2019 年 12 月 31 日

销售返利与渠道模式构筑线下渠道护城河

沧海明珠之格力电器(000651)系列四

主要观点：

▶ **空调属季节性产品，具独有返利模式。**

夏季对防暑降温产品需求较高，6~9 月为空调销售旺季；而空调厂商从制造到运输至销售终端一般需要 1~2 个月，因此空调生产旺季一般提前销售旺季 1~2 个月。产销的季节性波动使得淡季产能出现闲置、旺季产销出现缺口，并且经销模式下经销商提货量和渠道库存量受终端需求影响，可控性较弱，扩大了厂商生产经营的波动性。格力首创“返利”模式实现互利共赢，公司的销售返利主要有四种：打款贴息、提货奖励、淡季奖励、年终返利。

▶ **返利政策因时而出，剖析应用成效。**

返利政策配合渠道变革而发展，1995-1996 年返利政策重在鼓励大户建立渠道；1997-2003 年返利政策重在规范价格体系和渠道管理；2004-2014 年返利政策重在绑定经销商利益。返利政策下的折扣力度提升经销商淡季拿货积极性，有助于平衡公司淡旺季产销波动，同时返利政策滚动兑现且持续推行，政策执行方式和稳定性增强经销商粘性。但供给端可被合理化规划，而需求端却较为不受控。在行业需求向好的时期，渠道良性循环，经销商提货积极性较高，返利政策可扩大正向循环。若在行业需求低迷期，压货返点模式不进行正确引导，则容易造成库存问题。

▶ **返利作为负债存于企业，销售费用随政策兑现摊薄。**

返利政策下公司毛利率与销售费用率表现时点不一。在原材料成本红利与产品结构升级促进产品均价提升的时期，美的毛利率明显提升，而同样具备规模制造优势的格力电器却出现了毛利率的下滑。虽然格力电器毛利率出现下滑，但整体利润率水平较为稳定，主因销售费用率出现同期下降，因此我们认为是返利政策的计提兑现影响了公司毛利率与销售费用率的表现。公司较多采取实物返利政策，在兑现时不确认收入，但确认相关成本，并冲减销售费用，视同销售处理。

▶ **销售返利依托渠道模式而生，赋能渠道力。**

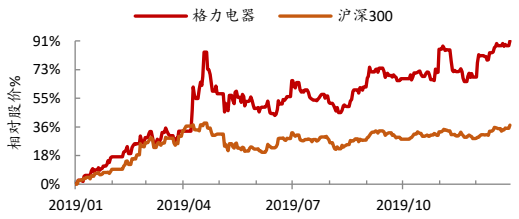
公司设合资销售公司，对渠道的管控力更强，经过多年发展各个渠道层级具有合理的利润水平。自建专卖店保障终端可控，且较少需要依靠经销商打开零售连锁渠道的进场权，减少第三方参与下多重利益博弈，经销商的利益关系更加简单化，且与公司关系更加紧密。区域销售公司+自建专卖店+返利政策共同构筑了公司线下渠道的护城河。

盈利预测与估值

我们维持原先盈利预测不变，预计公司 2019-2021 年实现营业收入同比增长 5.12%/7.74%/9.97%，归母净利润同比增长 7.73%/7.82%/11.10%，EPS 为 4.69/5.06/5.62 元，对应当前股价为 14/13/12 倍。结合可比公司 PE 水平，维持“买入”评级。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	65.58
股票代码：	000651
52 周最高价/最低价：	65.58/35.8
总市值(亿)	3,945.12
自由流通市值(亿)	3,915.07
自由流通股数(百万)	5,969.92



分析师：汪玲
邮箱：wangling1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519100002
联系电话：

联系人：王映雪
邮箱：wangyx3@hx168.com.cn

联系人：段家琪
邮箱：duanjq@hx168.com.cn

相关研究

1.ROE 之谜：经营优势下高成长积累的过剩现金
2019.12.23
2.渠道建设改革折射出的发展阶段
2019.12.16
3.格力投资故事看业绩增长和估值
2019.12.11

风险提示

宏观经济下行风险、原材料价格变动风险、竞争格局变动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150019.55	200024.00	210267.76	226541.38	249124.74
YoY（%）	36.24%	33.33%	5.12%	7.74%	9.97%
归母净利润(百万元)	22400.48	26202.79	28229.57	30437.48	33816.23
YoY（%）	44.86%	16.97%	7.73%	7.82%	11.10%
毛利率（%）	33.50%	30.87%	30.95%	30.93%	30.99%
每股收益（元）	3.72	4.36	4.69	5.06	5.62
ROE	34.14%	28.69%	23.37%	20.14%	18.29%
市盈率	17.61	15.06	13.98	12.96	11.67

资料来源：wind,华西证券研究所

正文目录

1. 空调属季节性产品，具独有返利模式 4
2. 返利政策因时而出，剖析应用成效 6
2.1. 返利政策配合渠道变革 6
2.2. 平衡产销波动，生产人为可控 6
2.3. 需求仍看天时，复盘库存周期 8
2.4. 返利作为负债存于企业，销售费用随政策兑现摊薄 9
3. 销售返利依托渠道模式而生，赋能渠道力 12
4. 盈利预测与估值 13
5. 风险提示 13

图表目录

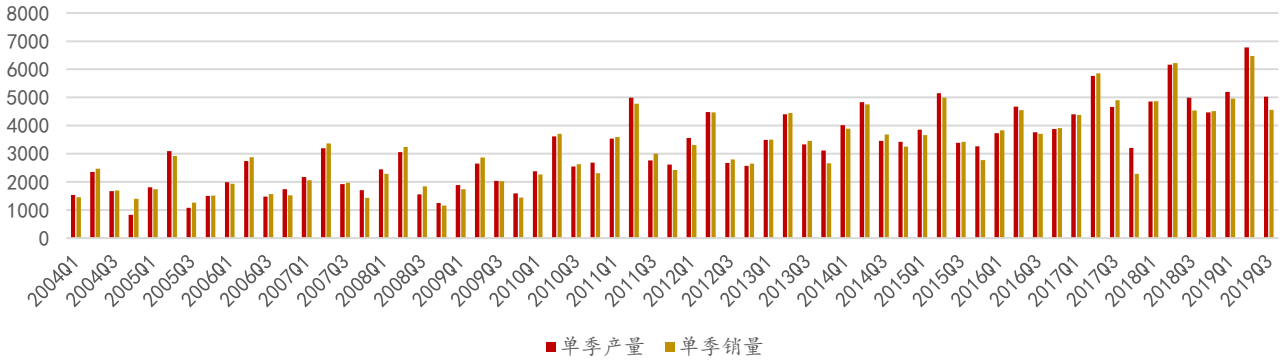
图 1 空调行业二季度为产销旺季（万台） 4
图 2 格力的销售返利额（亿元）及增速 5
图 3 格力的非现金销售费用和新增返利额（亿元） 5
图 4 格力的渠道变革和返利政策 6
图 5 格力空调产量和内销量（万台） 7
图 6 美的空调产量和内销量（万台） 7
图 7 格力美的季度产量环比增速 7
图 8 格力美的季度内销量环比增速 7
图 9 空调行业产量累计同比 8
图 10 空调行业零售量当月同比 8
图 11 格力电器内销量累计同比 9
图 12 格力的销售返利（亿元）及增速 9
图 13 格力电器与美的集团毛利率 10
图 14 格力电器与美的集团销售费用率 10
图 15 格力电器与美的集团净利率 10
图 16 格力电器销售返利增长情况 10
图 17 原材料：铜、铝价格（美元/吨） 11
图 18 格力美的空调零售均价（元） 11
图 19 格力美的销售返利及占内销收入比例（亿元） 12
图 20 格力的销售渠道网络（2014 至今） 13

表 1 格力电器销售返利政策内容 5
表 2 格力电器分季度毛利率与销售费用率 11

1. 空调属季节性产品，具独有返利模式

空调行业具有较为明显的季节波动性。一般夏季对防暑降温产品需求较高，6~9月为空调销售旺季；而空调厂商从制造到运输至销售终端一般需要1~2个月，因此空调生产旺季一般提前销售旺季1~2个月。产销的季节性波动使得淡季产能出现闲置、旺季产销出现缺口，从而一定程度上影响产品生产流程、质量和供应的稳定性，并且经销模式下经销商提货量和渠道库存量受终端需求影响，可控性较弱，扩大了厂商生产经营的波动性。

图1 空调行业二季度为产销旺季（万台）



资料来源：wind，华西证券

格力首创“返利”模式实现互利共赢。1996年因凉夏天气导致终端需求疲软，经销商库存较高的同时渠道及厂商资金周转困难，格力首创返利政策，按商家的提货额2%作为补贴，保障经销商的利益。此后，返利逐渐成为厂商常用的促销方式，一般在经销商或代理商在一定时期内达到一定的销售额时给予指定百分点的奖励。返利政策的优势在于1）加快资金回流以保证公司现金流，解决淡季生产的资金来源；2）促进经销商提货积极性以平衡销售波动；3）缓解旺季供货压力及平滑淡旺季产能利用；4）有利于绑定经销商，在市场竞争期有助于抢占市场份额。从形式上看主要分为现金返利和实物返利，从发放时间来看有淡季返利、年终返利等。

公司的销售返利主要有四种：打款贴息、提货奖励、淡季奖励、年终返利。1）打款贴息：只在每年9月提供，金额是9月回款额的4%。空调行业一般将10月作为新冷年开盘，9月鼓励经销商为次年一季度春节前后的旺季备货并打款。2）提货奖励：每年10月-次年3月，10月按销售额的4%返利，此后返利比例按月递减0.5%直到3月。3）淡季奖励：每年9月-次年3月为淡季，若完成淡季销售任务则给予总打款额的1-2%作为奖励。4）年终返利：来年8月，根据全年（9月-次年8月）的销售情况给予总销售额8-11%的返利。按上述情况估算，经销商每年可获得13%左右的返利，有效提高经销商粘性和进货积极性。

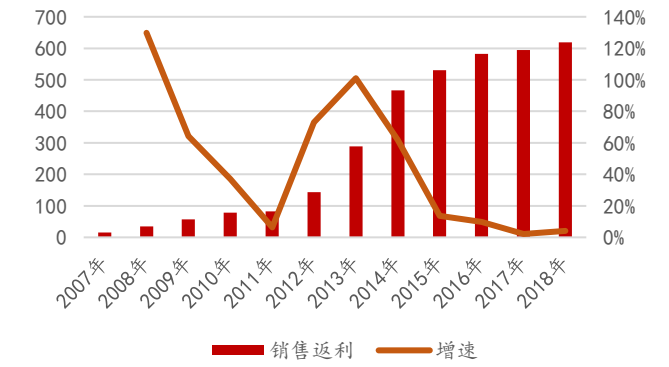
表 1 格力电器销售返利政策内容

返利政策	时间	返利比例	返利条件
打款贴息	当年 9 月	9 月回款额的 4%	-
提货奖励	当年 10 月-次年 3 月	提货额的 4%，此后按 0.5%逐月递减	-
淡季奖励	当年 9 月-次年 3 月	提货额的 1-2%	完成淡季销售任务
年终返利	次年 8 月	全年销售额的 8-11%	根据具体销售品类等情况给予不同返利比例

资料来源：水晶球财经网，华西证券

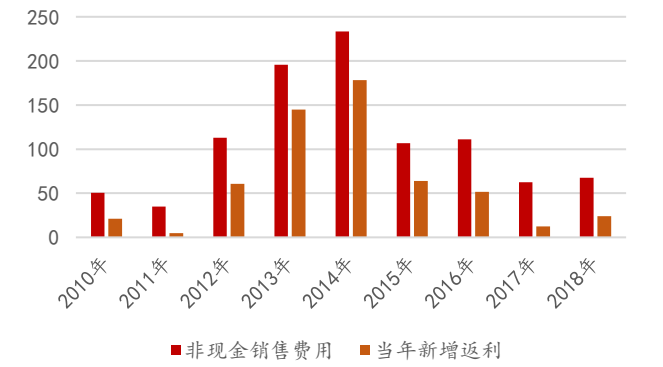
公司主要以实物形式代替现金返利付给经销商。此举一方面相当于变相降低出货价以补偿和奖励经销商，加强渠道粘性；另一方面避免为公司自身带来过大的现金支付压力。根据会计准则，销售返利一般有两种处理方式：1）直接冲抵当期销售收入。该方法下收入、销售费用和净利润能够更加真实地反映当期的实际经营情况，企业通常表现为相对低收入、低毛利；2）返利预提为费用并在下一期兑现冲回。该方法下企业通常在返利计提年份表现为相对高收入、高毛利和高销售费用，而在返利兑现年份表现为相对低收入、低毛利和低销售费用。我们推测公司可能采用第二种做法，从而在销售返利增长较快的 2012~2014 年期间，销售费用明显更高，负债增加也更为明显。通过从公司销售费用中扣除以现金支付的部分，我们可以看出非现金销售费用的构成中大部分是返利，两者的变动趋势也较为一致。

图 2 格力的销售返利额（亿元）及增速



资料来源：公司公告，华西证券

图 3 格力的非现金销售费用和新增返利额（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券

2. 返利政策因时而出，剖析应用成效

2.1. 返利政策配合渠道变革

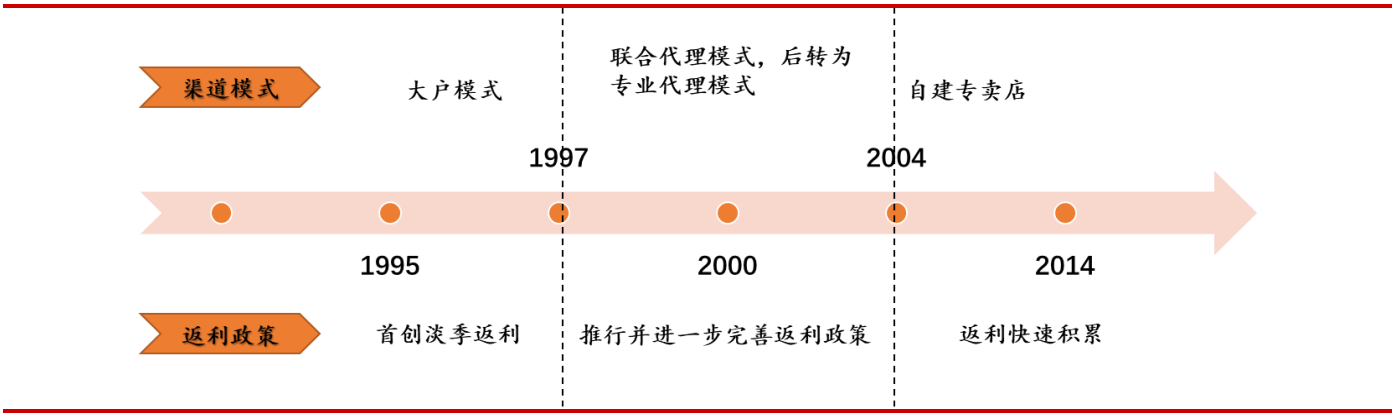
公司自成立以来，渠道模式随着行业发展多次变革，由最初的个人推广业务逐步转型为现在的厂商股份合作制的经销模式。在渠道模式变革的过程中，公司销售返利扮演的角色也可大致分为三个阶段：

阶段一：1995-1996 年，返利政策重在鼓励大户，建立渠道。1995 年后公司向大户模式转型，开创性推行“淡季返利”政策，即淡季出货价低于次年旺季，冷年开盘后逐步上调至旺季价位，从而鼓励大户淡季投入资金打款提货。淡季让利一方面使获得资金支持淡季生产，从而缓解行业高速增长下的供货压力并提高产能利用率；另一方面加强对大户的激励以快速扩张市场。1995 年公司淡季回款比上年增加 3.4 倍达到 11 亿元，公司市占率提升较快。

阶段二：1997-2003 年，返利政策重在规范价格体系和渠道管理。由于大户模式下经销商恶性竞争导致价格体系混乱，公司转向专业代理模式梳理渠道利益，返利政策考虑全年销售情况和经销商利润情况制定年终返利点数，避免经销商降价冲量扰乱市场价格。

阶段三：2004-2014 年，返利政策重在绑定经销商利益。公司自 2004 年开始自建专卖店渠道，加强对经销商的维护和利益绑定，对经销商购买货物达到一定数量或者市场价格下降时给予销售返利。销售返利按月计提，分期支付。

图 4　格力的渠道变革和返利政策



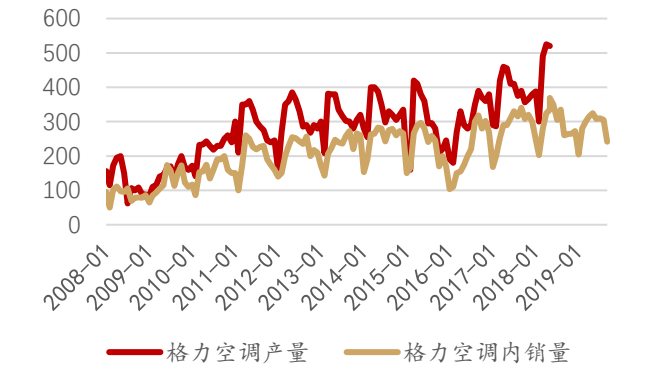
资料来源：华西证券整理

2.2. 平衡产销波动，生产人为可控

返利政策下的折扣力度提升经销商淡季拿货积极性，有助于平衡公司淡旺季产销波动。返利政策鼓励经销商淡季拿货，从而公司一年中的生产和销售分部更加平均，一方面充分利用淡季产能从而提高整体产能利用率，另一方面使经销商渠道有足够的库存储备以应对旺季需求高峰。根据产业在线数据，我们分别以单季度空调产量

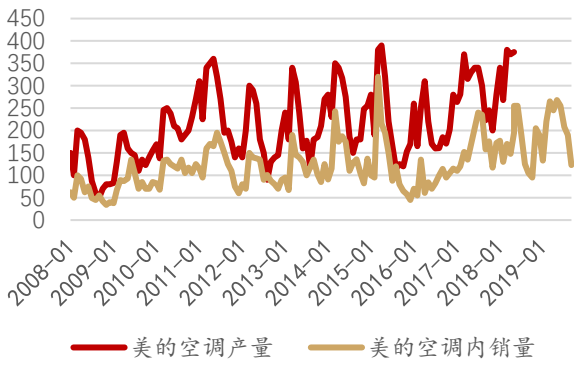
和内销量的环比增速衡量产量和销量的淡旺季波动，公司的增速区间（黑色实线标示）相比美的（黑色虚线标示）更窄，产销量在季度间分布相对更为均衡，波动更小。在返利政策的调节下，公司对渠道的出货得到了较明显的平滑效果。

图 5 格力空调产量和内销量（万台）



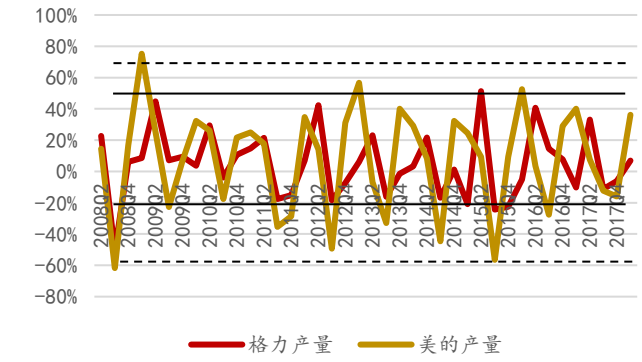
资料来源：wind，产业在线，华西证券

图 6 美的空调产量和内销量（万台）



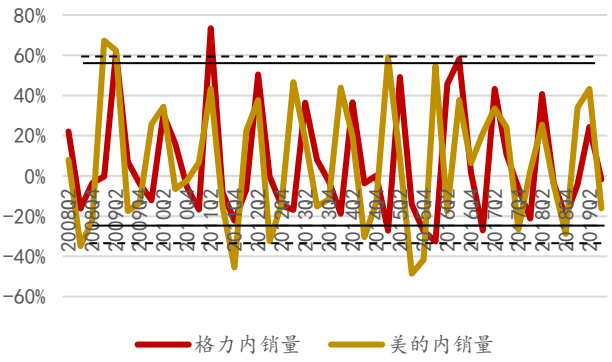
资料来源：wind，产业在线，华西证券

图 7 格力美的季度产量环比增速



资料来源：产业在线，华西证券

图 8 格力美的季度内销量环比增速



资料来源：产业在线，华西证券

返利政策滚动兑现且持续推行，政策执行方式和稳定性增强经销商粘性。公司实行销售返利政策初期多以现金返还或优惠进行返利，且是提货打款同期直接兑现；后期随着对经销商管控力加强，返利逐渐通过以实物形式于下一期返还，并且经销商要兑现返利还需按一定比例现金支付预付款，因此经销商每年可兑现的前期返利在相当程度上还要受到当期提货打款情况的影响，转换品牌的机会成本较高。另外公司销售返利政策常年持续推行，其对政策的合理执行、严格兑现也不断巩固经销商对品牌的信任度，从而增强经销商粘性。

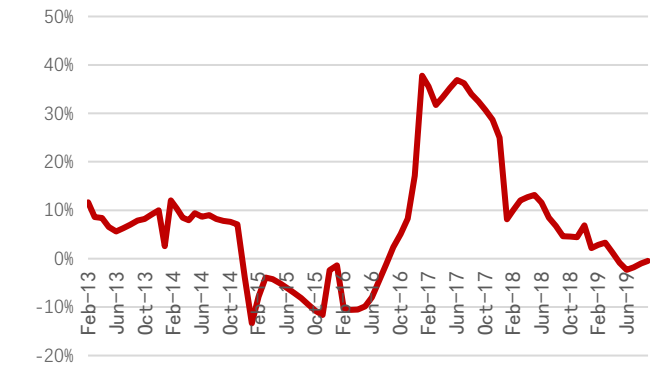
2.3. 需求仍看天时，复盘库存周期

格力电器的返利政策较好的平衡了因天气带来的季节性销售而导致的生产时点不均衡，引导经销商在淡季提货。但供给端可被合理化规划，而需求端却较为不受控。在行业需求向好的时期，渠道良性循环，经销商提货积极性较高，返利政策可扩大正向循环。若在行业需求低迷期，压货返点模式不进行正确引导，则容易造成库存问题。

从空调行业整体产量与零售量增速来看，2012-2013 年间空调行业产量累计同比稳定在 10%左右，零售量当月同比处于双位数增长，在此期间行业需求情况较好，格力电器内销量累计同比也保持良好的正增长。销售返利提升速度较快，2012-2013 年销售返利增速分别为 73%和 101%，主要原因在于在此期间格力的返利政策对大量采购的经销商返点率更高，导致经销商提货积极性提升，公司蓄水池加深。而 2014-2015 年连续的凉夏天气导致终端需求疲软，行业零售量处于负增长，由此渠道积累了大量库存。在此期间格力电器的渠道返利增速较弱，2015 年渠道返利增速为 14%。

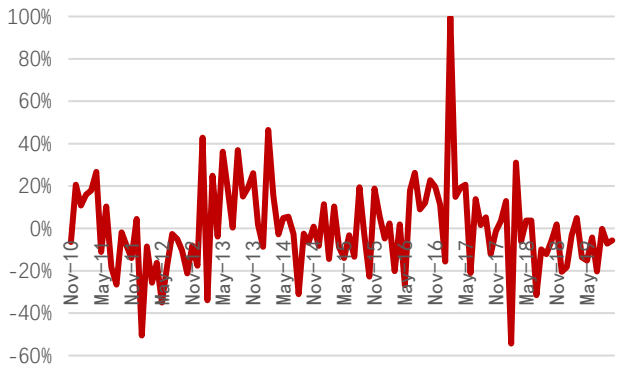
此后行业经历了一年多的去库存周期，在 2017 年行业景气度高点时期，空调行业产量与零售量增速提升，格力电器内销量实现高值双位数增长，而格力的渠道返利增速仅为 2%。格力电器的渠道返利在 2015 年后增速处于低位，一方面在于渠道返利绝对值已较高，另一方面在于公司在避免前一轮库存周期的重演。因此在此后 2018-2019 年行业需求较弱的情况下，公司的库存水平保持在合理位置。

图 9　空调行业产量累计同比



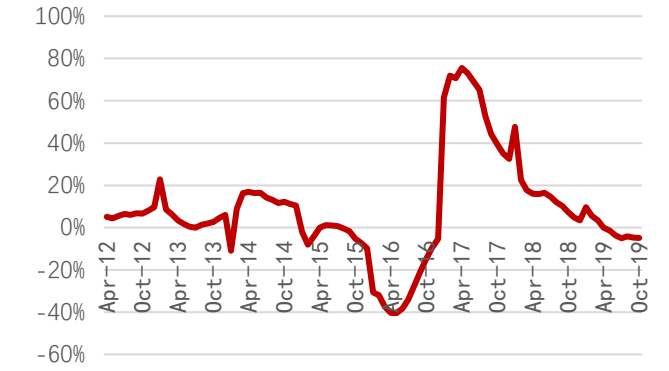
资料来源：产业在线，华西证券

图 10　空调行业零售量当月同比



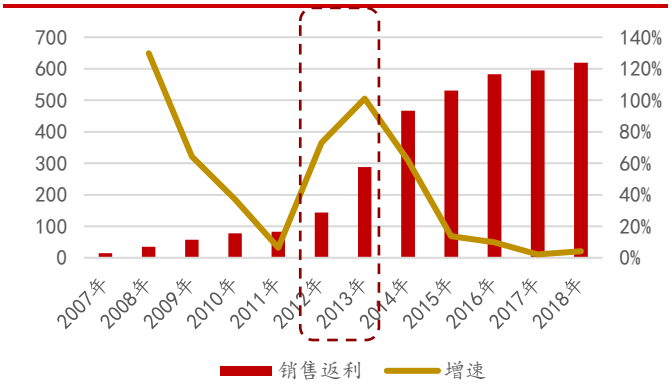
资料来源：中怡康，华西证券

图 11 格力电器内销量累计同比



资料来源：产业在线，华西证券

图 12 格力的销售返利（亿元）及增速



资料来源：wind，华西证券

2.4. 返利作为负债存于企业，销售费用随政策兑现摊薄

返利政策下公司毛利率与销售费用率表现时点不一。2007 年以后，公司计提销售返利确认“其他流动负债-销售返利”，返利政策不同时期的计提和兑现影响公司利润表的表现。因 2008 年以后我国空调行业形成双寡头格局，龙头企业在同时期共同享受原材料价格红利或压力及行业不同的竞争态势，因此格力电器与美的集团在同时期内的利润表特征具有联动性，我们以美的集团的利润表特征来对比格力电器，发现三个“异常”时间点。因格力电器产品结构较高且业务具有集中性，格力电器在不同时期普遍毛利率高于美的集团。

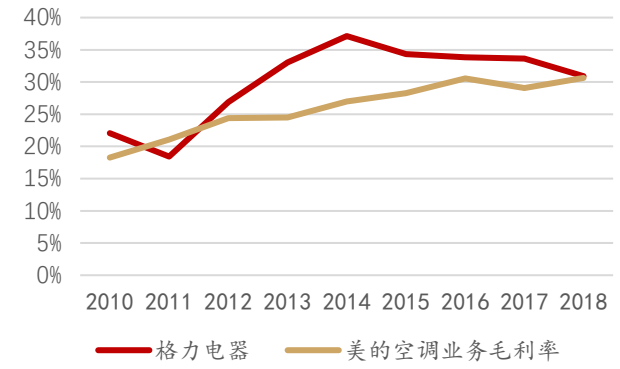
1）2011 年格力电器毛利率为 18.4%，同比下降 3.6pct，而同期美的集团空调业务毛利率为 21.1%，同比提高 2.8pct。复盘当年的市场环境，原材料价格在 2011 年处于从高位回落的态势，而格力与美的产品价格当年处于上升趋势，整体环境利好毛利率的提升。格力电器 2011 年在毛利率下降的同时，销售费用率下滑程度较大，销售费用率为 9.6%，同比下降 4.2%，而同期美的集团销售费用率保持稳定态势。

2）2015 年格力电器毛利率为 34.4%，同比下降 2.7pct；2015 年为原材料价格宽松时期，同期美的集团空调业务毛利率为 28.3%，同比提升 1.3pct。格力电器毛利率下滑的同时销售费用率也显著下降，格力电器销售费用率为 15.4%，同比下降 5.2pct。

3）2018 年格力电器毛利率为 30.9%，同比下降 2.7pct，美的集团空调业务毛利率 30.6%，同比提升 0.4pct，同期格力电器销售费用率 9.4%（同比-1.7pct），美的集团销售费用率 11.9%（同比+0.8pct）。

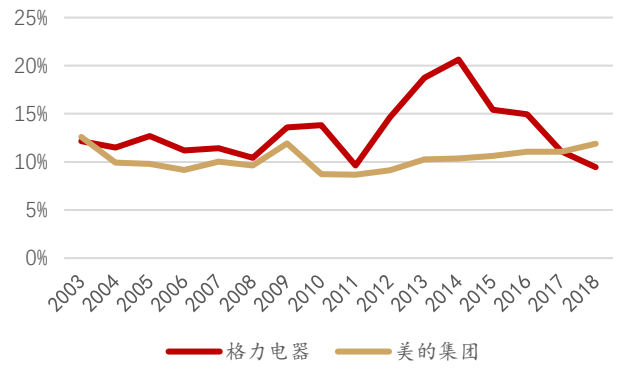
从上述三个时期我们可以看出，**在原材料成本红利与产品结构升级促进产品均价提升的时期，美的毛利率明显提升，而同样具备规模制造优势的格力电器却出现了毛利率的下滑。虽然格力电器毛利率出现下滑，但整体利润率水平较为稳定，主因销售费用率出现同期下降，因此我们认为是返利政策的计提兑现影响了公司毛利率与销售费用率的表现。公司较多采取实物返利政策，在兑现时不确认收入，但确认相关成本，并冲减销售费用，视同销售处理。**同时 2011 年、2015 年、2017-2018 年公司非流动负债中销售返利科目的增加值处于低位，增速较慢，体现出当年返利兑现较多的情况。在销售返利增速较快的年份，我们可以看到格力电器的毛利率和销售费用率提升幅度较大。

图 13 格力电器与美的集团毛利率



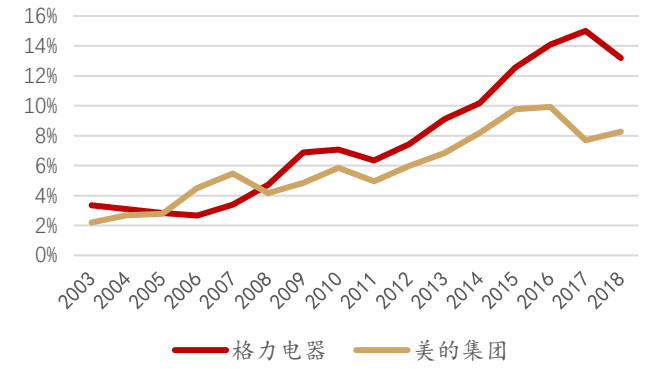
资料来源：wind，华西证券

图 14 格力电器与美的集团销售费用率



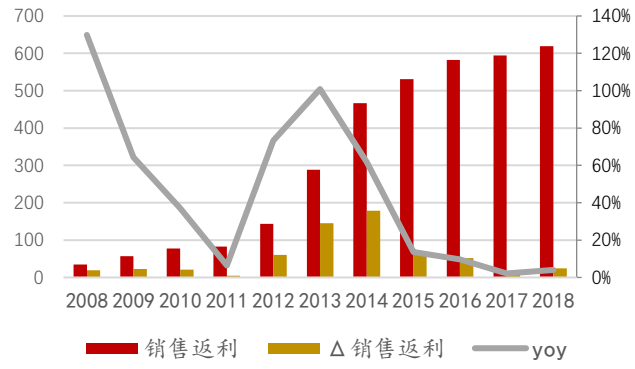
资料来源：wind，华西证券

图 15 格力电器与美的集团净利率



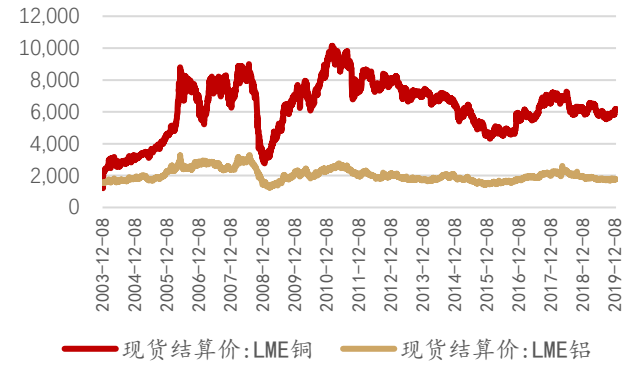
资料来源：wind，华西证券

图 16 格力电器销售返利增长情况



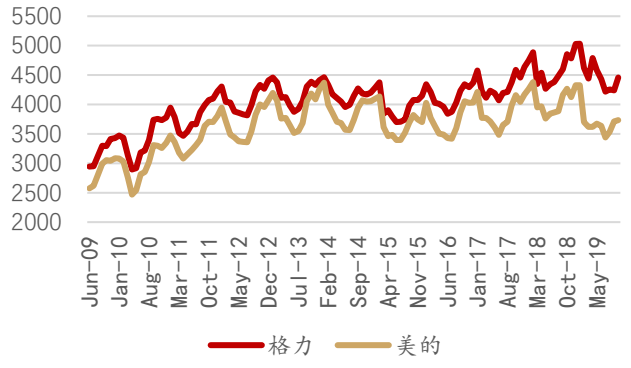
资料来源：wind，华西证券

图 17 原材料：铜、铝价格（美元/吨）



资料来源：wind，华西证券

图 18 格力美的空调零售均价（元）



资料来源：中怡康，华西证券

格力电器实行的淡季返利、提货返利、打款贴息、年终返利四种返利政策大多从 9 月开始，为 10 月的新冷年开盘做准备。由于格力电器的返利具有连年连续性，由此三季度为返利计提兑现较为密集的时期，从财务报表来看，二季度为毛利率与销售费用率全年低点，三季度为毛利率与销售费用率全年高点。

表 2 格力电器分季度毛利率与销售费用率

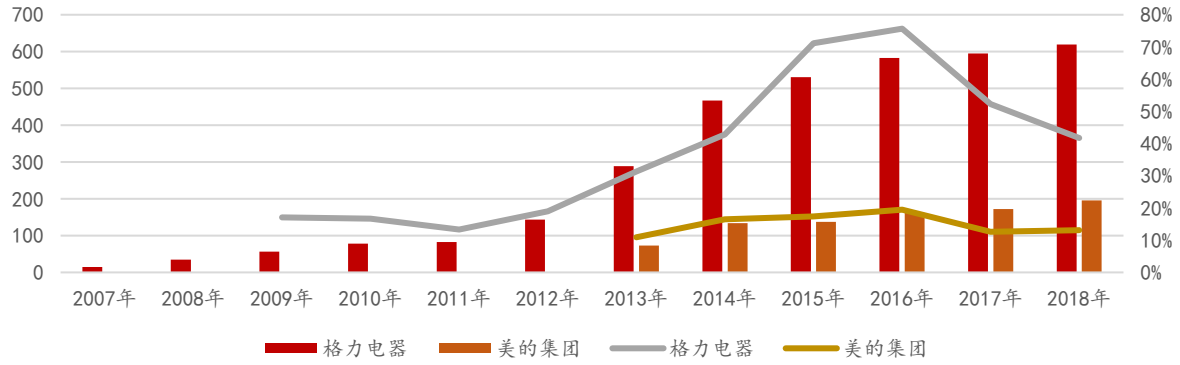
		2014	2015	2016	2017	2018	2019
毛利率	Q1	35.9%	33.8%	34.5%	35.1%	31.7%	31.4%
	Q2	33.3%	26.7%	39.3%	31.0%	30.2%	32.0%
	Q3	39.7%	39.8%	32.7%	31.0%	30.7%	29.4%
	Q4	38.5%	36.7%	29.5%	38.2%	31.2%	
销售费用率	Q1	16.9%	15.2%	17.6%	14.8%	10.9%	10.2%
	Q2	16.7%	9.5%	20.0%	10.2%	7.1%	10.9%
	Q3	25.0%	21.9%	13.8%	7.9%	8.4%	8.1%
	Q4	21.8%	12.6%	9.1%	12.6%	12.0%	

资料来源：wind，华西证券

3. 销售返利依托渠道模式而生，赋能渠道力

格力电器和美的集团为空调行业双寡头，两家均采用了销售返利政策，而格力电器的返利额和占内销收入的比重明显更高，返利政策对经销商的绑定更具粘性，我们认为格力电器返利政策的成功与公司的渠道模式密切相关，区域销售公司+自建专卖店+返利政策共同构筑了公司线下渠道的护城河。

图 19 格力美的销售返利及占内销收入比例（亿元）



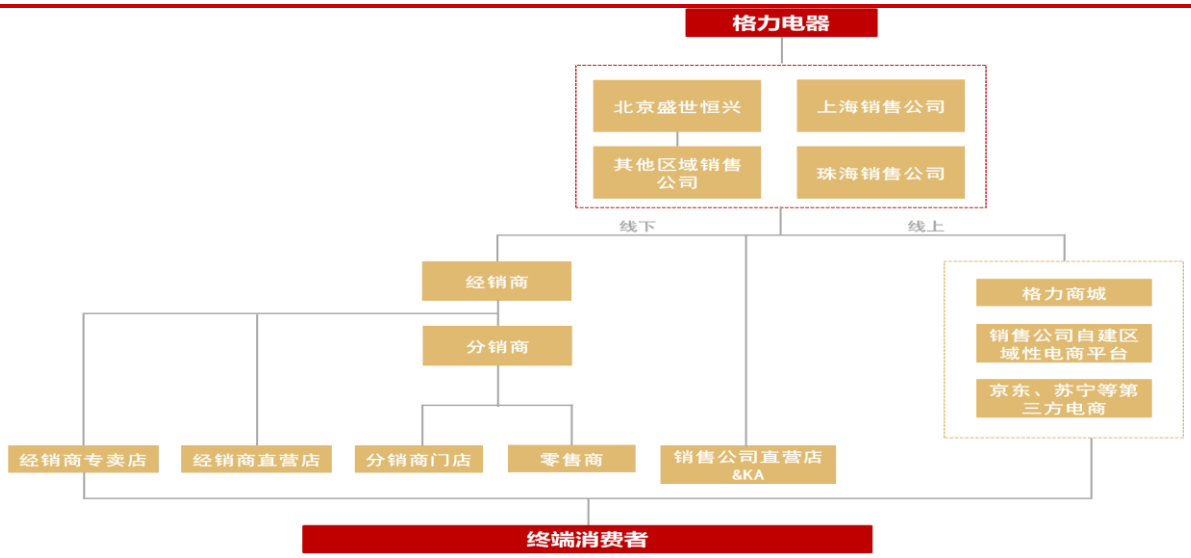
资料来源：wind，华西证券

公司设合资销售公司，对渠道的管控力更强。2007 年为深度绑定经销商利益，格力集团将其持有的 10%的公司股权转让给由公司 10 家重要经销商组建而成的河北京海担保投资有限公司，作为公司战略合作伙伴引入。受让 10%股权后，河北京海担保成为当时公司的第二大股东。2009 年北京盛世恒兴格力国际贸易有限公司成立，此后格力的销售渠道逐渐剥离给北京盛世恒兴格力国际贸易有限公司，并由旗下的多家盛世欣兴负责格力品牌的渠道管控。公司下设股份制区域性销售公司，通过销售公司→一级代理商（省区级）→二级代理商（市级）→终端零售商门店→消费者进行产品层层加价销售，经过多年发展各个渠道层级具有合理的利润水平。

自建专卖店保障终端可控，增强上下游议价能力。自格力国美事件后，格力走上了自建专卖店的道路，加强对终端的管控权和价格体系的稳固。自建专卖店保障公司对销售终端的控制力，且较少需要依靠经销商打开零售连锁渠道的进场权，减少第三方参与下多重利益博弈，经销商的利益关系更加简单化，且与公司关系更加紧密。

区域销售公司+自建专卖店+返利政策共同构筑了公司线下渠道的护城河。公司早期通过销售返利政策拓展和扶持经销商，逐步建立起资金实力强、销售规模大的经销商网络，并与销售公司形成利益共同体，此后加强对终端自建实现独立自主，公司对线下渠道各个层面均有较强的控制力，构筑了线下渠道的护城河。

图 20 格力的销售渠道网络（2014 至今）



资料来源：公开资料整理，华西证券

4. 盈利预测与估值

我们维持原先盈利预测不变，预计公司 2019-2021 年实现营业收入 2102.68 亿元、2265.41 亿元、2491.25 亿元，同比增长 5.12%/7.74%/9.97%，归母净利润 282.30 亿元、304.37 亿元、338.16 亿元，同比增长 7.73%/7.82%/11.10%，EPS 为 4.69/5.06/5.62 元，对应当前股价为 14/13/12 倍。考虑公司混改成功落地，治理结构、股权激励计划、分红率等改善预期明确，未来业务多元化及渠道变革层面亦有望随之有效推行，公司估值长期受压制因素边际改善，同时公司优秀的竞争格局和良好的利润率下现金流充沛，结合可比公司 PE 水平，维持“买入”评级。

5. 风险提示

宏观经济下行风险：我国宏观经济增速放缓，若经济下行程度超预期，可能引发居民收入水平增速不及预期，及消费意愿的削弱，导致公司收入端受到一定程度的影响。

行业价格竞争风险：在今年空调需求较弱的背景下，美的率先在上半年进行促销收割收入增速。在美的利用成本红利采取的促销政策下，尾部企业或跟进或淘汰，行业其他参与者被迫参与其中。未来空调行业在不同年份或有景气度的不同，但整体行业步入成熟期后面临存量市场的竞争，行业价格竞争或趋激烈影响行业格局和利润率。

原材料价格变动风险：公司受原材料价格变动影响较大，上半年行业享受原材料价格下降带来的红利，下半年若原材料价格变动会对终端市场竞争带来一定程度的影响。未来原材料价格变动会影响公司不同时期的竞争策略。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	200024.00	210267.76	226541.38	249124.74
YoY(%)	33.33%	5.12%	7.74%	9.97%
营业成本	138280.17	145191.17	156469.36	171921.88
营业税金及附加	1741.89	1471.87	1585.79	1743.87
销售费用	18899.58	21447.31	22654.14	24912.47
管理费用	4365.85	3889.95	4077.74	4484.25
财务费用	-948.20	368.49	145.82	-243.52
资产减值损失	261.67	518.47	9.09	18.46
投资收益	106.77	200.00	200.00	200.00
营业利润	30996.88	33352.72	36003.19	40013.58
营业外收支	276.62	240.00	240.00	240.00
利润总额	31273.51	33592.72	36243.19	40253.58
所得税	4894.48	5221.30	5652.76	6267.42
净利润	26379.03	28371.43	30590.43	33986.16
归属于母公司净利润	26202.79	28229.57	30437.48	33816.23
YoY(%)	16.97%	7.73%	7.82%	11.10%
每股收益	4.36	4.69	5.06	5.62

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	113079.03	129798.02	163664.95	193487.33
预付款项	2161.88	2269.92	2446.25	2687.83
存货	20011.52	19204.03	20695.77	22739.63
其他流动资产	64458.52	81018.56	82919.72	85732.35
流动资产合计	199710.95	232290.54	269726.69	304647.14
长期股权投资	2250.73	2290.73	2330.73	2370.73
固定资产	18385.76	18730.68	18450.73	18276.86
无形资产	5204.50	6008.84	6837.28	7842.57
非流动资产合计	51523.21	54267.11	56001.28	57953.88
资产合计	251234.16	286557.65	325727.97	362601.02
短期借款	22067.75	20768.87	20482.47	19321.25
应付账款及票据	49822.80	49426.85	57203.89	59967.67
其他流动负债	85795.58	93191.66	94380.91	95765.24
流动负债合计	157686.13	163387.38	172067.27	175054.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	833.32	833.32	833.32	833.32
非流动负债合计	833.32	833.32	833.32	833.32
负债合计	158519.45	164220.70	172900.59	175887.49
股本	6015.73	6015.73	6015.73	6015.73
少数股东权益	1387.62	1529.47	1682.43	1852.36
股东权益合计	92714.71	122336.94	152827.38	186713.54
负债和股东权益合计	251234.16	286557.65	325727.97	362601.02

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	26379.03	28371.43	30590.43	33986.16
折旧和摊销	3110.33	2808.63	3189.42	3627.69
营运资金变动	-1210.81	-7948.93	5887.98	-468.43
经营活动现金流	26940.79	23438.88	40180.72	37617.02
资本开支	-3831.25	-4572.53	-4043.59	-4800.30
投资	-9796.61	-2140.00	-1140.00	-1040.00
投资活动现金流	-21845.77	-5142.53	-4483.59	-5140.30
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务募资	3406.81	-1298.88	-286.40	-1161.22
筹资活动现金流	2513.85	-1577.36	-1830.20	-2654.35
现金净流量	7608.87	16718.99	33866.93	29822.38

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力（%）				
营业收入增长率	33.33%	5.12%	7.74%	9.97%
净利润增长率	16.97%	7.73%	7.82%	11.10%
盈利能力（%）				
毛利率	30.87%	30.95%	30.93%	30.99%
净利润率	13.19%	13.49%	13.50%	13.64%
总资产收益率 ROA	10.43%	9.85%	9.34%	9.33%
净资产收益率 ROE	28.69%	23.37%	20.14%	18.29%
偿债能力（%）				
流动比率	**1.27**	**1.42**	**1.57**	**1.74**
速动比率	1.13	1.29	1.43	1.60
现金比率	0.72	0.79	0.95	1.11
资产负债率	63.10%	57.31%	53.08%	48.51%
经营效率（%）				
总资产周转率	0.86	0.78	0.74	0.72
每股指标（元）				
每股收益	4.36	4.69	5.06	5.62
每股净资产	15.18	20.08	25.12	30.73
每股经营现金流	4.48	3.90	6.68	6.25
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	15.06	13.98	12.96	11.67
PB	2.35	3.27	2.61	2.13

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

汪玲：现任华西证券研究所家电行业首席分析师，中央财经大学会计学硕士，曾就职于国盛证券、民生证券研究所任食品饮料&农林牧渔行业首席分析师，具有多年投资及研究经验。

对大消费行业具有深刻理解，站在产业资本和投资的角度，重视战略研究和逻辑推演，善于从行业发展趋势规律、公司价值挖掘等维度出发，实现具有深度和前瞻性价值的特色研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层
网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。