

惠而浦 (600983)

公司研究/动态报告

磨合见效，17年业绩兑现可期

动态研究报告/家电

2017年01月13日

报告摘要：

● 17年是兑现业绩的时候了，经营有望超预期

公司经营在经过两年多的磨合和调整后，17年将是见到业绩的时候了；市场预期在经过两年期待和调整后，17年有望得到超预期兑现。16年公司经历了营销工作管理人的调整，同时对品牌进行了重新定位；16年公司解决了主要同业竞争问题，同时订单转移也在稳步推进。这些将成为17年业绩改善的主要驱动力。

● 内销：董事长亲抓销售工作，组织效率显著提升

去年下半年，公司改为由董事长亲抓销售工作，整体营销力度和经销商提货积极性都出现显著好转，10月份出现供不应求的状况，17年一季度产能也已排满。营销工作的改善主要体现在三个方面：**一是电商业务重新规划**。对运营方式进行了调整，改为代运营，将业务交由第三方专业公司负责。在此刺激下，京东在16年6-7亿销售额的基础上将17年目标定在15亿，显著提升。

二是对经销商进行适度调整。在经销商领域受电商冲击、经销模式变化的大背景下，公司采取因地制宜的策略，对弱小的进行整合，对强大的进行拆分。改变了原来只有小区域代理制的状况，通过改变来紧抓经销商资源。

三是内部管理的提效。这主要包括奖惩激励制度、组织架构、人员调整等。在董事长亲自主抓下，各种激励和惩罚的执行力度显著加强，有效刺激了积极性。

数据开始改善：在上述改变后，我们看到公司内销数据开始改善。11月份中怡康数据显示三洋品牌市占率环比提升0.92个百分点、惠而浦提升0.37个百分点。

● 出口：同业竞争解决，17年出口大幅提升

16年公司解决了两大的同业竞争问题：**一是广东惠而浦的收购**，2015年广东惠而浦销售收入13.04亿元，净利润0.74亿元；**二是集团对海信惠而浦的出售**，海信惠而浦每年的订单在6-7亿元，未来将转移至公司。在出口盈利能力方面，公司采取成本加成的模式，净利润保持在5个点左右。**电机关联出口也将成为未来一大看点**：公司成为惠而浦全球电机业务的唯一供应商，后者在中国市场每年的采购在4亿美金左右，但公司产能目前仅能满足需求的1/4，现在公司已经在给集团北美和南亚分公司进行供货，未来有机会扩大产能。

● 厨电：存在外延式发展预期

厨电（包括厨房小家电）是惠而浦全球的优势产品，基于互补性，有望进入公司业务体系。实际上公司已经有一个事业部在做厨电工作，16年9月20日已经召开了厨电经销商大会，对渠道工作进行了铺垫。考虑到公司在生产和品牌方面的先发性不足，不排除未来采取外延方式进行，同时也为集团提高控股权提供机会。

● 管理磨合渐次到位，经营业绩逐渐释放

在被惠而浦全球收购后，中方团队与美方经历了理念差异的磨合，叠加国内洗衣机市场格局的波动，公司业绩也经历了起伏。一系列调整后，17年有望显著好转。我们判断公司2016-2018年EPS分别为0.4、0.64和0.76元，对应的PE分别为30.0、18.7和15.7倍。给予强烈推荐的评级。

● 风险提示：惠而浦集团订单转移不及预期；内销市占率下滑。

强烈推荐

上调评级

合理估值： 13—16元

交易数据	2017-1-12
收盘价 (元)	11.98
近12个月最高/最低(元)	13.48/8.58
总股本 (百万股)	766.44
流通股本 (百万股)	532.80
流通股比例 (%)	70%
总市值 (亿元)	91.82
流通市值 (亿元)	63.83

该股与沪深300走势比较



分析师：马科

执业证号： S0100513070001

电话： 010-85127661

邮箱： make@mszq.com

研究助理：陈梦

执业证号： S0100116080018

电话： 010-85127661

邮箱： chenmeng@mszq.com

相关研究

1. 惠而浦 (600983) 公司动态：公司调整有序推进，明年业绩有望好转
2. 惠而浦 (600983) 简评报告：收购广东惠而浦，将增厚公司业绩
3. 惠而浦(600983):内销承压，订单转移有望带来营收转增

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	5,468	5,441	7,707	8,054
增长率 (%)	-0.7%	-0.5%	41.6%	4.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	367	306	492	584
增长率 (%)	24.9%	-16.5%	60.5%	18.9%
每股收益 (元)	0.48	0.40	0.64	0.76
PE (现价)	25.0	30.0	18.7	15.7
PB	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

附公司业务结构及近期增速表现：

渠道结构：KA 占 40%，专卖店占 40%，电商占 20%（16 年增长 80%）。

产品结构：三洋占 70%，惠而浦占 20%，荣事达占 10%。

品牌市占率：三洋 6.86%，惠而浦 1.50%，荣事达 1.42%（中怡康累积到 11 月份销量数据）。

品牌市占率：三洋 6.28%，惠而浦 1.56%，荣事达 0.64%（中怡康累积到 11 月份销额数据）。

品牌增长率：三洋-3.87%，惠而浦-3.49%，荣事达-34.65%（中怡康累积到 11 月份销量同比数据）。

单月增长率：三洋 2.94%，惠而浦 18.78%，荣事达-10.42%（中怡康 11 月环比数据，行业整体为-9.16%）。

目录

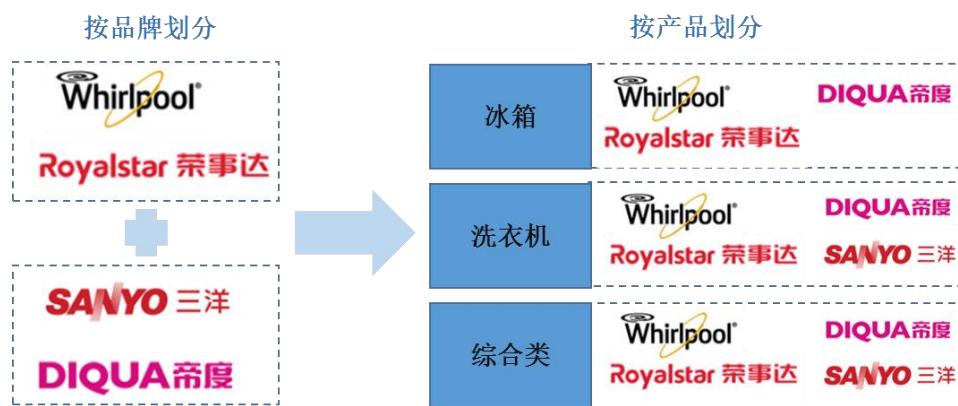
一、品牌梳理逐步清晰，渠道拓展加速进行	4
(一) 品牌梳理逐步清晰.....	4
(二) 渠道拓展加速.....	4
(三) 内销营销策略调整，海外拓展日本市场.....	5
二、洗衣机业务高端占比提升，冰箱业务有望转增	6
(一) 旗下四个品牌洗衣机产品定位清晰.....	6
(二) 公司洗衣机业务未来会趋于好转.....	7
(三) 冰箱业务收入持续下滑，市占率处于低位.....	8
(四) 毛利率提升与结构调整拉动，2017 年冰箱业务有望快发展	9
三、电机业务：惠而浦全球指定供应商	10
(一) 公司电机业务能够为惠而浦全球提供支撑	10
(二) 电机毛利率水平较高，将拉升公司综合毛利率	10
四、出口：海外订单转移提速，2017 年业绩可期	11
(一) 海外不同地区订单将分步向中国转移	11
(二) 同业竞争问题解决的同时带来部分订单转移	11
五、风险提示	13
插图目录	14
表格目录	14

一、品牌梳理逐步清晰，渠道拓展加速进行

(一) 品牌梳理逐步清晰

公司拥有惠而浦、三洋、帝度和荣事达四大品牌。在惠而浦集团与公司整合初期，公司采取“惠而浦+荣事达”和“三洋+帝度”两个事业部制管理体系，但是造成较大内耗。2015年底，公司改变按品牌划分的模式，采用冰箱、洗衣机和综合类三大产品划分模式，完成对4个品牌的整合工作，进一步区隔了产品与风格定位，并进行了相应的差异化渠道布局。

图 1：2016 年公司对品牌进行了重新梳理



资料来源：公司公告，民生证券研究院

短期内，公司将有可能进一步明确各个品牌与产品之间的管理运营，充分发挥各个品牌之间的互补与协同效应。

表 1：惠而浦各个品牌定位及特点

品牌	类型	定位	特点	品牌承诺
惠而浦	国际品牌	高端	欧美风格，注重科技和创新	百年品质，创易生活
三洋	国际品牌			
帝度	公司自主品牌	中高端	日韩风格，健康、时尚、环保	悦享健康
荣事达	中国驰名商标	中低端	聚焦区域性重点市场	好品质，荣事达

资料来源：民生证券研究院整理

(二) 渠道拓展加速

随着不断的尝试、协作和整合，惠而浦(中国)已形成了满足多品牌运营需要的立体渠道矩阵。

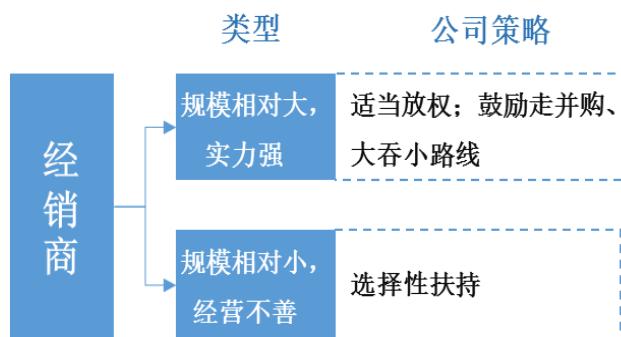
线下渠道转型：公司在零售渠道，更聚焦于终端的基础建设和售卖能力提升；在三四级代理分销渠道，一方面使代理商资源更整合，另一方面和代理商一起做分销体系的运营和效率提升，围绕核心的分销卖场，让代理商从以前更关注资金平台、物流仓储平台，向运营平台、销售平台、市场推广平台、管理平台去转型，注重提升分销效率。近期公司着手对经销商进行调整，进一步加强终端销售能力。

图 2：公司线下渠道布局



资料来源：民生证券研究院整理

图 3：公司对经销商调整策略



资料来源：民生证券研究院整理

线上渠道整合：惠而浦运用互联网整合营销模式，自媒体平台、社交化营销、粉丝营销等多方联动；充分利用系统的网络用户调研方式，让用户参与产品设计；用“互联网+”模式整合社会创新资源，提升品牌和产品竞争力。专门成立了电子商务公司，负责所有线上业务，通过专业化运营，带给消费者更好的消费体验。

2015 年线上销售全年实现同比增长 70% 以上，电商渠道收入占营业收入比重约为 15%，2016 年线上渠道增速较快，有望达到 80% 左右的增速水平，预计电商渠道收入占总营业收入比重有可能提升至 20% 左右。

图 4：公司线上渠道布局



资料来源：民生证券研究院整理

(三) 内销营销策略调整，海外拓展日本市场

公司 2016 年前三季度营收 40.60 亿元，同比下降 5.20%，归母净利润 2.49 亿元，同比下降 28.60%，主要是受行业竞争和公司内部调整双重影响。

2016 年以来，公司积极进行营销策略调整：一方面对营销团队进行梳理，改变了之前营销团队相对保守状况；另一方面增加了对销售团队、零售客户以及主要经销商客户的激励政策。受营销策略调整影响，2016 年 10 月份公司洗衣机产品出现供不应求的局面。

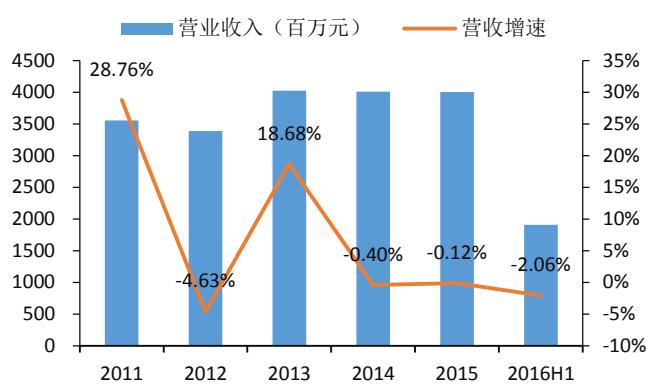
拓展日本市场：2016年5月，公司投资设立全资子公司惠而浦日本股份有限公司，注册资本199.97万元人民币，经营范围为经惠而浦授权许可范围的惠而浦品牌电冰箱、洗衣机、微波炉、小家电。

二、洗衣机业务高端占比提升，冰箱业务有望转增

(一) 旗下四个品牌洗衣机产品定位清晰

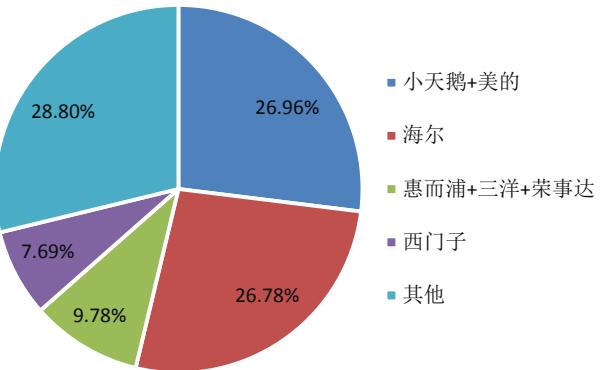
从公司历年洗衣机产品收入情况来看，受行业竞争和公司内部调整双重影响，近两年公司洗衣机产品营收逐年下滑。内销方面，2016年1-11月份惠而浦、三洋和荣事达品牌洗衣机累计占比9.78%，处于行业第三的位置。

图5：公司洗衣机业务呈现下滑趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

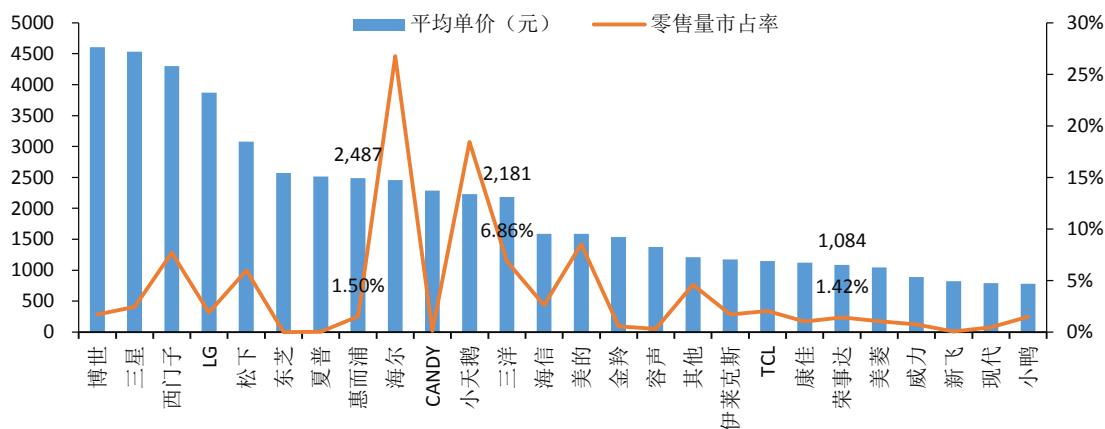
图6：2016年1-11月累计洗衣机品牌累计内销零售量市占率



资料来源：中怡康，民生证券研究院

各个品牌定位相对清晰：惠而浦品牌定位高端，三洋和帝度定位中高端，荣事达定位中低端。2016年1-11月，国内洗衣机市场中惠而浦均价2487元，低于国际主流品牌但高于国内其他品牌均价，略高于海尔，但是市场份额还较低，2016年前11月零售量累计市占率1.5%；三洋均价2181元，均价略低于小天鹅，2016前11月累计零售量市占率6.86%；荣事达均价1084元，2016年前11月累计零售量市占率1.42%。

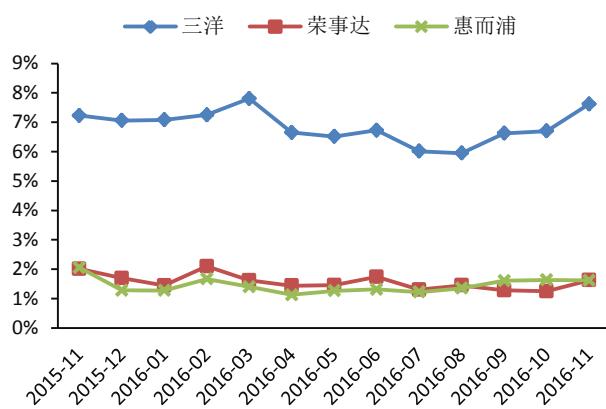
图7：2016年1-11月主要品牌洗衣机均价及零售量市场占有率



资料来源：中怡康，民生证券研究院

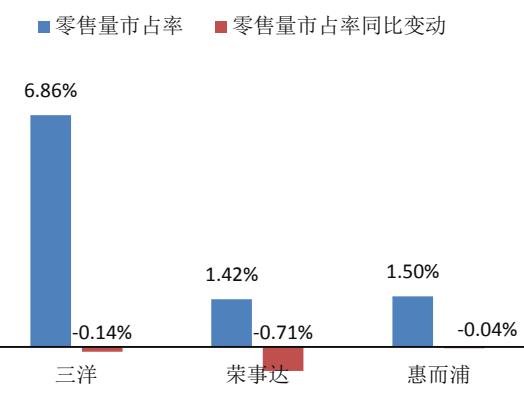
三洋品牌洗衣机市占率稳步提升。中怡康监测数据显示，三洋品牌洗衣机零售量市占率在2016年下半年以来逐步提升，11月份市占率7.62%，已经超过西门子，市场排名第四位。累计数据方面，2016年1-11月份各子品牌累计市占率较去年同期均有下降，其中荣事达品牌洗衣机内销市占率较去年同期下降0.71pct，下降幅度大于三洋和惠而浦品牌的洗衣机产品。

图 8：2016 年 1-11 月洗衣机零售量市占率走势



资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 9：2016 年 1-11 月各子品牌零售量市占率及同比变动比较



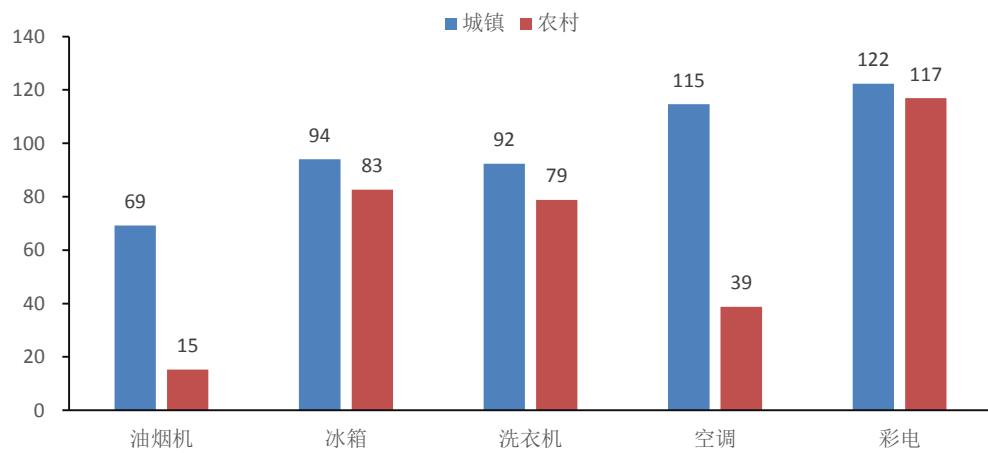
资料来源：中怡康，民生证券研究院

(二) 公司洗衣机业务未来会趋于好转

我们预计公司洗衣机业务未来会趋于好转，主要原因：

市场层面：一是城镇化不断加速，农村较大的市场空间将释放；二是国内产品智能升级需求加强，智能节能产品占比提升，行业均价随之走高；三是国际订单转移，出口业务将出现较快增长。

图 10：2015 年我国城镇与农村家庭平均每百户耐用消费品拥有量对比（单位：台）



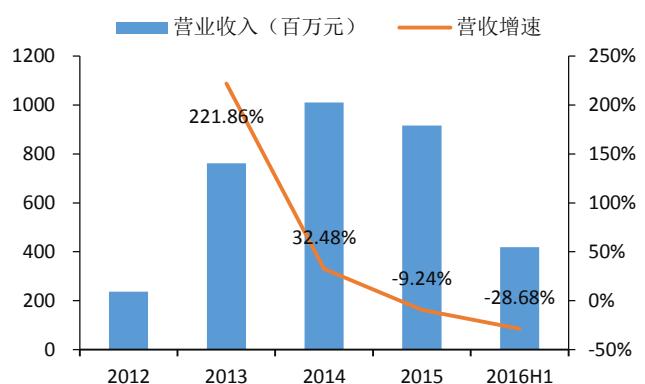
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

企业层面：一是公司加强渠道调整；二是公司加强营销管控，增加对经销商一系列新激励政策；三是继续进行品牌调整，惠而浦、三洋、帝度及荣事达市场定位进一步清晰，其中定位高端的惠而浦品牌产品市占率有望快速提升。

(三) 冰箱业务收入持续下滑，市占率处于低位

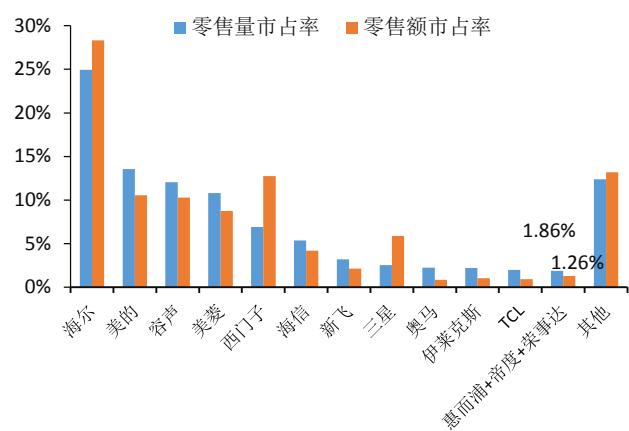
2015 年冰箱受销量下降影响，营收出现下滑。内销方面，2016 年 1-11 月份惠而浦、帝度和荣事达品牌冰箱零售量累计市占率 1.86%，零售额累计份额 1.26%，零售量份额处于行业第 12 位。

图 11：冰箱业务收入提升



资料来源：wind，民生证券研究院

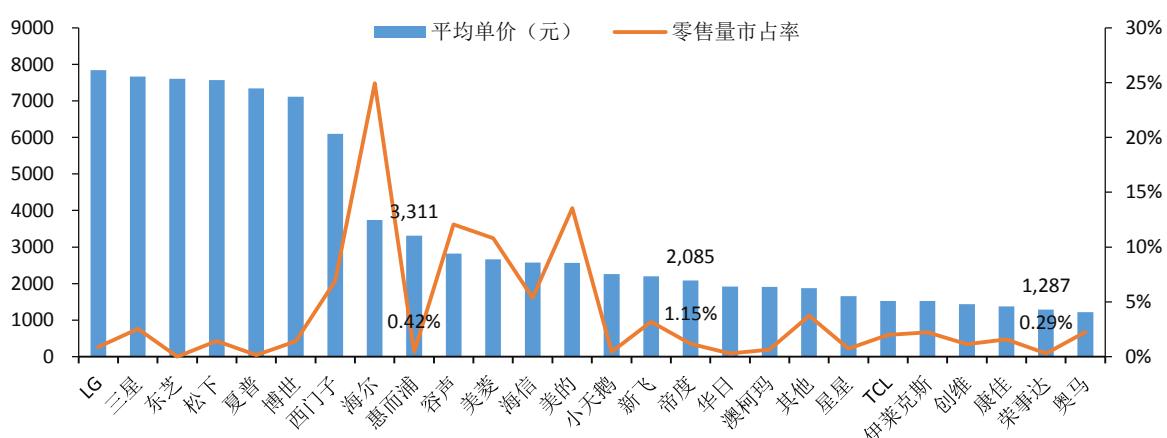
图 12：公司冰箱零售量与零售额市占率均较低



资料来源：wind，民生证券研究院

各个品牌定位相对清晰，但市占率都较低：惠而浦品牌定位高端，帝度定位中高端，荣事达定位中低端。2016 年 1-11 月，国内冰箱市场中惠而浦均价 3311 元，低于国际主流品牌和海尔，高于其他国内品牌，但是市场份额还较低，2016 年前 11 月零售量累计市占率 0.42%；帝度均价 2085 元，2016 前 11 月累计零售量市占率 1.15%；荣事达均价 1287 元，2016 年前 11 月累计零售量市占率 0.29%。

图 13：2016 年 1-11 月主要品牌冰箱均价及零售量市场占有率

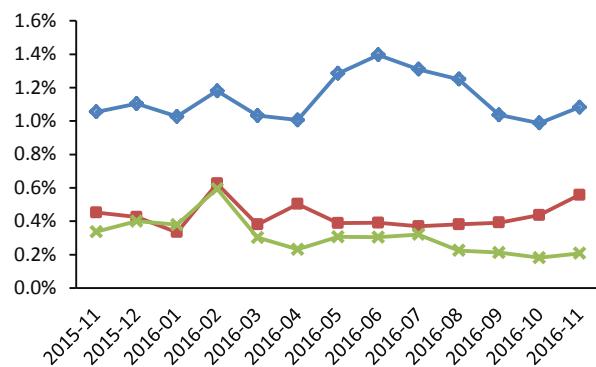


资料来源：中怡康，民生证券研究院

惠而浦品牌冰箱市占率稳步提升。中怡康监测数据显示，惠而浦品牌洗衣机市占率在2016年5月份以来逐步提升，11月份市占率0.56%。累计数据方面，2016年1-11月份，帝度与惠而浦品牌冰箱零售量市占率分别较去年同期上涨0.06%和0.08%；而荣事达品牌冰箱市占率同比下降0.20%。

图 14: 2016 年 1-11 月冰箱内销市场市占率走势

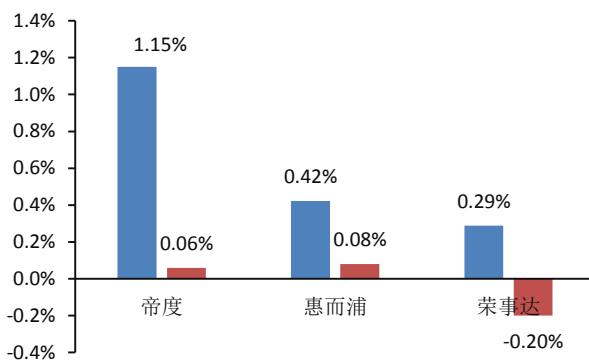
■ 帝度 ■ 惠而浦 ■ 荣事达



资料来源：中怡康，民生证券研究院

图 15: 2016 年 1-11 月各子品牌零售量市占率及同比变动比较

■ 零售量市占率 ■ 零售量市占率同比变动



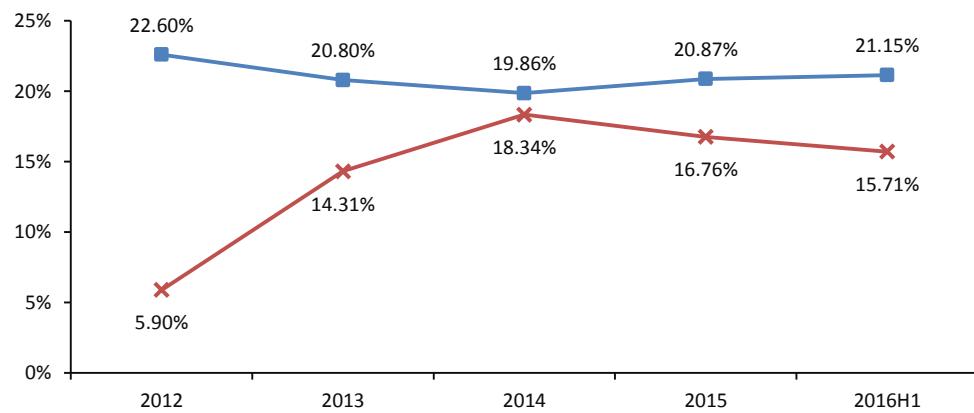
资料来源：中怡康，民生证券研究院

(四) 毛利率提升与结构调整拉动，2017年冰箱业务有望快发展

预计随着公司营销策略调整和惠而浦集团订单转移，公司冰箱业务收入将持续增加。在毛利率方面，近两年公司冰箱业务毛利率水平稳步提升，营收增长与毛利率水平提升叠加将有望带来冰箱业务盈利快速增长。

图 16: 惠而浦冰箱业务毛利率和营收占比走势

■ 冰箱毛利率 ■ 冰箱营收占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

三、电机业务：惠而浦全球指定供应商

(一) 公司电机业务能够为惠而浦全球提供支撑

电机和压缩机是白电产品的两大核心部件，一般全球较大的白电公司都有电机产品生产部门或者子公司，但是惠而浦集团白电业务领域缺少电机生产部分，惠而浦集团入主惠而浦中国后逐渐将电机设为惠而浦全球的唯一供应商。

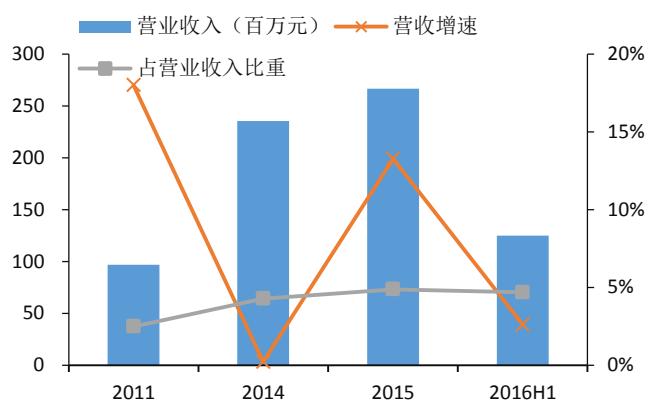
电机是公司未来业绩增长的一大看点：惠而浦全球每年对电机的市场需求是 2000 多万台，其中变频 1000 多万台。在中国市场的采购在 4 亿美金左右。目前公司产能是惠而浦全球需求的 1/4，已经在给公司北美和南亚分公司进行供货，未来电机业务将继续扩大产能。

图 17：洗衣机电机与空调压缩机示例



资料来源：民生证券研究院整理

图 18：惠而浦电机产品收入情况

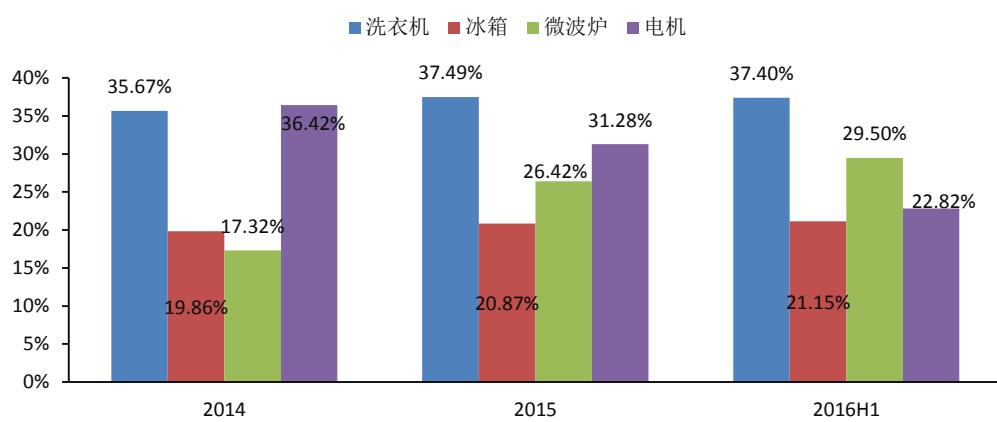


资料来源：wind, 民生证券研究院

(二) 电机毛利率水平较高，将拉升公司综合毛利率

未来公司南岗工业园产能释放和惠而浦集团采购订单以及订单转移将加速公司电机业务快速增长。公司电机产品毛利率较冰箱业务高，收入增长与毛利率较高双因素叠加将有望拉升公司综合毛利率。

图 19：电机业务毛利率水平较高



资料来源：wind, 民生证券研究院

四、出口：海外订单转移提速，2017年业绩可期

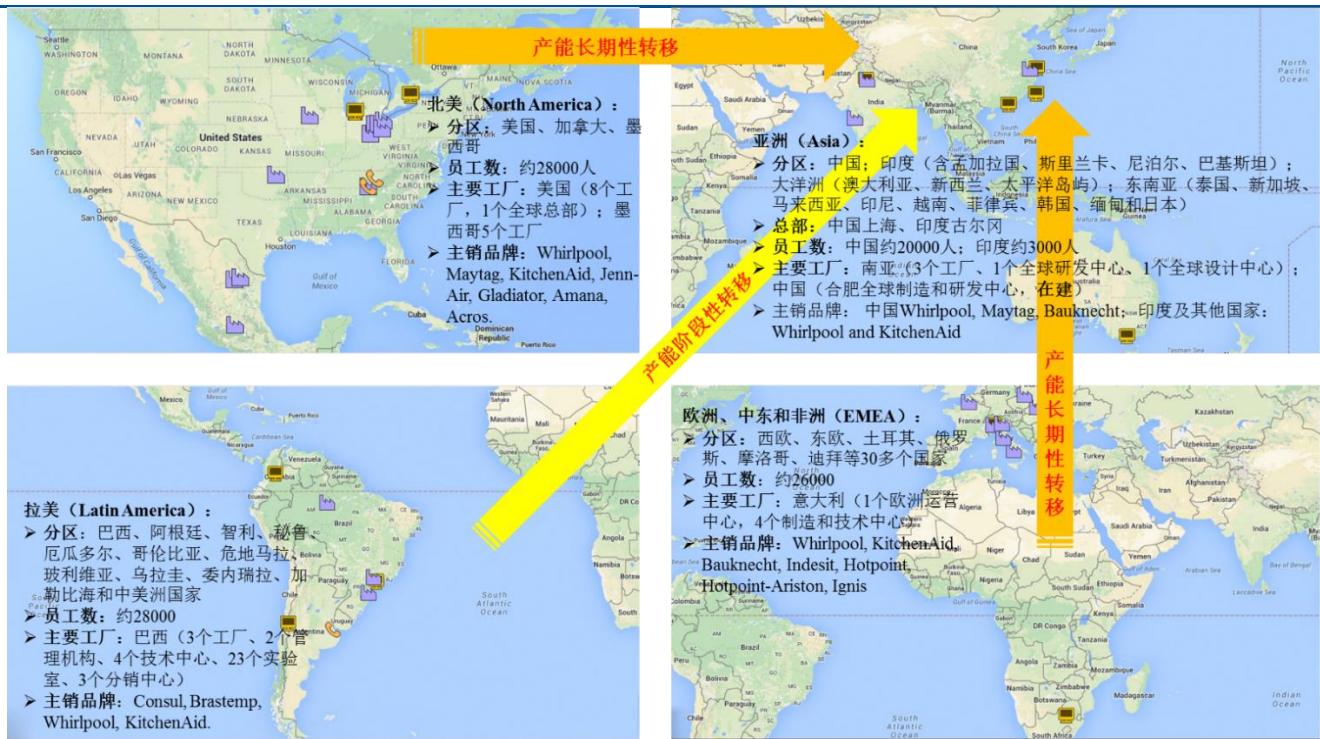
公司销售区域以国内为主，国外销售以 OEM 形式为主，海外订单转移主要源于原惠而浦集团在不同地区的资源调整、分配和承接解决同业竞争的订单。

(一) 海外不同地区订单将分步向中国转移

惠而浦集团全球业务分布划分为北美、拉美、EMEA(欧洲、中东、非洲)和亚洲四大区域，其中，2015 年公司营业总收入中，北美地区营业收入占比 51.37%；拉丁美洲营收占比 16.03%；EMEA 营收占比 26.81%；亚洲营收占比 6.78%。

当前各区域发展不一，订单将向中国分步转移。其中，北美工厂自动化程度高，目前拥有 500 万台的洗衣机年产能，但生产设备折旧较多，未来部分产能将向外转移；拉美地区研发实力强，惠而浦在巴西市场份额接近 50%，但受制于经济形势压力、本币贬值、产业链成本（人工成本、进口原材料成本）上涨，业绩有所下滑，短期内将向外转移部分产能；欧洲地区冰洗产品年销量约 1500 万台，产能较为分散，西欧像英国、法国、意大利，中东欧像波兰、捷克等都有工厂，未来意大利、法国等高端产能将往波兰等地转移，中低端产能将向中国转移，预计转移到中国冰洗产品产能 500 万台/年。

图 20：惠而浦集团全球布局与产能转移



资料来源：惠而浦集团官网，惠而浦 (WHR) 年报，民生证券研究院

(二) 同业竞争问题解决的同时带来部分订单转移

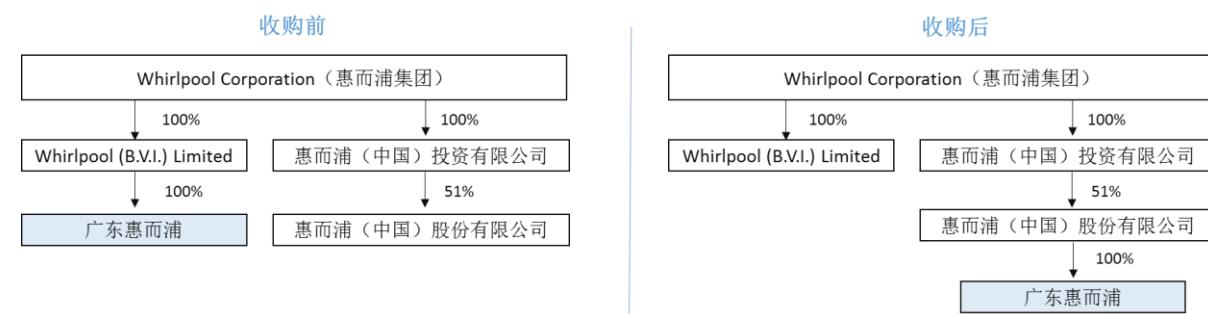
2013 年，惠而浦集团在公司非公开发行 A 股股票时曾就解决同业竞争问题作出承诺：

表 2：惠而浦集团承诺

对象	主要内容	完成情况
广东惠而浦家电制品有限公司	惠而浦集团成为公司实际控制人后 36 个月内，在与公司协商一致的前提下，把广东惠而浦的微波炉业务整合进公司；如果因自身原因未能履行上述义务，则每延迟履行该义务一个财务年度，将按照等同于广东惠而浦当年度经审计的净利润的金额以现金方式向公司进行补偿。	公司 2016 年 11 月 8 日与 Whirlpool (B.V.I) Limited 签订《股权转让协议》，以 7.41 亿元现金收购广东惠而浦家电制品有限公司 100% 股权。
海信惠而浦	惠而浦集团成为公司实际控制人后 18 个月内，促使惠而浦（香港）有限公司把海信惠而浦 50% 股权转让给第三方，或促使惠而浦（香港）有限公司按照相关法律启动对海信惠而浦的清算解散程序；如果因自身原因未能履行上述义务，则每延迟履行该义务一个财务年度，将按照一定方式以现金方式补偿公司。	2016 年 8 月 3 日，海信科龙以 1 美元的对价受让惠而浦香港持有的海信惠而浦 50% 的股权。

资料来源：民生证券研究院整理

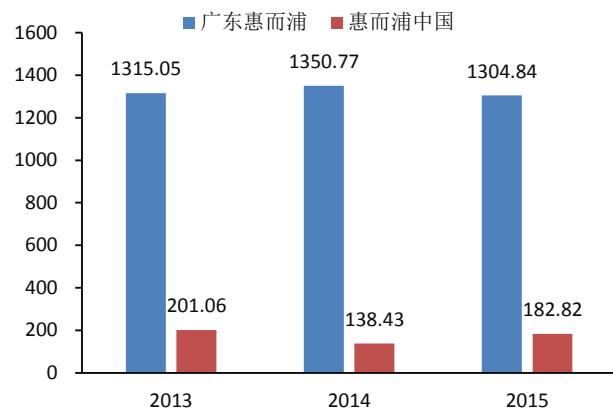
收购广东惠而浦，增厚公司业绩。公司 2016 年 11 月 8 日与 Whirlpool (B.V.I) Limited 签订《股权转让协议》，以 7.41 亿元现金收购广东惠而浦家电制品有限公司 100% 股权。同时，惠而浦集团及 Whirlpool (B.V.I) Limited 在《盈利预测补偿协议》中承诺：广东惠而浦 2016-2020 年扣非后净利润累计不低于人民币 3.78 亿元。

图 21：公司收购广东惠而浦前后股权关系比较


资料来源：公司公告，民生证券研究院

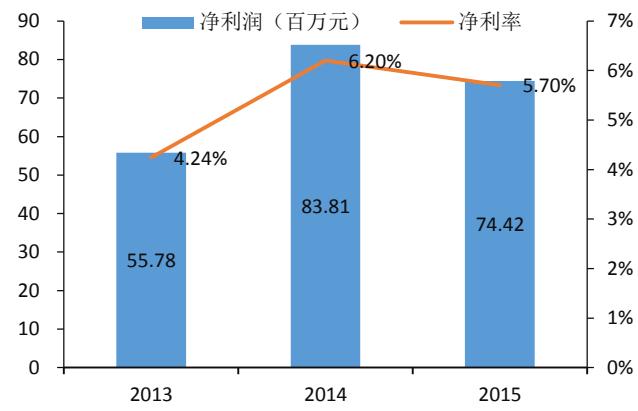
广东惠而浦前身是顺德蚬华微波制品厂有限公司，成立于 1988 年 1 月，后经一系列增资及股权变更，于 2014 年 6 月成为 Whirlpool (B.V.I) Limited 的全资子公司，主要生产微波炉产品，产品全部出口至北美及欧洲地区，2015 年广东惠而浦销售收入 13.05 亿元，净利润 0.74 亿元。未来公司完成对广东惠而浦的收购后，一方面将直接利好公司微波炉业务的整合与扩张，另一方面，也有助于公司进一步集中惠而浦集团在华业务和扩大国际市场。我们预计收购完成之后，公司整体营业收入有望快速增长。

图 22: 广东惠而浦营收与惠而浦中国微波炉业务收入比较



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 23: 广东惠而浦净利润与净利率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2017 年出口收入将快速突破。2015 年，广东惠而浦的营收为 13.05 亿元，净利润 0.74 亿元；海信惠而浦对惠而浦全球的交易在 6-7 亿元。2017 年，广东惠而浦的营收要合并到惠而浦报表中，加之原来海信惠而浦承接的惠而浦集团的订单要转移至惠而浦中国，我们认为 2017 年公司出口收入规模将超过 30 亿元人民币。在出口盈利能力方面，公司采取成本加成的模式，净利润保持在 5 个点左右。

五、风险提示

惠而浦集团订单转移不及预期；内销市占率下滑。。

插图目录

图 1: 2016 年公司对品牌进行了重新梳理.....	4
图 2: 公司线下渠道布局	5
图 3: 公司对经销商调整策略.....	5
图 4: 公司线上渠道布局	5
图 5: 公司洗衣机业务呈现下滑趋势.....	6
图 6: 2016 年 1-11 月累计洗衣机品牌累计内销零售量市占率.....	6
图 7: 2016 年 1-11 月主要品牌洗衣机均价及零售量市场占有率.....	6
图 8: 2016 年 1-11 月洗衣机零售量市占率走势	7
图 9: 2016 年 1-11 月各子品牌零售量市占率及同比变动比较	7
图 10: 2015 年我国城镇与农村家庭平均每百户耐用消费品拥有量对比 (单位:台)	7
图 11: 冰箱业务收入提升	8
图 12: 公司冰箱零售量与零售额市占率均较低	8
图 13: 2016 年 1-11 月主要品牌冰箱均价及零售量市场占有率.....	8
图 14: 2016 年 1-11 月冰箱内销市场市占率走势	9
图 15: 2016 年 1-11 月各子品牌零售量市占率及同比变动比较	9
图 16: 惠而浦冰箱业务毛利率和营收占比走势	9
图 17: 洗衣机电机与空调压缩机示例	10
图 18: 惠而浦电机产品收入情况.....	10
图 19: 电机业务毛利率水平较高	10
图 20: 惠而浦集团全球布局与产能转移	11
图 21: 公司收购广东惠而浦前后股权关系比较	12
图 22: 广东惠而浦营收与惠而浦中国微波炉业务收入比较	13
图 23: 广东惠而浦净利润与净利率情况.....	13

表格目录

表 1: 惠而浦各个品牌定位及特点.....	4
表 2: 惠而浦集团承诺	12

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	5,468	5,441	7,707	8,054
营业成本	3,633	3,574	5,004	5,211
营业税金及附加	32	33	47	48
销售费用	1,246	1,262	1,788	1,868
管理费用	297	381	486	507
EBIT	261	191	382	418
财务费用	(55)	(71)	(107)	(150)
资产减值损失	41	51	67	39
投资收益	8	4	5	5
营业利润	283	215	427	534
营业外收支	137	137	137	137
利润总额	420	352	564	671
所得税	53	46	72	86
净利润	367	306	492	584
归属于母公司净利润	367	306	492	584
EBITDA	346	288	491	540
<hr/>				
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2849	3188	3478	3951
应收账款及票据	2656	2439	3513	3700
预付款项	68	62	89	92
存货	993	959	1342	1398
其他流动资产	18	18	18	18
流动资产合计	6659	6705	8449	9135
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	875	985	1097	1223
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1350	1395	1440	1464
资产合计	8008	8100	9889	10598
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2840	2624	3713	3854
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	3471	3303	4654	4833
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	107	107	107	107
非流动负债合计	107	107	107	107
负债合计	3578	3410	4761	4939
股本	766	766	766	766
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4430	4690	5128	5659
负债和股东权益合计	8008	8100	9889	10598

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	-0.7%	-0.5%	41.6%	4.5%
EBIT 增长率	-14.9%	-27.0%	100.3%	9.4%
净利润增长率	24.9%	-16.5%	60.5%	18.9%
盈利能力				
毛利率	33.6%	34.3%	35.1%	35.3%
净利润率	6.7%	5.6%	6.4%	7.3%
总资产收益率 ROA	4.6%	3.8%	5.0%	5.5%
净资产收益率 ROE	8.3%	6.5%	9.6%	10.3%
偿债能力				
流动比率	1.9	2.0	1.8	1.9
速动比率	1.6	1.7	1.5	1.6
现金比率	0.8	1.0	0.7	0.8
资产负债率	0.4	0.4	0.5	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	62.2	52.4	55.7	54.6
存货周转天数	97.8	97.9	97.9	97.9
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.4	0.6	0.8
每股净资产	5.8	6.1	6.7	7.4
每股经营现金流	1.0	0.4	0.5	0.7
每股股利	0.0	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	24.4	29.2	18.2	15.3
PB	2.0	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	17.7	20.0	11.1	9.3
股息收益率	0.0%	0.5%	0.6%	0.6%
现金流量表 (百万元)				
净利润	367	306	492	584
折旧和摊销	126	148	176	160
营运资金变动	277	27	(178)	(73)
经营活动现金流	735	341	348	530
资本开支	202	6	17	9
投资	(60)	0	0	0
投资活动现金流	(1,503)	(2)	(12)	(4)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(38)	0	(46)	(54)
现金净流量	(807)	339	290	472

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

马科，毕业于南开大学，2011年入职民生证券，从事策略研究。2014年至今转为家电行业研究。

陈梦，北京大学计算机技术硕士，2016年7月入职民生证券，从事家电行业研究。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。