

格力电器 (000651.SZ)

Q3 环比改善，期待渠道改革成效显现

核心观点：

- **公司披露 2020 年三季报。**2020 年前三季度公司实现营业收入 1258.9 亿元 (YoY-18.8%)，归母净利 137.0 亿元 (YoY-38.1%)，扣非归母净利 125.8 亿元 (YoY-41.7%)，毛利率 23.4% (YoY-6.8pct)，净利率 10.8% (YoY-3.4pct)。Q3 单季营业收入 568.7 亿元 (YoY-2.5%)，归母净利 73.4 亿元 (YoY-12.3%)，扣非归母净利 65.9 亿元 (YoY-19.4%)，毛利率 26.1% (YoY-2.6pct)，净利率 12.9% (YoY-1.4pct)。Q3 疫情影响趋弱，且格力渠道库存逐渐去化为出货端带来空间，带动收入环比改善。同时均价提升带动毛利率下滑幅度收窄 (H1 YoY-9.9pct)。非经常性收益 7.5 亿元，主要系政府补助及套保等产生的投资收益。
- **Q3 环比持续改善，新能效落地、地产竣工利好后续量价齐升。**根据产业在线数据，2020Q3 空调行业内/外销量同比+4.5%/+16.8%。格力内销略逊于行业，外销表现较弱，Q3 内/外销量同比+2.6%/-2.3%，但环比持续改善 (H1 -28%/-10%)。Q3 格力线上/线下均价同比-14.4%/-9.3% (行业-0.9%/-4.4%)，去年高价库存未降价导致基数较高。但格力 Q3 线上/线下降幅环比 H1 大幅收窄 15.3pct/3.3pct，与行业 16.2pct/3.4pct 收窄幅度相当。后续随新能效产品落地，空调格局稳固有望进一步提升价格。同时明年竣工或将迎来交付高峰利好空调行业。
- **积极推进渠道变革，期待龙头进一步提高渠道效率。**公司今年以来已开展包括“618”、赣州等 9 场直播活动，打造线上线下融合的新零售模式。同时不断推进线下渠道改革，缩减渠道层级减少冗余环节加价。
- **盈利预测和投资建议。**预计公司 2020-22 年净利分别为 185.1/241.2/269.0 亿元，最新收盘价对应 21 年 PE14.6x。参考可比公司估值，给予公司 2021 年 PE16.0x，合理价值 64.14 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**价格战持续恶化；需求持续低迷；线上拓展不及预期。

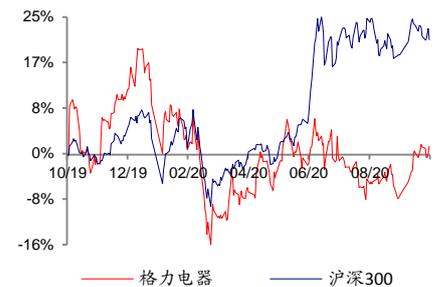
盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	200,024	200,508	174,634	200,913	218,219
增长率 (%)	33.3%	0.2%	-12.9%	15.0%	8.6%
EBITDA (百万元)	32,858	30,606	22,848	29,798	33,129
归母净利润 (百万元)	26,203	24,697	18,511	24,118	26,903
增长率 (%)	17.0%	-5.7%	-25.0%	30.3%	11.5%
EPS (元/股)	4.36	4.11	3.08	4.01	4.47
市盈率 (P/E)	8.19	15.97	18.99	14.57	13.07
ROE (%)	28.7%	22.4%	16.1%	18.6%	18.5%
EV/EBITDA	3.76	9.32	12.06	8.74	7.37

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	58.43 元
合理价值	64.14 元
前次评级	买入
报告日期	2020-11-01

相对市场表现



分析师：

曾婵



SAC 执证号：S0260517050002

SFC CE No. BNV293



0755-82771936



zengchan@gf.com.cn

分析师：

袁雨辰



SAC 执证号：S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-38003640



yuanyuchen@gf.com.cn

相关研究：

格力电器 (000651.SZ) :Q2 2020-08-31

环比改善，期待持续复苏

格力电器 (000651.SZ) :Q2 2020-07-15

降幅收窄，期待继续回升

格力电器 (000651.SZ) :从 2020-06-29

“董明珠的店”看格力渠道

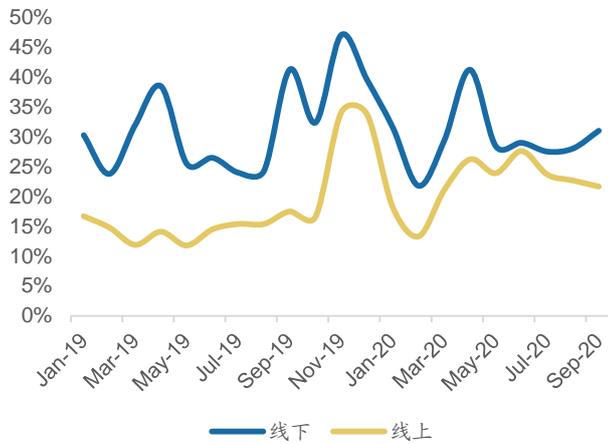
转型

联系人：

高润鑫

gaorunxin@gf.com.cn

图 1: 格力空调零售量份额 (%)



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 2: 格力空调零售均价 (元)



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

表 1: 格力电器可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价 (元人民币)	每股收益 (元人民币)			市盈率 (X)		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
000333.SZ	美的集团	77.87	3.47	3.57	4.08	16.33	21.79	19.09
600690.SH	海尔智家	24.86	1.25	1.21	1.42	15.32	20.54	17.52
	行业平均					15.83	21.17	18.31
000651.SZ	格力电器	58.43	4.11	3.06	3.94	15.66	18.99	14.57

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 股价为 2020-10-30 收盘价; 所有公司 2019 年 EPS 为年报数据, 2020、2021 年预测数据均与广发证券外发报告一致。

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	199,711	213,364	249,295	269,791	294,900
货币资金	113,079	125,401	130,016	140,963	159,892
应收及预付	45,773	10,909	47,608	54,653	59,266
存货	20,012	24,085	16,770	18,913	20,241
其他流动资产	20,847	52,970	54,900	55,262	55,501
非流动资产	51,523	69,608	62,126	62,686	63,213
长期股权投资	2,251	7,064	7,064	7,064	7,064
固定资产	18,386	19,122	19,598	19,326	18,953
在建工程	1,664	2,431	2,931	2,631	2,331
无形资产	5,205	5,306	5,310	5,472	5,683
其他长期资产	24,018	35,685	27,222	28,192	29,182
资产总计	251,234	282,972	311,421	332,477	358,113
流动负债	157,686	169,568	192,780	199,191	208,497
短期借款	22,068	15,944	53,903	49,760	52,403
应付及预收	59,615	75,168	69,246	78,470	84,283
其他流动负债	76,004	78,456	69,631	70,961	71,811
非流动负债	833	1,356	1,680	1,680	1,680
长期借款	0	47	47	47	47
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	833	1,309	1,633	1,633	1,633
负债合计	158,519	170,925	194,460	200,871	210,177
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
资本公积	93	93	93	93	93
留存收益	85,439	97,294	108,401	122,872	139,014
归属母公司股东权益	91,327	110,154	114,950	129,441	145,603
少数股东权益	1,388	1,894	2,011	2,165	2,334
负债和股东权益	251,234	282,972	311,421	332,477	358,113

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	200,024	200,508	174,634	200,913	218,219
营业成本	138,280	143,499	131,638	148,459	158,880
营业税金及附加	1,742	1,543	873	1,005	1,091
销售费用	18,900	18,310	13,272	14,064	16,366
管理费用	4,366	3,796	3,318	4,018	4,801
研发费用	6,988	5,891	5,414	6,228	6,765
财务费用	-948	-2,427	-498	-538	-803
资产减值损失	-262	-843	-85	-106	-115
公允价值变动收益	46	228	80	60	40
投资净收益	107	-227	100	150	200
营业利润	30,997	29,605	21,712	28,580	31,843
营业外收支	277	-252	332	202	222
利润总额	31,274	29,353	22,044	28,782	32,065
所得税	4,894	4,525	3,416	4,510	4,992
净利润	26,379	24,827	18,628	24,272	27,072
少数股东损益	176	131	117	154	169
归属母公司净利润	26,203	24,697	18,511	24,118	26,903
EBITDA	32,858	30,606	22,848	29,798	33,129
EPS (元)	4.36	4.11	3.08	4.01	4.47

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	26,941	27,894	-22,754	28,096	30,435
净利润	26,379	24,827	18,628	24,272	27,072
折旧摊销	3,110	3,137	2,729	2,660	2,813
营运资金变动	-1,211	4,087	-46,066	960	408
其它	-1,338	-4,157	1,955	204	141
投资活动现金流	-21,846	-11,275	4,143	-1,869	-1,920
资本支出	-3,831	-4,704	-3,379	-2,049	-2,130
投资变动	-9,797	-4,836	-30	-30	-30
其他	-8,218	-1,736	7,552	210	240
筹资活动现金流	2,514	-19,222	23,227	-15,280	-9,586
银行借款	3,407	-6,389	37,959	-4,143	2,643
股权融资	0	327	0	0	0
其他	-893	-13,159	-14,732	-11,137	-12,229
现金净增加额	7,609	-2,603	4,616	10,947	18,929
期初现金余额	21,360	28,772	125,401	130,016	140,963
期末现金余额	28,772	26,373	130,016	140,963	159,892

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	33.3%	0.2%	-12.9%	15.0%	8.6%
营业利润增长	18.6%	-4.5%	-26.7%	31.6%	11.4%
归母净利润增长	17.0%	-5.7%	-25.0%	30.3%	11.5%
获利能力					
毛利率	30.9%	28.4%	24.6%	26.1%	27.2%
净利率	13.2%	12.4%	10.7%	12.1%	12.4%
ROE	28.7%	22.4%	16.1%	18.6%	18.5%
ROIC	-1645.1380.7%		42.6%	57.9%	64.7%
偿债能力					
资产负债率	63.1%	60.4%	62.4%	60.4%	58.7%
净负债比率	8.8%	5.7%	17.3%	15.0%	14.6%
流动比率	1.27	1.26	1.29	1.35	1.41
速动比率	1.13	1.10	1.18	1.23	1.29
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.75	0.59	0.62	0.63
应收账款周转率	4.90	7.69	4.12	4.12	4.12
存货周转率	7.56	6.51	7.85	7.85	7.85
每股指标 (元)					
每股收益	4.36	4.11	3.08	4.01	4.47
每股经营现金流	4.48	4.64	-3.78	4.67	5.06
每股净资产	15.18	18.31	19.11	21.52	24.20
估值比率					
P/E	8.19	15.97	18.99	14.57	13.07
P/B	2.35	3.58	3.06	2.72	2.41
EV/EBITDA	3.76	9.32	12.06	8.74	7.37

广发家电行业研究小组

- 曾 婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
高 润 鑫：研究助理，复旦大学资产评估学硕士，同济大学工学学士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。