

000651.SZ
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 60.19

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9.6)	12.9	5.8	(3.7)
相对深证成指	(35.7)	9.0	7.4	(40.7)

发行股数(百万)	6,016
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	362,087
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,675
净负债比率(%) (2020E)	(77)
主要股东(%)	
香港中央结算有限公司	17

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2020 年 11 月 2 日收市价为标准

格力电器

产业链高壁垒, 看好渠道变革

格力电器是国内最大的空调制造商, 2019 年公司家用空调内销量为 3382 万台, 市场份额位居行业第一。2019 年底格力电器股改完成, 格力电器开启渠道变革。我们看好格力电器渠道变革带来的份额回升。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- **2021-2023 年中国空调行业面临较为宽松的环境。**中国家用空调需求从 23 年开始将由更新需求主导, 出货量增速下行至个位数。21-23 年行业需求较为旺盛, 为格力的渠道变革提供了有利的外部条件。
- **格力目前渠道变革措施走在正确的方向上。**目前格力正在积极推进线上零售渠道的发展, 线下渠道的结构以及体系的转变, 以及信息化系统的假设。我们认为格力渠道改革所采取的措施均在正确的方向上。
- **渠道变革的实质是产业链利润的再分配, 格力在产业链中的地位为其提供了主导权。**根据我们对不同厂商的产业链利润的拆解, 格力在产业链利润中占比明显高于其他品牌。以往在产业链中的主导地位为格力电器在渠道变革中提供了主动权。
- **产业规模带来的产业链壁垒, 为格力提供了较强的安全边际。**全球每年的家用空调需求量约为 2 亿台, 其中超过 70% 的空调生产来自中国, 格力在中国空调产量中约占 30% 的份额。高市场份额给格力电器提供了利润率保障, 安全边际较强。

估值

- 预计公司 2020-2022 年扣非净利润分别为 184/247/289 亿, 当前股价对应 PE 分别为 20X/15X/13X。在行业环境相对宽松, 有着良好的参考案例的情况下, 渠道变革成功的概率较大。渠道变革成功带来的线上渠道份额将直接使得格力电器在整体空调市场份额回升。首次覆盖给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 渠道变革进度不达预期; 行业竞争加剧; 外部环境变化对行业整体影响。

投资摘要

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	200,024	200,508	179,423	204,414	231,597
变动(%)	n.a.	0	(11)	14	13
扣非净利润(人民币 百万)	25,926	24,949	18,357	24,717	28,891
全面摊薄每股收益(人民币)	4.314	4.151	3.054	4.113	4.807
变动(%)	n.a.	(3.8)	(26.4)	34.6	16.9
全面摊薄市盈率(倍)	14.0	14.5	19.7	14.6	12.5
价格/每股现金流量(倍)	13.4	13.0	(454.7)	7.1	13.6
每股现金流量(人民币)	4.50	4.64	(0.13)	8.51	4.43
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.3	8.6	12.3	7.8	6.2
每股股息(人民币)	1.575	0.900	1.171	1.542	1.803
股息率(%)	2.6	1.5	1.9	2.6	3.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

家用电器: 白色家电

证券分析师: 杨振艺

zhenyi.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090002

证券分析师: 孙谦

(8621)20328348

qian.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520070001

目录

空调行业龙头再起舞	5
空调行业老兵，发展贯穿中国空调史.....	5
空调内销业务一枝独秀.....	5
空调行业趋缓，高 ROE 面临挑战.....	6
股权改革后，格力电器重新激发活力.....	6
空调行业增速下行，零售线上化趋势持续	8
空调行业天花板仍高，长期来看将进入低速增长通道.....	8
电商基础设施完善，空调零售线上化趋势持续.....	9
企业在线上渠道的优势转变为整体优势.....	11
格力渠道变革具有必然性，当前时机成熟	12
线上渠道对于线下渠道的替代是必然趋势.....	12
淡季返利的渠道模式为格力在行业高增速阶段提供了壁垒，当前遭遇瓶颈.....	13
格力的渠道变革能否成功？道路是曲折的，前途是光明的	16
重拾空调终端市场份额优势是渠道变革的最直接目标.....	16
渠道加价率的下降，取决于整体价格体系的变化.....	17
格力渠道变革道阻且长	18
三条路径上的变革已经启动.....	18
渠道变革的进一步深化，细节如何落地至关重要.....	19
格力在产业链利润的高占比为其提供了利润再分配的主导权.....	19
产业链壁垒提供了充分的安全垫	21
风险提示	23

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 格力电器发展历程.....	5
图表 2. 格力电器各项主营收入.....	6
图表 3. 格力各项主营业务毛利率.....	6
图表 4. 格力电器 ROE 变化及与美的海尔对比.....	6
图表 5. 格力电器股权结构变化.....	7
图表 6. 家用空调保有量及增速.....	8
图表 7. 2019-2040 年各要素变化对总体保有量变化影响.....	8
图表 8. 中国家用空调内销出货量及其增速.....	9
图表 9. 仓储业新增固定资产金额及增速.....	9
图表 10. 中国网购规模及变化.....	9
图表 11. 中国快递业务量变化.....	10
图表 12. 中国快递单价变化.....	10
图表 13. 三大白电线上零售量占比.....	10
图表 14. 三大白电线上零售额占比.....	10
图表 15. 2019 年以来, 格力及美的线下零售量份额变化.....	11
图表 16. 2019 年以来, 格力及美的线上零售量份额变化.....	11
图表 17. 线上与线下渠道资产周转率对比.....	12
图表 18. 线上与线下渠道经营利润率对比.....	12
图表 19. 零售口径下各渠道回报率测算 (自然年).....	13
图表 20. 2019 年以来, 格力的线下品牌溢价在下降.....	16
图表 21. 疫情修复后, 格力的线上品牌溢价迅速修复.....	17
图表 22. 格力与美的渠道加价率估算.....	17
图表 23. 行业低景气度情况下, 渠道现金流相对终端价格敏感度测算.....	18
图表 24. 格力销售体系示意图.....	18
图表 25. 格力渠道变革举措.....	19
图表 26. 库存上升周期, 格力产业链利润占比提升.....	20
图表 27. DCF 估值表.....	21
图表 28. 格力空调内销利润率变化.....	21
图表 29. 空调业务利润占比变化.....	21
图表 30. 格力内销市场份额变化.....	22

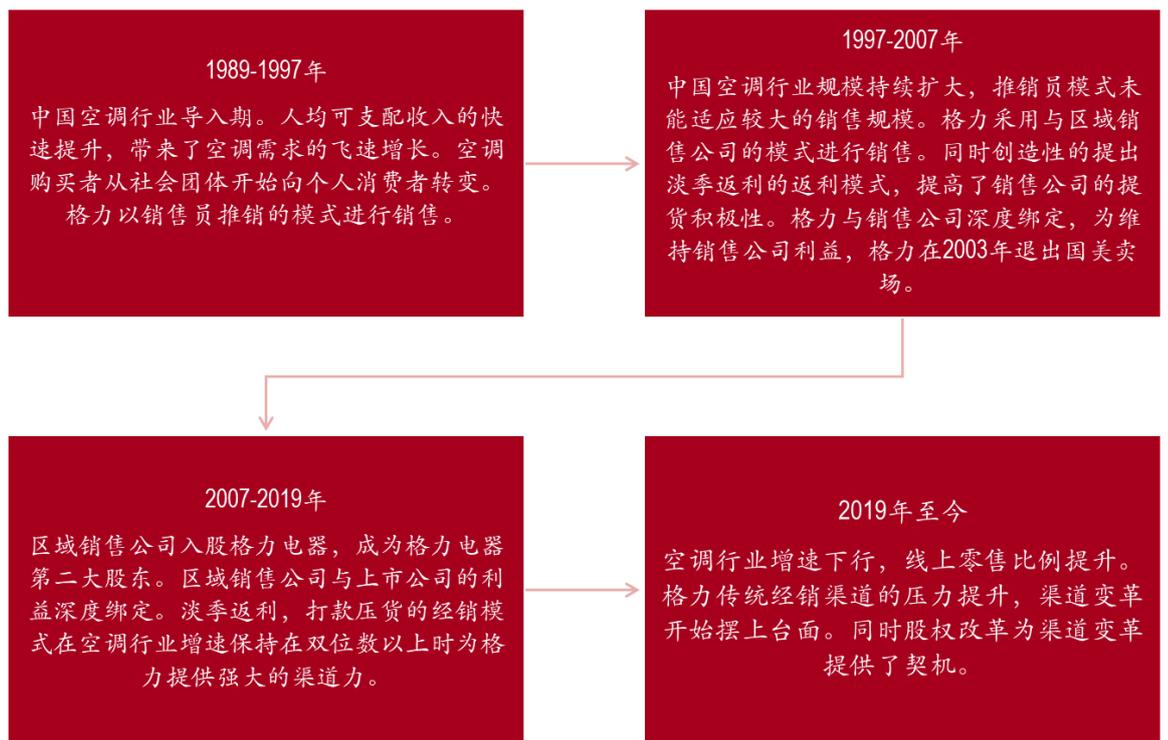
图表 31. 格力空调内销单价变化.....	22
图表 32. 格力市值敏感性分析 (亿元) (绝对估值法)	22
损益表(人民币 百万).....	24
资产负债表(人民币 百万).....	24
现金流量表(人民币 百万).....	24
主要比率 (%).....	24

空调行业龙头再起舞

空调行业老兵，发展贯穿中国空调史

格力电器（全称珠海格力电器股份有限公司）成立于1989年，成立初期主要业务为组装生产家用空调，现已发展为中国最大的家用空调制造商。2019年，格力电器全年收入达2000亿人民币，归母净利润达247亿人民币。

图表 1. 格力电器发展历程

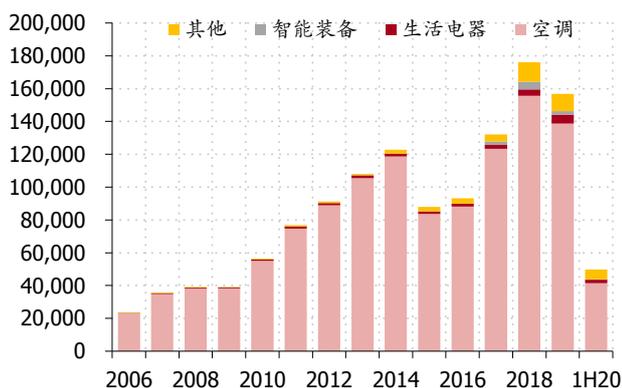


资料来源：公司公告、国家统计局、中银证券

空调内销业务一枝独秀

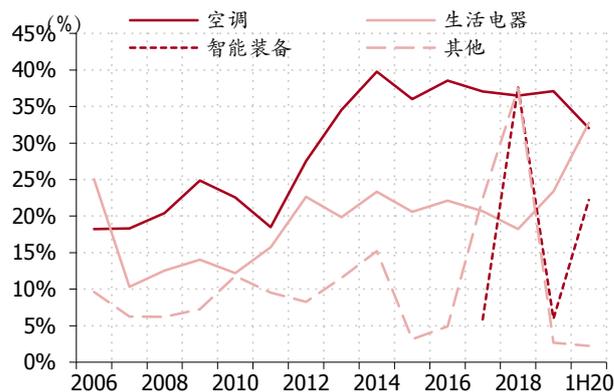
根据2020年上半年格力财报，空调业务占主营业务收入的83%，空调毛利率高达37%，明显高于其他业务。在格力多年的发展历史中，空调业务一直是格力的主营业务，格力也凭借着自身在空调领域的深耕细作，多年来一直稳居中国空调行业龙头。

图表 2. 格力电器各项主营收入



资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 格力各项主营业务毛利率



资料来源: Wind, 中银证券

空调行业趋缓，高 ROE 面临挑战

根据 2020 年上半年格力财报，空调业务占主营业务收入的 83%，空调毛利率高达 37%，明显高于其他业务。在格力多年的发展历史中，空调业务一直是格力的主营业务，格力也凭借着自身在空调领域的深耕细作，多年来一直稳居中国空调行业龙头。伴随着房地产管控以及更新需求渐渐成为主导，中国空调行业增长趋缓，同时竞争对手的渠道效率提升对格力的市场份额形成一定冲击，双重因素影响下，格力 ROE 在 2018、19 年出现明显下降，2019 年首次低于美的。

图表 4. 格力电器 ROE 变化及与美的海尔对比



资料来源: Wind, 中银证券

股权改革后，格力电器重新激发活力

2019 年年底，格力集团向珠海明骏转让其所持有的 15%格力电器股份获得珠海国资委批复，格力集团与珠海明骏正式达成协议。自此，珠海明骏成为了格力电器除陆股通以外的第一大股东。格力电器管理层在珠海明骏中持股比例达 11%，加上珠海明骏未来推动的股权激励改革，管理层在格力电器的最高持股比例可超过 6%。

股权改革对管理层与上市公司之间起到了深度绑定作用，也激发了格力电器的活力与决心。2019 年双十一，格力电器通过其线上销售平台“董明珠的店”进行让利销售活动，正式掀开了格力渠道变革的序幕。

图表 5. 格力电器股权结构变化

		2019 年股权改革前		
持股方	格力集团	京海担保	董明珠及管理层	
持股比例(%)	18.22	8.91	~1	
实际控制人	珠海国资委	9 大代理商		
		2019 年股权改革后		
持股方	格力集团	京海担保	珠海明骏	董明珠及管理层
持股比例(%)	3.22	8.91	15	~1
实际控制人	珠海国资委	9 大代理商	高瓴, 管理层实体持股约 11%	

数据来源: Wind, 中银证券

空调行业增速下行，零售线上化趋势持续

在经历了 09-11 年家电下乡、18 年房地产竣工进入寒冬、19 年凉夏现象以及 20 年新冠疫情等一系列外部环境变化后，中国空调百户保有量已经超过 120 台。在空调普及率到达天花板的情况下，空调行业进入低速增长是必然结果。根据我们的测算，2023 年开始，中国空调需求以更新需求为主导。

空调行业天花板仍高，长期来看将进入低速增长通道

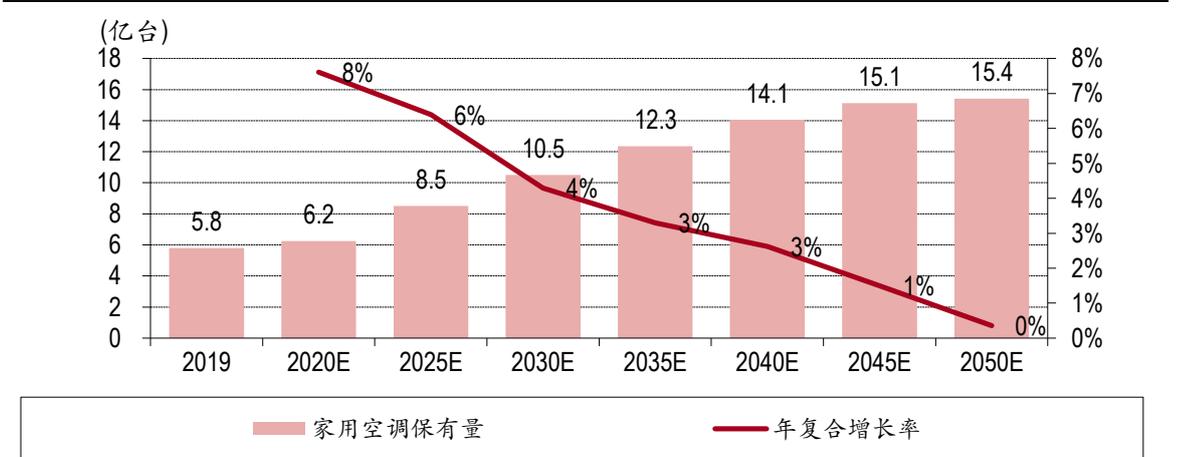
长期来看，中国家用空调保有量约在 2040 年达到天花板（约 14 亿台）。考虑到当前空调普及率已基本达到 100%（百户保有量超过 120 台），空调出货量增长将进入低速通道，尤其是在 2023 年更新需求成为主导之后。

中国家用空调保有量尚有 140% 的增长空间

根据我们的测算，到 2040 年左右，中国家用空调保有量将达到稳态，总规模增长至超过 14 亿台，相比 2019 年增长超过 140%；百户保有量增长至超过 240 台，相比 2019 年增长接近 1 倍。

中国未来空调保有量的增长空间，主要受以下 2 个因素影响：**1) 百户保有量的增长。**根据统计局城乡空调百户保有量测算，当前中国空调百户保有量约为 124 台，相比日本（2014 年已达到 241 台，并在缓慢增长），美国（以中央空调为主，若以一台中央空调等于三台家用式分体空调计算，百户保有量约为 300 台）尚有 1 倍左右的增长空间。**2) 家庭户数的增长。**当前中国家庭户均人数呈现下降的趋势，主要来源于城镇化后家庭常住人口的减少以及独居家庭比例的提升。

图表 6. 家用空调保有量及增速



资料来源：中国统计局，中银证券

图表 7. 2019-2040 年各要素变化对总体保有量变化影响

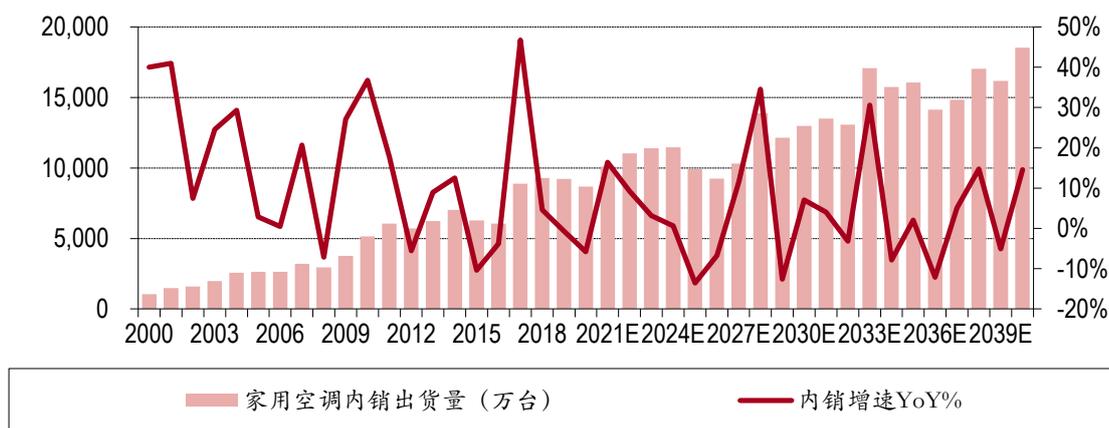
	变化率 (%)	农村总保有量 (亿台)	城镇独居家庭总保有量 (亿台)	城镇普通家庭总保有量 (亿台)	全国总保有量 (亿台)	全国总保有量 (亿台) - 原始	保有量变化率 (%)	变化敏感度 (%)
总人口	1	1.28	0.26	4.33	5.87	5.80	1	100
城镇化率	14	0.81	0.32	5.36	6.49	5.87	11	74
农村户均人数	(12)	0.92	0.32	5.36	6.60	6.49	2	14
农村百户保有量	178	2.56	0.32	5.36	8.24	6.60	25	14
城镇独居家庭比例	8	2.56	0.51	5.17	8.24	8.24	0	0
城镇独居家庭百户保有量	170	2.56	1.37	5.17	9.10	8.24	11	6
城镇普通家庭户均人口	(14)	2.56	1.57	5.93	10.06	9.10	10	75
城镇普通家庭百户保有量	67	2.56	1.57	9.93	14.06	10.06	40	59

资料来源：中国统计局，中银证券

中国家用空调出货量增长开始进入低速通道

家用空调保有量提升趋缓，意味着家用空调新增需求的增速放缓，我们以10年空调的更新周期进行计算，中国家用空调的需求将从2023年开始以更新需求作为主导。以更新需求作为主导，意味着行业出货量的增速将下行至中低个位数。根据我们的测算，2019-2023年中国空调内销出货量年复合增长率约为5%，2023-2040年年复合增长率约为3%。

图表 8. 中国家用空调内销出货量及其增速

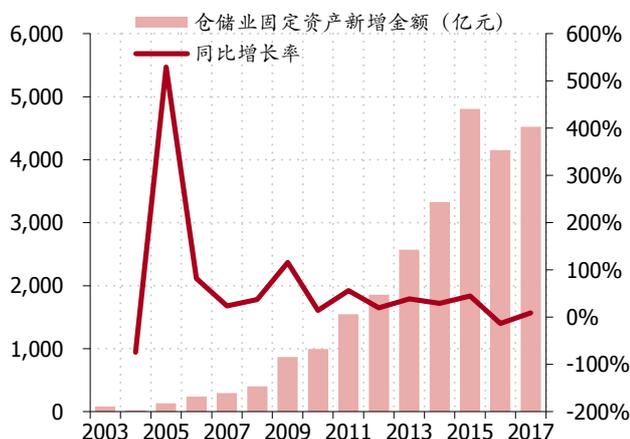


资料来源：中国统计局，中银证券

电商基础设施完善，空调零售线上化趋势持续

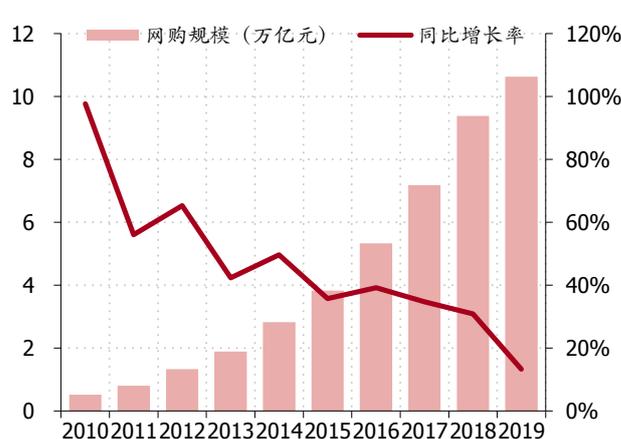
电商基础设施的完善，使得电商成为了零售的重要渠道。电商基础设施，包括 1) 宽带接入，代表信息流。宽带接入速度提高意味着两件事，一是用户在单位时间内可接收的信息更多，使得线上购物体验越发靠近线下购物，二是网络资费下降，使得商家和消费者的进入门槛下降。2) 线上支付系统，代表资金流。线上购物的可获得性提高之后，线上购物的安全性开始被重视。2010年支付宝推出快捷支付，根据支付宝披露的数据，原来不足70%的支付成功率提升至90%以上，保障了线上交易的顺利完成。3) 仓储物流，代表实物流。仓储物流作为重要的中国电商基础设施，其发展得益于电商的发展，同时仓储物流的完善，又反过来促进线上消费。电商对于仓储物流发展的推动作用始于2007年左右，在2015年基本完善。2007-2015年，中国仓储业新增固定资产金额年复合增速超过40%。2011年，网购规模的快速增长以及前期仓储物流设施的投入开始显现价值，快递单价下降，进一步降低了线上购物门槛，推动电商发展。

图表 9. 仓储业新增固定资产金额及增速



资料来源：中国统计局，中银证券

图表 10. 中国网购规模及变化



资料来源：Wind，中银证券

图表 11. 中国快递业务量变化



资料来源：中国统计局，中银证券

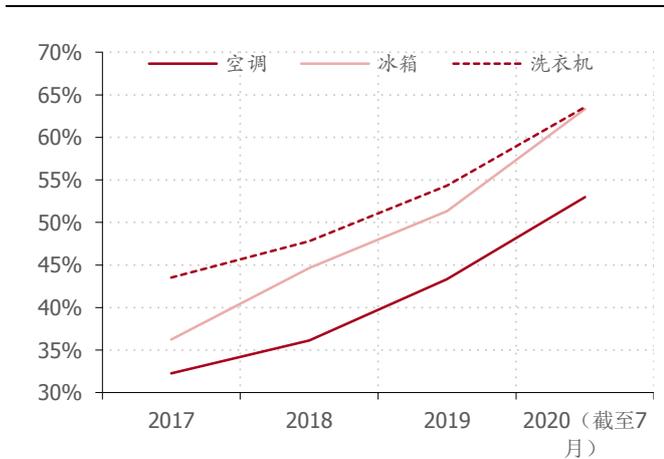
图表 12. 中国快递单价变化



资料来源：中国统计局，中银证券

家电作为标准化产品，且绝大部分不需要售后安装，有极高的线上销售属性。多数家电在电商 2.0 时代已经完成了零售渠道的迁移。根据工信部数据，2019 年家电零售线上销售金额为 5765 亿元，占家电总零售规模比例达 35.5%。在疫情催化下，2020 年截至 7 月份，空调/冰箱/洗衣机线上零售量占比分别达 53%/63%/64%，线上零售额占比分别达 45%/45%/46%。在白色家电中，冰箱、洗衣机由于其安装属性较低，因此线上销售比例明显高于空调。

图表 13. 三大白电线上零售量占比



资料来源：奥维云网，中银证券

图表 14. 三大白电线上零售额占比



资料来源：奥维云网，中银证券

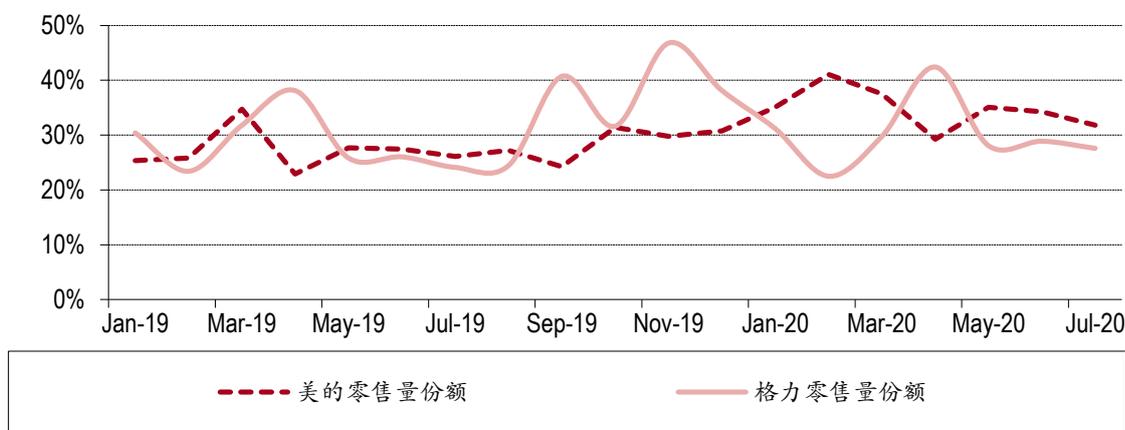
空调在零售额的占比上接近冰洗，但零售量占比明显低于冰洗，这意味着空调在线上渠道的产品与线下区隔仍不明显。从冰洗的线上线价价差来看（根据奥维云网数据，线上均价约比线下均价低 40-50%），基本已经完成了线上线下产品的区隔。

我们认为，空调的强安装属性是以往空调零售线上化慢于其他白电品类的主要原因。伴随着电商 3.0 的深入，线上与线下融合更加紧密，信息流更加通畅，零售与售后的分工将更加明确。空调与冰洗之间在线上零售量占比的差距将进一步缩小，线上渠道与线下渠道的产品区隔将更加明显。

企业在线上渠道的优势转变为整体优势

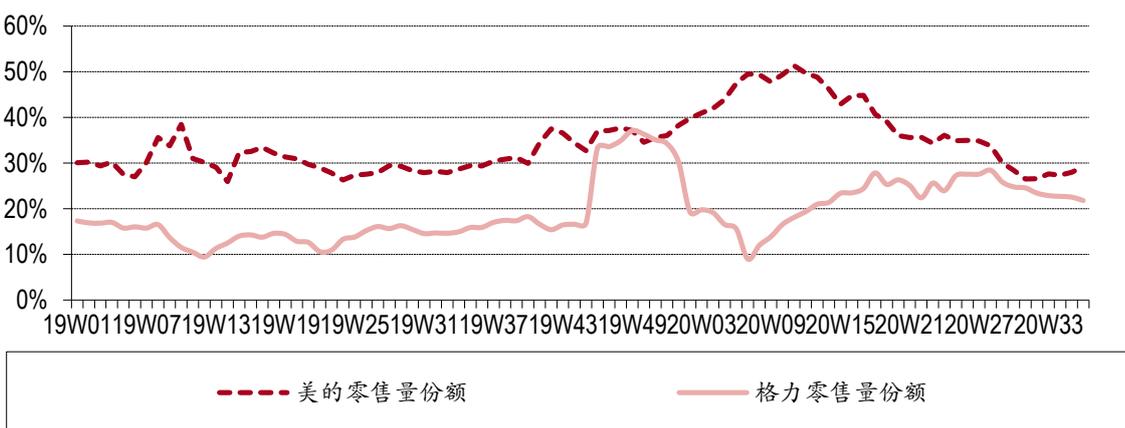
空调行业整体的零售线上化趋势，使得在线上渠道占优的企业获得了更大的市场份额。19年初，经历了渠道变革的美的在空调市场开始降价，美的与格力之间的均价差距不断拉大。在价格优势支持下，美的在零售端的市场份额迅速扩大。2019年，美的在线下/线上的零售量份额分别达 28%/31%，分别同比增长 4 个百分点/9 个百分点；而格力在线下/线上的零售量份额则分别为 31%/18%，分别同比下降 2 个百分点/上升 1 个百分点。美的在 2019 年线上零售份额的快速提升对格力的市场份额形成了一定的侵蚀。格力在 2019 年 11 月份开始渠道变革，与美的在线上零售价格差距迅速缩小，从 2019 年的 25% 左右的价差缩小至 15% 左右。2020 年格力线上渠道零售量份额提升至 25%，同比增长 11 个百分点。

图表 15. 2019 年以来，格力及美的线下零售量份额变化



资料来源：中怡康，中银证券

图表 16. 2019 年以来，格力及美的线上零售量份额变化



资料来源：奥维云网，中银证券

格力渠道变革具有必然性，当前时机成熟

我们认为，格力渠道变革具有必然性，且当期时机已经成熟。原因有三，1) 空调内销出货量的增速下行，高效率渠道替代低效率渠道的趋势加剧。竞争对手凭借在高效渠道的发力，份额明显提升；2) 整体行业趋缓叠加线上化趋势持续，格力自身业绩增长将导致线下经销渠道的经营压力不断加大，两者之间的矛盾必须得到解决；3) 股权改革后渠道原来作为支持管理层决策的角色已经失去价值，上市公司与渠道之间的关系更加市场化。

线上渠道对于线下渠道的替代是必然趋势

线上渠道对于线下渠道的替代，我们认为是一个必然趋势。原因有二，1) 线上渠道相对线下渠道而言效率更高，体现为其 ROE 更高。高效渠道对于资本的吸引将导致低效渠道的消失或革新；2) 对于制造商而言，线上渠道的加价链条短、加价率低，ROI 更高。在电商基础设施逐渐完善的情况下，线上购物的购物体验将逐渐接近线下零售店。

相比线下渠道，线上渠道是一个更高效的渠道

我们认为，渠道主体的 ROE 大小衡量了渠道的效率高低。渠道主体的 ROE 水平决定其是否向外扩张，如果在渠道扩张的过程中 ROE 水平维持不变甚至提高，那么渠道主体就不会不断扩张（在线下体现为门店数量的增加，线上体现为不断扩大的社会化物流体系）。同样地，在行业增速下行的情况下，高 ROE 渠道相比低 ROE 渠道有更强的竞争力，形成替代效应。

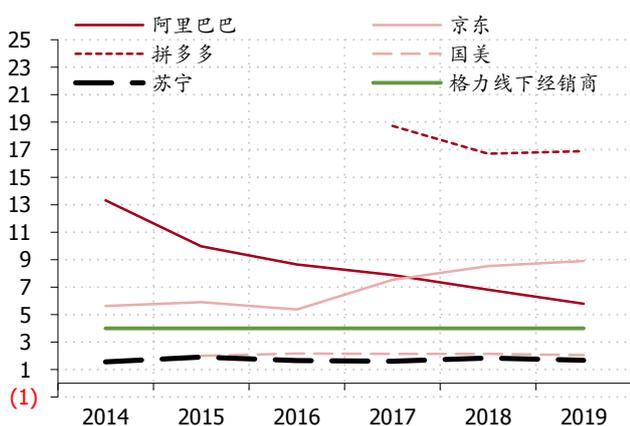
总体来看，线上渠道 ROE 高于线下，线下经销渠道 ROE 略高于线下 KA 渠道。渠道 ROE 的不同，主要体现在

1) 渠道的周转率的不同。线上渠道周转率显著高于线下渠道。高效渠道的周转率相对更高，即在资产相同的情况下可以创造更多的收入，体现为资产周转率更高。我们通过 GMV 与总资产的比值来计算渠道的资产周转率，线上渠道得益于轻资产性质，即便是自建物流的京东，其资产周转率也有 6 次左右，在增加电商平台业务比例后，网络效应进一步提升了资产周转率。而线下 KA 渠道周转率仅有 2 次，经销商因其体量较小，周转率约为 5 次。线上渠道周转率的优势，是其整体效率领先的主要原因。

2) 渠道盈利能力的不同。线下经销商盈利能力略强于线上渠道以及线下 KA 渠道。我们假设，格力线下经销商经营利润率约为 5%，而线上渠道和 KA 渠道，在经营空调品类时经营利润率约在 1-2% 左右。考虑到所得税的对冲，线下经销商渠道的盈利能力优势未能完全抵消周转率上的劣势。

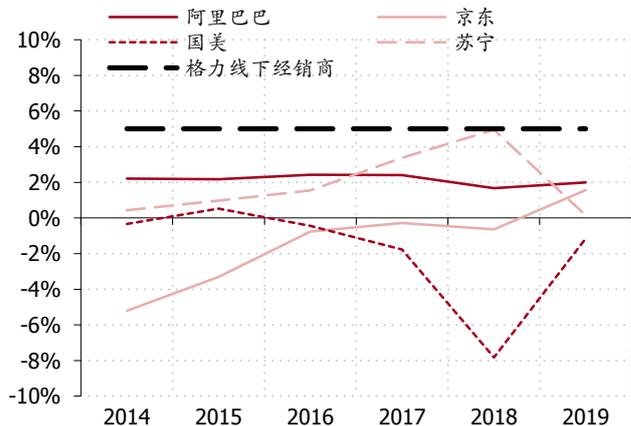
3) KA 具有经营杠杆优势。考虑到线下经销商规模较小，一般而言不会产生经营杠杆。而 KA 的资产负债率在 60% 左右。经营杠杆产生的权益乘数使得 KA 整体 ROE 与线下经销商接近。

图表 17. 线上与线下渠道资产周转率对比



资料来源：Wind，中银证券测算（注：线下经销商周转率为假设数据）

图表 18. 线上与线下渠道经营利润率对比



资料来源：Wind，中银证券测算（注：线下经销商利润率为假设数据）

相比线下渠道，线上渠道 ROI 更高

从行业整体来看，制造商通过线上渠道进行销售，有着较高的利润率以及现金回报率。即便是格力给予其经销商较为丰厚的利润，其经销商渠道的利润率以及现金回报率也并未超过线上渠道。线上渠道凭借其较低的加价率，使得制造商在分销环节可以用更高的价格出货，获取更高的利润率。也就是说，即便存在格力这种通过高返利来深度绑定经销商的方式，从渠道的 ROI 来看，线下渠道的回报率天然低于线上渠道。

图表 19. 零售口径下各渠道回报率测算（自然年）

	线上渠道	KA 渠道	经销商渠道-行业整体	经销商渠道-格力	核心假设
制造商出货量 (台)	1.00	1.17	1.25	1.42	零售端每卖出一台空调，其他制造商在线上渠道出货量为 1, 在 KA 渠道出货量为 1.17(压 2 个月的货)，在经销商渠道为 1.25 (压 3 个月的货)，格力在经销商渠道出货量为 1.42 (压 5 个月的货)
单台空调出货价 (元)	2,586	2,419	2,308	2,400	同一产品零售价相同，线上及 KA 渠道采用倒扣制 (线上扣点率为 16%，KA 扣点率为 24%，经销商渠道加价率约为 30%，格力的经销商渠道加价率约为 25%)
制造商收入 (元)	2,586	2,831	2,885	3,400	出货量乘以单台空调出货价
单台空调成本 (元)	1,615	1,615	1,615	1,615	经销渠道毛利率 30%，成本相同
制造商成本 (元)	1,615	1,890	2,019	2,288	单台空调成本乘以出货量
制造商利润 (元)	971	941	865	1,112	收入-成本
制造商利润率(%)	38	33	30	33	利润除以收入
制造商库存 (元)	0	(269)	(404)	(673)	线上不囤货，KA、行业经销商和格力经销商分别囤货 2 个月、3 个月和 5 个月
制造商给予渠道返利 (元)	0	142	288	510	线上无返点，KA、行业经销商和格力经销商分别返点 5%、10% 和 15%
制造商净现金流入 (元)	755	563	817	885	收入减返利减成本，再减去一个月应收货款 (经销商渠道为加上一个月预收货款)
制造商现金回报率(%)	29	20	28	26	净现金流入除以收入
单台空调零售价 (元)	3,000	3,000	3,000	3,000	线上线下同价。零售价均为 3000 元
空调零售数量 (台)	1	1	1	1	均为 1
渠道商收入 (元)	3,000	3,000	3,000	3,000	零售单价乘以零售量
渠道商单台空调提货价 (元)	2,586	2,419	2,308	2,400	等于制造商出货价
渠道商利润 (元)	414	722	981	1,110	零售收入-零售成本+返利
渠道商利润率(%)	16	24	33	37	利润除以收入
渠道商库存 (元)	0	167	250	517	线上不囤货，KA 及经销商分别囤货 2 和 3 个月
渠道商净现金流入 (元)	629	547	163	(131)	零售收入加返利减零售成本，再加去一个月应付货款 (经销商渠道为减去一个月预付货款)
渠道商现金回报率(%)	21	18	5	(4)	净现金流入除以收入

资料来源：中银证券测算（注：上表测算均为假设）

淡季返利的渠道模式为格力在行业高增速阶段提供了壁垒，当前遭遇瓶颈

对于家电公司来说，产品、渠道、消费者（终端需求）是组成价值链的三大重要元素，渠道作为产品与消费者之间的纽带，在消费者购买前起到触达与推介产品的作用，在消费者购买后又为消费者提供安装、维保服务（关系到后续更新需求及消费者间的口碑营销），其重要性不言自明。从另一角度来看，渠道亦是为了触达和服务更广泛的消费者而存在，因此，1) 终端需求的变化，例如群体、层级、消费习惯等，会影响渠道的变化；2) 在触达和服务同样终端需求的基础上，更高效的渠道利于价值链整体效率的提升，从而更有利于创造价值。格力的传统渠道模式，当前遭遇了瓶颈。

2021-2023 年，空调行业面临较为宽松的行业环境

任何时候渠道作为产品和消费者之间的纽带，均受到终端需求特性和渠道基础设施两者共同影响（产品属性一般变化较少）。纵观国内空调的渠道演化历史，空调分销渠道在空调渗透率逐步提升的过程中，经历了四个主要阶段：1) KA 为主的分销时期（2009 年前）；2) 代理-分销兴起的专卖店时期（2009-2015 年）；3) 电商渠道快速扩张时期（2015 年-2018 年）；4) 线上线下融合时期（2019 年至今）。根据我们的测算，21-23 年，空调需求仍由新增需求主导，叠加疫情带来的需求后移，空调行业内销增速在双位数以上。2021-23 年，空调行业内销增速在双位数以上，行业环境相对宽松，为格力渠道变革提供了有利的客观条件。

2009 年前：KA 为王

家用空调器产品成型于 20 世纪初期，在 1950 年代在美国开始大量普及，1985 年左右被引进入我国市场，迄今已有 35 年时间。回顾历史，从生产端上来看，1985 年我国空调年产量仅为 12 万台左右，直到 1992 年，年产量也仅约 150 万台左右。极为有限的产能叠加核心零部件（压缩机）高度依赖进口，使得空调售价高企，彼时空调安装和应用的主要场景局限在办公室、写字楼、餐厅、歌舞厅等，居民家庭使用则非常有限。

进入 21 世纪，随着我国经济的快速发展，需求带动产能扩张，同时核心零部件国产化也在一定程度上降低了空调的销售价格，使得空调开始在居民生活中普及。需要注意的是，从产业在线数据来看，直到 2008 年，我国家用空调内销规模不足 3,000 万台/年，而从国家统计局公布的家用空调渗透率来看，08 年及以前，家用空调主要渗透对象为城镇居民，而 08 年农村居民家用空调百户保有量不足 10 台。

2009-2015 年：“三大政策”与代理制的兴起

2009 年家电下乡政策启动，三四线城市需求成为主导。在需求分散化的情况下，扎根于一二线城市市的 KA 渠道未能满足政策带来的需求增长。三大白电企业龙头，开始深化自身渠道网点的铺设，通过专卖店的形式不断深入到各个低线城市。三大政策带动了低线市场需求增长，同时也带动了代理制的兴起。格力盛世欣兴的分销体系逐渐巩固，格力的价格体系由此确立。

2015-2018 年：线上渠道扩容

2015 年，伴随着电商基础设施的完善，加上铜价持续走低，部分小品牌通过线上销售的模式获得了一定的市场份额。尽管后来伴随着行业龙头对于线上销售的重视以及原材料价格的回升，小品牌竞争力逐渐下降。小品牌在线上销售的尝试，打开了线上渠道的销售通路，市场份额的快速提升，意味着更高效的销售渠道正在不断形成。2015-2018 年除了线上渠道扩容，还经历了空调需求的复苏。良好的行业环境给予了渠道变革充分的宽容度。

2019 年至今：双线融合时代

线上零售常态化后，电商平台流量增速开始下滑。电商的流量红利逐渐减少，线下流量对于线上销售的反哺作用开始凸显。我们认为，在接下来的 2-3 年里，在房地产竣工回暖加上新冠疫情导致需求集中释放的情况下，空调行业将再一次面临较为宽松的行业环境，而且这也可能是最后一次行业整体增速在双位数以上。

格力经销体系现金流压力与格力自身业绩增长之间产生矛盾

从图表 19 我们可以看出，格力的经销商渠道相比行业其他品牌的经销商渠道，有着两个明显的特征，1) **高利润率**。格力给予经销商渠道较高的返利政策，使得经销商无论是在利润规模还是利润率上，都明显领先其他渠道商。2) **高现金压力**。格力经销商的高利润率来自高返利政策，而获取高返利的前提则是打款提货，也就是替格力承担库存。因此，我们看到，在行业景气度较低的年份（渠道压货达到 5 个月），格力经销商利润率仍高，但现金回报率为负值。

我们认为，格力现有经销体系的持续运转，有一个先决条件：**经销商完成格力的年度提货任务，获得相应的返利**。经销商年度任务的大小，对经销商的现金流压力有着直接的影响。如果任务过高，经销商无法完成，则经销商无法获得返利，无法使用返利进行提货，现金流压力变大；如果任务过低，则上市公司的出货量得不到保证，格力的业绩无法得到保证。在行业上行期，行业规模不断扩大，较高的 ROE 吸引渠道不断扩张，现金流的压力会被不断增长的利润规模抵消。在行业下行期，尤其是线下规模下行周期，现金流压力将会明显扩大。在经销商现金流出现压力情况下，格力有两个选择，一是维持高增长任务，二是补贴经销商，扩大终端份额。这两种行为在传统的经销体系下，无法很好地解决现金流压力与业绩增长之间的长期矛盾。

格力的渠道变革能否成功？道路是曲折的，前途是光明的

格力渠道变革的直接催化剂是竞争对手在渠道变革后迅速降低渠道加价率，快速提升份额。格力渠道变革的最直接目标是市场份额的回升。为达成这个目标，不同品牌在过往实施的渠道变革，为格力提供了众多参考样本。我们认为，在渠道变革的过程中，降低渠道加价率，以及提高对于终端价格的把控能力，是格力最核心的变革路径。

我们旗帜鲜明地看好格力渠道变革。原因有三，1) 21-23 年，空调市场增速在双位数以上。较好的行业环境，给予了渠道变革充分的宽容度。2) 新能效标准的实施为行业整体提供了均价上升的空间。渠道变革带来的终端价格波动在一定程度上可被对冲。3) 渠道变革最大的难点在于区域销售公司的角色转变。格力在产业链中的高利润占比，为其重新分配渠道利润提供了主导权。

重拾空调终端市场份额优势是渠道变革的最直接目标

2019 年开始，格力终端零售市场的份额优势在美的降价的情况下不断丧失，甚至一度被美的反超。我们认为，格力零售市场份额的下降，主要是由于相比竞争对手而言，格力的性价比在下降。我们用品牌溢价（份额差+价差）来衡量格力与美的品牌力、产品力和渠道力之间的综合差距。以往格力在线下的溢价约为 20%，相比线上溢价（10%）较高，我们认为这是格力线下渠道优势所带来的。19 年在美的价格战的驱动下，格力线下溢价下降，格力在丧失渠道优势后显得比美的更“贵”。疫情修复后，格力线下溢价恢复至约 10%，低于 2019 年价格战期间的 15%，明显低于行业上升周期时约 20%的溢价。

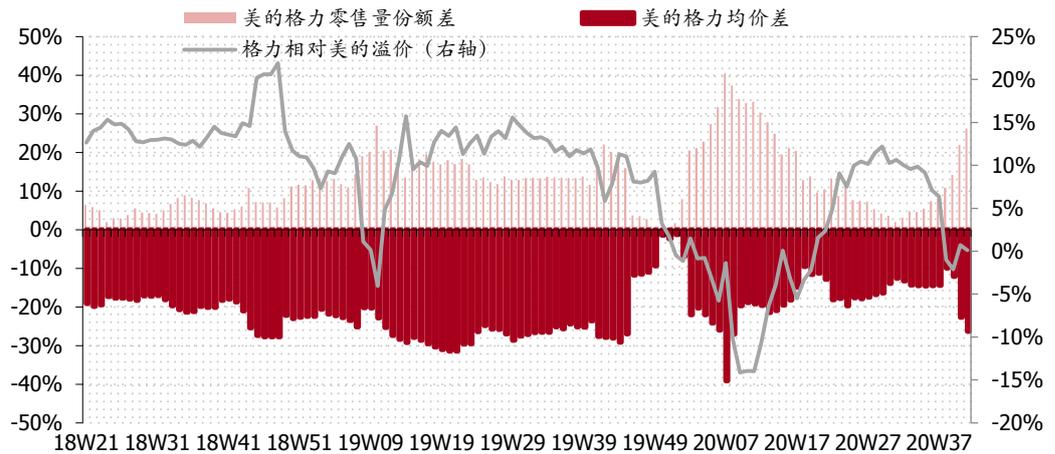
反观线上，由于渠道具有相似性，格力的溢价并未有明显下降，在疫情过后迅速回升至价格战期间的 10%左右。这意味着格力的品牌力与产品力相对美的维持在比较稳定的水平。而格力全面放开线上渠道导致的线上渠道产品结构变化，则反映了价格战期间溢价从原来的 15%左右下降到 10%。

图表 20. 2019 年以来，格力的线下品牌溢价在下降



资料来源：中怡康，中银证券

图表 21. 疫情修复后，格力的线上品牌溢价迅速修复



资料来源：奥维云网，中银证券

渠道加价率的下降，取决于整体价格体系的变化

渠道力的变化以及格力价格体系缺乏整体灵活性是格力份额优势丢失的根本原因。1) 我们认为，渠道力的构成，取决于两点，一是终端价格体系的稳定，二是清晰区隔的产品矩阵。在盛世欣兴体系下，区域销售公司作为格力在各个地方的代表，在各个地区建立了较强的渠道管理体系。尤其是在低线城市需求扩张的情况下，区域销售公司的平价体系以及返利政策，对区域终端价格有着较强的把控能力。格力通过提货政策保证渠道的提货结构，从而使得产品矩阵有着清晰的区分。2) 高市占率带来的规模效应，使得格力与美的的空调制造成本几无差异。价格体系的不同是两者终端价格弹性不同的主要原因。

是什么打破了格力价格体系的稳定？线上零售以及价格刚性

格力线下的终端零售价格受到了两方面的冲击，一是小品牌抓住原材料成本下降的区间，快速铺开线上零售，将空调的终端零售价格底线向下拖动；二是龙头品牌在渠道变革之后释放渠道红利，削弱了空调终端零售价格上升的空间。由于小品牌相比格力的产品力和品牌力差距过大，所以当其放量增长时，影响的主要是与其价格段相近的品牌，但龙头品牌所释放的渠道红利，则直接对格力的产品价格造成了影响。

图表 22. 格力与美的渠道加价率估算

	工厂	区域销售公司	代理商	经销商	终端消费者	渠道加价率(%)
格力	2,000	3,000	3,450	3,450	3,795	27
美的-渠道变革前	2,000	2,600	2,860	3,003	3,453	33
美的-渠道变革后	2,000	2,600	NA	2,730	3,003	16

资料来源：中银证券测算（注：上表数据为假设数据）

格力在产品、品牌以及渠道上的综合优势，为格力赢得了相对其他品牌的溢价，当其他品牌的渠道效率提升，格力在渠道上的优势被抹平，品牌溢价下降，叠加与竞争对手的终端价差扩大，份额优势迅速缩小。在行业景气度低的情况下，份额优势迅速缩小对于渠道商而言意味着整体规模的缩小，渠道商需要在终端价格做出调整以维持自身份额。

区域销售公司对各地渠道的强管控，使得经销商在终端价格上的调整能力明显弱于竞争对手，格力的终端零售价格具有“刚性”。尤其是当渠道库存水位较高时，终端价格的下降将直接导致库存贬值。以典型的格力平价体系为例，经销商进货价与零售价一致，通过返利来获取利润。当终端零售价下降时，现金净流入下降幅度明显大于价格下降幅度，渠道的现金压力明显增大。在行业低景气度时，终端价格的刚性会更加突出。

图表 23. 行业低景气度情况下，渠道现金流相对终端价格敏感度测算

终端价格下降幅度	0%	2%	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	26%	28%	30%
现金回报率	-7%	-10%	-12%	-14%	-17%	-19%	-22%	-25%	-28%	-31%	-34%	-38%	-41%	-45%	-49%	-53%

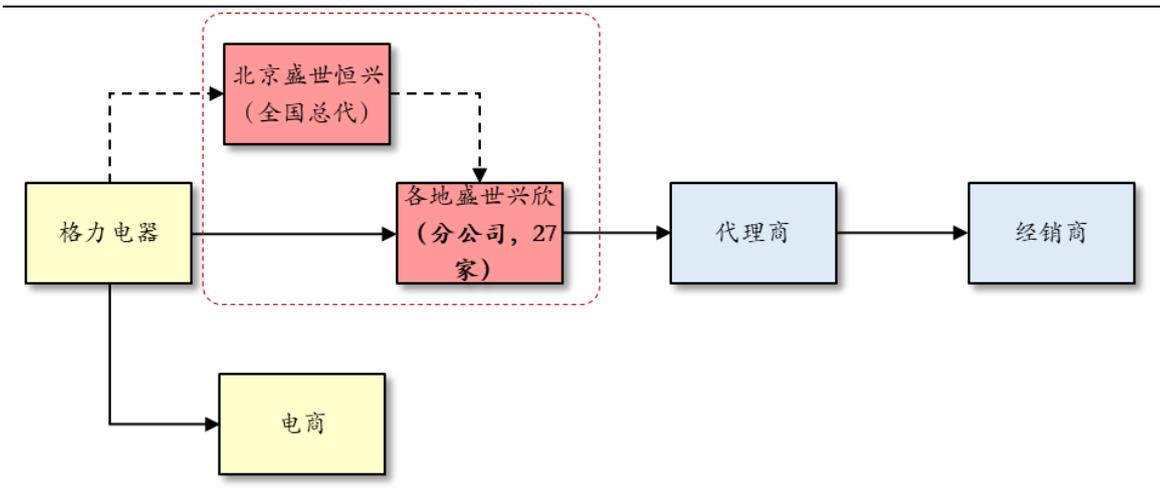
资料来源：中银证券

价格体系的重塑需要渠道结构以及渠道利益分配方式的重塑

对比典型的格力经销商体系与渠道改革后的美的经销商体系，我们可以发现，有几个不同，1) 区域销售公司的角色定位不同。格力区域销售公司定位为独立的经营实体，以获取利润为第一任务，而美的区域销售公司定位更多是区域运营中心，是成本实体。2) 在格力典型的经销商体系中，格力出厂价较高，同时给予区域销售公司较高的返利政策，区域的终端零售价由区域销售公司通过控制其出货价来进行把控，因此区域销售公司有着极高的终端定价权，区域销售公司在整个渠道链中处于主导地位，其利润率明显高于其他两个渠道环节（代理商和经销商）。美的区域运营中心对渠道下游并无实际定价权，其利润率也明显低于终端经销商。

终端价格要恢复弹性，需要价格体系能够应对终端市场的变化。渠道结构的重塑以及渠道利益分配方式的重塑，改变了渠道各环节的角色，有利于价格体系更好地整体变动。

图表 24. 格力销售体系示意图



资料来源：公司公告，中银证券（虚线代表对下游无实际定价权）

格力渠道变革道阻且长

从路径来看，格力渠道变革有三个路径方向。分别是1) 渠道载体的变化；2) 渠道价格体系的变化；3) 渠道基础设施的变化。这三个路径上的变革难度有难有易。如果以 2019 年双十一作为渠道变革的开端，到当前时点，格力已经做出了不同程度的变化，接下来将会是渠道变革的深化。

三条路径上的变革已经启动

1) 渠道载体的变革。渠道载体的变革在这次渠道变革中尤为明显，从双十一强调自建平台董明珠的店到后续的董明珠的店与线下专卖店联动，均体现了格力将原有客群流量往线上导入的倾向。对于线上渠道的强调，可以理解为渠道在外在形式上的改变，同样也是渠道变革中最容易实现的一环。从 5 月份到 8 月份，董明珠开启了多次线上直播活动，累计零售额超过 300 亿（二季度格力收入约 500 亿）。

2) 渠道价格体系的变化。价格体系的变化分为两个维度，一是渠道结构的变化，二是利益分配方式的变化。格力与美的的销售体系的差异，从结构上来说，主要在格力的销售公司是利润中心，而美的的区域分公司是成本中心。从价格体系上来说，主要体现在格力是“逆价格体系”而美的是“顺价格体系”，经销商的灵活性相对更强。因此，格力渠道改革在这两点上有较为明确的思路与方向：一方面，缩短销售层级，转变销售公司与代理商的角色；另一方面，转变利益分配方式，降低区域代理商的利润率，降低经销商现金周转的压力，激活终端经销商的主观能动性。

3) 渠道基础设施的变化。渠道基础，包括了硬件基础和软件基础。硬件基础即为高效的信息系统，软件基础即为利益一致的组织结构。这两者在变革方向最为明确，也是必须实现的变革。

图表 25. 格力渠道变革举措



资料来源：格力电器微信公众号，中银证券

渠道变革的进一步深化，细节如何落地至关重要

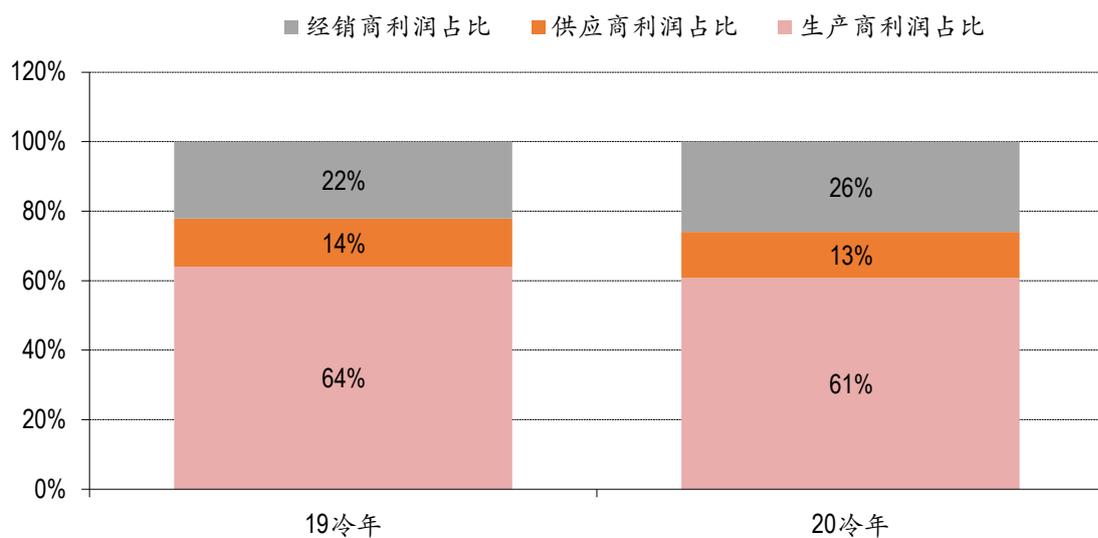
我们认为，在经历了大规模的渠道载体改造后（董明珠的店在经销商层级大规模使用），在工具层面的改革已趋近完成。基础设施的变革，以及价格体系的变革，需要进一步的变革。基础设施以及价格体系的变革，则需要更多的细节来进行配合。

- 1) 基础硬件设施的变革。基础硬件设施如仓储物流系统、仓储信息系统的铺设至经销商端，才能有效地提高渠道的效率。否则，变革停留在区域销售公司层面可能导致终端定价权无法收回。
- 2) 基础软件设施的变革。基础软件设施的变革，主要是组织结构的变化，也就是销售公司角色改变后人员的变动问题。
- 3) 政策与流程的细节落地。减少渠道层级、降低渠道加价率、收回终端定价权，是格力渠道变革的大方向。相应的打款、提货具体政策，仍需要进一步落地才能保证变革的成功。

格力在产业链利润的高占比为其提供了利润再分配的主导权

在终端零售量与出货量一致的情况下，根据我们的测算，产业链整体利润在上游供应商、空调制造商和经销商之间的分配比例为 1.5:6:2.5。空调制造龙头凭借其规模优势在产业链中占据了明显的主导地位。在渠道库存上升周期，零售量小于出货量，格力在产业链利润占比中处于比其他空调龙头更高的位置约为 65%。我们认为，产业链利润的占比不同，意味着各个环节在产业链中的话语权不同，空调龙头再整个产业链中具有明显主导权，而格力则相对其他龙头具有更高的主导权。

图表 26. 库存上升周期，格力产业链利润占比提升



资料来源：中怡康，产业在线，中银证券（19冷年为格力库存上升周期）

产业链壁垒提供了充分的安全垫

我们认为，在不考虑品类多元化以及经营全球化的情况下，格力合理估值应在 4100 亿元左右，对应股价 69 元，合理股价对应 2020/2021/2022 年 PE 分别为 22X/17X/14X。我们预计 20-22 年格力收入分别同比增长 -10.5%/13.9%/13.3%，达 1794 亿/2044 亿/2316 亿人民币；归母净利润分别同比增长 -24%/317.7%/16.9%，分别达 188 亿/247 亿/289 亿人民币。

图表 27. DCF 估值表

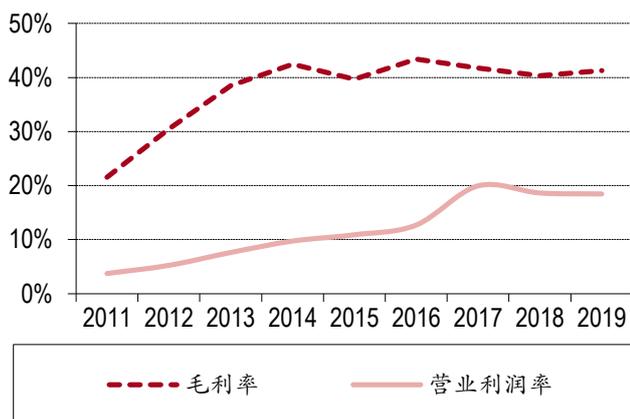
(百万元人民币)	F2020E	F2021E	F2022E	F2023E	F2024E	F2025E	F2026E	F2027E	F2028E	F2029E	永续
核心假设											
收入	179,423	204,414	231,597	252,438	267,933	229,287	255,133	320,320	341,019	319,750	319,750
息税前利润	18,695	26,261	32,099	34,391	35,287	21,598	27,422	45,838	51,170	43,398	43,398
税后运营利润	15,891	22,322	27,284	29,233	29,994	18,359	23,308	38,963	43,495	36,888	36,888
资本性支出	(4,223)	(5,285)	(5,904)	(6,301)	(6,815)	(5,800)	(6,438)	(8,111)	(8,622)	(8,083)	(8,083)
折旧及摊销	3,267	3,729	3,979	4,343	4,790	5,177	5,580	6,023	6,515	7,043	7,043
运营资本变动	(24,441)	11,618	(17,773)	11,628	(18,371)	16,371	(23,251)	11,483	(21,025)	15,140	15,140
自由现金流	(9,506)	32,383	7,586	38,903	9,597	34,106	(800)	48,357	20,362	50,988	50,988
DCF 参数											
WACC(%)	12.0	永续增长率(%)				2					
自由现金流现值	305,071										
+净现金(负债)	110,000										
-少数股东权益	(1,388)										
+/-其他	0.0										
=企业价值	413,683										
/股份数	6,016										
=股价	69										

资料来源: Wind, 中银证券

我们通过 DCF 估值法对格力的估值进行敏感性分析。我们认为，即便在渠道变革不成功的情况下，格力凭借自身在空调内销市场较高的市占率基础以及空调利润率基础，其绝对估值底线约为 3000 亿，拥有较高的估值安全垫。

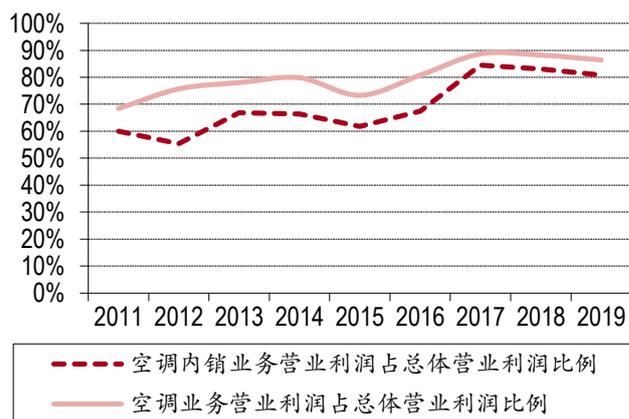
根据我们的测算，格力的空调内销毛利率与营业利润率不断提升，近几年分别稳定在 40%/18% 左右。空调内销业务利润率的不断提升，空调内销业务营业利润占总体营业利润的比例提升至 80% 左右，空调业务营业利润占总体营业利润的比例提升至 85% 左右。我们以此为基础，对格力整体估值进行相对内销市场份额以及内销营业利润率的敏感性分析。

图表 28. 格力空调内销利润率变化



资料来源: Wind, 中银证券

图表 29. 空调业务利润占比变化



资料来源: Wind, 中银证券

图表 30. 格力内销市场份额变化



资料来源: 产业在线, 中银证券

图表 31. 格力空调内销单价变化



资料来源: Wind, 中银证券

在此基础上, 我们有以下几点假设:

- 1) 2020-2021 年在渠道变革的影响下, 格力在内销市场的份额在 2020 年相对 2019 年有所下降, 2021 年相对 2020 年不会有明显提升, 我们预计均在 33% 左右。
- 2) 在渠道变革的影响下, 格力内销空调营业利润率在 2020-2021 年下降至 15% 左右。
- 3) 2020 年空调出货价格在疫情影响下有明显下滑, 预计 2021 年在新能效标准的推进下有进一步的回升, 未来空调出货价格在线上渠道占比提升的情况下维持稳定。
- 4) 加权平均资本成本为 12%, 永续增长率为 2%
- 5) 敏感性分析中暂不考虑资本支出、折旧摊销以及运营资本变动带来的经营现金流变化。(这部分带来的经营现金流变化为正面影响)
- 6) 生活电器及智能装备收入增速与空调内销增速基本保持同步, 格力的收入及利润结构基本不变。

图表 32. 格力市值敏感性分析 (亿元) (绝对估值法)

份额 利润率	20%	23%	26%	29%	32%	35%	38%	41%	44%	47%	50%
10%	2,211	2,335	2,459	2,583	2,707	2,831	2,955	3,079	3,203	3,327	3,450
11%	2,286	2,422	2,557	2,692	2,828	2,963	3,098	3,234	3,369	3,504	3,640
12%	2,362	2,509	2,655	2,802	2,949	3,095	3,242	3,389	3,535	3,682	3,829
13%	2,438	2,596	2,754	2,912	3,070	3,228	3,386	3,544	3,702	3,860	4,018
14%	2,513	2,683	2,852	3,022	3,191	3,360	3,530	3,699	3,868	4,038	4,207
15%	2,589	2,770	2,951	3,131	3,312	3,493	3,673	3,854	4,035	4,215	4,396
16%	2,665	2,857	3,049	3,241	3,433	3,625	3,817	4,009	4,201	4,393	4,585
17%	2,740	2,944	3,147	3,351	3,554	3,757	3,961	4,164	4,368	4,571	4,774
18%	2,816	3,031	3,246	3,460	3,675	3,890	4,105	4,319	4,534	4,749	4,964
19%	2,892	3,118	3,344	3,570	3,796	4,022	4,248	4,474	4,700	4,927	5,153
20%	2,967	3,205	3,442	3,680	3,917	4,155	4,392	4,629	4,867	5,104	5,342

资料来源: Wind, 中银证券

从敏感性分析来看, 在内销市场份额下降至 25%, 内销营业利润率下降至 15% (两者很有可能同时发生), 格力的合理市值估值约为 3000 亿左右。在较为乐观的假设下, 在不考虑品类多元化以及经营全球化的情况下, 格力内销市场份额回升至 40% (渠道变革提升渠道效率后, 对小品牌的溢价提升, 市场集中度提升), 空调内销利润率维持在 18% 左右, 格力合理市值约为 4200 亿。

风险提示

1. 渠道变革进度不达预期

格力渠道变革仍在进行当中。若渠道变革进度不及预期，将导致格力在空调市场的份额无法回升，产品多元化经营无法展开。

2. 行业竞争加剧

当前空调行业渠道仍在调整当中，渠道调整带来的渠道利润释放为行业价格战提供了可能性。若行业竞争加剧，价格战将导致企业盈利能力下降。

3. 外部环境变化对行业整体影响

外部环境如贸易战、新冠疫情在全球范围内的不受控，均有可能导致需求端的变化。

4. 原材料波动风险

家电企业主要成本为原材料成本，若原材料成本波动较大，有可能影响企业盈利能力。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	200,024	200,508	179,423	204,414	231,597
销售成本	(140,022)	(145,154)	(137,42)	(147,75)	(167,17)
经营费用	(27,447)	(25,925)	(20,200)	(26,737)	(28,425)
息税折旧前利润	32,555	29,430	21,802	29,919	35,996
折旧及摊销	(3,069)	(3,194)	(3,267)	(3,729)	(3,979)
经营利润(息税前利润)	29,486	26,236	18,534	26,190	32,017
净利息收入/(费用)	3,333	6,125	5,607	4,479	5,984
其他收益/(损失)	1,115	438	2,438	1,603	0
税前利润	30,997	29,605	22,068	29,285	34,413
所得税	(4,894)	(4,525)	(3,558)	(4,393)	(5,325)
少数股东权益	(176)	(131)	(153)	(175)	(197)
净利润	25,926	24,949	18,357	24,717	28,891
核心净利润	25,364	24,006	16,754	23,115	28,891
每股收益(人民币)	4.314	4.151	3.054	4.113	4.807
核心每股收益(人民币)	4.220	3.995	2.788	3.846	4.807
每股股息(人民币)	1.575	0.900	1.171	1.542	1.803
收入增长(%)	n.a.	0	(11)	14	13
息税前利润增长(%)	n.a.	(11)	(29)	41	22
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(10)	(26)	37	20
每股收益增长(%)	n.a.	(4)	(26)	35	17
核心每股收益增长(%)	n.a.	(5)	(30)	38	25

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	114,092	126,356	94,565	131,155	139,609
应收帐款	43,611	36,740	35,816	46,782	46,988
库存	20,012	24,085	25,754	34,378	35,592
其他流动资产	21,997	26,184	29,200	27,305	30,457
流动资产总计	199,711	213,364	185,335	239,621	252,645
固定资产	18,374	19,111	19,100	18,986	19,143
无形资产	5,256	5,631	7,282	8,512	9,703
其他长期资产	16,543	32,325	32,328	32,699	33,202
长期资产总计	51,523	69,608	71,251	72,739	74,589
总资产	251,234	282,972	256,586	312,359	327,233
应付帐款	49,823	66,942	44,154	75,248	59,871
短期债务	22,068	15,944	0	0	0
其他流动负债	85,796	86,682	90,234	99,456	113,065
流动负债总计	157,686	169,568	134,388	174,704	172,936
长期借款	0	47	47	47	47
其他长期负债	833	1,309	1,309	1,309	1,309
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
储备	85,311	104,138	112,779	128,061	144,506
股东权益	91,327	110,154	118,794	134,077	150,522
少数股东权益	1,388	1,894	2,047	2,222	2,419
总负债及权益	251,234	282,972	256,586	312,359	327,233
每股帐面价值(人民币)	15.20	18.33	19.77	22.31	25.05
每股有形资产(人民币)	14.32	17.39	18.63	20.90	23.34
每股净负债/(现金)(人民币)	(15.14)	(18.21)	(15.63)	(21.66)	(22.98)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	30,997	29,605	22,068	29,285	34,413
折旧与摊销	3,069	3,194	3,267	3,729	3,979
净利息费用	(948)	(2,427)	(1,931)	(1,492)	(2,396)
运营资本变动	12	(5,716)	(21,546)	(15,880)	(42,340)
税金	(4,894)	(4,525)	(3,558)	(4,393)	(5,325)
其他经营现金流	(1,179)	7,763	904	39,889	38,282
经营活动产生的现金流	27,057	27,894	(795)	51,137	26,613
购买固定资产净值	(3,838)	(4,713)	(4,223)	(5,285)	(5,904)
投资减少/增加	(9,217)	(4,409)	0	0	0
其他投资现金流	(8,791)	(2,153)	453	378	411
投资活动产生的现金流	(21,846)	(11,275)	(3,770)	(4,907)	(5,493)
净增权益	0	327	0	0	0
净增债务	3,407	(6,389)	(15,944)	0	0
支付股息	(863)	(13,159)	(7,448)	(9,464)	(12,446)
其他融资现金流	(30)	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	2,514	(19,222)	(23,392)	(9,464)	(12,446)
现金变动	7,725	(2,603)	(27,958)	36,766	8,674
期初现金	99,610	113,079	125,40	93,610	130,20
公司自由现金流	16,169	27,893	(9,506)	32,383	7,586
权益自由现金流	23,353	23,693	(18,343)	40,064	15,097

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.3	14.7	12.2	14.6	15.5
息税前利润率(%)	14.7	13.1	10.3	12.8	13.8
税前利润率(%)	15.5	14.8	12.3	14.3	14.9
净利率(%)	13.0	12.4	10.2	12.1	12.5
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5
利息覆盖率(倍)	20.5	20.6	10.6	17.5	26.9
净权益负债率(%)	(98.2)	(97.6)	(77.4)	(95.5)	(90.6)
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
估值					
市盈率(倍)	14.0	14.5	19.7	14.6	12.5
核心业务市盈率(倍)	14.3	15.1	21.6	15.6	12.5
市净率(倍)	4.0	3.3	3.0	2.7	2.4
价格/现金流(倍)	13.4	13.0	(454.7)	7.1	13.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.3	8.6	12.3	7.8	6.2
周转率					
存货周转天数	52.2	55.4	66.2	74.3	76.4
应收帐款周转天数	79.6	73.1	73.8	73.7	73.9
应付帐款周转天数	90.9	106.3	113.0	106.6	106.5
回报率					
股息支付率(%)	48.7	28.9	51.1	50.0	50.0
净资产收益率(%)	28.4	24.8	16.0	19.5	20.3
资产收益率(%)	9.9	8.3	5.8	7.8	8.5
已运用资本收益率(%)	27.8	24.7	17.8	22.7	24.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371