

格力电器 (000651)

证券研究报告

2021年06月24日

深度点评：渠道改革，再启征程

事件：公司发布第一期员工持股计划。本次员工持股计划资金规模不超过30亿元，购买公司回购股份的价格为27.68元/股，涉及持股员工总人数不超过12000人。排除股份支付费用摊销影响，考核要求为：2021年净利润较2020年增长不低于10%；2022年净利润较2020年增长不低于20%。

如何看待空调行业的未来？当前空调行业增速稍有放缓，我们从量和价两个角度对其未来空间进行分析：1)量：空调需求拆成新增需求和更新需求进行未来空间测算。我们预计21-24年空调内销量增速中枢分别为14%、9.3%、3.2%、0.7%，对应2024年空调内销量为1.15亿台（2020年为8680万台），预计2020-2030年空调内销量CAGR约3%。2)价：家用分体式空调在能效的全面展开和高端产品新风空调的热度高涨下，有望带动行业均价上扬；消费者对家用中央空调的需求提升带动多联机快速增长，也将进一步带动空调行业均价向上。综合，空调行业在均价上将存在可提升空间。

格力能否享有行业增长红利？1) 过往渠道模式助力格力多年龙头地位。过往空调行业增速较快、渗透率快速提升，产品的销售模式更多的是由供给决定需求，因此对品牌商而言更重要的是有充足的好产品可以销售给消费者。格力则首推返利压货模式，把握住了市场快速增长的红利。2) 当下**格力过往模式弊端显露。行业层面看**，一方面，2019年以来空调供给高于需求，消费者在产品销售环节更占据主导地位，推动行业快速转变为需求决定供给模式，与此同时，当下行业渠道销售模式多样化，消费者价格发现能力更强，选择也更具多样性。两者结合，推动了整体行业渠道向更高效、更扁平、更以消费者需求为主导的模式转变。**公司层面**：在当下以消费者需求为主的商业运营模式下，格力的层层分销的渠道模式问题凸显：产品角度：因缺乏与消费者的直接接触，或无法及时按需调整产品结构；价格体系上：层层分销下加价率过高，终端与竞争对手价差较大。3) **积极渠道变革，格力或将高效享有行业增长。**格力渠道变革主要进行三方面的转变：1) 精简渠道层级，降低渠道加价率；2) 销售模式由返利激励导向部分转为终端价差激励，经销商对自身盈利更具确定性、对消费者更具敏感度；3) 推动新零售模式，公司在渠道的选择上更加多元化与灵活。**我们认为，格力的核心竞争力依旧存在，随着未来公司渠道模式愈加顺应行业的趋势，格力仍有足够的力量高效享有空调行业的规模增长红利。****盈利预测与投资建议。**基于公司此次持股计划业绩考核要求以及渠道改革进程，我们调整盈利预测：预计2021-2023年公司总收入为2018/2227/2436亿元；归母净利润分别为236.3/249/278亿元（21-22年的前值为222.7、248.9亿元），同比增速分别为7%/5%/12%。对应21-23年动态PE分别为14/13/12倍，当下公司正积极推进员工持股计划，参考格力当前市值水平，对比DCF模型得到的合理市值范围在4400亿左右，维持“买入”评级。**风险提示：**原材料价格上涨；国内空调需求因价格等因素有一定压制；疫情反复，影响销售。考核业绩无法达成的风险、测算具有一定的主观性，仅供参考。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	200,508.33	170,497.42	201,810.44	222,746.04	243,567.97
增长率(%)	0.24	(14.97)	18.37	10.37	9.35
EBITDA(百万元)	37,397.94	33,624.90	27,372.43	28,897.92	32,454.38
净利润(百万元)	24,696.64	22,175.11	23,632.61	24,912.92	27,804.72
增长率(%)	(5.75)	(10.21)	6.57	5.42	11.61
EPS(元/股)	4.11	3.69	3.93	4.14	4.62
市盈率(P/E)	13.08	14.56	13.66	12.96	11.61
市净率(P/B)	2.93	2.80	2.52	2.22	1.96
市销率(P/S)	1.61	1.89	1.60	1.45	1.33
EV/EBITDA	6.69	6.88	6.21	5.21	2.98

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	51.72元
目标价格	72.93元

基本数据

A股总股本(百万股)	6,015.73
流通A股股本(百万股)	5,968.43
A股总市值(百万元)	311,133.60
流通A股市值(百万元)	308,687.41
每股净资产(元)	18.77
资产负债率(%)	62.56
一年内最高/最低(元)	69.79/49.50

作者

孙谦 分析师
 SAC执业证书编号：S1110521050004
 sunqiana@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《格力电器-季报点评:单季度收入环比改善，线上线下加速融合》2020-11-02
- 《格力电器-半年报点评:公司短期业绩承压，新零售模式推广可期》2020-09-01
- 《格力电器-公司点评:二季度收入好于预期，期待公司渠道改革加速》2020-07-15

内容目录

1. 事件：公司发布第一期员工持股计划.....	4
2. 如何看空调行业的未来？	4
2.1. 量： 行业增长空间仍存	4
2.2. 价： 产品升级下，均价有望不断上行	6
3. 格力能否享有行业增长红利？	8
3.1. 过往渠道模式助力格力多年龙头地位	8
3.2. 当下格力过往模式弊端显露	9
3.2.1. 行业渠道模式变化，扁平化和效率化是关键	9
3.2.2. 格力渠道销售模式受到挑战	10
3.3. 积极渠道变革，格力或将高效享有行业增长	11
3.3.1. 渠道变革变了些什么？	11
3.3.2. 核心竞争力仍存，渠道变革后竞争力有望恢复	12
4. 盈利预测与投资建议.....	14
4.1. 盈利预测	14
4.2. 估值讨论与投资建议	15
5. 风险提示.....	16

图表目录

图 1：2011-2020 年空调行业内销量（万台）及 5 年内年复合增速	4
图 2：日本多人家庭百户空调渗透率与空调价格占人均可支配收入比例高度拟合	5
图 3：2020 年以来线上新能效零售量结构占比	6
图 4：2020 年以来线下新能效零售量结构占比	6
图 5：线上连续月度-新风空调规模及增速	7
图 6：线下连续月度-新风空调规模及增速	7
图 7：线上柜机及挂机均价（元/台）	7
图 8：线下柜机及挂机均价（元/台）	7
图 9：精装房中央空调配套率	8
图 10：家用中央空调中产品结构情况	8
图 11：20 年以来多联机和中央空调内销额增速对比	8
图 12：2006-2017 年空调行业内销量变动（万台）	9
图 13：2006-2017 年国内空调保有量情况（台/百户）	9
图 14：空调各品牌线下市占率	9
图 15：2018-2019 年我国住宅竣工面积累计值同比（%）	10
图 16：空调线上、线下销量占比	10

图 17: 2018-2019 年格力和美的的空调线下均价对比 (元/台)	11
图 18: 空调行业各品牌线下份额情况	11
图 19: 格力渠道变革图示	12
图 20: 格力与美的的均价价差对比	12
图 21: 2019-2021 年格力合同负债占比情况	12
图 22: 格力双向换风空调	13
图 23: 格力、美的和海尔的研发专利数对比(个)	13
图 24: 格力与美的的单位空调成本对比 (元/台)	13
图 25: DCF 估值及敏感性分析	16
表 1: 空调内销量规模预测	5
表 2: 新老能性对应关系	6
表 3: 截至 2020 年格力全资子公司及对应的业务	13
表 4: 空调业务收入预测	14
表 5: 生活电器及其他业务收入及增速 (亿元)	14
表 6: 生活电器及其他业务收入及增速 (亿元)	15

1. 事件：公司发布第一期员工持股计划

要点分析：

1) **对象：**2021 年本次计划持股员工总人数不超过 12000 人，拟包括董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员共计 8 人，拟持股占比总和达 31.08%，此外中层干部及核心员工拟持股占比合计达 68.92%。全部有效的员工持股计划所持有的公司股票总数量不超过公司股本总额的 10%，单个员工持股占比不超过总股本的 1%。此外，员工将一直直接持有公司股票至退休，属于长期和公司利益绑定，同时不存在集中减持压力。

2) **资金规模及购买价格：**员工持股计划的资金规模不超过 30 亿元，员工购买公司回购股份的价格为 27.68 元/股（回购股份均价的 50%）。

3) 考核标准：

若排除股份支付费用摊销影响下，2021 年净利润较 2020 年增长不低于 10%，且当年每股现金分红不低于 2 元或现金分红总额不低于当年净利润的 50%；2022 年净利润较 2020 年增长不低于 20%，且当年每股现金分红不低于 2 元或现金分红总额不低于当年净利润的 50%。（其中净利润为归属公司股东净利润）。

按照此最低要求，公司 2021 和 2022 年持续经营角度净利润至少分别为 245.1/267.3 亿元，若考虑 22 年可能实施的第二期持股计划的费用摊销影响（假设第二期的费用摊销与第一期相同）则归母净利润分别为 235/245 亿元，对应增速为 6%/4%。

我们认为，随着公司进一步完善治理结构，有效地将股东、公司和员工三方利益结合在一起，同时在公司渠道改革的稳步推进下，有望更顺应大家电行业渠道模式变化而发展，高效享有空调行业增长。下文我们将就空调行业的未来空间和格力的主业发展进行详细探讨与分析。

2. 如何看空调行业的未来？

根据产业在线统计，2009 年-2019 年空调内销量由 3767 万台上升至 9216 万台，但从增速情况看有一定程度放缓：其中 2009-2014 年的 5 年空调内销量年复合增速为 13%，而 2014-2019 年的 5 年空调内销量的年复合增速降为 5.6%。随着销量的增幅有所收窄，未来空调行业规模空间将有多大？我们将拆分为量和价两个角度进行深入分析。

图 1：2011-2020 年空调行业内销量（万台）及 5 年内年复合增速

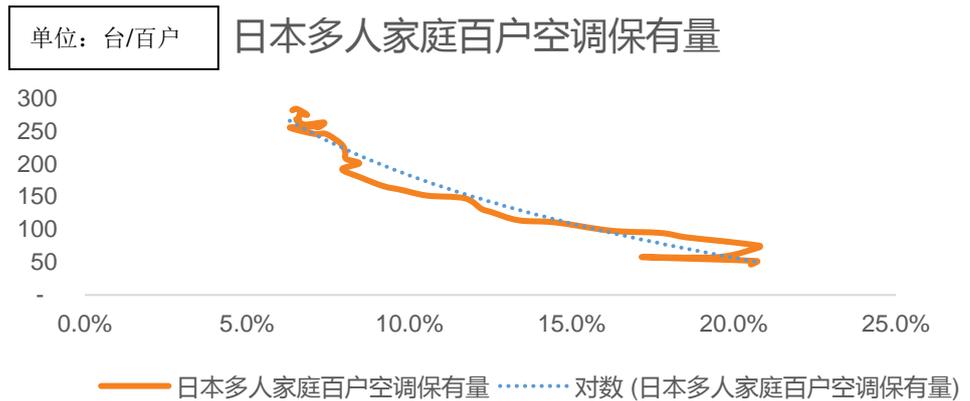


资料来源：产业在线，天风证券研究所

2.1. 量： 行业增长空间仍存

我们将空调需求拆成新增需求和更新需求进行未来空间测算。其中新增需求主要来自于地产竣工带来的需求和已有住房增配空调带来的百户保有量提升；更新需求则为原有产品换新。1) **新增需求：人均可支配收入增长刺激空调购买力向上，拉动百户保有量提升。**我国空调的发展与日本 70 年代接近，对比日本空调的历史数据，发现其百户保有量的上升与空调均价在日本人均可支配收入中的占比呈现线性关系，体现可支配收入提升对于空调百户保有量增长有正向拉动作用。2) **更新需求：空调内销市场存量和空调更新周期直接影响更新需求。**根据空调的平均使用寿命为 10 年，我们假设农村空调的更新周期为 10 年，城镇的更新周期为 12 年，当前市场已使用的空调的更新周期长短将直接影响未来空调的需求量。

图 2：日本多人家庭百户空调渗透率与空调价格占人均可支配收入比例高度拟合



资料来源：日本统计局，天风证券研究所

我们基于城镇化率提升、可支配收入提升、一人户在人口结构中占比以及产品更新周期等核心因素，对于空调进行未来销量预测，反应行业增长中枢水平。考虑到 20 年疫情下，部分产品需求有所延后，同时因 21 年开始地产竣工驱动大家电新增需求，我们预计 21-24 年空调内销量增速中枢分别为 13.8%、9.3%、3.2%、0.7%，对应 2024 年空调内销量为 1.15 亿台（2020 年为 8680 万台），预计 2020-2030 年空调内销量 CAGR 约 3%（使用 2030 年内销量 12049 除以 2020 年内销量 8680 进行 10 年增长率计算）。

表 1：空调内销量规模预测

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2030 年
总人口（万人）	141,347	141,912	142,407	142,830	144132.46
城镇化率（%）	63	65	66	67	70
城镇户均人数(人/户)	2.8	2.8	2.7	2.7	2.57
城镇户数(万)	32,305	33,169	34,229	35,163	39295.27
城镇百户保有量 (台/百户)	175	179	185	191	220.0
城镇空调保有量（万）	56,628	59,447	63,255	67,054	86459.76
农村户均人口(户/人)	3.2	3.1	3.1	3.1	3.0
农村户数(户)	16,412	15,956	15,587	15,266	14397.84
农村百户保有量 (台/百户)	78	83	88	93	128.9
农村空调保有量（万）	12,766	13,284	13,668	14,137	18555.96
全国空调保有量（万）	69,393	72,731	76,923	81,191	105016
空调保有量新增值	7,221	3,338	4,191	4,268	5891
空调更新需求（万）	2,882	7,704	7,201	7,200	6158
空调内销量（万）	9136.52	11,042	11,392	11,468	12049
内销量 yoy	13.8%	9.3%	3.2%	0.7%	3%

资料来源：Wind，天风证券研究所测算

2.2. 价：产品升级下，均价有望不断上行

➢ 家用分体式空调：外部大环境推动产品结构升级

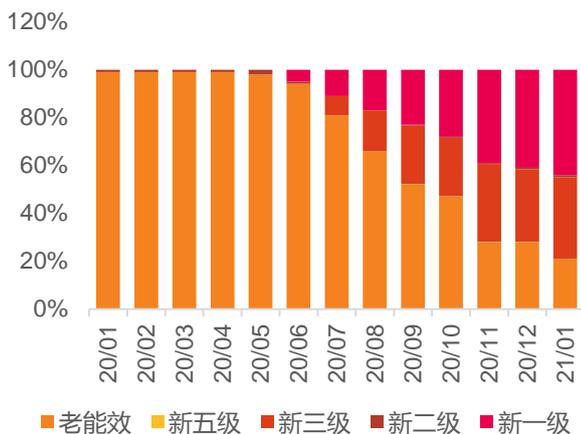
一方面，空调新一级能效全面开展，低效能产品淘汰，拉动行业产品结构改善。2020年7月1日，空调新一级能效正式实施，并在今年6月30日后禁止销售老能效产品，在此政策下，原定频3级能效产品面临淘汰，新一级能效产品销量占比显著提升。

表 2：新老能效对应关系

空调国标新标准	空调国标旧标准
1 级	无
2 级	变频 1 级
3 级	变频 2 级
4 级	变频 3 级和定频 1 级
5 级	定频 2 级
	定频 3 级（淘汰）

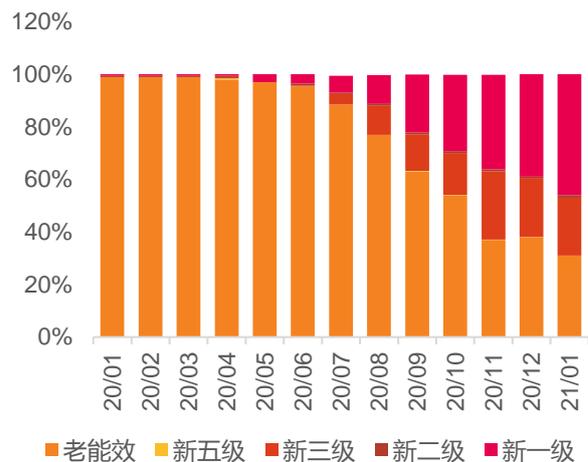
资料来源：东方网、国家标准化管理委员会，天风证券研究所

图 3：2020 年以来线上新能效零售量结构占比



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 4：2020 年以来线下新能效零售量结构占比



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

同时疫情以来消费者健康意识提升，高端品——新风空调热度高涨。2020 年疫情以来，消费者对健康家电的关注和需求提高，据奥维数据《2020 年中国健康家电市场发展白皮书》，有 92% 的消费者在选购家电时会关注健康功能。乘着健康家电的热潮，新风空调市场规模突飞猛进，其市场规模在整体行业下滑的态势下，仍能保持逆势增长。另外，从价格上看，新风空调属于高端空调产品挂机均价在 6000 元左右，柜机均价在 12000 元左右，也推动着行业产品结构改善。

图 5：线上连续月度-新风空调规模及增速



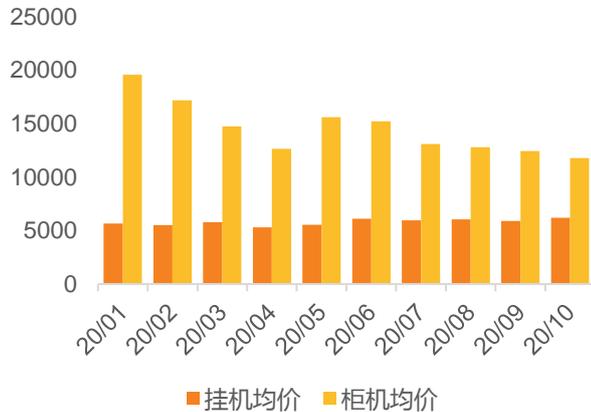
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 6：线下连续月度-新风空调规模及增速



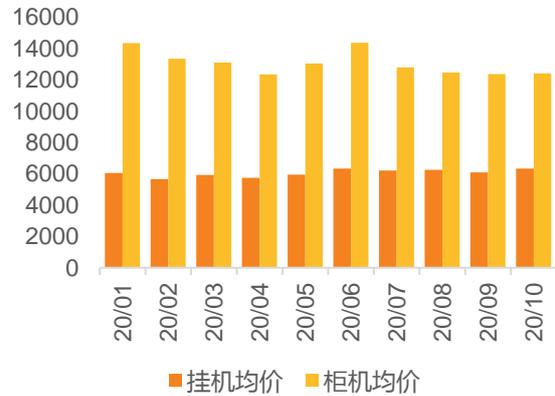
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 7：线上柜机及挂机均价（元/台）



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 8：线下柜机及挂机均价（元/台）



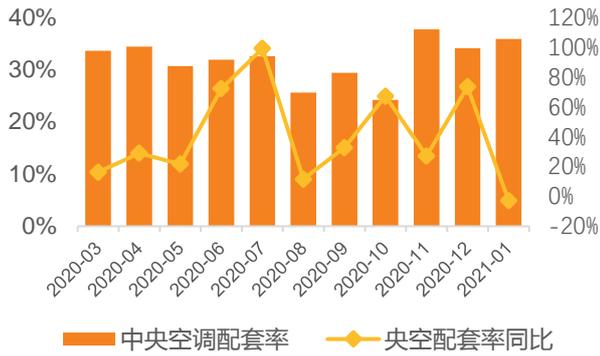
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

我们认为，未来随着家用分体式空调产品结构向高端化转型，空调行业均价或有较大可提升空间。

➤ 多联式中央空调兴起，将有望拉动行业均价上行

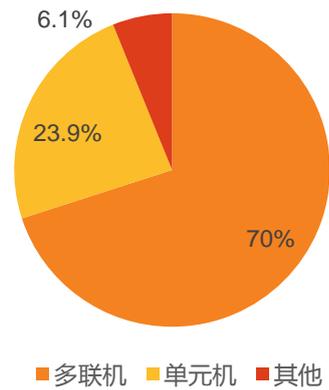
当前随着消费者对家用中央空调的需求不断提升，多联机快速增长，也将进一步带动空调行业均价向上。从精装房配套率看，中央空调配套率处于快速提升中（据奥维云网，自 2020 年 3 月，精装房中的中央空调配套率不断增长，截至 2020 年 12 月配套率达到 34%，同比增长 73.53%），也进一步反应了消费者对家用中央空调的偏好在提升。在家用中央空调中，多联机占比达 70%，因此进一步带动了多联机的增长（据产业在线数据显示，2021 年 3 月中央空调内销市场规模达 100.48 亿元，同比增长 86.84%；多联机内销规模为 60.44 亿元、同比上涨 111.76%）。而多联机的均价显著高于分体式家用空调，随着多联机制家用中央空调占比提升，也将进一步带动整体空调行业均价上行。

图 9：精装房中央空调配套率



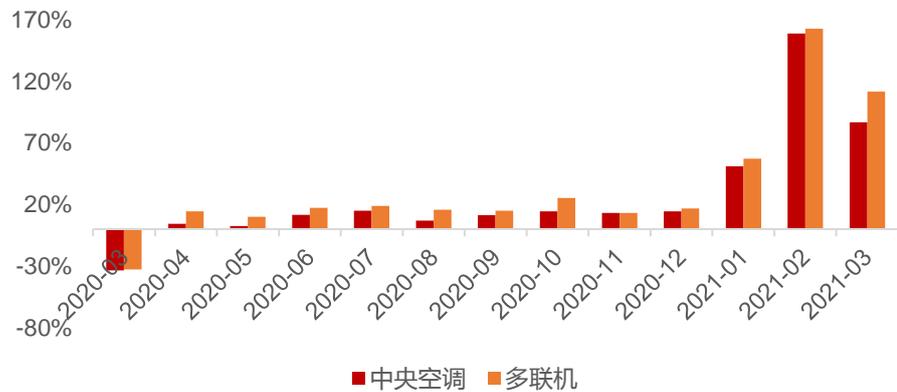
资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 10：家用中央空调中产品结构情况



资料来源：艾肯网，天风证券研究所

图 11：20 年以来多联机和中央空调内销额增速对比



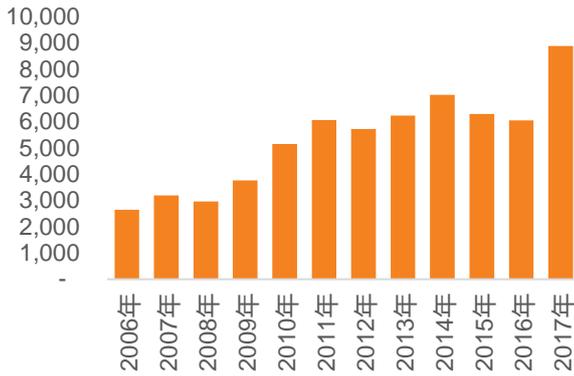
资料来源：产业在线，天风证券研究所

3. 格力能否享有行业增长红利？

3.1. 过往渠道模式助力格力多年龙头地位

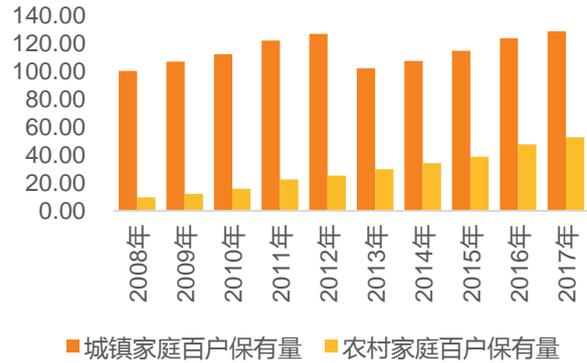
过往空调行业增速较快、渗透率快速提升。2018 年以前，国内空调行业销量增速较快，根据产业在线数据，2008-2017 年空调内销量的复合增速在 11%左右；从保有量数看，城镇家庭空调百户保有量由 2008 年的 100 台/百户上升至 2017 年的 128 台/百户；农村家庭空调百户保有量由 2008 年的 9 台/百户上升至 2017 年的 52 台/百户。我们认为，在产品快速渗透、行业高速增长的情况下，产品的销售模式更多的是由供给决定需求。

图 12：2006-2017 年空调行业内销量变动（万台）



资料来源：产业在线，天风证券研究所

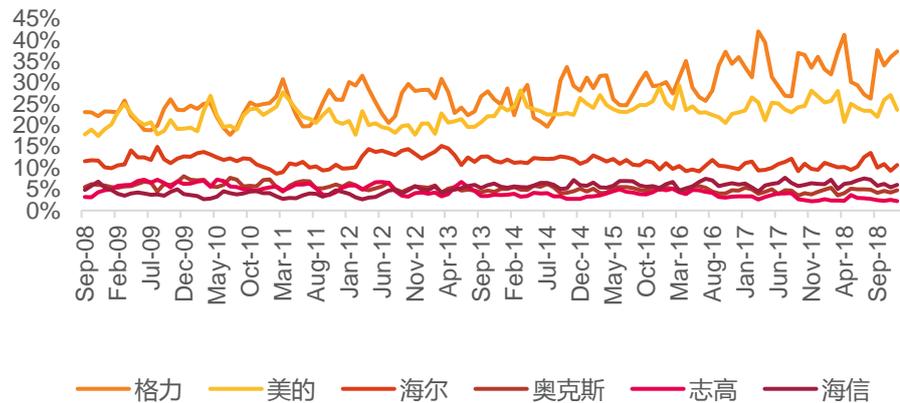
图 13：2006-2017 年国内空调保有量情况（台/百户）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

在供给决定需求的市场环境下，更重要的是有充足的好产品可以销售给消费者，格力则首推返利压货模式，把握住了市场快速增长的红利。格力采用层层分销的渠道模式，将每一级经销商都作为空调的储存仓库，同时推出的返利模式，刺激渠道商打款提货。在此模式下，格力不仅能够平滑全年的生产，保证自身生产规模效应；还能保证旺季有充足的库存，同时其产品又具备高质量的特点，进一步抓住了旺季销售机会，坐稳龙头（据中怡康数据，2008-2018 年格力销量市占率始终维持行业第一）。

图 14：空调各品牌线下市占率



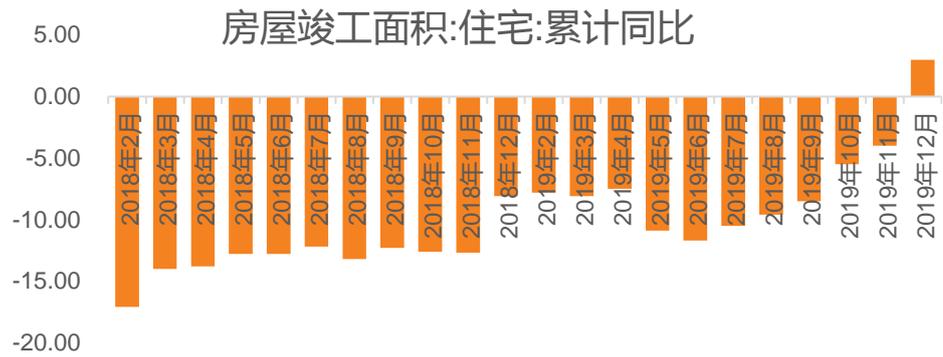
资料来源：中怡康，天风证券研究所

3.2. 当下格力过往模式弊端显露

3.2.1. 行业渠道模式变化，扁平化和效率化是关键

一方面，2019 年以来空调供给高于需求，消费者在产品销售环节更占据主导地位。2019 年以来，供给端：空调主力品牌扩大产能、跨界品牌进入空调行业，供给快速增长；需求端：因 2017 年后房地产管控政策导致商品住宅竣工面积下滑，对应空调部分需求下滑。此外，空调新能效政策发布后，各企业加速出清低能效产品、优化产品结构。基于上述因素，空调供给超过需求，此时消费者更占据主导地位，推动行业快速转变为需求决定供给模式。

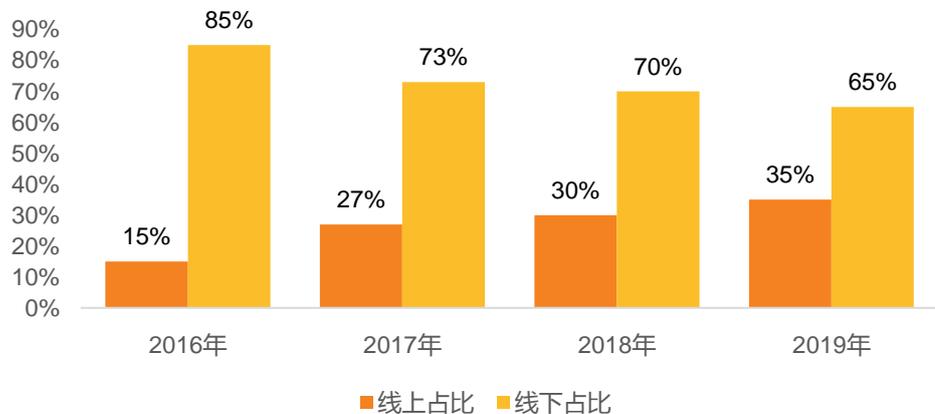
图 15：2018-2019 年我国住宅竣工面积累计值同比 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

与此同时，当下行业渠道销售模式多样化，消费者价格发现能力更强，选择也更具多样性。2015 年开始，电商对于家电行业的影响开始加速，在国内市场大家电分销占比逐年提升，截至 2019 年电商渠道在空调的分销占比达到 35%。此外，京东、阿里和苏宁为代表的电商平台在线下建立加盟和分销体系，加盟店分别为“京东专卖店”、“天猫优选”和“苏宁零售云”。在电商和下沉渠道的双重作用下，线下经销商和消费者的价格发现能力提升。此外，丰富多样的销售模式，也为消费者提供了多样化的产品消费渠道。基于此，产品的终端价格也不断根据行业现状和消费者需求进行快速调节，进一步推动了整体行业渠道向更高效、更扁平、更以消费者需求为主导的模式转变。

图 16：空调线上、线下销量占比



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

3.2.2. 格力渠道销售模式受到挑战

在当下以消费者需求为主的商业运营模式下，格力的层层分销的渠道模式问题凸显，主要体现在产品和价格体系两个方面：

1) 产品：因缺乏与消费者的直接接触，或无法及时按需调整产品结构

对总部而言，其通过推动提货返利的方式，刺激各渠道商按总部指定的产品结构要求提货，而层层分销的渠道体系使得总部无法直接接触消费者、获取有效的需求信息，进行及时的产品结构调整。因此，最终在产品的销售上，或无法快速响应消费者的需求而进行调整。

对渠道商而言，其主要的利润来源为总部予以的返利，而非直接的终端消费刺激，因此对

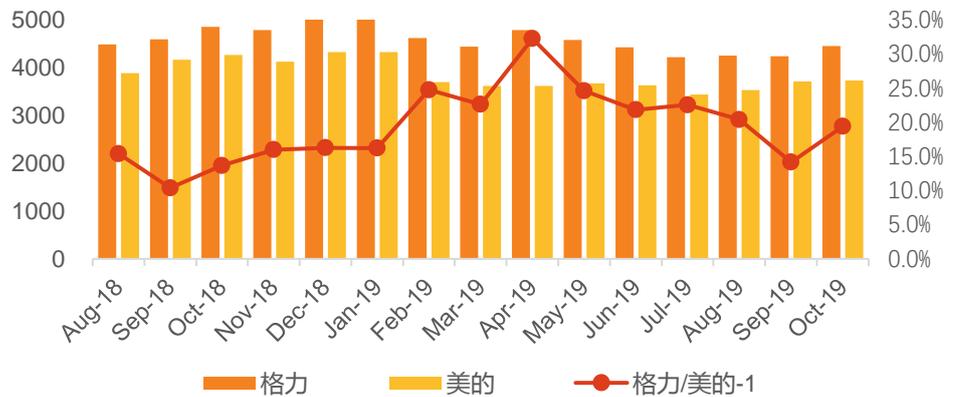
终端消费者的需求并不足够敏感。

两个因素叠加，导致格力的终端产品结构在当下的市场环境下，稍显弱势。

2) 价格体系：层层分销导致加价率过高，终端与竞争对手价差较大

格力因层层分销体系导致加价率过高，终端价格较高；相比之下，美的大力发展线上，同时精简渠道结构、推动 T+3 模式，最终致使格力与美的的产品价差较大，价格端不具有优势。

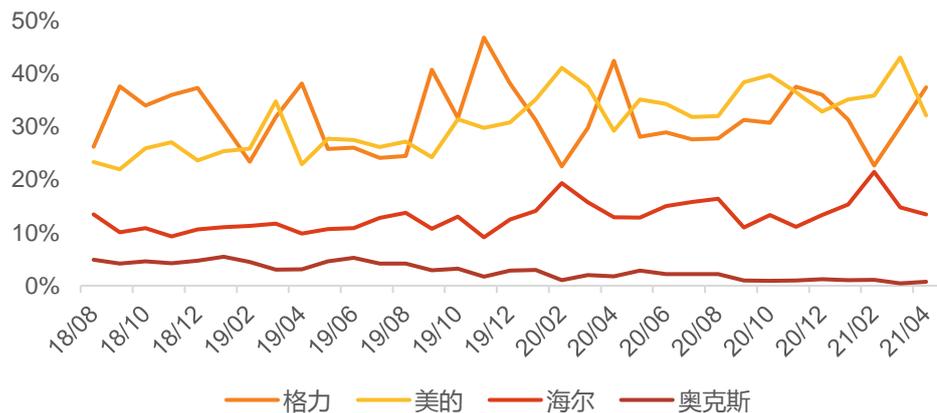
图 17：2018-2019 年格力和美的的空调线下均价对比（元/台）



资料来源：中怡康，天风证券研究所

因此，在当下以消费者需求为导向的市场中，而格力自身产品价格不具显著优势的情况下，若经销商仍按照以往模式提货，将面临产品难以卖出，而自身库存高企的状况。与此同时，当下终端价格变化较快，经销商若库存较高，又将存在较大的经营风险。基于此，经销商的积极性有所减弱，市场竞争力也进一步下滑，对应可以看到 2019 年开始格力线下市占率（KA 口径）第一的地位多次被美的抢占。

图 18：空调行业各品牌线下份额情况



资料来源：中怡康，天风证券研究所

3.3. 积极渠道变革，格力或将高效享有行业增长

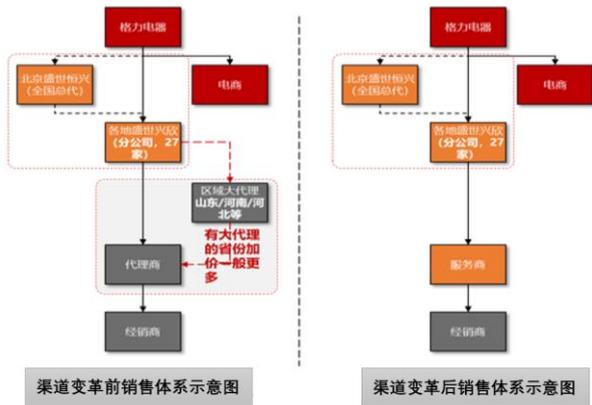
在行业模式的变化压力下，格力快速调整、开启积极渠道变革。

3.3.1. 渠道变革变了些什么？

变革之一：精简渠道层级，提升渠道效率。当下格力开启渠道变革、提高渠道效率，在终端价差上有所体现：截至 2021 年以来，格力与美的的线下价差收窄至在 8%-20%（18 冷年

价差在 10%-32%)。

图 19：格力渠道变革图示



资料来源：公司年报，天风证券研究所

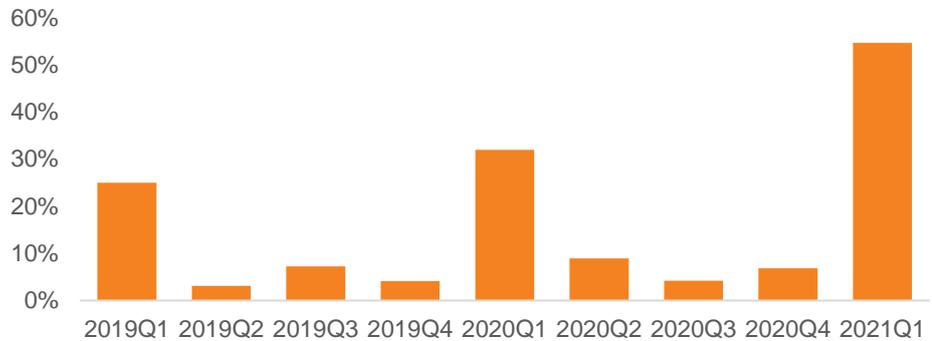
图 20：格力与美的的均价价差对比



资料来源：中怡康，天风证券研究所

变革之二：销售模式由返利激励导向部分转为终端价差激励，经销商盈利能力更具确定性，也增强其对终端消费者需求的敏感度。此次渠道变革中，总部减少了过往的销售返利，而是允许终端经销商通过有价差的销售来获取其自身主要利润，该模式使得经销商能够及时明确自身的盈利水平；而以往返利模式下，压货较多，在终端价格变化情况下，对应经销商存货价值存在波动，也增加了其对自身盈利能力判断的难度。与此同时，终端需求主导给带来经销商盈利使得其对消费者的需求反应更灵敏，良性促进其产品的销售。基于此，经销商积极性提升，对应 21Q1 合同负债占比显著上行。

图 21：2019-2021 年格力合同负债占比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

变革之三：大力推动新零售模式，公司在渠道的选择上更加多元化与灵活。格力目前在建立“格力董明珠店”这一直销平台外，也开启与天猫、京东合作，推动新零售模式。随着渠道改革下加价率逐步降低，各渠道模式下产品价格更为统一，公司在产品销售渠道的选择上也将更多元化与灵活。

3.3.2. 核心竞争力仍存，渠道变革后竞争力有望恢复

格力的技术实力和产业链垂直一体化优势始终存在。如上文所提及，格力过往龙头地位的基础源于高质量的产品，其高质量的背后是格力强技术实力和产业链垂直一体化布局的支撑，截至目前两大支撑力始终稳固：在产品研发方面，格力的研发专利始终保持领先地位，并于 2020 年推出了全球首款“风无界”双向换气新风空调。在产业链布局上，公司早在 1994 年就开启了产业链垂直一体化布局，当时以 1.48 亿元对价，收购珠海凌达压缩机厂 70% 股权，并于两年后再以 4000 万对价收购剩余 30% 股权。截至目前，格力空调上游的压缩机、电机、电驱模块、漆包线和热交换器、膨胀阀等均为其公司内部或全资子公司研

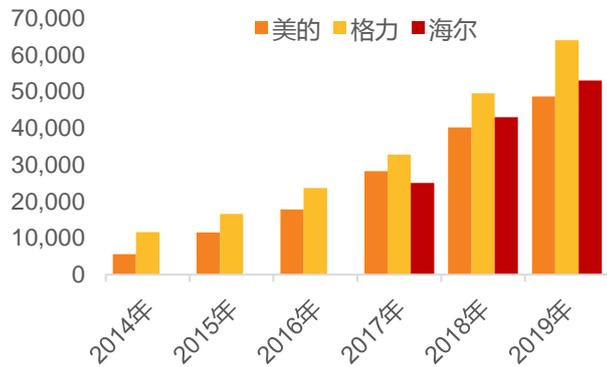
发生产，使得公司在成本端能够良好管控的同时也进一步控制了产品的质量。

图 22：格力双向换气空调



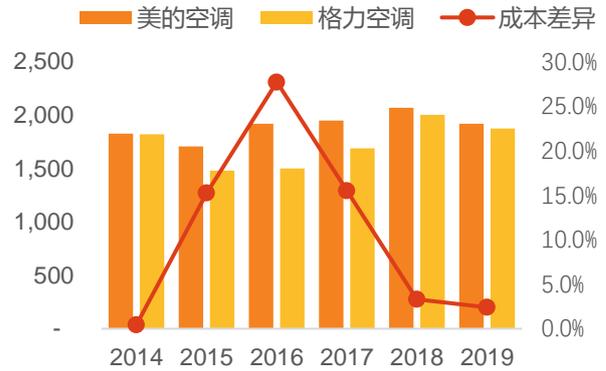
资料来源：中国新闻周刊图片，天风证券研究所

图 23：格力、美的和海尔的研发专利数对比(个)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：格力与美的的单位空调成本对比（元/台）



资料来源：美的、格力公司年报，天风证券研究所

表 3：截至 2020 年格力全资子公司及对应的业务

全资子公司名称	主要业务
珠海格力电工有限公司	漆包线制造
格力电器（合肥）有限公司	空调制造
珠海凌达压缩机有限公司	压缩机制造
珠海格力新元电子有限公司	电容制造
珠海凯邦电机制造有限公司	电机制造

资料来源：公司年报，天风证券研究所

随着未来格力的渠道模式愈加顺应行业的趋势，基于其自身较强的核心竞争力，我们认为格力仍有足够的力量高效享有空调行业的规模增长红利。

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

➤ 收入端

1) 空调：

2021-2023 年格力空调的内外销量的增速预测：预计 2021-2023 年空调行业内销增速为 14%/9%/3%，若未来三年格力保持市场份额在 38-40%左右（2020 年市场份额为 37%），对应**格力空调内销增速为 17%/10%/9%**；预计 2021-2023 年空调行业市场外销增速为 12%/6%/6%，若未来三年格力外销份额为保持在 17%左右（2020 年市场份额为 17.5%），对应**格力空调外销增速为 7.1%/6%/6%**。

均价上，基于当下终端均价涨幅（中怡康数据显示，目前格力空调涨幅在 10%-15%左右），同时考虑到终端产品价格涨幅与出货端产品价格涨幅存在一定差异，我们预计 21 格力空调**均价增幅在 5-6%**，22-23 年原材料压力减轻，同时产品结构逐步改善，**预计涨幅在 3-4%左右。**

综合得到，格力空调业务收入在 2021 年-2023 年实现 1422/1605/1797 亿元，对应增速为 21%/13%/12%。

表 4：空调业务收入预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
空调收入（亿元）	1,386.65	1,178.82	1,422.21	1,604.91	1,797.11
yoy	-11.7%	-15.0%	20.6%	12.8%	12.0%
总出货量（万台）	4650	4031	4601	5015	5430
yoy	-5.8%	-13.3%	14.1%	9.0%	8.3%
外销量（万台）	1268.00	1068.00	1144.25	1212.91	1285.68
yoy	-9.23%	-15.77%	7.14%	6.00%	6.00%
内销量（万台）	3382.00	2963.00	3456.49	3802.14	4144.33
yoy	-4.44%	-12.39%	16.66%	10.00%	9.00%
均价（元/台）	2982.04	2924.38	3091.26	3197.27	3306.57
yoy	-6.3%	-1.9%	5.7%	3.4%	3.4%

资料来源：Wind，产业在线，天风证券研究所

2) 生活电器及其他品类：

生活电器：随着公司不断推动生活电器业务，我们预计 2021 年生活电器分布能恢复至 2019 年收入水平，对应收入增速为 12%，随着未来业务进一步发力，我们预计 2022-2023 年收入增速为 12%。

智能装备：随着公司开始发力 to B 端业务，我们预计 2021 年起，该部分收入能实现 3%左右增速。

表 5：生活电器及其他业务收入及增速（亿元）

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
生活电器	55.76	45.22	56.03	67.23	80.68
yoy	45.43%	-18.91%	12.18%	12.00%	12.00%
智能装备	21.41	7.91	9.10	10.46	12.03

yoy	-32.19%	-63.06%	3.53%	2.00%	2.00%
其他主营业务	105.06	72.33	110.04	117.74	125.99
yoy	29.18%	-31.15%	53.12%	10.00%	5.00%
其他业务	436.20	400.70	420.73	433.35	455.02
yoy	56.98%	-8.14%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

综合得到, 2021-2023 年公司总收入预计为 2018 亿元、2227 亿元、2436 亿元, 同比增速分别为 18%、10%、9%。

➤ 利润端

1) 毛利率:

我们综合空调均价上涨因素和原材料价格上涨因素测算得到, 2021 年空调毛利率为 31.8%, 随着后续原材料价格回落, 我们预期 2022 年-2023 年毛利率为 33.8%/35.2%。

综合生活电器的均价上涨和原材料价格变动因素测算得到, 2021 年生活电器毛利率为 30.1%。预计后续成本压力下降, 2022 年-2023 年毛利率为 31%/32%。

智能装备: 预计 2021-2023 年毛利率为 22.6%/23%/24%

综合得到, 2021-2023 年综合毛利率为 25%/26.5%/28 %。

表 6: 生活电器及其他业务收入及增速 (亿元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
空调毛利率	37.1%	34.3%	31.8%	33.8%	35.2%
生活电器毛利率	23.4%	31.8%	30.1%	31%	32%
智能装备毛利率	5.9%	23.7%	22.6%	23.00%	24.00%
综合毛利率	28.4%	27.1%	25.0%	26.5%	27.9%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2) 费率端:

销售费率端: 2021 年公司销售返利不计入费用端, 预计销售费率有所下滑, 同时因为 2021 年原材料价格较高, 公司或将在费用端有所管控, 预计 2021-2023 年销售费率分别为 7.2%/8%/8.5%。

管理费率: 预计 2021-2023 年分别为 1.8%/2%/2.2%

研发费率: 预计 2021-2023 年分别为 3.2%/3.6%/3.6%

综上, 考虑到存在部分费用支出的摊销, 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 236、249、278 亿元, 同比增速分别为 6.6%/5.4%/11.6%。

4.2. 估值讨论与投资建议

➤ 估值讨论

绝对估值法: 若假设无风险收益率等于五年期国债利率 (3%)、市场收益率等于沪深 300 指数收益率 (约 10%), 对应得到 WACC 为 7.5%, 我们保守假设 WACC 为 11% 带入计算; 此外假设 2025-2032 年的经济利润增速为 2%, 2032 年以后增速为 0, 通过 DCF 模型得到 2021 年每股权益价值为 73 元, 对应公司合理市值在 4400 亿元左右。

图 25：DCF 估值及敏感性分析

EVA 估值			主要假设			
显性预测	92,854.7	29.7%	无风险利率	3.00%		
半显性预测	120,253.9	38.4%	风险溢价	8.70%		
永续价值	99,871.7	31.9%	β 系数	0.94		
经济利润附加值	312,980.3	100.0%	Rm	11.70%		
加: 投入资本和非营业资产	137,543.3		Ke	11.18%		
企业价值	450,523.6		Kd	5.70%		
减: 付息债务	10,000.0		D/DE	2.95%		
减: 少数股东权益	1,817.6		E/DE	97.05%		
权益价值	438,706.0		WACC	11.0%		
总股本	6,015.7		半显性期增长率	2.00%		
每股权益价值	72.93		永续增长率	0.00%		
股价	54.70					
WACC	永续增长率					
	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
11.59%	70.14	70.89	71.70	72.60	73.58	74.68
11.39%	71.04	71.82	72.68	73.63	74.68	75.85
11.19%	71.96	72.80	73.71	74.71	75.83	77.07
10.99%	72.93	73.80	74.77	75.84	77.03	78.35
10.79%	73.92	74.85	75.88	77.01	78.28	79.69
10.29%	76.59	77.67	78.86	80.18	81.67	83.34
9.79%	79.54	80.79	82.18	83.73	85.49	87.49

资料来源: wind, 天风证券研究所

➤ 投资建议

经过上文分析，我们认为空调行业仍存在一定规模发展空间，同时格力正在大力推动渠道变革，以更好适应行业渠道模式转变，我们预计未来格力将进一步发挥其自身核心竞争力，高效享有行业增长。与此同时，公司正在稳步推动员工持股计划，绑定员工与公司利益，推动公司更积极发展。综合以上分析，同时参考格力当前估值水位，维持“买入”评级。

5. 风险提示

原材料价格上涨：原材料价格上涨将对公司成本端有一定影响，进一步影响到其盈利能力。

国内空调需求因价格等因素有一定压制：国内空调销售为公司核心业务，产品价格对消费者购买需求有一定程度影响，若价格过高则可能出现需求下滑现象。

疫情反复，影响销售：若疫情反复，对终端消费品销售有较明显的负面影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	125,400.72	136,413.14	135,257.37	152,767.93	208,241.77
应收票据及应收账款	8,513.33	8,738.23	47,320.22	17,532.23	20,809.99
预付账款	2,395.61	3,129.20	2,864.51	3,454.75	3,721.72
存货	24,084.85	27,879.51	22,092.53	35,504.58	23,191.23
其他	52,524.13	37,472.91	38,457.68	42,944.29	39,316.86
流动资产合计	212,918.64	213,632.99	245,992.31	252,203.79	295,281.57
长期股权投资	7,064.19	8,119.84	8,119.84	8,119.84	8,119.84
固定资产	19,121.93	18,990.53	19,458.50	19,262.37	18,657.39
在建工程	2,431.05	4,016.08	2,445.65	1,515.39	939.23
无形资产	5,305.54	5,878.29	6,385.44	6,593.85	6,904.89
其他	21,261.62	23,306.39	19,098.18	21,208.04	21,247.02
非流动资产合计	55,184.33	60,311.13	55,507.61	56,699.49	55,868.37
资产总计	282,972.16	279,217.92	311,238.03	318,863.64	359,474.03
短期借款	15,944.18	20,304.38	10,000.00	10,000.00	10,000.00
应付票据及应付账款	66,942.02	53,031.73	71,139.01	70,696.28	84,478.81
其他	86,682.10	85,142.60	98,996.20	89,370.11	96,661.84
流动负债合计	169,568.30	158,478.72	180,135.21	170,066.39	191,140.64
长期借款	46.89	1,860.71	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,309.31	1,998.00	1,380.21	1,562.51	1,646.91
非流动负债合计	1,356.20	3,858.72	1,380.21	1,562.51	1,646.91
负债合计	170,924.50	162,337.44	181,515.42	171,628.90	192,787.55
少数股东权益	1,894.08	1,690.28	1,815.31	1,942.32	2,082.33
股本	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73
资本公积	93.38	121.85	121.85	121.85	121.85
留存收益	97,387.69	106,463.12	121,891.56	139,276.69	158,588.42
其他	6,656.77	2,589.51	(121.85)	(121.85)	(121.85)
股东权益合计	112,047.66	116,880.49	129,722.61	147,234.75	166,686.48
负债和股东权益总计	282,972.16	279,217.92	311,238.03	318,863.64	359,474.03

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	24,827.24	22,279.24	23,632.61	24,912.92	27,804.72
折旧摊销	3,194.42	3,588.71	1,281.84	1,343.82	1,391.33
财务费用	(4,096.87)	(3,117.12)	(1,770.78)	(2,044.98)	(1,917.75)
投资损失	226.63	(713.01)	(700.00)	(395.46)	(602.82)
营运资金变动	(26,025.97)	12,992.72	2,464.88	(754.95)	33,451.28
其它	29,768.25	(15,791.90)	289.84	324.71	327.83
经营活动现金流	27,893.71	19,238.64	25,198.39	23,386.06	60,454.58
资本支出	9,408.80	5,858.03	1,404.33	343.54	536.84
长期投资	4,813.45	1,055.65	100.00	100.00	100.00
其他	(25,497.30)	(6,815.95)	(6,542.07)	(834.07)	960.83
投资活动现金流	(11,275.05)	97.73	(5,037.74)	(390.53)	1,597.67
债权融资	15,991.06	22,165.10	10,000.00	10,000.00	10,000.00
股权融资	9,398.89	(2,072.10)	(939.87)	2,045.68	1,918.46
其他	(44,611.93)	(41,204.49)	(40,376.55)	(17,530.65)	(18,496.88)
筹资活动现金流	(19,221.98)	(21,111.50)	(31,316.42)	(5,484.96)	(6,578.42)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(2,603.31)	(1,775.13)	(11,155.77)	17,510.57	55,473.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	200,508.33	170,497.42	201,810.44	222,746.04	243,567.97
营业成本	143,499.37	124,229.03	151,398.22	163,681.15	175,508.28
营业税金及附加	1,542.98	964.60	1,009.05	2,361.11	3,653.52
营业费用	18,309.81	13,043.24	14,530.35	17,819.68	20,703.28
管理费用	3,795.65	3,603.78	3,531.68	4,454.92	5,114.93
研发费用	6,988.37	6,052.56	6,457.93	8,018.86	8,768.45
财务费用	(2,426.64)	(1,937.50)	(1,770.78)	(2,044.98)	(1,917.75)
资产减值损失	(842.89)	(466.27)	(349.16)	(552.78)	(456.07)
公允价值变动收益	228.26	200.15	158.22	195.55	184.64
投资净收益	(226.63)	713.01	700.00	395.46	602.82
其他	34.95	(1,948.71)	(1,716.45)	(1,182.01)	(1,574.93)
营业利润	29,605.11	26,043.52	27,861.37	29,599.07	32,980.80
营业外收入	345.71	287.16	316.91	316.59	306.89
营业外支出	598.11	21.74	220.36	280.07	174.06
利润总额	29,352.71	26,308.94	27,957.92	29,635.60	33,113.63
所得税	4,525.46	4,029.70	4,193.69	4,593.52	5,165.73
净利润	24,827.24	22,279.24	23,764.23	25,042.08	27,947.91
少数股东损益	130.60	104.13	131.62	129.16	143.19
归属于母公司净利润	24,696.64	22,175.11	23,632.61	24,912.92	27,804.72
每股收益(元)	4.11	3.69	3.93	4.14	4.62

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	0.24%	-14.97%	18.37%	10.37%	9.35%
营业利润	-4.49%	-12.03%	6.98%	6.24%	11.43%
归属于母公司净利润	-5.75%	-10.21%	6.57%	5.42%	11.61%
获利能力					
毛利率	28.43%	27.14%	24.98%	26.52%	27.94%
净利率	12.32%	13.01%	11.71%	11.18%	11.42%
ROE	22.42%	19.25%	18.48%	17.15%	16.89%
ROIC	-98.77%	-59.83%	-84.92%	-93.32%	-96.38%
偿债能力					
资产负债率	60.40%	58.14%	58.32%	53.83%	53.63%
净负债率	-97.65%	-97.75%	-96.56%	-96.97%	-118.93%
流动比率	1.26	1.35	1.37	1.48	1.55
速动比率	1.12	1.17	1.24	1.28	1.42
营运能力					
应收账款周转率	7.69	19.77	7.20	6.87	12.70
存货周转率	9.09	6.56	8.08	7.73	8.30
总资产周转率	0.75	0.61	0.68	0.71	0.72
每股指标(元)					
每股收益	4.11	3.69	3.93	4.14	4.62
每股经营现金流	4.64	3.20	4.19	3.89	10.05
每股净资产	18.31	19.15	21.26	24.15	27.36
估值比率					
市盈率	13.08	14.56	13.66	12.96	11.61
市净率	2.93	2.80	2.52	2.22	1.96
EV/EBITDA	6.69	6.88	6.21	5.21	2.98
EV/EBIT	7.32	7.70	6.52	5.46	3.12

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com