

罗岸阳 家电行业首席分析师  
 执业编号：S1500520070002  
 联系电话：13656717902  
 邮箱：luoanyang@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

## Q1 业绩增速大幅改善，期待 B 端业务放量

2022 年 05 月 05 日

- **事件：**21 年公司实现营业收入 1878.69 亿元，同比+11.69%，实现归母净利润 230.64 亿元，同比+4.01%。Q1 公司实现营业收入 352.60 亿元，同比+6.24%，实现归母净利润 40.03 亿元，同比+16.28%。
- **Q1 营收稳健增长，高股息突显配置价值。**22Q1 公司营业收入较 Q4 (+17.55%) 增速略有放缓。内销方面，2021 年格力以 37.4% 的份额蝉联第一。1~2 月份格力电器受国内家电需求较弱影响，出货量同比-13.2%，市占率 31.3%，较 21Q1 小幅下滑 3.64pct，Q1 格力零售端线上线下空调均价分别同比+181/496 元，均价的调整一定程度上减少了需求下滑对公司带来的影响，同时可有效缓解成本端压力。外销方面，前两个月出口出货量同比+18.4%，市占率为 16.13%，同比+0.14pct。2021 年全年分地区来看，公司内外销收入分别同比+10.78/+12.56%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 20 元（含税），共计 110.73 亿元，按 5 月 5 日收盘价计算，股息率为 5.84%。
- **产业布局渐趋完善，新能源、工业制造板块实现高增。**收入分产品来看：空调/生活电器/工业制品/智能装备/绿色能源分别实现营业收入 1317.12/48.82/31.95/8.58/29.07 亿元，分别同比 +13.96/+7.96/+38.60/+42.77/+63.13%。公司作为国内空调传统龙头企业，近几年来开始从“传统制造”向“智能制造”转型升级，从家用电器领域向工业升级转型。21 年公司工业制品/智能装备/绿色能源板块均实现高增，绿色能源业务增速超过 60%。2021 年 10 月底，公司完成格力钛收购，11-12 月格力钛实现营业收入 6.94 亿元，我们认为未来随着产业整合和业务放量，格力钛在新能源汽车、锂电池、储能业务板块将为格力提供更多营收和业绩增量。22 年 4 月份，公司受让盾安环境 29.48% 股份完成过户，成为盾安环境控股股东，进一步完善公司上游产业链布局。同时借助盾安在新能源汽车零部件、中央空调等板块的产品优势，公司有望进一步扩大产品和技术优势，实现协同发展。
- **业绩增速加快，毛销差有所改善。**22Q1 归母净利润同比+16.28%，环比 Q4 (-12.48%) 大幅改善，从毛利水平来看，22Q1 毛利率 23.65%，同比-0.77pct，较 21Q4 (-9.71pct) 降幅有所收窄。从毛销差角度来看，22Q1 毛销差为 18.11%，较 21Q1 同比+1.55pct，有所改善。22Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.54/3.51/3.75/-1.61%，分别同比 -1.34/+0.93/-1.13/-0.59pct。22Q1 公司实现销售净利润率 10.16%，同比-0.24pct。
- **账面现金充沛，经营性现金流净额大幅增长。**
  - 1) Q1 公司货币资金+交易性金融资产合计 1290.32 亿元，较期初 +10.34%，主要由公司营业收入增长所致；Q1 期末应收账款合计 148.17 亿元，较期初+7.05%；Q1 期末存货合计 422.69 亿元，较期初基本持平，为应对原材料成本上涨，公司依旧保持高位；2021 年期末其他流动负债中销售返利合计 526.69 亿元，同比-5.62%，22Q1 期末其他流

动负债较期初-8.37%，从21年起逐季下降或因返利计提比例降低所致；22Q1期末递延所得税资产较期初+2.41%，较21Q1同比+16.55%，体现良好的报表质量和增长潜力。

2)从周转情况来看，22Q1公司存货/应收账款/应付账款周转天数较21年分别+52.8/+15.0/+24.9天，周转效率明显下降。

3)22Q1经营活动产生的现金流量净额为33.94亿元，去年同期为-42.65亿元，主要系是销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金增加所致。

- **盈利预测：**我们看好格力作为国内家电制造龙头在制造、渠道、管理、研发方面的固有优势，公司积极进行工业化转型，向新能源、智能装备等领域多元化布局，支撑公司长期发挥。我们预计2022-2024年公司实现营业收入2067.09/2287.61/2457.04亿元，同比+9.0%/+10.7%/+7.4%，实现归母净利润257.91/291.71/324.13亿元，同比+11.8%/13.1%/11.1%。
- **风险因素：**国内外疫情反复、TOB业务开拓不及预期原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧，新品开拓不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	170,497	189,654	206,709	228,761	245,704
增长率 YoY %	-15.0%	11.2%	9.0%	10.7%	7.4%
归属母公司净利润 (百万元)	22,175	23,064	25,791	29,171	32,413
增长率 YoY%	-10.2%	4.0%	11.8%	13.1%	11.1%
毛利率%	27.0%	24.7%	25.1%	25.4%	25.5%
净资产收益率ROE%	19.3%	22.3%	19.9%	18.4%	17.0%
EPS(摊薄)(元)	3.71	4.04	4.36	4.93	5.48
市盈率 P/E(倍)	16.70	9.17	7.85	6.94	6.24
市净率 P/B(倍)	3.23	2.11	1.56	1.28	1.06

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年5月5日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	213,633	225,850	241,887	278,501	312,637	
货币资金	136,413	116,939	132,325	157,064	184,785	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	8,738	13,841	13,588	15,590	16,547	
预付账款	3,129	4,592	4,618	5,224	5,551	
存货	27,880	42,766	42,485	48,266	51,215	
其他	37,473	47,712	48,871	52,357	54,539	
<b>非流动资产</b>	65,585	93,749	104,592	115,088	122,728	
长期股权投资	8,120	10,337	12,167	14,126	16,042	
固定资产(合计)	18,991	31,189	35,172	38,134	38,464	
无形资产	5,878	9,917	12,800	16,069	19,209	
其他	32,596	42,306	44,452	46,759	49,012	
<b>资产总计</b>	279,218	319,598	346,479	393,589	435,365	
<b>流动负债</b>	158,479	197,101	196,795	211,783	220,348	
短期借款	20,304	27,618	27,618	27,618	27,618	
应付票据	21,427	40,744	38,348	44,420	46,838	
应付账款	31,605	35,875	39,046	42,992	46,093	
其他	85,143	92,864	91,783	96,752	99,798	
<b>非流动负债</b>	3,859	14,571	16,101	19,252	20,252	
长期借款	1,861	8,961	10,491	13,641	14,642	
其他	1,998	5,610	5,610	5,610	5,610	
<b>负债合计</b>	162,337	211,673	212,896	231,034	240,600	
少数股东权益	1,690	4,274	4,140	3,941	3,738	
归属母公司股东权益	115,190	103,652	129,443	158,614	191,027	
<b>负债和股东权益</b>	279,218	319,598	346,479	393,589	435,365	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	170,497	189,654	206,709	228,761	245,704	
同比(%)	-15.0%	11.2%	9.0%	10.7%	7.4%	
归属母公司净利润	22,175	23,064	25,791	29,171	32,413	
同比(%)	-10.2%	4.0%	11.8%	13.1%	11.1%	
毛利率(%)	27.0%	24.7%	25.1%	25.4%	25.5%	
ROE%	19.3%	22.3%	19.9%	18.4%	17.0%	
EPS(摊薄)(元)	3.71	4.04	4.36	4.93	5.48	
P/E	16.70	9.17	7.85	6.94	6.24	
P/B	3.23	2.11	1.56	1.28	1.06	
EV/EBITDA	9.60	5.05	3.00	2.06	1.29	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	170,497	189,654	206,709	228,761	245,704	
营业成本	124,534	142,776	154,878	170,721	182,967	
营业税金及附加	965	1,077	1,172	1,298	1,394	
销售费用	13,043	11,582	12,609	13,960	14,992	
管理费用	3,604	4,051	4,400	4,875	5,234	
研发费用	6,053	6,297	7,752	8,579	9,214	
财务费用	-1,938	-2,260	-2,258	-2,756	-3,642	
减值损失合计	-466	-606	32	28	30	
投资净收益	713	522	827	820	915	
其他	1,560	629	1,039	1,104	1,202	
<b>营业利润</b>	26,044	26,677	30,055	34,037	37,692	
营业外收支	265	126	125	19	178	
<b>利润总额</b>	26,309	26,803	30,180	34,056	37,870	
所得税	4,030	3,971	4,522	5,084	5,660	
<b>净利润</b>	22,279	22,832	25,658	28,972	32,210	
少数股东损益	104	-232	-134	-199	-203	
<b>归属母公司净利润</b>	22,175	23,064	25,791	29,171	32,413	
EBITDA	26,908	27,727	36,420	42,712	47,305	
EPS(当年)(元)	3.71	4.04	4.36	4.93	5.48	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	19,239	1,894	36,650	47,132	51,272	
净利润	22,279	22,832	25,658	28,972	32,210	
折旧摊销	3,589	3,644	10,521	13,383	15,402	
财务费用	-3,117	-2,207	2,420	2,537	2,640	
投资损失	-713	-522	-827	-820	-915	
营运资金变动	-4,161	-22,697	-959	3,113	2,149	
其它	1,362	844	-163	-54	-215	
<b>投资活动现金流</b>	98	29,752	-20,375	23,006	-21,912	
资本支出	-4,522	-5,712	-19,389	21,881	-20,926	
长期投资	5,534	-12,538	-1,813	-1,945	-1,901	
其他	-914	48,003	827	820	915	
<b>筹资活动现金流</b>	-21,111	-25,331	-890	614	-1,640	
吸收投资	15	45	0	0	0	
借款	37,600	88,802	1,530	3,150	1,001	
支付利息或股息	-14,236	-17,547	-2,420	-2,537	-2,640	
<b>现金流净增加额</b>	-2,148	5,727	15,386	24,740	27,720	

## 研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于 TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队 2015、2017 年新财富入围。2020 年 7 月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

## 机构销售联系人

全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。