

# 让利活动对业绩影响有限，有利库存去化及市占率提升

## 格力电器（000651.SZ）动态点评

### 核心结论

**事件：**格力电器宣布于双十一当天联合线下经销商，展开最多达30亿的让利活动；双十一当天，格力电器宣布对在2019年购买“俊越”及“T爽”机型的消费者进行补贴。

**让利活动幅度约30%，驱动销售额约70亿。**从活动内容上看，本次活动于线上线下同步进行，主要针对8款机型（均为低端机型，线上主要是采用店铺满减优惠券的形式），价格降幅在30%左右，对应销售额约为70亿，对应空调零售量约为400万套。

**补贴机型零售量占比低，对业绩影响有限。**回溯补贴机型中T爽机型更多在工程渠道销售，零售较少；俊悦对应机型19年6月上市销售，实际零售亦较少。我们估计此次补贴机型零售量占比约为3%左右，对应零售量约为100万台。

**低端库存去化有助于减轻渠道压力。**根据我们的估算，截止9月底格力渠道库存接近4个月，相比去年同比略高。淡季促销活动有利于渠道库存去化，减轻渠道压力。同时，目前库存中低端机型占比较高，去化低端库存有利于厂家接受新能效标准。

**促销活动有利于格力市占率提升。**根据历史数据测算，格力与美的价差扩大至15%以上时，格力市场份额下降；下降至10%以下时，格力市场份额提升。在美的发展网批模式的背景下，今年以来格力与美的价差逐渐扩大。我们认为，格力让利活动有利于缩小价差，提高格力市占率。

**我们维持“买入”评级，维持2019年/2020年每股盈利预测4.84元/5.70元，当前股价对应PE分别为12X/10X。**

**风险提示：**行业价格战加剧，终端销售不及预期

### 核心数据

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	150,020	200,024	212,375	236,759	281,875
增长率(%)	36.2%	33.3%	6.2%	11.5%	19.1%
净利润（百万元）	22,425	26,203	29,110	34,440	35,669
增长率(%)	45.4%	16.8%	11.1%	18.3%	3.6%
每股收益（EPS）	3.72	4.36	4.84	5.70	5.87
市盈率（P/E）	15.8	13.5	12.1	10.3	10.0
市净率（P/B）	5.2	3.8	3.0	2.7	2.5

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

### 公司评级

### 买入

股票代码	000651
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格	59.16

### 近一年股价走势



### 分析师

雒雅梅 S0800518080002  
  
 luoyamei@research.xbmail.com.cn

### 联系人

孙谦  
  
 sunqian@research.xbmail.com.cn  
 杨振艺  
 15271939010  
 yangzhenyi@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

格力电器：前三季度归母净利润同比增长 4.7%，符合预期—格力电器（000651.SZ）三季报点评 2019-10-31  
 格力电器：大股东股权转让方确定，产业资源整合可期—格力电器（000651.SZ）大股东股权转让事项进展点评 2019-10-29  
 格力电器：高产业链壁垒不惧短期需求波动—格力电器（000651.SZ）深度研究报告 2019-09-23

## 30亿让利带动百亿销售，业绩影响有限

### 双十一线上空调零售额超36亿

从活动内容上看，本次活动于线上线下同步进行，主要针对8款机型（均为低端机型，线上主要是采用店铺满减优惠券的形式），价格降幅在30%左右，对应销售额约为70亿，对应空调零售量约为400万套。根据格力公布数据，格力双十一全品类线上销售额超41亿，同比增长200%，其中空调线上销售额超36亿，同比增长178%。根据我们的估算，双十一线上空调零售量约为200万套。

### 后续补贴机型零售量占比少

回溯补贴机型中T爽机型更多在工程渠道销售，零售较少；俊悦对应机型19年6月上市销售，实际零售亦较少。根据产业在线数据，1-9月份格力空调内销出货量约为2600万台，我们估计1-10月份零售量约为3000万台。此外，我们估计两款追溯机型工程+零售量占比约为5-10%，考虑到工程渠道销售不参与补贴，且俊悦机型上市销售时间较短。我们估计此次补贴机型零售量占比约为3%左右，对应零售量约为100万台。若按照双十一活动力度进行补贴，补贴支出约为6亿。我们认为此次补贴不一定全部以现金形式支出，有可能部分补贴采用代金券形式。

### 全年业绩影响有限

根据我们的测算，格力线上让利部分将直接采用折让方式计入收入，线上折让部分约为15亿人民币。另外，我们认为，线下让利部分将采用返利形式兑现，线下返利兑现部分约为15亿。如果假设1)后续对特定机型的追溯补贴全部为现金支出并计入销售费用(约6亿)，2)此次让利活动带来的购买需求全部为迁移需求(即不带给格力任何额外的销售量)，3)30亿让利全部由格力电器承担，在最保守的情况下，我们预计对净利润的整体影响约为15亿，对全年净利润影响约为5%。

## 低端机型库存去化有利减轻渠道压力

此次促销机型均为低端机型(三级能效)，我们认为，低端机型促销通过两方面减轻渠道压力。1)淡季清库存，直接减少库存压力。截止9月底，根据我们的估算，格力全渠道库存同比略有提升，在终端销售进入淡季的情况下，库存存在一定压力。格力通过让利方式直接帮助经销商减少库存压力。2)我们认为，空调新能效标准将使得目前大部分低端机型低于合格线标准，此次让利活动有利于经销商去化低端机型库存，迎接新能效标准，提高经销商来年提货积极性。

## 风险提示

行业价格战进一步扩大，终端零售不及预期

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	99,610	113,079	149,106	149,530	186,233	营业收入	150,020	200,024	212,375	236,759	281,875
应收款项	38,071	43,611	43,788	53,667	62,390	营业成本	(99,759)	(138,280)	(142,855)	(163,752)	(190,586)
存货净额	16,568	20,012	20,011	30,653	22,768	营业税金及附加	(1,513)	(1,742)	(1,607)	(1,792)	(2,133)
其他流动资产	17,285	23,009	30,299	29,102	32,857	销售费用	(16,660)	(18,900)	(25,121)	(19,903)	(34,697)
<b>流动资产合计</b>	<b>171,535</b>	<b>199,711</b>	<b>243,203</b>	<b>262,952</b>	<b>304,248</b>	管理费用	(6,071)	(4,366)	(4,667)	(5,203)	(6,194)
固定资产及在建工程	17,467	18,386	19,060	19,664	20,632	财务费用	(431)	948	2,000	2,124	2,714
长期股权投资	1,021	1,664	2,270	2,610	3,147	其他费用/( -收入)	542	(6,688)	(5,760)	(7,031)	(8,354)
无形资产	3,604	5,205	6,392	7,640	9,472	<b>营业利润</b>	<b>26,127</b>	<b>30,997</b>	<b>34,365</b>	<b>41,203</b>	<b>42,626</b>
其他非流动资产	110	2,251	2,251	2,251	2,251	营业外净收支	514	277	632	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>43,433</b>	<b>51,523</b>	<b>53,991</b>	<b>56,183</b>	<b>59,520</b>	<b>利润总额</b>	<b>26,641</b>	<b>31,274</b>	<b>34,997</b>	<b>41,203</b>	<b>42,626</b>
<b>资产总计</b>	<b>214,968</b>	<b>251,234</b>	<b>297,195</b>	<b>319,135</b>	<b>363,768</b>	所得税费用	(4,109)	(4,894)	(5,757)	(6,568)	(6,765)
短期借款	18,646	22,068	22,068	22,068	22,068	<b>净利润</b>	<b>22,532</b>	<b>26,379</b>	<b>29,240</b>	<b>34,635</b>	<b>35,862</b>
应付款项	44,320	49,823	69,146	67,237	91,507	少数股东损益	(107)	(176)	(129)	(195)	(193)
其他流动负债	84,525	85,796	89,824	99,506	108,252	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>22,425</b>	<b>26,203</b>	<b>29,110</b>	<b>34,440</b>	<b>35,669</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>147,491</b>	<b>157,686</b>	<b>181,038</b>	<b>188,811</b>	<b>221,827</b>	<b>财务指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	642	833	833	833	833	ROE	33.6%	28.3%	25.2%	26.6%	25.3%
<b>长期负债合计</b>	<b>642</b>	<b>833</b>	<b>833</b>	<b>833</b>	<b>833</b>	毛利率	32.5%	30.0%	32.0%	30.1%	31.6%
<b>负债合计</b>	<b>148,133</b>	<b>158,519</b>	<b>181,871</b>	<b>189,645</b>	<b>222,660</b>	营业利润率	15.4%	14.7%	16.0%	12.6%	16.4%
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016	销售净利率	14.9%	13.1%	13.7%	14.5%	12.7%
股东权益	60,819	86,699	109,307	123,475	135,092	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>214,968</b>	<b>251,234</b>	<b>297,195</b>	<b>319,135</b>	<b>363,768</b>	营业收入增长率	36.2%	33.3%	6.2%	11.5%	19.1%
						营业利润增长率	49.7%	18.6%	10.9%	19.9%	3.5%
						净利润增长率	45.4%	16.8%	11.1%	18.3%	3.6%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	68.9%	63.1%	61.2%	59.4%	61.2%
						流动比	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
						速动比	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	3.72	4.36	4.84	5.70	5.87
						BVPS	11.09	15.43	19.18	21.43	23.24
						<b>估值</b>					
						P/E	15.8	13.5	12.1	10.3	10.0
						P/B	5.2	3.8	3.0	2.7	2.5
						P/S	2.3	1.7	1.6	1.5	1.2

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

## 联系我们

**联系地址:** 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层  
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

## 机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkeshu@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
吕洋	深圳	高级机构销售	13510340006	lvyang@research.xbmail.com.cn
杨洋	深圳	机构销售助理	13760192366	yangyang@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
李思	广州/上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本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：91610000719782242D。