

**证券研究报告—动态报告**

家用电器

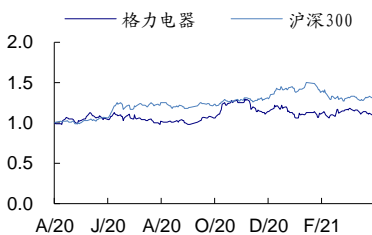
白色家电

**格力电器(000651)**
**买入**

2020 年年报点评&amp;2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 29 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	6,016/5,970
总市值/流通(百万元)	349,273/346,613
上证综指/深圳成指	3,457/14,398
12 个月最高/最低(元)	69.79/52.37

**相关研究报告:**

《格力电器-000651-2020 年业绩快报&2021 年第一季度业绩预告点评: 营收逐季恢复, 业绩表现超预期》——2021-04-15

**证券分析师: 陈伟奇**

电话: 0755-81982606  
 E-MAIL: chenweiqi@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520110004

**证券分析师: 王兆康**

电话: 0755-81983063  
 E-MAIL: wangzk@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120004

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

**财报点评**

# 高分红高股息, 余粮充盈待显现

**● 营收逐步恢复, Q4 业绩增长超预期**

公司发布 2020 年年报及 2021 年一季报, 2020 年实现营收 1704.97 亿元/-14.97%, 归母净利为 221.75 亿元/-10.21%, 扣非归母净利为 202.86 亿元/-16.08%, 拟每 10 股派现金红利 30 元(含税)。经折算, Q4 实现营收 430.29 亿元/-1.83%, 归母净利为 84.76 亿元/+228.65%, 扣非归母净利为 77.04 亿元/+195.61%, 业绩表现大超市场预期。2021Q1 实现营收 335.17 亿元/+60.30%, 同比 2019 年下滑 18.26%, 归母净利为 34.43 亿元/+120.98%, 同比 2019 年下滑 39.30%, 扣非归母净利为 32.99 亿元/+130.80%, 同比 2019 年下滑 35.48%。

**● 经营恢复向好, 终端销售表现亮眼**

**Q1 随疫情好转, 空调销售逐步回归常态, 公司终端销售取得亮眼表现。**奥维数据显示, 公司 Q1 线下销额同比 2020 年/2019 年+107.2%/-26.7%, 线上销额同比 2020 年/2019 年+142.3%/+69.3%, 终端实现良好复苏, 表现优于行业。报表端来看, 公司 2020 年底合同负债(即预收款)余额为 116.78 亿元, 环比增长 118.3%; 2021Q1 合同负债余额为 183.28 亿元, 环比增加 56.94%。**Q1 合同负债创下历史 Q1 末的新高, 显示出终端积极的订购意愿, 终端实际表现或好于报表端数据。**同时 Q1 公司的其他流动负债余额也创下新高, 达到 728.60 亿元, 环比 2020 年底余额增长 13.17%, 或为终端积极订购所计提的返利增加。排产方面, 公司 2021 年 5 月内销排产边际向好, 对比行业 5 月 1.7% 的排产增速, 格力 5 月内销排产增速达 21.2%, 增速领先行业。

**● 原材料上涨下强议价能力凸显, 费用压缩盈利稳健**

**面对原材料成本上涨, 公司一方面通过较强的上下游议价能力实现成本转移, 空调销售均价快速提升; 一方面缩减费用的投放, 保持盈利能力的稳健。**公司 2020 年毛利率为 26.14%/-1.44pct, 净利率为 13.25%/+0.72pct; 2021Q1 毛利率为 24.43%/+6.94pct, 同比 2019 年-6.16pct, 净利率为 10.40%/+2.67pct, 同比 2019 年-3.65pct。Q4 盈利能力大幅提升, 而 Q1 则在成本的大幅提升下保持盈利的稳定。

**● 终端销售积极向好, 维持“买入”评级**

公司员工持股计划落地在即, 终端销售实现积极复苏, 全年量价齐升可期, 上调盈利预测, 预计 21-23 年净利润为 253/290/316 亿元(前值为 250/279/305 亿元), 对应 PE 为 14/12/11x, 维持“买入”评级。

**● 风险提示: 行业竞争加剧; 原材料价格大幅波动; 渠道改革不及预期。**
**盈利预测和财务指标**

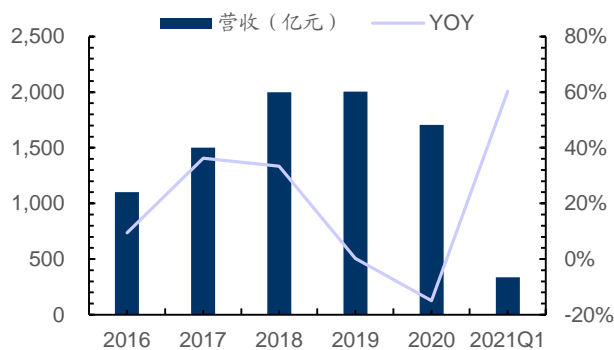
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	200,508	170,497	200,948	224,134	244,753
(+/-%)	0.2%	-15.0%	17.9%	11.5%	9.2%
净利润(百万元)	24697	22175	25304	28982	31616
(+/-%)	-5.7%	-10.2%	14.1%	14.5%	9.1%
摊薄每股收益(元)	4.11	3.69	4.21	4.82	5.26
EBIT Margin	13.7%	13.3%	13.5%	13.7%	13.8%
净资产收益率(ROE)	22.4%	19.3%	20.2%	21.2%	21.6%
市盈率(PE)	14.1	15.8	13.8	12.1	11.0
EV/EBITDA	17.0	19.5	17.8	16.4	15.4
市净率(PB)	3.17	3.03	2.79	2.55	2.39

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

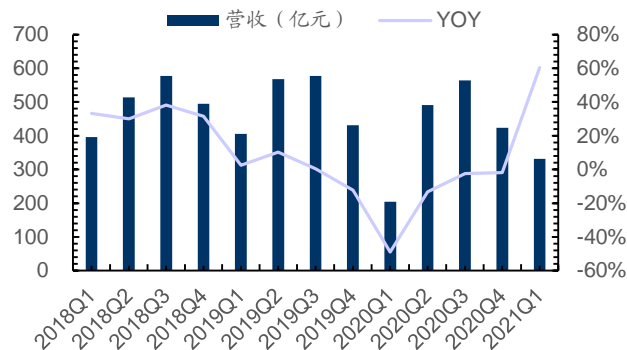
**营收逐步恢复，Q4 业绩增长超预期。**公司 2020 年实现营收 1704.97 亿元/-14.97%，归母净利为 221.75 亿元/-10.21%，扣非归母净利为 202.86 亿元/-16.08%，拟每 10 股派现金红利 30 元（含税），分红率为 105.61%。经折算，Q4 实现营收 430.29 亿元/-1.83%，归母净利为 84.76 亿元/+228.65%，扣非归母净利为 77.04 亿元/+195.61%，业绩表现大超市场预期。2021Q1 实现营收 335.17 亿元/+60.30%，同比 2019 年下滑 18.26%，归母净利为 34.43 亿元/+120.98%，同比 2019 年下滑 39.30%，扣非归母净利为 32.99 亿元/+130.80%，同比 2019 年下滑 35.48%。Q4 及 Q1 合计扣非净利润为 110.03 亿元，较 2018Q4 及 2019Q1 合计相比高 17.70%，两季合计利润表现超市场预期。

图 1：公司营业收入及同比增速



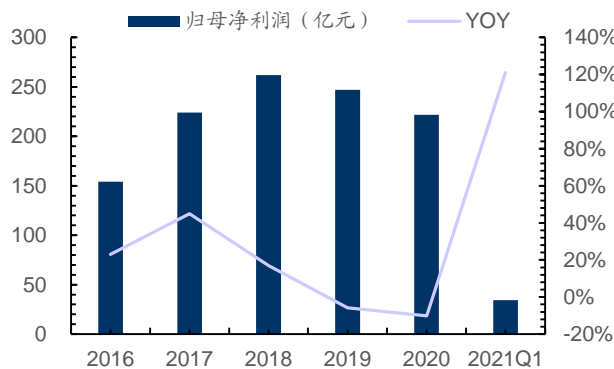
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



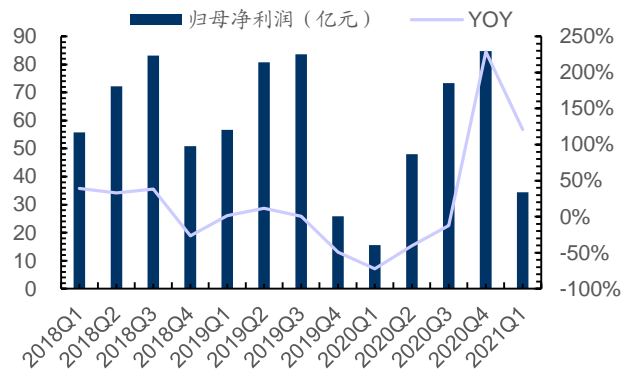
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



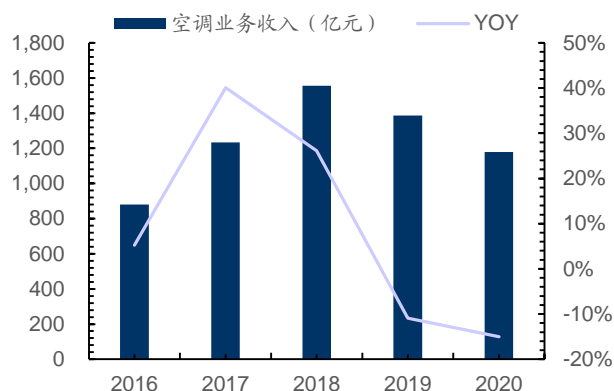
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**各业务均受疫情影响，空调表现好于行业。**由于公司的销售渠道更偏线下，在疫情的冲击下，公司主要业务都受到不利影响。2020 年空调业务实现收入 1178.82 亿元/-14.99%，生活电器业务收入 45.22 亿元/-18.91%，智能装备收入 7.91 亿元/-63.06%。但公司的空调业务等表现由于行业，显示出龙头较强的韧性。根据产业在线及奥维云网的数据，2020 年我国空调内销量下滑 12.85%，零售额下滑 21.9%，其中线下下滑 31%，线上下滑 6%，下滑幅度高于公司。

**Q1 随着疫情好转，空调销售逐步回归常态，公司终端销售取得亮眼表现。**奥维数据显示，公司 Q1 线下销额同比 2020 年/2019 年+107.2%/-26.7%，线上销额同比 2020 年/2019 年+142.3%/+69.3%，终端实现良好复苏，表现优于行业整体。从报表端来看，公司 2020 年底合同负债（即预收款）余额为 116.78 亿元，环比增长 118.3%，而 2019 年底为环比下降 27.53%；2021Q1 合同负债余额为 183.28 亿元，环比增加 56.94%，而 2019Q1 为环比增长 4.52%。Q1

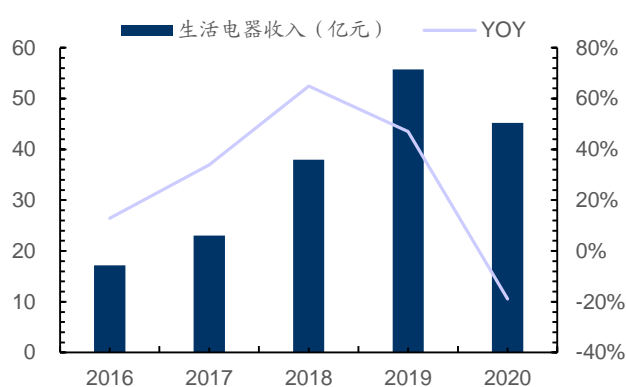
合同负债创下历史 Q1 末的新高，显示出终端积极的订购意愿，终端实际表现或好于报表端数据。同时 Q1 公司的其他流动负债余额也创下新高，达到 728.60 亿元，环比 2020 年底余额增长 13.17%，或为终端积极订购所计提的返利增加，亦论证了终端销售的积极向好。进一步根据产业在线数据，公司 2021 年 5 月内销排产仍边际向好，对比行业 5 月 1.7% 的排产增速，格力 5 月内销排产增速达 21.2%，增速领先行业。

图 5：公司空调业务收入及同比增速



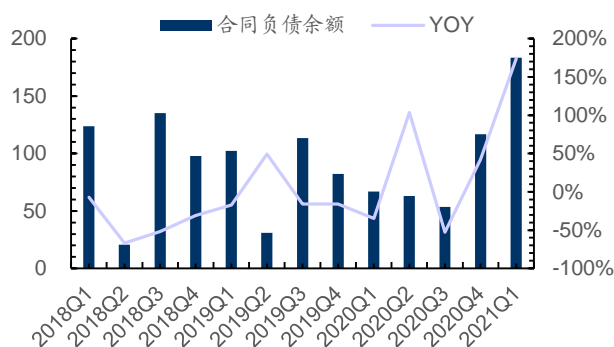
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司生活电器业务收入及同比增速



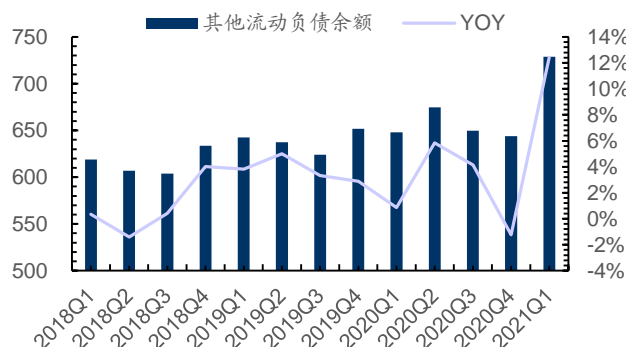
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司合同负债余额及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司其他流动负债余额及同比增速



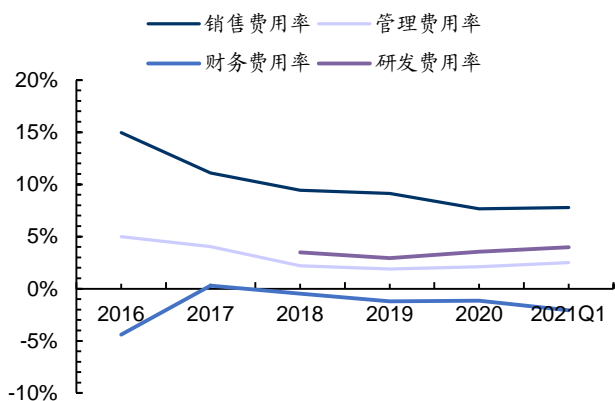
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

原材料上涨下强议价能力凸显，压费用保持盈利稳健。原材料价格自 2020Q3 开始逐渐上涨，3 月底铜/铝/螺纹钢价较 2020 年 6 月底涨幅均超过 40%。公司一方面通过较强的上下游议价能力实现成本转移，一方面缩减费用的投放，保持盈利能力的稳健。公司 2020 年毛利率为 26.14%/-1.44pct，净利率为 13.25%/+0.72pct；Q4 毛利率为 34.40%/+16.10pct，净利率大幅提升 14.01pct 至 20.06%；2021Q1 毛利率为 24.43%/+6.94pct，同比 2019 年为-6.16pct，净利率为 10.40%/+2.67pct，同比 2019 年为-3.65pct。Q4 盈利能力大幅提升，而 Q1 则在成本的大幅提升下保持盈利的稳定。此外，公司 2020Q4 及 2021Q1 存货规模持续增加，环比分别增长 34.88%和 18.04%，达到 278.8 亿元和 329.1 亿元。公司在原材料价格上涨时，保持大规模的低成本存货，将在未来的空调销售中保持强有力的竞争优势。

费用方面，公司费用率实现有效缩减，研发投入持续增加。2020 年公司期间费用率为 12.18%/-0.58pct，其中销售费用率为 7.65%/-1.48pct，管理费用率为

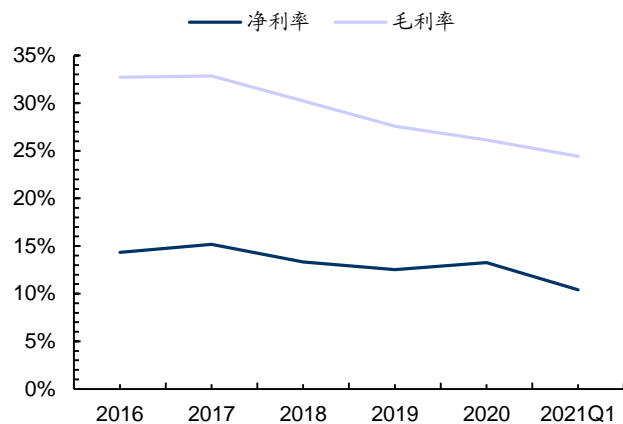
2.11%/+0.22pct，研发费用率为 3.55%/+0.61pct，财务费用率为 -1.14%/+0.07pct。2021Q1 费用率同比 2019 年来看，期间费用率下降 3.1pct 达到 12.19%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别-2.39pct/+0.34pct/+0.97pct/-2.01pct。

图 9：公司费用率情况



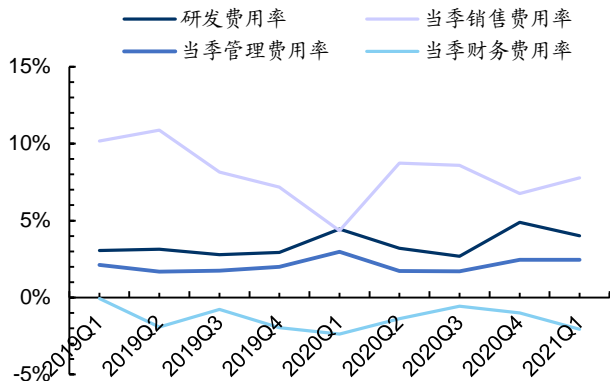
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司毛/净利率情况



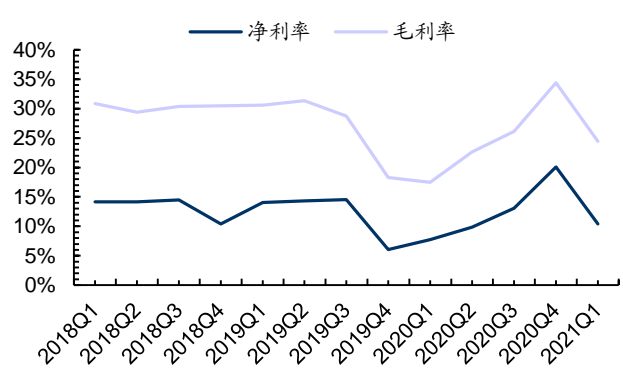
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：公司单季度费用率情况



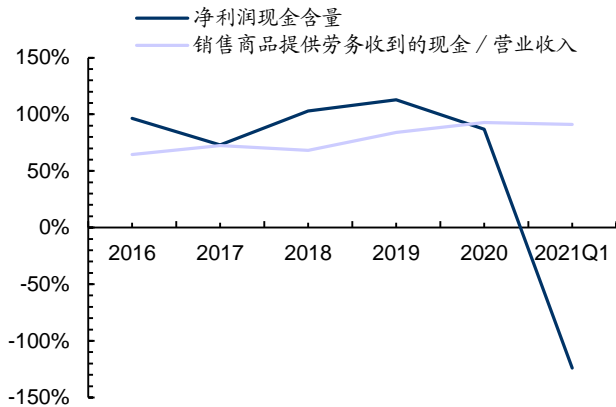
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 12：公司单季度毛/净利率情况

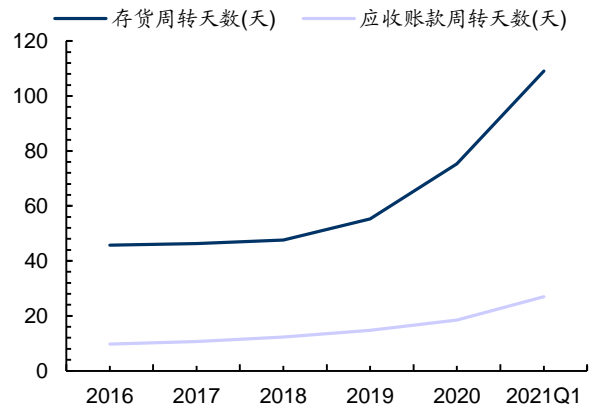


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

现金流保持稳健，受大规模存货影响周转有所下滑。2020 年公司经营活动现金流量净额为 192.39 亿元/-31.03%，营业收入的现金含量为 92.68%/+8.71pct，净利润的现金含量为 86.76%/-26.19pct。周转方面，公司存货周转天数达到 75.29 天/+19.98 天，应收账款周转天数为 18.46 天/+3.73 天，应付账款周转天数为 106.15 天/+4.99 天，净营业周期为-12.40 天/-18.72 天，周转表现受存货规模上升影响较大，但净营业周期依然保持为负。

**图 13: 公司经营性现金流情况**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图 14: 公司流动资产周转情况**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**大比例分红回报股东，员工持股计划落地在即。**公司此次分红为每 10 股派发红利 30 元，加上此前 51.82 亿元的回购，2020 年分红率达到 128.98%，股息率高达 5.17%。公司于 4 月 15 日公告筹划员工持股计划，预计公布时间不超过 3 个月。员工持股计划将有利于构建管理团队持股的长期激励与约束机制，实现员工与公司利益的统一。从经营情况来看，公司终端销售实现快速复苏，量价齐升，随着渠道改革逐步释放渠道利润，业绩弹性值得期待。

**投资建议：终端销售积极向好，维持“买入”评级。**空调终端销售实现积极复苏，全年量价齐升可期，基于年报及一季报的业绩表现，上调公司盈利预测，预计 21-23 年净利润分别为 253.04/289.82/316.16 亿元（前值为 249.84/279.49/305.42 亿元），对应 PE 为 13.8/12.1/11.0x，维持“买入”评级。

**附表：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			投资评级
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
000333.SZ	美的集团	81.55	5,742	3.47	3.82	4.30	23	21	19	买入
600690.SH	海尔智家	33.10	2,920	1.25	0.98	1.40	27	34	24	买入
	平均						25	28	21	
000651.SZ	格力电器	58.06	3,493	4.11	3.69	4.21	14	16	14	买入

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	136413	153536	165418	182330	营业收入	170497	200948	224134	244753
应收款项	8886	12662	13509	14082	营业成本	124229	145165	161305	175464
存货净额	27880	26208	30996	35093	营业税金及附加	965	1407	1521	1660
其他流动资产	40084	40989	52853	55060	销售费用	13043	15473	17595	19580
<b>流动资产合计</b>	<b>213633</b>	<b>234445</b>	<b>264036</b>	<b>288076</b>	管理费用	9656	11689	12899	14186
固定资产	23007	24527	26395	28161	财务费用	(1938)	(1949)	(2279)	(2567)
无形资产及其他	5878	5643	5408	5173	投资收益	713	243	478	361
投资性房地产	28580	28580	28580	28580	资产减值及公允价值变动	474	536	787	599
长期股权投资	8120	11054	13049	15045	其他收入	315	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>279218</b>	<b>304250</b>	<b>337469</b>	<b>365036</b>	营业利润	26044	29943	34359	37388
短期借款及交易性金融负债	20304	19439	18562	19435	营业外净收支	265	97	37	133
应付款项	53032	61140	71087	75694	<b>利润总额</b>	<b>26309</b>	<b>30040</b>	<b>34395</b>	<b>37521</b>
其他流动负债	85143	92179	104099	116039	所得税费用	4030	4616	5277	5756
<b>流动负债合计</b>	<b>158479</b>	<b>172759</b>	<b>193748</b>	<b>211168</b>	少数股东损益	104	119	136	149
长期借款及应付债券	1861	1861	1861	1861	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>22175</b>	<b>25304</b>	<b>28982</b>	<b>31616</b>
其他长期负债	1998	2580	3163	3780					
<b>长期负债合计</b>	<b>3859</b>	<b>4441</b>	<b>5023</b>	<b>5641</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>162337</b>	<b>177200</b>	<b>198772</b>	<b>216809</b>	净利润	22175	25304	28982	31616
少数股东权益	1690	1738	1792	1837	资产减值准备	(849)	66	26	24
股东权益	115190	125312	136905	146390	折旧摊销	3589	2370	2697	2941
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>279218</b>	<b>304250</b>	<b>337469</b>	<b>365036</b>	公允价值变动损失	(474)	(536)	(787)	(599)
					财务费用	(1938)	(1949)	(2279)	(2567)
					营运资本变动	1213	12799	4976	10312
					其它	886	(19)	28	20
					<b>经营活动现金流</b>	<b>26540</b>	<b>39985</b>	<b>35922</b>	<b>44315</b>
					资本开支	(4460)	(3200)	(3569)	(3898)
					其它投资现金流	1030	(679)	(210)	(252)
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(4485)</b>	<b>(6814)</b>	<b>(5774)</b>	<b>(6145)</b>
					权益性融资	15	0	0	0
					负债净变化	1814	0	0	0
					支付股利、利息	(14236)	(15183)	(17389)	(22131)
					其它融资现金流	13787	(866)	(876)	873
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(11042)</b>	<b>(16048)</b>	<b>(18266)</b>	<b>(21259)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>11012</b>	<b>17123</b>	<b>11882</b>	<b>16912</b>
					货币资金的期初余额	125401	136413	153536	165418
					货币资金的期末余额	136413	153536	165418	182330
					企业自由现金流	19484	35001	30191	38022
					权益自由现金流	35085	35785	31243	41068

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032