

## 公司研究

## 空调景气周期向上，销额市占重回第一，低估值+高分红核心资产

## ——格力电器（000651.SZ）动态跟踪报告

## 要点

**空调景气趋势向上，周期持续性偏强。**两个指标表明国内空调行业正进入向上周期。1) **安装卡增速趋势性回升：**根据企业调研，1-2月某空调龙头的安装卡实现双位数增长，行业终端需求的恢复动能渐强。2) **排产恢复增长，产业链信心修复。**22Q4/23Q1的空调内销排产同比往年内销实绩分别+8%/+7%，这一水平是自21Q2以来的最高增速。**周期向上的持续性较强：**1) 空调新增需求有支撑，地产热度正从二手房传导至新房。2) 更新需求待释放，居民储蓄意愿有望向消费意愿转化。3) 渠道库存水位偏低，新一轮上行周期中量价走势更坚实。

**渠道改革之电商：2022年销售额占比荣登榜首。**2019-2022年格力线上零售额占比由22.3%提升至28.9%，同期美的的线上份额由30.5%滑落至28.2%，格力在电商渠道反超美的，其在线上的增量主要来自京东。格力依靠两点逆势反超：1) **战略升维：**新建电子商务公司深耕线上，目前人员规模已超500人，独立运营格力董明珠店，其中包括京东格力董明珠店的30多个店铺；2) **战术层面：**线上定价“以牙还牙”，友商“田忌赛马”策略不再有效。

**渠道改革之线下：份额重回第一，改革跨过深水区。**中怡康口径2022年格力线下零售额占比（33.4%）反超美的（30.0%），两者线下价差连续收窄（2019年694元，2022年471元），渠道去中间商+美的利润诉求增强促成了这些变化。格力的线下改革以稳为主+因地制宜，大致可分三个类别：1) **运营状况不佳的强势省代：**通盘接收+另起炉灶（河北、河南、山东）；2) **省级代理类职业经理人：**新零售试点（安徽、云贵、东北等），销售公司定政策+经销商云网批提货；3) **运营状况较好的强力省代：**品牌方和代理商共商方案并徐徐图之。

**低估值+高股息，胜率和赔率俱佳。**家电股中，格力的（市值-净现金）/23年盈利一致预测仅4.5倍，被低估度排第二。而近12个月股息率，其以10.6%居首。

**盈利预测、估值与评级：空调景气周期向上，渠道变革落地生效，公司估值位于底部区间，维持“买入”评级，目标价维持46.62元。**格力是低估值（剔除净现金4.5倍PE）+高分红（近12个月股息率10.6%）的核心资产，当前市场环境和行业周期中，其价值修复的胜率和赔率俱佳。β层面，公司是受益于空调周期上行的纯内需品种；α角度，渠道调整后2022年格力已经重新成为线上/线下空调销售额市占率的双料第一。我们看好公司的渠道革新、长远规划、以及股东回馈，但考虑到22Q4疫情影响，我们下调公司2022年归母净利润为251亿元（-4%），在基本维持增长率的基础上下调2023-24年归母净利润为275亿元（-4%）、301亿元（-5%），维持“买入”评级，维持目标价46.62元。

**风险提示：宏观复苏不达预期，原材料价格大幅上涨，行业价格竞争超出预期。**

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	170,497	189,654	197,965	212,379	230,042
营业收入增长率	-14.97%	11.24%	4.38%	7.28%	8.32%
净利润（百万元）	22,175	23,064	25,093	27,509	30,116
净利润增长率	-10.21%	4.01%	8.80%	9.63%	9.48%
EPS（元）	3.69	3.90	4.46	4.88	5.35
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.25%	22.25%	22.09%	21.41%	21.21%
P/E	10	9	8	7	7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-03-14；注：2020年末公司总股本60.16亿股，因回购注销，2021年末总股本59.14亿股，2022年末总股本56.31亿股。

## 买入（维持）

当前价/目标价：36.94/46.62元

## 作者

分析师：洪吉然

执业证书编号：S0930521070002

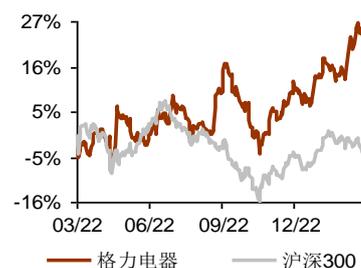
021-52523793

hongjiran@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	56.31
总市值(亿元)	2080
一年最低/最高(元)	27.07/37.60
近3月换手率	34.29%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.81	9.85	16.39
绝对	8.92	13.71	26.07

资料来源：Wind

## 相关研报

扣非业绩再超预期，渠道改革加速推进——格力电器（000651.SZ）2022年三季度点评（2022-10-31）

激励作用更为明显，估值仍处底部区间——格力电器（000651.SZ）第二期员工持股计划点评（2022-05-22）

破旧立新，价值闪耀——格力电器（000651.SZ）投资价值分析报告（2022-04-07）

## 目 录

一、空调行业的景气趋势向上.....	3
二、格力电商：线上销售额荣登榜首 .....	5
2.1、改革成果：线上份额反超友商.....	5
2.2、格力靠什么崛起线上? .....	6
三、线下份额重回第一，改革跨过深水区 .....	7
3.1、线下份额重回第一，渠道改革迈过深水区 .....	7
3.2、线下改革：因地制宜，稳步推进 .....	8
四、投资建议：低估值+高分红，把握空调景气向上周期.....	9
五、风险提示.....	11

## 图目录

图 1：空调龙头公司的安装卡月度同比增速 .....	3
图 2：空调企业内销排产显示产业链信心修复.....	3
图 3：全国 60 城新建商品住宅销售面积同比.....	4
图 4：居民消费意愿恢复有助释放空调更新需求 .....	4
图 5：空调内销出货同比 vs 空调国内零售同比.....	5
图 6：国内空调行业渠道库存及其同比增速 .....	5
图 7：国内空调行业零售平均价格（元/台） .....	5
图 8：空调品牌线上零售额的市场占有率变化.....	6
图 9：空调品牌线上零售量的市场占有率变化.....	6
图 10：格力品牌京东销售额及同比增速 .....	6
图 11：格力品牌天猫销售额及同比增速 .....	6
图 12：2019 年 1 月 1.5 匹畅销机线上销售均价 .....	7
图 13：2022 年 12 月 1.5 匹畅销机线上销售均价 .....	7
图 14：空调品牌线下零售额的市场占有率变化 .....	7
图 15：空调品牌线下零售量的市场占有率变化 .....	7
图 16：空调龙头线下零售均价及其价格差 .....	8
图 17：空调品牌线下均价年度涨幅 .....	8
图 18：国内空调品牌出货量份额变化.....	8
图 19：格力线下渠道改革方案示意图.....	9

## 表目录

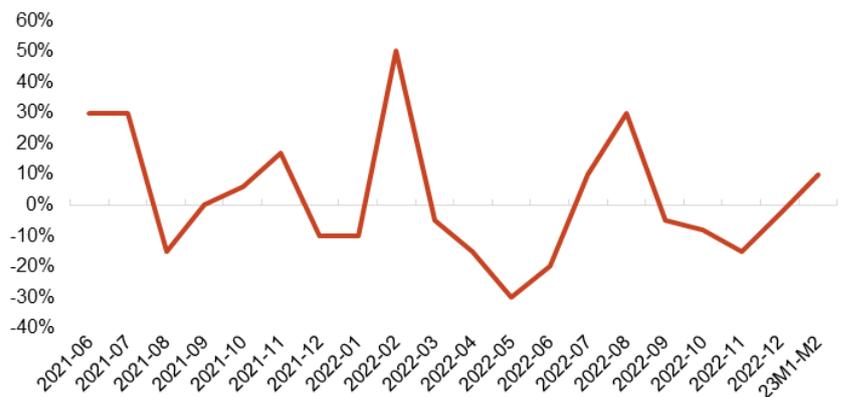
表 1：按 2023 年经调整后 PE 由低到高排序：格力在家电核心标的的中位列第二 .....	10
表 2：接近 12 个月股息率排序，格力位列家电核心股票榜首 .....	11

# 一、空调行业的景气趋势向上

## 1.1、国内需求回暖，企业排产积极

**国内终端需求：安装卡增速趋势性回升。**根据企业调研，1-2月某空调龙头的安装卡实现双位数增长，行业终端需求的恢复动能渐强。2022年该公司的安装卡增速主要受到疫情扰动以及旺季炎夏的交替作用，数据上体现出两个波谷（3-6月上海疫情，9-11月全国疫情）和一个波峰（7-8月炎夏）的显著特征。安装卡增长在去年11月见底并走出修复态势，主要系疫情管控措施优化（线下场景恢复）、消费补贴落地、房地产交易复苏等因素共同推动；展望未来一年，上述因子正向催化，加之2022年同期基数较低，空调内需趋势向好，较大可能保持中高速增长。

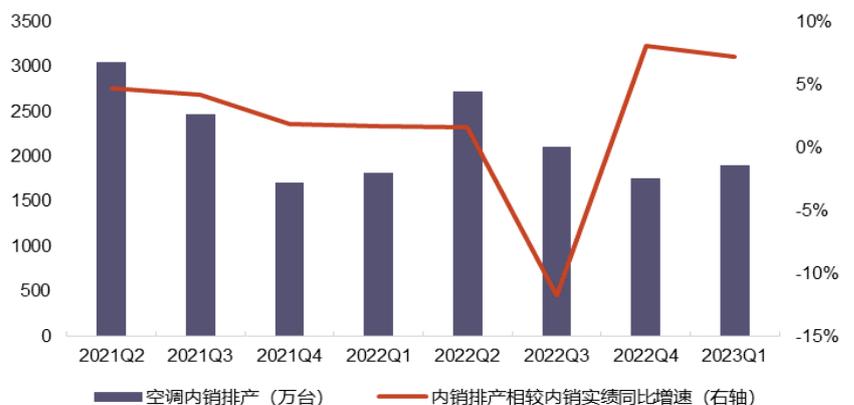
图 1：空调龙头公司的安装卡月度同比增速



资料来源：公司调研，光大证券研究所

**排产恢复中高速增长，产业链信心逐步修复。**数据显示，22Q4/23Q1的空调内销排产同比往年内销实绩分别+8%/+7%，这一水平是自21Q2以来的最高增速。考虑到空调内销旺季是3-8月，积极排产显示企业对于2023年的空调市场抱有较强烈的信心，这一信心建立在经济复苏的高确定性之上。

图 2：空调企业内销排产显示产业链信心修复



资料来源：产业在线，光大证券研究所

## 1.2、地产复苏+储蓄下行，需求持续性有支撑

**空调新增需求有支撑：地产热度正从二手房传导至新房。**易居研究院跟踪 60 个重点城市的新建商品房成交面积，2 月该数据出现积极信号，在经历了持续 20 个月同比下降后首次录得正增长且增速达到 37%。本轮楼市降温始于 21 年 6 月，至 22 年 4 月达到冰点。23 年 1 月虽然成交面积同比为-34%，但若与同为春节的 22 年 2 月比较，降速已收窄 7 个百分点；2 月全国 60 城新房成交面积同比增速首次转正。数据显示市场的购房信心正在增强，这得益于强劲的购房需求和持续的政策支持。

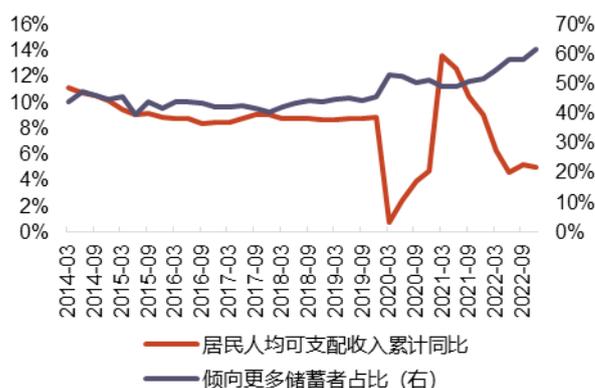
**更新需求待释放：居民储蓄意愿有望向消费意愿转化。**国内空调需求结构中更新需求已起到更关键的支撑作用，而空调换代周期又与居民的经济预期以及可支配收入息息相关。人民银行“城镇储户问卷调查”中“倾向更多储蓄者占比”在 2022Q4 录得 61.8%，是有统计以来的最高值。随着疫情的影响基本消退，居民储蓄向消费转化的动能有望重新凝聚。

图 3：全国 60 城新建商品住宅销售面积同比



资料来源：CRIC，易居研究院，光大证券研究所

图 4：居民消费意愿恢复有助释放空调更新需求

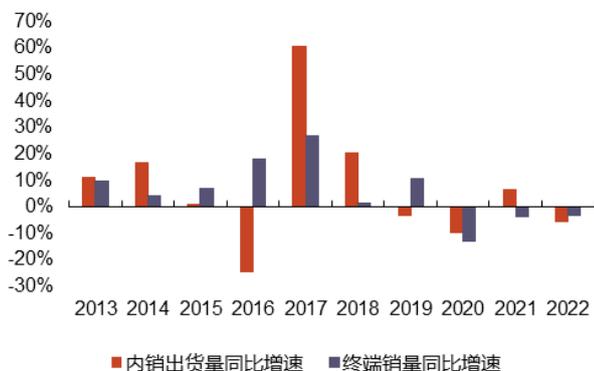


资料来源：Wind，光大证券研究所

## 1.3、渠道库存偏低，上行周期更为坚实

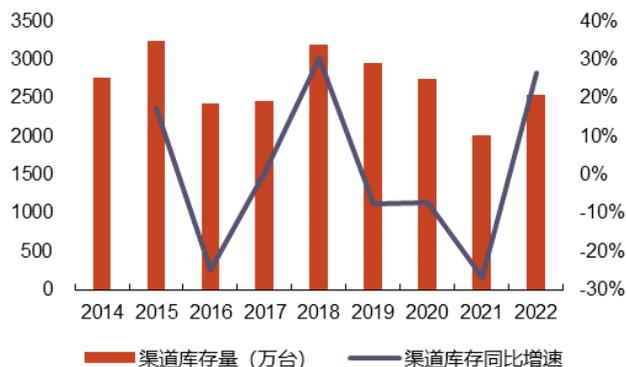
**渠道库存水位偏低，新一轮上行周期中量价走势更为坚实。**2022 年末空调行业渠道库存 2500 万台左右，虽然相较于 2021 年末的 2000 万台有上升（受疫情影响，零售终端下滑幅度较大），但相比 2015 年的高点 3200 多万台相去甚远（考虑到零售规模扩张，当前去化周期会更短）。整体来看，2018-2021 年空调渠道库存一路下行，主要系两个原因：1) 国内市场进入存量时代，商业寡头在弱需求时期的出货安排更为谨慎克制；2) 全市场开启“高周转、低库存”的渠道变革，渠道的蓄水囤货功能弱化。总结来看，较低的渠道库存可以避免量价的大起大落，这将有助于行业的上行周期更加平顺（上一轮上行周期伊始，2015-2016 年行业曾先后经历价格战和主动去库存）。

图 5: 空调内销出货同比 vs 空调国内零售同比



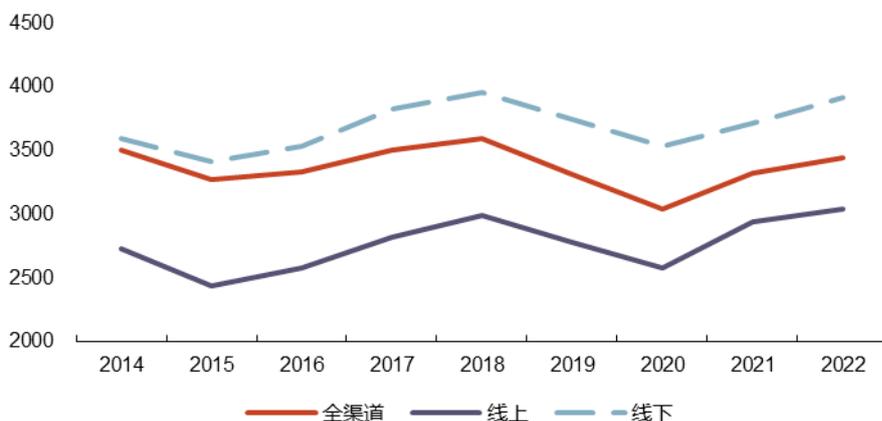
资料来源: 产业在线, 奥维云网, 光大证券研究所

图 6: 国内空调行业渠道库存及其同比增速



资料来源: 产业在线, 光大证券研究所; 注: 渠道库存为当年年末值

图 7: 国内空调行业零售平均价格 (元/台)



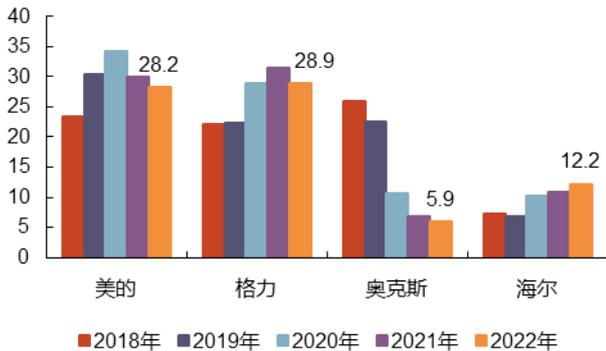
资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所

## 二、格力电商：线上销售额荣登榜首

### 2.1、改革成果：线上份额反超友商

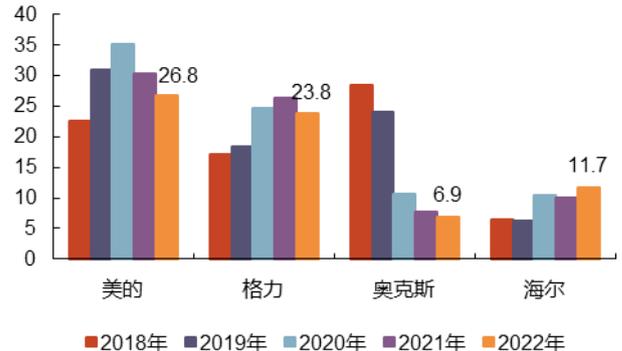
格力线上份额反超美的，京东平台贡献主要增量。市场份额角度，2019-2022 年格力线上零售额占比由 22.3% 提升至 28.9%，同期美的的线上份额由 30.5% 滑落至 28.2%，格力在电商渠道销售份额反超了美的。经过渠道拆解，格力在线上的市场增量主要来自京东平台：2022 年格力品牌在京东的销售额是 180 亿元，相较 2019 年的 72 亿元增长了 150%；同时格力品牌在天猫的销售额出现萎缩（2019 年 73 亿元 vs 2022 年 64 亿元）。格力在两大电商平台的表现迥然不同，主要源于两大平台给予家电品牌的工作效率、服务质量、以及盈利空间存在差距。

图 8：空调品牌线上零售额的市场占有率变化



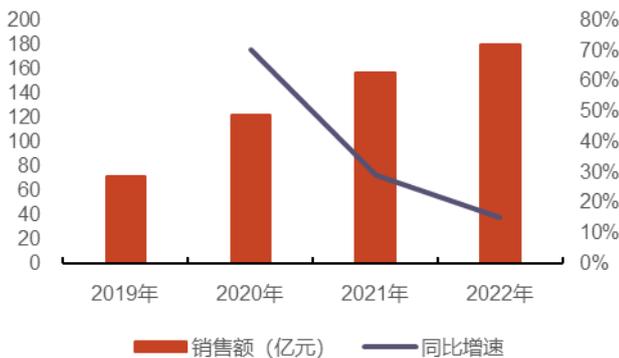
资料来源：奥维云网，光大证券研究所；单位：%

图 9：空调品牌线上零售量的市场占有率变化



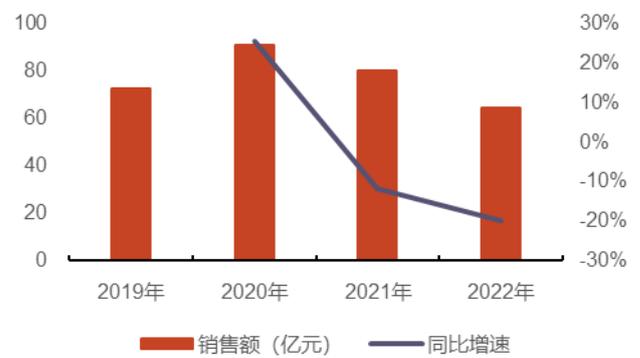
资料来源：奥维云网，光大证券研究所；单位：%

图 10：格力品牌京东销售额及同比增速



资料来源：魔镜，光大证券研究所

图 11：格力品牌天猫销售额及同比增速



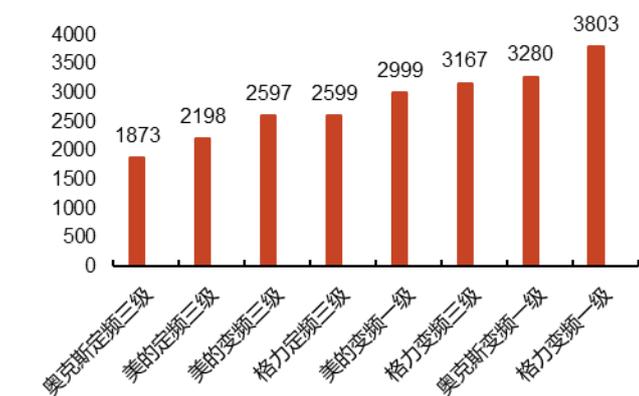
资料来源：魔镜，光大证券研究所

## 2.2、格力靠什么崛起线上？

**战略升维：2019 年格力新建电子商务公司深耕线上。**1) **2019 年前**：格力的线上业务由电商部统筹+代运营操盘两大官方旗舰店（天猫+京东），出于对线下专卖店的保护，这一时期格力在线上倾注的资源（广告投放、店铺运营等）相对有限。2) **2019 年 11 月**：为应对行业变革，格力成立电子商务公司，目前人员规模已超 500 人（技术岗：运营岗：管理/售后支持≈2:2:1），电子商务公司独立运营格力董明珠店，其中包括京东格力董明珠店 30 多个店铺，以及天猫和抖音的相关店铺。近年格力崛起线上，正是因为其在 2019 年开始搭建电商团队并给予大量资源倾斜。

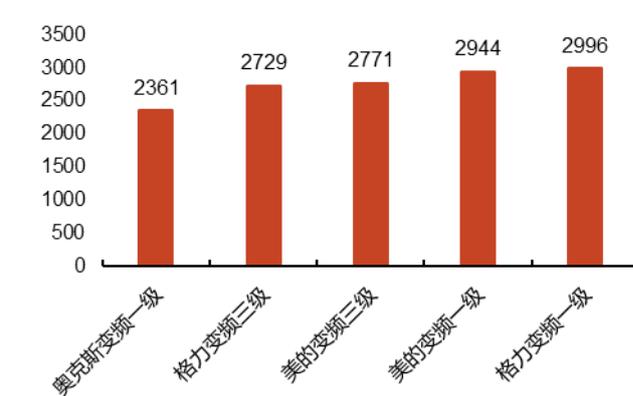
**战术层面：线上定价“以牙还牙”，友商“田忌赛马”策略不再有效。**2019 年初美的线上针对格力采取“田忌赛马”或者说“拉低打高”战略，一度迫使格力在线上进退维谷。以畅销机型为例，2019 年美的变频一级定价 2999 元，直接低于格力变频三级（3167 元），美的变频三级定价 2597 元则低于格力定频三级（2599 元）。时至今日，新能效标准淘汰了低价走量的定频机，绝对低价策略退出历史舞台；同时格力通过价格对标化解了竞争对手的“田忌赛马”策略。以 1.5 匹畅销机为例，2022 年 12 月格力变频一级产品定价 2996 元仅高过美的变频一级 50 元左右，格力变频三级 2729 元甚至还低于美的变频三级约 50 元。

图 12: 2019 年 1 月 1.5 匹畅销机线上销售均价



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所; 单位: 元/台

图 13: 2022 年 12 月 1.5 匹畅销机线上销售均价



资料来源: 奥维云网, 光大证券研究所; 单位: 元/台

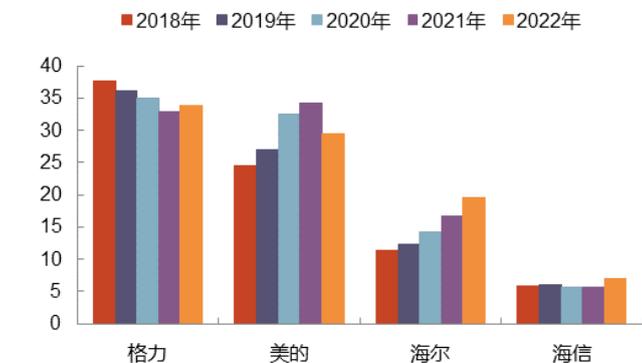
### 三、线下份额重回第一，改革跨过深水区

#### 3.1、线下份额重回第一，渠道改革迈过深水区

空调线下渠道充分专营化，中国市场又兼具广度和深度，少有全面的数据能够刻画线下渠道的竞争格局，因此我们采用数据交叉印证的方式来大致判断其变化趋势。通过数据交叉印证，我们判断格力线下的渠道变革很可能已经迈过了深水区。格力线下的市场份额重回第一，相较美的的价差连续收窄，较多数据反映格力对于线下渠道的掌控力以及渠道本身的效率正在良性恢复。

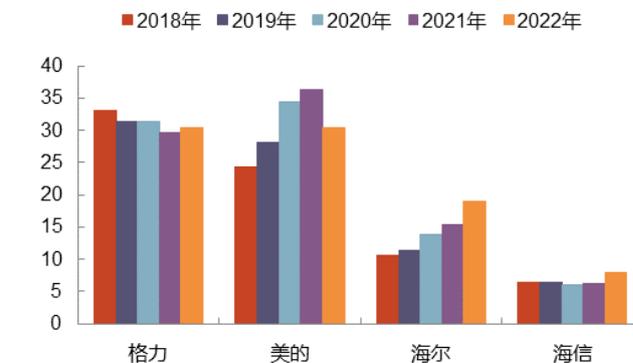
**中怡康口径：2022 年格力线下零售额占比重回第一。**中怡康是 KA 渠道的抽样数据，尽管未能涵盖广袤的线下专卖店，但也能管中窥豹一览趋势。数据表明，2018 年格力线下零售额占比高达 37.6%，而后在行业变革中下滑至 2021 年的 32.9%，同期美的的零售额占比由 24.5% 升至 34.2%。2022 年格力重新夺回线下份额第一的宝座，销售额占比 33.4% (+0.5pcts YOY) 反超美的 (30.0%，-4.2pcts YOY)，这一变化背后是（格力-美的）线下价差的连续收窄（2019 年 694 元，2022 年 471 元），渠道去中间商+美的的利润诉求增强共同促成了这些变化。

图 14: 空调品牌线下零售额的市场占有率变化



资料来源: 中怡康, 光大证券研究所; 单位: %

图 15: 空调品牌线下零售量的市场占有率变化



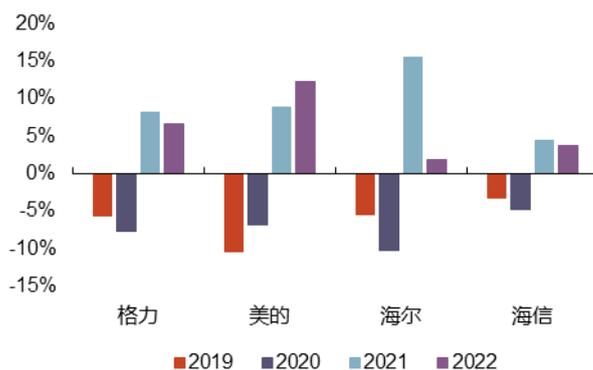
资料来源: 中怡康, 光大证券研究所; 单位: %

图 16：空调龙头线下零售均价及其价格差



资料来源：中怡康，光大证券研究所；单位：元/台

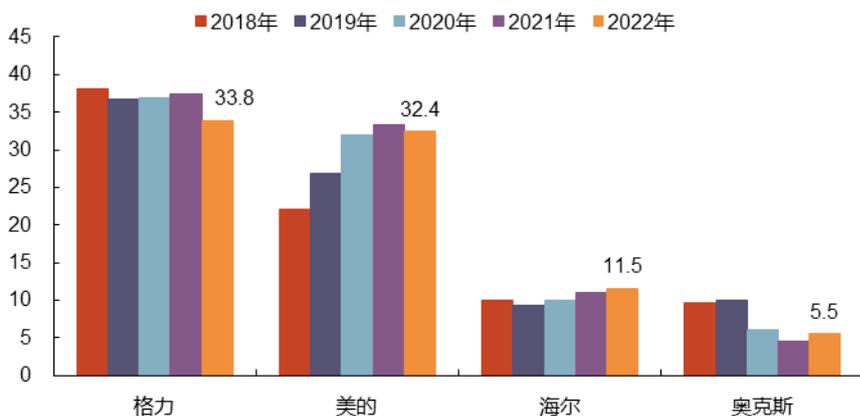
图 17：空调品牌线下均价年度涨幅



资料来源：中怡康，光大证券研究所

**产业在线口径：头部效应弱化，2022 年格力出货量的参考意义或许有限。**2022 年格力内销出货量占比 33.8% (-3.6pcts YOY)，美的内销出货量占比 32.4% (-0.9pcts YOY)，龙头市场占有率下滑源于头部品牌在 2021-2022 年的涨价幅度高于中小品牌。那么为何格力内销占比下滑幅度大于美的？奥维云网数据显示，2022 年较 2021 年格力线上零售量份额下滑幅度小于美的（格力-2.5pcts vs 美的-3.5pcts）。2022 年格力内销占比下滑幅度较大而线上份额下滑幅度较小的现象似乎说明当年格力线下份额出现大幅下滑。但两点情况表明这种解释可能是错误的，其一是中怡康抽样数据给出与产业在线数据相反的结论；其二是格力前三季度收入同比+6%，这与产业在线披露的同期内销量下滑 9%的情况很难匹配，我们推断产业在线根据上游压缩机出厂量推算整机内销量，这一方法在工厂备有较高压缩机库存时会有偏差。

图 18：国内空调品牌出货量份额变化



资料来源：产业在线，光大证券研究所；单位：%

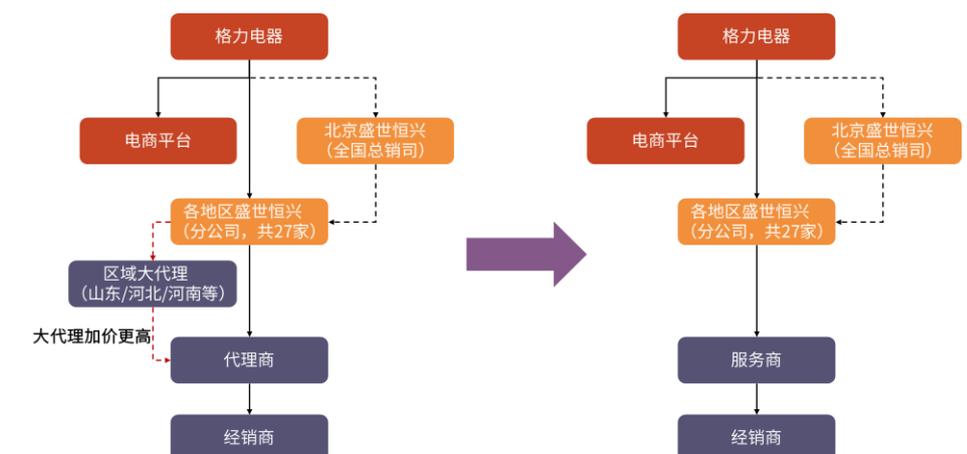
### 3.2、线下改革：因地制宜，稳步推进

**线下改革的基本路线是以稳为主和因地制宜。**据我们的理解，2020-2022 年空调市场处于收缩调整期，因此格力在线下的渠道改革并不是大刀阔斧的，而是在稳定基本盘的基础上根据各地的情况制定相应的改革方案。格力在 2012 年有过一次“削藩”，当年成立的北京盛世恒兴及其控股的盛世欣兴便是为了制约大代理的销售体系，经此一役多地省级代理降格为盛世体系内的职业经理人，而大体量

省级代理依然在本地与盛世体系双轨并行（如河北、河南、山东、浙江）。所以本轮线下渠道改革可以大致分成三个类别：1) 当地运营状况不佳的强势省代：采取通盘接收+另起炉灶模式（如河北、河南、山东）；2) 省级代理商类职业经理人：采取新零售试点方案（如安徽、云贵、东北等），销售公司定政策+经销商云网批提货，好处是销售公司转型服务商控制价盘+新零售模式下经销商资金压力小并且让利消费者，需要加强的是物流仓储的时效性；3) 运营状况比较好的强力省代：由品牌方和代理商共同协商方案并徐徐图之。

**河北案例：大刀阔斧改革，破旧立新未来可期。** 1) 改革方式一刀切：22年8月格力电器授权河北的新代理珠海桓格，同时停止向原省代供货，原省代转做飞利浦空调。2) 新省代治理结构以京东为主：珠海桓格由江苏赛夫绿色食品发展有限公司、珠海桓格贸易有限公司分别持股51%和49%，法定代表人、董事长为左玉洁，董事包括鲁周刚（广佛格力总经理）、谢帆（京东集团副总裁、家电事业部总裁）。根据渠道调研，股权穿透后京东系持有珠海桓格51%股权，目前操盘河北的桓格员工基本来自京东体系。3) 新总代操盘新零售：22年10月珠海桓格主持第一次河北经销商大会，提到要结合数字化工具打造高效的新零售体系（销售服务一体化、线上工单网格化、安维权责对等化、采购配送专业化），并承诺强资金周转、提用户体验。我们认为，格力和京东进一步深化合作，继在线上合力斩获市场之后，格力有望借力京东的高效物流和信息化体系，重塑河北地区的经销体系和经营状况，此外该模式跑通后或可复制到其他地区。

图 19：格力线下渠道改革方案示意图



资料来源：公司公告，光大证券研究所

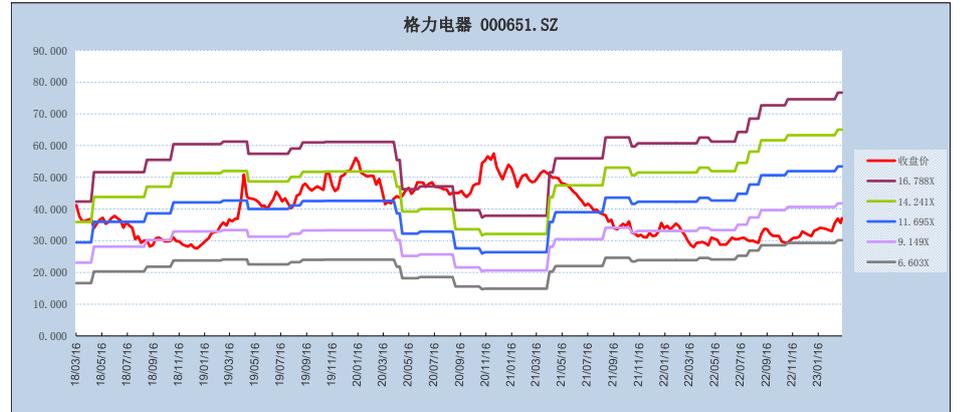
## 四、投资建议：低估值+高分红，把握空调景气向上周期

**估值纵向比较：**市盈率处于低水位，其在景气向上周期或有较强弹性。截至23年3月13日，格力电器PE（ttm）仅为8.1倍，介于5年底部（6.6倍）和5年25%分位（9.1倍）之间，估值尚处历史底部区域。动态来看，我们预测2023年格力电器归母净利润275.1亿元，现价对应市盈率7.3倍，向下安全边际高，其估值在行业景气向上周期或有较强弹性。

**估值横向比较：**（市值-净现金）/23年盈利一致预测，格力仅4.5倍，被低估度排序第二名。选取20只家电股票，剔除净现金后进行市盈率从低到高排序，格

力电器经调整后的 PE 倍数仅为 4.5 倍，是 20 只家电股中被低估程度排序第二名，其价值修复的概率和赔率俱佳。

图 20：格力电器近五年 PE-Band



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：市场数据截至 2023 年 3 月 13 日，收盘价单位：元/股

表 1：按 2023 年经调整后 PE 由低到高排序：格力在家电核心标的的中位列第二

证券代码	证券名称	市值 (亿元)	净现金 (亿元)	2023 年盈利一致预测 (亿元)	(市值-净现金) / 23 年盈利一致预测 (即经调整后 PE)	23 年经调整后 PE 排名
000921.SZ	海信家电	207	139	16	4.1	1
000651.SZ	格力电器	2090	798	286	4.5	2
600060.SH	海信视像	206	109	20	5.0	3
002035.SZ	华帝股份	56	16	5	7.9	4
000333.SZ	美的集团	3642	516	338	9.2	5
002705.SZ	新宝股份	143	35	12	9.3	6
002508.SZ	老板电器	271	70	21	9.5	7
603515.SH	欧普照明	137	43	9	10.2	8
002677.SZ	浙江美大	80	10	7	10.3	9
600690.SH	海尔智家	2184	349	179	10.3	10
300911.SZ	亿田智能	50	11	3	13.2	11
002242.SZ	九阳股份	140	24	8	14.2	12
688696.SH	极米科技	128	19	6	17.4	13
002032.SZ	苏泊尔	456	48	23	17.7	14
688169.SH	石头科技	319	51	15	18.4	15
002959.SZ	小熊电器	107	19	5	18.8	16
603486.SH	科沃斯	462	31	21	20.6	17
300894.SZ	火星号	118	10	5	24.1	18
603195.SH	公牛集团	1029	101	37	25.3	19
603868.SH	飞科电器	341	14	12	26.9	20

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：市场数据截至 2023 年 3 月 13 日，净现金=货币资金+交易性金融资产+衍生金融资产+其他流动资产-短期借款-长期借款-应付债券

高股息品种值得重视：近 12 个月格力股息率高达 10.6%。我们选取 20 只家电股票，统计近 12 个月股息率，格力电器以 10.6%高居榜首，这从侧面也印证公司的价值是被市场低估的。动态来看，底线假设 2023 年格力现金分红率 50%，2023 年预期盈利 275 亿元，则 2023 年预期股息率仍然高达 6.6%。

表 2: 接近 12 个月股息率排序, 格力位列家电核心股票榜首

证券代码	证券名称	股息率 (% TTM)	股息率排名
000651.SZ	格力电器	10.6	1
002242.SZ	九阳股份	8.2	2
002032.SZ	苏泊尔	5.6	3
002677.SZ	浙江美大	5.3	4
000333.SZ	美的集团	3.2	5
600690.SH	海尔智家	2.8	6
603515.SH	欧普照明	2.7	7
300894.SZ	火星人	2.1	8
000921.SZ	海信家电	1.8	9
002508.SZ	老板电器	1.7	10
002035.SZ	华帝股份	1.5	11
603195.SH	公牛集团	1.4	12
603486.SH	科沃斯	1.4	13
300911.SZ	亿田智能	1.3	14
603868.SH	飞科电器	1.3	15
688696.SH	极米科技	1.2	16
002705.SZ	新宝股份	1.1	17
002959.SZ	小熊电器	0.9	18
600060.SH	海信视像	0.5	19
688169.SH	石头科技	0.4	20

资料来源: Wind, 光大证券研究所; 注: 市场数据截至 2023 年 3 月 13 日

**盈利预测、估值与评级: 空调景气周期向上, 渠道变革落地生效, 公司估值位于底部区间, 维持“买入”评级, 目标价维持 46.62 元。**格力是低估值 (剔除净现金 4.5 倍 PE) + 高分红 (近 12 个月股息率 10.6%) 的核心资产, 当前市场环境和行业周期中, 其价值修复的胜率和赔率俱佳。β 层面, 公司是受益于空调周期上行的纯内需品种; α 角度, 渠道调整后 2022 年格力已经重新成为线上/线下空调销售额市场占有率的双料第一。我们看好公司的渠道革新、长远规划、以及股东回馈, 但考虑到 22Q4 疫情影响, 我们下调公司 2022 年归母净利润为 251 亿元 (-4%), 在基本维持增长率的基础上下调 2023-24 年归母净利润为 275 亿元 (-4%)、301 亿元 (-5%), 维持“买入”评级, 维持目标价 46.62 元。

## 五、风险提示

宏观经济复苏力度不达预期, 原材料价格大幅上涨, 行业价格竞争超出预期。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	170,497	189,654	197,965	212,379	230,042
营业成本	124,229	142,252	143,959	152,785	165,526
折旧和摊销	3,589	3,644	4,185	4,659	5,114
税金及附加	965	1,077	1,524	1,635	1,771
销售费用	13,043	11,582	12,175	12,743	13,803
管理费用	3,604	4,051	4,157	4,460	4,831
研发费用	6,053	6,297	5,939	7,433	8,051
财务费用	-1,938	-2,260	847	1,643	1,327
投资收益	713	522	250	260	270
营业利润	26,044	26,677	29,569	32,430	35,530
利润总额	26,309	26,803	29,874	32,735	35,835
所得税	4,030	3,971	4,601	5,041	5,519
净利润	22,279	22,832	25,273	27,694	30,316
少数股东损益	104	-232	180	185	200
归属母公司净利润	22,175	23,064	25,093	27,509	30,116
EPS(按最新股本计)	3.69	3.90	4.46	4.88	5.35

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	19,239	1,894	37,101	36,312	40,147
净利润	22,175	23,064	25,093	27,509	30,116
折旧摊销	3,589	3,644	4,185	4,659	5,114
净营运资金增加	-15,989	14,431	-305	7,281	8,468
其他	9,463	-39,245	8,128	-3,137	-3,552
投资活动产生现金流	98	29,752	-4,060	-4,040	-4,030
净资本支出	-4,522	-5,712	-4,300	-4,300	-4,300
长期投资变化	8,120	10,337	0	0	0
其他资产变化	-3,500	25,127	240	260	270
融资活动现金流	-21,111	-25,331	-11,405	-22,182	-23,752
股本变化	0	-101	-283	0	0
债务净变化	6,174	15,669	4,601	-7,902	-5,809
无息负债变化	-14,761	33,666	-23,350	4,909	6,783
净现金流	-2,148	5,727	21,636	10,089	12,364

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	27.1%	25.0%	27.3%	28.1%	28.0%
EBITDA 率	16.3%	15.5%	17.6%	18.1%	18.1%
EBIT 率	14.2%	13.6%	15.5%	15.9%	15.9%
税前净利润率	15.4%	14.1%	15.1%	15.4%	15.6%
归母净利润率	13.0%	12.2%	12.7%	13.0%	13.1%
ROA	8.0%	7.1%	8.1%	8.6%	9.0%
ROE (摊薄)	19.3%	22.3%	22.1%	21.4%	21.2%
经营性 ROIC	20.0%	16.5%	19.5%	20.4%	20.9%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	58%	66%	62%	59%	57%
流动比率	1.35	1.15	1.22	1.31	1.40
速动比率	1.17	0.93	1.10	1.18	1.26
归母权益/有息债务	5.20	2.74	2.68	3.72	4.94
有形资产/有息债务	11.80	7.80	6.75	8.63	10.87

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	279,218	319,598	310,963	323,028	337,701
货币资金	136,413	116,939	138,576	148,665	161,029
交易性金融资产	371	0	0	0	0
应收帐款	8,738	13,841	7,774	8,340	9,034
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	147	334	199	213	231
存货	27,880	42,766	21,594	22,918	24,829
其他流动资产	36,591	34,994	34,994	34,994	34,994
流动资产合计	213,633	225,850	216,816	228,960	244,163
其他权益工具	7,788	10,114	10,114	10,114	10,114
长期股权投资	8,120	10,337	10,337	10,337	10,337
固定资产	18,983	31,183	32,040	32,185	31,747
在建工程	4,016	6,481	5,521	4,801	4,231
无形资产	5,878	9,917	10,016	10,112	10,207
商誉	202	708	708	708	708
其他非流动资产	6,062	4,874	4,874	4,874	4,874
非流动资产合计	65,585	93,749	94,147	94,068	93,538
总负债	162,337	211,673	192,924	189,931	190,905
短期借款	20,304	27,618	32,975	24,572	18,264
应付账款	31,605	35,875	35,990	38,196	41,381
应付票据	21,427	40,744	21,594	22,918	24,829
预收账款	0	0	9,898	10,619	11,502
其他流动负债	65,418	63,643	63,643	63,643	63,643
流动负债合计	158,479	197,101	177,807	174,267	174,694
长期借款	1,861	8,961	9,461	9,961	10,461
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	587	2,870	2,870	2,870	2,870
非流动负债合计	3,859	14,571	15,117	15,664	16,212
股东权益	116,880	107,925	118,039	133,096	146,796
股本	6,016	5,914	5,631	5,631	5,631
公积金	3,622	2,110	3,225	3,225	3,225
未分配利润	102,842	103,475	115,908	130,780	144,280
归属母公司权益	115,190	103,652	113,585	128,458	141,957
少数股东权益	1,690	4,274	4,454	4,639	4,839

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	7.65%	6.11%	6.15%	6.00%	6.00%
管理费用率	2.11%	2.14%	2.10%	2.10%	2.10%
财务费用率	-1.14%	-1.19%	0.43%	0.77%	0.58%
研发费用率	3.55%	3.32%	3.00%	3.50%	3.50%
所得税率	15%	15%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	3.00	2.00	2.24	2.95	3.23
每股经营现金流	3.20	0.32	6.59	6.45	7.13
每股净资产	19.15	17.53	20.17	22.81	25.21
每股销售收入	28.34	32.07	35.15	37.71	40.85

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	10	9	8	7	7
PB	1.9	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.0	9.2	6.9	6.1	5.5
股息率	8.1%	5.4%	6.3%	8.3%	9.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE