

投资评级: 买入 (调高评级)

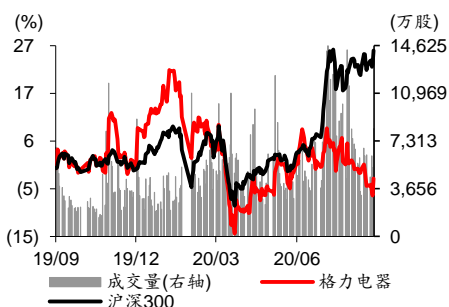
当前价格(元): 55.04  
目标价格(元): 67.86

**林寰宇** SAC No. S0570518110001  
研究员 linhuanyu@htsc.com  
**王森泉** SAC No. S0570518120001  
研究员 SFC No. BPX070  
0755-23987489  
wangsenquan@htsc.com

相关研究

- 1《格力电器(000651 SZ,增持): 疫情冲击未消,H1收入/净利预期下滑》2020.07
- 2《格力电器(000651 SZ,买入): 调整元年,涅槃之路》2020.04
- 3《格力电器(000651 SZ,买入): 疫情冲击凸显,Q1 净利预期大幅下滑》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 主动稳步调整, 分红回报股东

### 格力电器(000651)

#### 着眼长期可持续发展, 提升至“买入”评级

公司披露 2020 年中报, 2020H1 公司实现营业总收入 706.02 亿元, 同比-28.21%, 归母净利 63.62 亿元, 同比-53.73%, 其中, 2020Q2 营收同比-13.33%, 归母净利同比-40.53%。同时, 公司拟向全体股东派发现金红利每 10 股 10 元 (含税)。公司启动较大规模新零售模式改革、实施积极促销策略, 驱动渠道去库存, 提升产品竞争力, 零售端表现好于出货端, 且维持了零售市场的份额优势。在空调行业面临持续洗牌的情况下, 公司主动调整, 着眼长期可持续发展, 仍有望维持市场份额领先。我们维持公司 2020-2022 年 EPS 为 3.77、4.29、5.36 元的预测, 提升至“买入”评级。

#### 渠道变革徐徐推进, 2020H1 公司收入明显承压

疫情影响下, 公司传统线下专卖店流量受到较大冲击, 且面临行业性去库存影响, 经销商提货积极性偏弱。公司重点推动线上线下融合的新零售渠道改革, 线上销售有明显优化, 奥维云网数据显示, 2020 年 1-6 月, 公司线上渠道销售额同比+44.9%, 但仍不足以抵消线下下滑。分产品来看, 2020H1 空调业务收入 413.33 亿元, 同比-47.89%, 生活电器收入 22.19 亿元, 同比-13.36%, 智能装备收入 2.09 亿元, 同比-49.60%。外销下滑幅度小于内销, 其中, 内销收入同比-45.56%、外销收入同比-14.24%。

#### 2020H1 整体毛利率同比-9.41pct

主营业务承压以及其他业务收入占比提升, 大幅压低整体毛利率。公司 2020H1 整体毛利率为 22.34%, 同比-9.41pct。其中, 2020Q2 毛利率同比-8.50pct。2020H1 空调毛利率同比-3.97pct, 降为 32.05%, 生活电器毛利率同比+4.60pct, 提升至 32.79%, 智能装备毛利率同比+6.72pct, 提升至 22.20%。由于其他业务收入占比提升至 28.5%(2019H1 仅为 14.4%), 其毛利率仅为 2.63%, 大幅拖累综合毛利率表现。

#### 2020H1 期间费用率下降

2020H1, 公司整体期间费用率同比下降-2.99pct。其中, 2020H1 销售费用率同比-3.15pct, 为 7.44%。管理费用率同比+0.26pct, 为 2.16%。研发费用率同比+0.44pct, 为 3.51%。财务费用率为-1.67%。

#### 短期波动不改公司长期价值, 已经度过最暗时刻

我们维持 2020-2022 年 EPS 预测为 3.77、4.29、5.36 元。消费流量的转移以及行业竞争压力下, 公司以此为契机推动渠道及管理改革, 加速渠道库存出清, 为长期可持续发展做铺垫, 且地产后周期影响逐步转正, 行业发展的最暗时刻已经过去, 需求有望逐步好转, 经销商提货信心有望逐步恢复, 我们认为公司仍具备长期价值。截至 2020 年 8 月 28 日, 可比公司 2020 年 Wind 一致预期平均 PE18x, 认可给予公司 2020 年 18xPE 估值, 对应目标价 67.86 元 (前值 62.16~65.92 元), 提升至“买入”评级。

风险提示: 疫情冲击及宏观经济下行。地产影响或超出预期。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	6,016
流通 A 股 (百万股)	5,970
52 周内股价区间 (元)	49.22-69.88
总市值 (百万元)	331,106
总资产 (百万元)	282,702
每股净资产 (元)	18.89

资料来源: 公司公告

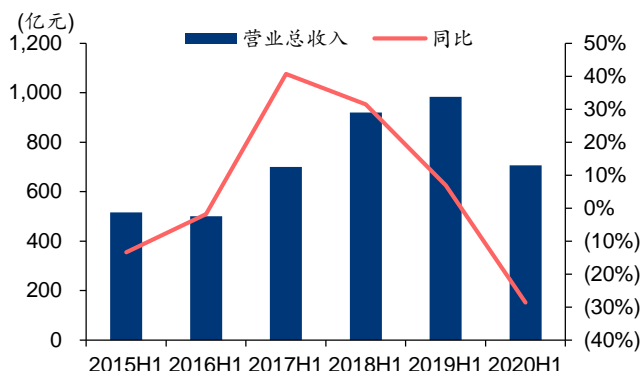
### 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	200,024	200,508	192,488	209,812	230,793
+/-%	33.33	0.24	(4.00)	9.00	10.00
归属母公司净利润 (百万元)	26,203	24,697	22,661	25,836	32,233
+/-%	16.97	(5.75)	(8.24)	14.01	24.76
EPS (元, 最新摊薄)	4.36	4.11	3.77	4.29	5.36
PE (倍)	12.64	13.41	14.61	12.82	10.27

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

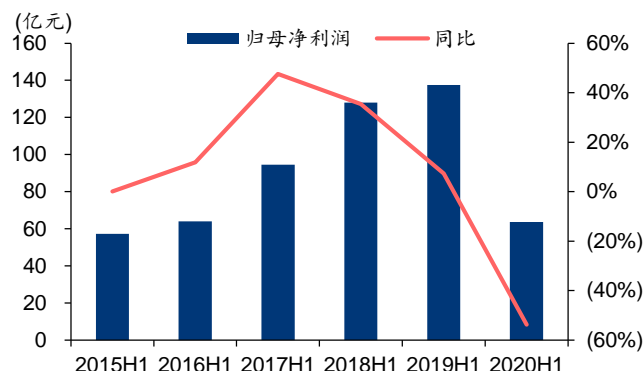
## 经营业绩指标概览

图表1: 2020H1 公司营业总收入同比-28.21%



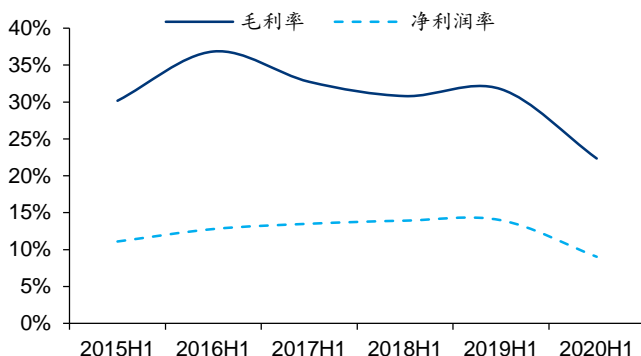
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 2020H1 公司归母净利润同比-53.73%



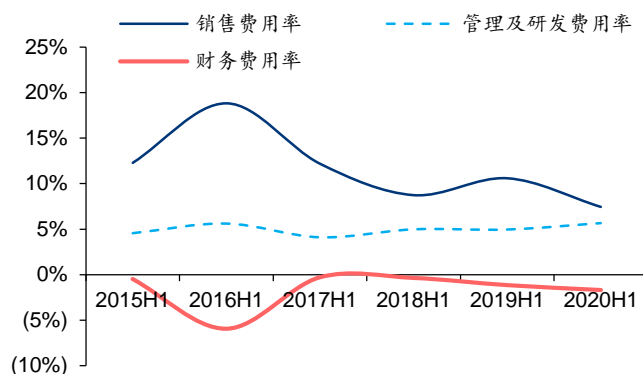
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 2020H1 公司毛利率、净利润率均明显承压



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 2020H1 公司期间费用率同比有所下降



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 可对比公司 Wind 一致预期 PE 估值

证券代码	证券简称	评级	目标价 (元)	市值 (亿元)	2019	2020E	2021E	2022E
000333 CH	美的集团	买入	76.20~80.01	4,935	17.1	19.8	17.3	15.3
600690 CH	海尔智家	买入	26.20	1,481	14.4	20.0	17.1	15.2
000921 CH	海信家电	增持	18.56	179	10.5	14.4	12.3	11.2
平均					14.0	18.0	15.6	13.9

注: 均为 Wind 一致预测, 数据截至 2020/7/31。评级、目标价来自华泰家电团队。

资料来源: Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

### 风险提示

#### (1) 疫情冲击及宏观经济下行。

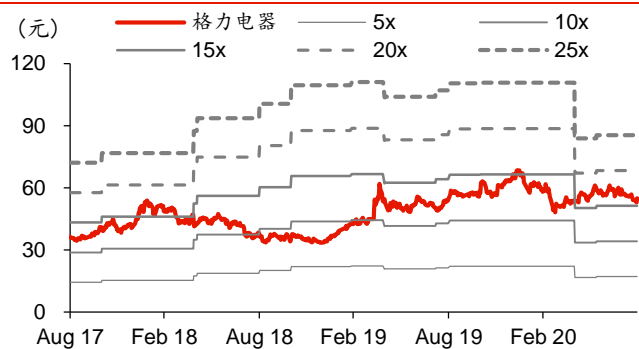
疫情冲击影响下, 如果国内宏观经济增速大幅低于预期, 居民人均可支配收入将受到大幅冲击, 同时海外需求下滑, 行业可能出现供大求的局面, 可能导致竞争环境恶化、产业链盈利能力下滑, 影响家电企业收入及盈利增长。

#### (2) 地产影响或超出预期。

如果地产销售持续趋弱及价格出现不利波动, 可能导致居民财富杠杆的反转, 进而导致居民消费能力和消费意愿的下降, 导致家电需求持续低于预期、行业增速低于预期。

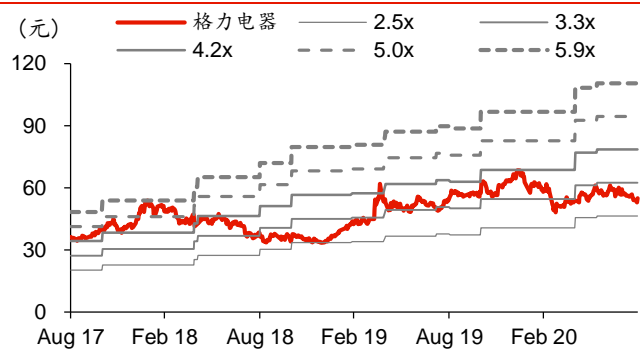
**PE/PB - Bands**

**图表6: 格力电器历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表7: 格力电器历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	199,711	213,364	238,241	249,050	272,603
现金	113,079	125,401	120,385	153,681	144,341
应收账款	7,700	8,513	7,051	9,914	8,748
其他应收账款	2,554	159.13	2,445	393.52	2,729
预付账款	2,162	2,396	1,980	2,789	2,456
存货	20,012	24,085	19,095	26,359	23,286
其他流动资产	54,205	52,810	87,285	55,913	91,043
非流动资产	51,523	69,608	71,879	77,383	82,902
长期投资	2,251	7,064	11,883	16,700	21,518
固定投资	18,386	19,122	16,732	17,216	17,653
无形资产	5,205	5,306	5,706	6,167	6,599
其他非流动资产	25,682	38,116	37,558	37,301	37,132
资产总计	251,234	282,972	310,120	326,433	355,505
流动负债	157,686	169,568	181,153	176,914	180,832
短期借款	22,068	15,944	43,995	15,944	30,155
应付账款	38,987	41,657	37,311	45,816	44,975
其他流动负债	96,631	111,967	99,847	115,154	105,701
非流动负债	833.32	1,356	1,346	1,337	1,328
长期借款	0.00	46.89	37.03	27.77	18.52
其他非流动负债	833.32	1,309	1,309	1,309	1,309
负债合计	158,519	170,925	182,500	178,251	182,159
少数股东权益	1,388	1,894	2,024	2,164	2,314
股本	6,016	6,016	6,016	6,016	6,016
资本公积	93.38	93.38	93.38	93.38	93.38
留存公积	85,439	97,294	115,249	133,875	157,757
归属母公司股东权益	91,327	110,154	125,596	146,018	171,032
负债和股东权益	251,234	282,972	310,120	326,433	355,505

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	26,941	27,894	(23,292)	71,914	(11,374)
净利润	26,379	24,827	22,791	25,976	32,383
折旧摊销	3,110	3,194	2,021	2,158	2,423
财务费用	(948.20)	(2,427)	(1,836)	(1,719)	(1,994)
投资损失	(106.77)	226.63	(300.00)	(400.00)	(500.00)
营运资金变动	(6,906)	11,437	(46,222)	46,448	(42,985)
其他经营现金	5,412	(9,365)	253.29	(549.16)	(701.36)
投资活动现金	(21,846)	(11,275)	(4,392)	(6,862)	(6,942)
资本支出	3,838	4,713	(526.47)	2,845	3,124
长期投资	(8,767)	(4,062)	(4,818)	(4,817)	(4,818)
其他投资现金	(26,775)	(10,624)	(9,737)	(8,834)	(8,636)
筹资活动现金	2,514	(19,222)	(5,383)	(3,704)	(5,234)
短期借款	3,422	(6,124)	28,051	(28,051)	14,211
长期借款	0.00	46.89	(9.86)	(9.25)	(9.26)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(10.50)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(897.31)	(13,145)	(33,425)	24,356	(19,436)
现金净增加额	7,413	(2,400)	(33,067)	61,347	(23,551)

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	200,024	200,508	192,488	209,812	230,793
营业成本	138,234	143,499	140,516	147,917	161,555
营业税金及附加	1,742	1,543	2,200	2,500	2,600
营业费用	18,900	18,310	15,784	18,883	19,650
管理费用	4,366	3,796	3,644	3,972	4,369
财务费用	(948.20)	(2,427)	(1,836)	(1,719)	(1,994)
资产减值损失	(261.67)	(842.89)	(800.00)	(483.43)	(744.21)
公允价值变动收益	46.26	228.26	(400.00)	400.00	500.00
投资净收益	106.77	(226.63)	300.00	400.00	500.00
营业利润	30,997	29,605	26,615	30,439	37,973
营业外收入	317.86	345.71	450.00	480.00	600.00
营业外支出	41.23	598.11	220.00	286.45	368.18
利润总额	31,274	29,353	26,845	30,632	38,205
所得税	4,894	4,525	4,054	4,656	5,822
净利润	26,379	24,827	22,791	25,976	32,383
少数股东损益	176.24	130.60	130.00	140.00	150.00
归属母公司净利润	26,203	24,697	22,661	25,836	32,233
EBITDA	32,329	29,754	26,997	30,497	37,555
EPS (元, 基本)	4.36	4.11	3.77	4.29	5.36

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	33.33	0.24	(4.00)	9.00	10.00
营业利润	18.64	(4.49)	(10.10)	14.37	24.75
归属母公司净利润	16.97	(5.75)	(8.24)	14.01	24.76
获利能力 (%)					
毛利率	30.89	28.43	27.00	29.50	30.00
净利率	13.19	12.38	11.84	12.38	14.03
ROE	28.45	22.16	17.86	17.53	18.68
ROIC	(161.47)	(75.62)	151.66	(75.64)	248.84
偿债能力					
资产负债率 (%)	63.10	60.40	58.85	54.61	51.24
净负债比率 (%)	(97.84)	(97.31)	(59.52)	(92.67)	(65.64)
流动比率	1.27	1.26	1.32	1.41	1.51
速动比率	1.02	0.80	0.91	0.95	1.08
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.75	0.65	0.66	0.68
应收账款周转率	4.90	7.69	4.99	4.99	4.99
应付账款周转率	2.94	2.46	2.46	2.46	2.46
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.36	4.11	3.77	4.29	5.36
每股经营现金流(最新摊薄)	3.41	6.84	(3.87)	11.95	(1.89)
每股净资产(最新摊薄)	15.18	18.31	20.88	24.27	28.43
估值比率					
PE (倍)	12.64	13.41	14.61	12.82	10.27
PB (倍)	3.63	3.01	2.64	2.27	1.94
EV_EBITDA (倍)	7.45	7.50	9.49	6.39	5.82

## 免责声明

### 分析师声明

本人，林寰宇、王森泉，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师林震宇、王森泉本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15% 以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限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: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com