

格力电器 (000651)

证券研究报告

2021 年 08 月 24 日

Q2 收入超预期，渠道改革带动内销强劲恢复

事件：格力 21H1 实现营业总收入 920.11 亿元，同比 20/19 年+30%/-6%。归母净利润 94.57 亿元，同比 20/19 年+49%/-31%。其中，公司 21Q2 营业总收入 584.94 亿元，同比 20/19 年+18%/+2%。归母净利润 60.14 亿元，同比 20 年+25%，同比 19 年-26%。二季度收入增长超预期，业绩增长基本符合预期。

收入端：内销空调业务增长驱动整体营收增长。分业务看，21H1 空调收入同比+62.57%，生活电器收入同比-0.38%，智能装备收入同比-5.44%，其他主营收入同比-77.64%，其他业务收入 1.67%；分区域看，21H1 内销主营收入同比+53.91%，外销主营收入同比+7%。我们认为，上半年内销空调业务的增长是驱动整体营收+30%的主要动力。

利润端：原材料成本上涨+业务结构调整影响盈利水平。2021H1 公司主营业务毛利率为 29.49%，同比 20 年+1.02pcts，同比 19 年-5.9pcts；归母净利润率为 10.28%，同比 20 年+0.41pct，同比 19 年-4pcts，主要是公司受原材料成本上涨影响，利润有压力。分业务看，空调/其他业务 H1 毛利率为 29.79%/3.45%，同比-2.26%/0.82%；分区域看，内销/外销业务 H1 毛利率分别为 33.75%/10%，同比 0.28%/-2.58%，空调毛利率下滑的同时内销业务毛利率提升的原因在于高毛利的空调业务占比由 59%提升至 74%。

现金流：公司 21H1 经营活动现金流量净额为-60.71 亿元，同比-34.39%，主要是存货及应收款项增速高于应付款项所致。公司 21H1 存货为 327.28 亿元，同比 20 年+26.3%，同比 19 年+62%；其中产成品同比 20 年+49%，同比 19 年+279%。21H1 应收账款+票据为 111.17 亿元，同比 20 年 5.4%，同比 19 年同期 1.34%；21H1 应付账款+票据合计为 746.77 亿元，同比 20 年 21.6%，同比 19 年同期-5.76%。

投资建议：格力空调内销在经历 20 年疫情和渠道变革之后已逐步恢复，特别是减少向渠道压货之后在单二季度收入超过 19 年同期水平，较为亮眼。展望后市若铜价延续近期回落态势，我们认为在需求端和成本端对行业内销的压力均会减轻，格力在渠道步入正轨后经营有望持续向上。同时成本压力减轻也将更加有利于格力外销的恢复。我们预计公司 21-23 年收入规模 1965、2176、2382 亿元，增速为 15%、11%、10%，净利润 241、263、288 亿元（21-23 年前值为 236.3、249、278 亿元），增速为 8.7%、9.2%、9.6%，对应 EPS 分别 4.01、4.38、4.79 元/股，根据 DCF 模型得到的合理市值在 4300 亿元左右，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。

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	44.99 元
目标价格	72 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)	270,647.73
流通 A 股市值(百万元)	268,519.85
每股净资产(元)	16.34
资产负债率(%)	67.93
一年内最高/最低(元)	69.79/42.78

作者

孙谦	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050004	
sunqiana@tfzq.com	
李珍妮	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120002	
lizhenni@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《格力电器-公司点评:深度点评:渠道改革,再启征程》2021-06-24
- 《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

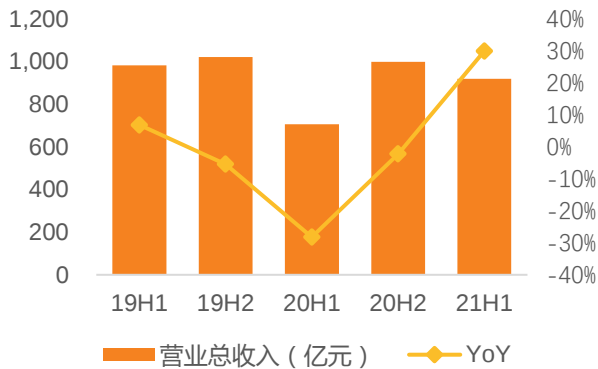
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	200,508.33	170,497.42	196,493.69	217,568.99	238,239.13
增长率(%)	0.24	(14.97)	15.25	10.73	9.50
EBITDA(百万元)	37,397.94	33,624.90	26,737.19	30,491.85	33,573.32
净利润(百万元)	24,696.64	22,175.11	24,099.91	26,324.24	28,839.36
增长率(%)	(5.75)	(10.21)	8.68	9.23	9.55
EPS(元/股)	4.11	3.69	4.01	4.38	4.79
市盈率(P/E)	10.96	12.21	11.23	10.28	9.38
市净率(P/B)	2.46	2.35	2.22	2.06	1.95
市销率(P/S)	1.35	1.59	1.38	1.24	1.14
EV/EBITDA	6.69	6.88	4.72	3.64	2.20

资料来源：wind，天风证券研究所

事件

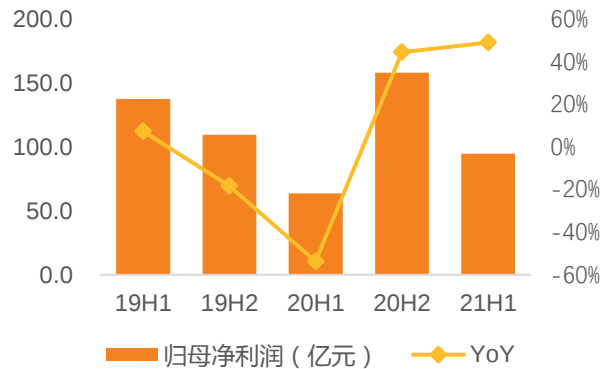
格力 21H1 实现营业总收入 920.11 亿元,同比 20/19 年+30%/-6%。归母净利润 94.57 亿元,同比 20/19 年+49%/-31%。其中,公司 21Q2 营业总收入 584.94 亿元,同比 20/19 年+18%/+2%。归母净利润 60.14 亿元,同比 20 年+25%,同比 19 年-26%。二季度收入增长超预期,业绩增长基本符合预期。

图 1: 2019-2021H1 公司营业收入情况 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2019-2021H1 公司归母净利润情况 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

点评

收入端：内销空调业务强劲恢复

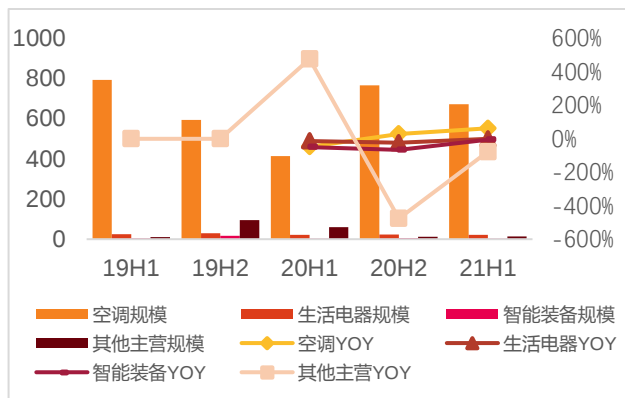
分业务看，21H1 空调收入同比+62.57%，生活电器收入同比-0.38%，智能装备收入同比-5.44%，其他主营收入同比-77.64%，其他业务收入 1.67%；分区域看，21H1 内销主营收入同比+53.91%，外销主营收入同比+7%。

我们认为，上半年内销空调业务的增长是驱动整体营收+30%的主要动力。我们假设内销空调业务收入为内销主营减去生活电器、智能装备等主营业务收入（预计这部分收入主要发生在国内市场），则 21H1 空调内销收入约为 545 亿元，同比+85%，公司内销空调业务在经历去库存及疫情的影响之后呈现出强劲的恢复态势。

分析内销空调高增背后的原因，我们认为主要由：1）公司渠道变革取得逐步收获成效。根据产业在线数据显示，格力空调库存呈下降趋势，库存逐步去化预计使得经销商备货积极性有所提升；2）出厂价及出货结构较去年同期有改善。根据产业在线，21H1 内销出货量同比+25%；价格方面，根据中怡康数据，21H1 格力线下均价同比+7%，根据奥维云网数据，21H1 格力线上均价同比+22%。

上半年公司外销营收增速慢于国内。产业在线数据显示，格力空调外销增速慢于行业整体增速，21H1 空调行业外销增速为 15.3%，格力外销增速为 3.66%。我们认为，这与 21 年上半年各类成本快速上行有关，预计在 OEM 订单利润可能受到成本较大影响（21 年上半年公司外销毛利率-2.58pcts）的情况下，公司对于海外订单接单较为谨慎。

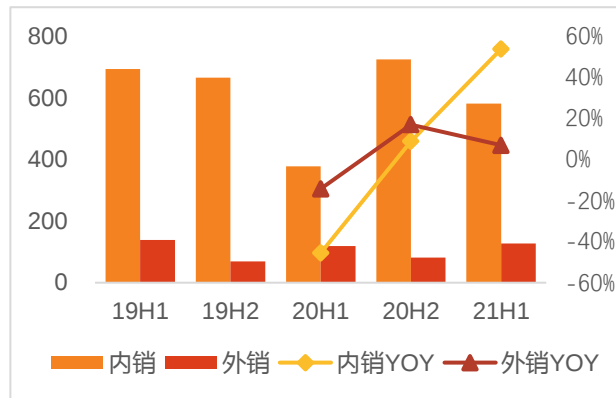
图 3：2019-2021H1 公司各主营业务营收情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

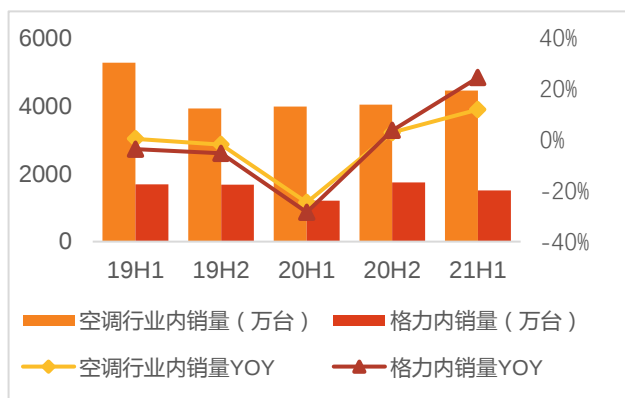
注：19H1 的其他主营业务为报表中的其他业务

图 4：2019-2021H1 公司内外销额情况（亿元）



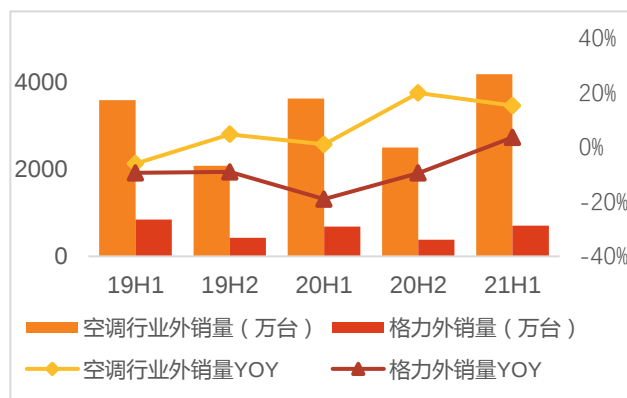
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2019-2021H1 格力及空调行业内销情况



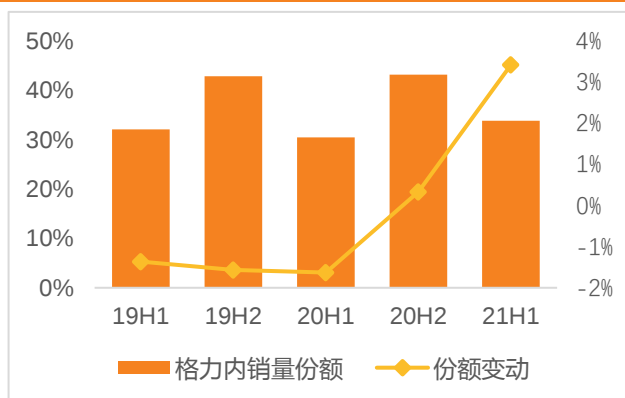
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 6：2019-2021H1 格力及空调行业外销情况



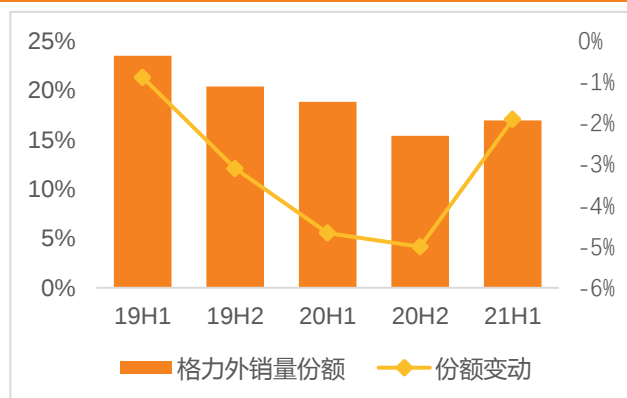
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 7：2019-2021H1 格力内销量份额及变动情况



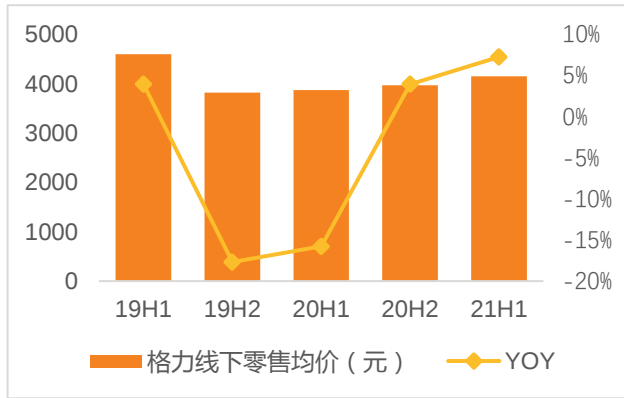
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 8：2019-2021H1 格力外销量份额及变动情况



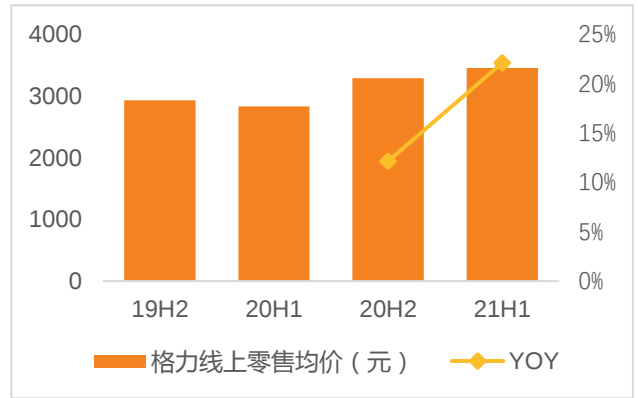
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 9：2019-2021H1 格力空调线下均价及其变动



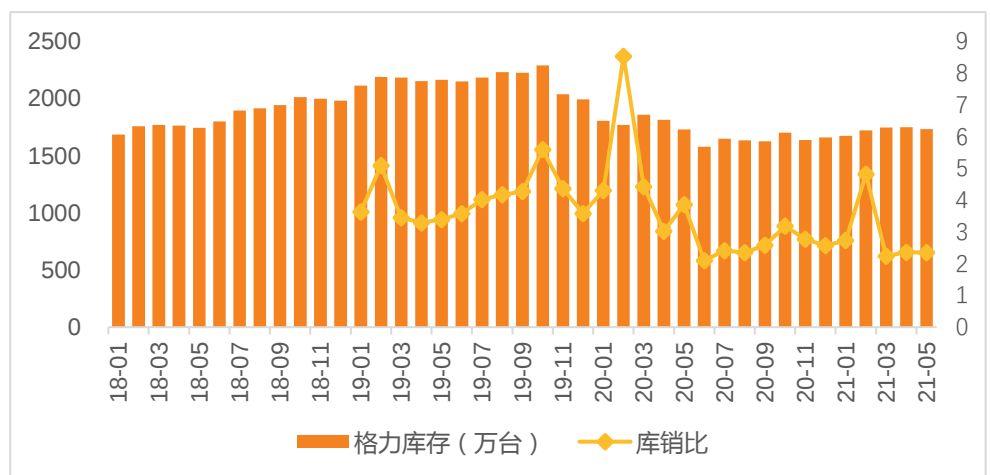
资料来源：中怡康，天风证券研究所

图 10：2019-2021H1 格力空调线上均价及其变动



资料来源：奥维云网，天风证券研究所

图 11：2018-2021 年格力空调月度库存情况



资料来源：产业在线，天风证券研究所

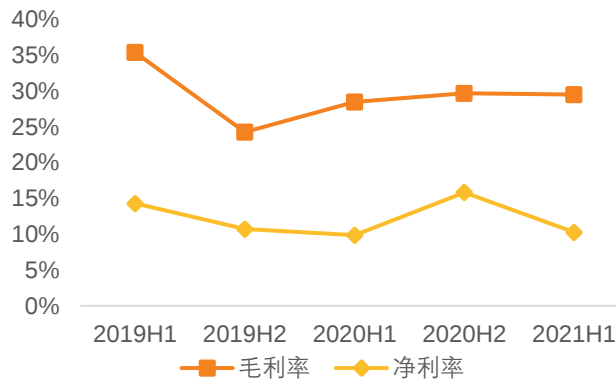
利润端：原材料成本上涨+业务结构调整影响盈利水平

2021H1 公司主营业务毛利率为 29.49%，同比 20 年+1.02pcts，同比 19 年-5.9pcts；归母净利率为 10.28%，同比 20 年+0.41pct，同比 19 年-4pcts，主要是公司受原材料成本上涨影响，利润有压力。

分业务看，空调/其他业务 H1 毛利率为 29.79%/3.45%，同比-2.26/0.81pcts；分区域看，内销/外销业务 H1 毛利率分别为 33.75%/10%，同比 0.28/-2.58pcts。空调毛利率下滑的同时内销业务毛利率提升的原因在于，毛利较高的空调业务占比由 59%提升至 74%。根据 2020 年公司年报披露，公司空调/智能装备/生活电器/其他的毛利率分别为 34%/32%/24%/6%，空调毛利率高于公司其他业务毛利率水平。随着 21H1 空调占比提升，内销毛利有所改善。

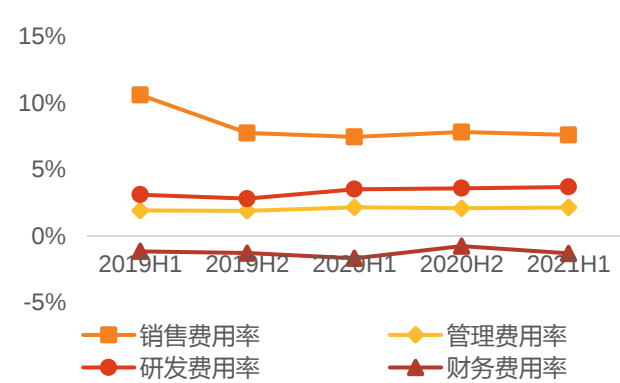
公司费用端控制良好，各项费用率微幅变动，21H1 销售、管理、研发、财务费用率为 7.58%/2.15%/3.68%/-1.3%，分别同比 0.14/-0.01/0.17/0.37pct。2021Q2 销售、管理、研发费用率为 7.47%/1.94%/3.5%/-0.86%，分别同比-1.38/0.15/0.31/0.53pct。

图 12：2019-2021H1 公司毛利率&净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：2019-2021H1 公司四费率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

现金流：存货及应收款项增长带来现金流压力

公司 21H1 经营活动现金流量净额为-60.71 亿元，同比-34.39%，主要是存货及应收款项增速高于应付款项所致。公司 21H1 存货为 327.28 亿元，同比 20 年+26.3%，同比 19 年+62%；其中产成品同比 20 年+49%，同比 19 年+279%。产成品高增是导致公司的存货增加的主要原因。

21H1 应收账款+票据为 111.17 亿元（占比营收 12%），同比 20 年增长 5.4%（20 年同期应收占比营收 15%），同比 19 年同期增长 1.34%（19 年同期应收占比营收 11%）；21H1 应付账款+票据合计为 746.77 亿元，同比 20 年 21.6%，同比 19 年同期-5.76%。我们认为，应收科目的增长预计与电商 2C 与 2B 业务在格力销售中的比例提升有关，相较于经销商渠道，此类渠道的账期通常较长；应付款项增长体现出格力在空调产业价值链中的主导地位，弱于营收增速则表明 21 年原材料压力较大，上游整体议价能力有所提升。

从资产负债表看，21H1 期末公司合同负债为 98 亿元，同比去年同期+55%，也指向经销商提货积极性较去年同期有所高。公司其他流动负债为 693 亿元，较期初增加 49 亿元，增加部分主要为短期应付债券。销售返利环比基本持平，为 551 亿元，较期初轻微下降 7.3 亿元，环比变化幅度小于空调业务环比 20H2 变化幅度。

投资建议

格力空调内销在经历 20 年疫情和渠道变革之后已逐步恢复，特别是减少向渠道压货之后在单二季度收入超过 19 年同期水平，较为亮眼。我们预计在传统经销渠道恢复之外，电商 2C 销售以及阿里+京东的新零售渠道销售均有一定贡献。空调行业内销在上半年快速提价的背景下较弱（根据产业在线，21H1 行业内销 yoy+12%，格力内销市占率+3pcts），6+7 月受到天气带动呈现改善态势，展望后市若铜价延续近期回落态势，我们认为在需求端和成本端对行业内销的压力均会减轻，格力在渠道步入正轨后经营有望持续向上。同时成本压力减轻也将更加有利于格力外销的恢复。

我们预计公司 21-23 年收入规模 1965、2176、2382 亿元，增速为 15%、11%、10%，净利润 241、263、288 亿元（21-23 年前值为 236.3、249、278 亿元），增速为 8.7%、9.2%、9.6%，对应 EPS 分别 4.01、4.38、4.79 元/股。

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	126,908.08	140,032.72	178,988.87
应收票据及应收账款	8,513.33	8,738.23	45,843.35	17,124.74	20,378.62
预付账款	2,395.61	3,129.20	2,567.85	3,517.01	3,426.78
存货	24,084.85	27,879.51	19,619.12	35,841.50	20,951.22
其他	52,524.13	37,472.91	38,388.92	42,919.91	39,298.34
流动资产合计	212,918.64	213,632.99	233,327.31	239,435.88	263,043.82
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	298,573.02	306,095.73	327,236.28
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	64,993.08	71,581.01	78,562.82
其他	86,682.10	85,142.60	98,170.74	89,257.72	96,067.40
流动负债合计	169,568.30	158,478.72	173,163.82	170,838.72	184,630.22
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	174,544.03	172,401.23	186,277.13
少数股东权益	1,894.08	1,690.28	1,885.51	2,019.71	2,164.92
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	116,127.75	125,659.06	132,778.50
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	124,028.99	133,694.50	140,959.15
负债和股东权益总计	282,972.16	279,217.92	298,573.02	306,095.73	327,236.28

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	24,827.24	22,279.24	24,099.91	26,324.24	28,839.36
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)	(2,025.59)	(2,129.91)	(2,031.00)
投资损失	226.63	(713.01)	(403.05)	(395.46)	(602.82)
营运资金变动	(26,025.97)	12,992.72	(190.80)	2,705.75	29,120.67
其它	29,768.25	(15,791.90)	185.16	272.50	253.80
经营活动现金流	27,893.71	19,238.64	22,947.48	28,120.95	56,971.33
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)	(6,660.45)	(774.55)	1,040.19
投资活动现金流	(11,275.05)	97.73	(5,156.13)	(331.01)	1,677.03
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)	(685.07)	2,130.62	2,031.71
其他	(44,611.93)	(41,204.49)	(46,611.36)	(26,795.92)	(31,723.93)
筹资活动现金流	(19,221.98)	(21,111.50)	(37,296.42)	(14,665.30)	(19,692.22)
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)	(19,505.07)	13,124.65	38,956.14

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	196,493.69	217,568.99	238,239.13
营业成本	143,499.37	124,229.03	143,904.65	157,609.61	169,817.77
营业税金及附加	1,542.98	964.60	1,375.46	2,306.23	3,573.59
营业费用	18,309.81	13,043.24	15,817.96	17,405.52	20,250.33
管理费用	3,795.65	3,603.78	4,519.35	4,351.38	5,003.02
研发费用	5,891.22	6,052.56	5,894.81	7,832.48	8,576.61
财务费用	(2,426.64)	(1,937.50)	(2,025.59)	(2,129.91)	(2,031.00)
资产减值损失	(842.89)	(466.27)	(91.20)	(552.78)	(456.07)
公允价值变动收益	228.26	200.15	(20.34)	136.03	105.28
投资净收益	(226.63)	713.01	403.05	395.46	602.82
其他	1,132.10	(1,948.71)	(1,515.17)	(1,062.97)	(1,416.20)
营业利润	29,605.11	26,043.52	28,230.69	31,277.94	34,212.99
营业外收入	345.71	287.16	499.33	316.59	306.89
营业外支出	598.11	21.74	58.69	280.07	174.06
利润总额	29,352.71	26,308.94	28,671.33	31,314.46	34,345.82
所得税	4,525.46	4,029.70	4,365.92	4,853.74	5,357.95
净利润	24,827.24	22,279.24	24,305.42	26,460.72	28,987.87
少数股东损益	130.60	104.13	205.51	136.48	148.52
归属于母公司净利润	24,696.64	22,175.11	24,099.91	26,324.24	28,839.36
每股收益（元）	4.11	3.69	4.01	4.38	4.79

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	0.24%	-14.97%	15.25%	10.73%	9.50%
营业利润	-4.49%	-12.03%	8.40%	10.79%	9.38%
归属于母公司净利润	-5.75%	-10.21%	8.68%	9.23%	9.55%
获利能力					
毛利率	28.43%	27.14%	26.76%	27.56%	28.72%
净利率	12.32%	13.01%	12.26%	12.10%	12.11%
ROE	22.42%	19.25%	19.73%	19.99%	20.78%
ROIC	-98.77%	-59.83%	-85.04%	-110.48%	-96.98%
偿债能力					
资产负债率	60.40%	58.14%	58.46%	56.32%	56.92%
净负债率	-97.65%	-97.75%	-94.26%	-97.26%	-119.88%
流动比率	1.26	1.35	1.35	1.40	1.43
速动比率	1.12	1.17	1.23	1.19	1.31
营运能力					
应收账款周转率	7.69	19.77	7.20	6.91	12.70
存货周转率	9.09	6.56	8.27	7.85	8.39
总资产周转率	0.75	0.61	0.68	0.72	0.75
每股指标（元）					
每股收益	4.11	3.69	4.01	4.38	4.79
每股经营现金流	4.64	3.20	3.81	4.67	9.47
每股净资产	18.31	19.15	20.30	21.89	23.07
估值比率					
市盈率	10.96	12.21	11.23	10.28	9.38
市净率	2.46	2.35	2.22	2.06	1.95
EV/EBITDA	6.69	6.88	4.72	3.64	2.20
EV/EBIT	7.32	7.70	4.96	3.81	2.29

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