

证券研究报告—动态报告

家用电器

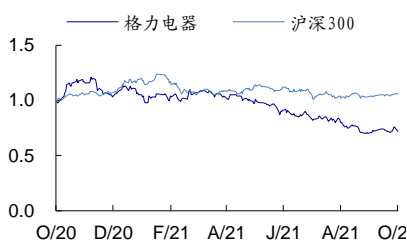
白色家电

格力电器(000651)
买入

2021年三季报点评

(维持评级)

2021年10月27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)	234,493/232,721
上证综指/深圳成指	3,598/14,553
12个月最高/最低(元)	69.79/37.44

相关研究报告:

《格力电器-000651-2021年半年报点评:经营表现超预期, 余粮充裕产销积极》——2021-08-26

《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
营收增长承压, 盈利能力稳健
● Q3 营收有所下滑, 盈利能力保持稳定

格力电器 2021Q1-Q3 实现营收 1395.49 亿/+9.48%, 归母净利润 156.45 亿/+14.21%, 扣非归母净利润 147.62 亿/+17.33%。其中单三季度实现营收 475.38 亿/-16.40%, 同比 2019Q3 下滑 18.51%; 归母净利润 61.88 亿/-15.66%, 同比 2019Q3 下滑 26.05%; 扣非归母净利润 59.71 亿/-9.34%, 同比 2019Q3 下滑 26.94%。受到疫情反复和终端需求疲软的影响, 公司 Q3 营收有所下滑, 但盈利能力维持稳定。

● 积极发力线上, 合同负债规模大幅增长

行业整体表现不景气之下, 公司大力发力线上市场, 线下渠道改革稳步推进, 合同负债规模依然有积极反馈。产业在线数据显示, Q3 空调行业整体内销同比增长 0.63%, 外销增长 4.62%。终端销售方面, 奥维数据显示, Q3 空调线下销售额依然有 4% 的下滑, 线上增长 13%。预计空调销售疲软主要受到价格上涨、疫情反复和突发灾害等影响。在此背景下, 公司通过积极发力线上, 市占率有所回升。根据奥维数据, Q3 公司空调市占率同比提升超 4pct, 在线上增长 41%。线下方面, 公司前期对于渠道的调整暂告一段落, 第二阶段关于渠道信息化和供应链及工厂的调整正在稳步展开。我们注意到, 公司 Q3 末合同负债余额为 117.61 亿, 同比/环比分别增长 119.84%/20.53%, 终端动销依然较为积极。考虑到渠道调整后库存降低, 公司后续增长动力充足。

● 毛利率略降, 净利率稳健

在原材料成本压力下, 公司通过调整产品结构、囤货等方式积极应对, Q3 毛利率同比下滑 1.24pct 至 24.90%, 存货同比/环比增长 21.23%/91.95% 至 396.75 亿。费用方面, 公司 Q3 销售费用率大幅下滑 2.65pct 至 5.94%, 管理/研发/财务费用率分别+0.33/+0.26/-0.66pct 至 2.07%/2.91%/-1.23%, 费用率维持在较低水平。Q3 净利率同比小幅增长 0.10pct 至 13.17%, 盈利能力实现逆势上扬, 龙头韧性十足。

● 投资建议: 维持“买入”评级

考虑到终端需求复苏进度和原材料价格的影响, 略下调盈利预测, 预计 21-23 年净利润分别为 243/268/297 亿 (前值为 245/277/311 亿), 对应 PE 为 9.7/8.7/7.9x, 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	185,329	206,385	225,361
(+/-%)	0.2%	-15.0%	8.7%	11.4%	9.2%
净利润(百万元)	24697	22175	24299	26820	29676
(+/-%)	-5.7%	-10.2%	9.6%	10.4%	10.7%
摊薄每股收益(元)	4.11	3.69	4.04	4.46	4.93
EBIT Margin	13.7%	13.3%	14.7%	14.5%	14.5%
净资产收益率(ROE)	22.4%	19.3%	19.1%	19.4%	20.1%
市盈率(PE)	9.5	10.6	9.7	8.7	7.9
EV/EBITDA	13.2	15.2	13.6	13.0	12.3
市净率(PB)	2.13	2.04	1.84	1.69	1.59

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

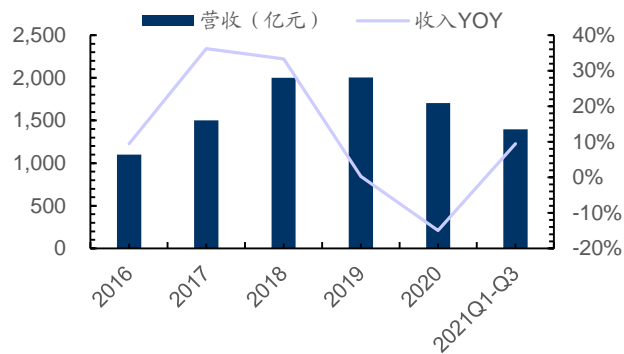
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

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	
600690.SH	海尔智家	26.55	2,339	0.98	1.43	1.66	27	19	16	买入
000333.SZ	美的集团	70.02	4,888	3.87	4.26	4.62	18	16	15	买入
	平均						23	17	16	
000651.SZ	格力电器	38.98	2,345	3.69	4.04	4.46	11	10	9	买入

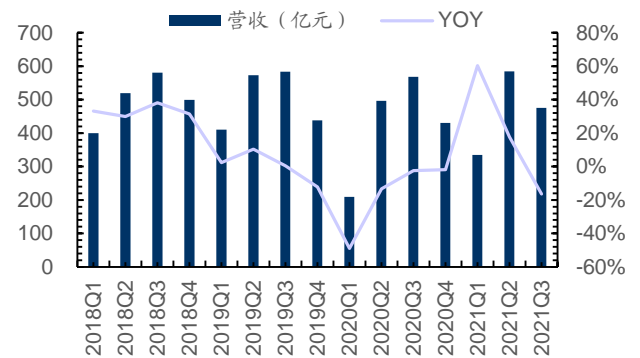
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测

图 1：公司营收及增速



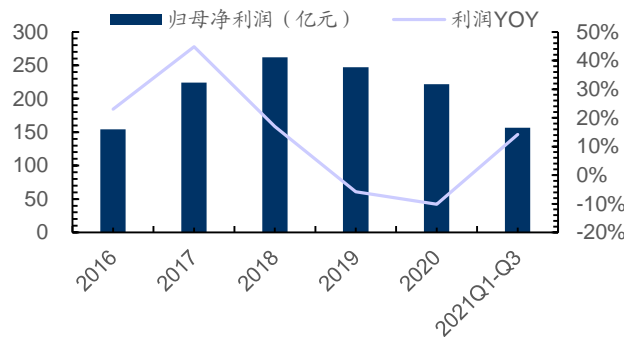
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营收及增速



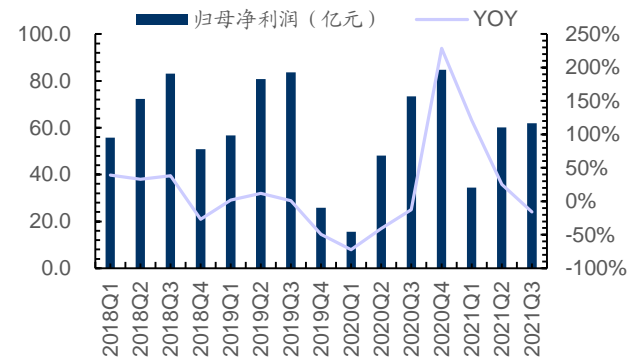
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速



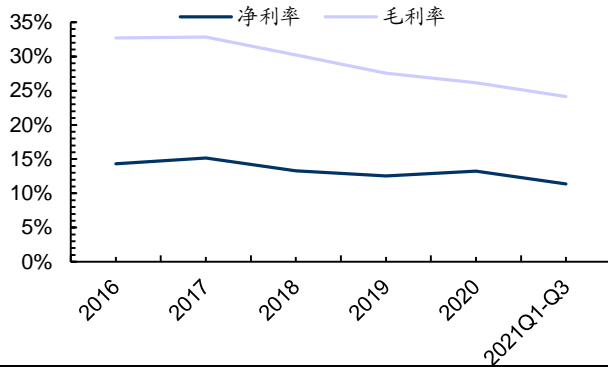
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及增速



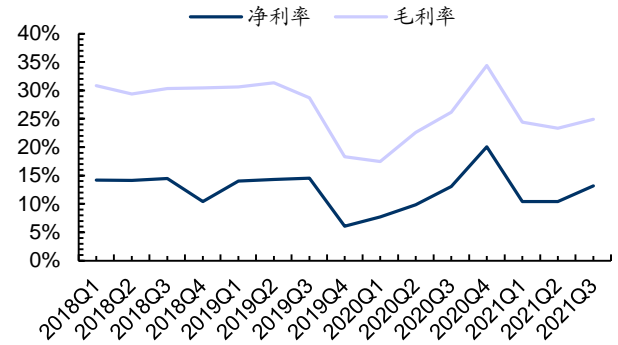
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 5：公司毛利率及净利率



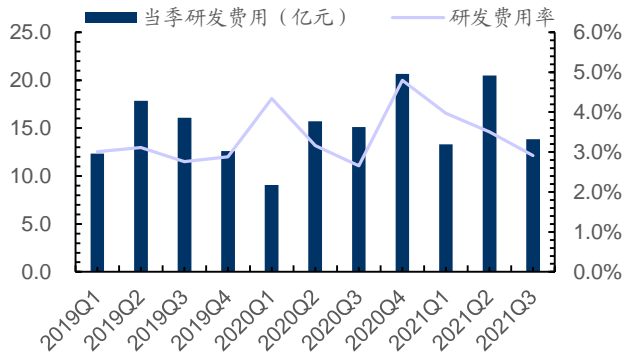
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率及净利率



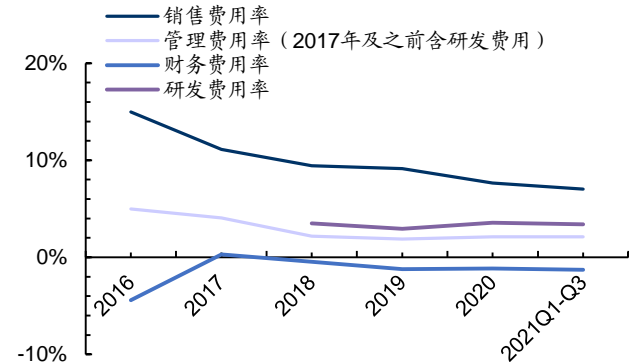
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 7：公司研发费用情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 8：公司期间费用情况



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	136413	156553	167961	184064
应收款项	8886	11678	12440	12966
存货净额	27880	24174	28437	32215
其他流动资产	40084	37803	48667	50698
流动资产合计	213633	231878	259516	282038
固定资产	23007	23470	23782	24364
无形资产及其他	5878	5643	5408	5173
投资性房地产	28580	28580	28580	28580
长期股权投资	8120	11054	13049	15045
资产总计	279218	301683	332945	358986
短期借款及交易性金融负债	20304	19439	18562	19435
应付款项	53032	56395	65220	69486
其他流动负债	85143	83728	94942	105820
流动负债合计	158479	162820	182316	197642
长期借款及应付债券	1861	1861	1861	1861
其他长期负债	1998	2580	3163	3780
长期负债合计	3859	4441	5023	5641
负债合计	162337	167261	187340	203283
少数股东权益	1690	1748	1800	1844
股东权益	115190	127424	138512	147849
负债和股东权益总计	279218	296432	327652	352976

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	3.69	4.04	4.46	4.93
每股红利	2.37	2.02	2.67	3.45
每股净资产	19.15	21.18	23.02	24.58
ROIC	15%	19%	23%	27%
ROE	19%	19%	19%	20%
毛利率	27%	28%	28%	28%
EBIT Margin	13%	15%	14%	15%
EBITDA Margin	15%	16%	16%	16%
收入增长	-15%	9%	11%	9%
净利润增长率	-10%	10%	10%	11%
资产负债率	59%	57%	58%	58%
息率	6.1%	5.2%	6.9%	8.9%
P/E	10.6	9.7	8.7	7.9
P/B	2.0	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	15.2	13.6	13.0	12.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	170497	185329	206385	225361
营业成本	124229	134065	148189	161290
营业税金及附加	965	1297	1400	1529
销售费用	13043	12232	15066	16902
管理费用	9656	10428	11896	12855
财务费用	(1938)	(1980)	(2334)	(2609)
投资收益	713	243	478	361
资产减值及公允价值变动	474	(536)	(787)	(599)
其他收入	315	(58)	(67)	(70)
营业利润	26044	28750	31792	35086
营业外净收支	265	97	37	133
利润总额	26309	28847	31829	35219
所得税费用	4030	4433	4883	5403
少数股东损益	104	114	126	139
归属于母公司净利润	22175	24299	26820	29676

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	22175	24299	26820	29676
资产减值准备	(849)	51	4	7
折旧摊销	3589	2370	2696	2938
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	5791	4736	9435
其它	886	6905	(252)	507
经营活动现金流	26540	40053	34690	43162
资本开支	(4460)	(3200)	(3564)	(3891)
其它投资现金流	1030	371	(400)	(80)
投资活动现金流	(4485)	(5764)	(5959)	(5966)
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	28072	29124	36237
权益自由现金流	35085	35840	30008	39914

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