

报告日期	2021-04-30
公司研究	点评报告
评级	买入 维持
当前股价(元)	59.51

公司基本数据

总股本(万股)	601,573
流通 A 股/B 股(万股)	596,991/0
资产负债率	62.56%
每股净资产(元)	18.77
市盈率(当前)	14.88
市净率(当前)	3.12
12 个月内最高/最低价(元)	69.53/52.94

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《复兴之路》2021-04-14
- 《长江消费龙头复盘系列之格力电器：三十而立，继往开来》2021-01-31
- 《筑底完成，弹性可期》2020-11-01

风险提示

- 1. 终端需求大幅低于预期；
- 2. 行业价格竞争再度加剧；
- 3. 原材料价格大幅上行。

格力电器(000651)

分红规模历史最高，格力上演王者归来

事件描述

格力电器披露 2020 年全年及 2021Q1 财务报告：1) 2020 年营收 1681.99 亿/-15.12%，归母净利润 221.75 亿/-10.21%，扣非归母净利润 202.86 亿/-16.08%；2) 2020Q4 营收 423.10 亿/-1.87%，归母净利润 84.76 亿/+229%，扣非归母净利润 77.04 亿/+196%；3) 2021Q1 营收 331.89 亿/+62.73%，归母净利润 34.43 亿/+121%，扣非归母净利润 32.99 亿/+131%；4) 拟每 10 股派现 30 元，考虑中期分红，2020 年现金分红率 105.61%。

事件评论

- **空调恢复好于预期，重视旺季主营爆发力。**格力 2020 年收入下滑主要发生在上半年，下半年仅微降，且大头来自于“非制造类业务”和“制造类业务中非空调业务”，核心业务空调收入增速近 30%，表现好于预期；2021Q1，格力收入虽未回到 2019 年同期，但考虑到出货模式变化、会计准则影响以及旺季启动偏晚等，实际表现大概率优于表现。综合来看，我们认为格力空调业务复苏趋势强劲，2020H2 以来表现较超预期；考虑到当前空调产业量价趋势向上，且公司自身渠道的库存水平良性，经销商提货积极性较高，新零售模式下随着旺季临近，主营爆发力需要重视。
- **真实盈利能力持续改善，渠道利润回表或加速。**2020Q4 格力电器单季业绩规模及盈利能力均创历史新高，毛利率提升是主因，其后的业务结构优化作用更大，同时新零售模式降费对盈利改善也有帮助。2021Q1 盈利能力环比 2020Q4 降幅较大，主因在于成本压力环比提升，规模效应有所回落，临近旺季促销力度有所加大，此外结合销售费用和其他流动负债的变动情况看，真实盈利或优于表现盈利，保持改善趋势。总体来看，致使上一阶段盈利受损的两大主因规模和价格均在持续回暖，同时叠加新零售模式驱动的渠道利润加速回表，后续公司的盈利弹性较为可观。
- **分红规模历史最高，格力上演王者归来。**2020 年格力电器现金分红比例达 105.61%，分红规模历史最高；当前时点，我们认为格力的核心看点是“经营改善提速+高估值性价比”。经营改善基于产业和公司两大拐点，产业拐源于：1) 格局重塑及渠道融合后的价格弹性；2) 经过 3-4 年调整蓄力，空调产业出货有望再上台阶；3) 商业模式优化使得库存周期相对弱化，并带来利润重分配空间。公司拐点源于：1) 渠道库存问题基本解决；2) 渠道改革的棘手部分，如重新梳理“厂”“商”利益等工作，也基本结束；3) 回购接近尾声，激励有望强化治理改善预期。
- **重申“买入”评级。**受制价格竞争、去库存和渠道改革，格力过去两年经营表现承压；不过，空调行业迎来新一轮行业格局红利，2021 年量价上行趋势确定，且格力销售渠道变革成效逐步显现，一方面市场份额回升拉升销量弹性，另一方面渠道利润再分配前景可期，叠加公司治理改善措施逐步落地及当前估值比较优势凸显，投资价值突出。综上，我们重申对格力电器的“买入”评级，预计公司 2021 及 2022 年 EPS 为 4.16 及 4.84 元，对应当前股价 PE 为 14.29 及 12.29 倍。

分析师及联系人

管泉森 (8621)61118737 guanqs@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490516070002	孙珊 (8621)61118737 sunshan@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490517020002	贺本东 (8621)61118737 hebd@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490519020001	崔甜甜 (8621)61118737 cuitt@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490520110003	周振 (8621)61118737 zhouzhen1@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490520110005
--	--	--	---	--

格力电器披露 2020 年全年及 2021Q1 财务报告

2020A: 公司实现营业收入 1681.99 亿元，同比-15.12%，实现归母净利润 221.75 亿元，同比-10.21%，实现扣非归母净利润 202.86 亿元，同比-16.08%；

2020Q4: 公司实现营业收入 423.10 亿元，同比-1.87%，实现归母净利润 84.76 亿元，同比+229%，实现扣非归母净利润 77.04 亿元，同比+196%；

2021Q1: 公司实现营业收入 331.89 亿/+62.73%，实现归母净利润 34.43 亿元，同比+121%，实现扣非归母净利润 32.99 亿元，同比+131%；

分红预案: 拟每 10 股派现 30 元，考虑中期分红，2020 年现金分红率达 105.61%。

空调恢复好于预期，重视旺季主营爆发力

2020A 及 2020Q4 格力收入分别-15.12%及-1.87%，2021Q1 收入虽然同比+62.73%，但较正常的 2019Q1，降幅仍达 18.15%；乍看起来，格力近几个季度的表现收入，似乎并没有太多亮点；但仔细研究会发现，实际情况可能比表面要好很多。

- **收入规模下滑主要发生在 2020H1，2020H2 仅微降——**虽然 2020 年全年格力收入-15.12%，规模减少了 300 亿，但这减少的 300 亿中，有 278 亿是发生在上半年；2020H2 主营同比-2.14%，其中 2020Q3 收入-2.35%，2020Q4 收入-1.87%，下半年整体仅微降。
- **2020H2 的微降中，大头来自于“非制造类业务”和“制造类业务中非空调业务”的规模萎缩，核心业务空调增速近 30%——**具体来看，2020H2 非制造类业务（主要是材料让售）下滑明显，规模同比-34.13%至 180 亿元；同时，“制造类业务中非空调业务（主要是部件、小家电、智能装备等业务）”的收入，同比降幅也超过了 70%；**真正贡献利润的核心业务空调，2020H2 同比增幅近 30%**，若将“主营业务外销”视为空调出口，将“空调-主营业务内销”视为空调内销，2020H2 格力的空调业务内外销分别同比+31%及+17%，表现较为抢眼。
- **“非制造类业务”和“制造类业务中非空调业务”的规模萎缩预计跟当前的成本环境相关——**就可得数据来看，格力“非制造类业务”和“制造类业务中非空调业务”同比出现下滑的区间分别为 2009H1、2015H2、2016H1 及 2020H2，基本都对应到成本快速下滑而后又迅速上行的产业环境，考虑到材料与部件的自配套属性，预计“非制造类业务”和“制造类业务中非空调业务”的规模收缩或与优先内部有关。
- **2020H2 核心业务持续恢复，且好于预期——**2019H2，受价格竞争及渠道去库存影响，格力空调收入同比-26%，2020H2 以来空调产业量价明显恢复，且公司渠道库存水平也得到优化，结合第三方数据来看，2020H2 格力空调内外销出货分别同比+3.7%及-9.4%，国内空调线上及线下零售均价同比+12.8%/+3.9%，其中 2020Q4 线上及线下零售均价同比+31.8%/+15.3%。综合来看，我们认为格力空调业务自 2020 年下半年就已经步入良性恢复阶段，总体表现略超预期。
- **2021Q1 空调业务延续强复苏——**2021Q1，公司收入较 2019Q1 下降 18.15%，虽然第三方数据监测结果与公司收入表现较为吻合，但基于以下几个因素，我们仍认为当期空调业务延续强势复苏趋势：1) 2020Q4 开始，公司执行新收入准则，返利不计入销售费用，而是冲减营业收入，这对当期增速有所低估；2) 2021 冷年是格力实行新零售模式的第一个冷年，更贴近零售的出货模式，使得淡季收入占比

较此前的压货模式有所降低；3) 期内天气仍较为凉爽，需求弱于 2019Q1；4) 2021Q1 末公司合同负债规模提升明显，且 3 月份公司内销出货相对于 2019 年 3 月份正增长，种种迹象表明渠道提货积极性较高；5) 考虑到当前成本环境，期内或仍存在非核心业务对表现增速的拖累。

综合来看，我们认为格力空调业务恢复趋势强劲，2020H2 以来表现较超预期；考虑到当前空调产业量价趋势向上，且自身渠道的库存水平良性，渠道提货积极性较高，随着旺季临近，格力主营的爆发力需要格外重视。

表 1：2020 全年、2020Q4 及 2021Q1 空调零售均价同比情况

比较区间	格力电器		空调行业	
	线上	线下	线上	线下
2020A/2019A	-10%	-8%	-7.1%	-5%
2020Q4/2019Q4	32%	15%	15%	11%
2021Q1/2020Q1	20%	9%	21%	13%
2021Q1/2019Q1	-19%	-13%	-9%	-7%

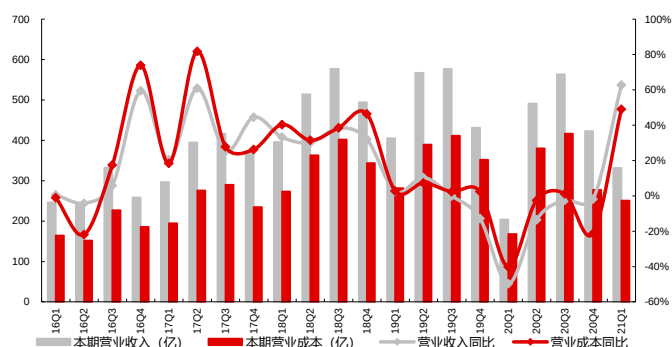
资料来源：奥维云网（线上），中怡康（线下），长江证券研究所

表 2：2020 全年、2020Q4 及 2021Q1 空调出货同比情况

比较区间	格力电器			行业		
	总销	外销	内销	总销	外销	内销
2020A/2019A	-13%	-16%	-12%	-6%	8%	-13%
2020Q4/2019Q4	0%	-17%	5%	10%	23%	1%
2021Q1/2020Q1	40%	6%	69%	38%	20%	66%
2021Q1/2019Q1	-19%	-21%	-17%	-6%	8%	-18%

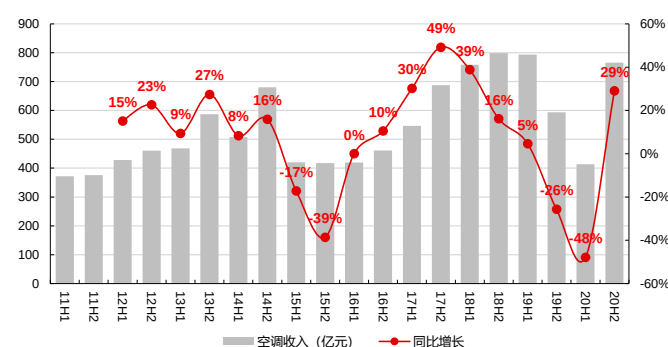
资料来源：产业在线，长江证券研究所

图 1：2021Q1 公司实现营业收入 331.89 亿，同比+62.73%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 2：2020H2 格力空调业务同比+29%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 3：2020 年上下半年及全年格力分产品及区域经营表现

2020H1	营业收入（亿元）	营业成本（亿元）	毛利率	营收同比	营业成本同比	毛利率同比(pct)
分行业						
制造业	497.12	355.58	28.47%	-40.35%	-33.96%	-6.91
其他业务	197.90	192.70	2.63%	41.73%	45.24%	-2.36
分产品						
空调	413.33	280.85	32.05%	-47.89%	-44.66%	-3.97
其他主营	83.79	74.72	10.82%	108.43%	141.65%	-12.26
其他业务	197.90	192.70	2.63%	41.73%	45.24%	-2.36
分地区						
内销-主营业务	378.19	251.61	33.47%	-45.56%	-39.20%	-6.96
外销-主营业务	118.93	103.97	12.58%	-14.24%	-16.57%	2.44
其他业务	197.90	192.70	2.63%	41.73%	45.24%	-2.36
2020H2	营业收入（亿元）	营业成本（亿元）	毛利率	营收同比	营业成本同比	毛利率同比(pct)
分行业						
制造业	807.16	523.64	35.13%	9.73%	5.02%	2.91
其他业务	179.81	170.38	5.24%	-34.13%	-35.78%	2.43
分产品						
空调	765.48	493.45	35.54%	28.98%	35.39%	-3.05
其他主营	41.68	30.18	27.57%	-70.67%	-77.50%	22.00
其他业务	179.81	170.38	5.24%	-34.13%	-35.78%	2.43
分地区						
内销-主营业务	725.88	451.69	37.77%	8.99%	1.93%	4.31
外销-主营业务	81.27	71.95	11.48%	16.98%	29.78%	-8.73
其他业务	179.81	170.38	5.24%	-34.13%	-35.78%	2.43
2020全年	营业收入（亿元）	营业成本（亿元）	毛利率	营收同比	营业成本同比	毛利率同比(pct)
分行业						
制造业	1304.28	879.21	32.59%	-16.87%	-15.22%	-1.31
其他业务	377.71	363.08	3.87%	-8.46%	-8.77%	0.31
分产品						
空调	1178.82	774.30	34.32%	-14.99%	-11.20%	-2.80
其他主营	125.46	104.91	16.38%	-31.17%	-36.45%	6.95
其他业务	377.71	363.08	3.87%	-8.46%	-8.77%	0.31
分地区						
内销-主营业务	1104.07	703.30	36.30%	-18.86%	-17.93%	-0.72
外销-主营业务	200.21	175.91	12.13%	-3.82%	-2.30%	-1.37
其他业务	377.71	363.08	3.87%	-8.46%	-8.77%	0.31

资料来源：公司公告，长江证券研究所

真实盈利能力修复，渠道利润回表或加速

2021年4月15日，格力电器披露了2020年及2021Q1财报预告，市场关注的问题主要有两个：**第一，为什么在产业环境并未达到最佳状态的2020Q4，格力电器业绩创单季历史新高；第二，为什么2021Q1及2020Q4的盈利能力会相差如此之大。**首先来看，**2020Q4盈利能力为什么如此突出：**

- **单季盈利创历史新高——2020Q4单季归母净利润率达20.03%，业绩规模84.76亿元，均创单季历史新高，正式财报首先打消了此前市场关于非经常损益强撑报表的担忧；2020Q4扣非归母净利润率为18.21%，业绩77.04亿元，剔除7.7亿元非经常性损益后，盈利水平依旧处在迄今为止的高点；**
- **表观来看，毛利率提升是主因，业务结构影响更大——2020Q4归母净利润率较同期提升14.05pct，而毛利率较同期提升16.10pct至34.40%；不过，结构的影响或更大，这从半年维度的数据看起来更加明显，如2020H2毛利率同比提升5.42pct至29.68%，归母净利润率提升5.17pct至15.96%，毛利率提升幅度与净利润率提升幅度基本匹配，但分业务来看，2020H2空调业务毛利率反而同比下降3.05pct至34.32%，盈利更好的空调业务占比提升或才是期内盈利得以明显改善的主因；此外，2020Q4空调价格的明显修复对盈利也有一定支撑。**
- **新零售模式有助于费用率集约——在业务结构优化的背后，新零售模式对费用的集约或有明显助力；作为传统销售淡季，2020Q4公司空调业务规模回暖明显，但销售费用并未明显回升；我们认为，背后主因或在于渠道改革释放出的利润空间，代偿了部分原来必须由厂商支付的销售费用；2020Q4其他流动负债科目环比2020Q3仅小幅下降，因此“其他流动负债”代偿的概率较小，新零售模式的日渐完善或是主因。2020Q3，“其他流动负债”科目环比下降约25亿元，作为实现新零售模式的首个季度，“其他流动负债”一定程度上助推了新模式的运行。**

表4：2020A、2020Q4及2021Q1利润表主要科目变动情况

项目	2021Q1	2020Q1	同比 (PCT)	项目	2020Q4	2019Q4	同比 (PCT)	项目	2020A	2019A	同比 (PCT)
营业收入	100.00%	100.00%	-	营业收入	100.00%	100.00%	-	营业收入	100.00%	100.00%	-
营业成本	75.57%	82.51%	(6.94)	营业成本	65.60%	81.70%	(16.10)	营业成本	73.86%	72.42%	1.44
毛利率	24.43%	17.49%	6.94	毛利率	34.40%	18.30%	16.10	毛利率	26.14%	27.58%	(1.44)
税金及附加	0.81%	0.72%	0.09	税金及附加	0.85%	0.75%	0.10	税金及附加	0.57%	0.78%	(0.21)
销售费用率	7.86%	4.45%	3.41	销售费用率	6.88%	7.30%	(0.42)	销售费用率	7.75%	9.24%	(1.49)
管理费用率	2.53%	3.15%	(0.63)	管理费用率	2.59%	2.09%	0.50	管理费用率	2.14%	1.92%	0.23
研发费用率	4.01%	4.45%	(0.44)	研发费用率	4.88%	2.93%	1.95	研发费用率	3.60%	2.97%	0.63
财务费用率	-2.09%	-2.44%	0.35	财务费用率	-1.02%	-1.99%	0.97	财务费用率	-1.15%	-1.22%	0.07
其他收益	0.65%	1.11%	(0.46)	其他收益	1.06%	0.87%	0.19	其他收益	0.69%	0.47%	0.22
投资收益	0.21%	0.31%	(0.10)	投资收益	1.30%	-0.52%	1.83	投资收益	0.42%	-0.11%	0.54
公允价值变动净收益	-0.81%	-0.93%	0.12	公允价值变动净收益	-0.02%	0.85%	(0.87)	公允价值变动净收益	0.12%	0.12%	0.00
信用减值损失	-0.32%	-0.61%	0.30	信用减值损失	0.52%	-0.58%	1.09	信用减值损失	0.11%	-0.14%	0.26
资产减值损失	-0.14%	-0.56%	0.42	资产减值损失	-0.80%	-1.84%	1.04	资产减值损失	-0.28%	-0.43%	0.15
资产处置收益	0.00%	0.01%	(0.01)	资产处置收益	0.00%	0.01%	(0.00)	资产处置收益	0.00%	0.00%	(0.00)
营业利润率	11.78%	8.95%	2.83	营业利润率	23.32%	7.62%	15.70	营业利润率	15.48%	14.94%	0.54

营业外收入	0.19%	0.37%	(0.17)	营业外收入	0.01%	0.01%	0.00	营业外收入	0.17%	0.17%	(0.00)
营业外支出	0.03%	0.02%	0.01	营业外支出	0.01%	1.35%	(1.34)	营业外支出	0.01%	0.30%	(0.29)
利润总额	11.94%	9.30%	2.64	利润总额	23.32%	6.28%	17.04	利润总额	15.64%	14.81%	0.83
所得税	1.54%	1.56%	(0.02)	所得税	3.26%	0.23%	3.03	所得税	2.40%	2.28%	0.11
净利润	10.40%	7.74%	2.67	净利润	20.06%	6.05%	14.01	净利润	13.25%	12.53%	0.72
少数股东损益	0.03%	0.10%	(0.07)	少数股东损益	0.03%	0.07%	(0.04)	少数股东损益	0.06%	0.07%	(0.00)
归母净利润率	10.37%	7.64%	2.73	归母净利润率	20.03%	5.98%	14.05	归母净利润率	13.18%	12.46%	0.72

资料来源：公司公告，长江证券研究所

第二，为什么 2021Q1 及 2020Q4 的盈利能力会相差如此之大。

- **成本压力明显上升**——2021Q1 成本压力环比加大，同时就公司内部来看，廉价原材料的优势也在持续消耗，这对 2021Q1 毛利率也有影响；
- **规模环比有所回落**——2021Q1 公司收入规模仅约为 2020Q4 的 78%，规模效应会对销售费用及毛利率产生影响，之前并不完全均衡生产，淡季规模差距较大的厂商的财务报表上也有明显体现；
- **销售支持力度有所加大**——空调始终是一个需求季节波动较大的产品，渠道不提前提前备货的可能性相对较小，新零售模式更贴近零售的逻辑在某种意义上可以理解，此前提前三个季度就开始备货的极端行为，开始慢慢缩短为提前一个季度，所以后续我们大概率会看到，旺季前一个季度的销售支持力度或有加大，冷年初期销售刺激力度或相对较小，其他流动负债回升对此也有所印证。
- **其他流动负债回升明显**——2021Q1 其他流动负债环比增加约 85 亿元，作为参考 2021Q1 销售费用总规模为 26 亿元，剔除刚性的费用部分，旺季前用于刺激提货的费用或相对较小，从其他流动负债与销售费用的规模变动情况来看，2021Q1 表观盈利能力或对厂商真实盈利能力有所低估，结合 2020Q4 以及 2021Q1 的情况来看，新零售模式下，渠道利润回表或在加速。

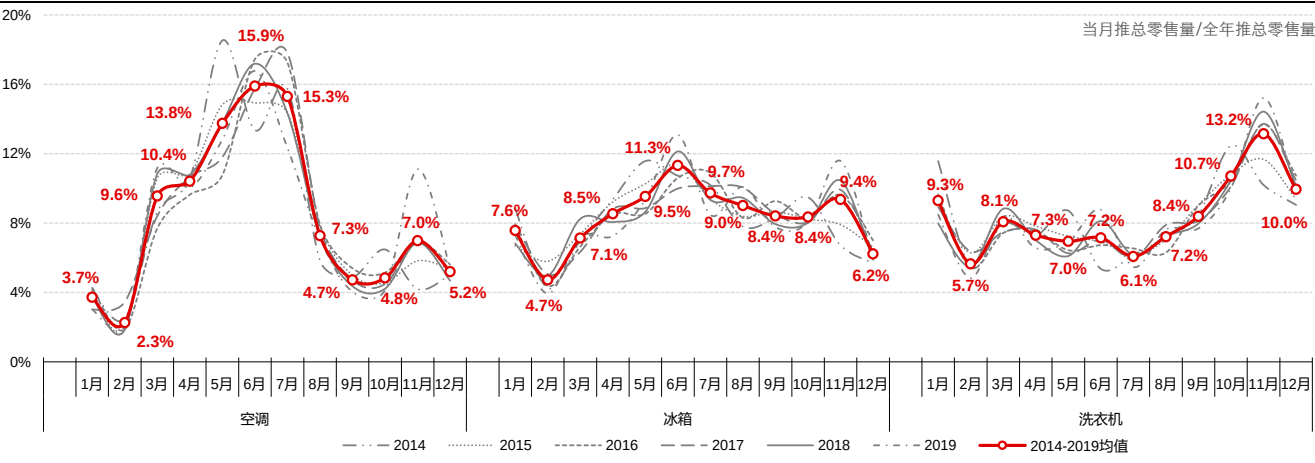
分红规模历史最高，格力上演王者归来

公司公告拟每 10 股派现 30 元，共计派现 174.99 亿元，考虑 2020 年中期分红 59.22 亿，2020 年全年共计现金分红 234.20 亿元，全年现金分红率达到 105.61%；与此同时，公司员工持股计划也在有序推进，治理优化加速。总体来看，格力主业回暖超预期，2020 年报及一季报质量过硬，当前时点，我们重申格力的核心看点：“经营改善提速+高估值性价比”。经营改善基于产业和公司两大拐点，产业拐点源于：1) 格局重塑及渠道融合后的价格弹性；2) 经过 3-4 年调整蓄力，空调产业出货有望再上台阶；3) 商业模式优化使得库存周期相对弱化，并带来利润重分配空间。公司拐点源于：1) 渠道库存问题基本解决；2) 渠道改革的棘手部分，如重新梳理“厂”“商”利益等工作，也基本结束；3) 回购接近尾声，激励有望强化治理改善预期，预计公司 2021 及 2022 年 EPS 为 4.16 及 4.84 元，对应当前股价 PE 为 13.94 及 11.99 倍。（具体分析敬请参阅白电向何处系列和近期发布的格力电器深度报告，以下附上我们对于渠道改革的理解，可资参考）。

对于所有厂商来说，零售改革都是一个相对漫长的过程，尤其是空调。空调行业有三个显著的特征：第一，有明显的季节性；第二，有明显的大小年；第三，有较大的普及空

间。季节性决定了空调比其他品类更需要产业链库存，此前库存主要在渠道；大小年主要取决于旺季天气，也就是说，即便没有宽幅的地产周期，空调的年度需求也会有大幅波动；而较大的产品普及空间则使得，多数时候企业的经营目标是实现较快增长，且呈现出一定的线性特征，实际经营过程中，销售条线的考核时常有过之。

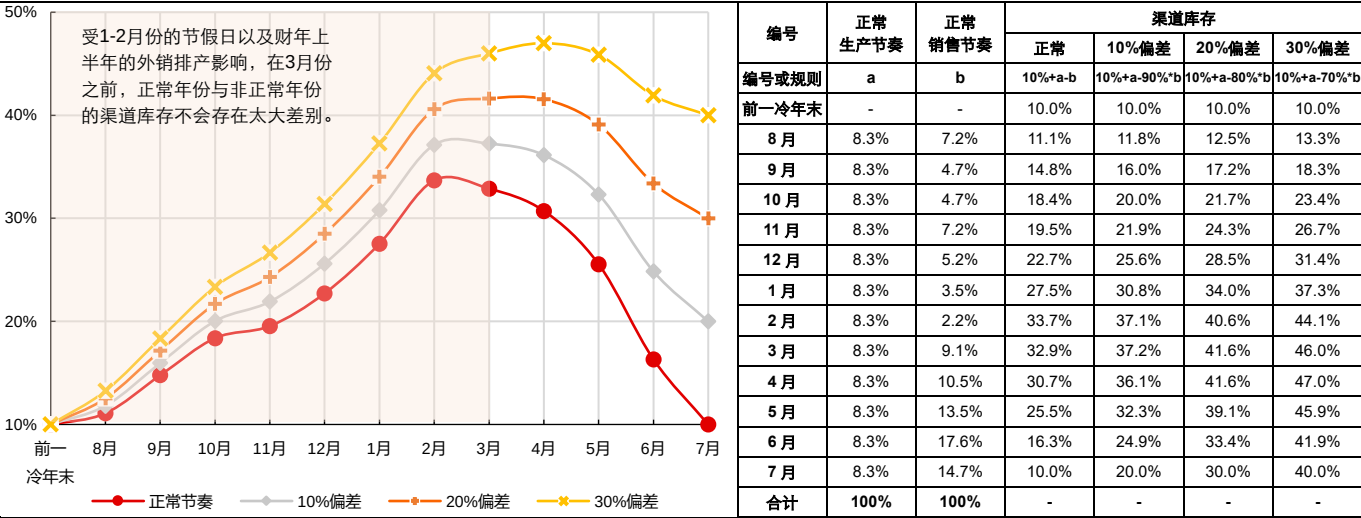
图 3：空调产品的季节性显著明显高于冰洗



资料来源：奥维云网，长江证券研究所

这样的特征最终会把产业导向一个周期性的渠道库存问题，周期的起点往往是需求爆发的年份。对于一个处在成长行业的企业来说，一般情况下经营目标不太可能同比下滑；即便是站在需求爆发的高基数年份做规划，增长仍是对下一年的必然要求，若这个时候企业恰好又有比较强的份额追求，那么在高基数上也有可能定出一个更高的出货增长目标。这在其他产业并不一定会带来多大问题，但传统空调产业是先备货后销售，下一年度的市场需求能不能支撑经营目标，要到冷年末的旺季（3-7月）才能确认，而在此之前产品已经按照既定规划在渠道逐步积累，且在旺季之前没有有效的参考系来判断渠道库存是高还是低，一个经营周期内很难进行反馈调节。等到旺季需求不及预期的时候，渠道库存的消化周期瞬间变长，随后便是产业去库存阶段。2007年、2013年以及2017年这三个需求大年之后，空调行业基本都出现了上述情况。

图 4：不同情况下的渠道库存推移



说明:

(1) 正常生产节奏——假设冷年 12 个月均衡生产，实际操作过程中，格力接近这种情况，不过受 1-2 月份的春节因素影响，以及上半年的出口旺季影响，内销的生产一般会更加前置；

(2) 正常销售节奏——取 2015 冷年-2020 冷年“每月销量/年销量”的均值，作为每个月的正常销售占比；

(3) 前一冷年末库存——假设为新冷年目标的 10%，也就是说，每年 7 月末，渠道还剩下相当于新冷年销售目标 10%左右的库存；

(4) 月度渠道库存计算方式——上月末库存+当月提货 (=生产) -当月销售

(5) 正常渠道库存——假设销售目标与新冷年市场需求增长匹配，比如，新冷年终端需求实现 10%增长，新冷年工厂的目标也是 10%增长，或者二者偏差不大；

(6) 10%偏差情况下的渠道库存——新冷年目标增速高于市场最终需求增速 10%左右，比如（目标，实际）组合为（10%，0%），（20%，10%）等；

(7) 20%偏差情况下的渠道库存——新冷年目标增速高于市场最终需求增速 20%左右，比如（目标，实际）组合为（10%，-10%），（20%，0%）等；

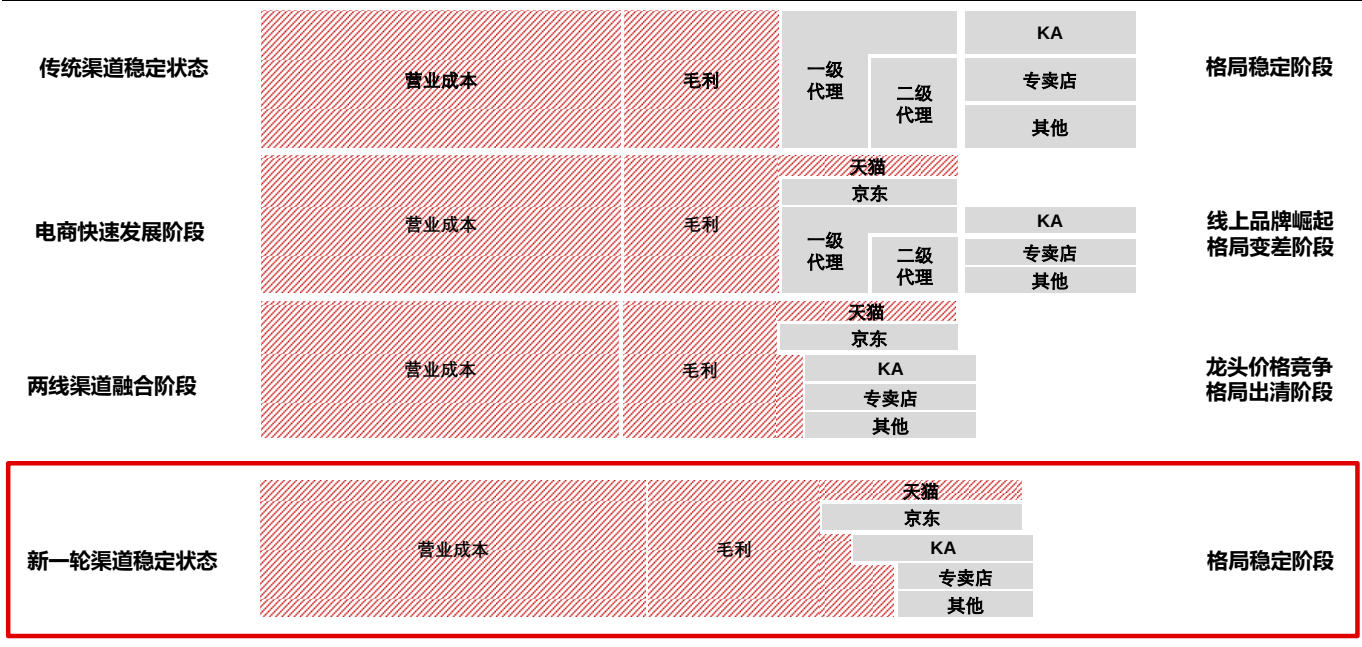
(8) 30%偏差情况下的渠道库存——新冷年目标增速高于市场最终需求增速 30%左右，比如（目标，实际）组合为（10%，-20%），（20%，-10%）等；

(9) 出货目标是在冷年初确定，销售情况为后验数据。

资料来源：奥维云网，长江证券研究所

渠道融合之后，虽然由于效率提升，家电产业链整体被缩短，但白电龙头直接参与的产业链却在变长；竞争变革阶段，变长的产业链是成本费用项，挤出来的利润和效率用于终端竞争；但进入新一轮格局红利期之后，变长的产业链一方面有望像零部件等环节一样，受益规模经营，带来额外利润；另一方面，变长的产业链也意味着厂商与消费者距离更近，渠道控制力更强，没有中间环节截流，产业上行阶段，终端提价有望直接兑现到出厂端；简单来说，渠道利润重分配将进一步提升白电龙头的盈利中枢。

图 5：白电龙头直接参与的产业链在变长，新一轮渠道与格局稳态带来利润重分配空间



资料来源：长江证券研究所

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	170497	210057	238648	266591
营业成本	124229	150081	169033	187226
毛利	46268	59975	69616	79365
%营业收入	27%	29%	29%	30%
营业税金及附加	965	1616	1836	2052
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	13043	20375	23865	26659
%营业收入	8%	10%	10%	10%
管理费用	3604	5251	5966	7998
%营业收入	2%	3%	3%	3%
研发费用	6053	6172	7012	7833
%营业收入	4%	3%	3%	3%
财务费用	-1938	-2168	-2472	-2472
%营业收入	-1%	-1%	-1%	-1%
加: 资产减值损失	-466	0	0	0
信用减值损失	193	0	0	0
公允价值变动收益	200	0	0	0
投资收益	713	-237	-270	-301
营业利润	26044	29476	34259	38246
%营业收入	15%	14%	14%	14%
营业外收支	265	300	350	400
利润总额	26309	29776	34609	38646
%营业收入	15%	14%	15%	14%
所得税费用	4030	4591	5336	5958
净利润	22279	25185	29273	32688
归属于母公司所有者的净利润	22175	25053	29119	32516
少数股东损益	104	132	154	172
EPS (元)	3.69	4.16	4.84	5.41

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	19239	44822	35834	38973
取得投资收益收回现金	305	-237	-270	-301
长期股权投资	-1056	0	0	0
资本性支出	-441	0	0	0
其他	1289	-462	-411	-361
投资活动现金流净额	98	-699	-681	-662
债券融资	0	0	0	0
股权融资	15	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	37600	-20304	0	0
筹资成本	-14236	-332	-28	-28
其他	-44490	0	0	0
筹资活动现金流净额	-21111	-20637	-28	-28
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-2148	23486	35125	38283

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	136413	159899	195024	233307
交易性金融资产	371	371	371	371
应收账款	8738	8919	10133	11319
存货	27880	25190	28370	31424
预付账款	3129	2505	2822	3126
其他流动资产	37102	37043	37066	37088
流动资产合计	213633	233926	273785	316634
长期股权投资	8120	8120	8120	8120
投资性房地产	463	463	463	463
固定资产合计	18991	18991	18991	18991
无形资产	5878	5878	5878	5878
商誉	202	202	202	202
递延所得税资产	11550	11550	11550	11550
其他非流动资产	20381	21148	21915	22682
资产总计	279218	300278	340905	384521
短期贷款	20304	0	0	0
应付款项	31605	43567	49069	54350
预收账款	0	8617	9790	10937
应付职工薪酬	3365	3588	4041	4476
应交税费	2301	3880	4408	4924
其他流动负债	100903	94700	98398	101948
流动负债合计	158479	154354	165707	176635
长期借款	1861	1861	1861	1861
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1411	1411	1411	1411
其他非流动负债	587	587	587	587
负债合计	162337	158213	169566	180494
归属于母公司所有者权益	115190	140243	169362	201878
少数股东权益	1690	1823	1977	2149
股东权益	116880	142066	171339	204026
负债及股东权益	279218	300278	340905	384521

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益	3.69	4.16	4.84	5.41
每股经营现金流	3.20	7.45	5.96	6.48
市盈率	16.80	14.29	12.29	11.01
市净率	3.23	2.55	2.11	1.77
EV/EBIDTA	9.86	7.53	5.33	3.63
总资产收益率	7.9%	8.3%	8.5%	8.5%
净资产收益率	19.3%	17.9%	17.2%	16.1%
净利率	13.0%	11.9%	12.2%	12.2%
资产负债率	58.1%	52.7%	49.7%	46.9%
总资产周转率	0.61	0.70	0.70	0.69

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10% 之间

中 性： 相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间

减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

