

中信证券研究部



汪浩
首席家电分析师
S1010518080005



陈俊斌
首席制造产业分析师
S1010512070001

核心观点

我们认为，格力此次 30 亿促销事件是在坚持做长期正确的事情，而不仅仅是只是噱头，反而可能成就单日销量破百万台的高光时刻。尽管受促销费用影响，短期业绩可能出现一定扰动，但并非是长期核心，同时随着高瓴入驻，凭借互联网投资和运营经验，有望实现赋能新零售。

事件：11 月 9 日晚，格力宣布为让消费者免受低质伪劣产品之害，双十一期间决定让利消费者，单台让利接近千元，总让利额高达 30 亿元，并将在各大电商平台和线下 3 万家专卖店同步展开。次日，美的/海尔/奥克斯等迅速跟进，类似型号价格迅速下调。

定调促销事件：长期正确的事情。我们认为，格力淡季大额促销，长期看是非常正确的事情。因为空调行业已逐渐步入存量竞争，龙头内销净利率水平较高（如格力近 20%），具备发动促销进而优化格局的能力。但近段时间以来，市场更关注的是线上渠道奥克斯、小米等新晋品牌对格力的挑战。如今，格力真实出资高达 30 亿元降价促销，对中小品牌的盈利能力杀伤力较大。而格力自身凭借品牌、规模、成本、资金等各方优势，短期费用率可能有所波动，但是长期、稳定的高盈利仍可持续，符合长期投资者的价值诉求。

30 亿补贴：不只是噱头，可能成就高光时刻。我们认为，30 亿补贴不只是噱头，反而可能创造格力单日销量超百万台的历史。主要因为：1) **竣工基础盘：**明年预计地产竣工高峰，假设竣工套数约 800 万套，按户均 2 台空调，则对应约 1600 万台刚需（空调主打功能性而格力品牌力最强），按格力目前 35~40% 市占率，对应潜在容量约 600 万台，存在刚需基础盘。2) **消费者提前锁单：**格力本轮促销史无前例，只需信息有效触达用户，预计大部分刚需消费者会提前锁定购买。而据我们部分线下调研反馈，确已有延迟交付。在上述基础上，我们按照平均补贴 1000 元/台，30 亿优惠金额能支撑约 300 万台销量（相当于前面测算 600 万台刚需的 50%）。**对比此前 618 米家空调促销卖出 39 万台，此次格力 30 亿促销，预计大概率不只是噱头，而会创造日销超百万台的高光时刻！**

费用率短期波动，有望补足线上短板。市场关注 30 亿的促销费用是否会致格力短期费用率提升，业绩低于预期。我们认为，此次淡季大力促销，尤其是此前毫无征兆的情况下（部分经销商也是当天才接到通知），一方面说明格力的龙头觉醒，意识到提前锁定明年竣工高峰的基本盘（600 万台）；另一方面，也意识到自身线上渠道的相对短板，而此次是线上、线下相结合的新零售方式，可能会打出日销百万台的历史业绩。我们认为市场份额远比短期的费用更为重要，而格力和经销商本质上是命运共同体，短期费用的分摊问题并非是长期核心。

高瓴入驻在即，有望赋能格力新零售。此外，结合前期高瓴明确为股权受让人，料将成为格力第一大股东。根据此前高瓴私有化百丽的案例来看，高瓴先后给百丽带来了线上+线下新零售的改变，协助百丽摆脱电商困局，此次同样有望赋能格力新零售。股权转让落地后，格力管理层、股东利益的一致程度提高，我们可以合理预期，格力会越来越坚持做长期正确的事情（如提升份额、稳定分红等），短期的业绩波动终究是瑕难掩瑜。

风险因素：2019 年终端零售不及预期；原材料价格大幅上涨；渠道库存压力继续加大；汇率大幅波动；股权转让存在不确定性。

投资建议：维持公司 2019/20/21 年 EPS 预测 4.75/5.23/5.76 元（2018 年 EPS 为 4.36 元），对应 2019/20/21 年 12/11/10 倍 PE。公司底子厚实，短期悲观预期逐渐消除，且股转在即有望减弱估值压制因素；长期空调增长稳健，公司格局最优，继续推荐，维持“买入”评级。

格力电器	000651
评级	买入（维持）
当前价	63.61 元
总股本	6,016 百万股
流通股本	5,970 百万股
52 周最高/最低价	65.0/35.68 元
近 1 月绝对涨幅	11.56%
近 12 月绝对涨幅	71.71%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	150,019.55	200,024.00	207,822.30	225,672.19	247,308.73
营业收入增长率	36.2%	33.3%	3.9%	8.6%	9.6%
净利润(百万元)	22,401.58	26,202.79	28,595.68	31,488.28	34,665.52
净利润增长率	45.3%	17.0%	9.1%	10.1%	10.1%
每股收益 EPS(基本)(元)	3.72	4.36	4.75	5.23	5.76
毛利率%	33.6%	30.9%	31.5%	31.9%	32.3%
净资产收益率 ROE%	34.15%	28.69%	25.82%	25.20%	25.25%
每股净资产(元)	10.90	15.18	18.41	20.77	22.82
PE	16	13	12	11	10
PB	5.4	3.9	3.2	2.8	2.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 11 月 8 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E	指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	150,020	200,024	207,822	225,672	247,309	货币资金	99,610	113,079	145,816	145,395	157,646
营业成本	99,563	138,234	142,265	153,588	167,482	存货	16,568	20,012	20,623	23,359	24,666
毛利率	33.63%	30.89%	31.54%	31.94%	32.28%	应收账款	38,071	43,611	53,574	54,936	59,326
营业税金及附加	1,513	1,742	2,209	2,216	2,405	其他流动资产	17,285	23,009	24,680	25,347	25,308
销售费用	16,660	18,900	21,612	23,476	25,981	流动资产	171,535	199,711	244,693	249,037	266,947
营业费用率	11.11%	9.45%	10.40%	10.40%	10.51%	固定资产	17,482	18,386	17,808	17,050	16,170
管理费用	6,071	4,366	4,117	4,695	5,147	长期股权投资	110	2,251	2,251	2,251	2,251
管理费用率	4.05%	2.18%	1.98%	2.08%	2.08%	无形资产	3,604	5,205	5,443	5,728	5,902
财务费用	431	(948)	(1,682)	(2,169)	(2,581)	其他长期资产	22,236	25,682	25,648	25,600	25,601
财务费用率	0.29%	-0.47%	-0.81%	-0.96%	-1.04%	非流动资产	43,433	51,523	51,150	50,628	49,923
投资收益	397	107	200	200	200	资产总计	214,968	251,234	295,842	299,665	316,870
营业利润	26,127	30,997	33,686	37,065	40,898	短期借款	18,646	22,068	28,610	16,339	16,386
营业利润率	17.42%	15.50%	16.21%	16.42%	16.54%	应付账款	44,320	49,823	63,361	64,043	68,264
营业外收入	511	318	500	500	500	其他流动负债	84,525	85,796	90,719	91,772	92,122
营业外支出	21	41	30	30	30	流动负债	147,491	157,686	182,690	172,154	176,772
利润总额	26,617	31,274	34,156	37,535	41,368	长期借款	0	0	0	0	0
所得税	4,109	4,894	5,386	5,863	6,486	其他长期负债	642	833	833	833	833
所得税率	15.44%	15.65%	15.77%	15.62%	15.68%	非流动性负债	642	833	833	833	833
少数股东损益	107	176	174	184	216	负债合计	148,133	158,519	183,523	172,988	177,605
归属于母公司股东的净利润	22,402	26,203	28,596	31,488	34,666	股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
净利率	14.93%	13.10%	13.76%	13.95%	14.02%	资本公积	104	93	93	93	93
						归属于母公司所有者权益合计	65,595	91,327	110,758	124,931	137,303
						少数股东权益	1,240	1,388	1,561	1,746	1,961
						股东权益合计	66,835	92,715	112,319	126,677	139,265
						负债股东权益总计	214,968	251,234	295,842	299,665	316,870

现金流量表 (百万元)					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	26,617	31,274	34,156	37,535	41,368
所得税支出	-4,109	-4,894	-5,386	-5,863	-6,486
折旧和摊销	2,033	3,110	1,524	1,624	1,722
营运资金的变化	-5,718	-6,906	5,827	-2,999	-996
其他经营现金流	-2,466	4,357	-2,041	-2,556	-3,003
经营现金流合计	16,359	26,941	34,079	27,742	32,604
资本支出	-2,425	-3,838	-1,150	-1,103	-1,017
投资收益	397	107	200	200	200
其他投资现金流	-60,225	-18,115	548	155	130
投资现金流合计	-62,253	-21,846	-402	-747	-686
发行股票	90	0	0	0	0
负债变化	34,619	51,861	6,542	-12,271	47
股息支出	0	-9,024	-9,024	-17,157	-22,042
其他融资现金流	-36,979	-40,324	1,541	2,012	2,329
融资现金流合计	-2,269	2,514	-940	-27,417	-19,666
现金及现金等价物净增加额	-48,164	7,609	32,737	-422	12,251

主要财务指标					
指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	36.24%	33.33%	3.90%	8.59%	9.59%
营业利润增长率	49.67%	18.64%	8.67%	10.03%	10.34%
净利润增长率	45.27%	16.97%	9.13%	10.12%	10.09%
毛利率	33.63%	30.89%	31.54%	31.94%	32.28%
EBITDA Margin	18.17%	16.53%	16.28%	16.31%	16.29%
净利率	14.93%	13.10%	13.76%	13.95%	14.02%
净资产收益率	34.15%	28.69%	25.82%	25.20%	25.25%
总资产收益率	10.42%	10.43%	9.67%	10.51%	10.94%
资产负债率	68.91%	63.10%	62.03%	57.73%	56.05%
所得税率	15.44%	15.65%	15.77%	15.62%	15.68%
股利支付率	0.00%	34.44%	60.00%	70.00%	70.00%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。