

证券研究报告—动态报告

家用电器

白色家电

格力电器(000651)

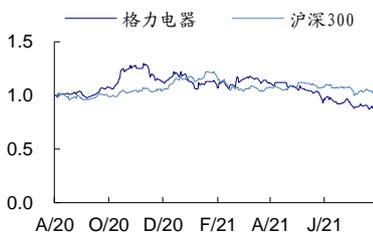
买入

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 24 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)	6,016/5,968
总市值/流通(百万元)	277,325/275,145
上证综指/深圳成指	3,427/14,254
12 个月最高/最低(元)	69.79/45.45

相关研究报告:

《格力电器-000651-事件快评: 员工持股计划落地, 稳增长强信心》——2021-06-22
 《格力电器-000651-事件快评: 三次大额回购创纪录, 空调龙头或迎第二春》——2021-05-31
 《格力电器-000651-2020 年年报点评&2021 年一季报点评: 高分红高股息, 余粮充盈待显现》——2021-05-04
 《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号: 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号: S0980520120004

联系人: 邹会阳

电话: 0755-81981518
 E-MAIL: zouhuiyang@guosen.com.cn

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

经营表现超预期, 余粮充裕动销积极

- **营收基本恢复, 盈利有所承压, 经营表现超预期**
 公司 2021H1 实现营收 910.52 亿/+31.01%, 同比 2019 年下滑 7.41%; 归母净利润为 94.57 亿/+48.64%, 同比 2019 年下滑 31.22%; 扣非归母净利润为 87.92 亿/+46.61%, 同比 2019 年下滑 34.36%。其中 Q2 实现营收 575.35 亿/+15.78%, 同比 2019 年增长 0.35%; 归母净利润为 60.14 亿/+25.18%, 同比 2019 年下滑 25.55%; 扣非归母净利润为 54.92 亿/+20.26%, 同比 2019 年下滑 33.67%。公司 Q2 单季度营收恢复至疫情前水平; 利润则在成本端扰动下有所承压, Q2 整体表现超出预期。
- **空调业务快速增长, 龙头市占率再次提升**
 疫情过后, 我国空调市场步入逐步复苏的进程当中, 产业在线数据显示, 2021Q1 空调内销量同比 2019 年下滑 18%, Q2 下滑 14%, 降幅逐渐缩窄。通过积极发力直播等线上渠道、宣布“十年包修政策”、创新升级功能等措施, 公司空调市占率同比 2020 年/2019 年提升 3.4pct/1.8pct 达到 33.9%, 市场份额居行业首位; 其中 Q2 市占率同比 2020 年/2019 年提升 5.9pct/4.6pct, 呈加速趋势。中央空调市占率同比 2019 年也提升近 1pct 至 16.2%, 继续领跑行业。2021H1 空调业务整体收入 671.9 亿元, 同比 2020 年/2019 年同期+62.6%/-15.3%。同时, 公司加大对经销商扶持力度, 线下动销积极。2021H1 末公司合同负债余额 97.6 亿, 同比 2020 年/2019 年增长 54.8%/ 215.4%; 客户贷款及垫资净增加额 30.8 亿, 而 2020 年/2019 年同期为-46.0 亿/5.9 亿; 公司经销商终端库存同比降低 27.2%, 6 月终端库存创新低。公司也逐步发力海外渠道, 加速海外电商团队搭建和各区域电商渠道拓展。
- **盈利受成本端扰动, 降费用屯成品静待盈利修复**
 原材料成本压力下, 叠加线上占比提升, 公司毛利率有所承压。同比 2019 年来看, 公司 Q2 毛利率下降 8.0pct 至 23.3%, 销售费用率下降 3.4pct 至 7.5%, 净利率下降 3.9pct 至 10.4%。但公司也在积极采取应对措施, 包括价格的调整、库存的增加。Q2 公司空调线上线下销售均价分别提升 16.9%和 11.9%, 存货余额同比增长 26.3%。
- **空调龙头韧性强劲, 长期配置价值显现, 维持“买入”评级**
 公司位居行业龙头多年, 业绩韧性十足, 低估值下长期配置价值显现。考虑到铜等原材料价格维持高位震荡, 结合激励考核目标, 略微下调盈利预测, 预计 21-23 年净利润分别为 245/277/311 亿元 (前值为 253/290/317 亿元), 对应 PE 为 11.1/9.8/8.7x, 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	24467	27721	31123
(+/-%)	-5.7%	-10.2%	10.3%	13.3%	12.3%
摊薄每股收益(元)	4.11	3.69	4.07	4.61	5.17
EBIT Margin	13.7%	13.3%	13.0%	13.1%	13.6%
净资产收益率(ROE)	22.4%	19.3%	19.2%	20.0%	21.1%
市盈率(PE)	11.0	12.2	11.1	9.8	8.7
EV/EBITDA	14.4	16.5	15.7	14.7	13.5
市净率(PB)	2.46	2.35	2.12	1.95	1.83

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

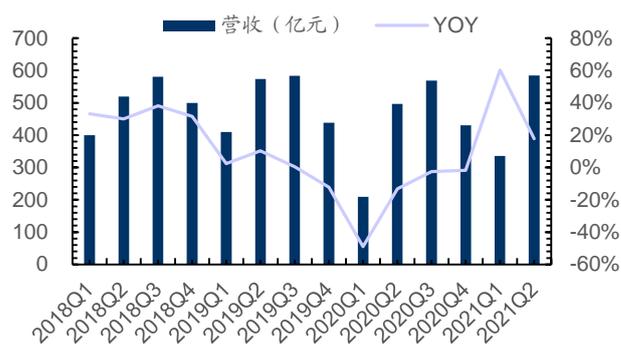
营收基本恢复, 盈利有所承压, 经营表现超预期。公司 2021H1 实现营收 910.52 亿/+31.01%, 同比 2019 年下滑 7.41%; 归母净利为 94.57 亿/+48.64%, 同比 2019 年下滑 31.22%; 扣非归母净利为 87.92 亿/+46.61%, 同比 2019 年下滑 34.36%。其中, Q2 实现营收 575.35 亿/+15.78%, 同比 2019 年增长 0.35%; 归母净利为 60.14 亿/+25.18%, 同比 2019 年下滑 25.55%; 扣非归母净利为 54.92 亿/+20.26%, 同比 2019 年下滑 33.67%。公司 Q2 单季度营收基本恢复至疫情前水平, 并创下 Q2 单季度收入新高; 利润表现则在成本端扰动下有所承压。整体而言, 公司 Q2 经营表现超出此前预期。

图 1: 公司营业收入及同比增速



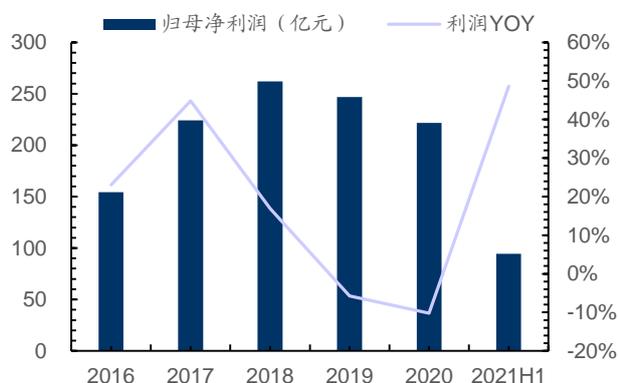
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及同比增速



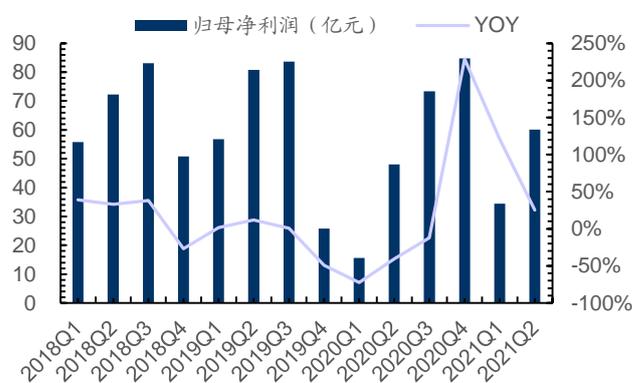
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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

空调业务实现快速增长, 龙头市占率再次提升。疫情过后, 我国空调市场步入逐步复苏的进程当中, 产业在线数据显示, 2021Q1 空调内销量同比 2019 年下滑 18.17%, 2021Q2 同比 2019 年下滑 13.72%, 降幅逐渐缩窄。通过积极发力直播等线上渠道、宣布“十年包修政策”、推出针对细分人群需求新品、创新升级空调功能等措施, 公司空调市占率再次提升, 市场份额居行业首位。根据产业在线数据, 2021H1 公司空调市占率达到 33.89%, 同比 2020 年/2019 年分别提升 3.42pct/1.79pct, 其中 Q2 市占率达到 34.95%, 同比 2020 年/2019 年分别提升 5.89pct/4.61pct; 2021H1 空调内销量同比 2020 年/2019 年 +24.55%/-10.85%, 其中 Q2 内销量同比 +4.97%/-5.64%。中央空调市占率同比 2019H1 也提升近 1pct 至 16.2%, 继续领跑行业。空调业务 2021H1 整体收入 671.94 亿元, 同比 2020 年/2019 年同期 +62.57%/-15.29%。

同时我们也注意到, 公司加大对经销商的扶持力度, 线下动销较为积极: 2021H1 末公司合同负债余额 97.58 亿, 同比 2020 年/2019 年增长 54.83%/215.38%;

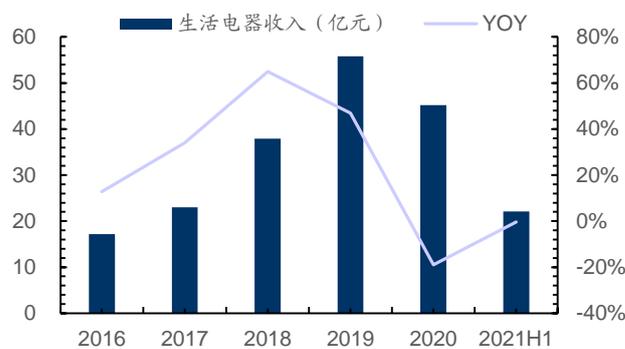
客户贷款及垫资净增加额 30.85 亿，而 2020 年/2019 年同期为-46.04 亿/5.90 亿；产业在线数据显示，公司经销商终端库存同比降低 27.18%，6 月终端库存创新低。海外渠道上，公司也在逐渐发力，加速海外电商团队搭建，与亚马逊、Shopee 等 B2C 平台及阿里巴巴国际站等 B2B 平台开展合作，开拓多个区域的电商渠道。

图 5：公司空调业务收入及同比增速



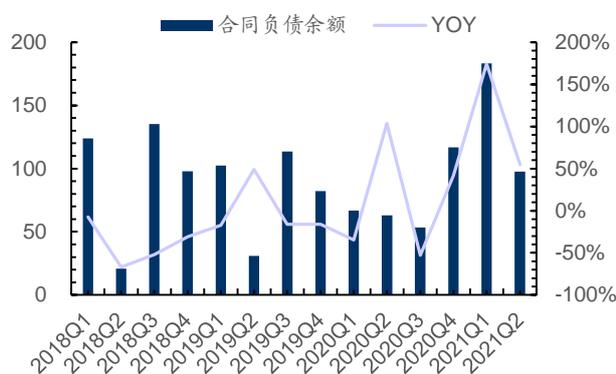
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司生活电器业务收入及同比增速



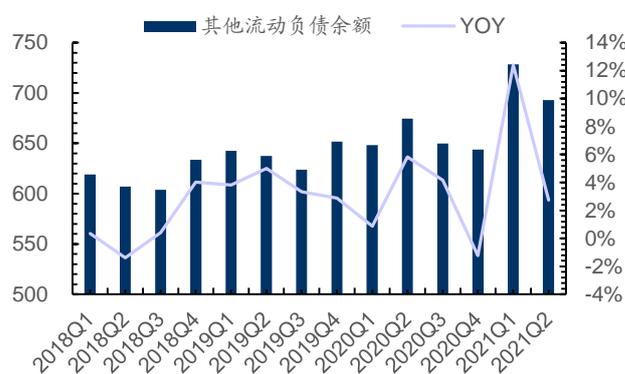
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

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

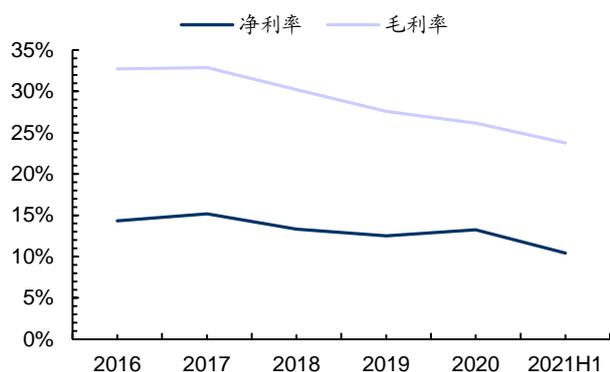
图 8：公司其他流动负债余额及同比增速



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

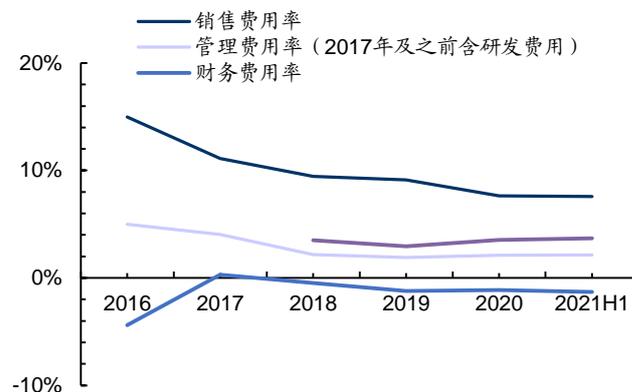
盈利受成本端扰动，降费用囤成品静待盈利修复。原材料成本压力下，叠加线上占比的提升，公司毛利率有所承压。同比 2019 年来看，公司 Q2 毛利率下降 7.99pct 至 23.34%，尽管销售费用率大幅下降 3.42pct 至 7.46%，但净利率依然下降 3.87pct 至 10.44%。同时，我们也看到公司采取了积极的措施应对成本端的压力，包括价格的调整、库存的增加。奥维云网数据显示，2021Q1 格力空调线上和线下的价格同比分别增长 16.9%和 11.9%，产品销售均价较为坚挺。存货方面，公司加大了产成品的库存，存货余额同比增长 26.31%，同比 2019 年增长 62.18%。

图 9: 公司毛/净利率情况



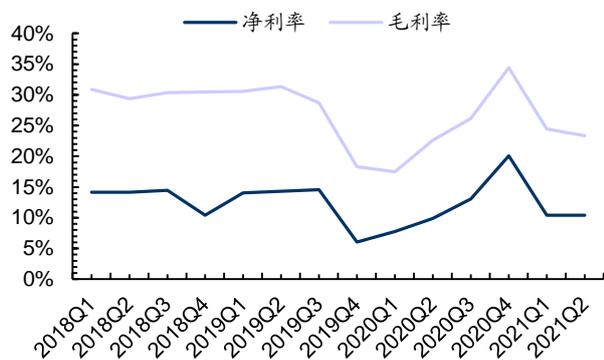
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司费用率情况



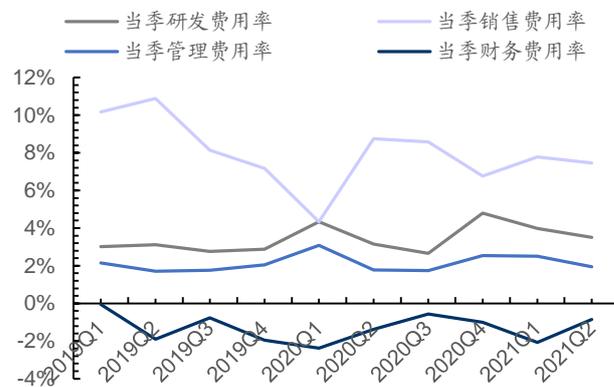
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司单季度毛/净利率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

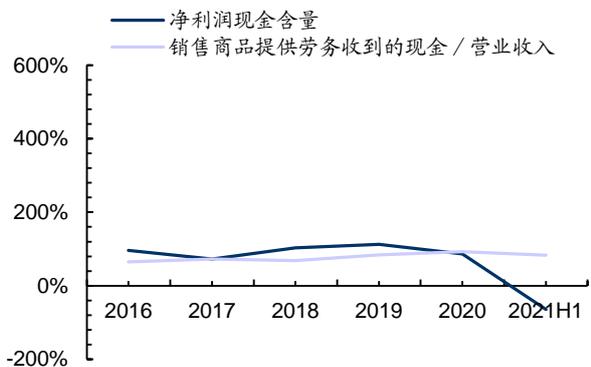
图 12: 公司单季度费用率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

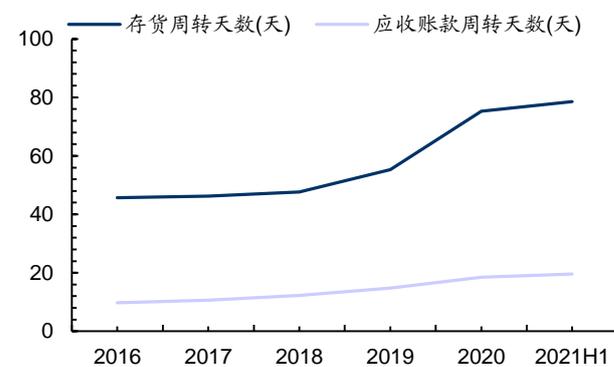
受大规模采购影响经营性现金流转负，库存拖累周转表现。2021H1 公司经营
活动现金流量净额为-60.71 亿，2020 年及 2019 年同期分别为 45.18 亿/164.56
亿，主要受到采购和客户贷款及垫款增加影响。营业收入的现金含量为
82.81%/+2.66pct。周转方面，公司存货周转天数达到 78.55 天/-3.52 天，应收
账款周转天数为 19.63 天/-5.05 天，应付账款周转天数为 86.39 天/-51.83 天，
周转表现受存货规模上升影响较大。

图 13: 公司经营现金流情况



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

员工持股计划落地，长期配置价值显现。公司此前推出覆盖 1.2 万员工、规模近 30 亿的员工持股计划，我们认为其对构建管理团队持股的长期激励与约束机制、保障企业长远发展有较大的助力。随着终端销售逐渐复苏及渠道改革日益推进，公司长期稳定发展仍值得期待。目前公司约 11 倍的估值已处于历史低位，我们认为未来空调行业仍有一定的弹性空间，公司作为空调行业内多年的龙头，业绩韧性与锚定行业发展的能力毋庸置疑。在当前低估值下，公司的长期配置价值显现。

投资建议：空调龙头韧性强劲，维持“买入”评级。公司位居行业龙头多年，业绩韧性十足，低估值下长期配置价值显现。考虑到铜等原材料价格维持高位震荡，结合激励考核目标，略微下调盈利预测，预计 21-23 年净利润分别为 245/277/311 亿元（前值为 253/290/317 亿元），对应 PE 为 11.1/9.8/8.7x，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
				20A	21E	22E	20A	21E	22E	
000333.SZ	美的集团	70.61	4,980	3.87	4.26	4.62	18	17	15	买入
600690.SH	海尔智家	26.18	2,301	0.98	1.38	1.65	27	19	16	买入
	平均						22	18	16	
000651.SZ	格力电器	44.99	2,706	3.69	4.07	4.61	12	11	10	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	156553	167961	184064	营业收入	170497	200948	224134	244753
应收款项	8886	12662	13509	14082	营业成本	124229	146591	161625	175113
存货净额	27880	26467	31057	35022	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	15071	18827	20804
流动资产合计	213633	237721	266640	289740	管理费用	9656	11689	12899	13941
固定资产	23007	24527	26395	28161	财务费用	(1938)	(1980)	(2334)	(2609)
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
资产总计	279218	307526	340073	366700	营业利润	26044	28949	32862	36804
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	61744	71229	75541	利润总额	26309	29045	32898	36936
其他流动负债	85143	92731	104946	116389	所得税费用	4030	4463	5047	5667
流动负债合计	158479	173914	194737	211366	少数股东损益	104	115	130	146
长期借款及应付债券	1861	1861	1861	1861	归属于母公司净利润	22175	24467	27721	31123
其他长期负债	1998	2580	3163	3780					
长期负债合计	3859	4441	5023	5641	现金流量表 (百万元)				
负债合计	162337	178355	199761	217007	净利润	22175	24467	27721	31123
少数股东权益	1690	1748	1800	1844	资产减值准备	(849)	66	26	24
股东权益	115190	127424	138512	147849	折旧摊销	3589	2370	2697	2941
负债和股东权益总计	279218	307526	340073	366700	公允价值变动损失	(474)	(536)	(787)	(599)
					财务费用	(1938)	(1980)	(2334)	(2609)
					营运资本变动	1213	13695	5008	9653
					其它	886	(9)	26	20
					经营活动现金流	26540	40053	34690	43162
					资本开支	(4460)	(3200)	(3569)	(3898)
					其它投资现金流	1030	(679)	(210)	(252)
					投资活动现金流	(4485)	(6814)	(5774)	(6145)
					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)	(12233)	(16633)	(21786)
					其它融资现金流	13787	(866)	(876)	873
					融资活动现金流	(11042)	(13099)	(17509)	(20914)
					现金净变动	11012	20140	11407	16104
					货币资金的期初余额	125401	136413	156553	167961
					货币资金的期末余额	136413	156553	167961	184064
					企业自由现金流	19484	35030	28908	36832
					权益自由现金流	35085	35840	30008	39914

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。

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