

格力电器 (000651)

证券研究报告

2021年10月29日

长风破浪会有时

事件: 公司 2021Q3 实现营收 475.38 亿元, 同比-16.40%; 归母净利润 61.88 亿元, 同比-15.66%; 扣非归母净利润 59.71 亿元, 同比-9.34%。累计来看 2021Q1-Q3, 公司实现营收 1395.49 亿元, 同比+9.48%; 归母净利润 156.45 亿元, 同比+14.21%; 扣非归母净利润 147.62 亿元, 同比+17.33%。单三季度公司收入和业绩均低于市场预期。

渠道变革的大背景下, 公司营收变动更加贴近终端。从收入端来看, 公司 Q1/Q2/Q3 收入增速分别约为 60%/18%/-16%, 较 19 年对应同期增速分别为 -18%/+2%/-19%, 与产业在线内销出货数据有一定背离(据产业在线数据, 21Q1-Q3 格力空调内/外销量分别同比+15.3%/+4.4%, 对应销量份额 34.0%/18.7%, 分别同比+2.4/-1.4 pcts)。我们认为, 公司收入在 Q2 恢复增长后于 Q3 再度走弱, 一方面反馈的是公司在 20 年实施渠道变革之后, 减少渠道压货, 营收波动更加贴近终端; 另一方面, 今年以来受原材料涨价影响, 空调企业纷纷提价转嫁成本, 这可能使得经销商在进货时对高价库存采取比较谨慎的备货态度。从合同负债角度来看, 今年单三季度同比+119.8%, 环比+20.5%, 同环比提升幅度均较为显著, 我们认为, 该变化也印证了渠道变革之后, 公司相对经销商仍维持的一定的占款能力, 但出货则随零售波动。

从盈利能力看, 2021Q3 公司销售毛利率为 24.90%, 同比-1.24pct; 销售净利率为 13.17%, 同比+0.11pct。2021Q1-Q3 公司销售毛利率为 24.13%, 同比+0.76pct; 销售净利率为 11.36%, 同比+0.40pct, 公司前三季度盈利能力同有所提升。

费用方面, 公司 2021Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 5.9%/2.1%/2.9%/-1.2%, 分别同比-2.6/+0.3/+0.3/-0.7pct; 2021Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 7.0%/2.1%/3.4%/-1.3%, 分别同比-0.9/+0.2/+0.3/-0.1pct。

从资产负债表看, 21Q3 公司存货 396.8 亿元, 占比资产 13.9%, 同比+91.9%。结合上升的合同负债, 我们预计, 公司存货大幅提升同样与公司目前的渠道调整有关, 公司仍在利用渠道占款提前生产备货。同时, 从 21Q3 环比 21Q2 来看, 公司主营规模环比缩减 18.6% (目前尚未知空调业务的单独拆分, 按同主营环比变化同步推测), 其他流动负债 (包含销售返利项) 环比缩减 5.7%, 我们认为公司并没过多使用蓄水池对当期业绩进行调节。

投资建议: 我们预计, 公司目前仍在继续深化 20 年开启的渠道变革之路, 未来可能寻求进一步缩减体外销售环节, 通过降低渠道加价率提升终端产品价格竞争力。我们预计公司 21-23 年收入规模 1895、2095、2294 亿元, 增速为 11.13%、10.60%、9.45%, 净利润 234、262、290 亿元 (21-23 年前值为 241、263、288 亿元), 增速为 5.6%、11.9%、10.7%, 对应 21/22/23 年 PE 分别为 9.38x/8.38x/7.57x, 维持“买入”评级。业绩预测下调主要因我们看到公司仍处于变革期, 主营业务仍存较大波动可能。

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	36.5 元
目标价格	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)	219,574.18
流通 A 股市值(百万元)	217,847.84
每股净资产(元)	15.34
资产负债率(%)	67.13
一年内最高/最低(元)	69.79/35.91

作者

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

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

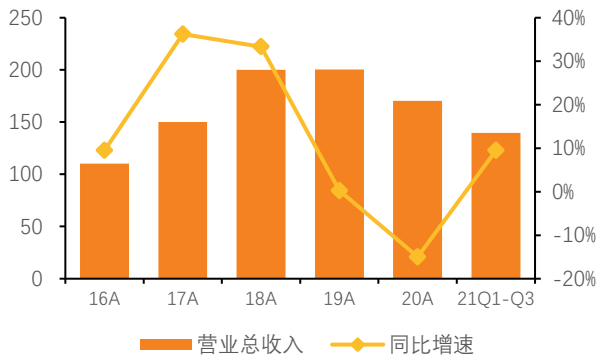
- 《格力电器-半年报点评:Q2 收入超预期, 渠道改革带动内销强劲恢复》2021-08-24
- 《格力电器-公司点评:深度点评: 渠道改革, 再启征程》2021-06-24
- 《格力电器-季报点评:单季度收入环比改善, 线上线下加速融合》2020-11-02

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	189,465.82	209,547.43	229,353.88
增长率(%)	0.24	(14.97)	11.13	10.60	9.45
EBITDA(百万元)	37,397.94	33,624.90	25,540.72	29,173.18	32,690.87
净利润(百万元)	24,696.64	22,175.11	23,410.38	26,189.03	28,992.22
增长率(%)	(5.75)	(10.21)	5.57	11.87	10.70
EPS(元/股)	4.11	3.69	3.89	4.35	4.82
市盈率(P/E)	8.89	9.90	9.38	8.38	7.57
市净率(P/B)	1.99	1.91	1.80	1.67	1.59
市销率(P/S)	1.10	1.29	1.16	1.05	0.96
EV/EBITDA	6.69	6.88	3.00	2.10	0.78

事件

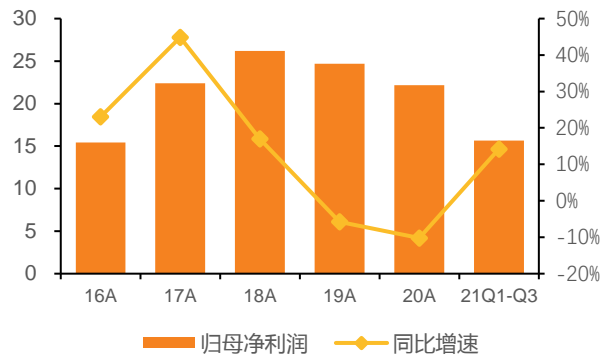
公司 2021Q3 实现营收 475.38 亿元，同比-16.40%；归母净利润 61.88 亿元，同比-15.66%；扣非归母净利润 59.71 亿元，同比-9.34%。累计来看 2021Q1-Q3，公司实现营收 1395.49 亿元，同比+9.48%；归母净利润 156.45 亿元，同比+14.21%；扣非归母净利润 147.62 亿元，同比+17.33%。单三季度公司收入和业绩均低于市场预期。

图 1：2016 至 2021Q1-Q3 公司营业收入情况（十亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2016 至 2021Q1-Q3 公司归母净利润情况（十亿元）

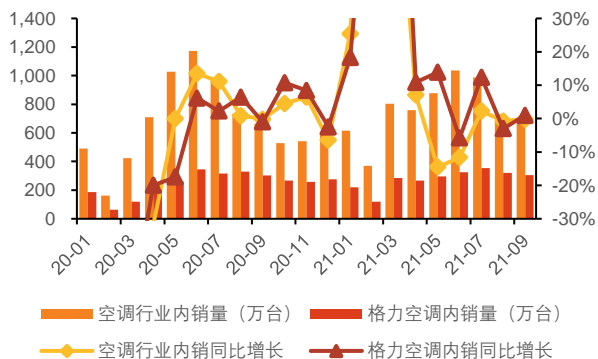


资料来源：wind，天风证券研究所

点评

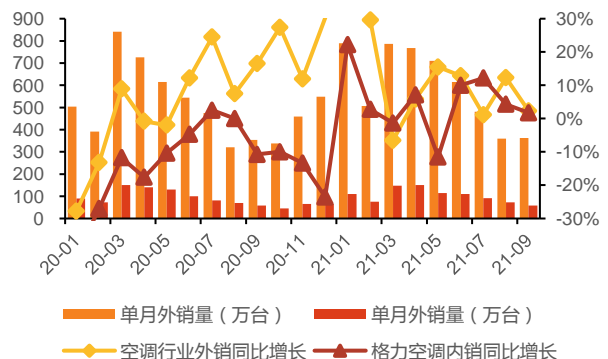
渠道变革的大背景下，公司营收变动更加贴近终端。从收入端来看，公司 Q1/Q2/Q3 收入增速分别约为 60%/18%/-16%，较 19 年对应同期增速分别为 -18%/+2%/-19%，与产业在线内销出货数据有一定背离（据产业在线数据，21Q1-Q3 格力空调内/外销量分别同比 +15.3%/+4.4%，对应销量份额 34.0%/18.7%，分别同比 +2.4/-1.4 pcts）。我们认为，公司收入在 Q2 恢复增长后于 Q3 再度走弱，一方面反馈的是公司在 20 年实施渠道变革之后，减少渠道压货，营收波动更加贴近终端；另一方面，今年以来受原材料涨价影响，空调企业纷纷提价转嫁成本，这可能使得经销商在进货时对高价库存采取比较谨慎的备货态度。从合同负债角度来看，今年单三季度同比 +119.8%，环比 +20.5%，同环比提升幅度均较为显著，我们认为，该变化也印证了渠道变革之后，公司相对经销商仍维持的一定的占款能力，但出货则随零售波动。

图 3：2020 年 1 月-2021 年 9 月格力及空调行业内销情况



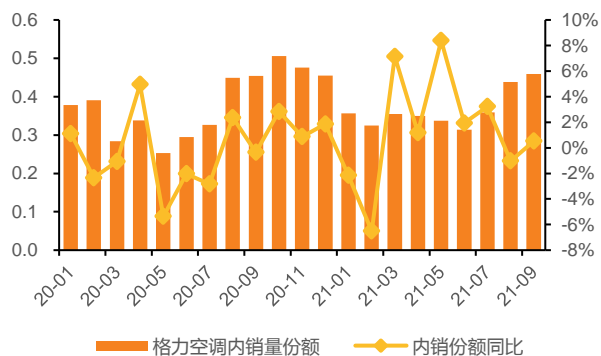
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 4：2020 年 1 月-2021 年 9 月格力及空调行业外销情况



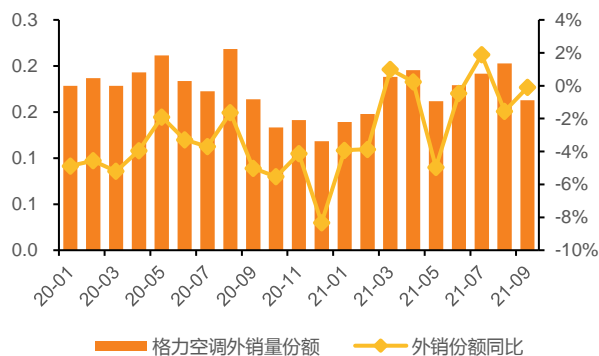
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 5：2020 年 1 月-2021 年 9 月格力内销量份额及变动情况



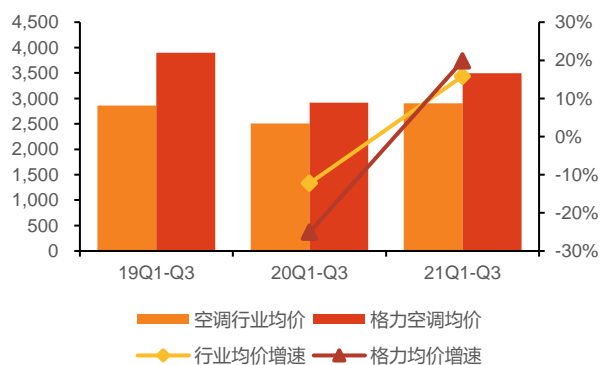
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 6：2020 年 1 月-2021 年 9 月格力外销量份额及变动情况



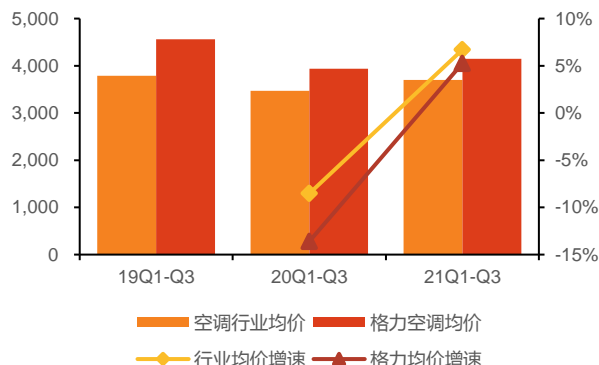
资料来源：产业在线，天风证券研究所

图 7：19 至 21 年前三季度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 8：19 至 21 年前三季度格力空调线下均价及其变动

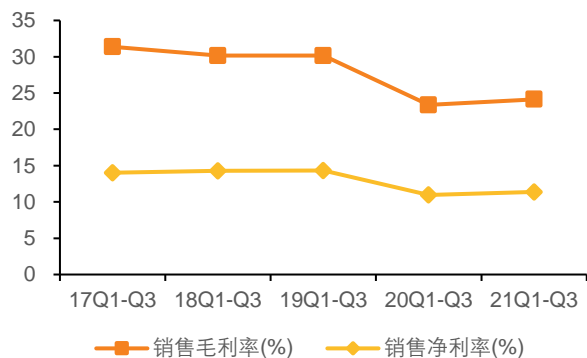


资料来源：奥维云网，天风证券研究所

从盈利能力看，2021Q3 公司销售毛利率为 24.90%，同比-1.24pct；销售净利率为 13.17%，同比+0.11pct。2021Q1-Q3 公司销售毛利率为 24.13%，同比+0.76pct；销售净利率为 11.36%，同比+0.40pct，公司前三季度盈利能力同比有所提升。

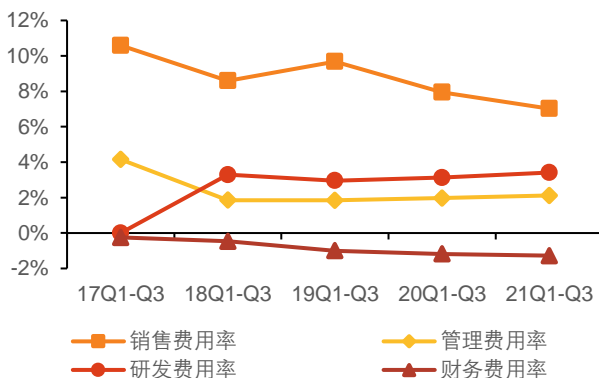
费用方面，公司 2021Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 5.9%/2.1%/2.9%/-1.2%，分别同比-2.6/+0.3/+0.3/-0.7pct；2021Q1-Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 7.0%/2.1%/3.4%/-1.3%，分别同比-0.9/+0.2/+0.3/-0.1pct。

图 9：17 至 21 年前三季度公司销售毛利率&销售净利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：17 至 21 年前三季度公司四费率情况



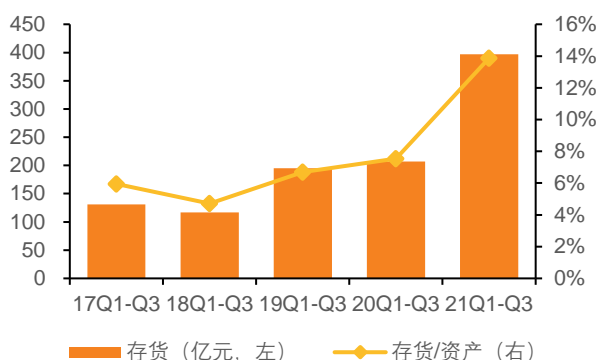
资料来源：wind，天风证券研究所

从资产负债表看，21Q3 公司存货 396.8 亿元，占比资产 13.9%，同比+91.9%。结合上升的合同负债，我们预计，公司存货大幅提升同样与公司目前的渠道调整有关，公司仍在利用渠道占款提前生产备货。同时，从 21Q3 环比 21Q2 来看，公司主营规模环比缩减 18.6%（目前尚未知空调业务的单独拆分，按同主营环比变化同步推测），其他流动负债（包含销售返利项）环比缩减 5.7%，我们认为公司并没过多使用蓄水池对当期业绩进行调节。

从现金流量表看，公司 2021Q3 经营活动产生的现金流量净额为 125.33 亿元，同比+66.0%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；投资活动产生的现金流量净额为 166.77 亿元，同比+217.2%。

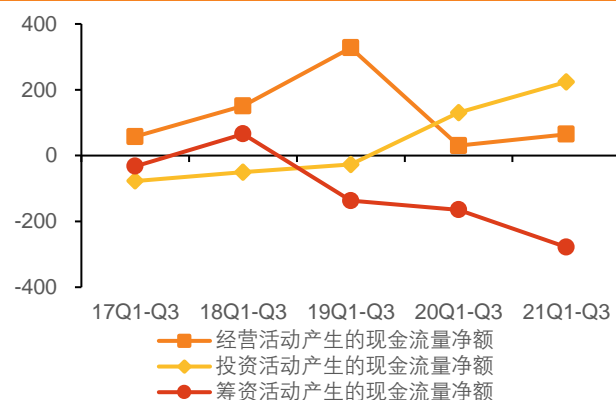
从运营情况看，公司 2021Q1-Q3 存货、应收账款和应付账款的周转天数分别为 87.02、18.52 和 81.59 天，较 20 年末分别+11.73/+0.06/-24.56 天。

图 11：17 至 21 年前三季度公司销售存货情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：17 至 21 年前三季度公司现金流量情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

投资建议

我们预计，公司目前仍在继续深化 20 年开启的渠道变革之路，未来可能寻求进一步缩减体外销售环节，降低渠道加价率，提升终端产品价格竞争力。我们预计公司 21-23 年收入规模 1895、2095、2294 亿元，增速为 11.13%、10.60%、9.45%，净利润 234、262、290 亿元（21-23 年前值为 241、263、288 亿元），增速为 5.6%、11.9%、10.7%，对应 21/22/23 年 PE 为别为 9.38x/ 8.38x/7.57x，维持“买入”评级。业绩预测下调主要因我们看到公司仍处于变革期，主营业务仍存较大波动可能。

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	125,236.86	138,636.47	176,172.62
应收票据及应收账款	8,513.33	8,738.23	43,891.16	16,493.37	19,611.28
预付账款	2,395.61	3,129.20	2,352.65	3,433.62	3,206.32
存货	24,084.85	27,879.51	17,824.91	34,914.20	19,393.34
其他	52,524.13	37,472.91	38,298.01	42,882.12	39,264.59
流动资产合计	212,918.64	213,632.99	227,603.59	236,359.79	257,648.16
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	292,849.30	303,019.64	321,840.62
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	60,534.82	69,337.45	74,236.29
其他	86,682.10	85,142.60	97,299.48	88,859.10	95,381.79
流动负债合计	169,568.30	158,478.72	167,834.30	168,196.55	179,618.08
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	169,214.51	169,759.06	181,264.99
少数股东权益	1,894.08	1,690.28	1,767.83	1,911.25	2,069.14
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	115,851.24	125,333.59	132,490.76
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	123,634.80	133,260.58	140,575.63
负债和股东权益总计	282,972.16	279,217.92	292,849.30	303,019.64	321,840.62

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	24,827.24	22,279.24	23,410.38	26,189.03	28,992.22
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)	(2,738.33)	(2,367.49)	(2,347.78)
投资损失	226.63	(713.01)	(524.75)	(524.75)	(524.75)
营运资金变动	(26,025.97)	12,992.72	(1,467.82)	3,020.45	27,650.28
其它	29,768.25	(15,791.90)	(123.10)	220.42	184.80
经营活动现金流	27,893.71	19,238.64	19,838.23	27,881.48	55,346.11
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)	(6,354.37)	(583.80)	1,044.07
投资活动现金流	(11,275.05)	97.73	(4,850.04)	(140.26)	1,680.91
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)	27.68	2,368.20	2,348.48
其他	(44,611.93)	(41,204.49)	(46,192.15)	(26,709.82)	(31,839.34)
筹资活动现金流	(19,221.98)	(21,111.50)	(36,164.48)	(14,341.62)	(19,490.86)
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)	(21,176.29)	13,399.61	37,536.15

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	189,465.82	209,547.43	229,353.88
营业成本	143,499.37	124,229.03	138,468.80	149,875.56	162,386.77
营业税金及附加	1,542.98	964.60	1,450.83	1,604.62	1,756.29
营业费用	18,309.81	13,043.24	14,494.13	17,287.90	19,610.01
管理费用	3,795.65	3,603.78	4,478.31	6,210.33	6,797.33
研发费用	5,891.22	6,052.56	6,839.61	7,543.71	8,256.74
财务费用	(2,426.64)	(1,937.50)	(2,738.33)	(2,367.49)	(2,347.78)
资产减值损失	(842.89)	(466.27)	(204.73)	(204.73)	(204.73)
公允价值变动收益	228.26	200.15	(204.73)	74.56	23.33
投资净收益	(226.63)	713.01	524.75	524.75	524.75
其他	1,132.10	(1,948.71)	(556.91)	(1,198.62)	(1,096.15)
营业利润	29,605.11	26,043.52	26,914.09	30,196.85	33,647.31
营业外收入	345.71	287.16	246.92	246.92	246.92
营业外支出	598.11	21.74	33.96	33.96	33.96
利润总额	29,352.71	26,308.94	27,127.04	30,409.80	33,860.27
所得税	4,525.46	4,029.70	3,635.02	4,074.91	4,706.58
净利润	24,827.24	22,279.24	23,492.02	26,334.89	29,153.69
少数股东损益	130.60	104.13	81.63	145.86	161.47
归属于母公司净利润	24,696.64	22,175.11	23,410.38	26,189.03	28,992.22
每股收益(元)	4.11	3.69	3.89	4.35	4.82

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	0.24%	-14.97%	11.13%	10.60%	9.45%
营业利润	-4.49%	-12.03%	3.34%	12.20%	11.43%
归属于母公司净利润	-5.75%	-10.21%	5.57%	11.87%	10.70%
获利能力					
毛利率	28.43%	27.14%	26.92%	28.48%	29.20%
净利率	12.32%	13.01%	12.36%	12.50%	12.64%
ROE	22.42%	19.25%	19.21%	19.94%	20.93%
ROIC	-98.77%	-59.83%	-80.16%	-114.68%	-99.65%
偿债能力					
资产负债率	60.40%	58.14%	57.78%	56.02%	56.32%
净负债率	-97.65%	-97.75%	-93.21%	-96.53%	-118.21%
流动比率	1.26	1.35	1.36	1.41	1.44
速动比率	1.12	1.17	1.25	1.20	1.33
营运能力					
应收账款周转率	7.69	19.77	7.20	6.94	12.70
存货周转率	9.09	6.56	8.29	7.95	8.45
总资产周转率	0.75	0.61	0.66	0.70	0.73
每股指标(元)					
每股收益	4.11	3.69	3.89	4.35	4.82
每股经营现金流	4.64	3.20	3.30	4.63	9.20
每股净资产	18.31	19.15	20.26	21.83	23.02
估值比率					
市盈率	8.89	9.90	9.38	8.38	7.57
市净率	1.99	1.91	1.80	1.67	1.59
EV/EBITDA	6.69	6.88	3.00	2.10	0.78
EV/EBIT	7.32	7.70	3.16	2.20	0.81

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	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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