

格力电器 (000651.SZ)

从“董明珠的店”看格力渠道转型

核心观点:

- **投资故事:** 根据新浪网,“格力董明珠店”在“6·1”、“6·18”两场直播中销售高达 65 亿元、102 亿元。本篇报告重点分析“格力董明珠店”运营模式,并对格力未来新零售转型方向与改革关键进行探讨。
- **缘何改革:** 线上占比提升已成趋势,格力渠道亟待转型。格力受制于线下渠道体系,战略性弱化线上布局,导致内销份额下滑。为顺应线上线下融合趋势,力推自建线上渠道“董明珠的店”,始终掌握渠道自主权。
- **“格力董明珠店”运营模式:** 主要分为两种:(1)消费者直接从“格力董明珠店”下单,后台将订单分发至对应区域经销商,由当地经销商出货并配送安装;(2)经销商通过分享二维码将线下消费者引流至董明珠店。两种方式均可计入经销商销售。
- **改革方向:渠道扁平化与仓储物流一盘货。** 参照另外两家白电龙头:(1)美的实行 T+3 柔性生产,借助安得物流实现“一盘货”;(2)海尔依托日日顺大件物流,进行“统仓统配”、“四网合一”。我们预计格力未来或将走向渠道扁平化与仓储物流一盘货的改革方向。
- **改革关键:销售公司利益理顺与数字化建设。** 改革后销售公司指导当地市场的职能与加价收益会被大幅削弱,如何理顺销售公司利益成为改革的关键所在。同时,数字化系统等底层支撑建设也需要一定时间。
- **投资建议:** 预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 229.9/263.7/296.2 亿元,同增-6.9%、14.7%、12.3%,现价对应 2020 年 PE 15x,考虑到公司竞争壁垒深厚且不断进行自我变革,参考可比公司估值,给予公司 2020 年对应 PE 16x,对应合理价值 61.16 元/股,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 渠道改革进程不及预期;需求持续低迷;行业竞争格局恶化;原材料价格大幅上涨。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	200,024	200,508	191,983	218,461	239,824
增长率(%)	33.3	0.2	-4.3	13.8	9.8
EBITDA(百万元)	32,863	30,606	28,457	32,435	36,354
归母净利润(百万元)	26,203	24,697	22,994	26,368	29,622
增长率(%)	17.0	-5.7	-6.9	14.7	12.3
EPS(元/股)	4.36	4.11	3.82	4.38	4.92
市盈率(P/E)	8.19	15.97	14.97	13.05	11.62
ROE(%)	28.7	22.4	19.5	19.8	19.6
EV/EBITDA	3.76	9.32	9.37	7.72	6.38

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

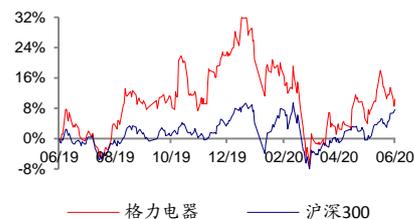
买入

当前价格	56.46 元
合理价值	61.16 元
前次评级	买入
报告日期	2020-06-29

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	6015 / 5969
总市值/流通市值(百万元)	344220 / 341599
一年内最高/最低(元)	69.88/49.22
30 日日均成交量/成交额(百万)	50 / 2931
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	11.02/-9.56

相对市场表现



分析师:

曾婵



SAC 执证号: S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师:

袁雨辰



SAC 执证号: S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-60750604



yuanyuchen@gf.com.cn

分析师:

王朝宁



SAC 执证号: S0260518100001



021-60750604



wangchaoning@gf.com.cn

请注意,王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

目录索引

一、投资故事.....	4
二、“董明珠的店”：把握线上趋势，掌握渠道自主权.....	4
（一）空调行业线上线下融合大势所趋，格力亟待渠道转型.....	4
（二）“董明珠的店”预示着格力线上改革序幕正式拉开，核心依然是掌握渠道自主权.....	7
三、改革方向与关键：扁平化与一盘货、销司利益理顺.....	10
（一）“格力董明珠店”的运营模式.....	10
（二）改革方向：渠道扁平化、仓储物流一盘货.....	11
（三）改革关键：销售公司利益理顺及数字化建设的底层支撑.....	12
四、投资建议.....	14
五、风险提示.....	15

图表索引

图 1: 空调线上线下零售量 (万台): 线上占比攀升至 43%	5
图 2: 各品牌内销量份额: 格力从 2012 年 45% 下滑 14pct 至 2020 年 1-5 月 31%	5
图 3: 各品牌线下零售份额: 格力从 2012 年 25% 提升 7pct 至 2020 年 1-5 月 32%	5
图 4: 各品牌线下零售量份额	6
图 5: 各品牌线下零售均价 (元)	6
图 6: 格力、美的分季度归母净利润 (亿元) 及增速 (%)	6
图 7: 格力、美的分季度销售毛利率 (%)、销售净利率 (%)	6
图 8: 格力线上渠道布局时间线	8
图 9: 格力商城运营主体已经向格力董明珠店倾斜, 未来董明珠的店将成为最主要的线上渠道	9
图 10: 董明珠的店卖口罩期间引发大量网络搜索	10
图 11: 董明珠的店运营模式	11
图 12: 格力层层分销模式下仓储、物流分别由各个环节负责	11
图 13: 美的、海尔渠道扁平、仓储物流一盘货	12
图 14: 山东捷瑞物流股权结构	13
图 15: 捷瑞物流及山东盛世欣兴 2018 年净利润 (亿元)	13
表 1: 格力四次直播及销售金额	4
表 2: 三大销售公司财务指标及关联交易情况	13
表 3: 格力分产品收入预测 (亿元)	14
表 4: 可比公司估值表	15

一、投资故事

新零售时代下，单一的实体店销售模式已不再适应市场零售环境，线下渠道较重的格力线上转型进程及方向始终牵动着市场的神经。

2019年以来，以“董明珠的店”和格力电子商务公司的成立为标志，格力对线上重视不断加大。2020年格力正式入局“直播带货”：根据新浪网，4月24日晚，董明珠在抖音进行直播首秀，此次仅获23万销售额；两周之后，董明珠再次现身快手直播间。这一次则顺利实现了“30分钟销售破亿，100分钟破2亿，3小时成交3.1亿”的好成绩；此后，董明珠的直播战绩屡创新高，2020年618期间，格力直播创下了全平台102.7亿销售额的好成绩。

看似“横空出世”的格力董明珠店背后是怎样的运营模式？近期直播带货的目的为何？未来格力的渠道变革与新零售之路将走向何处？这些问题还有待深入探讨。

表1：格力四次直播及销售金额

直播时间	直播平台	销售金额
4.24	抖音	23万
5.10	快手	3.1亿
5.15	京东	7.03亿
6.1	“格力董明珠店”、快手、苏宁、京东、抖音及天猫六大平台	65.4亿
6.18	“格力董明珠店”、京东、天猫、抖音、苏宁易购及国美	102.7亿

数据来源：新浪网，广发证券发展研究中心

二、“董明珠的店”：把握线上趋势，掌握渠道自主权

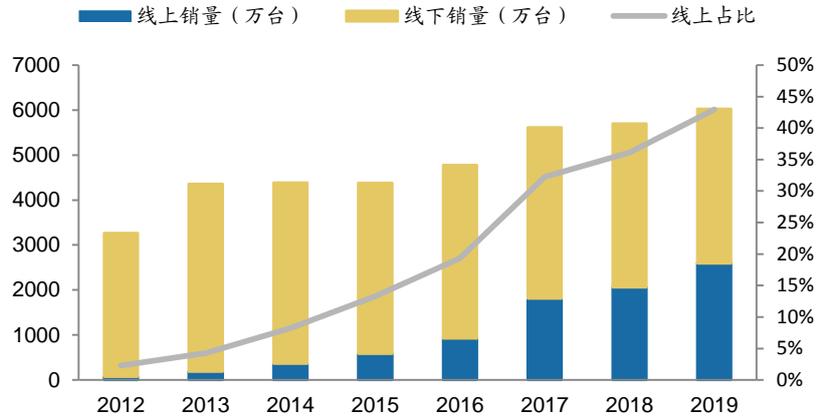
考虑到维护线下庞大的渠道体系，格力一直战略性弱化线上布局，并因此丢失一定的市场份额。但长期来看，线上线下的融合已成趋势，且疫情影响下销售惨淡进一步加速了格力线上转型的步伐，“董明珠的店”被推向舞台中央。

（一）空调行业线上线下融合大势所趋，格力亟待渠道转型

1. 空调线上占比不断提升，格力战略性弱化线上布局导致内销量份额下滑

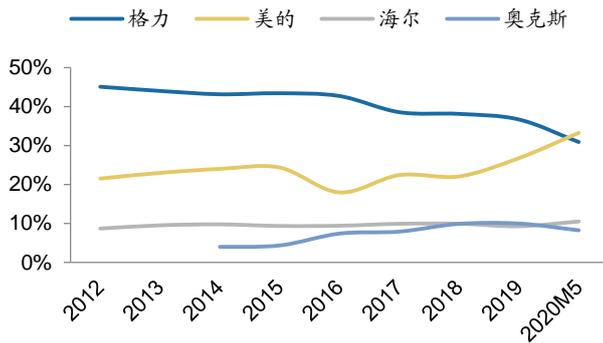
根据奥维数据，空调线上占比从2012年4%提升至2019年43%，线上已经成为空调销售的重要渠道。而格力前期为了保护自身稳定的线下渠道体系，战略性弱化线上渠道布局，2019年线上收入占比仅为公司整体收入10%-15%。根据产业在线数据，格力内销出货端份额从2012年45%下滑14pct至2020年1-5月31%，但中怡康代表的线下KA渠道格力份额始终在提升，且考虑到格力的优势在于下沉市场的自建渠道，真实的线下份额会更高。故而其内销份额的下滑主要来自线上缺失。

图 1：空调线上线下零售量（万台）：线上占比攀升至43%



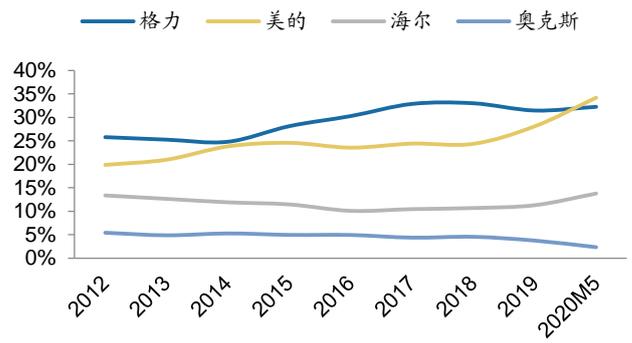
数据来源：奥维，广发证券发展研究中心

图 2：各品牌内销量份额：格力从2012年45%下滑14pct至2020年1-5月 31%



数据来源：产业在线，广发证券发展研究中心

图 3：各品牌线下零售份额：格力从2012年25%提升7pct至2020年1-5月 32%

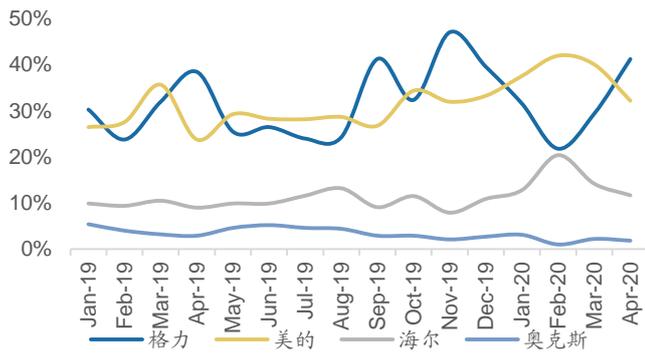


数据来源：中怡康，广发证券发展研究中心

2. 压货返利模式或不适应当前零售环境，自身渠道仍有提效空间

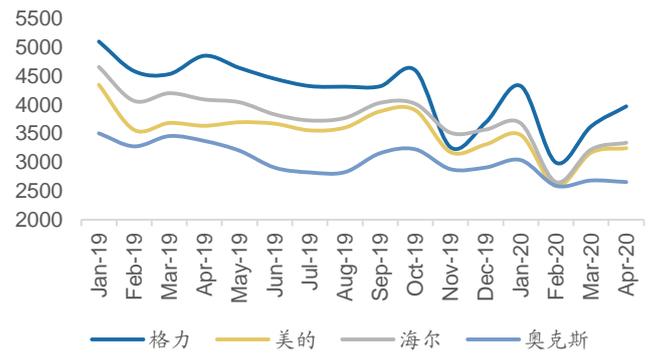
2019年初起，美的在原材料成本及渠道提效的红利下率先降价，带动终端份额提升。而格力受制于压货模式带来的渠道高价格库存，终端一直无法跟进降价，份额持续下滑。作为空调领域龙头，霸主地位逐渐被追赶后，格力于双十一跳水降价提振终端销售。

图 4: 各品牌线下零售量份额



数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

图 5: 各品牌线下零售均价 (元)



数据来源: 奥维, 广发证券发展研究中心

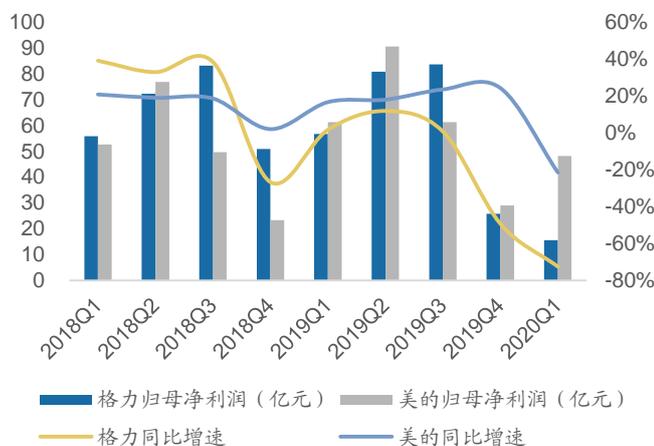
美的终端价格的竞争力来自渠道冗余加价释放, 这一过程中从公司到渠道的产业链各环节盈利均没有受到较大损失:

- (1) 上市公司: 在原材料成本红利下, 净利率及毛利率保持平稳;
- (2) 代理商: 加价率虽然减少到近一半, 但节约了仓储物流成本。同时加快周转, 扩大运营半径;
- (3) 经销商: 在较强的价格竞争力下, 拥有更好的终端动销。

而格力双十一的大幅降价虽然带动短期的份额提升, 但同时也对稳固的渠道体系和公司盈利带来冲击:

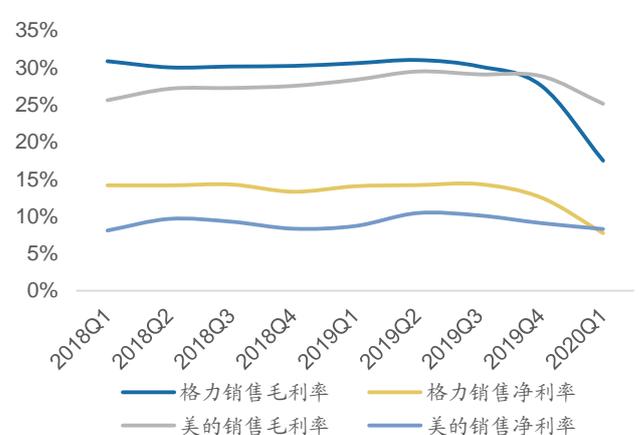
- (1) 渠道体系的混乱: 降价后经销商库存贬值、部分机型进销差价倒挂、后续经销商存在避险心理提货信心不足;
- (2) 产业链各环节的盈利损失: “百亿补贴”由上市公司与销售公司共同承担, 后续部分低价机没有对经销商补差。

图 6: 格力、美的分季度归母净利润(亿元)及增速(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7: 格力、美的分季度销售毛利率(%)、销售净利率(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

格力在这轮降价中再次向市场证明自身的品牌竞争壁垒依然深厚，但是我们不得不承认以“杀敌一千，自损八百”的方式获得市场份额提升并不可持续。格力面对新的零售环境以及竞争对手的蜕变，亟待找到可以长期兼顾盈利与份额的解决方案。

诚然，格力线下层级虽多但是加价率并不高，且考虑到对线下强大的控制力及杠杆作用，其线下渠道很难用简单的“效率低下”盖棺定论。但就格力自身而言，其销售公司层级的加价率仍有释放空间。况且，其多年来为了保障线下利益而进行的线上线型号区隔、线下各区域型号区隔，与当前渠道透明度越来越高已有脱节。格力亟需打破自身桎梏，拥抱线上线下融合的大趋势。

（二）“董明珠的店”预示着格力线上改革大幕正式拉开，核心依然是掌握渠道自主权

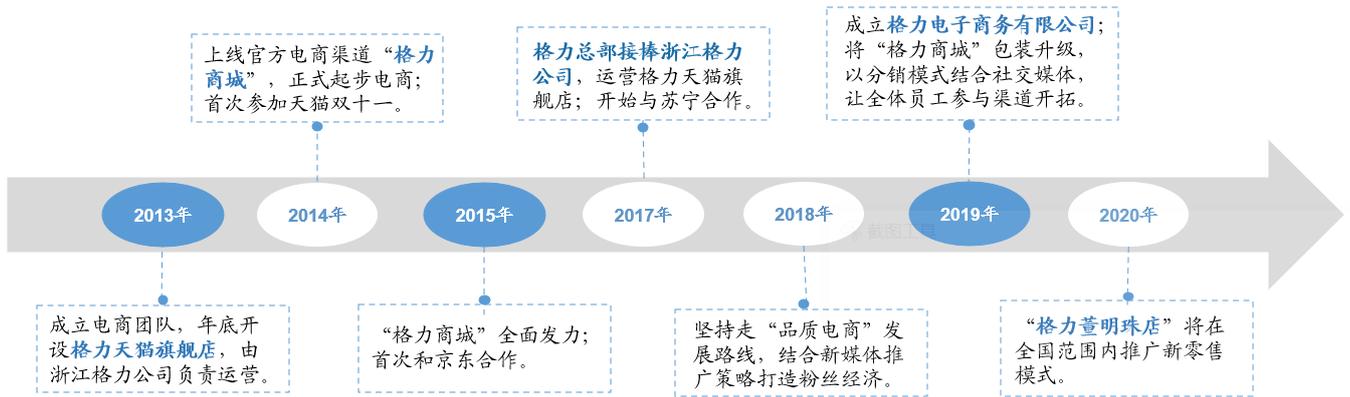
1. 格力线上渠道结构：自建渠道与第三方渠道齐头并进。

格力线上渠道销售占比较低，进入电商平台的时间也相对较晚，但其却始终重视自建线上渠道。目前，其自营平台主要有“格力董明珠店”、天猫、国美三个渠道，京东、苏宁等采用“平台买断”的销售模式。

（1）与第三方合作：格力2013年成立电商团队，同年通过浙江格力公司开设天猫旗舰店，后于2017年将天猫收回总部运营。此外，与京东、苏宁的合作分别在2015年、2017年。

（2）自建线上渠道：格力自建电商渠道几乎与第三方合作同时进行，且年报表述中可以看出，其对于自建渠道的重视程度一直较高。2014年年报即强调了上线官方电商渠道“格力商城”，2015年格力商城全面发力，并于2019年重新包装升级。可见，线上渠道的运营背后贯彻的思路与十几年前大力自建分销渠道相同，即掌握渠道的自主权。

图 8: 格力线上渠道布局时间线



数据来源: 格力年报, 广发证券发展研究中心

2. 从“董明珠的店”到“格力董明珠店”，线上改革大幕正式拉开

“董明珠的店”起初为格力商城下面的“微店”之一。2019年格力动员9万员工在格力商城上开设个人微店，微店通过腾讯小程序无法直接搜索到，需要员工将分享二维码至朋友圈，再将消费者引流至格力商城，并算为员工销售业绩。而董明珠的店即最初在此背景下成立。

今年4月，“董明珠的店”悄然改名为“格力董明珠店”，种种迹象暗示其未来将代替格力商城成为格力官方最主要的线上渠道：

- (1) 通过网址点击进入格力商城后，网页提示移步至“格力董明珠店”（mall.gree.com即为董明珠店的网址），原来的格力商城重心已经转移。
- (2) 格力官网“官方商城”栏目下列的三种主要渠道中，排位顺序为格力董明珠店、天猫旗舰店、国美旗舰店。

图 9：格力商城运营主体已经向格力董明珠店倾斜，未来董明珠的店将成为最主要的线上渠道

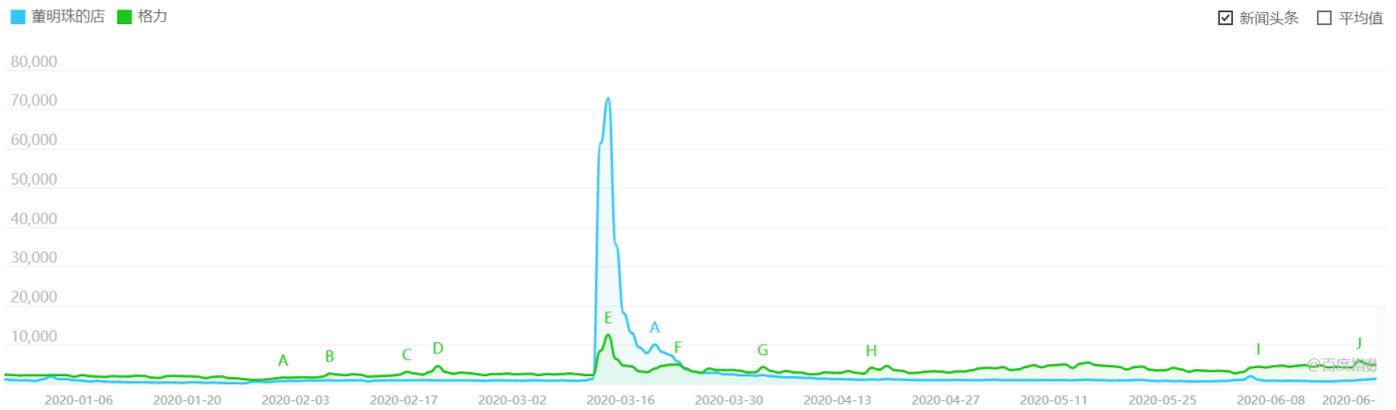


数据来源：百度，格力商城官网等，广发证券发展研究中心

(3) 更为重要的是，为“格力董明珠店”平台的引流和曝光等营销活动年初以来在加速推进：2019年全年董明珠的店全年销售额仅14亿元，2020年两次直播销售额加总近170亿元，是2019全年销售额的12倍。虽然其中一部分或来自经销商囤货，但巨大的销售额产生较为轰动的宣传效果，有利于平台引流及曝光。

今年3月“董明珠的店”开售口罩，也是一次兼顾“承担社会责任”与“吸引流量”的成功尝试：2020年3月9日，微信公众号“董明珠自媒体”发布消息称：格力生产的KN95防护级别一次性使用口罩和医用级别一次性使用口罩将上线，采取预约购买机制，购买渠道仅限“董明珠的店”微信端、小程序。消息一经放出，便引起了巨大关注，据第一财经报道，3月9日上午开始线上预约仅15分钟多，已有超过两万人涌入，截至3月12日，已经有超过50万人成功预约。根据百度指数，3月16日，董明珠的店引发大量网络搜索，流量激增。

图 10: 董明珠的店卖口罩期间引发大量网络搜索



数据来源: 百度指数, 广发证券发展研究中心

三、改革方向与关键: 扁平化与一盘货、销司利益理顺

(一)“格力董明珠店”的运营模式

本次“格力董明珠店”直播带货是渠道改革的初步试水, 其在运营上主要分为两种模式:

(1) 消费者从“格力董明珠店”小程序直接下单: 后台将订单直接分发至消费者所对应区域的经销商, 由经销商进行发货与安装。若经销商仓库无库存, 则与传统进货方式相同, 从销售公司提货。

(2) 经销商线下引流至董明珠店: 两次直播活动当天, 经销商可让线下门店购买的消费者扫描二维码, 引流至董明珠店上购买, 系统会识别出二维码所对应的经销商。

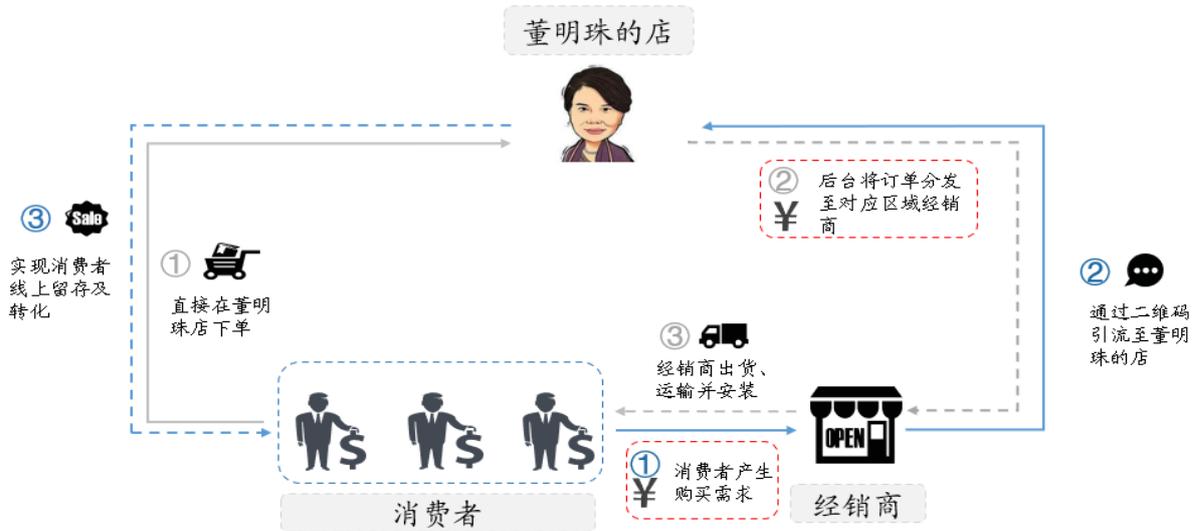
(3) 除主要两种的销售方式外, 另一种销售来源是格力员工将二维码分享至朋友圈获得的引流, 延续了“格力分销商城”时期全员销售的思路。

无论是后台分发还是经销商引流产生的销售, 均计入经销商销售额。经销商可赚毛利及安装费用, 同时计入当年销售规模并参与返利。在渠道改革中尽可能保护了传统线下经销商的利益:

(1) 短期: 董明珠通过自身IP效应直播带货吸引流量, 并分发至经销商, 解决了疫情影响下经销商销售惨淡、现金流无法周转的燃眉之急。

(2) 长期: 未来线下门店萎缩已成趋势, 董明珠的店为线下经销商打通线上通路, 拓宽经销商的流量和收入来源。

图 11: 董明珠的店运营模式

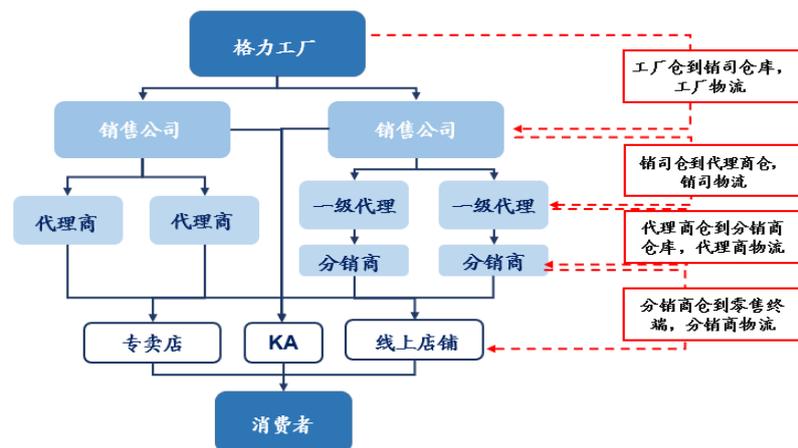


数据来源：百度经验，广发证券发展研究中心

(二) 改革方向：渠道扁平化、仓储物流一盘货

格力目前依然采取层层分销的模式，其每一级分销过程中均由不同环节的主体承担仓储、物流功能，存在结构性缺货等摩擦性成本等问题。

图 12: 格力层层分销模式下仓储、物流分别由各个环节负责



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

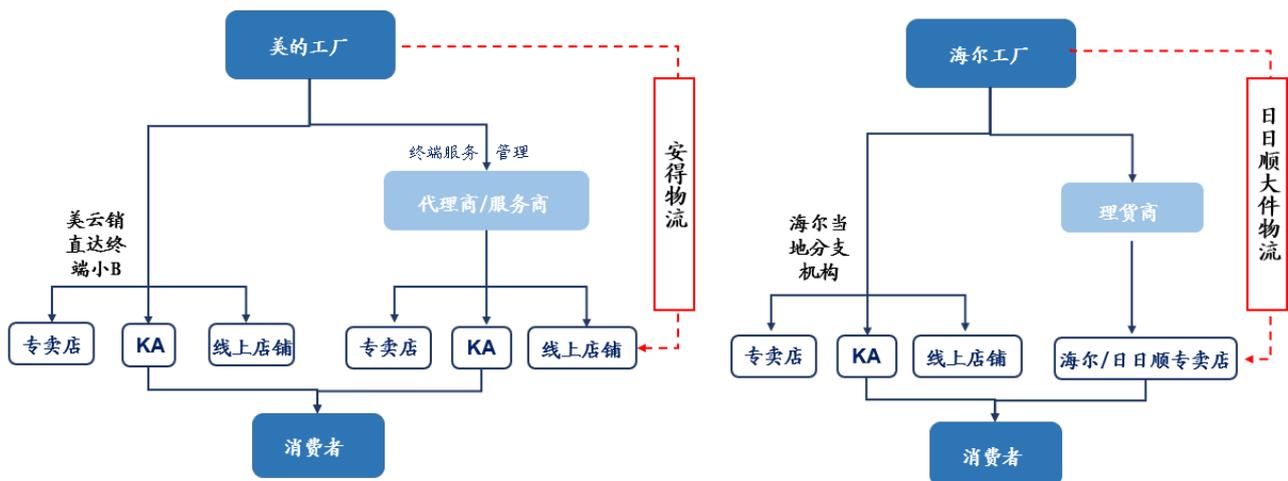
虽然公司暂未明确新零售改革的方向，但不妨参照白电另外两家龙头美的与海尔的经验进行推测，我们预计格力后续改革大方向为渠道扁平化、仓储物流一盘货。

(1) 美的：“T+3”生产模式，安得物流实现“一盘货”。T+3旨在改变过去从主机厂到省代、到零售商层层压货的传统产销模式，转为直接汇总零售商的订单，

多批次小批量的柔性生产模式，提高渠道库存周转。同时，借助安得物流实现仓储物流一盘货。

(2) 海尔：依托日日顺大件物流，“统仓统配”、“四网合一”。海尔在渠道扁平化上一直较为前瞻，此前海尔物流要经历“基地仓-中心仓-区县客户-门店/乡镇客户”四个环节，2019年进一步打通最后一公里，取消“区县客户”这一中间环节，直接配送到乡镇。

图 13：美的、海尔渠道扁平、仓储物流一盘货



数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

事实上，无论是董明珠的店，还是去年双十一线上线下联动，格力已经在初步试水转变销售公司职能：

(1) 董明珠的店：在格力传统的销售模式中，销售公司负责当地销售的政策调节，通过向经销商压货并收回打款实现平滑现金流和蓄水池功能，同时进行当地经销商关系的维护以及相关服务。董明珠的店直接向经销商派发订单，并结算收入，一定程度上减弱了销售公司在销售环节中政策调节与蓄水池功能，这也与后续将销售公司转变为服务与运营商的大方向相同。

(2) 2019年双十一线上线下联动上活动中，总部在某几种促销机型上实施双线同价，直接通过电商树立全网络价格标杆，而非由销售公司通过政策调节当地价格、或经销商自行决定价格，将原来格力销售体系中不同区域产品型号不同、相同产品定价不同的“潜规则”打破。

(三) 改革关键：销售公司利益理顺及数字化建设的底层支撑

正如前文所述，渠道改革大概率最先触及销售公司的利益。格力销售公司-代理商-经销商的自有渠道销售链路，及压货返利的销售模式是助其一路成为空调霸主的因素

之一，销售公司与总部之间有着深厚的利益绑定（京海担保是格力的第二大股东，且占有董事会3个席位）及“革命情谊”。改革后销售公司指导当地市场的职能与加价收益会被大幅削弱，如何理顺销售公司利益为改革的关键。

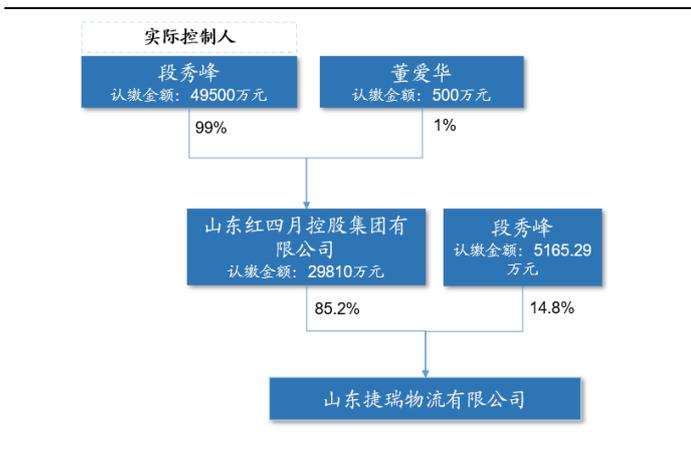
从去年年底山东格力销售公司总经理段秀峰的离职，到今年6月的京海担保减持，或预示着渠道改革正在暗潮涌动。根据公司关联交易公告披露，山东盛世欣兴2019年净利率仅为0.6%，并非将大量利益收入囊中。同时，段秀峰名下的另一家公司捷瑞物流（承担代理商职能）2019年净利润达2.2亿元，是山东销售公司的近十倍。其背后盘根错节的利益关系如何处理，或成为本次改革进程的关键。

表2: 三大销售公司财务指标及关联交易情况

	总资产(亿元)	净资产(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	关联交易销售收入(亿元)	净利率	ROE
浙江盛世欣兴	62.6	5.6	44.1	0.2	52.0	0.5%	4.1%
河南盛世欣兴	66.6	2.5	82.3	0.4	87.2	0.5%	17.5%
山东盛世欣兴	38.4	0.9	49.0	0.3	49.4	0.6%	33.3%

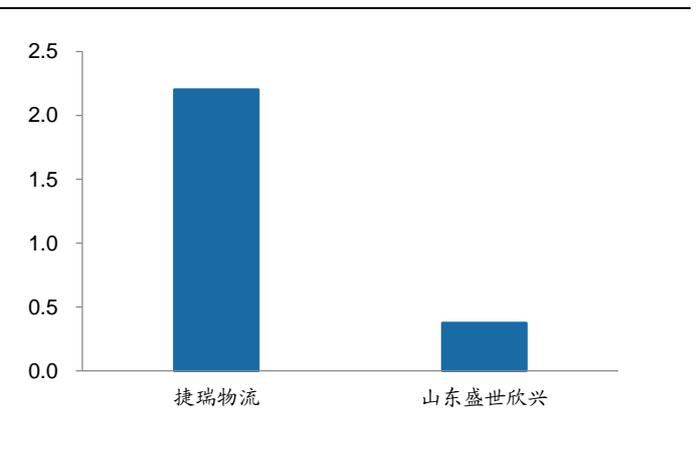
数据来源：关联交易公告，广发证券发展研究中心

图 14: 山东捷瑞物流股权结构 (截止2020年6月)



数据来源：企查查，广发证券发展研究中心

图 15: 捷瑞物流及山东盛世欣兴 2018 年净利润 (亿元)



数据来源：关联交易公告，广发证券发展研究中心

数字化系统等底层支撑推进也需要一定时间。格力目前只能监测到销售公司层级的进销存，而对于代理商、经销商层级的进销存均未进行系统录入与实时监测。一盘货的背后需要强大数字化系统支撑，系统建设需要大量时间和成本投入。同时，还需要关注代理商、经销商是否有意愿进行库存透明化及销售习惯转化。

四、投资建议

盈利预测核心假设

收入端:

1. 我们认为目前空调行业价格战接近尾声(详见《2020年中期策略报告:拨云见日,拐点已现》),后续均价同比降幅有望进一步收窄;
2. 格力作为空调龙头,竞争壁垒深厚,行业出清后将迎来量价齐升;同时公司积极进行渠道变革,未来线上线下融合后效率提升,线上市占率提升将带动整体份额回升;
3. 2020年受疫情影响,空调行业上半年销售情况较弱,导致全年收入负增长;
4. 小家电产品储备丰富,且基数较小,有望借助直播渠道及董明珠店实现稳步增长;
5. 多元化:虽然高端智能装备等新业务短期体量较小,但基于格力雄厚的资金实力以及对于多元化的决心,预计长期来看仍有较大弹性,将稳步增长。

表3: 格力分产品收入预测(亿元)

	2019	2020E	2021E	2020E
空调				
收入(亿元)	1409.3	1251.5	1460.2	1618.5
YoY	-9.5%	-11.2%	16.7%	10.8%
小家电				
收入(亿元)	55.8	78.1	101.5	121.8
YoY	47.0%	40.0%	30.0%	20.0%
智能装备				
收入(亿元)	21.4	21.4	25.7	30.8
YoY	-31.1%	0.0%	20.0%	20.0%
其他业务				
收入(亿元)	517.1	568.8	597.3	627.1
YoY	38.1%	10.0%	5.0%	5.0%
合计				
收入(亿元)	2003.6	1919.8	2184.6	2398.2
YoY	0.2%	-4.2%	13.8%	9.8%

数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

利润端:

考虑到格局重塑、行业景气回升后价格战有望结束,叠加新能效标准生效后产品结构升级,盈利有望触底回升。我们预计2020-2022年毛利率分别为26.93%、28.09%、28.49%。

表4: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益(元人民币)		市盈率(x)	
			2020E	2021E	2020E	2021E
000333.SZ	美的集团	59.95	3.58	4.05	16.74	14.79
600690.SH	海尔智家	17.94	1.13	1.27	15.94	14.13
	行业平均				16.34	14.46
000651.SZ	格力电器	56.46	3.82	4.38	14.77	12.88

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 股价为 2020/6/29 收盘价; 可比公司盈利预测均与广发最新外发报告一致。

基于以上假设,我们预测公司2020-2022年归母净利润分别为229.9、263.7、296.2亿元,同增-6.9%、14.7%、12.3%,现价对应2020年PE 15x。参考可比公司估值,并考虑到公司竞争壁垒深厚且不断进行自我变革,给予公司2020年对应PE 16x,对合理价值61.16元/股,维持“买入”评级。

五、风险提示

(一) 改革进程不及预期

格力传统渠道体系背后盘根错节的利益关系,成为本次改革的关键之一,改革进程或不及预期。

(二) 需求持续低迷

受地产、经济影响,空调行业增速放缓;现又面临国内外疫情影响,对空调线上、线下需求产生影响。

(三) 行业竞争格局恶化

若渠道发生大变革可能给新进入者提供机会。行业内竞争格局将影响公司的盈利能力,竞争格局恶化将导致盈利能力降低。

(四) 原材料价格大幅上涨

原材料价格上涨将提升制造成本,公司盈利能力会下降,从而影响公司业绩。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	199,711	213,364	255,131	277,733	307,060
货币资金	113,079	125,401	130,001	143,001	164,451
应收及预付	45,773	10,909	52,160	59,253	65,009
存货	20,012	24,085	17,870	20,014	21,850
其他流动资产	20,847	52,970	55,100	55,464	55,750
非流动资产	51,523	69,608	62,190	62,874	63,402
长期股权投资	2,251	7,064	7,064	7,064	7,064
固定资产	18,386	19,122	19,598	19,326	18,953
在建工程	1,664	2,431	2,931	2,631	2,331
无形资产	5,205	5,306	5,375	5,660	5,871
其他长期资产	24,018	35,685	27,222	28,192	29,182
资产总计	251,234	282,972	317,321	340,607	370,462
流动负债	157,686	169,568	197,214	204,490	216,366
短期借款	22,068	15,944	52,456	49,149	52,123
应付及预收	59,615	75,168	74,347	83,595	91,387
其他流动负债	76,004	78,456	70,410	71,746	72,856
非流动负债	833	1,356	428	428	428
长期借款	0	47	47	47	47
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	833	1,309	382	382	382
负债合计	158,519	170,925	197,642	204,918	216,794
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
资本公积	93	93	93	93	93
留存收益	85,439	97,294	111,091	126,912	144,685
归属母公司股东权益	91,327	110,154	117,640	133,481	151,274
少数股东权益	1,388	1,894	2,039	2,208	2,394
负债和股东权益	251,234	282,972	317,321	340,607	370,462

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	200,024	200,508	191,983	218,461	239,824
营业成本	138,234	143,499	140,273	157,103	171,509
营业税金及附加	1,742	1,543	1,344	1,529	1,679
销售费用	18,900	18,310	14,975	18,569	20,385
管理费用	4,366	3,796	3,456	4,151	4,557
研发费用	6,988	5,891	6,143	7,209	8,154
财务费用	-948	-2,427	-519	-568	-831
资产减值损失	262	-843	-90	-112	-129
公允价值变动收益	46	228	80	60	40
投资净收益	107	-227	100	150	200
营业利润	30,997	29,605	27,201	31,265	35,083
营业外收支	277	-252	182	202	222
利润总额	31,274	29,353	27,383	31,467	35,305
所得税	4,894	4,525	4,244	4,930	5,497
净利润	26,379	24,827	23,139	26,537	29,808
少数股东损益	176	131	145	168	186
归属母公司净利润	26,203	24,697	22,994	26,368	29,622
EBITDA	32,863	30,606	28,457	32,435	36,354
EPS (元)	4.36	4.11	3.82	4.38	4.92

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	26,941	27,894	-19,401	30,182	33,700
净利润	26,379	24,827	23,139	26,537	29,808
折旧摊销	3,069	3,137	2,664	2,536	2,813
营运资金变动	-1,169	4,087	-46,042	930	937
其它	-1,338	-4,157	838	180	141
投资活动现金流	-21,846	-11,275	3,993	-1,869	-1,920
资本支出	-3,831	-4,704	-3,529	-2,049	-2,130
投资变动	-9,797	-4,836	-30	-30	-30
其他	-8,218	-1,736	7,552	210	240
筹资活动现金流	2,514	-19,222	20,007	-15,314	-10,330
银行借款	3,407	-6,389	36,512	-3,307	2,974
股权融资	0	327	0	0	0
其他	-893	-13,159	-16,504	-12,007	-13,304
现金净增加额	7,609	-2,603	4,600	13,000	21,450
期初现金余额	21,360	28,772	125,401	130,001	143,001
期末现金余额	28,772	26,373	130,001	143,001	164,451

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	33.3%	0.2%	-4.3%	13.8%	9.8%
营业利润增长	18.6%	-4.5%	-8.1%	14.9%	12.2%
归母净利润增长	17.0%	-5.7%	-6.9%	14.7%	12.3%
获利能力					
毛利率	30.9%	28.4%	26.9%	28.1%	28.5%
净利率	13.2%	12.4%	12.1%	12.1%	12.4%
ROE	28.7%	22.4%	19.5%	19.8%	19.6%
ROIC	-1647.1380.7%		52.9%	61.6%	70.0%
偿债能力					
资产负债率	63.1%	60.4%	62.3%	60.2%	58.5%
净负债比率	8.8%	5.7%	16.5%	14.4%	14.1%
流动比率	1.27	1.26	1.29	1.36	1.42
速动比率	1.13	1.10	1.17	1.23	1.29
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.75	0.64	0.66	0.67
应收账款周转率	4.90	7.69	4.12	4.12	4.12
存货周转率	7.56	6.51	7.85	7.85	7.85
每股指标 (元)					
每股收益	4.36	4.11	3.82	4.38	4.92
每股经营现金流	4.48	4.64	-3.22	5.02	5.60
每股净资产	15.18	18.31	19.56	22.19	25.15
估值比率					
P/E	8.19	15.97	14.97	13.05	11.62
P/B	2.35	3.58	2.93	2.58	2.28
EV/EBITDA	3.76	9.32	9.37	7.72	6.38

广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，带领团队荣获2019年新财富家电行业第三名、II China第一名。
- 袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019年新财富家电行业第三名、II China第一名团队成员。
- 王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心，2018年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019年新财富家电行业第三名、II China第一名团队成员。
- 高 润 鑫：复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。