

格力电器 (000651.SZ)

空调毛利率下跌，向线上渠道转型

评级：买入，估值：¥60.7 元

现价：¥45.0 元

- 二一年上半年收入 ¥920 亿，同比增 30.3%；
- 上半年毛利 ¥222 亿，增 40.9%；毛利率 24.1%，增 1.8 个百分点；
- 上半年核心经营溢利 ¥98 亿，增 49.9%；
- 集团回购股份，上半年每股报告溢利 ¥1.62，同比增 52.8%；
- 空调分部收入 ¥672 亿，同比增 62.6%；毛利率 29.8%，下跌 2.3 百分点；
- 二一年上半年止 P/E 约 10.6 倍，P/B 约 2.1 倍；按现价计，二二年 P/E 约 10.2 倍，P/B 约 1.7 倍；
- 销量随疫情回复，原材料价格大幅上涨，影响集团毛利；
- 线上销售渠道相对滞后，加速转型或增加经营开支

分析员：吴丹妮

danni.wu@ctsec.com.hk

表一：全年预测 @ ¥45.0

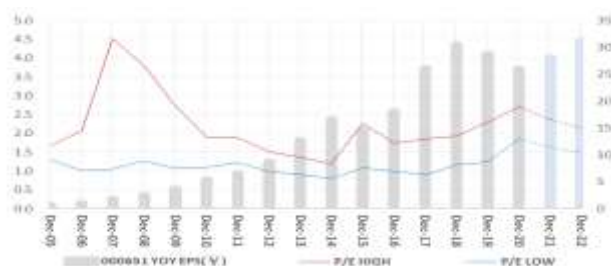
	FY18	FY19	FY20	FY21E	FY22E
集团收入 (¥百万)	200,024	200,508	170,497	196,886	217,559
毛利 (¥百万)	61,744	56,898	45,963	50,309	55,478
核心经营溢利 (¥百万)	30,157	28,294	25,956	24,999	27,848
报告税前利 (¥百万)	31,274	29,353	26,309	27,517	29,806
报告股东盈利 (¥百万)	26,203	24,696	22,175	23,252	25,672
每股报告盈利 (¥)	4.36	4.11	3.69	3.98	4.40
每股派息 (¥)	2.10	1.20	3.00	2.00	2.00
每股账面值 (¥)	15.41	18.63	19.43	23.41	25.81
已发行股份 (百万股)	6,016	6,016	6,016	5,837	5,837
股本回报率 (%)	28.3%	22.0%	19.0%	18.6%	17.0%
股息率 (%)	6.35%	1.89%	4.84%	4.44%	4.44%
P/E (X)	7.6	15.4	16.8	11.3	10.2
P/B (X)	2.1	3.4	3.2	2.1	1.7
市值 (¥百万)				262,685	

主要股东持股

	持股数(百万)	百分比(%)
香港中央结算有限公司	1,018.7	16.9%
珠海明骏投资合伙企业	902.4	15.0%
京海互联网科技发展有限公司	493.1	8.2%
珠海格力电器回购账户	209.6	3.5%
珠海格力集团有限公司	193.9	3.2%

公司公告，财通国际研究部

图二：格力电器(000651.SZ)EPS(¥)，历史 P/E 区间



Bloomberg，财通国际研究部

图三：格力电器(000651.SZ)ROE(%), 历史 P/B 区间



Bloomberg，财通国际研究部

图一：格力电器(000651.SZ)月 K 线图



Investing.com，财通国际研究部

免责声明： 财通国际证券有限公司(“财通国际证券”)可于法律许可下与本文内提及公司建立商业关系。本文作者未持有格力电器(000651.SZ)，美的集团(000333.SZ)及本文内公司分析中所述公司之股份。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请、要约及招揽或向他人作出邀请及招揽。本报告的信息来源于已公开或相信属可靠的资料，财通国际证券概不保证该等信息的真实性、准确性或完整性，或对客户声称于报告中发现的任何明示或暗示之陈述负责。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的咨询或投资建议。本报告内提及公司不一定适合所有投资者，在作出投资决定前，客户应充分考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，不宜单依靠本报告作出投资决定。财通国际证券不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告的版权归财通国际证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯财通国际证券版权的其他方式使用。

表二：集团损益账(甲)

	FY21E	FY20	FY19	FY18
营业收入(¥百万)	196,886	170,497	200,508	200,024
销售成本	(146,577)	(124,534)	(143,611)	(138,280)
毛利(¥百万)	50,309	45,963	56,898	61,744
销售费用	(14,570)	(13,043)	(18,310)	(18,900)
管理费用	(3,938)	(3,604)	(3,796)	(4,366)
研发费用	(6,891)	(6,053)	(5,891)	(6,988)
政府补助	1,231	1,146	936	409
税金及附加	(1,142)	(965)	(1,543)	(1,742)
核心经营溢利(¥百万)	24,999	23,445	28,294	30,157
财务收入	2,228	1,938	2,427	948
联营企业收益	50	35	(21)	1
衍生品投资收益	51	325	(336)	(162)
交易性金融资产投资收益	230	213	63	-
核心税前溢利(¥百万)	27,558	25,956	30,427	30,943
一次性项目：				
公允价值变动	34	200	228	46
信用减值	(17)	193	(279)	-
资产减值	(326)	(466)	(843)	(262)
非经营相关政府补助	108	223	292	268
其他	160	202	(472)	278
除税前溢利(¥百万)	27,517	26,309	29,353	31,274
所得税	(4,155)	(4,030)	(4,525)	(4,894)
少数权益	110	104	131	176
报告股东溢利(¥百万)	23,252	22,175	24,696	26,203
每股报告溢利(¥)	3.98	3.69	4.11	4.36
每股派息(¥)	2.00	3.00	1.20	2.10
毛利率(%)	25.6%	27.0%	28.4%	30.9%
销售费率(%)	-7.4%	-7.7%	-9.1%	-9.4%
管理费(%)	-2.0%	-2.1%	-1.9%	-2.2%
研发费率(%)	-3.5%	-3.5%	-2.9%	-3.5%
核心经营利率(%)	12.7%	13.8%	14.1%	15.1%
已发行股数(百万)	5,837.4	6,015.7	6,015.7	6,015.7
市盈率(X)	11.3	16.8	15.4	7.6
每股账面值(¥)	21.41	19.43	18.63	15.41
股本回报率(%)	18.6%	19.0%	22.0%	28.3%
市账率(X)	2.1	3.2	3.4	2.1

市值(¥百万)
262,685

公司公告, 财通国际研究部

表二：集团损益账(甲)

	2H21E	1H21	2H20	1H20
营业收入(¥百万)	104,875	92,011	99,896	70,602
销售成本	(76,769)	(69,809)	(69,689)	(54,845)
毛利(¥百万)	28,106	22,202	30,206	15,757
销售费用	(7,596)	(6,974)	(7,792)	(5,251)
管理费用	(1,964)	(1,974)	(2,081)	(1,522)
研发费用	(3,509)	(3,382)	(3,575)	(2,477)
政府补助	812	418	783	363
税金及附加	(643)	(499)	(628)	(336)
核心经营溢利(¥百万)	15,207	9,792	16,913	6,533
财务收入	1,032	1,196	757	1,181
联营企业收益	38	12	24	12
衍生品投资收益	-	51	375	(50)
交易性金融资产投资收益	217	13	112	101
核心税前溢利(¥百万)	16,493	11,064	18,180	7,777
一次性项目：				
公允价值变动	-	34	299	(99)
信用减值	150	(167)	223	(30)
资产减值	(196)	(130)	(358)	(108)
非经营相关政府补助	95	14	147	77
其他	-	160	123	80
除税前溢利(¥百万)	16,542	10,976	18,613	7,696
所得税	(2,670)	(1,485)	(2,759)	(1,270)
少数权益	76	34	41	63
报告股东溢利(¥百万)	13,796	9,457	15,813	6,362
每股报告溢利(¥)	2.29	1.62	2.63	1.06

公司公告, 财通国际研究部

格力集团公布二一年上半年业绩同比回升。二一年上半年, 集团收入 ¥920 亿, 同比增 30.3%。毛利 ¥222 亿, 同比增 40.9%; 毛利率 24.1%, 同比增 1.8%点。经营开支(销售+管理+研发)同比增 33.3%, 至 ¥123 亿。计入政府补助 ¥4 亿, 及税金 ¥5 亿后, 上半年核心经营溢利 ¥98 亿, 同比增 49.9%。财务收入同比增 1.3%, 至 ¥12 亿。核心税前溢利 ¥111 亿, 同比增 42.3%。

期内无重大一次性项目。计入所得税开支 ¥15 亿及少数权益后, 集团上半年报告股东溢利 ¥95 亿, 同比增 48.6%; 每股报告溢利 ¥1.62, 增 52.8%。

集团二零年业绩受疫情影响下跌。二零年集团收入¥1,705 亿,同比减少 15.0%。毛利¥460 亿,同比跌 19.2%;毛利率 27.0%,跌 1.4%点。经营开支(销售+管理+研发)同比节省 18.9%,至¥280 亿,其中销售开始同比省 28.8%,至¥130 亿,主因集团二零年执行新收入准则,销售返利不计入销售费用,冲减营业收入。计入政府补助¥11.5 亿,税金及附加开支¥9.7 亿后,集团二零年核心经营开支¥234 亿,同比下跌 17.1%。财务收入减 20.1%,至¥19 亿,核心投资收益¥5.7 亿。核心税前溢利¥260 亿,同比跌 14.7%。

期内无重大一次性项目。计入所得税开支¥40 亿及少数权益¥1.0 亿后,二零年集团报告股东溢利¥222 亿,同比跌 10.2%;每股报告溢利¥3.69,每股派息¥3.0(上年¥1.2)。

集团盈利支柱空调分部二零年收入¥1,179 亿,同比减少 15.0%,占总收入的 69.1%。分部毛利¥405 亿,跌 21.4%;毛利率 34.3%,跌 2.8%点。因集团未公布空调销售量,猜测为疫情影响下单位售价下跌,同时原料成本增长,压缩毛利空间。二一年上半年,空调分部收入迅速恢复,同比增 62.6%,至¥672 亿,占总收入 73.0%。惟毛利率同比再跌 2.3%点,至 29.8%。

据《暖通空调资讯》发布的数据显示,二一年上半年,格力中央空调凭借 16.2%的市场份额排名第一;据《产业在线》统计数据显示,二一年上半年格力家用空调内销占比 33.89%,排名家电行业第一。图四示,据国家统计局数据,二一年一季度空调产量 56.0 百万台,同比大增 51.7%;二季度产量 67.3 百万台,同比增 0.9%,环比增 20.3%。

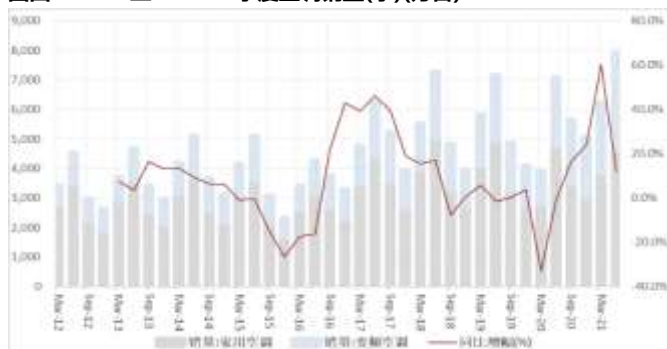
据《产业在线》数据,二一年上半年,家用空调行业整体实现温和复苏,总销量 86.4 百万台,同比增长 13.6%,其中内销量 44.6 百万台,同比增长 12.0%;出口量 41.8 百万台,同比增 15.3%。

空调内销方面,受全国多地天气升温较慢、原材料价格上涨以及地产竣工不及预期等多重因素影响,空调行业终端需求整体偏弱,二一年上半年内销量虽然同比增长

表三甲：分部业绩	2H21E	1H21	2H20	1H20
空调	75,208	67,194	76,548	41,333
生活电器	3,261	2,210	2,303	2,219
智能设备	641	198	582	209
其他	4,818	1,330	1,283	5,951
主营收入(¥百万)	83,927	70,932	80,716	49,712
其他	19,540	20,120	17,981	19,790
营业收入(¥百万)	103,467	91,052	98,697	69,502
利息收入	1,406	959	1,198	1,098
手续费及佣金收入	2	0	1	1
营业总收入(¥百万)	104,875	92,011	99,896	70,602
空调	25,128	20,014	27,203	13,248
生活电器	1,004	719	711	728
智能设备	142	36	141	46
其他	249	151	297	132
主营毛利(¥百万)	26,523	20,919	28,352	14,154
其他	694	694	943	521
营业毛利(¥百万)	27,217	21,613	29,295	14,675
利息收入	889	589	910	1,081
手续费及佣金收入	1	(0)	1	1
总毛利(¥百万)	28,106	22,202	30,206	15,757
空调	33.4%	29.8%	35.5%	32.1%
生活电器	30.8%	32.5%	30.9%	32.8%
智能设备	22.1%	18.1%	24.2%	22.2%
其他	5.2%	11.3%	23.2%	2.2%
主营毛利率(%)	31.6%	29.5%	35.1%	28.5%
其他	3.6%	3.4%	5.2%	2.6%
营业毛利率(%)	26.3%	23.7%	29.7%	21.1%
利息收入	63.2%	61.5%	76.0%	98.5%
手续费及佣金收入	55.8%	-	67.2%	82.5%
总毛利率(¥百万)	26.8%	24.1%	30.2%	22.3%

公司公告, 财通国际研究部

12.0%,但较一九年同期下降了 15.6%。而出口方面,受惠我国防疫优势以及全球供应链体系,二一年以来海外产能继续向我国转移,拉动空调出口持续强劲增长,上半年空调出口销量同比增长 15.30%,较一九年同期增长 10.9%。

图四：2012 至 2021 二季度空调销量(季)(万台)


Wind, 国家统计局, 财通国际研究部

图五：2012 至 2021 二季度空调产量(季)(万台)


Wind, 产业在线, 财通国际研究部

表四示,二一年上半年集团家用电器内销收入¥582亿,同比增53.9%;外销收入¥127亿,同比增7.0%,占比17.9%。惟外销毛利率仅10.0%,远低于内销毛利率(33.8%),仍需依赖内销提高集团未来盈利能力。

从数字上看,二零年美的集团(000333.SZ)暖通空调分部收入达¥1,212亿,超过格力空调销售额约2.8%。且格力空调分部销售额自一八年下降,或为同业竞争抢占市场份额。虽然格力集团二零年毛利率跌幅较大,但美的集团空调分部二零年毛利率仅24.2%,格力仍有减价增加竞争力的空间。二一年3月,格力电器宣布对2021年3月1日起销售的家用空调实行“十年包修政策”,是迄今为止中国家用空调行业承诺的最长包修期,相信将吸引消费者,拉动空调销售量增长。惟包修政策或增加集团未来销售开支。

集团消费电器及核心部件产品的主要原材料为各种等级的铜材、钢材、铝材和塑料等。表三乙示,二零年集团家

电营业成本中,原材料成本¥759亿,占总成本91.8%。据StockQ数据,截至二一年7月,铜价同比上涨19.4%,铝价同比上涨24.8%。家电制造属于劳动密集型行业,若原材料价格出现较大增长,或因宏观经济环境变化和政策调整使得劳动力、水、电、土地等生产要素成本出现较大波动,将对集团的经营业绩产生影响。

表三乙: 营业成本	FY21E	FY20	FY19	FY18	FY17
家用电器行业					
原材料	88,377	75,879	88,127	95,511	71,864
人工工资	4,951	4,262	4,943	4,989	4,480
折旧	1,727	1,694	1,566	1,457	999
能源	902	780	837	872	720
合计	95,957	82,614	95,473	102,829	78,063

公司公告, 财通国际研究部

表四: 地区经营	2H21E	1H21	2H20	1H20
内销		58,207	72,588	37,819
外销		12,725	8,127	11,893
营业收入	83,927	70,932	80,716	49,712
内销		19,647	27,419	12,658
外销		1,273	933	1,497
毛利	26,523	20,919	28,352	14,154
内销		33.8%	37.8%	33.5%
外销		10.0%	11.5%	12.6%
毛利率(%)	31.6%	29.5%	35.1%	28.5%

公司公告, 财通国际研究部

相信二零年下半年销售收入环比大增部分受上半年疫情影响,释放压抑的需求。预计集团下半年空调分部收入或达¥752亿,同比稍跌1.8%;分部毛利率受原材料价格影响,或同比跌1.1%点,至33.4%;分部毛利¥251亿,跌7.6%。二一年全年空调分部收入或同比增20.8%,至¥1,424亿;分部毛利或同比增11.6%,至¥451亿。

疫情推动了线上零售的快速发展。二零年,线上零售占整体家电市场零售额的比重由一九年的41.2%提升至

50.4%，电商渠道对家电零售的贡献率首次超过 50%，线上零售的重要性进一步凸显。相较于格力，竞争对手美的集团更早在线上布局，通过全集团数字化转型，在疫情下通过以销定产避免了空调行业常见的压货。二零年，美的家用空调的全渠道份额提升明显，线上市场份额接近 36%，全网排名第一。

相比美的早在一五年开始线上布局，格力自一八年起开始在线上发力。“格力董明珠店”已转型升级为综合网络零售电商平台的一个重要品牌。这一品牌不仅是线上销售门户，也开设了线下体验店。这一变化的背后，是格力电器近两年努力推行渠道变革的结果。过往格力线下销售倚重经销商，结合空调季节性销售特点向经销商大量压货，通过返利促进淡季销售，以产定销，但在市场下行时就面临更大压力。而美的则率先推行“T+3”渠道变革，以销定产，背后是美的多年数字化投资，实现了对市场信息更精准的掌握，和更灵活的生产。

现金流保持充裕，回购股份提振每股收益

截至二零年末，集团现金流仍充裕。EBITDA ¥221 亿，同比跌 11.7%。经营活动现金流入 ¥192 亿，减 31.0%，主因经营应付项目大幅减少。投资活动所得现金 ¥1 亿，主因投资净收回 ¥60 亿，部分被长期资产增加抵消。融资活动耗用现金 ¥211 亿，主要包括分配股利、利润或偿付利息支付现金 ¥142 亿，增 8.2%；回购股票 ¥52 亿；及借款保证金支出 ¥98 亿。部分被借款净增 ¥81 亿抵消。期内现金净流出 ¥18 亿，期末现金余额 ¥283 亿。

二零年集团净流动资产 ¥552 亿，同比增 25.9%。主要包括货币资金 ¥1,364 亿，存货 ¥279 亿及应收账款 ¥210 亿。流动负债中应付账款 ¥316 亿；应付票据 ¥214 亿；短期借款 ¥203 亿。长期资产 ¥656 亿，约为长期负债 16 倍，足够覆盖。

截至二一年上半年，集团净流动资产减至 ¥236 亿，主要为流动负债中应付票据及应付股利大增。库存环比再增 17.4%，至 ¥327 亿，或暗示集团销售不及预期。相较二零年 12 月，集团现金增 23.9%，至 ¥300 亿。

今年 6 月，集团公布拟对第二期回购股份的用途进行调整，由原计划“回购股份将用于员工持股计划或者股权激励”变更为“回购股份用于注销以减少注册资本”。公司 2020 年至今已进行 3 次股份回购。公司第一期和第二期回购已实施完毕，其中第一期回购股份金额接近 ¥60 亿，将第一期回购股份部分用于员工持股计划；第二期回购股份约 ¥60 亿，因尚无使用第二期回购股份用于员工持股计划或者股权激励的具体计划，公司拟将第二期回购股份用途变更为注销以减少注册资本；第三次回购正在实施当中，上限金额为 ¥150 亿，将有利于提升每股收益。公司第二期回购股份约 101 百万股，相当于原有股份的 1.7%；若股东大会批准，注销后集团总股本将由 6,016 百万股减少至 5,914 百万股。

集团现价 ¥45.0，市值约 ¥2,627 亿，二零年 6 月历史 P/E 约 10.6 倍，P/B 约 2.1 倍。按财通国际预期，集团二一年及二二年收入或同比增 15.5% 及 10.5%，至 ¥1,969 亿及 ¥2,176 亿；报告股东溢利或同比增 4.9% 及 10.4%，至 ¥233 亿及 ¥257 亿。P/E 约 11.3 倍及 10.2 倍；P/B 约 2.1 倍及 1.7 倍。集团主营业务仍处于行业领先地位，上半年业绩同比快速恢复，同时集团回购股份，每股收益提高，相信将增强股东信心。惟空调分部毛利率下跌，严重影响盈利；疫情加速消费渠道由线下向线上转移，集团线上布局较美的落后，加速转变销售渠道或短期增加研发及销售开支。

技术分析上，集团股价现已到达长期支持，短期股价也遇三条强大长期支持，相信未来将有回调。动量指标及 RSI 指标已在长期支持上呈反弹趋势；随机指标在低位向上，均暗示集团股价或向上重估。财通国际给与【买入】评级，按二二年 P/E 约 13.8 倍计算，估值 ¥60.7。考虑集团仍处于转型期，收入及盈利增速或较美的集团稍缓。若考虑投资家电行业，推荐首选【美的集团】。

表五: 资产负债表摘要 (¥百万)	1H21	FY20	FY19	FY18
发放贷款和垫款	8,163	5,274	14,424	9,071
其他债权投资	15,574	502	297	1,064
长期股权投资	7,865	8,120	7,064	2,251
其他权益工具投资	8,680	7,788	4,645	1,145
其他非流动金融资产	-	2,003	2,003	-
固定资产	18,710	18,991	19,122	18,386
在建工程	5,504	4,016	2,431	1,664
无形资产	6,431	5,878	5,306	5,205
递延所得税资产	12,733	11,550	12,541	11,350
其他	1,582	1,462	1,776	1,388
非流动资产	85,243	65,585	69,608	51,523
货币资金(现金)	134,455	136,413	125,401	113,079
交易性金融资产	839	371	955	1,012
衍生金融资产	276	285	92	170
应收账款	11,117	8,738	8,440	7,700
应收账款融资	30,070	20,973	28,226	35,912
预付款项	5,819	3,129	2,396	2,162
存货	32,728	27,880	24,085	20,012
其他	11,343	15,843	23,769	19,665
流动资产	226,648	213,633	213,364	199,711
长期借款	6,067	1,861	47	-
递延所得税负债	1,762	1,411	928	536
其他	933	587	382	297
非流动负债	8,763	3,859	1,356	833
短期借款	21,643	20,304	15,944	22,068
应付票据	39,628	21,427	25,285	10,835
应付账款	35,048	31,605	41,657	38,987
合同负债	9,758	11,678	7,312	-
其他	97,015	73,464	79,370	85,796
流动负债	203,092	158,479	169,568	157,686
流动资产净值	23,556	55,154	43,796	42,025
资产总值减流动负债	108,798	120,739	113,404	93,548
权益总额	100,036	116,880	112,048	92,715

公司公告, 财通国际研究部

表六: 现金流量表摘要 (¥百万)	1H21	2H20	1H20	FY20	FY19
经调整EBITDA	9,434	15,701	6,415	22,116	25,053
存货	(4,975)	(1,842)	(1,892)	(3,734)	(4,050)
应收项目	(16,660)	8,034	7,209	15,243	(3,656)
应付项目	9,089	(5,831)	(12,650)	(18,481)	19,086
其他	(2,960)	7,694	(3,599)	4,095	(8,540)
经营活动所得现金流净额	(6,071)	23,756	(4,518)	19,239	27,894
固定资产、无形资产等长期资产	(3,072)	(2,229)	(2,293)	(4,522)	(4,704)
投资净收回	(14,013)	1,545	4,414	5,960	(4,062)
定期存款净减少额及远期结售汇付款	20,937	(5,038)	3,819	(1,219)	(2,152)
其他	1,864	(1,970)	1,850	(120)	(358)
投资活动耗用现金流净额	5,717	(7,692)	7,790	98	(11,275)
借款净增	26,830	(445)	8,569	8,124	(6,389)
吸收投资收到的现金	-	15	-	15	327
分配股利、利润或偿付利息	(282)	(6,347)	(7,890)	(14,236)	(13,159)
回购股票	(9,994)	(5,182)	-	(5,182)	-
借款保证金净支出及手续费	(10,411)	(2,931)	(6,901)	(9,832)	-
融资活动所得现金流净额	6,143	(14,890)	(6,221)	(21,111)	(19,222)
现金及现金等价物增加净额	5,788	1,174	(2,949)	(1,775)	(2,603)
期初现金及现金等价物	24,225	23,428	26,373	26,373	28,772
汇兑收益	(10)	(377)	4	(372)	204
期末现金及现金等价物	30,003	24,225	23,428	24,225	26,373

公司公告, 财通国际研究部

微信公众平台:

CT_International



财通国际证券有限公司

地址:香港上环皇后大道中 181 号新纪元广场 24 楼 2401-03 室

电话: (852) 37132901

传真: (852) 37132903

客户服务热线

内地: (86) 40063 96336

香港: (852) 3713 2919

电邮: cs@ctsec.com