。具体包括两部分: 一是空调使用年限到期产生的自然更新需求; 二是产品功能产生的提前置换, 即升级替换需求。

首先, 根据《家用电器安全使用年限细则》, 空调的使用寿命在 8 至 10 年, 我国空调内销的终端销售数量在 2007 年有 1615 万台, 2017 年增长至 5572 万台, 意味着替换需求会逐渐增长, 且目前距离家电下乡政策已有 10 年, 随着新增需求增速放缓, 未来替换需求的驱动作用会越来越大。

其次，随着空调在节能、健康、智能化等方面的升级，以及消费者消费意识的转换，需求升级可能带来提前更新需求。比如，董明珠在访谈中曾提到的“太阳能空调”。

因此，参照上一次家电下乡刺激节点为上一轮中周期起点，我们大致可以判断如今的位置为新一轮中周期起点，替换周期能够提供一定的驱动力——接下来，我们看看短周期，到底受什么驱动因素影响？

— 06 —

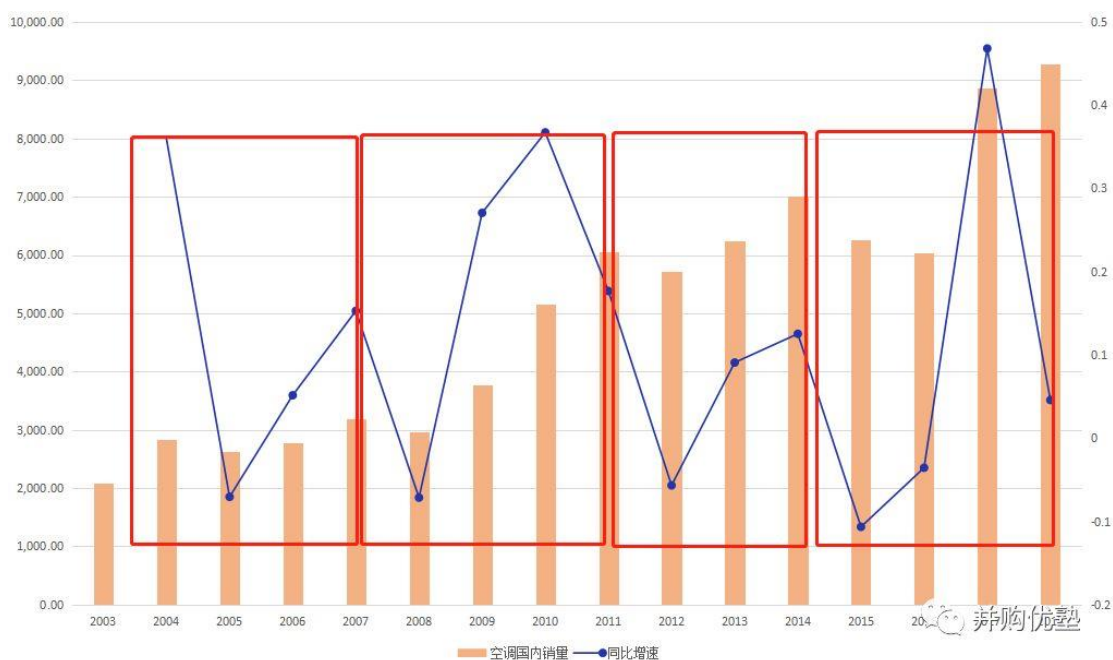


短周期，库存

空调短期销量主要看地产以及天气、政策等非周期因素的共同作用。从空调内销出货量数据看，各年空调销量同比增幅波动较大，且呈现明显的周期特征，在 3-4 年内出现一轮从**去库存到补库存**的库存周期。

库存周期，指的是空调销量短期增速波动主要受库存投资变化的影响。这跟空调的销售模式相关，主机厂对市场需求的预判（以及渠道囤货情况），与终端用户需求会存在不匹配，导致出现渠道库存，从而形成了库存周期。

回顾空调历史销量变化，其中 2008Q2-2009Q1、2011Q4-2012Q3 以及 2015Q3-2016Q2 分别对应空调行业去库存的三个阶段：



图：空调销量及增速（单位：万台、%）

来源：并购优塾

- 1) 2008 年下半年，全球金融危机对消费需求的抑制，导致增速小幅下滑，行业被动去库存。之后，为了扩大内需，“家电下乡”“以旧换新”补贴政策，带动空调销量高增长。

- 2) 2011 年末到 2012 年下半年，家电下乡政策退坡空窗期，消费潜力透支，导致销量下滑，行业被动去库存。2013 年夏季高温，且 10 月变频空调新能效标准正式实施，能效等级从原来的五个等级变为三个，厂家大力促销清理旧标准变频空调，抵消了政策透支。

3) 2014 年市场行情好，出货量大于销量，导致库存积压，2015 年下半年，格力、美的等空调厂商采用休克疗法，降低出货量，被动清理库存。2016 年下半年房地产利好、2017 年夏季高温等因素，销量大幅上升至 8875.4 万台。

那么，目前库存周期处于什么时点？注意，这个问题非常关键，这将直接影响我们的整体预测逻辑。

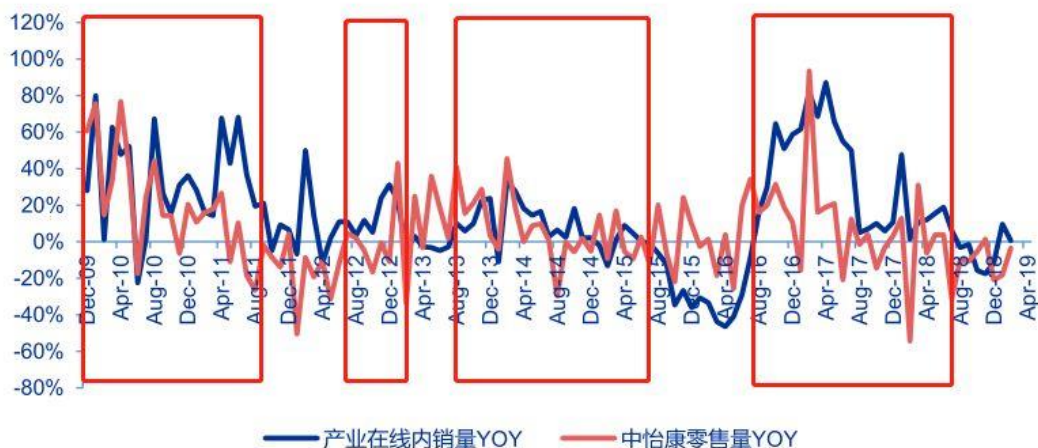
— 07 —



目前，什么位置

从历史规律、库存水平等维度来看：

1) 历史规律——本轮周期从 2015 年开始去库存，到 2016 年完成去库存，2017 年开始补库存，至今已经经历了 3 年半的时间，从历史周期来看，本轮补库存周期已经接近尾声，预计 2019 年空调市场将步入去库存周期。

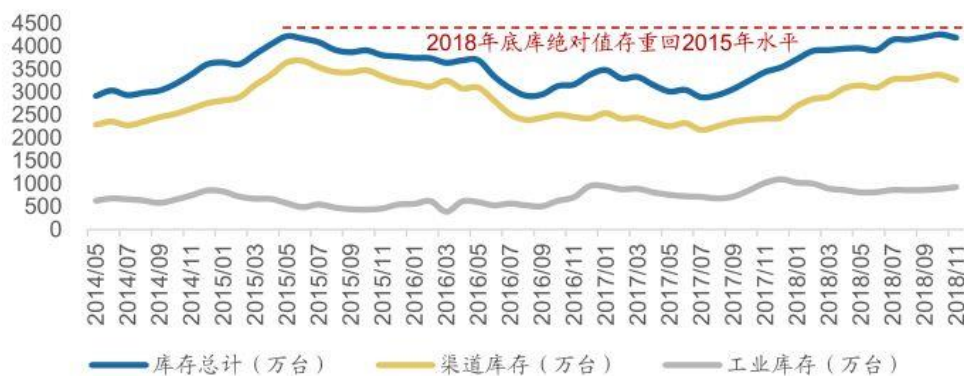


资料来源：申万宏源研究



图：空调内销量&零售量增速（单位：%）来源：申万宏源

2) 2018 下半年，受地产周期下行、凉夏、华南地区多台风、雨水等因素影响，空调终端需求减少，渠道库存高筑。根据产业在线数据，2018 年底，行业整体库存（渠道库存+工业库存）的绝对值，达到上轮去库存周期——2015 年的水平（4000 万台）。



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

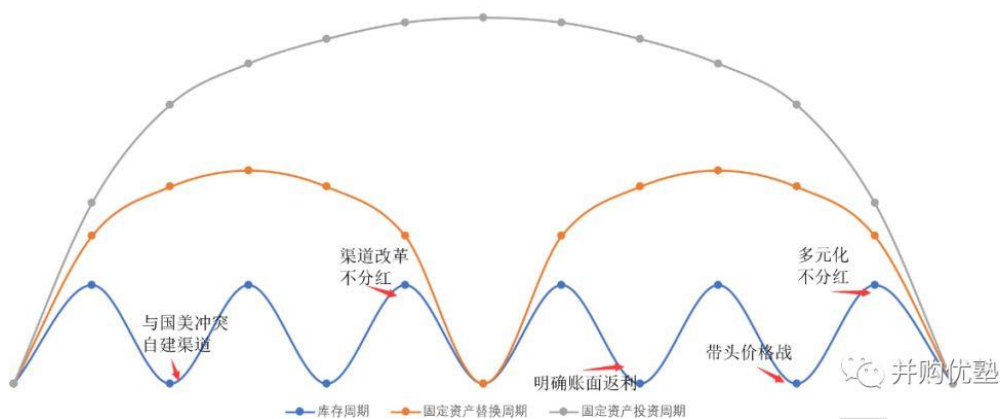


图：空调库存（单位：万台）来源：并购优塾

根据产业在线信息，截止 2019 年 4 月底，空调总库存 4998.7 万台，刷新历史新高值；6 月份，空调和压缩机企业排产，均出现不同程度下滑。6 月家用空调行业排产同比下滑 9.3%。其中，内销向排产下降 11.7%；出口向排产下滑 2.3%。直到 2019 年 9 月份，排产量增速经历数月下滑开始转正（4.5%）。

所以，需要特别注意的是——2019 年是一个转折年，空调行业将处于去库存周期，考虑到每次周期向下的时间维度一般为 4 个季度至 6 个季度，叠加地产有望回暖。因此，预计 2019 年出现拐点，2020 年恢复增长。

根据上述三个周期驱动力的分析，我们大致能够明确，格力目前所处的位置为第二轮固定资产投资周期的末尾，2019 年内会达到拐点——当这一轮库存周期起步之时，也是其余两轮周期起步之时，虽然新一轮大周期的驱动力有限，但中周期与库存周期的上行，仍然能够提供驱动力。



图：周期示意图

来源：并购优塾

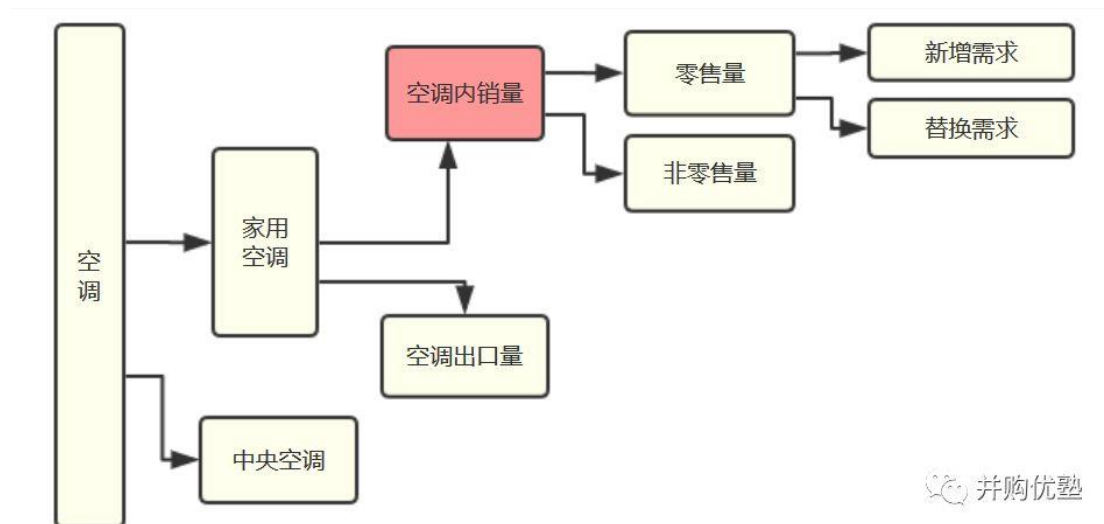
接下来，历史分析完毕，我们对本案进行收入预测。

— 10 —



销量，预测

销量方面，细分如下，我们拆分为两大块——空调内销量、空调出口量。



图：空调销量拆分

来源：并购优塾

一、先看内销市场销量：

首先要算人口户数——我们粗略假设：未来总人口数量保持在 14 亿，每户家庭人数 3 人，2018 年城镇化率 59.6%（城镇化率=城镇人口/总人口），社科院预计 2050 年后中国城镇化率将超过 80%，此处假设 2028 年城镇化率达到 70%。根据上述数据，我们可以推算出截止十年后——2028 年的城镇户数与农村户数。

然后，我们根据户数，以“百户保有量”为尺度，测算未来需求：

1) 新增需求=城市增量+农村增量，进一步拆分公式为“**新增需求=城镇户数（百户）*城镇百户保有量增量+农村户数（百户）*农村每百户保有量增量**”。

2017 年，国内城镇居民每百户空调保有量约为 128.6 台，不足 150 台，农村百户保有量仅为 52 台。2018 年，城镇百户保有量为 142.18 台，农村百户保有量为 65.25 台。

优塾团队假设，十年后的 2028 年（也就是城镇化率达到 70% 的年份），城镇空调保有量达到 200 台/百户（接近日本 1990 年代水平）；而农村，由于居住条件、经济发展水平等因素，保有量预计达到 142 台/百户，即达到城镇地区 2018 年的百户保有量水平。

城镇保有量增量方面，由于统计局新公布的 2018 年保有量水平与我们的测算存在差异，因此我们结合新的数据，调整我们的保有量增量。

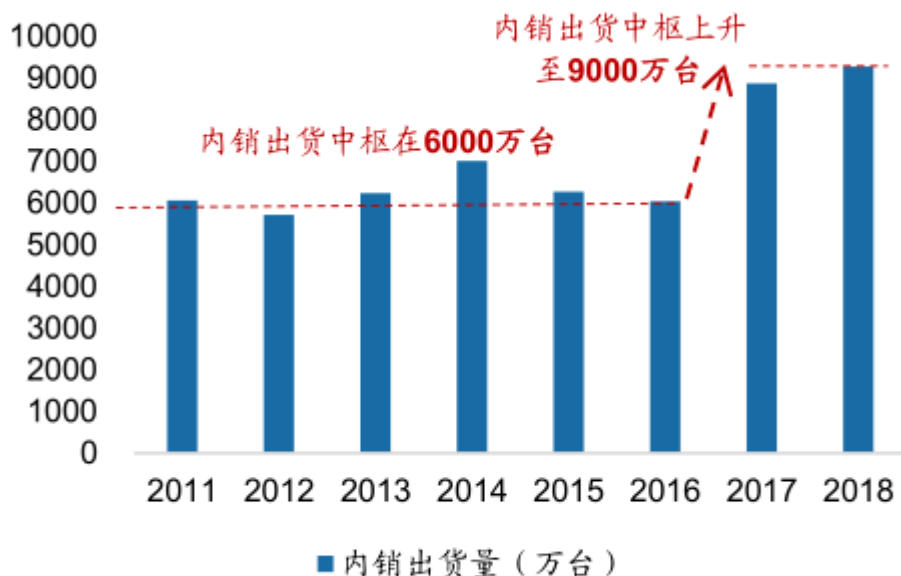
城镇保有量增量波动较大，假设 2019 年保持近 5 年增量均值 8 台，之后以每年 5.68 台的速率匀速递增至远期的 200 台；此外，从行业发展规律来看，百户保有量从 50 台上升至 100 台时，增速较快，因此假设农村保有量以 8.8 台/年（近三年增量均值），增加至 100 台，之后以每年 6.93 台（稍快于城市增量）匀速递增至远期的 142 台。

此处，我们的原假设为：前 5 年取我国近三年均值 7.1 台，之后下降，一直到总保有量达到 2028 年上文预测的水平；从行业发展规律来看，百户保有量从 50 台上升至 100 台时，增速较快，因此农村保有量前五年增量为 8 台（稍快于城市增量），之后递减。

假设表 Assumption		2014 A	2015 A	2016 A	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
9	城镇保有量(万台) (备注: 9=5*7)	28034.77	30792.86	34178.27	36450.26	41186.13	44591.12	47434.56	50392.29	52869.22	55384.03	57966.75	60587.36	63255.87	65972.28	68736.59
10	城镇保有量新增量(万台) (备注: 10=5*7)		2757.89	3385.61	2271.99	4735.87	3405.00	2843.43	2957.74	2476.92	2524.82	2572.72	2620.61	2668.51	2716.41	2764.30
11	农村保有量(万台) (备注: 11=5*9)	5581.24	6224.77	7507.88	8160.91	9962.12	11045.64	12074.04	13049.30	13890.58	14408.79	14870.20	15284.14	15651.14	16145.54	16145.54
12	农村保有量新增量(万台) (备注: 12=5*9)		633.54	1283.10	653.03	1801.21	1083.52	1028.41	975.26	841.27	518.22	461.41				
11	零售增量需求(万台) (备注: 11=5*10)		3391.43	4668.71	2925.02	6537.08	4468.52	3871.84	3932.99	3318.20	3043.03	3034.13	3025.22	3016.31	3007.41	2996.23

图：新增需求预测结果 来源：并购优塾

2) 更新需求——参考日本普查数据，空调实际使用 10.9 年（安全使用年限为 10 年），假设我国空调更新换代年限为 10 年。具体更新需求量按照预测年份 10 年前、9 年前和 8 年前的三年零售量均值测算。



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

并购优塾

图：更新需求的释放使空调内销出货量中枢上升（单位：万台）

来源：并购优塾

以上，是零售量的计算过程，另外，还要再算上非零售量：

非零售量——这部分主要是通过非零售渠道，销售给企事业单位的销量以及用于补充渠道库存的量。此处的非零售量，我们直接假设取近三年均值，后续维持不变。

根据上述假设，2019年内销量增速为0.03%，对标机构统计数据，2019年1月至9月，空调内销量7551.9万台，同比减少0.7%，与我们的假设差距不大。

二、再看出口销量情况：

2017年，亚洲已经成为全球空调的主要出口地，占比43%。虽然亚洲发展中地区经济水平和电力基础设施相对落后，但气候条件使空调需求更强烈——根据暖通空调在线数据，2016年印度空调市场增长21.2%，东南亚市场增长11.2%，且2017年印度家庭空调渗透率不足8%，市场空间较大。

很明显，印度是个需要密切关注的市场——不过障碍也不少，比如，印度家用空调进口关税自 2018 年 9 月 27 日起由 10%提高到了 20%，从 11 月份开始，被空调企业看好的印度市场增速大幅向下，2019 年 Q1 降幅高达 48%。所以，未来格力要想进军东南亚市场，转移产能应该是大概率事件。

2019 年 Q1 看，尽管美国、印度等地区出口下滑，但是“一带一路”沿线增速较快，比如印尼、马来西亚，中东欧的俄罗斯、立陶宛、克罗地亚等同比增幅均在 20%以上。所以，未来海外业务拓展比较确定，只是短期会遇到一些问题。

总体来看，海外市场增速确定性很高，并且大件家电运输费用较高，且存在关税问题，如果要海外扩张，必定需要在海外建立制造基地——而目前，格力在海外只有巴西、巴基斯坦两大基地。

而对比另一大家电巨头美的来看，其收购东芝以抢占东南亚市场，此外其在海外布局的生产基地遍布 15 个国家。同时，海尔也通过并购等方式加快海外扩张步伐。因而，格力如果大力开发海外市场，其实比盲目搞多元化要靠谱很多。非常可惜，目前其在海外产能还不够，因而对其海外销售预期我们只能保持中性。

同时，作为投资人，也应该密切关注其在海外建厂的进度。

回到本案——2016 年至 2018 年，家用空调出口以 10%的速度增长，但由于宏观背景，导致 2018 年 Q4 出现“抢出口”（增速 10.4%），2019 年 Q1 出口同比下滑 9.3%。

2019 年 1 至 9 月，空调出口量 4748.6 万台，同比减少 1.9%。9 月份，出口量 303.8 万

台，同比增加 8.1%，出口恢复增长，主要是北美市场实现增长。此处，我们持续假设 2019 年增速有所降低，为历史平均增速 3.6%，之后恢复至 2018 年水平 9.8%，并匀速递减至世界 GDP 增速 1.9%。

综上，可以预测出家用空调销量。而根据公式： $\text{格力家用空调销量} = \text{家用空调销量} \times \text{格力市占率}$ ，因此下一步需要确定市占率的情况。

2014年至2018年，格力空调的市占率分别为 34.0%、34.0%、33.3%、32.5%、33.0%。

根据国盛证券研报，2019 年上半年，其市占率下滑 1.3 个百分点，主要与产品定价、行业渠道变化等因素有关——根据中怡康数据，格力空调上半年零售均价除 2 月出现 5% 的下滑（行业均价当月下滑 13%），月度零售均价均呈现 2% 至 7% 不等的上涨。而美的、奥克斯等均发力线上渠道，以高性价比的定价，低价抢走部分市场份额。

根据产业在线数据，2019 年 1 至 9 月，格力内销 2619 万台，同比下降 4.8%，内销市场份额 34.7%（下降 1.5 个百分点）；外销 1058 万台，同比下降 8.2%，外销市场份额 22.3%（下降 1.5 个百分点），整体市场份额为 29.9%，其中 9 月份单月份额达到 38%。

由于市占率是决定未来市值的关键因素，此前，我们考虑到同行业出现低价格竞争的情况，预判格力下半年会同步调低产品价格，以保证市占率不会出现太大冲击。从 7 至 9 月新的情况来看，其价格策略复合我们的预期（均价同比分别下降 3.76%/5.13%/7.83%，7-8 月零售份额降幅收窄，9 月份额同比提升 3.10 个百分点）。

所以，此处关于市占率的假设，我们维持不变，仍然给出乐观、保守的情景分析——

1) 考虑绿色高效制冷方案的出台，有助于行业淘汰落后产能，乐观假设前五年国内市占率保持 33% 不变，之后逐年上升至 36%；

2) 保守假设, 受电商冲击、竞争加剧 (苏宁、小米等) 等原因, 市占率逐年下降至 30% 并保持不变。预测结果具体如下:

格力电器		2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
收入预测表 Revenues															
单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)															
1	内销总需求	4268.7	4763.53	4875.4	4927.9	4934.32	4962.97	4985.13	4924.33	4939.50	4967.26	4958.02	49201.45	49107.54	4910050.80
2	出口需求 (万台)	4367.30	4771.70	5294.70	5788.00	5996.37	6584.01	7164.23	7724.83	8255.01	8735.82	9160.59	9515.57	9790.33	9976.35
3	家用空调销量 (万台)		9.3%	11.0%	9.3%	8.60%	7.80%	7.00%	6.20%	5.40%	4.60%	3.80%	3.00%	2.20%	1.40%
4	格力市场份额	34.0%	33.3%	32.3%	33.0%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	33.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
5	格力家用空调销量 (万台) 备注: 3=3*4	3604.00	4600.00	4984.96	5065.73	5295.51	5613.09	5692.22	5823.68	6629.07	6810.70	7098.13	7381.03	7209.77	

图: 乐观情况下格力家用空调销量

来源: 并购优塾

研究至此, 销量方面需要关注的要点已经解决, 接着我们来看价格因素。

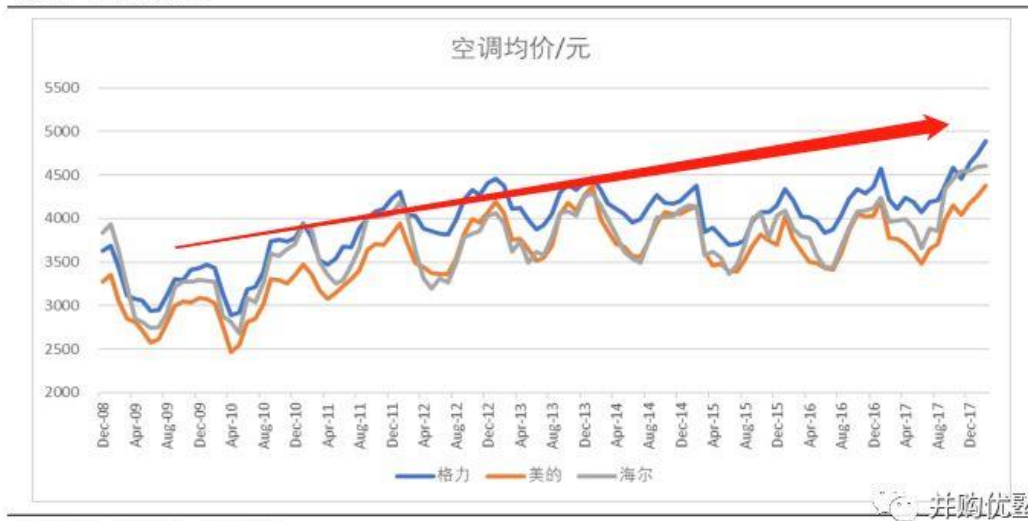
— 11 —



价格, 走势

空调价格整体呈上升趋势, 2007 年至 2017 年, 复合增速约为 2.5%, 主要是变频以及高端产品比例提升所致, 短期波动主要受天气、库存周期以及原材料价格影响。

图 19：空调价格走势



资料来源：产业在线，财富证券

图：空调均价（单位：元）

来源：财富证券

首先，2018 年，空调价格持续上行，增长率约为 13%，持续提价的可能性不大，同时依据上文对库存周期的判断，2019 年渠道库存压力较大，空调价格承压，因此大概率会下降；

其次，从成本端来看，大宗原材料价格在 2018Q3 开始进入下降通道，材料厂商成本端压力下降，提价动力不大。此外，增值税自 2019 年 4 月 1 日开始从 16% 降为 13%，而且根据 wind 数据，上半年空调综合成本较去年下降约 4% 至 5%，因此下半年存在价格调整空间。

2019 年，从行业价格来看，根据中怡康数据，2019 年 2 月空调线下零售均价同比下滑 13%，3 月均价同比下滑 2.4%。但是，格力空调上半年零售均价，除 2 月出现 5%

的下滑，月度零售均价呈现 2%至 7%不等的上涨。但考虑市场份额下滑，预计其下半年仍有可能灵活定价，以恢复市占率的提升。

根据奥维线上监测数据，格力 6 月单月零售均价同比下降 5%，环比下降 13%，开始跟进促销。如上文所述，根据中怡康数据，格力 7 月至 9 月均价同比分别下降 3.76%/5.13%/7.83%，符合我们之前的预期。为了减轻库存压力，同时应对低端市场市占率下滑的情况，11 月 9 日，格力宣布双十一让利 30 亿元，11 月 26 日，格力宣布开展“再掀 11.11 百亿让利”活动。

考虑上半年其涨价情况，我们维持中报假设，假设格力空调均价变动幅度为历史复合增速 2.5%。

格力电器		2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
收入预测表 Revenues															
单位: 亿元人民币 (特殊情况除外)															
6	格力出厂均价 (元)	2034.17	2126.75	2411.64	2812.00	2882.30	2954.36	3028.22	3103.92	3181.52	3261.06	3342.15	3424.89	3511.00	3599.60
	YOY (%)		2.7%	13.4%	16.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
7	家用空调收入 (亿元) 备注: 7~5% 2019年上半年, 格力出厂价提升了3%-3%, 下半年, 出厂价下降, 符合我们的预期, 因此我们维持假设——下半年的价格不及上半年的涨幅, 2019年价格仍然保持增长, 增速看历史十年复合增速2.5%	736.37	766.48	1109.12	1401.77	1460.09	1544.48	1699.76	1766.82	1852.82	2141.78	2276.53	2431.92	2592.07	2595.23

图：乐观情况下家用空调收入

来源：并购优塾

但是，毕竟对于格力下半年的降价情况难以预测，上述 2.5%的价格增速，意味着下半年的降价幅度，不及上半年的涨价幅度，这样的价格假设对收入增速的影响有多大？

另外，不同价格调整幅度对于市占率的影响也不尽相同。因此，我们设置单因素敏感性分析进行测算，市占率、价格波动对 2019 年收入增速的影响。结果如下：

单因素敏感性分析		市占率±1%		
		32%	33%	34%
2019年收入	2091.08	2038.47	2091.08	2143.69
收入变化幅度		-2.516%	0.000%	2.516%
		价格±2.5%		
		2810.24	2882.30	2954.35
2019年收入	2091.08	2047.68	2091.08	2134.48
收入变化幅度		-2.076%	0.000%	2.076%

图：单因素敏感性分析 来源：并购优塾

— 12 —



其他、简单预测

另外，除家用空调以外，还有中央空调业务、小家电、智能装备等业务，由于比重较小，我们简单预测：

1) 中央空调业务——占比 7.75%，2016 年至 2018 年历史增速分别为 13.5%、9.3%、24%。根据《暖通空调资讯》数据，2019 年上半年，国内中央空调市场同比下滑 3.6%，产业在线统计，格力中央空调销售额同比下降 1%。此处，假设 2019 年增速为 0，2020 年回升至行业复合增速 9%，之后匀速递减至 3%。

2) 生活电器——占比 2%，近三年增速分别为 13%、34%、65%，由于基数较小，且小家电行业竞争格局相对稳定，纵然是巨头也很难抢到很大蛋糕。

2019年上半年，生活电器业务收入 25.6 亿元，同比增长 63.6%，主要受晶弘冰箱并表影响（2018 年 Q4 收入为 7.8 亿元）。考虑并购影响，按照 2019 年半年报数据倒推全年数据，调整增速为 35%，到 2020 年降至 20%，2023 年降至行业复合增速 13.5%，并在十年预测期内递减至 3%。

3) 智能装备——占比 1.5%，2018 年增速为 46%，2019 年上半年，智能装备业务增速为 16.7%，由于前期高增速部分来自于珠海银隆的关联交易，此处假设增速为行业复合增速 18.69%，考虑智能设备前景的确定性，之后匀速递减至 6%。

4) 其他主营业务——占比 4%，历史三年增速分别为 26%、29%、84%。2019 年上半年，其他主营业务增速为 2.5%。由于历史增速波动较大，且其未披露具体业务内容，我们结合半年报数据，简化预测其他主营业务收入增速大概保持 CPI 增速 3% 不变，未来如有变动，再做调整。

5) 其他业务——占比 14.7%，主要是格力为自己的供应商集体采购原材料，并将其转售给供应商确认的收入，供应商将原材料加工成零配件销售给格力，类似于富士康的 B/S 模式（又称“甲供”）。

2015 年至 2018 年，其他业务收入增速分别为 -27%、34%、5%、65%，波动较大。2019 年上半年，其他业务收入 139.6 亿元，增速为 14.4%，主要得益于收购的南京华新有色金属（电工漆包线业务），于 2019 年 5 月 31 日并表，增加收入 8 亿元。

2019年上半年增速14.4%，由于甲供主要与空调收入有关，此处我们根据其他收入占空调收入的比重，预测其他业务。即：假设2019年，其他业务收入占空调收入的比重保持2018年的水平，之后降至历史均值16%。

综上，可以得出未来乐观情况下收入如下：

格力电器		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
格力电器 Revenues																
单位：亿元人民币（特殊说明除外）																
小家电																
10	小家电	17.84	15.23	17.18	28.01	37.94	51.22	61.46	72.42	83.77	95.08	105.92	115.77	124.10	130.43	134.83
	YOY (%)	10.4%	-14.7%	12.8%	38.9%	34.9%	35.0%	20.0%	17.8%	13.7%	13.0%	11.4%	9.3%	7.0%	5.1%	3.0%
其他业务																
11	其他业务				21.26	31.09	36.90	43.28	50.15	57.40	64.89	72.44	79.85	86.89	93.33	98.93
	YOY (%)				46.2%	46.2%	18.6%	17.2%	15.8%	14.4%	13.0%	11.4%	10.3%	8.8%	7.4%	6.0%
其他业务业务																
12	其他业务业务	22.40	24.90	33.85	43.53	60.07	82.47	84.93	87.49	90.12	92.82	95.61	98.48	101.43	104.47	107.61
	YOY (%)	136.8%	20.1%	25.8%	28.6%	39.9%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
其他业务																
13	其他业务 (备注: 13=9+11+12)	172.60	126.33	169.25	178.30	294.32	305.35	277.36	301.44	314.82	331.47	383.84	404.88	432.06	459.55	461.40
14	空调收入占比 (%)	14.8%	11.1%	10.2%	14.4%	18.9%	18.9%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
15	收入合计 (备注: 15=9+10+11+12+13)	1400.05	1005.44	1101.13	1500.20	2000.24	2091.08	2200.53	2395.48	2513.72	2655.94	3056.84	3229.49	3444.86	3659.99	3666.05
	YOY (%)	58.7%	-3.0%	9.4%	36.2%	33.0%	4.5%	5.0%	8.6%	4.9%	5.6%	12.0%	5.6%	6.4%	6.2%	0.1%

图：乐观情况下收入

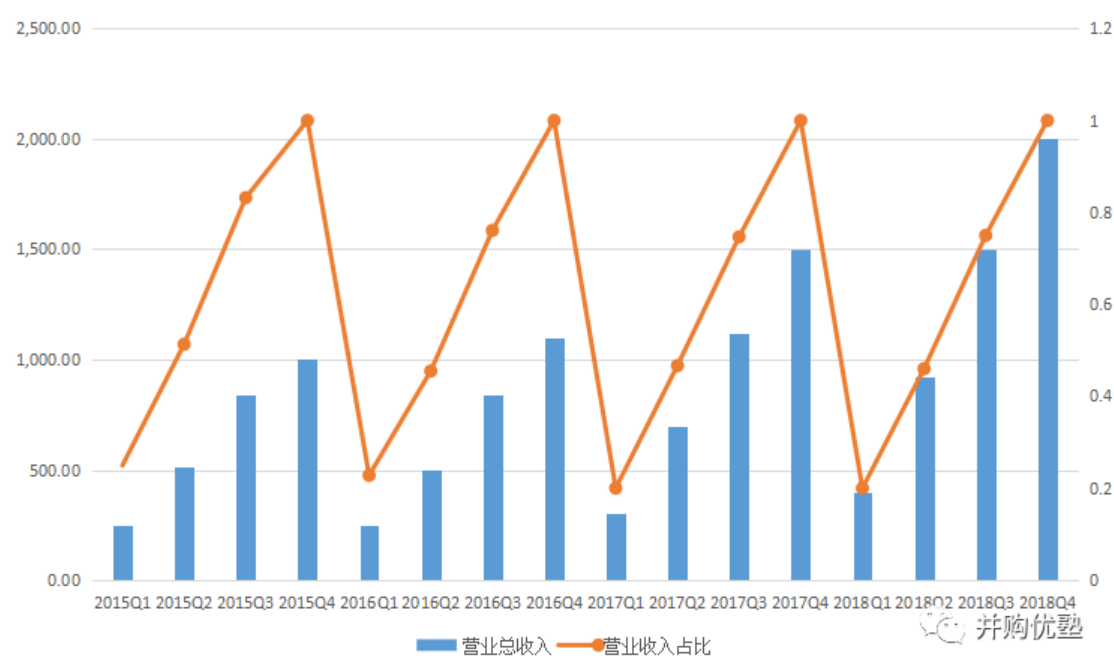
来源：并购优塾

不过，这种自上而下的假设，是否具有合理性，我们还要结合其他增速方法进行交叉验证。



上述预测结果中，乐观情况下近三年增速分别为 4.54%、5.23%、8.86% (原假设为：4.13%、6.37%、8.6%)，来看看其他方法下的增速情况。

方法一，季报反推法——通过季报、中报与年报的历史关系，反推出 2019 年收入增速。



图：季度营业收入与全年收入占比 (单位：亿元、%)

来源：并购优塾

从历史波动图来看，其前三季度收入占年度收入比例的平均值为 75%。由此，可倒推出 2019 年年报预计收入约为 2089 亿元，同比增速约 4.4%，计算公式：2019 年年报收入=2019 年三季度收入 (1566.76 亿元) ÷ 75%=2089 亿元。

此处计算数据，与我们的预测增速 4.13% 基本一致。

方法二：内生增速——按照公式：内生增速=净资产回报率*（1-分红率）。取近 10 年平均分红率约为 38.28%，平均 ROE 约为 33.74%，得到内生增速为 20.82%。

方法三：外部分析师给出的增速——选取 WIND 一致性预测，2019 年至 2021 年格力电器营业收入增速分别为 6.16%、9.36%、9.72%。其中，光大证券 4.36%、10.79%、7.36%，广发证券预测增速分别为 7.5%、11.4%、8.2%，天风证券预测增速分别为 7.14%、6.97%、8.53%，华泰证券预测增速为 10.00%、15.90%、14.50%，中信证券预测增速分别为 5%、9.4%、8.5%，国盛证券预测增速分别为 4.50%、8.83%、9.15%，上述券商预测增速较中报均尚未作调整。

方法四：行业增速——根据奥维云网数据，2018 年空调市场总销售额 2010 亿元,同比增长 4.1%,考虑到保有量稳步提升背景下空调长期发展空间确定、三四线需求稳步释放，预计 2019 年空调内销量同比或基本持平。

对比来看，2019 年乐观预测下增速略低于机构一致性预测，与光大证券、方正证券预测结果差异不大。

注意一件事：我们乐观情景下的预测值，都略低于机构预测值——是因为，依据我们的三周期嵌套模型，2019 年收入的三个驱动力全部下行，而前次出现这样情况为 2015 年，其收入增速为-28.17%，所以，我们对 2019 年的增速相对谨慎。

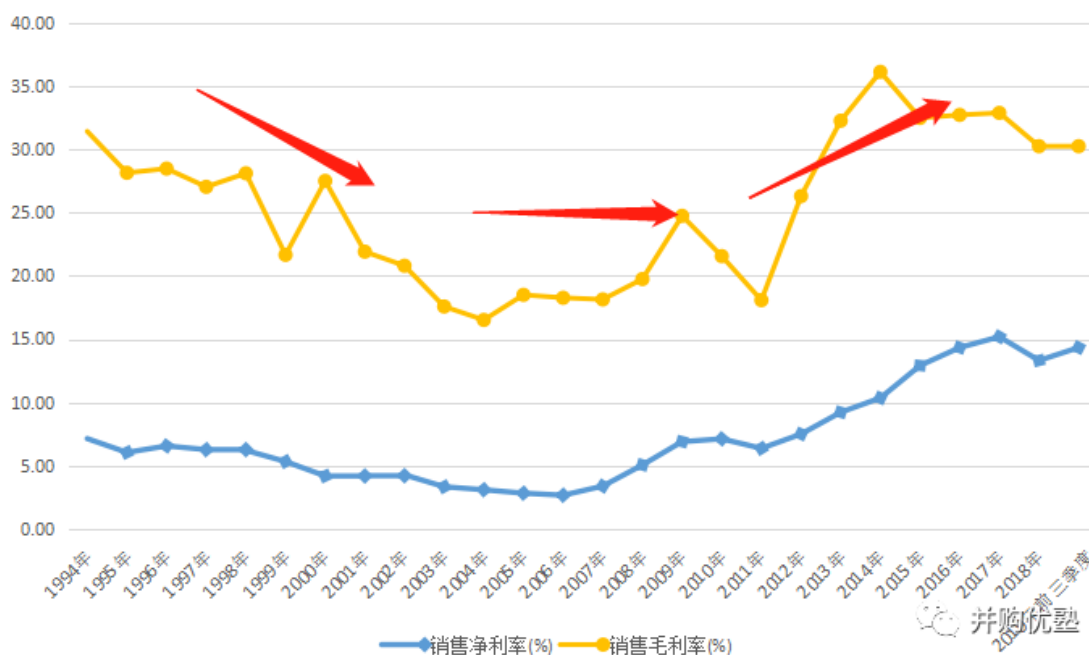
至此，收入部分预估完成。接下来，我们还必须仔细研究另一件重要的事——本案每年有多少成本、费用支出，都花在了哪里？

— 13 —



钱，如何花

将净利率分拆，主要看毛利率、以及期间费用率。首先来看毛利率，毛利率基本与净利率同步，呈现“下降-平稳-上升”三阶段式变动。



图：毛利率&净利率（单位：%）

来源：并购优塾

毛利率的变动主要受成本、价格因素影响。具体来看：

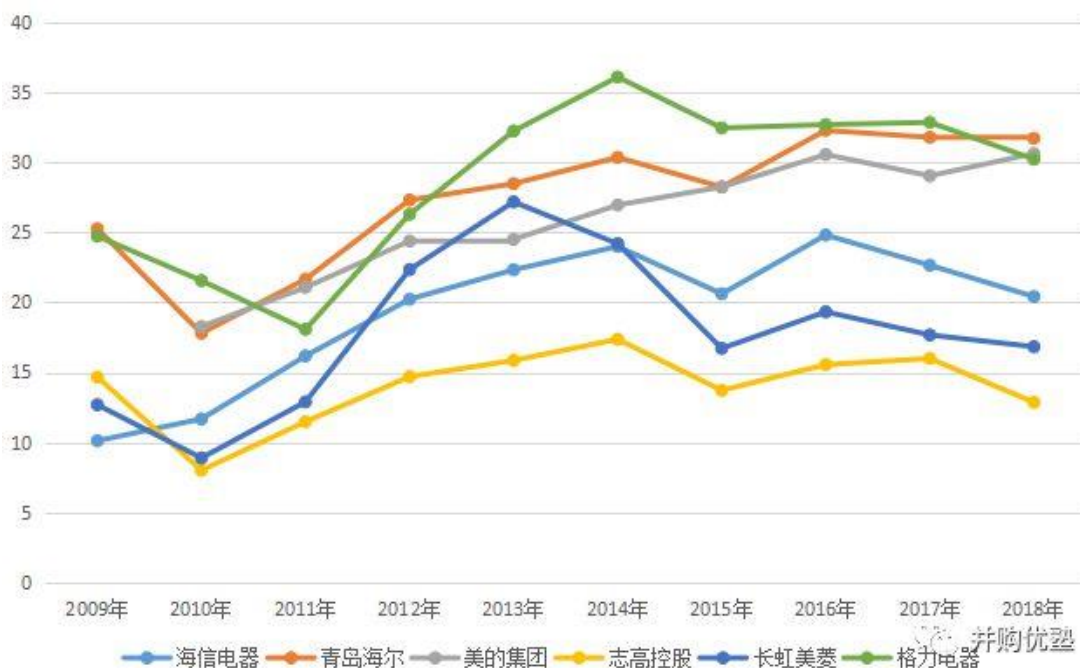
1) 1993 年至 2008 年期间，空调行业从高速扩张到供大于求，市场开始持续不断的价格战，加上钢材价格波动较大，铜材大幅走高，空调厂商毛利率不断被压缩，大量小厂商被逐渐淘汰。格力则开始收购压缩机、电机，向上游产业链延伸。

2) 2009 年至 2012 年，受家电补贴政策的影响，销量大幅增长，毛利率相对稳定。

3) 2013 年家电政策退出，行业竞争格局趋于稳定，集中度不断提升，品牌力逐步显现，毛利率提升。

随着压缩机等上游核心零部件配套逐步完成，上游原材料对成本约束较小，加上空调产品升级，市场整体提价，格力空调业务的毛利率维持在 30%以上。

此外，空调行业呈现寡头格局，三大龙头市场份额在 60%以上，在毛利率上，龙头的表现明显高出其他二线品牌。



图：毛利率对比 (单位: %)

来源：并购优塾

2015年至2018年，其毛利率分别为32.46%、32.7%、32.86%、30.23%，2019年上半年，受益于：1) 提升出厂价3%至5%；2) 原材料价格下降（铜价下降1.4%），以及增值税降税（2019年4月1日，增值税率从16%降至14%），其整体毛利率同比提升1个百分点至31.02%。其中，空调业务毛利率同比提升1.65%至36.02%。

2019年前三季度，毛利率为30.16%，同比增加0.01个百分点，保持平稳，此处维持原有假设——假设营业成本(剔除折旧、摊销)占收入的比重保持2018年的68.4%，对应的毛利率为31.6%。



费用上花了多少钱？

本案几乎没有财务费用支出，所以重点看管理费用率、销售费用率：

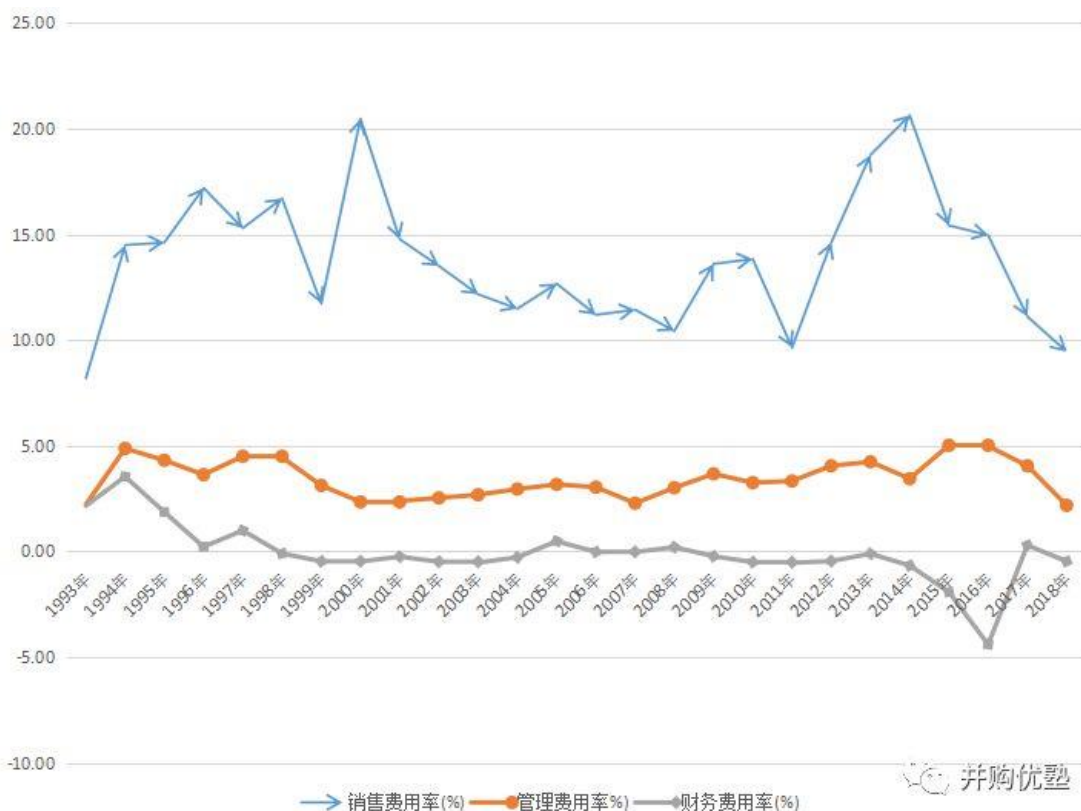
管理费用率——管理费用主要是职工薪酬、物耗、折旧及摊销以及研发费用，管理费

用率约处于 3%至 5%之间，相对稳定。

2019 年前三季度，管理费用率为 4.8%（2018 年同期为 5.15%），基本保持稳定，考虑未来多元化布局需要，研发费用率有上升压力，此处维持原假设，预测期前三年保持 2018 年的 5.3%，之后递减至历史均值 4.5%。

销售费用率——销售费用主要是安装维修费、销售返利及宣传推广费，占销售费用比

例 80.00%，其中以销售返利为主。



图：期间费用率（单位：%）

来源：并购优塾

需要重点注意的是——返利。2007年，格力年报出现销售返利，同时出现“其他流动负债”科目。其中，销售返利是指：经销商在一定时期内，累计购买货物达到一定数量，或者由于市场价格下降等原因，公司给予经销商相应的价格优惠或补偿等。

其中，典型的如**淡季返利**，既解决了淡季生产资金短缺，又缓解了旺季供货压力。一定程度上能够平滑空调生产、销售的季节性波动，提高整体产能利用率。

那么，销售返利跟什么相关，该如何预测？

— 15 —

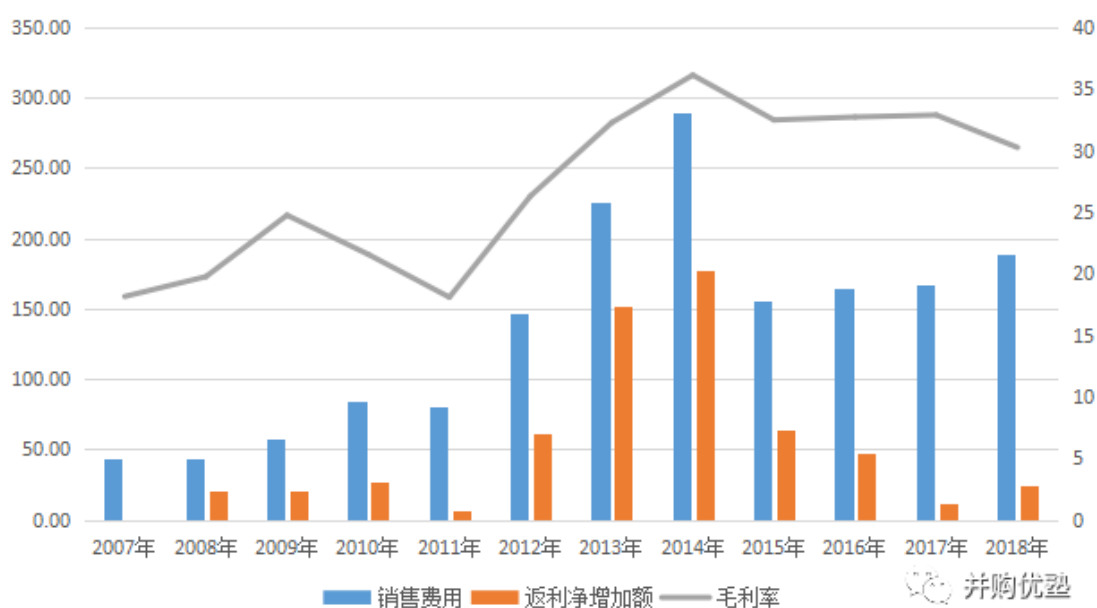


销售，返利

销售返利被董小姐称为格力的**核按钮**，作为商业机密，在公告中披露的信息非常少，但是，由于对于返利的会计处理一般有三种：1) 冲减收入；2) 增加成本；3) 计入销售费用。

为了保证收入预测和合理性，我们试着探究一下格力对于返利可能的财务处理。

销售返利按月计提（计入销售费用），分期支付。从历史数据看，销售返利净增额和毛利率具有一定相关性，2010年、2011年、2015年毛利率下滑时，年销售返利净增额同样下滑，2012年至2014年毛利率提升时，年销售返利净增额同比提高。

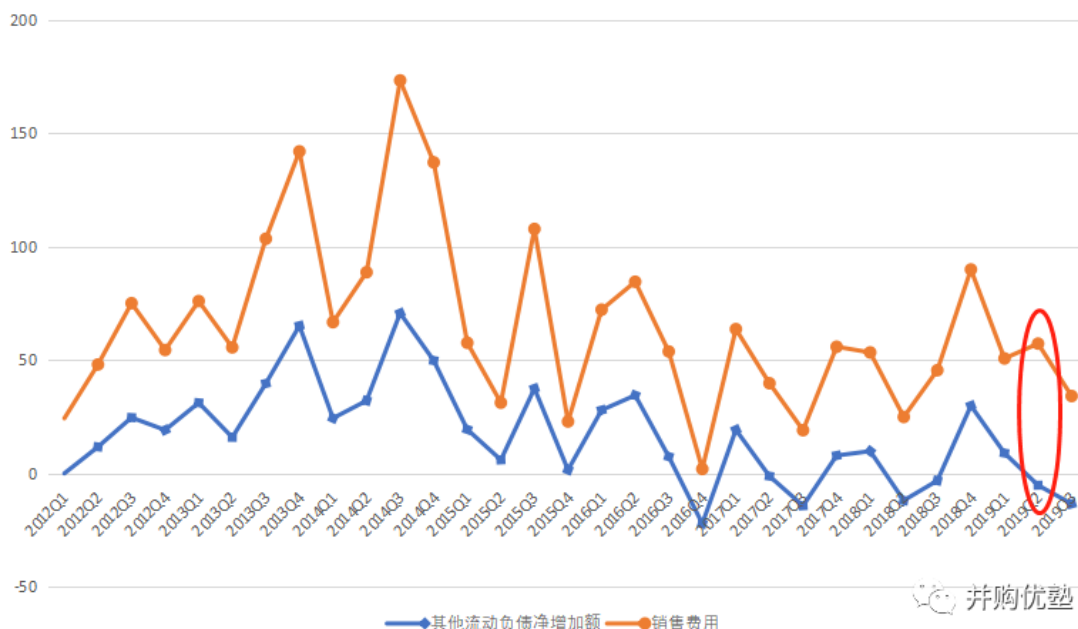


图：销售返利及毛利率（单位：亿元、%）

来源：并购优塾

再接着对比两组数据：

首先，是绝对值口径，销售费用与其他流动负债净增加额保持同向变动，说明销售费用中的销售返利可能采用返利净额计提。



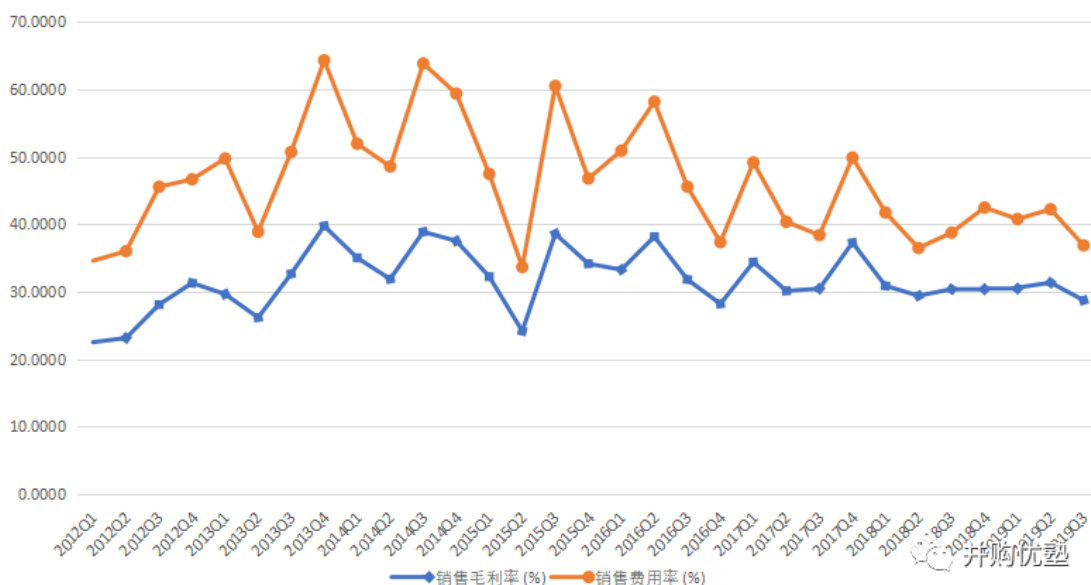
图：其他流动负债净增加额、销售费用（单位：亿元）

来源：并购优塾

但是，值得注意的是，2019 年二季度，销售费用与其他流动负债净增加额出现背离。根据中报，销售费用上升主要是加大销售政策力度，预计出现上述情形的原因可能是存在部分不计入其他流动负债（返利）的渠道补贴，比如通过差价补贴、安装补贴等形

式直接补贴渠道，这也与终端零售景气度较低（根据产业在线，格力上半年出货量同比下降 3.6%）、但出厂价提升的情况吻合。

其次，是相对值口径，单季度毛利率与销售费用率保持同步，说明：计提返利增加时，毛利率上升，兑现返利时，销售费用率下降，毛利率下降。



图：毛利率&销售费用率 (单位：%) 来源：并购优塾

以上财务数据特征背后的财务处理可能是（暂不考虑税金）：

计提返利——借：销售费用 贷：其他流动负债 （销售费用率上升）

实物兑现返利——1) 实物返利，视同销售，收入确认与冲销收入抵消，只需结转成

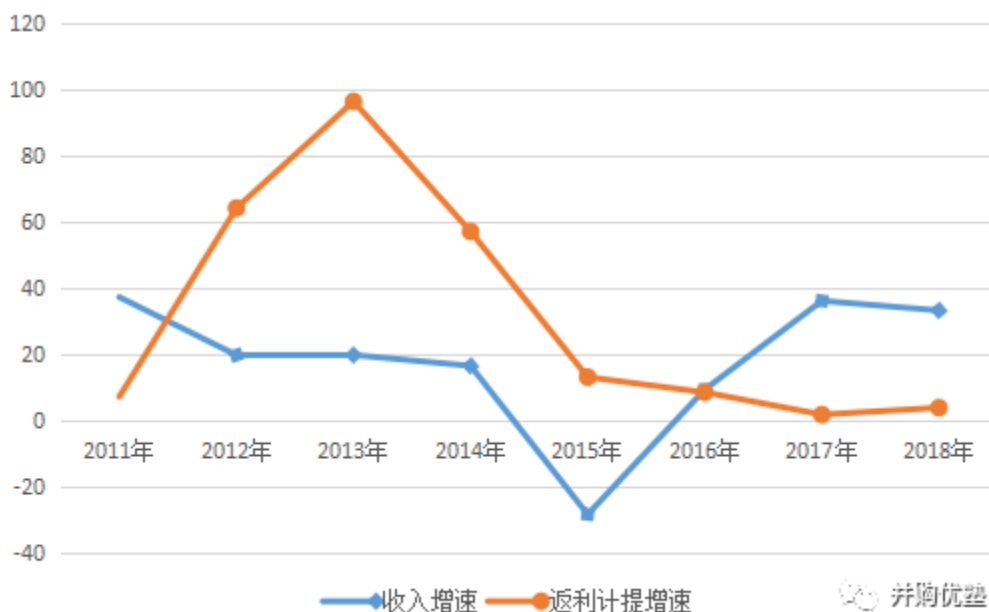
本 借：营业成本 贷：存货 （毛利率下降）

2) 借：其他流动负债 贷：销售费用 （销售费用率下降）

那么，这样的会计处理背后，会如何影响净利润呢？——当返利计提比例降低，同时当期返利兑现力度加大，使得返利兑现金额大于返利计提金额，此时销售费用会下降，进而使得净利润上升，同理，反之净利润下降。

结合本案，2015年至2017年，其销售返利计提增速小于营业收入增速，尤其是2015年营业收入负增长（返利计提增速从57%降至13%），返利计提力度小于兑付力度，毛利率有所

下滑，但是净利率上升。



图：收入增速与返利计提增速（单位：%）来源：并购优塾

2019 年前三季度，其销售费用率同比上升 1.09 个百分点，由于毛利率与返利确认结算具有相关性，从毛销差（毛利率-销售费用率）来看，2019 年前三季度，毛销差同比下降 1.08 个百分点，主要是促销力度较大。

考虑销售费用率波动平稳，此处我们维持假设，保守假设销售费用率保持近三年均值 11.4%，考虑多元化布局推广需求，之后提升至 5 年历史均值 14%。

成本、费用问题看完，利润表的预测告一段落，接下来看花在资本支出方面的钱，未来将如何？

— 16 —



生产，基地

目前，格力在国内外建有 14 个生产基地，分别位于珠海、重庆、合肥、郑州等地，国外生产基地位于巴西、巴基斯坦，家用空调年产能 6200 万台套、商用空调年产能 700 万台套，出货量超过 4500 万台，位列行业首位。

从趋势上看，其资本支出占收入的比重存在一定的周期性，但整体占比大约在 2%至 5% 之间，资本支出金额不大，近 10 年 CAPEX 对现金的拉动效应均值为 6.8，资本使用效率较高。



图：资本支出投入及回报（单位：%、倍）

来源：并购优塾

根据 2018 年经营计划和远期产业规划，预计未来在产能扩充及多元化拓展方面资本性支出较大，包括生产基地建设、智慧工厂升级以及智能设备、智能家电、集成电路等。考虑到其固定资产等长期资产规模占总资产的比重不足 10%，这里不做详细的资本支出计划预测表，而是按照一定比例预测。

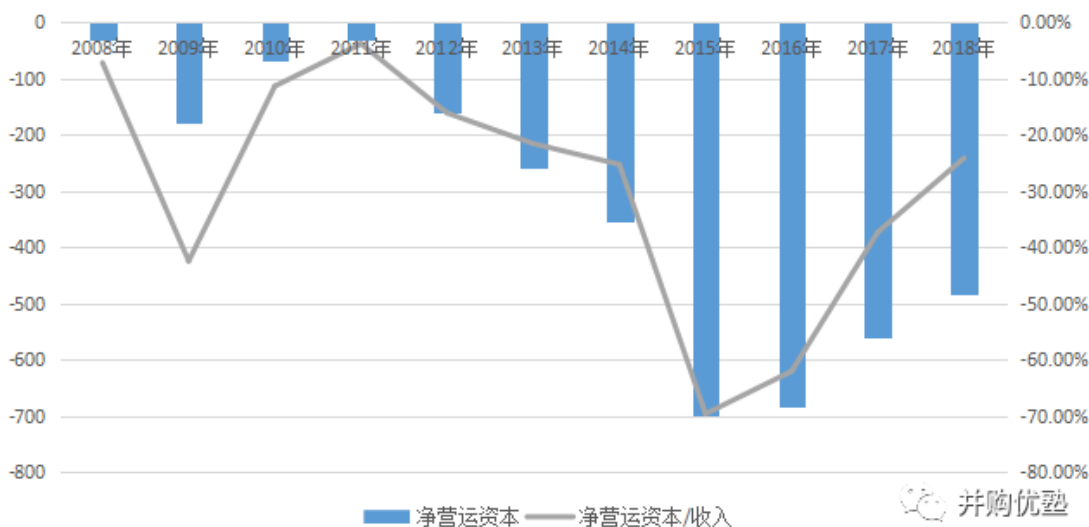
从现金流量表看，2019 年前三季度，其资产支出为 32.02 亿元，同比增加 23.48%，占营业收入的比重为 2%，从资产负债表看，固定资产、无形资产等长期资产小幅增加，符合我们的预期，因此这部分维持原假设。其中： 1) 固定资产购建/营业收入比重，假设保持 2018 年水平 2.2%。 2) 折旧/期初固定资产比例，假设保持近三年均值 12%。 3) 无形资产购置/营业收入，保持三年历史均值 0.62%；2018 年外购配额许可权利等专利，导致无形资产摊销占比上升，假设摊销占比前三年保持 2018 年水平 6.9%，之后降至历史 3 年均值 4%。 4) 长期待摊费用摊销/期初长期待摊费用，保持历史 2018 年的比例 44.3%，直至摊销完毕。关于资本支出情况，未发生重大变化，继续维持原假设，看完资本支出，再来看日常经营中占用资金情况如何变化？

— 17 —



话语权，超强

回顾历史，其净营运资本占营业收入比例均为负数，对上下游的话语权较强，分别来看：

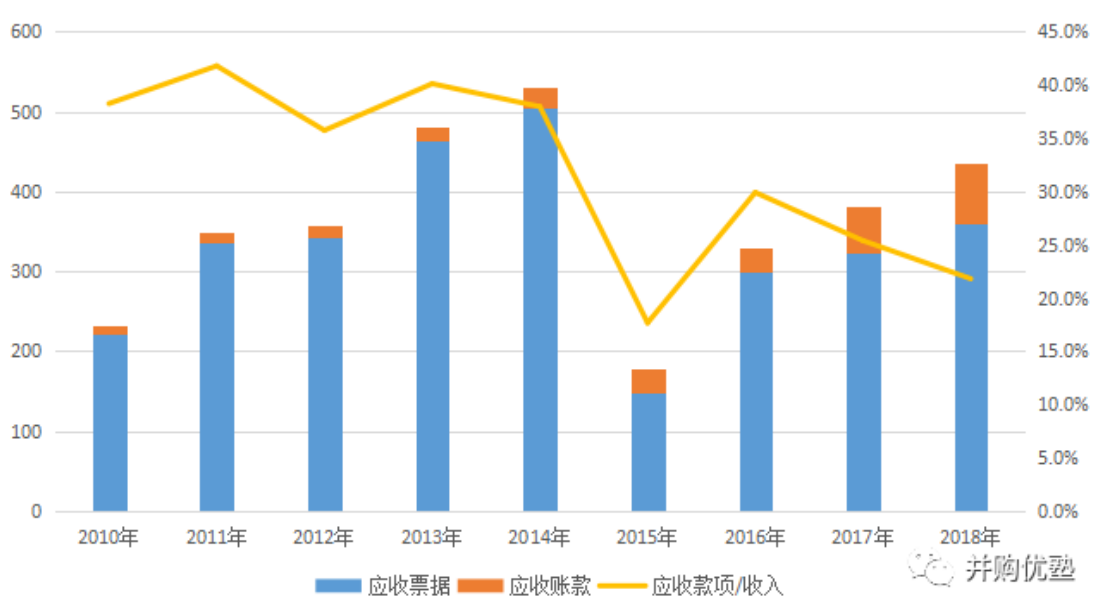


图：营运资本及其占收入的比重（单位：亿元、%）

来源：并购优塾

1) 对下游话语权——主要为应收账款、预收账款和应收票据。

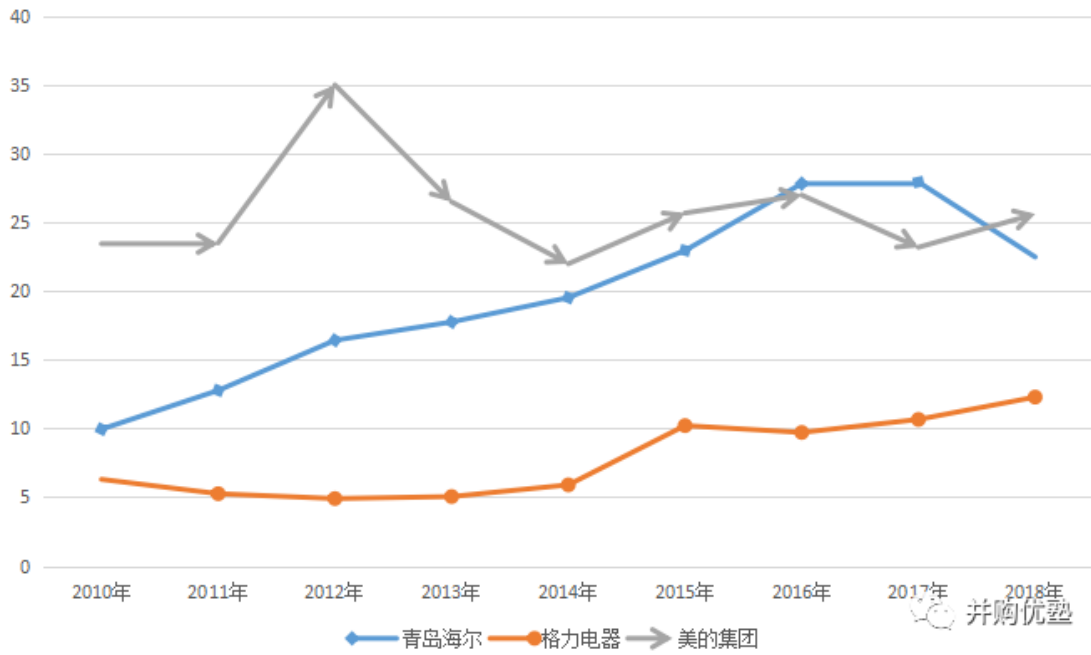
应收款项(含应收票据)方面,从历史情况看,应收账款占营业收入比例在 20%至 40% 之间,但其中 80%以上为变现能力极强的银行承兑汇票。



图：应收款项及占收入的比重（单位：亿元、%）

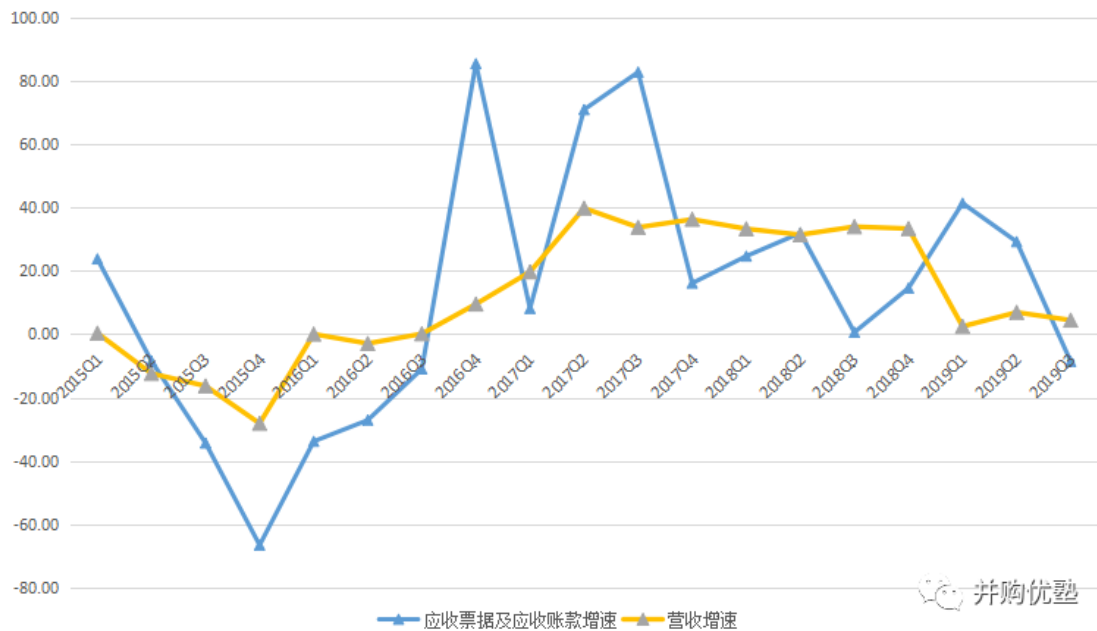
来源：并购优塾

对比三大白电厂商的应收账款周转天数,可以看出来,格力电器的话语权更强。



图：应收账款周转天数（单位：天）

来源：并购优塾



图：营业收入增速&应收款项增速（单位：%）来源：并购优塾

2019 年前三季度，应收票据及账款同比下降 80.67%，主要其依据新会计准则下，将部分应收款项重分类至“应收款项融资”科目。

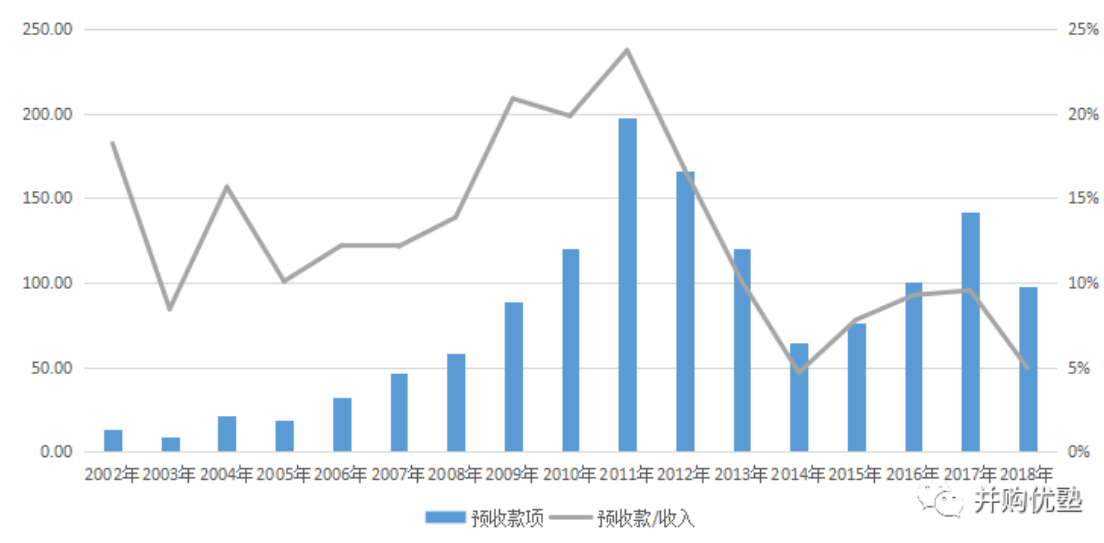
2019 年 4 月 30 日，财政部发布《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会〔2019〕6 号)，资产负债表新增“应收款项融资”项目，反映资产负债表日以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的应收票据和应收账款等。

主要针对企业既以收取合同现金流量、又以出售金融资产为目标的应收票据和应收账款，比如，将部分银行承兑汇票贴现、背书，或者对特定客户的特定应收账款通过无追索权保理进行出售，且贴现、背书、出售等满足金融资产转移终止确认的条件。

由于上述业务，属于格力的日常经营活动中发生的业务，这部分我们仍然认定为营运资本，统一在应收款项下反映，2019 年前三季度，统一口径下的应收款项同比下降 8.58%，话语权继续提升。

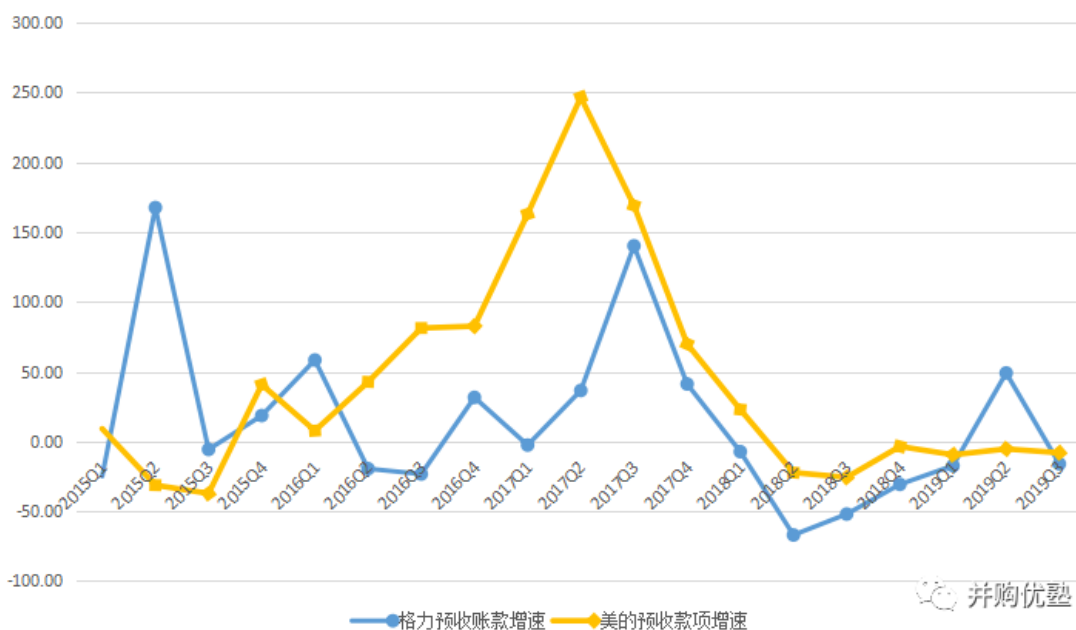
应收账款、收入二者增速之间的关系波动较大，导致应收款项占比存在波动，此处我们维持原有假设，假设应收款项占比保持近三年均值，保持 25.69%。再看预收账款——预收款项是收入的先行指标，同时反映话语权强势程度和产品畅销度，从历史数据看，预收款占营业收入比重约在 5%至 20%之间。

格力对经销商渠道实行“淡季返利”、“先款后货”的销售政策，一方面加大了经销商的转换成本和退出成本，另一方面提高议价能力，从而占用渠道资金，将存货压力传导至渠道，同时更好地调整库存和生产（平衡产销），比如避免旺季时期供不应求。



图：预收账款及其占收入的比重（单位：亿元、%）

来源：并购优塾



图：美的、格力预收款同比增速（单位：%）来源：并购优塾

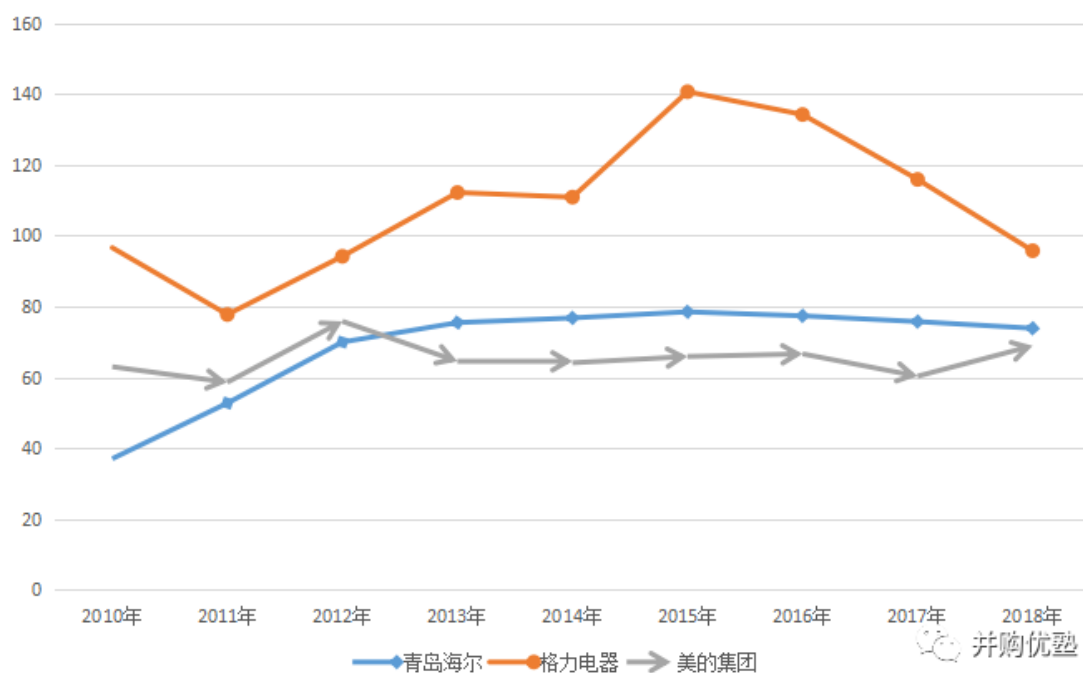
对比白电龙头来看，美的与格力的整体变化趋势一致。2018年，受前期高基数，以及当年旺季雨水天气等因素影响，经销商打款备货的积极性减弱。叠加空调行业增速放缓，白电厂商加大对渠道经销商授信额度，以减轻经销商资金压力，预收款增速明显放缓。

2019年，处于去库存周期阶段，预收款增速回升尚不明显，2019年三季度末，预收账款余额为113.51亿元，同比下降16.07%，主要是其新冷年对经销商打款政策执行力度有所放松，间接扶持渠道良性发展。由于预收款项受空调周期、天气等因素影响，波动较大，此处我们维持原假设：预收账款占营业收入的比例前五年保持历史平均水平7.12%，之后降至2018年水平5%。

2) 对上游话语权——主要为应付票据、应付账款、预付账款。

应付票据和应付账款——格力实行集中采购，规模优势提高了其向上游采购的议价能力，可以占用上游原材料企业的资金，从历史数据看，其应付款项占成本的比重在 40% 至 50%之间。

对比三大白电，其应付账款周转较慢。占用上游资金，相当于获取无息财务杠杆，上下游较强的议价能力，使得其无需借款补充流动资金，甚至近些年都有 10 多亿元的利息收入。2016 年至 2018 年，格力电器应付账款周转天数变短，主要受上游钢材等原材料上涨，提前付款所致。



图：应付账款周转天数对比 （单位：天）

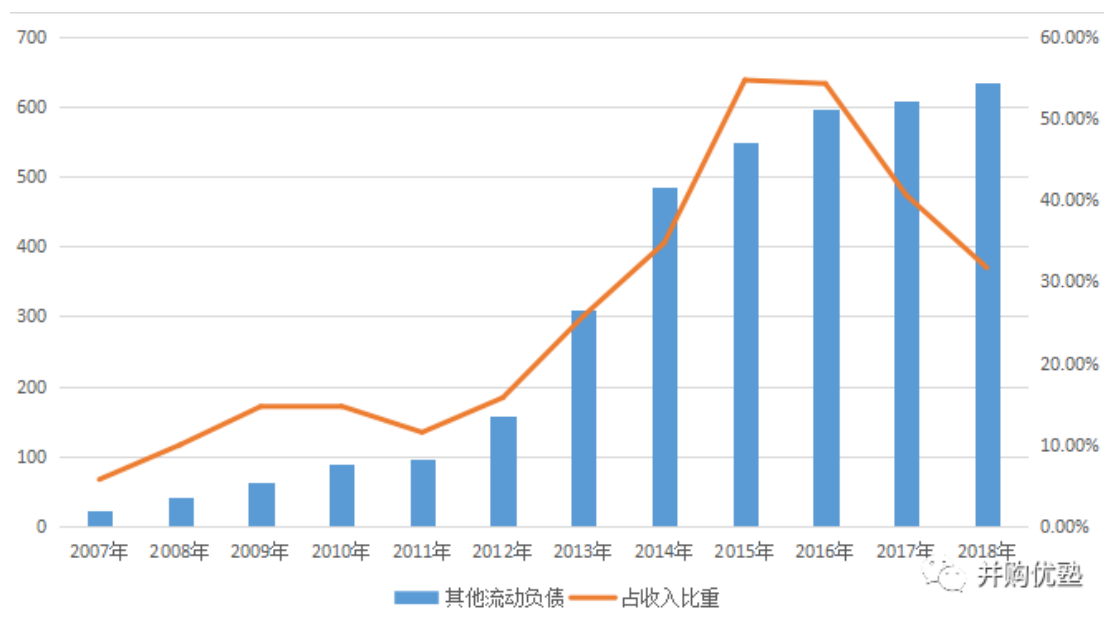
来源：并购优塾

2019 年三季度末，应付款项期末余额 787.4 亿元，同比增长 71.37%，应付账款周转天数从 89 天上升至 105 天，原因可能是增值税率调整，其未调整上升采购价格，但适当延长账期，说明产业链话语权较强。

*预计其对上游话语权可以保持，所以此处维持原有假设——前三年应付款项占成本（剔除折旧摊销）的比例保持 2018 年水平 36.41%，之后匀速上升至近 5 年均值 44%。
预付账款占成本比重较低，大约在 1.5%至 3%之间，权重较低，此处简单预测未来预付款项占成本（剔除折旧摊销）的比例维持在历史 5 年均值 2.2%。*

3) 其他流动负债——此处，还有一个影响营运资本的关键科目，其他流动负债，其占负债的比重在 40%以上，其他流动负债中超过 97%是销售返利。

正常来说，这个科目年底余额不会太大，因为如果经销商目标完成，返利会随之结算兑付。但从 2012 年开始，“其他流动负债-销售返利”科目开始趋势性上升，近几年趋于稳定。



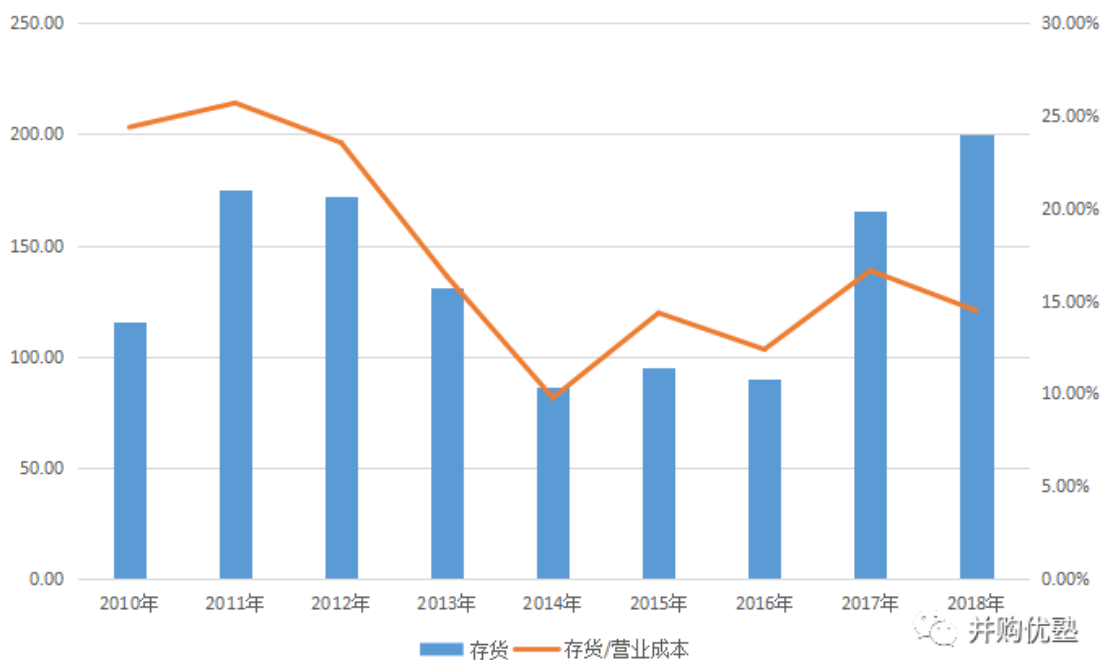
图：其他流动负债及其占成本比重（单位：亿元、%）

来源：并购优塾

格力对销售返利增加的原因解释为：返利计提金额对应当期销售，返利支付金额对应前期销售，随着国内销售规模逐步扩大，由于各期的实际支付金额小于当期计提金额，导致销售返利余额持续增加，但是计提力度有所降低。

未来其他流动负债的余额，主要取决于计提销售返利，与兑付金额之间差额，2019年三季度末，其他流动负债余额 623.9 亿元，较上季度末环比下降了 13.43 亿，同比基本持平。此处，《并购优塾》仍然维持原有假设——其他流动负债占收入的比重保持 2018 年水平 31.68%。

4) 存货对资金的占用——主要看周转速度

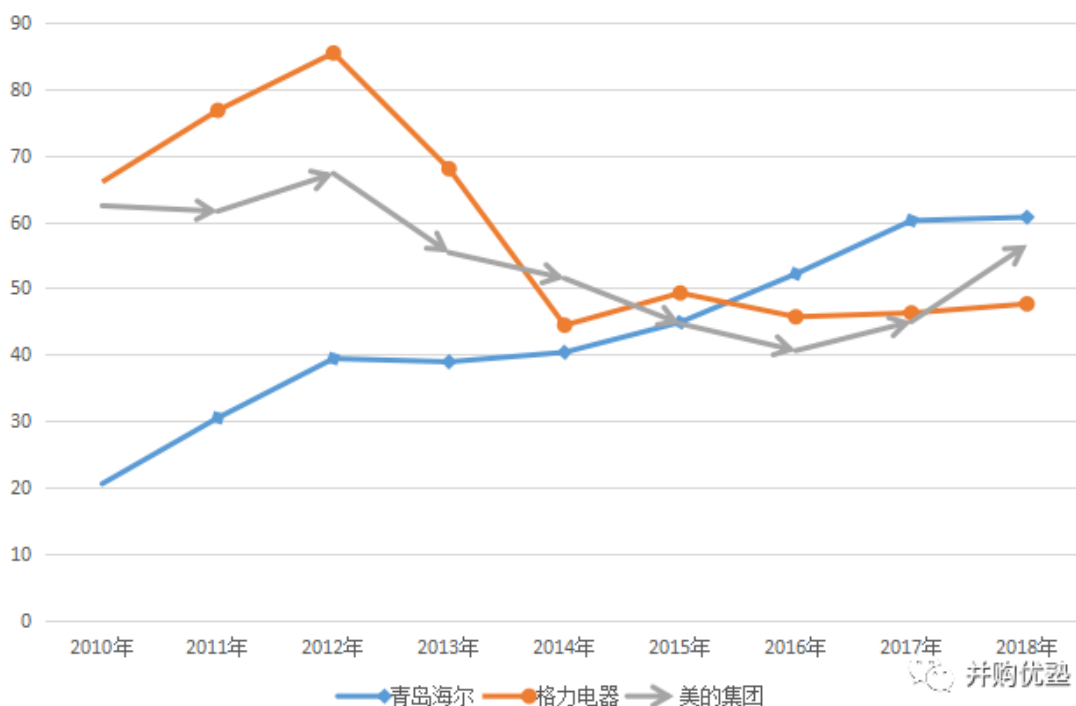


图：存货及其占成本比重（单位：亿元、%）

来源：并购优塾

三大白电中，格力的存货周转速度较快。美的集团 2013 年开始采用 T+3 模式，缩短产销周期，2018 年存货周转天数上升主要源于库卡，因为库卡的产品大部分都是定制化工程，工期较长，会计上一般按照完工百分比法进行处理，工程已经完工但还未结算打款的项目，就计入存货项下已完工未结算科目中，导致存货增加。

青岛海尔存货周转天数上升，主要受家电类资产和业务的内外部整合与并购（通用电器家电业务）影响。



图：存货周转天数对比（单位：天）

来源：并购优塾

2019 年三季度末，其存货同比增加 67.42%，从中报存货结构来看，主要是原材料大幅增加所致，产成品基本与上期持平，说明空调库存压力较小，原材料增加预计是因为其在价格低位增加材料储备，以及收购上游南京华新有色金属所致。

因此，对存货方面，我们维持原有假设不变——存货占营业成本的比重保持近三年均值 14.6%。

至此，本案建模所需的核心数据已经基本完成，我们进入具体财务建模环节。



极为重要的事

估值建模，到底如何测算？

在做估值建模之前，我们先浓缩一下基本面：

- 1) 对比日本，国内空调保有量尚处低位，随着城镇化率，以及居民可支配收入水平的提升，在一户多机属性驱动下，空调的需求空间依旧确定，远未触及天花板。
- 2) 未来收入驱动，短期主要看空调，量方面，空调行业渗透率仍有较大提升空间，但是总保有量提升速度会放缓，价方面，空调结构升级带来确定性提价空间；中长期关注全球化以及多元化进展。
- 3) 护城河，一是渠道（城市销售公司模式，与经销商利益绑定），二是产业链一体化布局；三是技术和品牌。
- 4) 回报方面，剔除现金的 ROIC 常年为负数，其中 2016 年至 2018 年分别为-27.2%、-58.5%、-74.6%，主要是盈利能力、话语权较强，沉淀较多的类现金资产。
- 5) 风险因素，一是面对奥克斯等品牌的冲击，其线上渠道变革及布局情况；二是多元化布局的进展；三是，本案的经营有明显的“目标导向”，2018 年目标踩线完成，未来要密切关注“6000 亿”的目标能否实现以及并购动向。

至此,根据以上所有的分析,我们进入本报告至关重要的部分——财务模型构建、财务报表配平、自由现金流预测、数据建模计算、以及 EXCEL 建模表格.....

如需获取本报告全文

以及部分重点公司详细估值建模表,

请购买科创板及专业版报告库,

以长江电力、海康威视、恒瑞医药为例,

估值建模部分, 样图如下:

以长江电力为例, 经配平后的资产负债表预测样图:

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	538.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	26.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	662.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗?	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK

以海康威视为例，现金流量表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
(单位: 为百万元人民币, 特殊说明除外)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	-28,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
(投资收益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(非经常性或非经营性损益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营性营运资金减少【期初-期末】			资产减少, 现金流量	-2,582	-2,338	-2,720	-2,558	-2,694	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535
长期经营性负债增加【期末-期初】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(固定资产购置)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
(无形资产购置)				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
(新增长期待摊费用)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-646	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
融资活动现金流													
(偿还期初融资缺口)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(财务费用)				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	968	992	1,022	838	639	422	188	-55
(归属于母公司股东的分红)				-5,608	-5,177	-6,902	-8,891	-10,229	-11,778	-13,387	-14,996	-16,509	-17,823
(归属于少数股东的分红)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融资活动现金流				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,299	4,674	5,049
融资缺口【融资缺口=所需资金-期末货币资金】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的专业版和科技版报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑

闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，
如果不把**估值建模**、**财务风险**两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？

2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC和增速对估值的影响有多大？

3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？

4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾定制报告的**付费用户**有冲突，因而，并购优塾团队将应定制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

为好的产品支付合理的价格，是让世界变得更好的方式——大家支付的费用，将有利于我们从全球顶尖大学补充更多的投研精英，也将有利于并购优塾团队从全球范围内，采购更深的行业数据，从而能够不断精进，为大家提供更有干货的研究报告。

本案，将更新至优塾团队的“核心产品一：专业版估值报告库”中，敬请留意。

如果您对本案的【估值部分】感兴趣，以及更多其他案例，可扫描下方二维码，获取本案的**估值建模**细节，以及背后可能涉及的**财务风险**。同时，之前因诸多原因无法公开发布的报告，以及重大风险点提示，都将包含其中。

另外，对付费会员，并购优塾的历史研报，以及相关的报告评级等，诸多公众号不具备的功能（包括针对重点公司的**估值建模表格**），都将陆续开放下载。



扫码阅读核心产品一
专业版 | 估值报告库



扫码阅读核心产品二
科创板 | 以及科技概念报告库

【免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。