

关注改革效果，低碳带动多元发展

华泰研究

2022年8月31日 | 中国内地

中报点评

白色家电

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

53.16

研究员

SAC No. S0570518110001
SFC No. BQO796

林寰宇

linhuanyu@htsc.com
+(86) 755 8321 3674

研究员

SAC No. S0570518120001
SFC No. BPX070

王森泉

wangsenquan@htsc.com
+(86) 755 2398 7489

研究员

SAC No. S0570521100002

周衍峰

zhouyanfeng@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

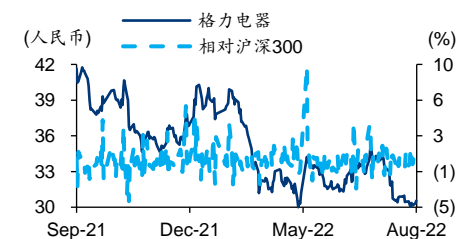
点击查阅华泰证券研究团队介绍和观点



基本数据

目标价(人民币)	53.16
收盘价(人民币 截至8月30日)	30.55
市值(人民币百万)	172,039
6个月平均日成交额(人民币百万)	1,530
52周价格范围(人民币)	30.00-41.75
BVPS(人民币)	16.93

股价走势图



资料来源: Wind

深化渠道改革, 2Q22 利润表现积极, 维持买入

公司披露 22 年中报, 1H22 公司实现营业总收入 958.07 亿元, 同比+4.13%, 归母净利 114.66 亿元, 同比+21.25%, 其中, 2Q2022 营收、归母净利分别同比+3.04%、+24.1%。我们维持 22-24 年预测归母净利润为 249.5、274.9、313.2 亿元, 截至 2022/8/30, Wind 可比公司 2022 年平均 PE 为 14x, 短期市场仍重点关注公司渠道改革进展与新兴产业发展情况, 从渠道改革来看, 公司采取局部试点方式, 不断优化配套数字化流程、仓储、物流等环节, 但改革进度和效果仍需持续跟踪, 而绿色能源与工业制品受益于绿色低碳发展主线, 成长性 or 大幅提升, 助力公司新成长, 给予公司 22 年 12xPE 估值, 基于新股本, 对应目标价 53.16 元 (与经股本调整后的前目标价一致), 维持“买入”评级。

空调表现大幅优于行业

二季度收入略有压力, 但空调主业表现明显强于行业。奥维云网数据显示, 1H22 空调全渠道零售额同比-15.3%, 而海关数据也显示上半年空调出口金额同比-1.6%, 而 1H22 公司空调业务收入同比+5.2%, 表现大幅好于行业, 彰显出行业均价回升的情况下, 公司产品吸引力的提升。且 7-8 月持续高温天气, 我们仍看好下半年空调国内的销售表现。且公司迎来渠道改革新契机, 部分区域的经销商主动变化、京东+格力专卖店的下沉建设、电商直播的不断加大投入, 或加速公司渠道改革的推进速度。

绿色低碳发展背景下, 看好绿色能源及工业制品发展

公司第二成长曲线初具规模, 产业能力外溢在新能源、工业领域加速收获。在碳中和大发展方向指引下, 相关业务加速发展, 其中 1H22, 绿色能源 (收入 19 亿, 同比+132%)、工业制品 (收入 29 亿, 同比+58%, 压缩机、电机、零部件等) 表现较为积极。

2Q22 毛利率加速恢复, 销售费用率大幅下滑

公司 1H2022 毛利率为 24.96%, 同比+0.42pct。其中, 2Q2022 毛利率同比+1.2pct。1H2022, 公司整体期间费用率同比下降-2.17pct, 其中, 受益于渠道改革的不断推进, 销售费用率同比-2.45pct, 管理及研发费用率同比基本持平, 受利息费用增长影响, 财务费用率同比+0.31pct。

盈利同比大幅提升, 碳中和大趋势下, 多元扩张迎来收获期

弱需求背景下, 市场关注重心转向盈利, 原材料价格高位回落, 公司毛利率同比优化, 主业盈利能力逐步恢复, 且渠道改革推进影响下, 销售费用率大幅下降, 整体驱动公司实现优异净利润表现。而在未来 5-10 年碳中和的大背景下, 我们看好公司在绿色节能等技术上的优势, 新产业有望驱动新成长。

风险提示: 宏观经济下行; 地产周期超预期下行; 渠道改革推进迟缓。

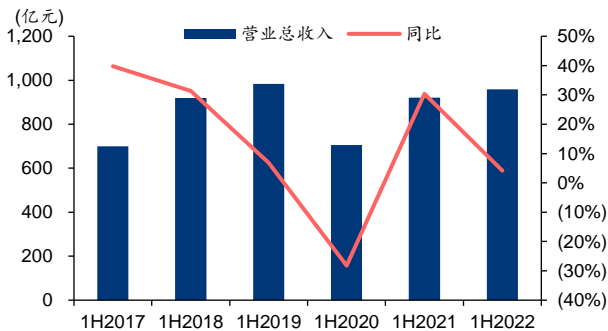
经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	170,497	189,654	203,740	223,392	241,846
+/-%	(14.97)	11.24	7.43	9.65	8.26
归属母公司净利润 (人民币百万)	22,175	23,064	24,949	27,485	31,324
+/-%	(10.21)	4.01	8.17	10.17	13.96
EPS (人民币, 最新摊薄)	3.94	4.10	4.43	4.88	5.56
ROE (%)	19.06	21.16	20.71	20.17	20.32
PE (倍)	7.76	7.46	6.90	6.26	5.49
PB (倍)	1.49	1.66	1.47	1.30	1.14
EV EBITDA (倍)	2.19	3.58	2.85	1.99	1.43

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

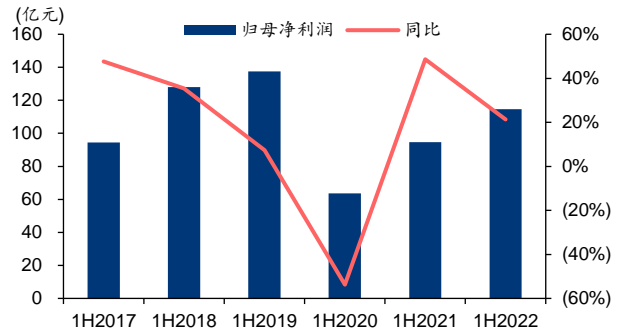
经营业绩指标概览

图表1: 1H2022 公司营业收入同比+4.13%



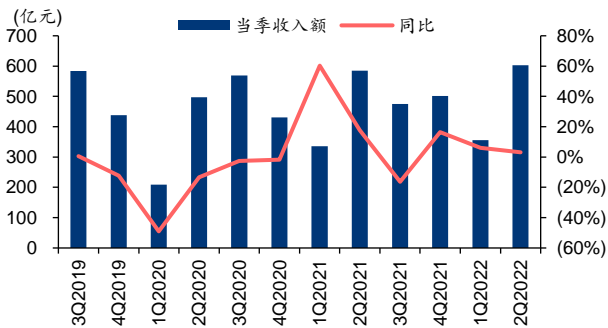
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 1H2022 公司归母净利润同比+21.25%



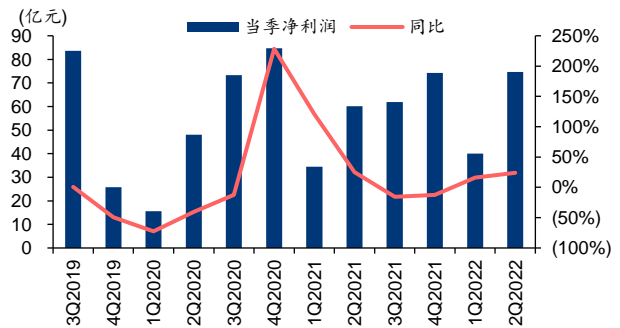
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 2Q2022 公司营业收入同比+3.04%



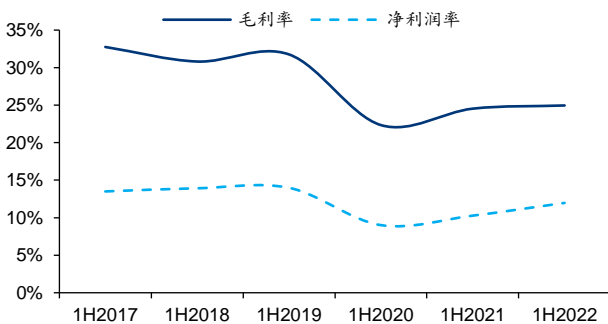
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 2Q2022 公司归母净利润同比+24.10%



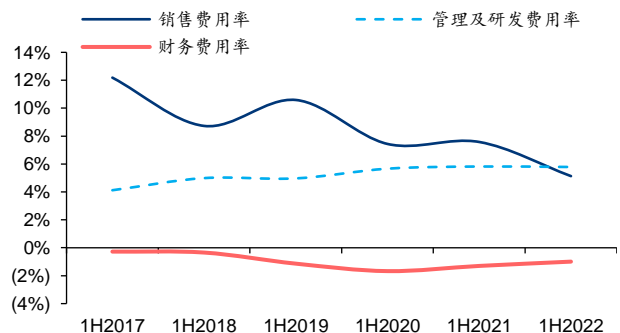
资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 1H2022 公司毛利率、净利润率同比回升



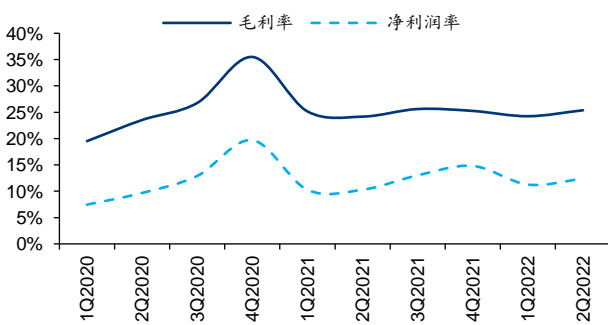
资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 1H2022 公司整体期间费用率同比明显下降



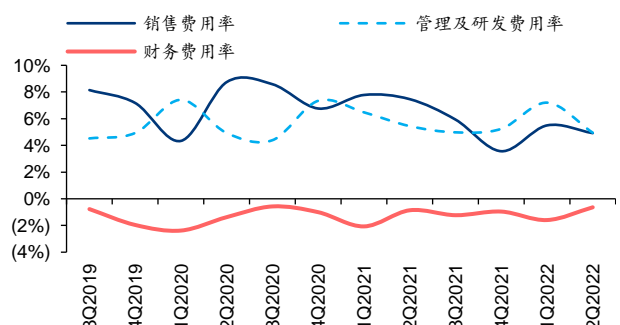
资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 2Q2022 公司毛利率、净利润率同比回升



资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 2Q2022 公司整体期间费用率同比下降



资料来源: Wind, 华泰研究

图表9：行业可比公司 Wind 一致预期 PE

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	2021	2022E	2023E	2024E
000333 CH	美的集团	3,660.0	17.6	11.5	10.1	9.1
600690 CH	海尔智家	2,232.4	21.9	15.7	13.6	11.9
000921 CH	海信家电	165.6	14.8	14.2	11.9	10.2
平均			18.1	13.8	11.9	10.4

注：均为 Wind 一致预测，数据截至 2022/8/30

资料来源：Wind、Bloomberg、华泰研究

风险提示

1) 宏观经济下行。

疫情冲击影响下，如果国内宏观经济增速大幅低于预期，居民人均可支配收入将受到大幅冲击，同时海外需求下滑，行业可能出现供大求的局面，可能导致竞争环境恶化、产业链盈利能力下滑，影响家电企业收入及盈利增长。

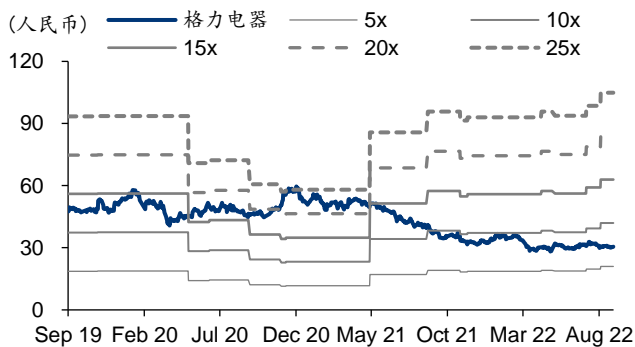
2) 地产周期超预期下行。

如果地产销售持续趋弱及价格出现不利波动，可能导致居民财富杠杆的反转，进而导致居民消费能力和消费意愿的下降，导致家电需求持续低于预期、行业增速低于预期。

3) 渠道改革推进迟缓。

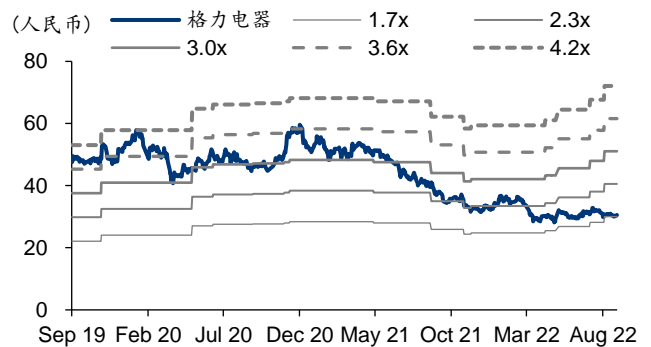
公司发力渠道改革，让利消费者，提升终端竞争力。如果渠道改革推进迟缓，或让公司处于竞争劣势，收入及净利润表现或弱于预期。

图表10：格力电器 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表11：格力电器 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	213,633	225,850	214,587	262,052	253,156
现金	136,413	116,939	125,625	144,020	155,983
应收账款	8,738	13,841	6,774	15,829	8,642
其他应收账款	147.34	334.16	183.10	384.05	229.95
预付账款	3,129	4,592	3,703	5,392	4,454
存货	27,880	42,766	31,906	48,922	37,331
其他流动资产	37,326	47,378	46,396	47,505	46,516
非流动资产	65,585	93,749	95,850	98,247	99,620
长期投资	8,120	10,337	12,898	15,563	17,690
固定投资	18,983	31,183	30,406	29,582	28,220
无形资产	5,878	9,917	10,908	12,051	13,164
其他非流动资产	32,603	42,311	41,638	41,050	40,545
资产总计	279,218	319,598	310,437	360,300	352,776
流动负债	158,479	197,101	176,482	212,094	188,029
短期借款	20,304	27,618	28,807	27,618	27,618
应付账款	31,605	35,875	35,450	41,756	40,633
其他流动负债	106,570	133,608	112,225	142,720	119,778
非流动负债	3,859	14,571	12,756	10,959	9,141
长期借款	1,861	8,961	7,145	5,349	3,531
其他非流动负债	1,998	5,610	5,610	5,610	5,610
负债合计	162,337	211,673	189,237	223,053	197,170
少数股东权益	1,690	4,274	4,428	4,628	4,928
股本	6,016	5,914	5,631	5,631	5,631
资本公积	121.85	125.87	125.87	125.87	125.87
留存公积	106,341	105,459	117,014	127,476	141,446
归属母公司股东权益	115,190	103,652	116,772	132,619	150,677
负债和股东权益	279,218	319,598	310,437	360,300	352,776

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	19,239	1,894	23,030	37,244	30,732
净利润	22,279	22,832	25,103	27,685	31,624
折旧摊销	3,589	3,644	4,118	4,720	5,099
财务费用	(1,938)	(2,260)	(2,800)	(1,895)	(1,795)
投资损失	(713.01)	(522.06)	(500.00)	(500.00)	(500.00)
营运资金变动	(6,972)	(23,696)	(2,308)	7,748	(3,110)
其他经营现金	2,994	1,897	(583.16)	(514.46)	(587.01)
投资活动现金	97.73	29,752	(4,936)	(6,118)	(5,472)
资本支出	(4,529)	(5,727)	(3,373)	(4,450)	(4,342)
长期投资	5,960	(10,805)	(2,561)	(2,665)	(2,127)
其他投资现金	(1,333)	46,284	997.50	997.00	996.40
筹资活动现金	(21,111)	(25,331)	(10,597)	(11,543)	(13,297)
短期借款	4,360	7,314	1,189	(1,189)	0.00
长期借款	1,814	7,100	(1,816)	(1,796)	(1,818)
普通股增加	0.00	(101.26)	(283.06)	0.00	0.00
资本公积增加	28.47	4.02	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(27,314)	(39,647)	(9,687)	(8,557)	(11,479)
现金净增加额	(2,148)	5,727	7,497	19,584	11,963

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	170,497	189,654	203,740	223,392	241,846
营业成本	124,229	142,252	150,358	162,755	173,680
营业税金及附加	964.60	1,077	1,500	1,700	2,000
营业费用	13,043	11,582	14,821	16,699	18,090
管理费用	3,604	4,051	4,351	4,770	5,167
财务费用	(1,938)	(2,260)	(2,800)	(1,895)	(1,795)
资产减值损失	(466.27)	(606.16)	(670.36)	(609.98)	(660.28)
公允价值变动收益	200.15	(58.13)	500.00	500.00	500.00
投资净收益	713.01	522.06	500.00	500.00	500.00
营业利润	26,044	26,677	29,213	32,000	36,531
营业外收入	287.16	154.32	600.00	700.00	800.00
营业外支出	21.74	28.45	216.10	88.76	111.10
利润总额	26,309	26,803	29,597	32,612	37,220
所得税	4,030	3,971	4,494	4,926	5,596
净利润	22,279	22,832	25,103	27,685	31,624
少数股东损益	104.13	(231.84)	154.02	200.00	300.00
归属母公司净利润	22,175	23,064	24,949	27,485	31,324
EBITDA	27,278	27,957	32,102	35,262	39,698
EPS (人民币, 基本)	3.71	4.04	4.43	4.88	5.56

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	(14.97)	11.24	7.43	9.65	8.26
营业利润	(12.03)	2.43	9.50	9.54	14.16
归属母公司净利润	(10.21)	4.01	8.17	10.17	13.96
获利能力 (%)					
毛利率	27.14	24.99	26.20	27.14	28.19
净利率	13.07	12.04	12.32	12.39	13.08
ROE	19.06	21.16	20.71	20.17	20.32
ROIC	(148.66)	175.44	174.75	481.79	390.70
偿债能力					
资产负债率 (%)	58.14	66.23	60.96	61.91	55.89
净负债比率 (%)	(97.25)	(70.60)	(70.11)	(77.49)	(77.21)
流动比率	1.35	1.15	1.22	1.24	1.35
速动比率	1.05	0.80	0.90	0.88	1.02
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.63	0.65	0.67	0.68
应收账款周转率	19.77	16.80	19.77	19.77	19.77
应付账款周转率	2.07	2.46	2.46	2.46	2.46
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.94	4.10	4.43	4.88	5.56
每股经营现金流(最新摊薄)	3.42	0.34	4.09	6.61	5.46
每股净资产(最新摊薄)	20.45	18.41	20.74	23.55	26.76
估值比率					
PE (倍)	7.76	7.46	6.90	6.26	5.49
PB (倍)	1.49	1.66	1.47	1.30	1.14
EV EBITDA (倍)	2.19	3.58	2.85	1.99	1.43

免责声明

分析师声明

本人, 林寰宇、王森泉、周衍峰, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 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波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师林震宇、王森泉、周衍峰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 格力电器（000651 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司