申万宏源研究 SWS RESEARCH

家用电器

2020 年 07 月 15 日

格力电器 (000651)

——2020 年中报业绩预告点评：渠道变革加速，底部反转可期

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：	2020 年 07 月 15 日
收盘价（元）	58.68
一年内最高/最低（元）	70.56/48.4
市净率	3.1
息率（分红/股价）	2.04
流通 A 股市值（百万元）	350316
上证指数/深证成指	3361.30/13734.13

注："息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2020 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	18.77
资产负债率%	58.26
总股本/流通 A 股(百万)	6016/5970
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《格力电器（000651）点评： 2019 年报暨 2020 一季报点评：至暗时刻已过，业绩改善确立》 2020/05/07

《格力电器（000651）点评：无惧短期波动，不改长期价值》 2020/04/20

证券分析师
刘正 A0230518100001
liuzheng@swsresearch.com
史晋星 A0230519080005
shijx@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

联系人
史晋星
(8621)23297818×转
shijx@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **中报业绩略低于预期。**公司发布 2020 年上半年业绩预告：预计实现营业总收入 695 亿元—725 亿元，同比下滑 26%-29%，归母净利润 63 亿元-72 亿元，同比下降 48%-54%；单拆二季度来看，公司收入同比下降 10%-15%至 491~521 亿元，基本符合预期，归母净利润同比下降 41%-30%至 47~56 亿元，业绩略低于预期。公司分析上半年收入业绩下滑主要是疫情冲击终端需求减弱、"董明珠的店"推广新零售模式积极促销有关。

- **上半年库存去化+价格让利动销加快。**公司上半年去库存压力下排产表现弱于行业，根据产业在线，2020 年 4-5 月空调行业整体内销量 1736 万台，同比下降 15.9%，外销量 1341 万台，同比下降 1.3%，内外销相比 20Q1 降幅 51%和 10%均出现明显好转。格力空调二季度 4-5 月内外销分别下滑 18.7%及 14.3%，去库存压力下表现不及行业；不过从终端动销来看，格力二季度整体安装卡表现仍有双位数增长，目前渠道库存去化成效显著，预计降至 3 个多月的旺季销量。下半年新能效标准推出背景下，行业量价齐升渐行渐近。公司二季度收入下降我们预计价格让利为主，销量二季度通过 6 月份直播带货拉动基本打平。目前"格力董明珠店"在全国范围内推广新零售模式，销售渠道和内部管理变革仍是关键。

- **渠道变革加速，利益协同未来可期。**直播带货提升线上市场份额，公司自 4 月 24 日起先后在抖音、快手、京东、天猫等多个平台五次直播带货，二季度累计实现约 178 亿元销售表现，占公司 Q2 营业收入比重约 35%~37%。7 月份开始，公司进一步开启全国巡回直播带货，第一场赣江完成 50.8 亿元表现。从奥维云网数据来看，直播带货有效提升了公司线上市场份额，2020 年第 25-26 周（6 月 15 日至 6 月 28 日），格力空调在国内线上零售份额超越美的，分别达到 33%、35.2%。销售公司扁平化大势所趋，利益协同进入调整深水区。格力混改理顺管理层和股东利益关系后，渠道销售体系变革迫在眉睫，原来北京盛世欣兴-各地盛世新兴-代理商-经销商线下体系面临渠道扁平化、销司转型压力，近期京海担保减持结束，后续公司股份回购、管理层股权激励可期，我们认为 20H1 是公司市场份额、降价去库存压力最大的经营底部，看好这一轮渠道调整后公司经营重回增长潜力。

- **盈利预测与投资评级。**我们下调公司 2020-2022 年净利润为 206 亿元、254 亿元和 294 亿元（原值为 242 亿、298 亿和 330 亿），分别同比下滑 17%、增长 23%和 16%，对应 EPS 3.42 元、4.22 元和 4.89 元，对应当前股价估值分别为 17 倍、14 倍和 12 倍，我们依然看好格力渠道变革后重新提升市场份额、扩大竞争优势，维持"买入"投资评级。

财务数据及盈利预测

	2019	2020Q1	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	200,508	20,909	184,067	206,384	232,574
同比增长率（%）	0.2	-49.0	-8.2	12.1	12.7
归母净利润（百万元）	24,697	1,558	20,587	25,389	29,417
同比增长率（%）	-5.8	-72.5	-16.6	23.3	15.9
每股收益（元/股）	4.11	0.26	3.42	4.22	4.89
毛利率（%）	27.6	17.5	26.8	29.2	29.8
ROE（%）	22.4	1.4	17.3	19.3	19.8
市盈率	14		17	14	12

注："市盈率"是指目前股价除以各年每股收益;"净资产收益率"是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元，百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	200,024	200,508	184,067	206,384	232,574
其中：营业收入	198,123	198,153	182,067	204,384	230,574
减：营业成本	138,234	143,499	133,342	144,615	161,891
减：税金及附加	1,742	1,543	1,625	1,736	1,933
主营业务利润	58,147	53,111	47,100	58,033	66,750
减：销售费用	18,900	18,310	17,486	20,638	23,257
减：管理费用	4,366	3,796	3,681	4,128	4,651
减：研发费用	6,988	5,891	5,522	6,192	6,977
减：财务费用	-948	-2,427	-1,847	-665	-689
经营性利润	28,842	27,541	22,258	27,740	32,554
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	0	-279	-346	-57	-72
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-262	-843	-331	-28	-43
加：投资收益及其他	516	832	300	150	150
营业利润	30,997	29,605	23,880	29,806	34,587
加：营业外净收入	277	-252	500	300	300
利润总额	31,274	29,353	24,380	30,106	34,887
减：所得税	4,894	4,525	3,684	4,583	5,315
净利润	26,379	24,827	20,696	25,523	29,572
少数股东损益	176	131	109	134	156
归属于母公司所有者的净利润	26,203	24,697	20,587	25,389	29,417
全面摊薄总股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
每股收益（元）	4.36	4.11	3.42	4.22	4.89

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；
增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；
中性（Neutral）：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。