

海爾智家 (06690.HK)

全球家電龍頭，捕捉物聯網時代
香港 | 科技硬件行業 | 首次覆蓋

26 Jan 2021

投資概要

海爾智家股份有限公司(下稱「公司」)主要從事冰箱/冷櫃、洗衣機、空調、熱水器、廚電、小家電等智能家電產品與智慧家庭場景解決方案的研發、生產和銷售，通過豐富的產品、品牌、方案組合，創造全場景智能生活體驗，

公司於全球一直保持全品類的領先地位

公司採取全球多品牌策略，以七大家電品牌開展營運：海爾、卡薩帝、Leader、GE Appliances、Candy、Fisher & Paykel 及 AQUA。公司在各個市場戰略性地部署品牌組合，確保採取以用戶為中心、全球差異化多品牌營運的方式廣泛深入覆蓋各用戶群體。公司於全球主要市場中結合部署自主發展的品牌（如海爾、卡薩帝及 Leader）及收購的品牌（如 GE Appliances、Candy、Fisher & Paykel 及 AQUA），以便提升公司覆蓋不同消費者群體的全球市場份額。

卡薩帝為高端品牌受惠消費升級趨勢

公司於 2006 年開始在中國市場建設高端品牌卡薩帝。卡薩帝品牌融合了公司在全球範圍的技術實力、產品開發能力、製造工藝等優勢，及專屬營銷和差異化服務，逐漸贏得中國高端市場用戶的信賴。根據中怡康，截至 2020 年 6 月 30 日止六個月，卡薩帝品牌已在中國高端家電市場中佔據絕對領先地位，在高端市場製冷設備、洗衣設備、空調市場的零售量排名第一。冰箱、空調、洗衣機的線下市場均價達到行業均價的大約兩倍到三倍。根據公司資料，2020 年上半年，在零售價超過 1 萬元的中國冰箱市場，卡薩帝線下零售量市場份額達到 38%；在零售價超過 1 萬 5 千元的中國空調市場，卡薩帝線下零售量市場份額達到 28%；在零售價超過 1 萬元的中國洗衣機市場，卡薩帝線下零售量更是佔據 68% 的市場份額，穩居鰲頭。

行業領先的研發和技術實力

公司建立了領先的全球研發創新體系，公司在全球建立 10 大研發中心，形成了遍佈全球的研發資源網絡。在此基礎上，公司自主搭建了海爾開放夥伴關係系統（HOPE 平台），HOPE 平台匯聚了超過 13,000 名認證專家、超過 150,000 名用戶、超過 10,000 家合作企業等外部創新資源，使其可參與到他們以用戶為中心的迭代式研發流程中。自成立以來，HOPE 平台支持海爾各個產品研發團隊創造了眾多富有創新性的暢銷產品。根據價值分享機制，參與其中的認證專家等外部創新資源也可從中分享價值。

估值與投資建議

截止 1 月 22 日收市價，公司滾動市盈率為 39.58x，我們認為基於公司基本面良好，公司是行業龍頭，受惠高行業景氣。我們給予公司 2022 年目標市盈率 25.0x。我們預計公司 2020/2021/2022 年每股盈利為 0.83/1.01/1.35 人民幣，二十四個月目標價為 40.0 港元，對應 2020/2021/2022 每股盈利的市盈率為 41.1x/33.7x/25.0x。首次覆蓋給予增持評級。（現價截至 1 月 22 日）（匯率：0.85 人民幣/港元）

風險因素

- 1) 公司銷量不及預期
- 2) 疫情再次爆發沖擊生產銷售
- 3) 全球經濟發展不及預期

增持（首次）

現價 HKD35.50
(現價截至 1 月 22 日)
目標價 HKD 40.00 (+12.68%)

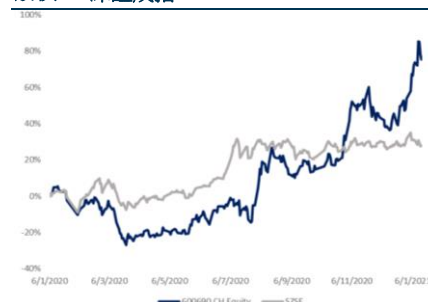
公司資料

普通股股東 (億股) :	90.28
市值 (港幣億元) :	3204.89
52 周 最高價/最低價 (港幣元) :	35.7/22.6

主要股東 %

海爾集團	44.49%
------	--------

股價 & 深證成指



Source: Wind, PSHK

財務資料

RMB'mm	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Net Sales	198,006	210,145	232,153	253,478
Net profit	8,206	7,452	9,075	12,227
EPS, RMB	0.91	0.83	1.01	1.35
P/E x	33.1	36.4	29.9	22.2
BVPS, RMB	5.92	5.86	7.13	8.22
P/BV, x	6.00	6.06	4.98	4.32
ROE%	15.4	14.1	14.1	16.5
ROA%	8.6	8.2	8.8	9.0

Source: 公司資料, PSHK

(現價截至 1 月 22 日)

研究員

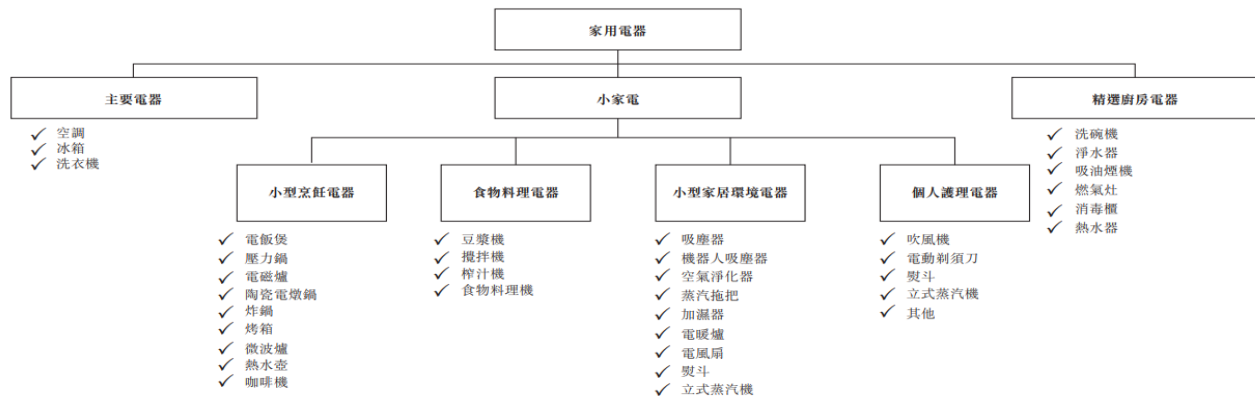
陳柏嘉 (+ 852 2277 6527)

parkerchan@phillip.com.hk

行業概況及預測

一般家電界會將傳統家電分為2類：分別為黑色家電、白色家電。白色家電是指可減少人們勞動的電器。黑色家電普遍指帶來娛樂及休閒的家電，名稱最早來源是指採用黑色外殼的電視機。白色家電電器主要分為主要電器、小家電、廚房電器。主要電器包括空調、冰箱、洗衣機，小家電包括小型烹飪電器、食物料理電器、小型家居環境電器、個人護理電器等等，下圖為一些家電的例子：

圖一：家用電器例子



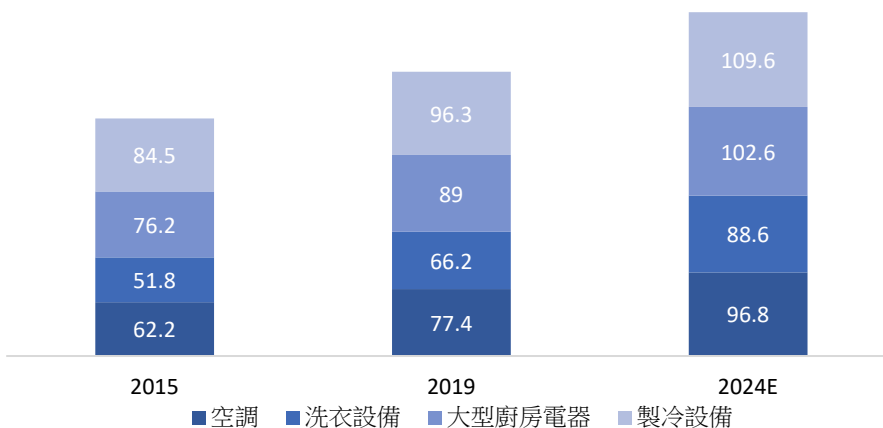
資料來源: 公司招股書, PSHK

全球大家電市場穩步上揚

根據歐睿信息諮詢，全球大家電（包含製冷設備、洗衣設備、空調及大型廚電器）市場具有穩定增長的特點。全球大家電市場零售額自 2015 年至 2019 年的年複合增長率為 4.6%，預計自 2019 年至 2024 年將以 3.9% 的年複合增長率穩定增長。作為零售額規模最大的三個市場，亞洲、北美州及歐洲分別佔 2019 年全球零售總額的 47.1%、21.0% 及 19.1%，預計自 2019 年至 2024 年將分別以 4.5%、2.7%、3.3% 的年複合增長率增長。發展中國家目前滲透率低及大家電市場的快速增長預期將進一步帶動全球大家電市場日後的持續增長。例如市場預計 2019 年至 2024 年的零售額，印度的大家電市場預期以 7.5% 的年複合增長率增長。

在品類方面，就零售額而言，全球大家電市場在製冷電器、大型廚房電器、洗衣設備及空調之間的分佈相對平均，分別佔 2019 年全球大家電市場零售額的 29.3%、27.1%、20.1% 及 23.5%，預計自 2019 年至 2024 年零售額將分別以 2.6%、2.9%、6.0% 及 4.6% 的年複合增長率增長。

圖二：按品類劃分的全球大家電市場零售額（十億美元）



資料來源: 歐睿報告, PSHK

冠狀病毒進一步推動中國大家電市場

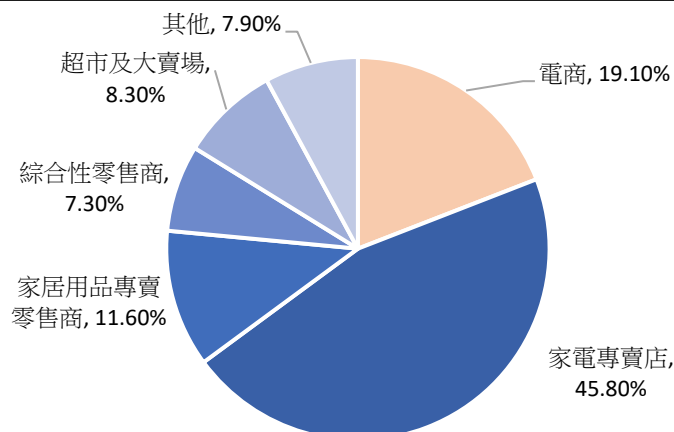
根據歐睿信息諮詢，中國市場規模大且消費能力強，是全球大家電市場的關鍵參與者。就零售額而言，2019年中國大家電市場達到939億美元，佔2019年全球市場的28.5%。自2017年至2019年，中國大家電市場在小幅波動中相對穩定，且預計在不久的將來將穩定增長。在消費需求和技術進步的雙重推動下，中國大家電市場顯示出新產品的快速且具革命性的演變特徵。中國消費者需要更加智能、健康及環保的大家電。技術的進步將推動不同大家電之間的互聯互通，預計將創造智能化、全套化及場景化的智慧家庭解決方案的需求。該等趨勢為擁有齊全產品種類、領先技術的大家電公司創造更多機會。中國大家電公司之間的競爭格局預計將從單一家電的競爭轉向在智能家居一體化互聯平台的競爭。新型冠狀病毒肺炎的爆發提升了消費者對於健康生活方式的意識，預計將進一步推動對滿足消費者健康生活要求的大家電的需求。此外，環保意識的日益提升、環境政策的實施以及相關大家電技術的改進刺激了環保家電的需求。

未來線上線下將會加速融合

根據歐睿信息諮詢，2019年，儘管線上渠道在快速發展，線下渠道仍佔主導地位，全球大家電分銷渠道（不包括空調）日益呈多元化的發展趨勢，其中，家電專賣店仍是最大的線下銷售渠道，並由於其卓越的服務，一直受消費者青睞。由於在線渠道的快速發展，就零售量而言，家電專賣店銷售所佔市場份額已自2017年的48.2%降至2019年的45.8%，且傳統零售業務模式的變革以及線上及線下銷售渠道的整合進一步增強了線上渠道的增長潛力。自2017年至2019年，就零售量而言，線上電商渠道的年複合增長率接近8.7%，已成為近年來增長最快的渠道之一，其市場份額自2017年的16.5%增至2019年的19.1%。

對於中國，公司會利用短視頻和直播等新營銷工具以及捕捉鄉鎮地區電商渠道新興機會，預計線上渠道會快速增長，以實現與線下渠道更好的融合，從而將提高中國大家電整體銷售渠道的效率。為能善用線上線下渠道融合的公司發展創造了良好機遇。

圖三：2019年按渠道劃分的全球大家電市場（不包括空調）零售量(%)



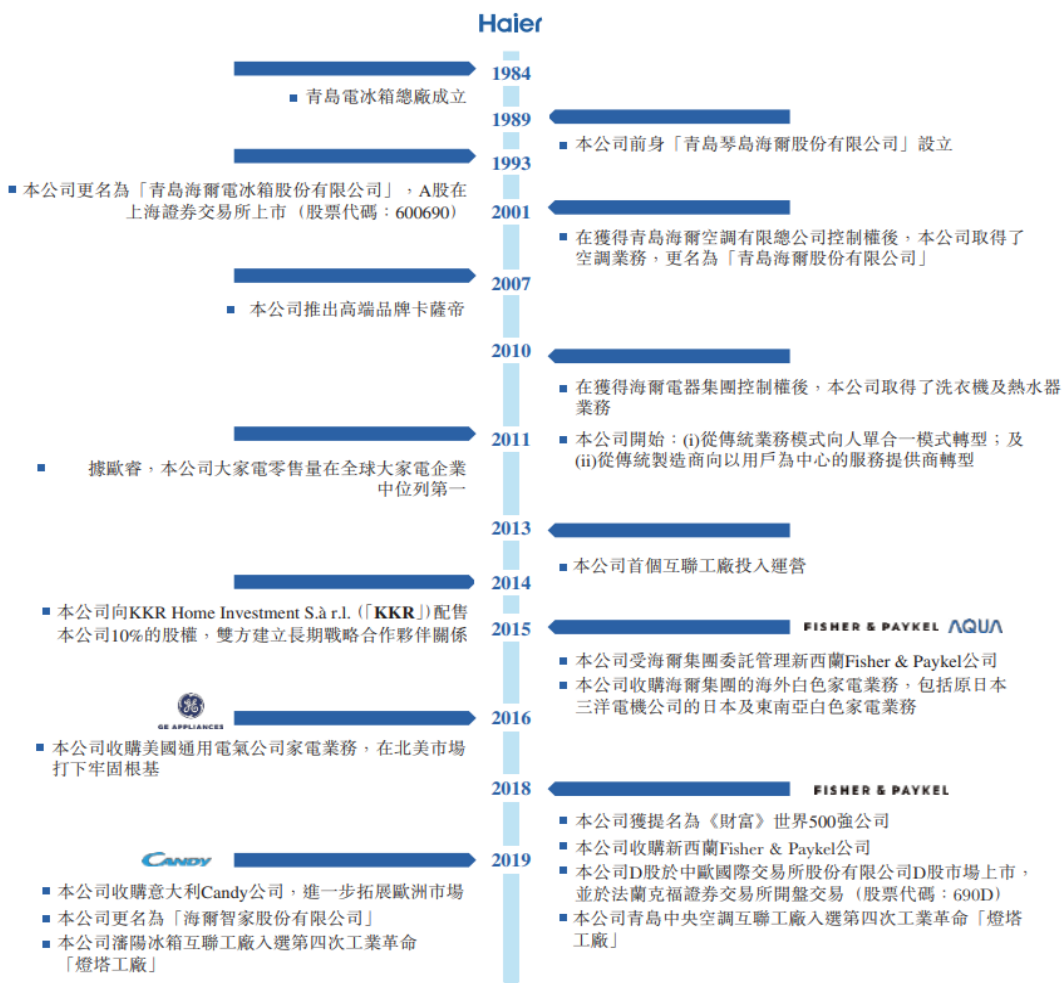
資料來源：歐睿報告，PSHK

公司概況

海爾智家股份有限公司（原名：“青島海爾”）是為全球用戶定制美好生活解決方案的智慧家庭生態品牌商，總部位於中國青島。公司主要從事冰箱/冷櫃、洗衣機、空調、熱水器、廚電、小家電等智能家電產品與智慧家庭場景解決方案的研發、生產和銷售，通過豐富的產品、品牌、方案組合，創造全場景智能生活體驗，滿足用戶定制美好生活的需求。公司成立於1980年代，並於1993年、2018年分別在上海證券交易所上市（600690）和法蘭克福交易所上市（690D）。公司於2020年成功私有化海爾電器，然後再以介紹方式於香港交易所上市。

公司成立至今堅守“以用戶為是，以自己為非”的經營理念，秉承“人是目的、有生于無”的企業價值觀，通過創業、創新，不斷適應時代發展。在海外市場，公司始終堅持自主創品牌戰略，通過自身持續耕耘與併購整合，先後收購日本三洋白電業務、美國GE家電業務、新西蘭Fisher & Paykel公司、意大利Candy公司，持股墨西哥MABE48.41%股權，構建起“研發、製造、營銷”三位一體的當地市場競爭力。通過不斷優化資源配置與平台共享、發揮全球戰略協同優勢，實現“海爾、卡薩帝、Leader、GE Appliances、Fisher & Paykel、AQUA、Candy”七大世界級品牌布局與全球化運營。公司業務已覆蓋亞、歐、美、澳、非等五大洲，向全球億萬用戶群體提供成套家電產品與家庭場景解決方案。

圖四. 公司重要里程碑



資料來源：公司資料，PSHK

表一. 海爾品牌陣營

	<ul style="list-style-type: none"> -全球聞名的品牌名稱 -產品覆蓋全品類與全價格區間 -進入海外市場的核心品牌
	<ul style="list-style-type: none"> -全球領先的家庭與廚房電器品牌 -北美第一的廚房電器品牌 -全品類的產品覆蓋：秉承以人為中心的設計理念
	<ul style="list-style-type: none"> -新西蘭國寶級品牌 -世界頂尖的奢華廚房電器品牌 -聚焦社交廚房理念
	<ul style="list-style-type: none"> -收購自三洋的知名家用電器品牌 -日本與東南亞市場的廣泛認知
	<ul style="list-style-type: none"> -中國市場的自有高端品牌 -高端白色家電的市場領軍者 -融合歐美風格的藝術設計理念
	<ul style="list-style-type: none"> -輕時尚家電的倡導者 -產品覆蓋全品類，主打年輕市場 -聚焦智能與極簡的設計理念
	<ul style="list-style-type: none"> -意大利著名品牌 -歐洲首個引入智能化洗護家電的品牌 -歐洲智能家電市場占用率第一

資料來源：公司官網，PSHK

公司的業務主要有三個業務分部，主要分別為 1) 中國智慧家庭業務，2) 海外智慧家庭業務及 3) 其他業務。

1) 中國智慧家庭業務：受益於全品類的家電產品及線上海爾智家 APP 以及線下體驗中心，公司提供結合了智慧家電及增值服務的智慧家庭解決方案，滿足用戶不同生活場景的需求。基於不同的用戶生活場景，中國智慧家庭業務可分為四個不同的解決方案：(i) 以公司的製冷設備和廚電為中心的食聯網解決方案；(ii) 以公司的空調為中心的空氣網解決方案；(iii) 以公司的洗衣設備為中心的衣聯網解決方案；及 (iv) 以公司的水家電為中心的水聯網解決方案。

2) 海外智慧家庭業務：公司的業務起自中國，且多年來擴展公司的足跡遍佈全球。於最後可行日期，除中國市場外，公司在 160 多個國家及地區（包括北美洲、歐洲、南亞和東南亞、澳大利亞和新西蘭、日本，中東和非洲）提供全品類的家電產品及增值服務。

3) 其他業務：基於公司已建立的家電和智慧家庭業務的能力，公司亦發展裝備部品、生活小家電及渠道分銷等其他業務。

投資亮點

公司於全球一直保持全品類的領先地位

公司採取全球多品牌策略，以七大家電品牌開展營運：海爾、卡薩帝、Leader、GE Appliances、Candy、Fisher & Paykel 及 AQUA。公司在各個市場戰略性地部署品牌組合，確保採取以用戶為中心、全球差異化多品牌營運的方式廣泛深入覆蓋各用戶群體。公司於全球主要市場中結合部署自主發展的品牌（如海爾、卡薩帝及 Leader）及收購的品牌（如 GE Appliances、Candy、Fisher & Paykel 及 AQUA），以便提升公司覆蓋不同消費者群體的全球市場份額。

海爾智家一直在全球家電市場保持領先的市場地位。根據歐睿，自 2011 年至 2019 年，公司連續位列全球大家電公司零售量第一，公司的市場份額自 2017 年的 13.1% 穩步增至 2019 年的 14.7%。就品牌的競爭格局而言，在所有全球主要家用電器品牌中，海爾品牌在 2017 年、2018 年和 2019 年一直穩居第一，2017 年、2018 年和 2019 年的市場份額呈上升趨勢，分別為 10.2%、10.6% 和 10.7%。

表二. 全球大家電市場排名（按品牌）

	2017年		2018年		2019年	
	零售量 (百萬元)	市場份額	零售量 (百萬元)	市場份額	零售量 (百萬元)	市場份額
海爾.....	71.3	10.2%	74.9	10.6%	75.8	10.7%
品牌1.....	43.9	6.3%	45.1	6.4%	50.5	7.1%
品牌2.....	37.8	5.4%	39.2	5.6%	40.2	5.6%
品牌3.....	32.2	4.6%	32.9	4.7%	33.4	4.7%
品牌4.....	33.9	4.9%	34.2	4.8%	30.2	4.2%
其他.....	477.3	68.6%	479.3	67.9%	481.9	67.7%
合計.....	696.4	100.0%	705.6	100.0%	712.0	100.0%

資料來源：公司資料，PSHK

表三. 海爾智家在全球各主要市場大家電行業的零售量排名和市場份額（2019年）

區域	2019年零售量 排名	2019年零售量 市場份額	2019年相比 2017年零售量 市場份額提升
亞洲.....	第一	18.6%	0.5個百分點
北美.....	第二	22.0%	2.1個百分點
澳大利亞及新西蘭.....	第二	13.4%	0.6個百分點
中東及非洲.....	第三	8.4%	0.7個百分點
歐洲.....	第五	7.2%	4.8個百分點

資料來源：公司資料，PSHK

中國市場方面，公司在中國家電市場保持領先的市場地位。根據歐睿，2011 年至 2019 年，公司的大家電零售量在中國家電企業中排名第一。

表四. 海爾智家的各品類產品在中國的零售量排名和市場份額（2019年）

品類	零售量排名	零售量市場份額	行業前三名的 零售量市場 份額合計
製冷設備.....	第一	42.0%	68.1%
洗衣設備.....	第一	43.9%	78.4%
熱水器.....	第一	22.0%	52.1%
空調.....	第三	12.0%	68.5%
大型廚房電器.....	第三	9.0%	35.2%

資料來源：公司資料，PSHK

卡薩帝為高端品牌受惠消費升級趨勢

現時世界將向高端轉型趨勢，消費者越來越追求更健康的生活方式，並要求革新大家電產品設計。為滿足消費者的偏好，家電公司不斷推出功能改良後的新產品，引致出現產品高端化趨勢。此外，消費者日益增加的環保意識以及日益嚴格的法規驅使家電公司推出更加環保的產品。

公司於 2006 年開始在中國市場建設高端品牌卡薩帝。卡薩帝品牌融合了公司在全球範圍的技術實力、產品開發能力、製造工藝等優勢，及專屬營銷和差異化服務，逐漸贏得中國高端市場用戶的信賴。根據中怡康，截至 2020 年 6 月 30 日止六個月，卡薩帝品牌已在中國高端家電市場中佔據絕對領先地位，在中國高端市場製冷設備、洗衣設備、空調市場的零售量排名第一。冰箱、空調、洗衣機的線下市場均價達到行業均價的大約兩倍到三倍。根據公司資料，2020 年上半年，在零售價超過 1 萬元的中國冰箱市場，卡薩帝線下零售量市場份額達到 38%；在零售價超過 1 萬 5 千元的中國空調市場，卡薩帝線下零售量市場份額達到 28%；在零售價超過 1 萬元的中國洗衣機市場，卡薩帝線下零售量更是佔據 68% 的市場份額，穩居鰲頭。

卡薩帝品牌已積累了大量忠實用戶，通過社群互動和積極的傳播，形成了良好的口碑，促進了成套產品的銷售，提升了單用戶價值，並降低了獲客成本。目前卡薩帝品牌產品已從單品向成套發展，具備了持續豐富的產品組合。於往績記錄期，卡薩帝品牌在鞏固並提升冰箱、洗衣設備品類收入表現的基礎上，空調、熱水器及廚電貢獻的收入所佔百分比也持續增長。我們認為隨着業務規模的擴大，也將持續提升盈利能力。

行業領先的研發和技術實力

公司建立了領先的全球研發創新體系，公司在全球建立 10 大研發中心，形成了遍佈全球的研發資源網絡。在此基礎上，公司自主搭建了海爾開放夥伴關係系統（HOPE 平台），HOPE 平台匯聚了超過 13,000 名認證專家、超過 150,000 名用戶、超過 10,000 家合作企業等外部創新資源，使其可參與到他們以用戶為中心的迭代式研發流程中。自成立以來，HOPE 平台支持海爾各個產品研發團隊創造了眾多富有創新性的暢銷產品。根據價值分享機制，參與其中的認證專家等外部創新資源也可從中分享價值。

於 2020 年 6 月 30 日，公司牽頭的項目累計獲得 13 項國家科學技術獎，是 2000 年以來牽頭獲得國家科學技術獎最多的家電企業且獲獎總量佔家電行業的半數以上。他們在全球累計已申請專利 5.7 萬餘項，其中發明專利 3.2 萬餘項，海外發明專利 1.1 萬餘項，覆蓋超過 28 個國家和地區。海爾集團白色家電業務的主體，截至 2020 年 6 月 30 日，累計參與 61 項國際標準和 500 項國家／行業標準制修訂工作。公司在全球合共 101 個國際標準協會中佔有席位並與之有聯繫，承擔智能家電等 4 個國家級和 1 個國際級標準化分技術委員會秘書處的相關工作，承擔國家技術標準創新基地（家用電器）的相關工作。長遠可以為公司帶來領先同行的優勢。

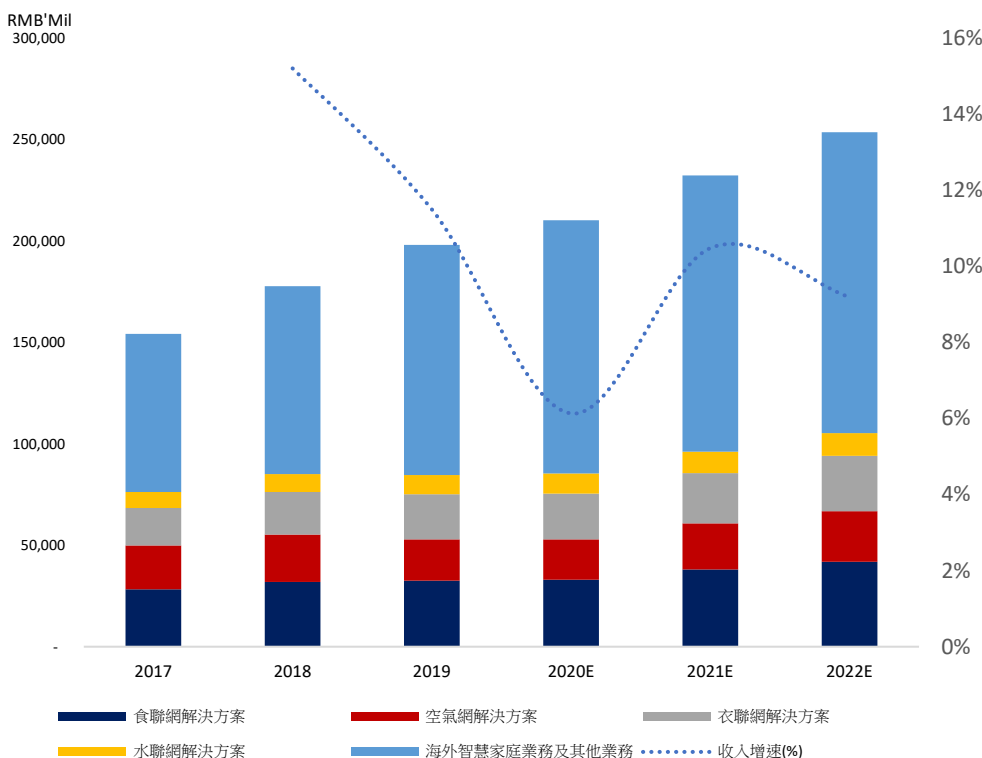
財務分析及預測

收入分析

公司的收入主要分成 4 部分，包括 1) 食聯網解決方案、2) 空氣網解決方案、3) 衣聯網解決方案、4) 水聯網解決方案及 5) 海外智慧家庭業務及其他業務。其中，公司 2017/2018/2019 的食聯網解決方案收入分別為 284/319/326 億人民幣，分別佔總收入的 18.4%/18.0%/16.5%，年均複合增長率為 7.2%。我們預計公司 2020/2021/2022 的食聯網解決方案分部收入分別為 331/380/418 億人民幣，按年上升 2%/15%/10%。公司 2017/2018/2019 的空氣網解決方案分部收入分別為 216/234/204 億人民幣，分別佔總收入的 14.0%/13.2%/10.3%，年均複合增長率為負 2.8%。我們預計公司 2020/2021/2022 空氣網解決方案收入將分別為 198/227/250 億人民幣，按年增長-4%/+15%/+10%。而 2017/2018/2019 的衣聯網解決方案收入分別為 184/209/221 億人民幣，分別佔總收入的 11.9%/11.7%/11.2%。我們預計公司 2020/2021/2022 衣聯網解決方案收入將分別為 226/248/273 億人民幣，按年上升 2%/10%/10%。公司 2017/2018/2019 的水聯網解決方案收入分別為 79/88/95 億人民幣，分別佔總收入的 5.1%/5.0%/4.8%，年均複合增長率為 9.56%。我們預計公司 2020/2021/2022 的水聯網解決方案分部收入分別為 99.9/106/111 億人民幣，按年上升 5%/6%/5%。公司 2017/2018/2019 的海外智慧家庭業務及其他業務收入分別為 779/926/1,134 億人民幣，分別佔總收入的 50.5%/52.1%/57.3%，年均複合增長率為 20.67%。我們預計公司 2020/2021/2022 的海外智慧家庭業務及其他業務分部收入分別為 1,248/1,360/1,483 億人民幣，按年上升 10%/9%/9%。

總括而言，由於 2020 年上半年供應鏈受到新型冠狀病毒疫情影響導致收入同比下降 1.59%，但隨着供應鏈的恢復和不同節日來臨(例如雙十一，感恩節等)我們預計下半年的收入會恢復增長。加上，公司將向高端轉型趨勢，卡薩帝等高端品牌等家電呈現明顯增長趨勢，我們預計公司 2020/2021/2022 的預測總收入分別為 2,102/2,322/2,535 億人民幣。分別同比增長 6.1%/10.5%/9.2%。

圖五. 公司收入情況和預測



資料來源: 公司年報, PSHK

表五. 公司分類收入

RMB'mil	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
食聯網解決方案	28,356	31,909	32,573	33,062	38,021	41,823
空氣網解決方案	21,555	23,420	20,366	19,755	22,718	24,990
衣聯網解決方案	18,421	20,853	22,113	22,555	24,811	27,292
水聯網解決方案	7,932	8,812	9,521	9,997	10,597	11,127
海外智慧家庭業務及其他業務	77,901	92,600	113,433	124,776	136,006	148,247
	154,165	177,594	198,006	210,145	232,153	253,478

資料來源: 公司年報, PSHK

成本和費用

公司主要的成本為銷售成本，主要費用為銷售及市場推廣開支、及一般及行政開支。2019年，它們分別為1393/338/172億人民幣，佔收入70.4%/17%/9%。毛利方面，隨着卡薩帝品牌貢獻越多，我們預計2020-2022年公司的毛利率為29.0%/29.5%/29.7%。而銷售及市場推廣開支及一般及行政開支我們會因為公司持續整合收購的公司而稍降。基於以上，我們預計2020-2022公司的營運成本為1,142/1,264/1,364億人民幣。

估值

截止1月22日收市價，公司滾動市盈率為39.58x，我們認為基於公司基本面良好，公司是行業龍頭，受惠高行業景氣。我們給予公司2022年目標市盈率25.0x。

我們預計公司2020/2021/2022年每股盈利為0.83/1.01/1.35人民幣，二十四個月目標價為40.0港元，對應2020/2021/2022每股盈利的市盈率為41.1x/33.7x/25.0x。首次覆蓋給予增持評級。（現價截至1月22日）（匯率：0.85人民幣/港元）

同行比較

Company	Stock code	Closing Price	Market Cap	P/E			P/B		
				TTM	2020	2021	TTM	2020	2021
(listed currency) (million RMB)									
美的集团	000333 ch equity	100.10	707,019	27.9x	27.5x	23.8x	6.3x	6.0x	5.2x
格力电器	000651 ch equity	61.36	362,327	22.2x	18.6x	14.3x	3.1x	3.0x	2.7x
海尔智家	600690 ch equity	34.00	293,369	33.3x	30.4x	24.7x	4.5x	4.5x	4.1x
老板电器	002508 ch equity	42.99	38,749	23.8x	22.6x	19.8x	5.2x	4.8x	4.1x
JS环球生活	1691 hk equity	19.00	55,736	64.9x	30.5x	23.7x	6.5x	7.0x	5.6x
Average				34.4x	25.9x	21.3x	5.1x	5.1x	4.4x
Median				27.9x	27.5x	23.7x	5.2x	4.8x	4.1x

現價截至1月21日

資料來源: Bloomberg, PSHK

風險因素

- 1) 公司銷量不及預期
- 2) 疫情再次爆發沖擊生產銷售
- 3) 全球經濟發展不及預期

財務報表

財務摘要

FYE DEC	FY18	FY19	FY20E	FY21E	FY22E
Valuation Ratio					
P/E ratio	36.29	33.10	36.45	29.93	22.21
P/B ratio	7.05	6.00	6.06	4.98	4.32
Per share data (RMB)					
EPS	0.83	0.91	0.83	1.01	1.35
Book value per share	5.04	5.92	5.86	7.13	8.22
Growth & Margin					
Revenue growth	15%	11%	6%	10%	9%
Net profit growth	8%	10%	-9%	22%	35%
Net profit margin	4%	4%	4%	4%	5%
Gross profit margin	29%	30%	29%	30%	30%
Key Ratios					
ROE	16.5%	15.4%	14.1%	14.1%	16.5%
ROA	7.9%	8.6%	8.2%	8.8%	9.0%

現價截至 1 月 22 日

資料來源：公司年報，PSHK

合併綜合收益表

(RMB' in million)						
Fiscal year	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Fiscal year end date	12/31/17	12/31/18	12/31/19	12/31/20	12/31/21	12/31/22
Revenue	154,165	177,594	198,006	210,145	232,153	253,478
Cost of Sales	(104,001)	(125,415)	(139,393)	(149,203)	(163,668)	(178,195)
Gross Profit	50,164	52,179	58,613	60,942	68,485	75,283
Other gains or losses	2,228	2,389	3,324	2,647	2,787	2,919
Selling and distribution expenses	(29,979)	(29,076)	(33,843)	(35,077)	(37,822)	(39,269)
Administrative expenses	(11,994)	(14,027)	(17,165)	(18,217)	(20,125)	(21,799)
Finance costs	(1,396)	(1,464)	(1,732)	(1,531)	(1,576)	(1,613)
Share of profits and losses of associates	1,189	1,325	1,409	1,308	1,347	1,355
Profit before income tax	10,212	11,326	10,606	10,072	13,096	16,876
Income tax benefits (expenses)	(1,421)	(1,793)	(1,584)	(1,581)	(2,056)	(2,650)
Profit for the year from continuing operations	8,791	9,533	9,022	8,490	11,040	14,227
Discontinued operation						
Profit for the year from a discontinued operation	353	367	3,313	831	-	-
Profit for the year	9,144	9,900	12,335	9,321	11,040	14,227
Less Minority interests	(2,200)	(2,416)	(4,129)	(1,869)	(1,965)	(2,000)
Profit for the year attributable to owners of the Company	6,944	7,484	8,206	7,452	9,075	12,227

資料來源：公司年報，PSHK

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within \pm 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2021 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)
SINGAPORE
Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA
PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

www.phillip.co.id

THAILAND
Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

UNITED STATES
Phillip Futures Inc.

141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

MALAYSIA
Phillip Capital Management Sdn Bhd

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA
Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE
King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA
PhillipCapital Australia

L Level 10, 330 Collins Street
Melbourne VIC 3000 Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG
Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN
Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA
PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM
King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA
Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm