

# 格力电器 (000651)

证券研究报告

2020年07月15日

## 二季度收入好于预期，期待公司渠道改革加速

**事件：**公司 20H1 约实现营业收入 695 至 725 亿元，同比-29%至-26%，归母净利润 63 至 72 亿元，同比-54%至-48%；其中 20Q2 约实现营业收入 486 至 516 亿元，同比-15%至-10%，归母净利润 47 至 56 亿元，同比-41%至-30%。

### 二季度收入好于预期，期待公司渠道改革加速

根据产业在线数据，20 年 4-5 月空调行业整体内销量 1736.3 万台，同比-15.9%，外销量 1340.6 万台，同比-1.3%，环比 20Q1 行业内外销增速情况均出现明显好转。格力 20 年 4-5 月内外销增速分别为-18.7%及-14.3%，环比 20Q1 均有明显的恢复，但仍低于行业水平。格力 6-7 月以来的排产数据同比去年恢复至个位数增长，环比改善趋势较为明显。

**从零售端看，**由于 Q1 疫情的影响，线下安装活动受限的空调品类整体需求减弱，随着 Q2 疫情的逐步控制以及各类空调促销活动层出不穷，终端市场环比大幅好转，但整体仍延续 19 年行业零售量下滑的情况。疫情加速了改革，进入 Q2 后我们能看到原来主要依赖传统线下渠道的格力做了许多变化，自 4 月底开始在多个平台上数次尝试直播带货，直播带货模式下共实现约 178 亿元，占根据快报数据计算下的 Q2 营业总收入的 35%~37%。**从收入绝对值的角度看，**去年 Q2 单季度收入本身接近历史峰值，因此基数相对较高，考虑到疫情对 4 月销售多少有些延续性影响的因素，20Q2 收入表现好于预期，同时我们也期待在尝鲜了直播模式后，营销方面将会为公司带来新的想法，快报中也指出公司稳步推进销售渠道和内部管理变革，渠道改革有望加速。

### 公司采取积极促销政策，净利率降幅明显

Q1 空调终端销售受疫情影响严重，行业内公司在 Q2 齐齐开启各类促销活动，根据中怡康数据，格力、美的线下均价都保持较大幅度的下降，20H1 公司归母净利率约在 9.1%~9.9%之间，19H1 则为 14.0%，同比-4~5pct，大力度的促销对公司盈利能力带来较为负面的影响。

从单月降幅环比收窄的趋势看，空调价格战似乎逐渐进入尾声，随着旺季的到来以及竣工数据好转的逐步兑现，行业需求步入恢复期，同时新能效标准的正式实施也有望带来空调销售结构的改善，我们预计终端均价或稳步提升，但需要关注的是原材料价格持续上行对盈利端的影响。

**投资建议：**短期来看，疫情的发生使家电公司基本面遭受挑战，20 年的业绩增长受困，从侧面同样是在加速公司的转型，在直播模式上的成功有望进一步加速公司渠道变革。从长期角度来看，短期的波动实为龙头企业整合市场带来了契机。后续竣工数据好转，地产后周期行业景气度上行，建议积极关注。根据 20H1 业绩快报的情况，我们预计 20-22 年净利润为 192.6、232.9、259.7 亿元（前值为 210.6、238.4、262.5 亿元），对应动态估值分别为 18.3、15.1、13.6 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料涨价风险；空调业务竞争加剧；冷年开盘不及预期等。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	200,024.00	200,508.33	169,020.39	192,960.11	209,949.01
增长率(%)	33.33	0.24	(15.70)	14.16	8.80
EBITDA(百万元)	39,783.21	37,397.94	21,612.68	27,404.72	30,704.95
净利润(百万元)	26,202.79	24,696.64	19,264.87	23,292.30	25,969.08
增长率(%)	16.97	(5.75)	(21.99)	20.91	11.49
EPS(元/股)	4.36	4.11	3.20	3.87	4.32
市盈率(P/E)	13.44	14.25	18.27	15.11	13.56
市净率(P/B)	3.85	3.20	2.99	2.65	2.33
市销率(P/S)	1.76	1.76	2.08	1.82	1.68
EV/EBITDA	2.52	6.69	10.75	6.14	6.43

资料来源：wind，天风证券研究所

### 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	58.52 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)	5,970.13
A 股总市值(百万元)	352,040.57
流通 A 股市值(百万元)	349,372.01
每股净资产(元)	18.77
资产负债率(%)	58.26
一年内最高/最低(元)	70.56/48.40

### 作者

**蔡雯娟** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516100008  
caiwenjuan@tfzq.com

**卢璐** 联系人  
llu@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《格力电器-公司点评:格力快手直播——拥抱新零售的第一场洗礼》2020-05-11
- 《格力电器-年报点评报告:公司整体业绩承压，年报分红低于预期》2020-05-01
- 《格力电器-公司点评:疫情影响空调终端销售，公司长期价值仍在》2020-04-15

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	113,079.03	125,400.72	105,250.56	167,063.39	136,207.74
应收票据及应收账款	43,611.23	8,513.33	38,436.77	11,696.51	42,850.68
预付账款	2,161.88	2,395.61	2,927.92	2,376.65	3,210.10
存货	20,011.52	24,084.85	9,896.92	28,370.10	12,357.17
其他	20,847.30	52,524.13	30,576.10	33,122.56	40,690.00
<b>流动资产合计</b>	<b>199,710.95</b>	<b>212,918.64</b>	<b>187,088.28</b>	<b>242,629.20</b>	<b>235,315.69</b>
长期股权投资	2,250.73	7,064.19	7,064.19	7,064.19	7,064.19
固定资产	18,385.76	19,121.93	19,848.60	20,140.41	20,143.56
在建工程	1,663.94	2,431.05	1,494.63	944.78	596.87
无形资产	5,204.50	5,305.54	5,711.06	6,218.03	6,431.89
其他	14,946.94	21,261.62	15,651.88	16,655.23	17,891.90
<b>非流动资产合计</b>	<b>42,451.88</b>	<b>55,184.33</b>	<b>49,770.36</b>	<b>51,022.64</b>	<b>52,128.40</b>
<b>资产总计</b>	<b>251,234.16</b>	<b>282,972.16</b>	<b>247,063.29</b>	<b>305,033.55</b>	<b>299,595.95</b>
短期借款	22,067.75	15,944.18	10,000.00	10,000.00	10,000.00
应付票据及应付账款	49,822.80	66,942.02	28,499.70	73,944.86	40,815.87
其他	85,795.58	86,682.10	87,959.39	85,021.87	94,323.03
<b>流动负债合计</b>	<b>157,686.13</b>	<b>169,568.30</b>	<b>126,459.09</b>	<b>168,966.73</b>	<b>145,138.90</b>
长期借款	0.00	46.89	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	833.32	1,309.31	928.35	1,023.66	1,087.11
<b>非流动负债合计</b>	<b>833.32</b>	<b>1,356.20</b>	<b>928.35</b>	<b>1,023.66</b>	<b>1,087.11</b>
<b>负债合计</b>	<b>158,519.45</b>	<b>170,924.50</b>	<b>127,387.43</b>	<b>169,990.40</b>	<b>146,226.01</b>
少数股东权益	1,387.62	1,894.08	1,980.64	2,072.62	2,174.60
股本	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73	6,015.73
资本公积	93.38	93.38	93.38	93.38	93.38
留存收益	85,532.75	97,387.69	111,679.48	126,954.80	145,179.61
其他	(314.77)	6,656.77	(93.38)	(93.38)	(93.38)
<b>股东权益合计</b>	<b>92,714.71</b>	<b>112,047.66</b>	<b>119,675.85</b>	<b>135,043.16</b>	<b>153,369.94</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>251,234.16</b>	<b>282,972.16</b>	<b>247,063.29</b>	<b>305,033.55</b>	<b>299,595.95</b>

  

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	26,379.03	24,827.24	19,264.87	23,292.30	25,969.08
折旧摊销	3,110.33	3,194.42	1,250.48	1,350.97	1,428.68
财务费用	(1,112.66)	(4,096.87)	(811.21)	(964.80)	(839.80)
投资损失	(106.77)	226.63	(2.00)	(37.26)	(13.68)
营运资金变动	(9,785.91)	(26,025.97)	(26,334.68)	47,976.36	(48,546.88)
其它	8,456.77	29,768.25	(98.89)	121.84	126.36
<b>经营活动现金流</b>	<b>26,940.79</b>	<b>27,893.71</b>	<b>(6,731.42)</b>	<b>71,739.40</b>	<b>(21,876.24)</b>
资本支出	8,257.50	9,408.80	1,927.22	1,604.58	1,334.34
长期投资	2,140.34	4,813.45	100.00	100.00	100.00
其他	(32,243.60)	(25,497.30)	1,461.69	(4,577.42)	(3,506.95)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(21,845.77)</b>	<b>(11,275.05)</b>	<b>3,488.91</b>	<b>(2,872.84)</b>	<b>(2,072.62)</b>
债权融资	22,067.75	15,991.06	10,000.00	10,000.00	10,000.00
股权融资	568.40	9,485.91	(5,851.21)	1,052.53	927.53
其他	(20,122.30)	(44,698.95)	(31,056.43)	(18,106.27)	(17,834.33)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,513.85</b>	<b>(19,221.98)</b>	<b>(26,907.64)</b>	<b>(7,053.73)</b>	<b>(6,906.80)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>7,608.87</b>	<b>(2,603.31)</b>	<b>(30,150.15)</b>	<b>61,812.82</b>	<b>(30,855.65)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>200,024.00</b>	<b>200,508.33</b>	<b>169,020.39</b>	<b>192,960.11</b>	<b>209,949.01</b>
营业成本	138,234.17	143,499.37	122,978.05	135,340.37	146,707.62
营业税金及附加	1,741.89	1,542.98	1,182.78	1,543.68	1,679.59
营业费用	18,899.58	18,309.81	15,617.74	18,331.21	19,525.26
管理费用	4,365.85	3,795.65	3,496.96	4,631.04	5,038.78
研发费用	6,988.37	5,891.22	5,080.67	6,753.60	7,348.22
财务费用	(948.20)	(2,426.64)	(811.21)	(964.80)	(839.80)
资产减值损失	261.67	(842.89)	114.00	372.02	409.02
公允价值变动收益	46.26	228.26	(190.00)	28.30	22.07
投资净收益	106.77	(226.63)	2.00	37.26	13.68
其他	(669.24)	1,132.10	(578.00)	(788.12)	(811.50)
<b>营业利润</b>	<b>30,996.88</b>	<b>29,605.11</b>	<b>22,127.40</b>	<b>27,675.55</b>	<b>30,856.07</b>
营业外收入	317.86	345.71	475.00	0.00	0.00
营业外支出	41.23	598.11	9.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>31,273.51</b>	<b>29,352.71</b>	<b>22,593.40</b>	<b>27,675.55</b>	<b>30,856.07</b>
所得税	4,894.48	4,525.46	3,237.42	4,289.71	4,782.69
<b>净利润</b>	<b>26,379.03</b>	<b>24,827.24</b>	<b>19,355.98</b>	<b>23,385.84</b>	<b>26,073.38</b>
少数股东损益	176.24	130.60	91.11	93.54	104.29
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>26,202.79</b>	<b>24,696.64</b>	<b>19,264.87</b>	<b>23,292.30</b>	<b>25,969.08</b>
每股收益(元)	4.36	4.11	3.20	3.87	4.32

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	33.33%	0.24%	-15.70%	14.16%	8.80%
营业利润	18.64%	-4.49%	-25.26%	25.07%	11.49%
归属于母公司净利润	16.97%	-5.75%	-21.99%	20.91%	11.49%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.89%	28.43%	27.24%	29.86%	30.12%
净利率	13.10%	12.32%	11.40%	12.07%	12.37%
ROE	28.69%	22.42%	16.37%	17.52%	17.18%
ROIC	-70.51%	-98.77%	-53.57%	-1150.20%	-50.05%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.10%	60.40%	51.56%	55.73%	48.81%
净负债率	-98.16%	-97.65%	-79.59%	-116.31%	-82.29%
流动比率	1.27	1.26	1.48	1.44	1.62
速动比率	1.14	1.12	1.40	1.27	1.54
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.90	7.69	7.20	7.70	7.70
存货周转率	10.94	9.09	9.95	10.08	10.31
总资产周转率	0.86	0.75	0.64	0.70	0.69
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	4.36	4.11	3.20	3.87	4.32
每股经营现金流	4.48	4.64	-1.12	11.93	-3.64
每股净资产	15.18	18.31	19.56	22.10	25.13
<b>估值比率</b>					
市盈率	13.44	14.25	18.27	15.11	13.56
市净率	3.85	3.20	2.99	2.65	2.33
EV/EBITDA	2.52	6.69	10.75	6.14	6.43
EV/EBIT	2.73	7.32	11.41	6.46	6.74

### 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	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com