

爱建证券有限责任公司

研究所

分析师: 张志鹏

TEL: 021-32229888-25311

E-mail: zhangzhipeng@ajzq.com

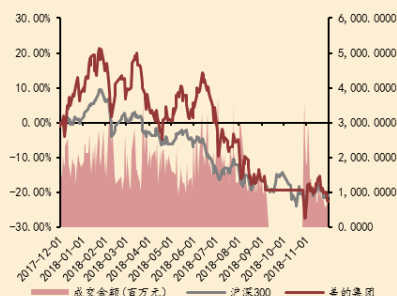
执业编号: S0820510120010

联系人: 陈曼殊

TEL: 021-32229888-25516

E-mail: chenmanshu@ajzq.com

评级: 推荐
(维持)



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	6.67	-24.86	-22.54
相对表现	3.56	-8.26	-0.80

数据来源: Wind, 爱建证券研究所

基础数据

收盘价 (2018-11-30)	38.69
52 周内最高价	61.28
52 周内最低价	34.10
总市值 (百万元)	257,081.77
流通市值 (百万元)	165,824.90
总股本 (百万股)	6,644.66
A 股 (百万股)	6,644.66
其中: 流通股 (百万股)	6,498.04
其中: 限售股 (百万股)	146.62

数据来源: Wind, 爱建证券研究所

公司深度 ● 家电行业

2018 年 12 月 03 日 星期一

从产品的角度看美的集团与小天鹅的合并

投资要点:

□ 10 月 23 日, 美的宣布将发行 A 股股份吸收合并小天鹅; 11 月 21 日, 小天鹅及美的再次发布公告提升股东回报率, 旨在让中小投资者同意美的换股合并方案, 彰显美的合并小天鹅的决心。抛开关联交易、事业部制瓶颈、现金流等问题, 我们仅从产品的角度分析美的集团为何选择合并小天鹅。

□ 高端市场增长乏力, 竞争对手从杂牌变行业巨头海尔。我们认为, 现阶段小天鹅在高速增长上已较为乏力, 当前竞争对手已从杂牌、外资品牌变为行业巨头海尔, 尤其在高端市场上小天鹅虽然推出高端产品比佛利, 单说洗衣机从功能、种类、数量方面弱于海尔的卡萨帝, 且卡萨帝更是全品类的高端品牌, 产品种类涵盖洗衣机、冰箱、空调、厨电、生活电器等, 小天鹅单品类发力难以抗衡。随着竞争对手的改变, 小天鹅以单一公司主体很难与之较高下。

品牌整合的迫切性。通过合并, 美的集团利用小天鹅的品牌价值, 增加美的产品的消费信任度, 可以促进自身的发展。将小天鹅从“公司”变为“品牌”, 品牌矩阵图逐步清晰并完善, 帮助美的集团满足消费者个性化需求; 在面对海尔高端品牌卡萨帝以及美的自身推出的 AI 科技家电高端品牌 COLMO 时, 小天鹅也能更好的找准市场定位。

物联网时代的新格局。随着移动互联网及云计算的成熟、人工智能的发展、5G 通信商业化的到来, 智能家居风口的最佳时机才刚刚来临, 从单个产品演变至家庭场景的物物相连吸引众多企业进入, 巨头更是加速布局, 如以互联网起步的小米, 传统家电龙头的海尔、美的。从家电行业前景来看, 以人工智能、大数据、物联网为基础智能家居是发展趋势。对于美的来说, 在智能家居市场大局未定时正是下棋好时机, 但群雄争霸需掌握更多的筹码方能一较高下。新推出的 M·IoT 和高端品牌 COLMO 被消费者接受还需要时间, 而小天鹅智能化进程已有多多年, 美的合并小天鹅能帮助其更快的推进新的工业互联网平台 M·IoT 和 AI 科技家电高端品牌 COLMO; 对于小天鹅而言, 不以个体以品牌、以产品的身份更好融入美的集团物联网生态, 或许能再寻高增长机会, 借智能家居之风展翅高飞。

□ “凡是过往, 皆为序章”。对于美的集团来说, 小天鹅不仅仅是旗下优质资产, 更是其发展综合性家电企业重要的品牌, 是其推进高端化、全球化进程的重要一环; 对小天鹅来说, 不再以单独个体而以品牌的身份面世, 更能享受美的集团资源。美的与小天鹅的结合, 是一个相互成全的过程, 我们强烈看好美的集团合并小天鹅后的发展。预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 3.08 元和 3.67 元, 对应 PE 13 倍、11 倍, 维持“推荐”评级。

□ 风险提示。1、合并不及预期;
2、同业竞争加剧。

目录

1、美的与小天鹅的历史纠葛.....	4
2、高端市场增长乏力，竞争对手从杂牌变行业巨头海尔.....	6
3、品牌整合的迫切性.....	9
4、物联网时代的来临.....	10
4.1 小米：“AI 赋能，万物互联”.....	10
4.2 海尔：三大平台构建物联网生态.....	11
4.3 美的：品牌高端化和工业互联网为战略新方向.....	12
5、投资建议.....	13
6、风险提示.....	13

图表目录

图表 1: 小天鹅控股股东变动情况	5
图表 2: 2012 年后小天鹅增长呈阶梯式	5
图表 3: 洗衣机整体内销量的月度同比偶有下降, 滚筒洗衣机却始终保持着增长	6
图表 4: 滚筒洗衣机占整个洗衣机行业内销量之比逐步提升, 拉动洗衣机行业内销	7
图表 5: 2017 年美的系洗衣机市占率一度超过海尔	7
图表 6: 洗衣机增速下滑	8
图表 7: 冰箱行业连续两年内销同比下降, 空调行业增速下滑	8
图表 8: 卡萨帝全品类发展, 比佛利主要集中在洗衣机	9
图表 9: 小米可接入的设备	11
图表 10: IoT 成小米新的增长引擎	11
图表 11: 海尔三大平台构建互联网生态	12
图表 12: 美的集团物联网生态	12

表格目录

表格 1: 青岛海尔旗下六大品牌情况	9
--------------------------	---

事件：10月23日，美的集团发布公告宣称将发行A股股份吸收合并小天鹅，在本次合并中，每1股小天鹅A股股票可换得1.2110股美的集团股票，每1股小天鹅B股股票可换得1.0007股美的集团股票。待换股吸收合并完成后，小天鹅将终止上市并注销法人资格，美的集团或其全资子公司将承继及承接小天鹅的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。美的集团因本次换股吸收合并所增发A股股票将申请在深交所主板上市流通。

公告之后美的集团和小天鹅在10月29日双双复盘，复盘当日美的大跌10%，小天鹅跌至-7.78%。复盘后的大跌一定程度上反应市场对此次合并的担忧。

11月21日，小天鹅及美的再次发布公告。小天鹅控股股东美的集团提议在本次换股吸收合并经中国证监会核准后正式实施前，小天鹅进行一次现金分红，每股现金分红的金额为人民币4元；美的集团控股股东美的控股有限公司提议在本次换股吸收合并实施完成后美的集团进行首次年度分红时，该年度现金分红金额占该年度合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比例将在2017年度分红比例（2017年度现金分红的比例约为45.71%）的基础上进一步进行适当的提高，具体的分红比例届时将由美的集团结合其自身经营情况予以确定。

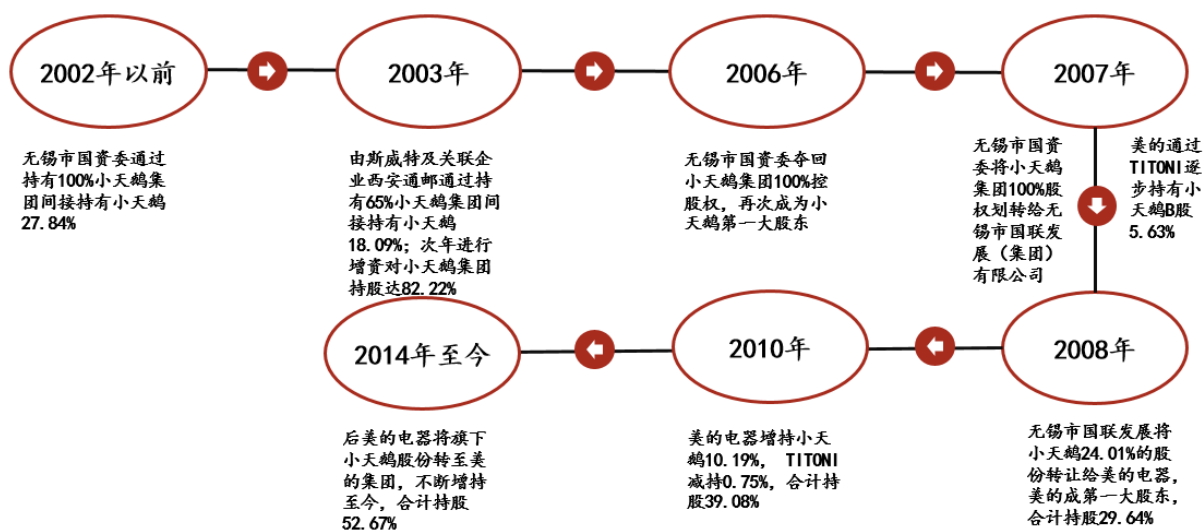
小天鹅和美的集团的此次股东分红提升股东回报率，旨在让中小投资者同意美的换股合并方案，彰显美的合并小天鹅的决心。我们认为小天鹅私有化、完完全全并入美的大家庭能让这只“天鹅”飞的更高，而美的集团在自己科技化、全球化的道路上更勇往直前。

1、美的与小天鹅的历史纠葛

小天鹅作为备受资本市场青睐的标的之一，其经营业绩并非一帆风顺。成立于1993年、上市于1996年的小天鹅主营为洗衣机，早年间由于洗衣机市场日益饱和、竞争激励致使价格逐波走低，公司接连发布业绩预警，公告称“2001年度利润比2000年度减少50%以上”“公司董事会预期2002年度经营业绩将出现亏损”。小天鹅也曾多元化发展意图将公司扭亏为盈。空调方面，2001年推出迷你型柜式空调，2002年推出“智能直频”空调和中央空调；冰箱方面，在2002年卖出16万台冰箱；其他如洗碗机、热水器等品类小天鹅都有涉足。然而多元化的变革并未改善小天鹅的亏损状态，2003年4月30日公司带ST帽子面临退市风险。痛定思痛，小天鹅开始壮士断腕，先后终止五年的洗碗机项目和子公司空调业务的销售，剥离亏损资产、再次专精于洗衣机的小天鹅在2003年末再次盈利。

公司的股权结构也是一波三折，控股股东从无锡市国资委到斯威特，再回无锡市国资委到无锡市国联发展集团，最后在2008年由美的电器持有小天鹅24.01%股份成为其第一大股东，截止现在美的集团直接或间接持有小天鹅52.67%的股份。

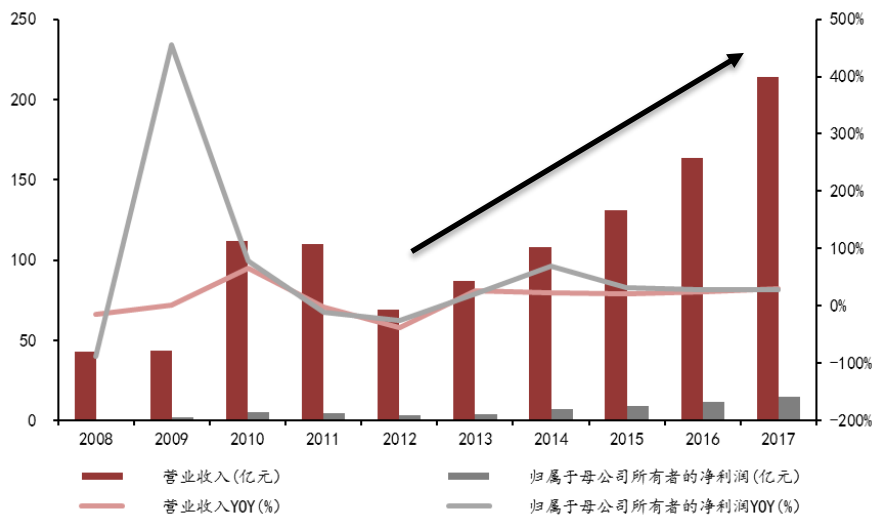
图表 1：小天鹅控股股东变动情况



数据来源：公司公告，爱建证券研究所

2008年至2017年这十年间，小天鹅股价上涨493%，营收从42.93亿元增至213.85亿元复合增长率19.53%，归母净利润从0.4亿元增至15.06亿元复合增长率49.65%。尤其是2012年美的开始推动以“产品领先、效率驱动、全球经营”为三大主轴的全面战略转型，小天鹅的营收和净利润就呈阶梯式的稳步增长。从被美的收购时估值70亿，到现在近300亿市值，小天鹅增值4倍不止。

图表 2：2012年后小天鹅增长呈阶梯式



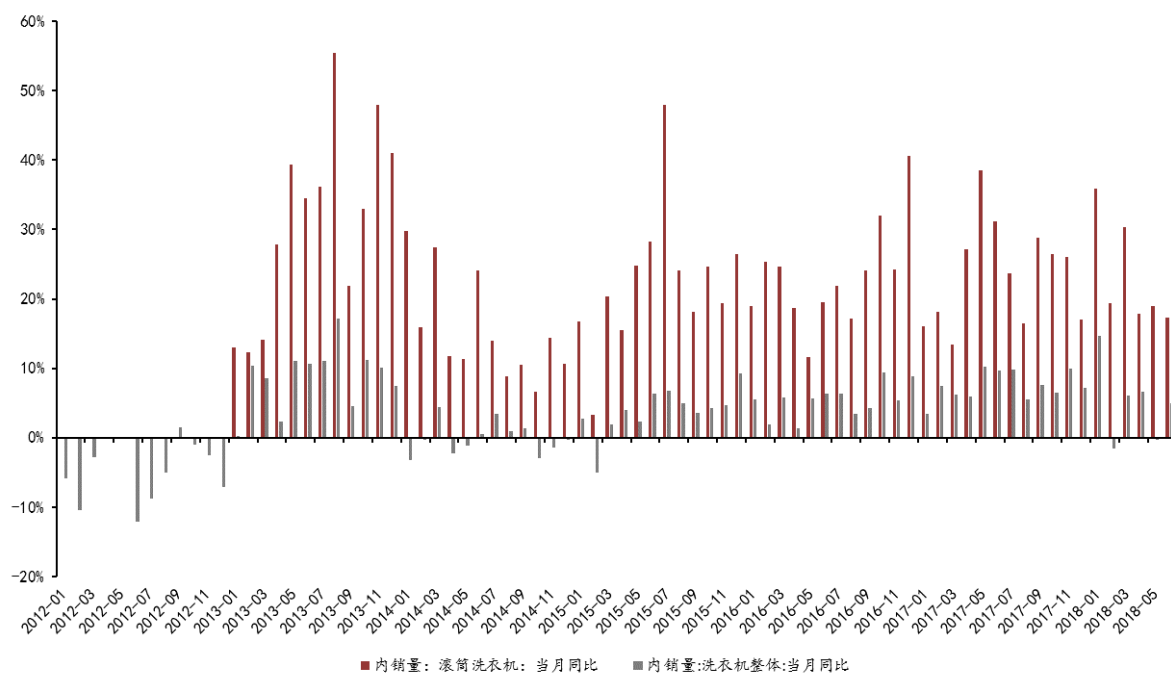
数据来源：Wind，爱建证券研究所

2、高端市场增长乏力，竞争对手从杂牌变行业巨头海尔

作为美的旗下最优质的资产，小天鹅的成长其实是抓住了洗衣机行业更新换代的第一波升级浪潮。早在 1991 年洗衣机城镇百户拥有量就已经到达 80.60 台（农村 11 台），彼时空调城镇百户拥有量仅 0.7 台（农村 0 台）；到 2012 年洗衣机城镇百户拥有量已达 98.02 台，农村百户拥有量也有 67.22 台，彼时空调城镇百户拥有量虽然已有 126.81 台，但农村百户拥有量仅 25.36 台。如果以每户拥有各品类家电仅一台为标准，2012 年后从农村市场看空调还处在普及初期有极大增量空间，而洗衣机增量空间有限开始迈入存量市场，升级换代需求开始成为主要需求，其中最明显的例子就是滚筒洗衣机销量的攀升。

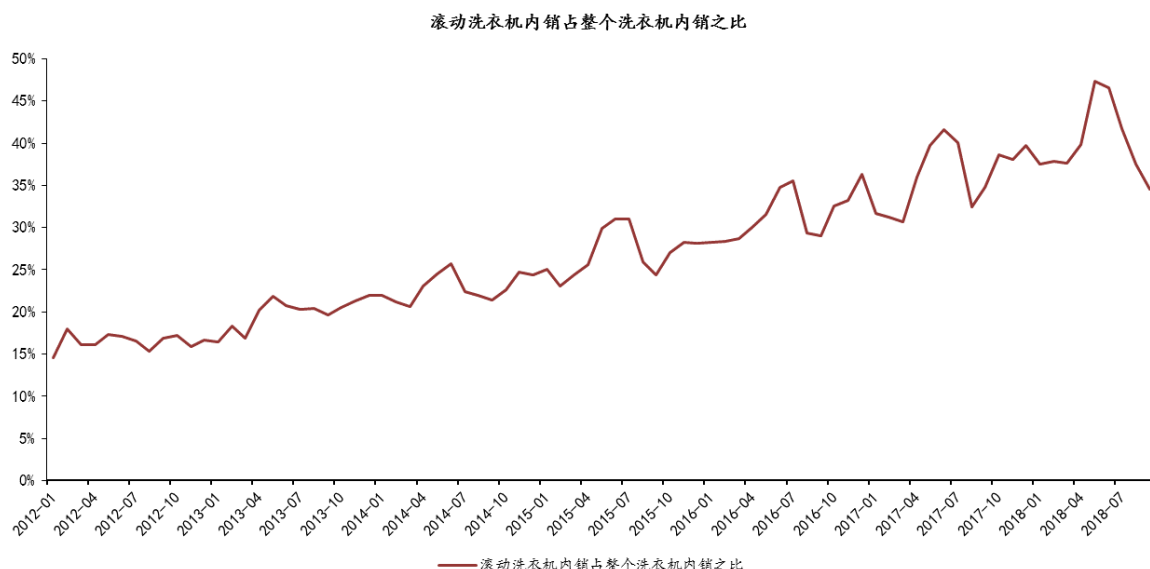
过去洗衣机主要是波轮式，而滚筒式是洗衣机类别的一个升级，其功能上更节约水、保护衣物、清洁度更高。从 2012 年至 2018 年上半年，洗衣机整体内销量的月度同比还偶有下降，滚筒洗衣机却始终保持增长；2012 年伊始滚筒洗衣机占整个洗衣机行业较小仅 15% 左右，随着滚筒洗衣机占整个洗衣机行业内销量之比提升至 45%，对拉动整个洗衣机行业内销量的作用也越来越大。

图表 3：洗衣机整体内销量的月度同比偶有下降，滚筒洗衣机却始终保持增长



数据来源：产业在线，爱建证券研究所

图表 4：滚筒洗衣机占整个洗衣机行业内销量之比逐步提升，拉动洗衣机行业内销

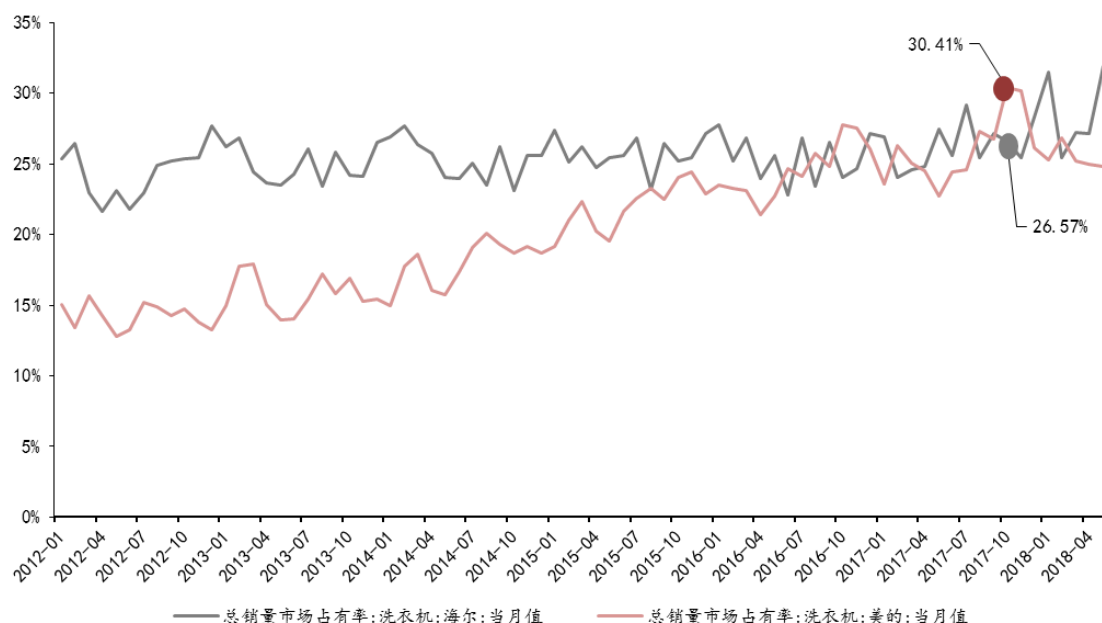


数据来源：产业在线，爱建证券研究所

小天鹅抓住从波轮到滚筒的这次升级浪潮，利用自身产品优势、借用美的集团渠道优势，趁海尔进行高端化转型的间隙，以中低价位的滚筒洗衣机从杂牌、外资品牌手中抢夺市场。小天鹅不断缩短与海尔的差距，在 2017 年美的系洗衣机市场份额甚至超过海尔达到 30.41%。

但今年开始小天鹅积极提价向中高端转型，海尔则发力中低端市场，市场份额再次被海尔拉开差距。

图表 5：2017 年美的系洗衣机市占率一度超过海尔

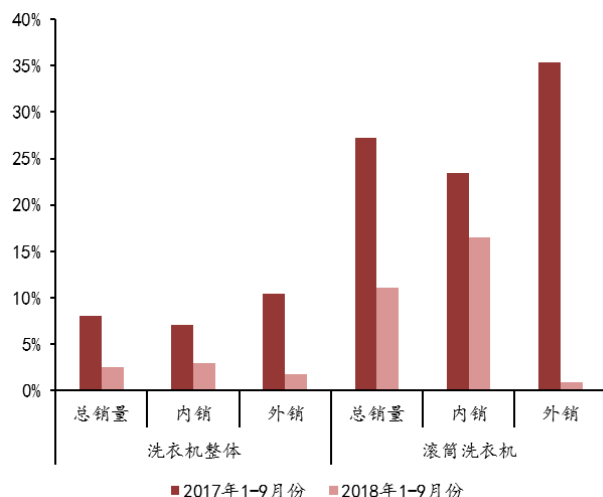


数据来源：产业在线，爱建证券研究所

小天鹅宁愿冒着市占率下降的风险也要向高端转型，主要是家电市场需求开始低迷，今年 1-9 月份洗衣机行业增速较去年下滑，连滚

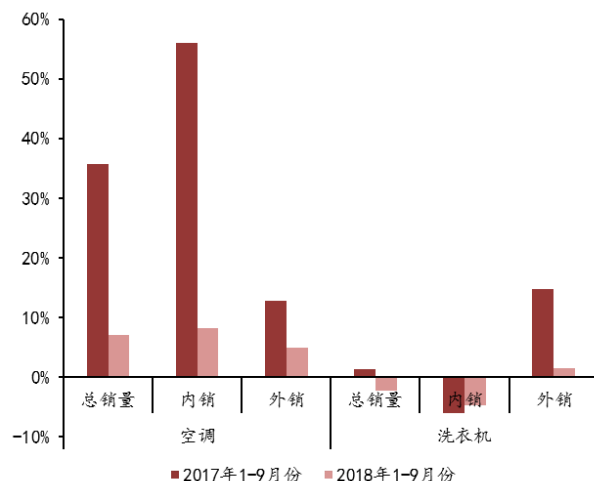
筒洗衣机增速也下滑明显；冰箱行业已经连续两年内销同比下降，空调行业的增速从去年的两位数降至今年的个位数。反应到公司财报上，小天鹅难续过去两位数营收增长，前三季报营收同比 9.01% 较去年同期减少 23.52pct。

图表 6：洗衣机增速下滑



数据来源：产业在线，爱建证券研究所

图表 7：冰箱行业连续两年内销同比下降，空调行业增速下滑



数据来源：产业在线，爱建证券研究所

但高端市场却有极大增长空间，高端产品所带来的高毛利、品牌美誉度更是吸引着企业进入。受市场影响，海尔前三季度营收增速也有所下降，但其高端品牌卡萨帝持续保持高增长，前三季度收入增长 49%。高端产品的拉动使得海尔整体仍保持两位数增长，冰箱业务收入增长 15.9%、洗衣机业务收入增长 16.2%、空调业务收入增长 15.7%。卡萨帝产品在高端市场更是保持绝对优势，如万元以上冰箱份额达到 36%，万元以上滚筒洗衣机份额达到 77%，16,000 元以上空调市场份额达到 42.7%。

洗衣机行业开始进入第二次升级浪潮。在滚动洗衣机增长降速的背景下，多桶洗、洗烘一体、干衣机、空气洗等多功能洗衣机推动行业均价提升，从海尔可以看到高端产品助力公司保持良好增长、带来可观利润，家电公司需要紧紧把握这次机会。

小天鹅虽然推出高端产品比佛利，单说洗衣机从功能、种类、数量方面弱于卡萨帝，且卡萨帝更是全品类的高端品牌，产品种类涵盖洗衣机、冰箱、空调、厨电、生活电器等，小天鹅单品类发力更是难以抗衡。随着小天鹅洗衣机竞争对手由杂牌、外资品牌变为海尔，以单一公司主体很难与之较高下。

图表 8：卡萨帝全品类发展，比佛利主要集中在洗衣机



数据来源：卡萨帝官网，爱建证券研究所

3、品牌整合的迫切性

美的集团作为全品类家电龙头，各类产品市占率都居前列，同样多元化发展较为成功的还有青岛海尔。

青岛海尔具有清晰的品牌线，公司现阶段有六大品牌：以海尔为支点，向下延伸有统帅，向上延伸有卡萨帝，向外延伸有日本 AQUA、新西兰 Fisher&Paykel、美国 GE Appliances。1、各品牌间有明确的客群或定位，海尔主要面向城市主流群体，统帅定位年轻时尚的 85 后群体，卡萨帝定位高端家电，Fisher&Paykel 主打奢华，GE Appliances 定位专业，AQUA 主要发力日本高端市场；2、自有品牌与外购品牌形成强势互补关系，如卡萨帝能依托日本 AQUA、新西兰 Fisher&Paykel、美国 GE Appliances 已经成熟的市场营销体系向外拓展，这三个外购品牌也能利用海尔深耕国内市场多年的销售渠道，并且在一个公司经营下更易打破技术壁垒实现良性发展。青岛海尔形成的多层级品牌矩阵，各品牌间市场定位清晰，能满足不同消费水平契合市场需求，提高企业长期竞争力加深护城河。

表格 1：青岛海尔旗下六大品牌情况

品牌	主要市场	地位	主要成果
海尔	全球市场	世界白电品牌第一	欧睿数据，大型家用电器品牌份额为 10.6%，实现九连冠
卡萨帝	中国为主，欧美为辅	中国高端家电第一	收入增速 41%；国内万元以上高端家电市场，以 35%份额持续引领高端品牌
统帅	中国市场	年轻人时尚家电首选	43%增幅超行业 10 倍
GE Appliances	北美为主，中国为辅	北美厨电品牌第一 北美家电品牌知名度第一	美国家电销量份额 20.4%，行业领先；厨电以 28.7%的销量份额位居行业首位

AQUA	日本	日本最受欢迎高端品牌	商用洗衣机 75%的市场份额，位居第一
Fisher&Paykel	澳大利亚、新西兰	新西兰国际顶级家电品牌	新西兰高端市场份额占比 36%

数据来源：公司 2017 年年度报告，网络整理，爱建证券研究所

相比海尔多品牌多产品的设置，美的集团已有的家电品牌除外购品牌 TOSHIBA、AEG 和基础品牌美的的全品类发展外，其他品牌主要基于单品类开展，包括中央空调的意大利 CLIVET、洗衣机的小天鹅及高端子品牌比佛利、冰箱高端子品牌凡帝罗。在品牌发展初期，单产品更易做大做强，然而在当前我国家电领域竞争激烈的市场环境下，销售模式从线上线下分离到双线结合并打造智慧家居整装出售的转变，消费习惯和消费群体的改变使得市场更加细分化，这些都不利于单产品单品牌运作。

公司预计在今年 12 月推出 AI 科技家电高端品牌 COLMO，势必对小天鹅的高端子品牌比佛利造成冲击。对外有强敌卡萨帝等，对内面临 COLMO，小天鹅继续保持独立个体处境或将尴尬。将小天鹅从“公司”变为“品牌”，完全纳入美的集团旗下，既能帮助美的完善品牌矩阵满足消费者个性化需求，同时也能更好的帮助小天鹅找准市场定位。

此外，自主品牌的提升一直是美的集团目标之一。并购海外品牌固然能帮助公司积极拓展海外市场、容易实现“走出去”，而自建品牌的成功更能体现公司实力。过去十年小天鹅在美的的协助下，无论市场竞争力、产品研发实力、品牌美誉度等都较高。通过合并，美的集团利用小天鹅的品牌价值，增加美的的产品的消费信任度，可以促进自身的发展。

4、物联网时代的来临

物联网是以互联网为核心和基础，用户端递延至物品与物品之间，进行信息交换和通信，它是继计算机、互联网之后世界信息产业发展的第三次浪潮。家电行业是物联网时代的重要发展领域，早在 2014 年智能音箱上市便引爆市场，智能家居概念开始进入人们视线，以手机 APP+WIFI 模式为主的智能化家电产品层出不穷。虽然现在智能家居已从风口进入平淡期，但是随着移动互联网及云计算的成熟、人工智能的发展、5G 通信商业化的到来，智能家居风口的最佳时机才刚刚来临，从单个产品演变至家庭场景的物物相连吸引了众多企业进入，巨头更是加速布局，如以互联网起步的小米，传统家电龙头的海尔、美的。

4.1 小米：“AI 赋能，万物互联”

小米集团率先提出“AI+IoT”万物智慧互联的概念。公司建立之初主营为手机业务，以此建立了良好的用户基数；而后生产小家电如小爱音箱、扫地机器人等扩大用户群；再推出空调、冰箱、油烟机、燃气灶、热水器、净水器等大家电丰富其应用场景；最后大家电+小家电+小米门锁、灯泡等智能产品+以小爱音箱为入口构建互联网家居生态圈。目前，AI 全面赋能下的 IoT 平台和 IoT 智能硬件，已经成为了小米增长的新引擎，根据三季报，公司 IoT 与生活消费产品实现收入 108 亿元，同比增长 89.8%，占比从去年同期的 16.7%扩大至 21.3%，已支持设备近 2000 款，智能设备连接台数达 1.32 亿台，居全球第一。

小米搭建智能家居是一种“开放”的态度，不仅支持米家内产品，还对外开放 IoT 系统。今年 11 月 28 日在其 MIDC 大会上宣称与宜家达成全球战略合作，未来宜家的全系统照明产品将接入米家 APP 和小爱语音控制，宜家作为全球最大的家居巨头，其广泛协同的客户群体将为小米带来大量潜在目标客户。灯泡虽小，却是“星星之火可以燎原”，可以想象以照明为入口势必让小米的 IoT 家庭场景更丰满。

图表 9：小米可接入的设备



数据来源：小米 MIDC 大会，爱建证券研究所

图表 10：IoT 成小米新的增长引擎

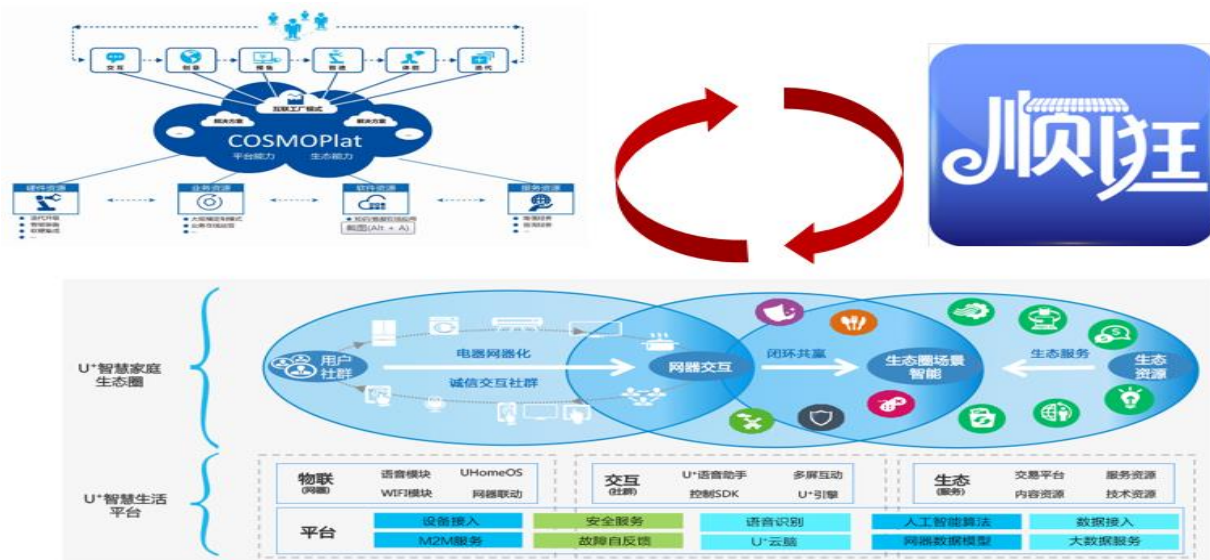


数据来源：小米官网，网络整理，爱建证券研究所

4.2 海尔：三大平台构建物联网生态

小米在 IoT 上动作频频，传统家电龙头企业也不甘示弱，海尔早已搭建智能家居生态圈。青岛海尔在 2014 年 3 月推出全球首个智慧生活操作系统——U+智慧生活操作系统，2015 年搭建国内首家家电移动端电商平台“顺逛”，2016 年自主研发智能制造云平台——COSMOplat，截至现在海尔的物联网生态以 U+智慧生活云平台、COSMOplat 工业互联网云平台、顺逛社群交互平台等三大平台为主。

图表 11：海尔三大平台构建互联网生态



数据来源：海尔官网，网络整理，爱建证券研究所

4.3 美的：品牌高端化和工业互联网为战略新方向

美的集团在物联网布局同样具有前瞻性，甚至比小米更早具有开放性思维。小天鹅在 2010 年已推出全球首款物联网洗衣机，但当时仅在应用环境较成熟的美国上市；直到 2014 年美的集团推进 M-SMART 智慧家居战略，积极开放实现第三方接入，并开始在空调、厨电等产品搭建物联网技术；2016 年深化智慧家居布局，与华为等公司建立战略合作伙伴关系，与恒大、保利、碧桂园等房地产展开合作，加大在照明、空气净化等方面投入；今年，美的集团在其 50 周年战略愿景发布会上分享了全新美的工业互联网平台 M·IoT 和 AI 科技家电高端品牌 COLMO，将品牌高端化和工业互联网作为公司未来战略的方向。

图表 12：美的集团物联网生态



数据来源：美的官网，网络整理，爱建证券研究所

从家电行业前景来看，以人工智能、大数据、物联网为基础的智能家居是发展趋势。对于美的来说，在智能家居市场大局未定时正是下棋好时机，但群雄争霸需掌握更多的筹码方能一较高下。新推出的 M·IoT 和高端品牌 COLMO 被消费者接受还需要时间，而小天鹅智能化进程已有多年，美的合并小天鹅能帮助其更快的推进新的工业互联网平台 M·IoT 和 AI 科技家电高端品牌 COLMO；对于小天鹅而言，不以个体以品牌、以产品的身份更好融入美的集团物联网生态，或许能再寻高增长机会，借智能家居之风展翅高飞。

5、投资建议

美的集团私有化小天鹅，一句话概括即“凡是过往，皆为序章”，无论美的也好小天鹅也罢，过去良好业绩已成历史，新的挑战已经来临。对于美的集团来说，小天鹅不仅仅是旗下优质资产，更是其发展综合性家电企业重要的品牌，是其推进高端化、全球化进程的重要一环；对小天鹅来说，不再以单独个体而以品牌的身份面世，更能享受美的集团资源。美的与小天鹅的结合，是一个相互成全的过程，我们强烈看好美的集团合并小天鹅后的发展。预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 3.08 元和 3.67 元，对应 PE 13 倍、11 倍，维持“推荐”评级。

6、风险提示

- 1、合并不及预期；
- 2、同业竞争加剧。

附表：公司盈利预测

资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	120621	169811	196013	231662	278558
货币资金	17196	48274	62756	82839	109347
应收票据	7427	10854	16281	24422	36633
应收账款	13455	17529	18580	19695	20877
其他应收款	1140	2658	2923	3216	3537
预付款项	1587	1672	1756	1844	1936
存货	15627	29444	33446	37991	43154
其他	64189	59380	60270	61656	63075
非流动资产	49979	78296	88253	97597	110735
长期股权投资	2212	2634	2897	3187	3505
固定资产	21057	22601	23957	25394	26918
无形资产	6869	15167	15925	16722	17558
其他	19842	37895	45474	52295	62754
资产总计	170601	248107	284266	329260	389293
流动负债	89184	119092	148146	182872	225212
短期借款	3024	2584	2481	2506	2556
应付账款	25357	35145	49203	66424	86351
预收账款	10252	17409	26114	36559	51183
其他	50550	63954	70349	77384	85123
非流动负债	12440	46090	63893	90074	128770
长期借款	2254	32986	49479	74219	111329
其他	10186	13104	14414	15855	17441
负债合计	101624	165182	212040	272947	353981
股本	6459	6561	6627	6627	6627
资本公积	13597	15545	18187	21279	24897
留存收益	41058	51876	64327	79765	98909
其他	13	(245)	(200)	(200)	(200)
少数股东权益	7850	9188	10842	12793	15096
归属母公司所有者权益	61127	73737	88941	107471	130232
股东权益合计	68977	82925	99782	120264	145328
负债和股东权益	170601	248107	311822	393211	499309

现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	15862	18611	21996	26208	31565
折旧摊销	0	0	0	0	0
资产减值损失	381	269	280	280	280
财务费用	(649)	33	(620)	(400)	(400)
投资收益	(1286)	(1830)	(1670)	(1750)	(1750)
营运资金变动	10073	19282	(2852)	923	4557
经营活动现金流	26695	24443	21998	19799	17819
投资活动现金流	(19781)	(34740)	(27792)	(22233)	(21122)
筹资活动现金流	160	19652	21420	21849	22286
现金净增加额	7326	9318	15827	19614	19183

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	159842	241919	273368	315740	366575
营业成本	115615	180461	203199	232662	268725
营业税金及附加	1077	1416	1601	1849	2146
销售费用	17678	26739	30696	35914	42020
管理费用	9621	14780	12563	13820	15892
财务费用	(1006)	816	(1000)	1000	1000
资产减值损失	381	269	320	420	420
公允价值变动收益	117	(25)	(900)	80	80
投资净收益	1286	1830	1400	1200	1200
其他	(442)	2385	(800)	(800)	(800)
营业利润	17436	21628	25690	30556	36851
营业外收入	1819	467	230	340	460
营业外支出	340	240	90	120	245
利润总额	18915	21855	25830	30776	37066
所得税	3053	3244	3834	4568	5501
净利润	15862	18611	21996	26208	31565
少数股东损益	1178	1328	1569	1869	2251
归属母公司净利润	14684	17284	20427	24339	29313
EPS (元)	2.27	2.63	3.08	3.67	4.42

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%)					
营业收入增长	14.71%	51.35%	13.00%	15.50%	16.10%
营业利润增长	16.89%	15.54%	18.19%	19.15%	20.44%
归属母公司净利润增长	15.56%	17.70%	18.19%	19.15%	20.44%
获利能力 (%)					
毛利率	27.67%	25.40%	25.67%	26.31%	26.69%
净利率	9.19%	7.14%	7.47%	7.71%	8.00%
ROE	23.00%	22.44%	22.04%	21.79%	21.72%
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.57%	66.58%	68.00%	69.41%	70.89%
流动比率	1.35	1.43	1.32	1.27	1.24
速动比率	1.18	1.18	1.10	1.06	1.05
营运能力					
总资产周转率	1.07	1.16	1.10	1.10	1.10
存货周转率	8.87	8.01	7.10	7.10	7.10
应收账款周转率	13.35	15.54	14.80	14.80	14.80
每股指标 (元)					
每股收益	2.27	2.63	3.08	3.67	4.42
每股经营现金流	0.02	3.00	3.23	3.30	3.36
每股净资产	9.46	11.24	13.42	16.22	19.65
估值比率					
P/E	17.02	14.69	12.55	10.53	8.75
P/B	4.09	3.44	2.88	2.39	1.97

数据来源：爱建证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在~5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在~5%以下。

重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com